

上声电子（688533.SH）-年报及一季报点评

增持

声学系统放量，毛利率稳步向上

核心观点

声学系统放量带动营收增长。上声电子 2023 年实现营业收入 23.26 亿元，同比增长 31.5%，归母净利润 1.59 亿元，同比增长 82.40%。2024Q1 实现营收 5.98 亿元，同比增长 32%，环比下降 18.5%，实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 95.4%，环比增长 12.9%。公司营收增长主要得益于新产品、新能源客户（蔚来、理想、华为、比亚迪等）订单开始放量，蔚来 2023 年交付 16 万辆，同比增长 31%，理想 2023 年共交付 37.6 万辆，同比增长 182%，2023 年公司车载扬声器销量 7907 万只，同比增长 18.3%，功放产品销量 42.42 万只，同比增长 24.1%。

2023 年毛利率稳步向上。公司 2023 年销售毛利率为 25.48%，同比+5.19pct，销售净利率为 6.83%，同比+1.92pct。2024Q1 公司销售毛利率 24.67%，同比+1.26pct，环比-3.16pct，销售净利率 9.75%，同比+3.12pct，环比+2.61pct。公司盈利能力提升预计得益于原材料价格下降以及产品放量的规模效应：公司核心原材料钕铁硼的价格在 2023 年末相较于年初下降约 33%；公司测算 2023 年车载扬声器业务全球、国内市场市占率分别为 13%、23%，保持领先地位。

声学优质赛道，随着公司声学系统放量，综合竞争力提升。随着产品品类从扬声器向扬声器+功放+AVAS 的声学组合升级，公司单车配套价值从 100-200 元（单车 4-6 个扬声器），中档配置可以提升至 300-500 元，部分车型单车价值量提升至 1000 元左右。公司具有全球交付能力，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，公司在捷克、巴西、墨西哥建立了车载扬声器生产基地。目前公司功放产能在 100 万台左右，合肥工厂于 2023 年底完成基建，预计合肥工厂达产后产能达到 200 万台以上。根据公司 2024 年度“提质增效重回报”行动方案，公司将保持较高的研发费用率（不低于 6%），用于巩固在车载扬声器方面的优势，并重点突破音效算法，阵列扬声器，主动降噪，多区域声场、电子产品等声学领域项目。

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：考虑到行业竞争加剧，下调公司盈利预测，预测公司 2024-2026 年归母净利润为 2.38/3.21/4.01 亿元（原 2024/2025 年预测为 2.50/3.56 亿元），同比增长 49.5%/35.0%/24.8%，每股收益 1.49/2.01/2.50 元，对应 PE 为 20/15/12 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,769	2,326	3,015	3,795	4,561
(+/-%)	35.9%	31.5%	29.6%	25.9%	20.2%
净利润(百万元)	87	159	238	321	401
(+/-%)	43.7%	82.4%	49.5%	35.0%	24.8%
每股收益(元)	0.54	0.99	1.49	2.01	2.50
EBIT Margin	4.9%	9.5%	10.0%	10.4%	10.5%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	12.2%	16.1%	18.7%	19.8%
市盈率 (PE)	53.6	29.4	19.6	14.5	11.7
EV/EBITDA	42.9	22.1	17.6	14.0	11.9
市净率 (PB)	4.24	3.59	3.16	2.71	2.31

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 29.18 元
 总市值/流通市值 4669/4669 百万元
 52 周最高价/最低价 54.20/21.35 元
 近 3 个月日均成交额 80.87 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 年三季报点评-功放业务放量，毛利率稳步向上》——2023-11-02
- 《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

声学系统放量，2023 年营收同比增长 32%。上声电子 2023 年实现营业收入 23.26 亿元，同比增长 31.5%，归母净利润 1.59 亿元，同比增长 82.40%，扣非归母净利润 1.56 亿元，同比增长 140.41%。2024Q1 实现营收 5.98 亿元，同比增长 32%，环比下降 18.5%，实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 95.4%，环比增长 12.9%，实现扣非归母净利润 0.42 亿元，同比增长 51%，环比下降 14.7%。

公司营收增长主要得益于新产品、新能源客户订单开始放量。2023 年公司车载扬声器销量 7907 万只，同比增长 18.3%，功放产品销量 42.42 万只，同比增长 24.1%，AVAS 销量 184.66 万只，同比增长 32.4%。公司新能源客户项目放量（蔚来、理想、华为、比亚迪等），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 2023 年交付汽车 16 万辆，同比增长 30.7%，理想 2023 年共交付 37.6 万辆，同比增长 182.2%。2024 年一季度问界销量恢复，2024 年 Q1 共交付 8.58 万辆，环比增长 53.3%，带动公司声学系统放量。

