

营收稳健增长 静待盈利修复

2025 年 04 月 30 日



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

研究助理：完颜尚文

执业证号：S0100124040021

邮箱：wanyanshangwen@mszq.com

➤ **事件：**公司披露 2024 年年度报告和 2025 年第一季度报告：1) 2024 年度实现营收 27.76 亿元，同比+19.32%；归母净利润 2.35 亿元，同比+47.92%；扣非归母净利润 1.89 亿元，同比+21.00%；3) 2025Q1 营收 6.36 亿元，同比+6.40%，环比-18.62%；归母净利润 0.27 亿元，同比-53.27%，环比-40.03%；扣非归母净利润 0.24 亿元，同比-43.03%，环比-42.19%。

➤ **营收稳健增长 多因素导致利润短期承压：**1) **收入端：**得益于国内外汽车市场的稳步增长，公司营收实现稳健增长。2024 年度实现营收 27.76 亿元，同比+19.32%，其中车载扬声器/车载功放/AVAS 业务营收分别+10.84%/+47.97%/+40.10%，公司主要产品销量保持稳健增长。2024Q4 营收 7.82 亿元，同比+6.63%，环比+3.42%；2025Q1 营收 6.36 亿元，同比+6.40%，环比-18.62%。公司主要客户中，理想/蔚来/赛力斯 2024Q4 销量同比分别+20.40%/+45.25%/+59.95%，环比分别+3.84%/+17.52%/-4.72%；理想/蔚来/赛力斯 2025Q1 销量同比分别+15.50%/+40.07%/-62.03%，环比分别-41.48%/-42.09%/-70.30%，赛力斯销量同环比下滑明显，对公司收入增速有一定拖累；2) **利润端：**2024 年度归母净利润 2.35 亿元，同比+47.92%；2024Q4 归母净利润 0.46 亿元，同比-48.08%，环比-41.63%；2025Q1 归母净利润 0.27 亿元，同比-53.27%，环比-40.03%。2024Q4 毛利率为 22.13%，同比-3.35pct，环比-6.66pct；2025Q1 毛利率为 20.62%，同比-3.47pct，环比-1.51pct。2024Q4 归母净利率达 5.83%，同比-6.14pct，环比-4.50pct；2025Q1 归母净利率达 4.30%，同比-5.49pct，环比-1.53pct。利润短期承压主要系①合肥工厂尚处于运行初期，收入尚无法涵盖机器和厂房折旧以及人工成本；②产品价格总体下调导致产品毛利下降；③捷克工厂亏损；④政府补助减少；3) **费用端：**2024Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别 0.20%/6.72%/5.14%/1.21%，同比分别+0.00/-0.16/-0.80/+1.01pct，环比分别-0.72/-0.22/-1.24/-0.71pct；2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别 0.82%/7.85%/7.10%/-0.60%，同比分别+0.03/+0.51/+0.36/-2.09pct，环比分别+0.62/+1.14/+1.96/-1.81pct，公司持续保持高强度的研发投入。

➤ **扬声器基本盘稳健 汽车电子产品快速放量。**2024 年，扬声器营收 20.50 亿元，同比+10.84%，收入占比 73.84%，同比-5.65pct；功放营收 5.34 亿元，同比+47.97%，占比 19.23%，同比+3.72pct；AVAS 营收 1.21 亿元，同比+40.10%，占比 4.35%，同比+0.65pct。2024 年，公司继续保持高强度研发投入，在巩固车载音响系统既有优势外，着力研发成长中的汽车电子和声学应用软件，扬声器营收稳健增长，功放、AVAS 产品快速放量。

➤ **新产能稳步爬坡 全球交付能力日趋完善。**公司积极推动海外产能扩张，加快补充墨西哥和捷克上声的低音炮、AVAS 等产品产线建设，扩充产能，提升海外项目竞争实力；加快自动化改进升级与提高智能制造水平、优化制造工艺、提升生产效率、降低制造成本。合肥工厂于 2024 年竣工投用，产能正处于爬坡之中。合肥新工厂将进一步提升公司产能及工艺水平，提升公司智能制造能力，丰

