

➤ **事件:** 公司发布 2025 年半年度报告, 2025H1 营收 13.67 亿元, 同比+10.35%; 归母净利润 0.85 亿元, 同比-23.96%; 扣非归母净利润 0.79 亿元, 同比-11.11%; 其中 2025Q2 营收 7.31 亿元, 同比+14.03%, 环比+14.85%; 归母净利润 0.57 亿元, 同比+8.34%, 环比+110.40%; 扣非归母净利润 0.55 亿元, 同比+17.57%, 环比+129.59%。

➤ **营收平稳增长 盈利能力保持稳健。1) 收入端:** 2025Q2 营收 7.31 亿元, 同比+14.03%, 环比+14.85%。公司主要客户中, 理想/蔚来/赛力斯 2025Q2 销量分别同比+2.30%/+25.59%/+7.96%, 环比+19.61%/+71.18%/121.67%, 蔚来销量同环比、赛力斯销量环比快速增长, 驱动公司收入增长; **2) 利润端:** 2025Q2 归母净利润 0.57 亿元, 同比+8.34%, 环比+110.40%; 扣非归母净利润 0.55 亿元, 同比+17.57%, 环比+129.59%。2025Q2 毛利率为 19.95%, 同比-4.95pct, 环比-0.68pct, 归母净利率为 7.87%, 同比-0.41pct, 环比+3.57pct。国内整车市场价格竞争加剧导致上游供应链承压, 叠加新建工厂投入运营处于产能爬坡期, 共同导致公司毛利率承压; **3) 费用端:** 2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.20%/6.68%/5.40%/-3.05%, 同比分别+0.57/-0.76/-0.30/-3.35pct, 环比分别+0.38/-1.17/-1.70/-2.46pct。财务费用率同比下滑明显, 主要系欧元汇率上升, 产生大量汇兑收益所致。

➤ **深化纯数字音频技术链布局 推进全景声场方案商业化落地。** 公司持续深化纯数字音频技术链布局, 构建自研芯片+智能算法+车规验证的三维技术体系, 持续推进智能座舱纯数字链路全景声场方案商业化落地。2025H1, 公司发布 AI 全景声音响系统技术, 特别引入钻石高音、带式高音、系列化碳纤维扬声器和阵列式头枕扬声器等创新专利产品组成的 53 扬声器配置, 搭配 4000W 大功率功放, 结合 720°全景声场重构技术, 给客户带来震撼的影院级声场体验, 属业界首创, 是当前车载音响系统的顶级配置, 彰显公司在汽车声学产品领域的领导地位。

➤ **产线升级加速推进 智能制造能力全面提升。** 为应对贸易逆全球化的风险以及跟随中国车厂加速出海的步伐, 公司对捷克科技与墨西哥上声继续推进自动化生产线改造以及新产品产线建设, 提升海外基地的交付能力, 迎接更多海外项目在当地落地。公司合肥新工厂于 2024 年底投入生产, 当期产能逐步爬坡; 苏州本部的扬声器生产线拟进行技术改造升级, 全面提升公司智能制造能力。

➤ **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 2.46/3.63/4.63 亿元, EPS 为 1.51/2.23/2.84 元。对应 2025 年 8 月 29 日 29.42 元/股收盘价, PE 分别 19/13/10 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	363	463
增长率 (%)	47.9	4.5	47.5	27.7
每股收益 (元)	1.44	1.51	2.23	2.84
PE	20	19	13	10
PB	3.0	2.7	2.3	2.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
29.42 元

分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@glms.com.cn

分析师 完颜尚文

执业证书: S0100525050001

邮箱: wanyanshangwen@glms.com.cn

相关研究

1. 上声电子 (688533.SH) 系列点评六: 可转债产线升级提效 业务布局持续拓展-2025/05/13
2. 上声电子 (688533.SH) 系列点评五: 营收稳健增长 静待盈利修复-2025/04/30
3. 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
4. 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
5. 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

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	269	306
研发费用	165	212	250	262
EBIT	333	291	425	537
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	417	533
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	282	283	417	533
所得税	49	37	54	69
净利润	234	246	363	464
归属于母公司净利润	235	246	363	463
EBITDA	429	389	528	645

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	532	455	532	702
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	2,322	2,689	3,132
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	1,372	1,422	1,451
资产合计	3,330	3,694	4,111	4,583
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	542	582
流动负债合计	1,188	1,375	1,506	1,627
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	543	543	543
负债合计	1,730	1,918	2,048	2,170
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	2,063	2,413
负债和股东权益合计	3,330	3,694	4,111	4,583

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	46.06	26.45
净利润增长率	47.92	4.54	47.47	27.75
盈利能力 (%)				
毛利率	25.13	22.00	23.78	24.76
净利润率	8.47	7.55	9.43	10.59
总资产收益率 ROA	7.06	6.66	8.82	10.11
净资产收益率 ROE	14.78	13.91	17.66	19.27
偿债能力				
流动比率	1.72	1.69	1.79	1.92
速动比率	1.23	1.12	1.20	1.32
现金比率	0.45	0.33	0.35	0.43
资产负债率 (%)	51.95	51.91	49.82	47.34
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	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	1.44	1.51	2.23	2.84
每股净资产	9.77	10.85	12.61	14.76
每股经营现金流	2.04	1.13	1.96	2.65
每股股利	0.45	0.47	0.69	0.89
估值分析				
PE	20	19	13	10
PB	3.0	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.56	13.84	10.19	8.35
股息收益率 (%)	1.53	1.60	2.36	3.01

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	234	246	363	464
折旧和摊销	95	98	103	108
营运资金变动	-64	-167	-160	-151
经营活动现金流	332	185	319	431
资本开支	-266	-152	-142	-126
投资	-7	0	0	0
投资活动现金流	-270	-161	-134	-117
股权募资	35	0	0	0
债务募资	48	0	0	0
筹资活动现金流	5	-100	-108	-143
现金净流量	70	-76	76	170

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。	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
	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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