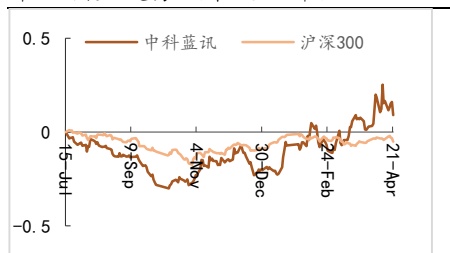


评级： 买入
核心观点

何立中
 电子行业首席分析师
 SAC 执证编号: S0110521050001
 helizhong@sczq.com.cn
 电话: 010-81152682

韩杨
 电子行业研究助理
 hanyang@sczq.com.cn
 电话: 010-81152681

市场指数走势 (最近 1 年)


资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	70.09
一年内最高/最低价 (元)	80.86/44.11
市盈率 (当前)	59.69
市净率 (当前)	2.37
总股本 (亿股)	1.20
总市值 (亿元)	84.11

资料来源: 聚源数据

相关研究

·
·
·

- **产品销量持续增长，受需求疲软等影响利润有所承压。**2022 年公司实现营收 10.80 亿元，同比-3.88%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比-38.57%。2022 年公司全年实现芯片销量 9.27 亿颗，同比+8.18%。具体来看，TWS 蓝牙耳机芯片收入 5.51 亿元，同比+11.08%；非 TWS 蓝牙耳机芯片收入 1.44 亿元，同比-24.57%；蓝牙音箱芯片收入 2.70 亿元，同比-28.38%；其他芯片收入 1.14 亿元，同比+91.46%。
- **需求不济和行业竞争加剧影响，公司各产品线毛利率有所下调。**2022 年公司实现毛利率 20.92%，同比-4.86pct；实现净利率 13.05%，同比-7.37pct。其中，公司 TWS 蓝牙耳机芯片毛利率 20.79%，同比-7.80pct；非 TWS 蓝牙耳机芯片毛利率 21.78%，同比-1.10pct；蓝牙音箱芯片毛利率 17.73%，同比-4.97pct；其他芯片毛利率 27.76%，同比-3.11pct。
- **研发积淀产品高性价比优势，白牌市场市占率领先。**公司通过多年研发积淀，产品具备高性价比优势，2022 年公司芯片 ASP 为 1.17 元，在对价格高度敏感的白牌 TWS 耳机市场市占率名列前茅。据潮电智库统计，2022 年，十大 TWS 蓝牙主控芯片厂商共占有 TWS 芯片的市场份额达 95%以上。其中，中科蓝讯以 20%的市占率名列第二。
- **讯龙三代正式推出，有望打开中高端产品市场。**公司已开发出新一代蓝牙产品“蓝讯讯龙”三代，集成了 Cadence HiFi4 DSP 及大容量的 RAM 资源，借助该强大的运算资源，可实现高阶的 DNN 通话算法及复杂度较高的本地音频处理能力，实现如空间音频、低音增强、3D 环绕音效等音效算法。凭借讯龙三代更强的性能表现，公司有望打开高阶市场。
- **持续进行性能提升，巩固产品的高性价比优势。**展望未来，公司将不断提高研发水平，在确保综合性价比的前提下，进一步提升主控芯片的集成度、功耗、连接、传输等方面的性能，完善智能蓝牙音频芯片系统软硬件设计方案，更好地满足智能蓝牙应用，更好地适配终端品牌方主打性价比系列产品的需求。
- **盈利预测：我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 2.68/3.35/4.55 亿元，对应 4 月 18 日股价 PE 分别为 33/26/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：需求不及预期、新品研发不及预期、客户端放量不及预期。**

盈利预测

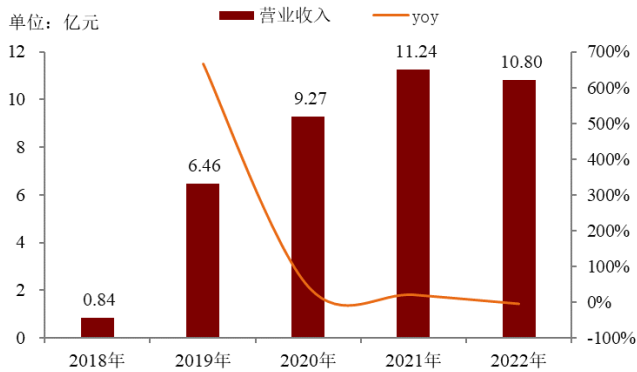
	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	10.80	14.05	18.33	23.50
营收增速 (%)	-3.88%	30.12%	30.46%	28.18%
净利润 (亿元)	1.41	2.68	3.35	4.55
净利润增速 (%)	-38.57%	90.39%	24.94%	35.81%
EPS(元/股)	1.17	2.24	2.79	3.79
PE	62.05	32.59	26.08	19.21