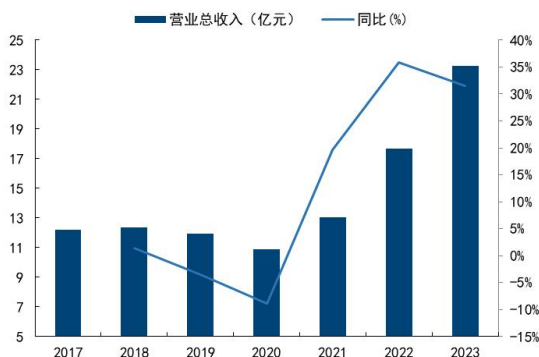
2023 年毛利率稳步向上。公司 2023 年销售毛利率为 25.48%，同比+5.19pct，销售净利率为 6.83%，同比+1.92pct。2024Q1 公司销售毛利率 24.67%，同比+1.26pct，环比-3.16pct，销售净利率 9.75%，同比+3.12pct，环比+2.61pct。公司毛利率提升预计得益于原材料价格下降以及新产品放量的规模效应，公司核心零部件钕铁硼磁钢原材料中包含稀土，根据 Wind 数据，钕铁硼的价格在 2023 年末相较于 2022 年底下降约 33%。

费用端，公司 2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.86%、7.26%、6.41%、-0.06%，同比+0.38pct、+0.12pct、+0.20pct、+1.18pct，期间费用率为 15.47%，同比+1.87pct。2024Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率 1.37%、7.35%、6.74%、1.49%，同比-0.32pct、-0.20pct、-0.35pct、+2.04pct，环比-1.18pct、+0.47pct、+0.81pct、+1.29pct，期间费用率 16.95%，同比+1.17pct，环比+1.39pct。

公司财务费用率提升的主要原因，一是公司利息支出增加（2023 年 7 月发行了可转换债券），二是因汇率波动及外币金额有所减少，2023 年汇兑收益同比下降，公司出口销售占比较高（占比 39%），主要使用美元、欧元等外币结算，汇率的波动对公司影响较大，公司 2023 年汇兑收益为 1708 万元（2022 年 3167 万元）。

除以上毛利率、费用率差异外，2024 年一季度，累计获得政府补助为人民币 1866.28 万元，均为与收益相关的政府补助，体现为公司其他收益在 2024Q1 为 2084 万（2023Q1 为 17 万，2023Q4 为 1551 万）。

图1：公司营业收入及增速



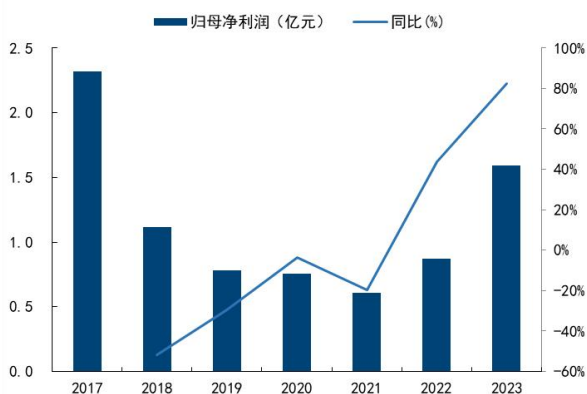
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



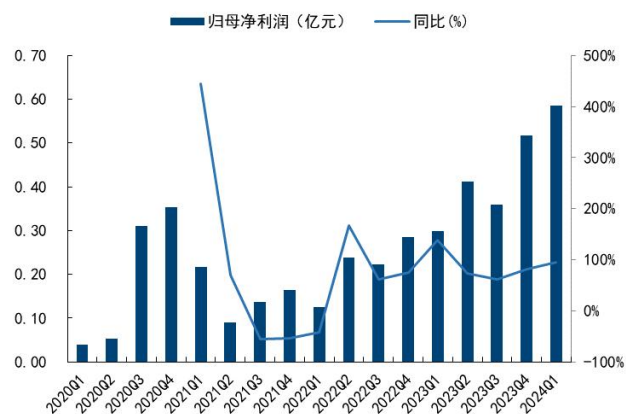
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润及增速



