

上声电子（688533.SH）-2023 年三季度报点评

增持

功放业务放量，毛利率稳步向上

核心观点

声学系统放量带动营收增长。公司前三季度实现营业收入 15.93 亿元，同比+32.66%，归母净利润 1.07 亿元，同比+82.95%。其中 2023Q3 实现营收 6.29 亿元，同比+31.17%，环比+23.14%，归母净利润 0.36 亿元，同比+62.22%，环比-12.81%。公司营收增长得益于新能源客户订单放量（蔚来、理想、华为、比亚迪供应链等），声学系统订单释放。新能源客户方面，2022 年蔚来营收占比提升至 10.3%，华为进入第五大客户，营收占比提升至 7.6%。蔚来在 Q3 交付 5.54 万辆汽车，同比+75.4%，环比+135.7%；理想在 Q3 交付 10.51 万辆，同比增长 296.3%，随着问界销量有所回升，新能源客户的放量将继续拉动公司增长。

毛利率稳步向上，汇兑影响第三季度费用率提升。公司 2023Q3 销售毛利率 24.82%，同比+6.04pct，环比+0.06pct，销售净利率 5.64%，同比+0.98pct，环比-2.40pct。前三季度毛利率提升得益于原材料价格下降，公司核心零部件钕铁硼磁钢原材料中包含稀土，钕铁硼的价格在三季度末相较于年初下降约 28%。费用端，2023Q3 公司财务费用率为 2.45%，环比+5.54pct，第三季度相较于二季度减少了汇兑收益，净利率环比有所下滑。公司保持较高的研发费用，着力研发成长中的电子和声学应用软件，在声学产品仿真与设计、整车音响设计、声学信号处理、数字化扬声器系统四个研发方向搭建核心技术平台。

声学优质赛道，随着公司声学系统放量，综合竞争力提升。公司 2022 年车载扬声器业务全球、国内市场市占率分别为 13%、21%，保持行业领先优势，同时公司加大对汽车音响系统及电子产品项目的开发：1、生产基地方面，苏州生产基地已拥有车载扬声器、车载功放、AVAS 及相关产品的零部件生产能力，并将工艺技术输出实现全球化本地供应，在捷克、巴西、墨西哥建立了车载扬声器生产基地。2、核心零部件方面，延龙电子、乐弦音响为纸盆、盆架生产基地，保障零部件自制能力。3、销售与网络布局方面，在中国、美国、德国建立销售、售后、技术支持团队。4、新建产能方面，茹声电子三条产线验收，合肥新工厂稳步推进。

风险提示：汽车行业销量不及预期、客户拓展风险、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、市场风险、技术风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。预测公司 2023-2025 年归母净利润为 1.60/2.50/3.56（原为 1.70/2.73/4.01 亿元），同比增长 83.3%/56.4%/42.5%，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,302	1,769	2,308	3,015	3,894
(+/-%)	19.7%	35.9%	30.5%	30.6%	29.2%
净利润(百万元)	61	87	160	250	356
(+/-%)	-19.7%	43.7%	83.3%	56.4%	42.5%
每股收益(元)	0.38	0.54	1.00	1.56	2.23
EBIT Margin	7.3%	4.9%	8.2%	9.5%	10.3%
净资产收益率(ROE)	5.9%	7.9%	13.0%	17.5%	20.8%
市盈率(PE)	116.0	80.8	44.1	28.2	19.8
EV/EBITDA	55.2	60.5	36.1	24.9	19.0
市净率(PB)	6.84	6.39	5.73	4.93	4.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：王少南

021-60375446

wangshaonan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	44.00 元
总市值/流通市值	7040/1760 百万元
52 周最高价/最低价	67.75/36.61 元
近 3 个月日均成交额	84.37 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《上声电子（688533.SH）-2023 年中报点评-功放业务放量，二季度盈利能力回升》——2023-09-01
- 《上声电子（688533.SH）-2022 年报及 2023 一季报点评-功放业务放量，产能逐步释放》——2023-05-05
- 《上声电子（688533.SH）-2022 年三季度报点评-单三季度归母净利润同比增长 62%》——2022-10-30
- 《上声电子（688533.SH）-2022 年中报点评-功放业务放量，季度盈利环比改善》——2022-09-01
- 《车载功放、AVAS 收入高增长，加强研发助力产品升级》——2022-03-01