资料来源: Wind, 首創證券

1 性价比优势突出，看好份额扩张和新品放量

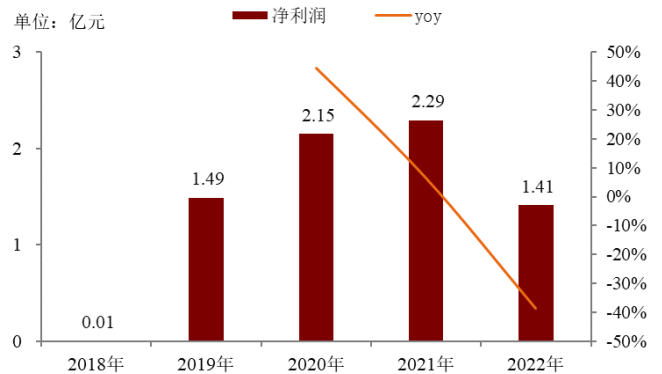
产品销量持续增长，受需求疲软等影响利润有所承压。2022 年公司实现营收 10.80 亿元，同比-3.88%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比-38.57%。2022 年公司全年实现芯片销量 9.27 亿颗，同比+8.18%。具体来看，TWS 蓝牙耳机芯片收入 5.51 亿元，同比+11.08%；非 TWS 蓝牙耳机芯片收入 1.44 亿元，同比-24.57%；蓝牙音箱芯片收入 2.70 亿元，同比-28.38%；其他芯片收入 1.14 亿元，同比+91.46%。

