

# 中科蓝讯 (688332.SH)

## Q1 营收高速增长，新品拓展高端品牌市场

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,124	1,080	1,409	1,839	2,386
增长率 yoy (%)	21.2	-3.9	30.5	30.5	29.7
归母净利润(百万元)	229	141	231	325	447
增长率 yoy (%)	6.5	-38.6	63.8	40.8	37.6
ROE (%)	26.3	4.0	6.2	8.1	10.0
EPS 最新摊薄 (元)	1.91	1.17	1.92	2.71	3.73
P/E (倍)	41.3	67.2	41.1	29.2	21.2
P/B (倍)	10.9	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源: 长城证券产业金融研究院

**事件:** 公司于4月14日发布了2022年年报, 2022年实现营收10.80亿元, 同比-3.88%; 实现归母净利润1.41亿元, 同比-38.57%; 实现扣非净利润1.12亿元, 同比-42.49%。并于4月25日发布了2023年一季报, 2023年Q1实现营收3.07亿元, 同比+33.89%, 环比+1.18%; 实现归母净利润0.49亿元, 同比+23.05%, 环比+117.04%; 实现扣非净利润0.37亿元, 同比+1.39%, 环比+219.05%。

**下游需求复苏提升 Q1 营收, 高研发投入奠定成长基础:** 2022年在宏观环境影响下, 市场竞争加剧, 公司营收略降。2023年, 伴随着宏观经济形势在变化中步入稳定, 消费电子行业也逐步回暖, 下游及终端需求有所增强, 此外新增智能穿戴产品线带来一定的市场增量, Q1营收大幅增长, 盈利能力环比提升明显。2023年Q1公司毛利率为19.58%, 同比-1.98pcts, 环比-1.52pcts; 净利率为16.09%, 同比-1.42pcts, 环比+8.59pcts。费用方面, 23年Q1销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为0.30%/1.95%/9.52%/-2.99%, 同期变动分别为-0.12/-0.72/+3.90/-3.04pct。因23年Q1公司加大研发力度, 研发人员数量、光罩支出、折旧摊销金额及其他研发物料投入均大幅增长, 研发费用同比+126.81%。

**多维拓展产品线, 高增速市场带动营收增长:** 公司专注于设计研发低功耗、高性能无线音频 SoC 芯片, 持续对原有芯片进行升级迭代, 同时对产品的应用范围进行了拓展, 部分芯片产品已应用至智能可穿戴设备、智能家居等物联网终端产品中。2022年, 公司取得了多项研发成果: 用于物联网的第一代蓝牙控制 SoC 芯片已完成样片的设计与流片; Wifi 蓝牙低功耗智能物联网 SoC 芯片已完成样片的设计与流片; 多功能 TYPE-C 音频处理 SoC 升级芯片已完成样片测试和客户试产验证工作, 并实现了量产。根据艾瑞报告预测, 2022-2026年中国智能语音核心产品市场增速将保持在20%左右。根据Counterpoint的预测, 2023、2024年全球智能手表销量将分别增长16.1%、13.0%。公司对物联网以及智能手表的布局, 有望受益于其高增速市场, 给公司营收带来新的增长点。

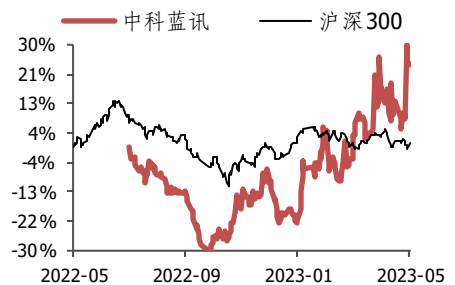
**巩固白牌耳机市场份额, 持续拓展高端品牌市场:** TWS 蓝牙耳机芯片是公司

### 增持 (首次评级)

#### 股票信息

行业	电子
2023年5月15日收盘价(元)	78.96
总市值(百万元)	9,475.20
流通市值(百万元)	2,297.74
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	29.10
近3月日均成交额(百万元)	124.69

#### 股价走势



#### 作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulalan@cgws.com

#### 相关研究

最主要的产品系列，占 2022 年公司产品总营收的 51.11%，其客户主要为白牌厂商。对于白牌耳机市场，据潮电智库统计，2022 年亚太地区特别是印度市场的 TWS 耳机市场增长，表明 TWS 耳机市场渗透率仍有较大提升空间，后续随着拉丁美洲和东南亚的新兴市场的加入，并结合消费降级和品牌下沉效应，中低端耳机市场未来发展值得期待。2022 年，中科蓝讯以 20% 的市占率名列十大 TWS 蓝牙主控芯片厂商第二。高通发布的《音频产品使用现状调研报告 2022》表明高性能、低售价是耳机市场未来竞争关键因素。公司芯片各方面的性能均衡全面，在同等性能的产品中，公司产品价格具有较强的竞争力，综合性价比优势明显，有望顺应白牌耳机市场高性能、低售价的潮流，巩固现有市场份额。此外，“讯龙三代”低功耗智能可穿戴 SoC 芯片已经进入量产阶段，并持续进行市场和客户推广工作，已积累一批意向客户，有望持续拓展高端品牌市场，提高 TWS 蓝牙耳机芯片业务的盈利水平。

**首次覆盖，给予“增持”评级：**公司主营业务为无线音频 SoC 芯片的研发、设计与销售。主要产品包括 TWS 蓝牙耳机芯片、非 TWS 蓝牙耳机芯片、蓝牙音箱芯片、智能穿戴芯片、无线麦克风芯片、数字音频芯片等，可广泛运用于 TWS 蓝牙耳机、颈挂式耳机、头戴式耳机、商务单边蓝牙耳机、蓝牙音箱、车载蓝牙音响、电视音响、智能可穿戴设备、物联网设备等无线互联终端。公司产品已进入 TCL、传音、魅蓝、NOKIA、飞利浦、联想、铁三角等等众多知名终端品牌的供应体系，并伴随着公司对物联网与智能穿戴的市场布局，有望巩固现有份额的同时，拓展新增长点。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.31 亿元、3.25 亿元、4.47 亿元，EPS 分别为 1.92 元、2.71 元、3.73 元，对应 PE 分别为 41X、29X、21X。

**风险提示：**宏观经济波动风险、下游需求不及预期、技术开发和迭代升级风险、市场竞争加剧。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	942	3679	4408	4928	5997
现金	4	1217	1588	2073	2689
应收票据及应收账款	3	50	20	72	47
其他应收款	1	1	2	2	3
预付账款	23	24	38	43	62
存货	563	504	879	856	1314
其他流动资产	348	1882	1882	1882	1882
<b>非流动资产</b>	17	28	29	29	29
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	6	5	6	6	7
无形资产	1	16	15	15	14
其他非流动资产	10	8	8	8	8
<b>资产总计</b>	959	3707	4437	4957	6026
<b>流动负债</b>	82	160	713	921	1560
短期借款	0	0	571	704	1342
应付票据及应付账款	56	128	110	188	185
其他流动负债	26	32	31	29	34
<b>非流动负债</b>	5	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	87	162	714	923	1562
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	90	120	120	120	120
资本公积	277	2845	2845	2845	2845
留存收益	505	580	789	1075	1455
归属母公司股东权益	873	3546	3722	4034	4464
<b>负债和股东权益</b>	959	3707	4437	4957	6026

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-110	224	-169	344	-19
净利润	229	141	231	325	447
折旧摊销	3	11	5	6	7
财务费用	0	-17	-24	-16	-9
投资损失	-10	-8	-6	-8	-8
营运资金变动	-355	84	-372	40	-453
其他经营现金流	22	13	-3	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	-63	-2628	4	5	5
资本支出	6	13	5	6	8
长期投资	-66	-1527	0	0	0
其他投资现金流	10	-1088	10	12	13
<b>筹资活动现金流</b>	-57	2510	-35	2	-8
短期借款	-10	0	571	133	638
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	13	2568	0	0	0
其他筹资现金流	-60	-88	-606	-130	-646
<b>现金净增加额</b>	-230	106	-200	352	-21

资料来源: 长城证券产业金融研究院

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1124	1080	1409	1839	2386
营业成本	834	854	1107	1388	1737
营业税金及附加	5	4	6	8	10
销售费用	3	4	5	6	8
管理费用	29	28	27	39	55
研发费用	77	110	96	135	186
财务费用	0	-17	-24	-16	-9
资产和信用减值损失	-5	-5	-1	-1	-2
其他收益	49	28	30	35	35
公允价值变动收益	0	13	3	4	5
投资净收益	10	8	6	8	8
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	229	141	231	325	447
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	229	141	231	325	447
所得税	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	229	141	231	325	447
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	229	141	231	325	447
EBITDA	233	135	211	315	445
EPS (元/股)	1.91	1.17	1.92	2.71	3.73

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	21.2	-3.9	30.5	30.5	29.7
营业利润 (%)	6.5	-38.6	63.8	40.8	37.6
归属母公司净利润 (%)	6.5	-38.6	63.8	40.8	37.6
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	25.8	20.9	21.5	24.5	27.2
净利率 (%)	20.4	13.0	16.4	17.7	18.7
ROE (%)	26.3	4.0	6.2	8.1	10.0
ROIC (%)	26.2	3.5	4.8	6.5	7.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	9.0	4.4	16.1	18.6	25.9
净负债比率 (%)	0.0	-34.2	-27.3	-33.9	-30.2
流动比率	11.6	23.0	6.2	5.4	3.8
速动比率	3.4	19.2	4.8	4.3	2.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	0.5	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	4005.8	43.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	15.8	9.3	17.3	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.91	1.17	1.92	2.71	3.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.92	1.86	-1.41	2.87	-0.16
每股净资产 (最新摊薄)	7.27	29.55	31.02	33.62	37.20
<b>估值比率</b>					
P/E	41.3	67.2	41.1	29.2	21.2
P/B	10.9	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	39.5	48.0	31.5	20.0	14.2

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686