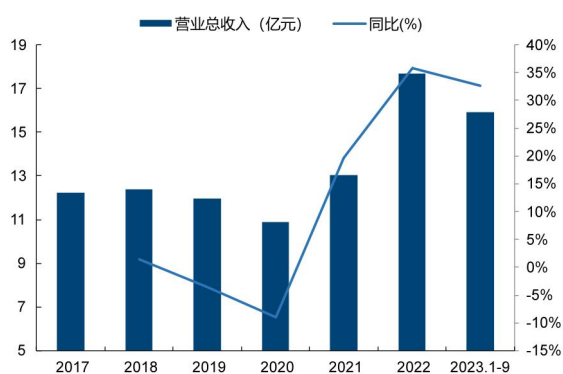
声学系统放量带动营收增长。上声电子 2023 前三季度实现营业收入 15.93 亿元，同比+32.66%，归母净利润 1.07 亿元，同比+82.95%，扣非归母净利 1.07 亿元，同比+98.62%。公司 2023Q3 实现营收 6.29 亿元，同比+31.17%，环比+23.14%，归母净利润 0.36 亿元，同比+62.22%，环比-12.81%。公司营收增长得益于产品综合竞争优势提升以及新能源客户订单放量（蔚来、理想、华为、比亚迪供应链等），新能源客户方面，2022 年蔚来营收占比提升至 10.3%，华为进入第五大客户，营收占比提升至 7.6%。蔚来在第三季度交付 5.54 万辆汽车，同比+75.4%，环比+135.7%；理想在 Q3 交付 10.51 万辆，同比增长 296.3%；随着新问界 M7 的发布，问界销量有所回升，10 月新 M7 交付 10.55 万辆，预计新能源客户的放量继续拉动公司增长。

毛利率稳步向上。公司 2023 年前三季度销售毛利率 24.40%，同比+4.29pct，销售净利率 6.69%，同比+1.80pct。2023Q3 销售毛利率 24.82%，同比+6.04pct，环比+0.06pct，销售净利率 5.64%，同比+0.98pct，环比-2.40pct。前三季度毛利率提升得益于原材料价格下降，公司核心零部件钕铁硼磁钢原材料中包含稀土，根据 wind 数据，钕铁硼的价格在三季度末相较于 2022 年底下降约 28%。

费用端，2023 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.54%、7.43%、6.63%、-0.18%，同比+0.08pct、+0.01pct、+0.47pct、+1pct。2023Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.15%、7.22%、6.08%、2.45%，环比-0.73pct、-0.38pct、-0.84pct、+5.54pct。第三季度相较于二季度减少了汇兑收益，因此财务费用率环比上升，净利率环比有所下滑。公司外销比例较大（2023 年上半年海外收入占比 44%），第三季度末美元兑人民币相较于二季度末下跌 0.64%，欧元兑人民币下跌 3.71%，汇率的变化对公司影响较大。

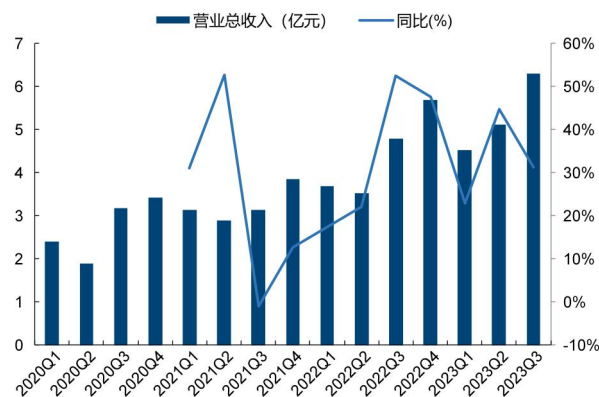
公司保持较高的研发费用，用于巩固在车载扬声器方面的既有优势，同时着力研发成长中的电子和声学应用软件，在声学产品仿真与设计、整车音响设计、声学信号处理、数字化扬声器系统四个研发方向搭建核心技术平台。