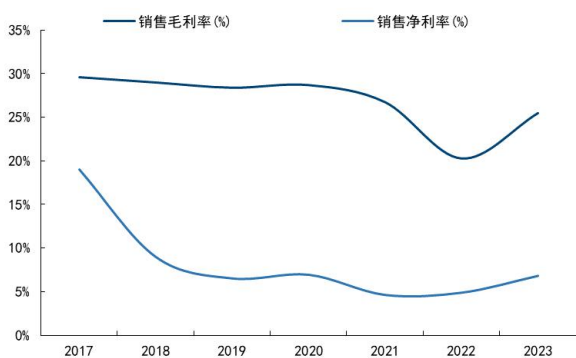
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度净利润



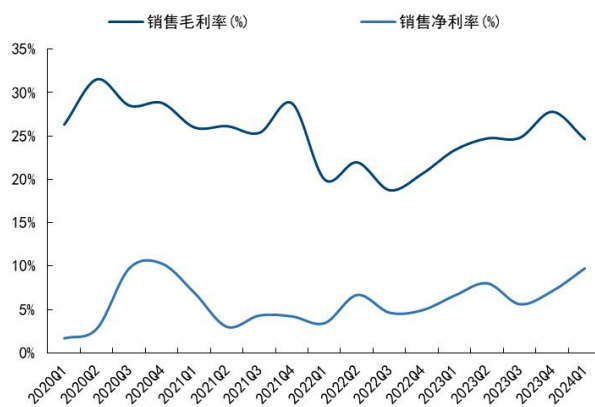
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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，2023年扬声器全球份额提升至13.11%。

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车载扬声器制造商，公司在全球市场市占率稳步提升，2019-2023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%、13.11%。

表1：公司扬声器销量与市场份额

扬声器 (万个, %)		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
中 国	公司销量	2681	2488	2797	3454	4417
	市场容量	13947	13221	14148	16719	18936
	市场占有率	19.22	18.82	19.77	20.66	23.32
美 洲	公司销量	1882	1547	1692	1818	1919
	市场容量	12383	9709	9304	10403	12290
	市场占有率	15.20	15.93	18.19	17.48	15.61
欧 洲	公司销量	1862	1560	1328	1260	1325
	市场容量	13047	10360	9592	9764	11762
	市场占有率	14.27	15.06	13.85	12.90	11.27
其 他	公司销量	59	58	47	59	155
	市场容量	14193	11427	12345	14003	16617
	市场占有率	0.42	0.51	0.38	0.42	0.93
合 计	公司销量	6484	5652	5864	6591	7816
	市场容量	53571	44717	45389	50889	59605
	市场占有率	12.10	12.64	12.92	12.95	13.11

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注1：此为公司测算数据，市场容量以乘用车及轻型商用车产量数据为基础，乘以每辆车配置的扬声器估算平均数量测算所得。

注2：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。

车载功放、AVAS 快速放量，公司最高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。随着产品品类从扬声器向扬声器+功放+AVAS 的声学组合升级，公司单车配套价值从 100-200 元（单车 4-6 个扬声器），中档配置可以提升至 300-500 元，部分车型单车价值量提升至 1000 元左右。

2023 年公司车载扬声器销量 7907 万只，同比增长 18.3%，功放销量 42.42 万只，同比增长 24.1%，AVAS 销量 184.66 万只，同比增长 32.4%。

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。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。目前公司功放产能在 100 万台左右，合肥工厂于 2023 年底完成基建，预计合肥工厂达产后产能达到 200 万台以上。

根据公司 2024 年度“提质增效重回报”行动方案，公司将保持较高的研发费用（不低于 6%），用于巩固在车载扬声器方面的既有优势，并重点突破音效算法，阵列扬声器，主动降噪，多区域声场、电子产品等声学领域项目。

发布 2024 年限制性股票激励计划。

公司公布 2024 年限制性股票激励计划，该激励计划拟授予的限制性股票数量为 320 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额 160000040 股的 2%。

该股权激励考核年度为 2024-2026 年，公司层面具体考核要求为，对于 2024-2026

年，以 2021-2023 三年平均净利润为基数，2024-2026 年净利润要求包括：考核目标 A，公司层面归属比例 100%，2024-2026 年净利润增长率不低于 30%、60%、80%；考核目标 B，公司层面归属比例 80%，2024-2026 年净利润增长率不低于 24%、48%、64%；考核目标 C，公司层面归属比例 60%，2024-2026 年净利润增长率不低于 18%、36%、48%。

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 公司层面归属比例 100%	业绩考核目标 B 公司层面归属比例 80%	业绩考核目标 C 公司层面归属比例 60%
第一个归属期(2023 年)	以 2021-2023 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%	以 2021-2023 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 24%	以 2021-2023 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 2021-2023 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 60%	以 2021-2023 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 48%	以 2021-2023 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 36%
第三个归属期(2025 年)	以 2021-2023 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 80%	以 2021-2023 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 64%	以 2021-2023 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 48%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：上述“净利润”指经审计的扣除股份支付费用的归属于上市公司股东净利润。