图 1 公司 2018 年-2022 年营业收入及同比增速



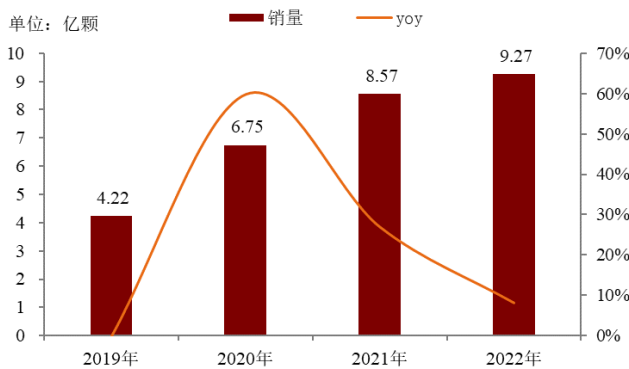
资料来源: Wind, 首创证券

图 2 公司 2018 年-2022 年净利润及同比增速



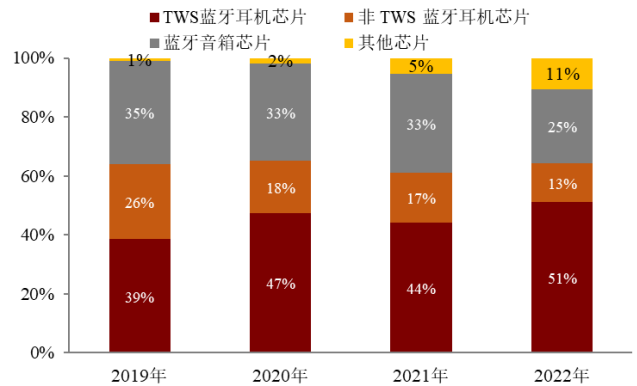
资料来源: Wind, 首创证券

图 3 公司 2019 年-2022 年公司产品出货量



资料来源: 公司公告, 首创证券

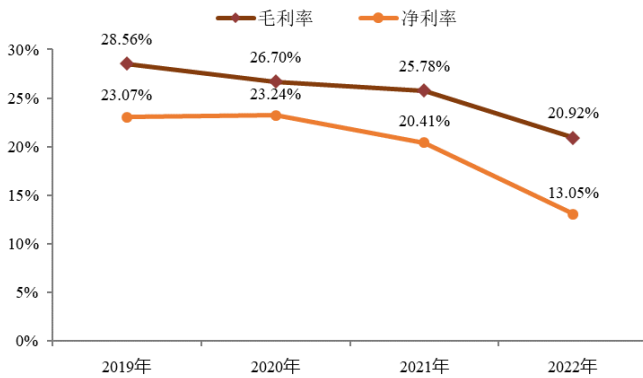
图 4 公司 2019 年-2022 年公司各产品收入占比



资料来源: 公司公告, 首创证券

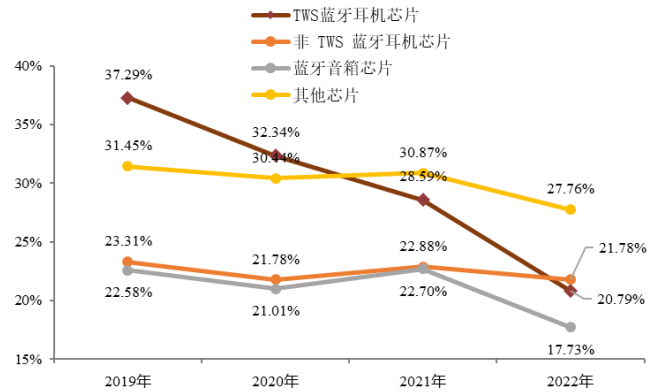
需求不济和行业竞争加剧影响，公司各产品线毛利率有所下调。2022 年公司实现毛利率 20.92%，同比-4.86pct；实现净利率 13.05%，同比-7.37pct。其中，公司 TWS 蓝牙耳机芯片毛利率 20.79%，同比-7.80pct；非 TWS 蓝牙耳机芯片毛利率 21.78%，同比-1.10pct；蓝牙音箱芯片毛利率 17.73%，同比-4.97pct；其他芯片毛利率 27.76%，同比-3.11pct。

图 5 公司 2019 年-2022 年毛利率与净利率



资料来源: Wind, 首创证券

图 6 公司 2019 年-2022 年各产品毛利率



资料来源: Wind, 首创证券

研发积淀产品高性价比优势，白牌市场市占率领先。公司通过多年研发积淀，产品具备高性价比优势，2022 年公司芯片 ASP 为 1.17 元，在对价格高度敏感的白牌 TWS 耳机市场市占率名列前茅。据潮电智库统计，2022 年，十大 TWS 蓝牙主控芯片厂商共占有 TWS 芯片的市场份额达 95% 以上。其中，中科蓝讯以 20% 的市占率名列第二。

讯龙三代正式推出，有望打开中高端产品市场。公司已开发出新一代蓝牙产品“蓝讯讯龙”三代，集成了 Cadence HiFi4 DSP 及大容量的 RAM 资源，借助该强大的运算资源，可实现高阶的 DNN 通话算法及复杂度较高的本地音频处理能力，实现如空间音频、低音增强、3D 环绕音效等音效算法。凭借讯龙三代更强的性能表现，公司有望打开高阶市场。

持续进行性能提升，巩固产品的高性价比优势。展望未来，公司将不断提高研发水平，在确保综合性价比的前提下，进一步提升主控芯片的集成度、功耗、连接、传输等方面的性能，完善智能蓝牙音频芯片系统软硬件设计方案，更好地满足智能蓝牙应用，更好地适配终端品牌方主打性价比系列产品的需求。

2 盈利预测

我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 2.68/3.35/4.55 亿元，对应 4 月 18 日股价 PE 分别为 33/26/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	10.80	14.05	18.33	23.50
yoy	-3.88%	30.12%	30.46%	28.18%
净利润(亿元)	1.41	2.68	3.35	4.55
yoy	-38.57%	90.39%	24.94%	35.81%
毛利率	20.92%	25.12%	26.21%	27.16%
净利率	13.05%	19.09%	18.28%	19.37%
EPS(元/股)	1.17	2.24	2.79	3.79
PE	62.05	32.59	26.08	19.21