图1：公司营业收入及增速



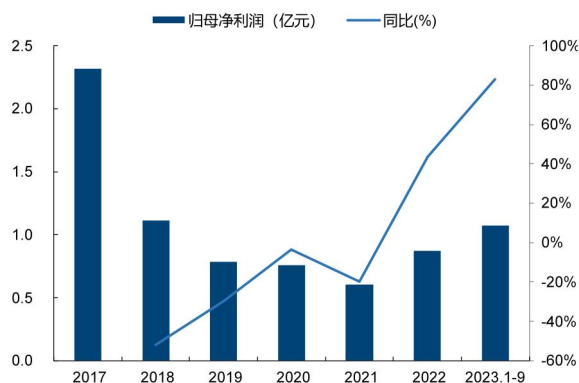
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



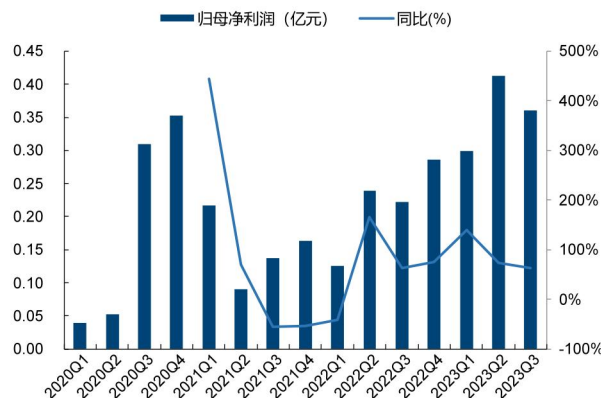
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及增速



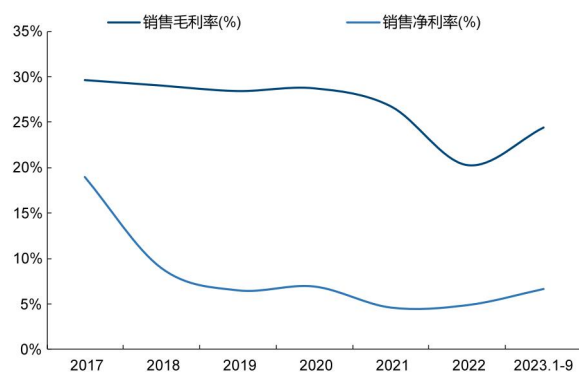
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润



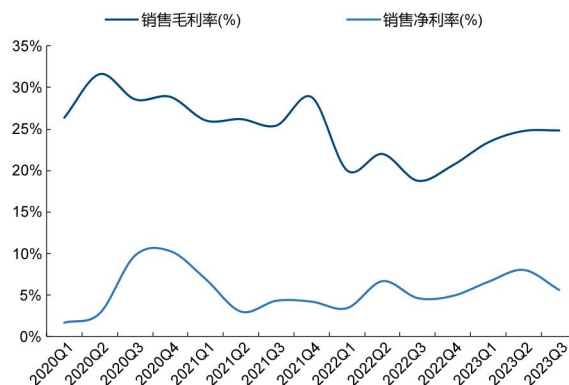
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司专注于车载声学三十余年，2022 年扬声器全球份额提升至 12.95%。

公司较早实现了车载扬声器的国产化配套，于 1997 年成为上汽通用扬声器供应商，发展至今已成为国内市占率第一的扬声器制造商，2022 年公司车载扬声器产品产销量分别为 6603 万只和 6685 万只，与上年同比分别增长 7.31%和 11.41%。同时在全球市场市占率稳步提升，2019-2022 年公司车载扬声器在全球乘用车及轻型商用车市场占有率分别为 12.10%、12.64%、12.92%、12.95%。

车载功放、AVAS 快速放量，单车配套价值量提升 6 倍以上。

声学是消费者终端感知的重要途径，是车内具有消费品属性的环节之一，受益于智能座舱对声学系统的高标准，车内使用的扬声器数量总体呈上升趋势，车载功放配置也从高端车型下放，数字化车载功放有望进一步提高价值量，AVAS 是法律强制要求的新能源汽车警报系统，有望随着新能源汽车的渗透率提升快速放量。公司单车配套价值从 100-200 元(单车 4-6 个扬声器)提升至 800-1500 元左右(单车 5-20 个扬声器+功放+AVAS 的综合声学系统)。

车载功放、AVAS 快速放量，2023 年上半年，公司车载扬声器产品销量 3422.84 万只，同比增长 12.75%；整车音响配置升级，功放产品销量为 14.32 万台，同比增长 36.52%；AVAS 产品销量为 78.71 万只，同比增长 44.97%。

