

中科蓝讯 (688332.SH)

公司快报

下游需求逐步回暖，多维扩张产品梯队

事件点评：2023年4月25日，公司发布2023年第一季度报告，第一季度实现营业收入30,707.64万元，较上年同期增长33.89%，实现归属于上市公司股东净利润4,941.68万元，同比增长23.05%，第一季度公司实现芯片销量29,023.08万颗，同比增长53.77%。2023年4月14日公司发布2022年年报，2022年度，公司实现营业收入107,990.10万元，较上年同期下降3.88%；归属于母公司所有者的净利润14,089.70万元，较上年同期下降38.57%。

◆ **白牌市场逐步回暖，TWS耳机市场全球渗透率还有空间：**公司自成立以来始终专注于设计研发低功耗、高性能无线音频 SoC 芯片，根据公司招股说明书的介绍，公司主要通过下游经销商（方案开发类经销商和电子元器件分销商）、板卡厂、OEM/ODM 厂商进入终端客户的供应体系，公司应用于终端白牌厂商的芯片销售收入占各期主营业务收入比例达到 90%以上。因此，报告期内，公司无线音频 SoC 芯片的终端客户主要为白牌厂商。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。根据公司 2022 年年报显示，2022 年 4 季度，公司实现营收 3.04 亿元，环比增长 29.45%，同比增长 6.58%，在全球消费不景气的大背景下，表现亮眼，我们认为主要得益于两个原因：1、白牌市场具备高性价比，终端产品售价整体不高，主要是伴随着产品性价比与产品形态全球范围内普及程度的持续提升而不断提高渗透率，白牌赛道仍有渗透率提升的空间；2、白牌市场呈现市场快速增长、下游终端客户需求多样的特点。公司聚焦于开发通用型芯片并提供底层的软件开发工具，经销商可以根据下游不同终端客户的差异化软件定制需求进行二次开发，而且公司产品售价较低，整体具备较强的竞争优势。

◆ **多维扩张产品线，成长逻辑清晰：**从公司目前的布局来看，我们认为公司未来的成长路径清晰，具体主要集中在几个方向：1、传统白牌市场有份额持续提升的空间。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。公司自成立即采用 RISC-V 指令集架构作为技术开发路线研发、设计芯片，自主研发的 RISC-V SoC 芯片内核，成本有持续优化的空间，对应的产品性价比优势也会持续加大，白牌市场有望份额持续提升；2、向品牌突围。公司不断提高研发水平，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。截至目前，公司产品已进入 TCL、传音、魅蓝、NOKIA、飞利浦、联想、铁三角、创维、纽曼、山水、惠威、摩托罗拉、喜马拉雅、倍思、boAt、Noise、科大讯飞、夏新、网易、唱吧、QCY、天猫精灵、魔声 Monster、Sudio 等终端品牌供应体系；3、新产品方向突破。公司牢牢把握市场态势，在夯实现有 TWS、非 TWS 蓝牙耳机和蓝牙智能音箱业务板块的基础上，利用自身的技术优势及客户资源，持续孵化新技术、新产品，不断开拓新的市场领域和拓宽销售渠道，培育潜力市场，扩大下游新的应用场景。以公司 2022 年年报为例，目前公司部分芯片产品已应用至智能手表、智能车载支架等物联网产品中，

 投资评级 **买入-A(首次)**

 股价(2023-04-26) **69.46 元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 9,068.40 |
| 流通市值(百万元) | 2,199.09 |
| 总股本(百万股) | 120.00 |
| 流通股本(百万股) | 29.10 |
| 12个月价格区间 | 73.20/45.30 |

一年股价表现



资料来源：聚源

| | | | |
|------|-------|-------|--------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | 10.69 | 31.77 | -20.46 |
| 绝对收益 | 9.09 | 26.54 | -16.58 |