资料来源: Wind, 首创证券

3 风险提示

需求不及预期、新品研发不及预期、客户端放量不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3678.9	4014.1	4336.1	4770.0	经营活动现金流	223.8	373.2	77.0	461.1
现金	1217.0	1525.8	1515.9	1860.7	净利润	140.9	268.3	335.1	455.1
应收账款	49.4	13.8	69.3	37.8	折旧摊销	10.3	15.8	22.8	29.6
其它应收款	1.0	1.0	1.0	1.0	财务费用	(10.8)	(22.9)	(22.7)	(27.9)
预付账款	24.3	24.3	24.3	24.3	投资损失	(7.6)	(15.0)	(12.0)	(10.0)
存货	504.1	548.2	804.5	907.1	营运资金变动	84.2	145.0	(226.2)	32.2
其他流动资产	72.3	72.3	72.3	72.3	其它	6.8	(18.0)	(20.0)	(18.0)
非流动资产	28.5	37.4	39.5	32.6	投资活动现金流	(2628.2)	(9.8)	(12.8)	(12.8)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	(23.7)	(24.8)	(24.8)	(22.8)
固定资产	5.1	6.0	6.4	4.6	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	15.8	23.9	25.4	20.5	其他	(2604.5)	15.0	12.0	10.0
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	筹资活动现金流	2510.4	(54.6)	(74.0)	(103.5)
资产总计	3707.4	4051.6	4375.6	4802.6	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	160.0	313.5	399.1	502.4	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	其他	2510.4	(54.6)	(74.0)	(103.5)
应付账款	127.6	281.0	366.6	470.0	现金净增加额	106.0	308.8	(9.9)	344.8
其他流动负债	0.2	0.2	0.2	0.2	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
非流动负债	1.7	1.7	1.7	1.7	成长能力				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	-3.9%	30.1%	30.5%	28.2%
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	利润总额	-38.6%	90.4%	38.8%	35.8%
负债合计	161.7	315.2	400.8	504.1	归属母公司净利润	-38.6%	90.4%	24.9%	35.8%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	获利能力				
归属母公司股东权益	3545.6	3736.4	3974.8	4298.5	毛利率	20.9%	25.1%	26.2%	27.2%
负债和股东权益	3707.4	4051.6	4375.6	4802.6	净利率	13.0%	19.1%	18.3%	19.4%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	6.4%	7.4%	8.7%	11.0%
营业收入	1079.9	1405.2	1833.2	2349.9	ROIC	6.4%	7.4%	8.7%	11.0%
营业成本	853.9	1052.3	1352.6	1711.5	偿债能力				
税金及附加	3.8	5.0	6.5	8.3	资产负债率	4.4%	7.8%	9.2%	10.5%
销售费用	4.4	4.9	5.5	6.1	净负债比率	-34.3%	-40.8%	-38.1%	-43.3%
研发费用	110.0	121.7	138.1	153.3	流动比率	22.99	12.81	10.87	9.49
管理费用	27.6	30.9	34.8	38.8	速动比率	19.84	11.06	8.85	7.69
财务费用	-17.2	-22.9	-22.7	-27.9	营运能力				
资产减值损失	(2.70)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.46	0.36	0.44	0.51
公允价值变动收益	13.1	18.0	20.0	18.0	应收账款周转率	43.20	44.43	44.09	43.85
投资净收益	7.6	15.0	12.0	10.0	应付账款周转率	9.30	5.00	5.00	5.00
营业利润	84.4	268.3	372.4	505.7	每股指标(元)				
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益	1.17	2.24	2.79	3.79
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金	1.86	3.11	0.64	3.84
利润总额	140.9	268.3	372.4	505.7	每股净资产	29.55	31.14	33.12	35.82
所得税	0.0	0.0	37.2	50.6	估值比率				
净利润	140.9	268.3	335.1	455.1	P/E	62.0	32.6	26.1	19.2
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	2.5	2.3	2.2	2.0
归属母公司净利润	140.9	268.3	335.1	455.1					
EBITDA	165.1	284.1	395.2	535.3					
EPS (元)	1.17	2.24	2.79	3.79					

团队简介

何立中，电子行业首席分析师，北京大学硕士，曾在比亚迪半导体从事芯片设计、国信证券研究所、中国计算机报工作，2021年4月加入首创证券。

韩杨，电子行业研究助理，厦门大学会计学硕士，2021年8月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现