公司具有优秀的全球交付能力：1、生产基地方面，苏州生产基地已拥有车载扬声

器、车载功放、AVAS 及相关产品的零部件生产能力，并将工艺技术输出实现全球化本地供应，在捷克、巴西、墨西哥建立了车载扬声器生产基地。2、核心零部件方面，延龙电子、乐弦音响为纸盆、盆架生产基地，保障零部件自制能力。3、销售与网络布局方面，在中国、美国、德国建立销售、售后、技术支持团队。4、新建产能方面，茹声电子三条产线验收，合肥新工厂稳步推进。

公司上市募集资金用于扩产扬声器项目和扩充汽车电子项目，其中扩充扬声器项目预计形成年产 2500 万只车载扬声器生产能力，扩充汽车电子项目预计形成 25 万台新能源汽车行人警示器、20 万台车用功率放大器、15 万台纯数字化扬声器芯片模组的生产能力。

公司于 2023 年发行可转债，募集金额不超过 5.2 亿元，主要用于汽车音响系统及电子产品项目的开发，项目实施主体为上声在合肥设立的全资子公司。预计形成低频扬声器 1200 万只/年、中频扬声器 600 万只/年、低音炮 90 万只/年、车载功放及带控制器的 AVAS 180 万只/年。

同时，2022 年公司持续开展智能制造、自动化技术改造、节能降耗，扩充产能的同时降本增效，包括对茹声电子新建 STM 线和总装线，对捷克和墨西哥上声进行自动化生产线改造以及扬声器产线建设等，以强化过程管控，落实降本增效措施，提高生产工序自动化，提高产品一致性。

表 1：公司扬声器销量与市场份额

扬声器（万个，%）		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度
中 国	公司销量	3210	2926	2681	2488	2797	3454
	市场容量	15868	15239	13947	13221	14148	16719
	市场占有率	20.23	19.20	19.22	18.82	19.77	20.66
美 洲	公司销量	1750	1831	1882	1547	1692	1818
	市场容量	12873	12886	12383	9709	9304	10403
	市场占有率	13.59	14.21	15.20	15.93	18.19	17.48
欧 洲	公司销量	1911	1875	1862	1560	1328	1260
	市场容量	13242	13628	13047	10360	9592	9764
	市场占有率	14.43	13.76	14.27	15.06	13.85	12.90
其 他	公司销量	87	97	59	58	47	59
	市场容量	15055	14870	14193	11427	12345	14003
	市场占有率	0.57	0.65	0.42	0.51	0.38	0.42
合 计	公司销量	6958	6729	6484	5652	5864	6591
	市场容量	57038	56623	53571	44717	45389	50889
	市场占有率	12.20	11.88	12.10	12.64	12.92	12.95

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：公司销量为公司车载扬声器总销量扣除重卡用扬声器销量后的数据。

发布 2023 年限制性股票激励计划（草案）。

公司公布 2023 年限制性股票激励计划（草案），本次拟授予公司 182 人限制性股票数量 320 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 16000 万股的 2%。其中，首次授予 293.3 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.83%，约占本次授予权益总额的 91.66%。本计划授予限制性股票授予价格为 26.60 元/股。以期提升公司竞争能力以及调动员工的积极性，保障长期增长动力。

本次股权激励考核年度为 2023-2025 年，公司层面具体考核要求为，对于 2023-2025 年，以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2024-2025 年净利润要求为：

1、归属比例 100%，2023–2025 年净利润增长率不低于 30%、50%、70%；2、归属比例 80%，2023–2025 年净利润增长率不低于 24%、40%、56%；3、归属比例 60%，2023–2025 年净利润增长率不低于 30%、50%、70%。

表2：本激励计划各年度业绩考核目标

绩效考核指标	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B	业绩考核目标 C
第一个归属期(2023 年)	以 2020–2022 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%	以 2020–2022 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 24%	以 2020–2022 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 18%
第二个归属期(2024 年)	以 2020–2022 三年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 50%	以 2020–2022 三年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 40%	以 2020–2022 三年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%
第三个归属期(2025 年)	以 2020–2022 三年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 70%	以 2020–2022 三年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 56%	以 2020–2022 三年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 42%
公司层面归属比例	100%	80%	60%
个人层面归属比例	100%	100%	80%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

结合三季度业绩，我们下调公司 2023–2025 年收入预测至 23.08/30.15/38.94 亿元（原为 23.60/32.40/41.71 亿元），同比增长 30.5%/30.6%/29.2%。

预测公司 2023–2025 年归属母公司净利润为 1.60/2.50/3.56（原为 1.70/2.73/4.01 亿元），同比增长 83.3%/56.4%/42.5%，每股收益 1.00/1.56/2.23 元，对应 PE 为 44/28/20 倍，维持“增持”评级。

表3：同类公司估值比较（20231102）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002920.SZ	德赛西威	买入	126.95	705	2.13	2.85	3.87	60	45	33
002906.SZ	华阳集团	买入	33.36	175	0.80	0.95	1.36	42	35	25
603997.SH	继峰股份	增持	14.66	169	-1.27	0.23	0.53		64	28
	平均				0.55	1.34	1.92	51	48	28
688533.SH	上声电子	增持	44.00	70	0.54	1.00	1.56	81	44	28

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示：汽车行业销量不及预期、客户拓展风险、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、市场风险、技术风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	327	544	652	669	718	营业收入	1302	1769	2308	3015	3894
应收款项	344	609	759	826	1067	营业成本	954	1410	1752	2268	2921
存货净额	258	340	424	550	710	营业税金及附加	9	10	13	17	21
其他流动资产	106	115	151	197	254	销售费用	25	26	36	42	55
流动资产合计	1197	1611	1990	2245	2753	管理费用	131	126	169	214	268
固定资产	350	488	554	598	635	研发费用	88	110	150	187	230
无形资产及其他	42	70	67	65	62	财务费用	30	(22)	17	16	13
投资性房地产	33	66	66	66	66	投资收益	9	7	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	20	1	1	1
资产总计	1622	2235	2678	2974	3516	其他收入	(96)	(148)	(150)	(187)	(230)
短期借款及交易性金融负债	261	456	620	517	520	营业利润	67	97	174	272	388
应付款项	224	364	472	611	789	营业外净收支	(1)	(2)	0	0	0
其他流动负债	100	164	207	268	345	利润总额	66	95	174	272	388
流动负债合计	585	984	1300	1396	1655	所得税费用	6	8	15	23	33
长期借款及应付债券	0	138	138	138	138	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	7	10	10	10	10	归属于母公司净利润	61	87	160	250	356
长期负债合计	7	148	148	148	148	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	592	1132	1447	1544	1802	净利润	61	87	160	250	356
少数股东权益	1	2	1	1	(1)	资产减值准备	1	19	11	3	2
股东权益	1029	1101	1229	1429	1714	折旧摊销	43	48	46	57	64
负债和股东权益总计	1622	2235	2678	2974	3516	公允价值变动损失	(1)	(20)	(1)	(1)	(1)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	30	(22)	17	16	13
每股收益	0.38	0.54	1.00	1.56	2.23	营运资本变动	(155)	(162)	(108)	(36)	(201)
每股红利	0.07	0.19	0.20	0.31	0.45	其它	(1)	(19)	(12)	(4)	(4)
每股净资产	6.43	6.88	7.68	8.93	10.71	经营活动现金流	(53)	(47)	96	270	217
ROIC	5.94%	7.49%	9%	12%	16%	资本开支	(55)	(218)	(120)	(100)	(100)
ROE	5.89%	7.91%	13%	17%	21%	其它投资现金流	(152)	157	0	0	0
毛利率	27%	20%	24.1%	24.8%	25.0%	投资活动现金流	(207)	(61)	(120)	(100)	(100)
EBIT Margin	7%	5%	8%	10%	10%	权益性融资	(10)	1	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	10%	11%	12%	负债净变化	0	138	0	0	0
收入增长	20%	36%	30%	31%	29%	支付股利、利息	(12)	(31)	(32)	(50)	(71)
净利润增长率	-20%	44%	83%	56%	43%	其它融资现金流	216	108	165	(103)	3
资产负债率	37%	51%	54%	52%	51%	融资活动现金流	182	324	133	(153)	(68)
股息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%	现金净变动	(78)	217	109	16	49
P/E	116.0	80.8	44	28	20	货币资金的期初余额	405	327	544	652	669
P/B	6.8	6.4	5.7	4.9	4.1	货币资金的期末余额	327	544	652	669	718
EV/EBITDA	55.2	60.5	36.1	24.9	19.0	企业自由现金流	(80)	(252)	(9)	184	129
						权益自由现金流	135	(6)	141	66	120

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032