盈利预测与投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到行业竞争加剧，下调公司盈利预测，预测公司 2024-2026 年归母净利润为 2.38/3.21/4.01 亿元（原 2024/2025 年预测为 2.50/3.56 亿元），同比增长 49.5%/35.0%/24.8%，每股收益 1.49/2.01/2.50 元，对应 PE 为 20/15/12 倍，维持“增持”评级。

表 3：同类公司估值比较（20240430）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002920.SZ	德赛西威	买入	125.87	699	2.79	3.87	5.50	45	33	23
002906.SZ	华阳集团	买入	31.21	164	0.89	1.23	1.76	35	25	18
603997.SH	继峰股份	增持	13.27	168	0.18	0.33	0.64	74	40	21
	平均				1.29	1.81	2.63	51	33	20
688533.SH	上声电子	增持	29.18	47	0.99	1.49	2.01	29	20	15

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）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	544	472	567	623	639	营业收入	1769	2326	3015	3795	4561
应收款项	609	764	975	1144	1375	营业成本	1410	1734	2255	2849	3421
存货净额	340	309	392	494	594	营业税金及附加	10	11	15	19	22
其他流动资产	115	163	211	266	319	销售费用	26	43	48	57	68
流动资产合计	1611	1753	2189	2572	2972	管理费用	126	169	208	246	290
固定资产	488	878	988	1088	1176	研发费用	110	149	187	232	278
无形资产及其他	70	66	63	60	58	财务费用	(22)	(1)	29	25	21
投资性房地产	66	187	187	187	187	投资收益	7	(2)	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	20	27	0	0	0
资产总计	2235	2884	3427	3908	4393	其他收入	(148)	(209)	(187)	(232)	(278)
短期借款及交易性金融负债	456	354	522	503	451	营业利润	97	186	273	369	460
应付款项	364	362	482	653	804	营业外净收支	(2)	(2)	0	0	0
其他流动负债	164	267	343	430	517	利润总额	95	184	273	369	460
流动负债合计	984	982	1347	1587	1772	所得税费用	8	25	36	48	60
长期借款及应付债券	138	574	574	574	574	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	10	23	23	23	23	归属于母公司净利润	87	159	238	321	401
长期负债合计	148	597	597	597	597	现金流量表（百万元）					
负债合计	1132	1579	1944	2184	2368	净利润	87	159	238	321	401
少数股东权益	2	4	4	4	4	资产减值准备	19	6	19	5	5
股东权益	1101	1301	1479	1720	2021	折旧摊销	48	63	74	97	110
负债和股东权益总计	2235	2884	3427	3908	4393	公允价值变动损失	(20)	(27)	0	0	0
						财务费用	(22)	(1)	29	25	21
关键财务与估值指标						营运资本变动	(162)	(174)	(126)	(62)	(143)
每股收益	0.54	0.99	1.49	2.01	2.50	其它	(19)	(6)	(19)	(5)	(5)
每股红利	0.19	0.28	0.37	0.50	0.63	经营活动现金流	(47)	21	186	355	368
每股净资产	6.88	8.13	9.25	10.75	12.63	资本开支	(218)	(478)	(200)	(200)	(200)
ROIC	7.49%	10.21%	10%	12%	14%	其它投资现金流	157	(41)	0	0	0
ROE	7.91%	12.22%	16%	19%	20%	投资活动现金流	(61)	(519)	(200)	(200)	(200)
毛利率	20%	25%	25.2%	24.9%	25.0%	权益性融资	13	2	0	0	0
EBIT Margin	5%	9%	10%	10%	11%	负债净变化	138	(37)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	12%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(31)	(44)	(59)	(80)	(100)
收入增长	36%	32%	30%	26%	20%	其它融资现金流	96	588	168	(19)	(53)
净利润增长率	44%	82%	50%	35%	25%	融资活动现金流	324	427	108	(99)	(153)
资产负债率	51%	55%	57%	56%	54%	现金净变动	217	(72)	94	57	16
股息率	0.7%	0.9%	1.3%	1.7%	2.1%	货币资金的期初余额	327	544	472	567	623
P/E	53.6	29.4	20	15	12	货币资金的期末余额	544	472	567	623	639
P/B	4.2	3.6	3.2	2.7	2.3	企业自由现金流	(252)	(399)	11	177	186
EV/EBITDA	42.9	22.1	17.6	14.0	11.9	权益自由现金流	(18)	152	154	133	110

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所提及的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