推荐

当前价格：

维持评级

26.90 元

相关研究

- 1.上声电子 (688533.SH) 系列点评四：24Q3 毛利率显著提升 汽车电子快速放量-2024/10/31
- 2.上声电子 (688533.SH) 系列点评三：盈利同比高增 汽车电子快速放量-2024/08/30
- 3.上声电子 (688533.SH) 系列点评二：23 年完美收官 24Q1 加速启航-2024/04/30
- 4.上声电子 (688533.SH) 系列点评一：2023 业绩加速 2024 再度起航-2024/01/18

富国内的生产基地布局，更好地适应客户和市场的需求。

➤ **投资建议：**公司作为自主车载扬声器龙头，持续受益电动智能趋势及采购体系变化。我们预计公司 2025-2027 年营收 32.56/38.44/43.73 亿元，归母净利 2.46/4.13/5.59 亿元，EPS 为 1.51/2.53/3.43 元。对应 2025 年 4 月 30 日 26.90 元/股收盘价，PE 分别 18/11/8 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业景气度不及预期；客户拓展不及预期；原材料价格波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,776	3,256	3,844	4,373
增长率（%）	19.3	17.3	18.1	13.8
归属母公司股东净利润（百万元）	235	246	413	559
增长率（%）	47.9	4.5	67.9	35.4
每股收益（元）	1.44	1.51	2.53	3.43
PE	19	18	11	8
PB	2.8	2.5	2.1	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,776	3,256	3,844	4,373
营业成本	2,078	2,540	2,930	3,290
营业税金及附加	18	18	22	25
销售费用	21	23	25	26
管理费用	197	238	250	240
研发费用	165	212	211	219
EBIT	333	291	483	647
财务费用	35	15	16	13
资产减值损失	-39	0	0	0
投资收益	1	6	7	8
营业利润	283	283	475	643
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	282	283	475	643
所得税	49	37	62	84
净利润	234	246	413	559
归属于母公司净利润	235	246	413	559
EBITDA	429	389	586	754

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	532	463	587	836
应收账款及票据	879	1,056	1,241	1,411
预付款项	8	13	15	17
存货	414	525	600	673
其他流动资产	212	273	303	328
流动资产合计	2,045	2,330	2,745	3,266
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	1,042	1,112	1,167	1,205
无形资产	71	76	81	86
非流动资产合计	1,286	1,364	1,413	1,443
资产合计	3,330	3,694	4,159	4,709
短期借款	305	305	305	305
应付账款及票据	453	577	659	740
其他流动负债	430	493	539	578
流动负债合计	1,188	1,375	1,503	1,623
长期借款	77	77	77	77
其他长期负债	464	465	465	465
非流动负债合计	542	542	542	542
负债合计	1,730	1,917	2,045	2,165
股本	163	163	163	163
少数股东权益	9	9	10	10
股东权益合计	1,600	1,777	2,113	2,544
负债和股东权益合计	3,330	3,694	4,159	4,709

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.32	17.29	18.06	13.76
EBIT 增长率	77.93	-12.66	65.88	34.00
净利润增长率	47.92	4.54	67.89	35.37
盈利能力 (%)				
毛利率	25.13	22.00	23.78	24.76
净利率	8.47	7.55	10.74	12.78
总资产收益率 ROA	7.06	6.66	9.93	11.87
净资产收益率 ROE	14.78	13.91	19.62	22.05
偿债能力				
流动比率	1.72	1.69	1.83	2.01
速动比率	1.23	1.13	1.24	1.41
现金比率	0.45	0.34	0.39	0.52
资产负债率 (%)	51.95	51.90	49.18	45.97
经营效率				
应收账款周转天数	101.80	103.48	105.77	107.32
存货周转天数	62.62	66.58	69.13	69.66
总资产周转率	0.89	0.93	0.98	0.99
每股指标 (元)				
每股收益	1.44	1.51	2.53	3.43
每股净资产	9.77	10.85	12.92	15.56
每股经营现金流	2.04	1.16	2.26	3.22
每股股利	0.45	0.47	0.79	1.07
估值分析				
PE	19	18	11	8
PB	2.8	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	11.60	12.7		

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048