 分析师 **孙远峰**

 SAC 执业证书编号：S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.com

 分析师 **王臣复**

 SAC 执业证书编号：S0910523020006
 wangchenfu@huajinsec.com

相关报告



逐步形成以蓝牙耳机芯片、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、玩具语音芯片、IoT 芯片、语音识别芯片八大产品线为主的产品架构。在公司细分子领域中的其他芯片主要包含数字音频芯片、无线麦克风芯片和智能穿戴芯片等，2022 年实现 10,163.37 万颗的销量，同比增长 138.70%，代表着公司新业务快速扩张。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2023 年至 2025 年分别实现营收 14.13 亿元、18.50 亿元、25.14 亿元，同比增速分别为 30.9%、30.9%、35.9%，分别实现归母净利润 2.43 亿元、3.35 亿元、4.87 亿元，同比增速分别为 72.6%、37.6%、45.4%，对应的 PE 分别为 34.3 倍、24.9 倍、17.1 倍。考虑到公司还处在快速扩张期，多线条业务都在并行推进，首次覆盖，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：**终端市场发展不及预期的风险、晶圆产能紧张和原材料价格上涨风险、行业竞争加剧带来的风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,124 | 1,080 | 1,413 | 1,850 | 2,514 |
| YoY(%) | 21.2 | -3.9 | 30.9 | 30.9 | 35.9 |
| 净利润(百万元) | 229 | 141 | 243 | 335 | 487 |
| YoY(%) | 6.5 | -38.6 | 72.6 | 37.6 | 45.4 |
| 毛利率(%) | 25.8 | 20.9 | 23.0 | 24.0 | 25.0 |
| EPS(摊薄/元) | 1.91 | 1.17 | 2.03 | 2.79 | 4.05 |
| ROE(%) | 26.3 | 4.0 | 6.4 | 8.1 | 10.6 |
| P/E(倍) | 36.3 | 59.2 | 34.3 | 24.9 | 17.1 |
| P/B(倍) | 9.6 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| 净利率(%) | 20.4 | 13.0 | 17.2 | 18.1 | 19.3 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 942 | 3679 | 3900 | 4322 | 4828 | 营业收入 | 1124 | 1080 | 1413 | 1850 | 2514 |
| 现金 | 4 | 1217 | 1103 | 1422 | 1368 | 营业成本 | 834 | 854 | 1088 | 1406 | 1886 |
| 应收票据及应收账款 | 3 | 50 | 20 | 72 | 53 | 营业税金及附加 | 5 | 4 | 5 | 6 | 9 |
| 预付账款 | 23 | 24 | 38 | 44 | 67 | 营业费用 | 3 | 4 | 4 | 6 | 8 |
| 存货 | 563 | 504 | 856 | 901 | 1455 | 管理费用 | 29 | 28 | 21 | 24 | 25 |
| 其他流动资产 | 349 | 1883 | 1884 | 1884 | 1885 | 研发费用 | 77 | 110 | 120 | 148 | 176 |
| 非流动资产 | 17 | 28 | 29 | 29 | 30 | 财务费用 | 0 | -17 | -35 | -38 | -42 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -5 | -5 | -4 | -6 | -10 |
| 固定资产 | 6 | 5 | 6 | 7 | 8 | 公允价值变动收益 | 0 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1 | 16 | 15 | 15 | 14 | 投资净收益 | 10 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 其他非流动资产 | 10 | 8 | 8 | 8 | 8 | 营业利润 | 229 | 141 | 243 | 335 | 487 |
| 资产总计 | 959 | 3707 | 3929 | 4352 | 4858 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 82 | 160 | 138 | 227 | 246 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 229 | 141 | 243 | 335 | 487 |
| 应付票据及应付账款 | 56 | 128 | 106 | 196 | 209 | 所得税 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 26 | 32 | 32 | 31 | 37 | 税后利润 | 229 | 141 | 243 | 335 | 487 |
| 非流动负债 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 229 | 141 | 243 | 335 | 487 |
| 其他非流动负债 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 | EBITDA | 232 | 115 | 213 | 303 | 452 |
| 负债合计 | 87 | 162 | 140 | 228 | 248 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 90 | 120 | 120 | 120 | 120 | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 资本公积 | 277 | 2845 | 2845 | 2845 | 2845 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 505 | 580 | 823 | 1158 | 1644 | 营业收入(%) | 21.2 | -3.9 | 30.9 | 30.9 | 35.9 |
| 归属母公司股东权益 | 873 | 3546 | 3789 | 4123 | 4610 | 营业利润(%) | 6.5 | -38.6 | 72.6 | 37.6 | 45.4 |
| 负债和股东权益 | 959 | 3707 | 3929 | 4352 | 4858 | 归属于母公司净利润(%) | 6.5 | -38.6 | 72.6 | 37.6 | 45.4 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 25.8 | 20.9 | 23.0 | 24.0 | 25.0 |
| | | | | | | 净利率(%) | 20.4 | 13.0 | 17.2 | 18.1 | 19.3 |
| | | | | | | ROE(%) | 26.3 | 4.0 | 6.4 | 8.1 | 10.6 |
| | | | | | | ROIC(%) | 26.0 | 2.9 | 5.5 | 7.2 | 9.6 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 9.0 | 4.4 | 3.6 | 5.2 | 5.1 |
| | | | | | | 流动比率 | 11.6 | 23.0 | 28.2 | 19.1 | 19.6 |
| | | | | | | 速动比率 | 3.4 | 19.2 | 21.2 | 14.6 | 13.1 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.3 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 514.2 | 40.1 | 40.1 | 40.1 | 40.1 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 15.8 | 9.3 | 9.3 | 9.3 | 9.3 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 36.3 | 59.2 | 34.3 | 24.9 | 17.1 |
| | | | | | | P/B | 9.6 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 34.7 | 46.1 | 25.4 | 16.9 | 11.4 |

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn