

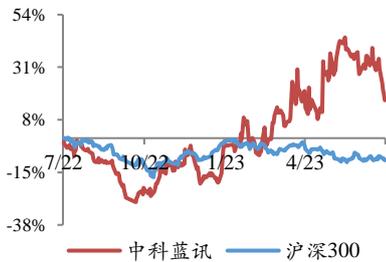
白牌复苏促进公司业绩增长，讯龙系列打开一线品牌市场

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-07-21

收盘价（元）	70.02
近 12 个月最高/最低（元）	90.40/43.90
总股本（百万股）	120
流通股本（百万股）	34
流通股比例（%）	28.33
总市值（亿元）	84
流通市值（亿元）	24

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001
电话：13560087214
邮箱：chenyaobo@hazq.com

主要观点：

● 公司是国内领先的无线音频 SoC 供应商

公司是专注于低功耗、高性能无线音频 SoC 芯片的研发、设计与销售，在无线音频 SoC 芯片领域是规模领先、市场竞争力强的主要供应商之一。在确保综合性价比的前提下，公司通过不断提高研发水平，已获得良好的市场认可，进入了小米、Realme、TCL、传音、NOKIA、飞利浦等终端品牌供应体系。

● 白牌市场逐渐复苏，公司作为白牌领先企业将持续受益

白牌市场已逐渐复苏，印度可穿戴产品出货量于 23Q1 实现同比增长 80%。公司作为白牌市场的领先企业，在 TWS 蓝牙 SoC 市场中占比约 20%，业绩有望受益于白牌市场复苏而增长。23Q1，公司实现收入 3.07 亿元，同比增长 33.89%，环比增长 1%；归母净利润环比增长 113%。随着市场需求逐步回暖，公司业绩有望持续提升。

● TWS 耳机功能趋于同质化，公司已凭借讯龙系列打开一线品牌市场

经过 6 年的成长，TWS 在功能创新、制造工艺等环节已进入成熟期，市场消费市场对 TWS 音质、续航、信号等方面的需求已经变得敏感和具象化，倒逼品牌阵营在不断将产品价格亲民下调的同时，也需要在功能配置上呈现明显的高阶化趋势。公司新品讯龙系列定位一线品牌市场，凭借出色的性价比优势，已被搭载于小米 Redmi Buds 4 活力版与 Realme Buds Wireless 3，未来有望进入更多一线品牌产业链，助力公司在一线品牌市场的占比不断提升。

● 横向扩张音箱/手表/物联网等应用，进一步扩大成长空间

公司持续横向扩张应用领域，讯龙三代被赋予丰富的规格特性，旨在进一步发挥其平台型 SoC 作用，满足不同应用对资源的需求。除耳机外，讯龙三代还可用于智能音箱和智能手表应用。此外，公司也将推出玩具语音芯片、物联网芯片等产品，从而进一步扩大成长空间，带动公司整体收入增长。

● 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.30、3.14、4.24 亿元，对应 EPS 分别为 1.92 元、2.62 元和 3.53 元，最新收盘价对应为 PE 36.51/26.72/19.81x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

市场需求不及预期、行业竞争加剧、新品推广进度不及预期等风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10.80	14.13	18.49	23.95
收入同比 (%)	-3.9%	30.8%	30.8%	29.6%
归属母公司净利润	1.41	2.30	3.14	4.24
净利润同比 (%)	-38.6%	63.3%	36.6%	34.9%
毛利率 (%)	20.9%	20.9%	23.4%	24.3%
ROE (%)	4.0%	6.2%	7.8%	9.5%
每股收益 (元)	1.37	1.92	2.62	3.53
P/E	37.39	36.51	26.72	19.81
P/B	1.73	2.26	2.08	1.88
EV/EBITDA	41.57	41.24	27.45	18.96

资料来源: Wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司是国内领先的无线音频 SOC 芯片供应商.....	5
1.1 深耕无线音频 SoC 芯片，进入多家知名客户产业链.....	5
1.2 管理层经验丰富，研发费用逐年增长.....	6
1.3 23Q1 业绩回暖，股权激励彰显公司发展信心.....	7
2 白牌领军企业，讯龙系列打开一线品牌市场.....	9
2.1 耳机功能趋于同质化，公司高性价比产品有望受益.....	9
2.2 讯龙系列进军一线品牌，持续拓展品牌可穿戴/音箱市场.....	12
2.3 新增玩具语音/物联网芯片，不断扩大成长空间.....	14
3.盈利预测与估值.....	14
3.1 盈利预测.....	14
3.2 公司估值.....	15
风险提示：.....	16
财务报表与盈利预测.....	17

图表目录

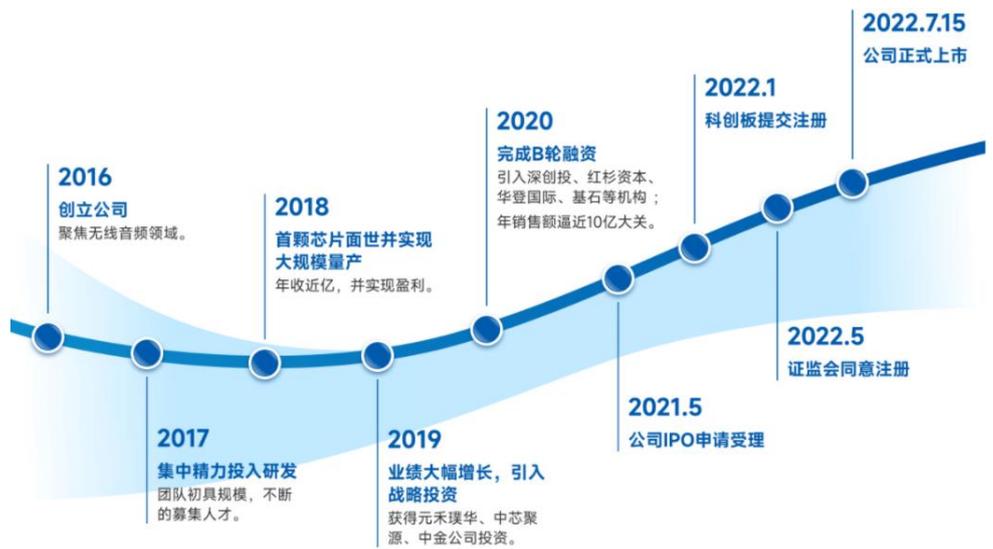
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司收入拆分	6
图表 3 公司客户收入占比	6
图表 4 公司股权结构 (截至公司 23 年一季报)	7
图表 5 公司研发费用情况 (亿元)	7
图表 6 公司营业收入情况 (亿元)	8
图表 7 公司归母净利润情况 (亿元)	8
图表 8 公司毛利率和净利率情况	8
图表 9 股权激励计划业绩目标	8
图表 10 无线音频 SoC 架构	9
图表 11 无线音频 SoC 部分应用场景	10
图表 12 TWS 耳机品牌渗透率仍有提升空间	10
图表 13 TWS 耳机功能趋于同质化	11
图表 14 TWS 耳机正朝着低价趋势竞争	11
图表 15 架构对比: X86 vs ARM vs RISC-V	11
图表 16 23Q1 印度可穿戴出货量同比增速优于国内	12
图表 17 公司在 TWS 蓝牙主控芯片市场市占率第二	12
图表 18 讯龙三代与公司原有产品参数对比	12
图表 19 公司产品已搭载于小米 REDMI BUDS4 活力版	13
图表 20 公司产品已搭载于 REALME BUDS WIRELESS 3	13
图表 21 全球品牌智能音箱出货量 (亿台)	14
图表 22 智能手表出货情况 (亿台)	14
图表 23 全球智能家居出货量 (百万台)	14
图表 24 公司业务拆分及盈利预测	15
图表 25 可比公司估值 (取 WIND 一致估值, 截至 23 年 7 月 21 日)	16

1 公司是国内领先的无线音频 SoC 芯片供应商

1.1 深耕无线音频 SoC 芯片，进入多家知名客户产业链

国内领先的无线 SoC 芯片供应商。公司成立于 2016 年，专注于低功耗、高性能无线音频 SoC 芯片的研发、设计与销售，在无线音频 SoC 芯片领域是规模领先、市场竞争力强的主要供应商之一，主要产品包括 TWS 蓝牙耳机芯片、非 TWS 蓝牙耳机芯片、蓝牙音箱芯片等。公司因产品出色的市场表现和业绩的高速增长，获得了多家知名投资机构青睐。2019 年、2020 年公司分别引入中芯聚源、元禾璞华、中金浦成、深创投、红杉资本、领汇基石、华登国际等知名投资机构，并于 2022 年 7 月 15 日成功上市。

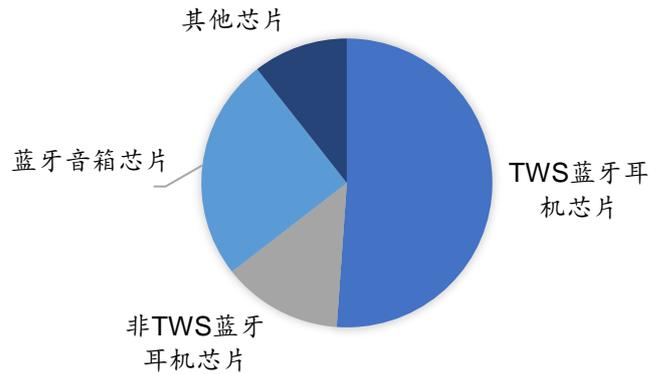
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司产品涉足多个领域，TWS 耳机是收入占比最大的业务。公司主要产品包括 TWS 蓝牙耳机芯片、非 TWS 蓝牙耳机芯片、蓝牙音箱芯片等。2022 年，公司 TWS 蓝牙耳机芯片占总营收的 51%，非 TWS 蓝牙耳机芯片占总营收的 13%，蓝牙音箱芯片占总营收的 25%，其他芯片占总营收的 11%。

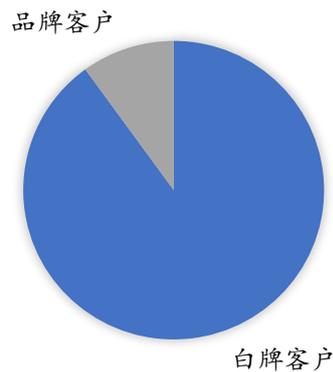
图表 2 公司收入拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

客户以白牌厂商为主，但已成功进入终端品牌供应体系。公司应用以白牌为主，应用于终端白牌厂商的芯片销售收入占比约 90%。近年来，公司大力拓展终端品牌客户，凭借产品出色的性能，公司目前已进入小米、Realme、传音、飞利浦、联想、铁三角、创维、纽曼、山水、惠威、摩托罗拉、夏新、Aukey、网易、唱吧、360、爱奇艺、QCY、天猫精灵、魔声 Monster、Sudio 等终端品牌供应体系。

图表 3 公司客户收入占比

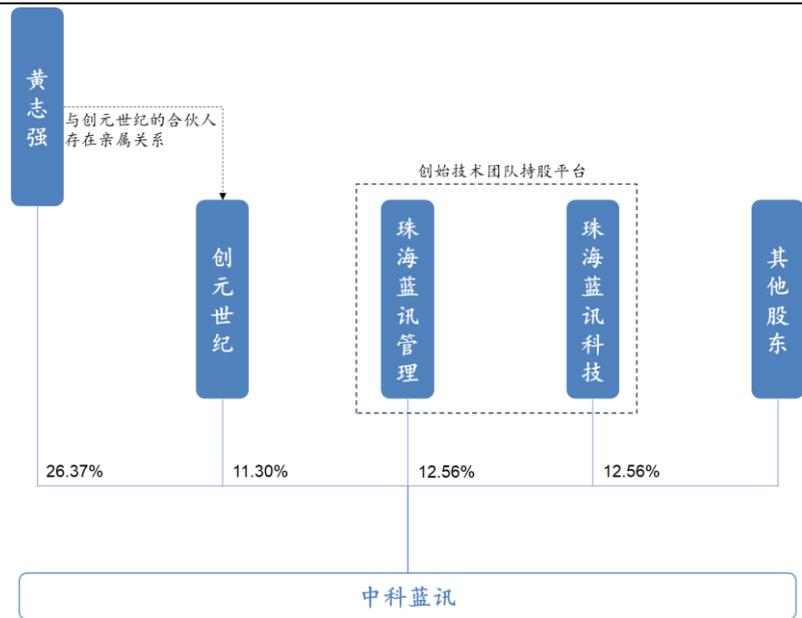


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.2 管理层经验丰富，研发费用逐年增长

实控人业内经验丰富，创始技术团队持股比例高。中科蓝讯董事长黄志强是公司的实际控制人。他先后担任福建省度峰糖厂技术科技术员、福建省闽星电子二厂厂长、深圳环胜电子集团总经理、深圳市新宇电子厂厂长、深圳市威玛泰电子科技有限公司技术主任、豪之杰负责人、中科蓝讯有限负责人、中科蓝讯有限执行董事、总经理，2019年10月至今任董事长。截至2022年度报告期末，公司前四大股东分别是黄志强（持股 26.37%）、珠海蓝讯科技（持股 12.56%）、珠海蓝讯管理（持股 12.56%）和创元世纪（持股 11.30%）。珠海蓝讯管理、珠海蓝讯科技为公司创始技术团队持股平台，创元世纪为实控人家族其他成员的持股平台。

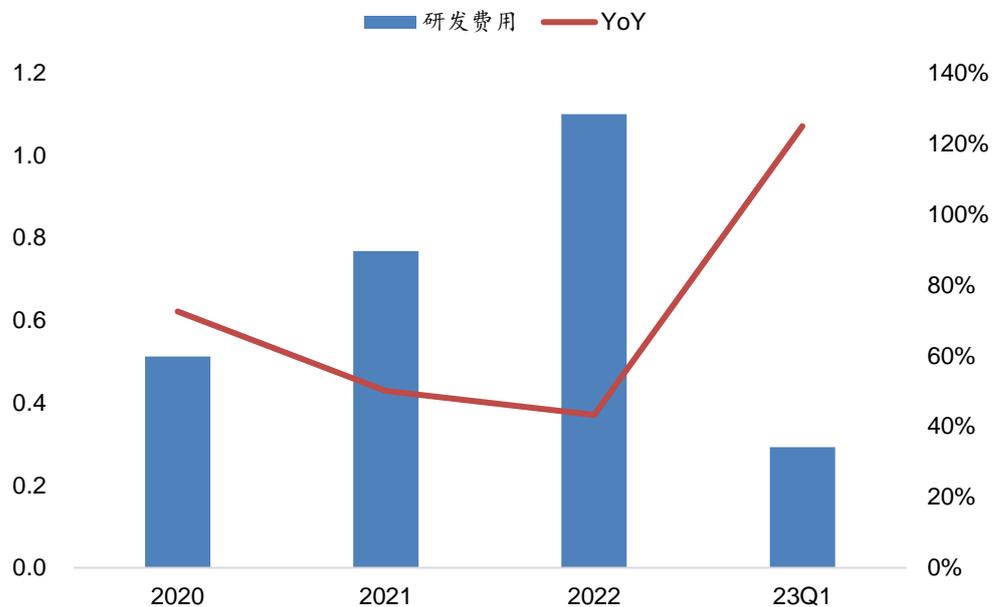
图表 4 公司股权结构 (截至公司 23 年一季报)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

研发投入逐年提升。2020~2022 年，公司的研发费用从 0.51 亿元增长至 1.10 亿元。23Q1，公司研发费用为 0.29 亿元，约占整体收入的 10%。公司围绕现有产品进行升级迭代，并积极研究开发新工艺、新产品。公司进一步加大研发投入，巩固技术研发优势，加强研发人才招聘力度。公司积极克服消费电子市场需求疲软等不利因素影响，依托自身研发创新实力和产品技术优势加大开拓市场力度。

图表 5 公司研发费用情况 (亿元)



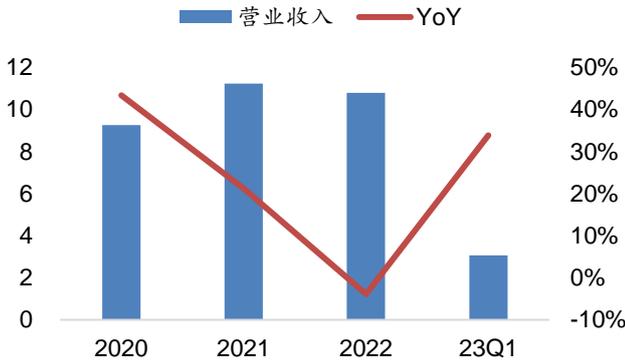
资料来源：Choice，华安证券研究所

1.3 23Q1 业绩回暖，股权激励彰显公司发展信心

公司 23Q1 营业收入与净利润同比与环比均有所回升。23Q1 公司营业收入为 3.07 亿元，同比增长 33.90%，环比增长 1%；归母净利润为 0.49 亿元，同比增长 23.05%，环比增长 113%，主要归功于宏观经济形势在变化中步入稳定，消费电子

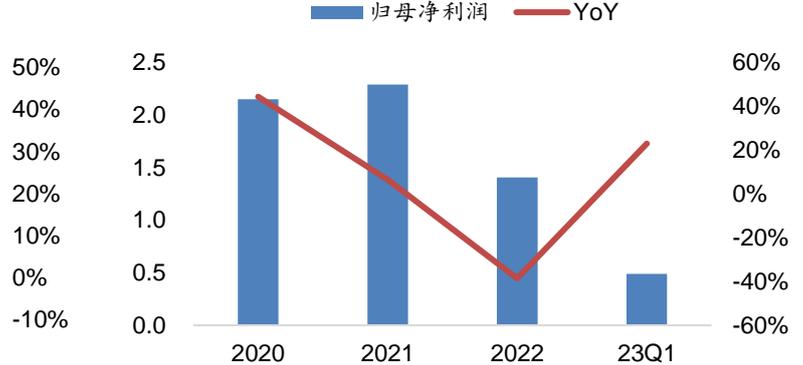
行业逐步回暖，下游及终端需求有所增强。

图表 6 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: Choice, 华安证券研究所

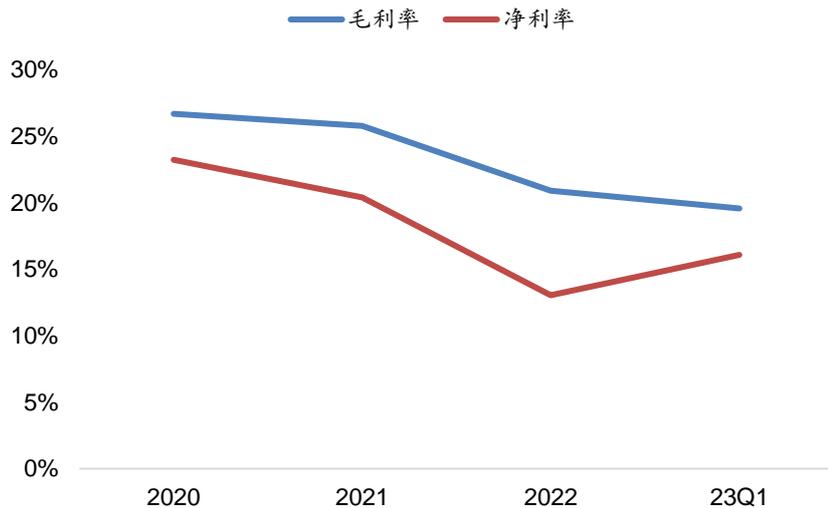
图表 7 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Choice, 华安证券研究所

毛利率略微下滑，但净利率已在 23Q1 实现环比提升。受下游市场需求、产品结构、晶圆及封装测试成本、竞争日趋激烈影响，公司 23Q1 毛利率略微下降，为 19.57%；但净利率已于 23Q1 实现增长，达到 16.09%。

图表 8 公司毛利率和净利率情况



资料来源: Choice, 华安证券研究所

新出股权激励计划，彰显发展信心。为持续完善公司长效激励机制，充分激发核心技术人员及技术骨干、业务骨干的主人翁精神和工作积极性，公司于 23 年推出限制性股票激励计划。该激励计划授予的激励对象共计 119 人，约占公司员工总数（截至 2022 年 12 月 31 日）的 55.09%；拟授予限制性股票数量 103.75 万股，约占激励计划草案公告时公司股本总额的 0.86%；对应的考核年度为 2023~2025 年，业绩考核目标为在 23 年实现营收 14 亿元、24 年实现营收 18 亿元，25 年实现营收 23.5 亿元。

图表 9 股权激励计划业绩目标

	业绩考核目标			授予股数	授予对象
	2023E	2024E	2025E		
营收	14 亿元	18 亿元	23.5 亿元	103.75 万股	

YoY	29.6%	28.6%	30.6%	核心技术人员、中层管理人员、技术骨干人员、业务骨干人员及董事会认为需要激励的其他人员
-----	-------	-------	-------	--

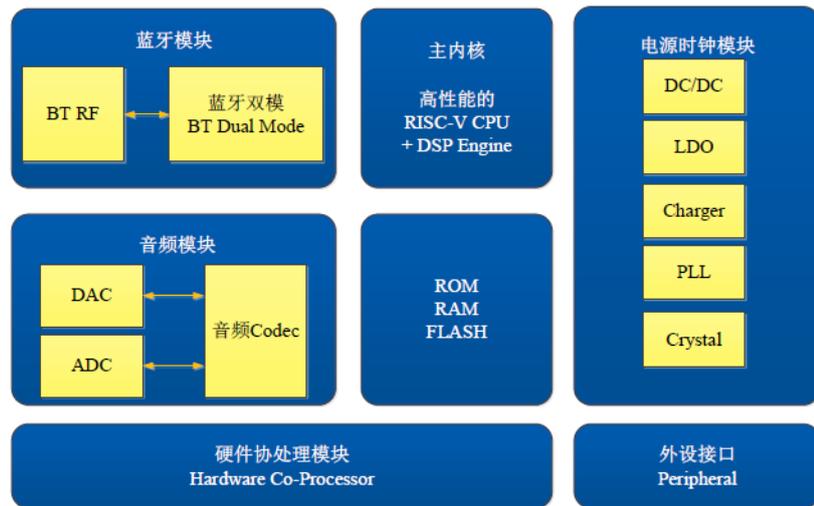
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 白牌领军企业，讯龙系列打开一线品牌市场

2.1 耳机功能趋于同质化，公司高性价比产品有望受益

无线音频 SoC 是音频终端设备的核心部件，具有高技术壁垒。无线音频 SoC 主要用作各类无线互联终端设备的主控芯片。由于在单一芯片上涵盖了数模混合音频信号处理、电源管理、CPU、DSP 等模块，且不同功能模块在低功耗和高音质的双重目标下，对设计提出不同的挑战（例如电源需要耐高压和大讯号处理，而音频则需要在低电压、低功耗工作环境下确保高信噪比和极低的底噪，CPU 则需要动态地以不同工作频率和工作电压来满足不同应用场景下性能的需求以保证最佳能耗比，这些动态因素都需要在设计时进行多方面权衡），因此无线音频 SoC 对综合技术能力有较大的挑战。

图表 10 无线音频 SoC 架构



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

无线音频 SoC 芯片被广泛用于耳机、音箱、智能穿戴设备等领域。蓝牙、WiFi 等无线通信技术的不断发展与完善，大幅提升了无线音频 SoC 芯片的性能，拓展了无线音频 SoC 的应用场景。目前，无线音频 SoC 芯片被广泛应用于无线耳机、无线音箱、智能可穿戴设备、智能家居等物联网领域。

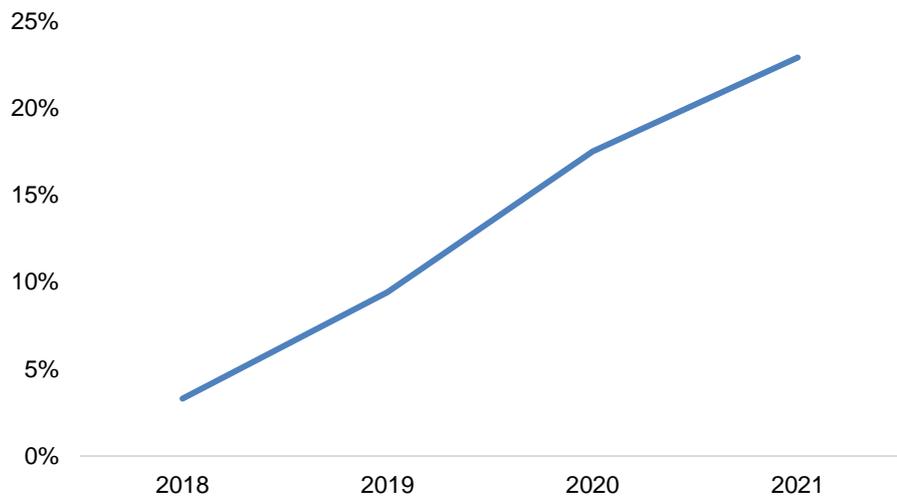
图表 11 无线音频 SoC 部分应用场景



资料来源：恒玄科技招股说明书，华安证券研究所

全球 TWS 耳机品牌渗透率有较大提升空间。从 2016 年第一代 AirPods 推出以来，全球 TWS 耳机销量开始快速增长，渗透率逐渐提升。根据 Counterpoint 数据，全球 TWS 耳机渗透率从 2018 年的 3.3% 提升至 2021 年的 22.9%。苹果 TWS 耳机渗透率约 40%，安卓 TWS 耳机渗透率不足 10%，仍有较大提升空间。

图表 12 TWS 耳机品牌渗透率仍有提升空间



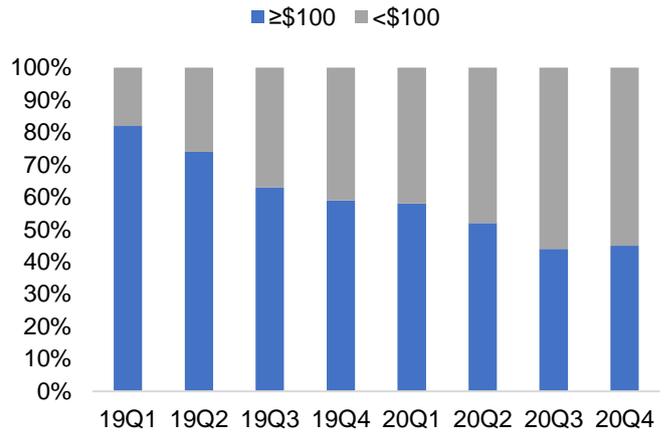
资料来源：Counterpoint，华安证券研究所

TWS 耳机功能趋于同质化，价格正朝着低价趋势竞争，促进客户对高性价比产品需求提升。目前市面上 TWS 耳机在创新、制造工艺等环节已进入成熟期，消费市场对于 TWS 音质、续航、信号等方面的需求已经非常敏感和具象化，倒逼品牌阵营不断将产品价格亲民下调的同时，也在功能配置上呈现明显的高阶化趋势。高性能、低售价也成为耳机市场未来竞争因素的关键。

图表 13 TWS 耳机功能趋于同质化

华为	FreeBuds 3	FreeBuds 3i	FreeBuds Pro	FreeBuds 4	FreeBuds 4i	FreeBuds 4E	FreeBuds 5	FreeBuds 5i	FreeBuds Pro 2
推出时间	2019	2020	2020	2021	2021	2022	2022	2022	2022
降噪功能	主动降噪、通话降噪	主动降噪、通话降噪	三麦克风混合降噪	三麦克风混合降噪	双麦克风降噪	三麦克风混合降噪	三麦克风混合降噪	主动降噪、通话降噪、透传	四麦克风混合降噪
降噪深度			40dB	25dB	22dB			42dB	47dB
播放时间	20小时	14.5小时	30小时	22小时	22小时	22小时	30小时	28小时	30小时
蓝牙	5.1	5	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
防水	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4		IP54	IP54	IP54

图表 14 TWS 耳机正朝着低价趋势竞争



资料来源：华为官网，华安证券研究所

资料来源：Counterpoint，华安证券研究所

公司采用 RISC-V 架构，无需支付授权费，在成本上更具优势，可提供高性价比产品。公司芯片集成度高、尺寸小、功耗低，降噪、信噪比、稳定性等各方面的性能均衡全面，且采用 RISC-V 架构，节省了授权费，在成本上具有较强的竞争力，且本身架构可配置、可剪裁，可根据 IoT 应用做很多优化，综合性价比优势明显。

图表 15 架构对比：X86 vs ARM vs RISC-V

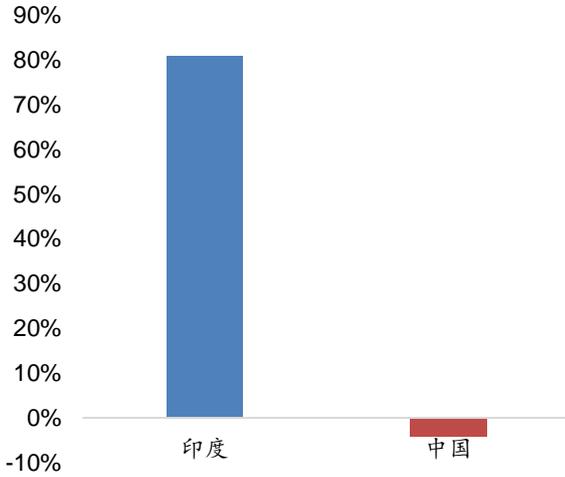
	X86 架构	ARM 架构	RISC-V 指令集架构
开发厂商	英特尔	ARM Holdings PLC	加州大学伯克利分校开发，目前由 RISC-V 基金会负责保护和推广
发布时间	1978 年	1985 年 (ARM1 Sample)	2010 年
指令集架构类型	CISC (复杂指令集架构)	RISC (精简指令集架构)	RISC (精简指令集架构)
架构文档篇幅	数千页	数千页	不足 300 页
指令集数目	指令集数目繁多	指令集数目繁多	基本指令集 40 多条，合计低于 300 条
模块化设计	不支持	不支持	支持
可扩展性	不支持	不支持	支持
版本兼容性	不同模块不兼容	不同的版本架构不兼容	兼容性较高
技术自主	否	否	是
技术可控	否	是	是
授权费收取情况	英特尔开放授权，但需要由英特尔代工	一次性授权费、与产品销量挂钩的版税提成 Royalty、技术咨询费用	免费开源
主要应用领域	个人计算机、服务器、超级计算机	移动智能终端、物联网	物联网

资料来源：公司公告，华安证券研究所

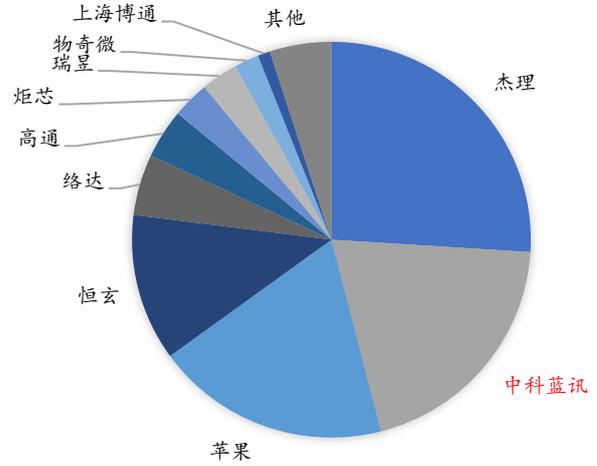
白牌市场复苏情况优于品牌市场，公司作为白牌市场领先企业，有望充分受益白牌市场复苏。根据 Canalys 数据，由于全球需求疲软，2022 年全球 TWS 耳机出货量相比 2021 年减少 2%。但在 23Q1，白牌市场已实现了复苏，印度市场可穿戴产品出货量同比增长 80.9%，而国内可穿戴产品出货量同比下滑 4.1%。据潮电智库

统计，公司凭借在高性价比优势，在白牌市场取得较大的份额，于22年在TWS蓝牙主控芯片市场达到20%的市占率。作为白牌市场的领先企业，公司营收有望充分受益于白牌市场的复苏而增长。

图表 16 23Q1 印度可穿戴出货量同比增速优于国内



图表 17 公司在 TWS 蓝牙主控芯片市场市占率第二



资料来源：IDC，华安证券研究所

资料来源：潮电智库，华安证券研究所

2.2 讯龙系列进军一线品牌，持续拓展品牌可穿戴/音箱市场

讯龙系列定位品牌产品，性能相比原有产品实现较大提升。公司讯龙三代基于22nm先进低功耗工艺，定位一线品牌，相比原有产品，讯龙三代具有多项优势，例如内置HIFI 4 DSP，可做独立算法音效调整，可运用于需求大资源、大算力的音箱；支持LC3编解码格式，支持3段DRC、24bit DAC 功耗、延时更低、音质更佳；支持多麦远场回声消除、语音增强等。

图表 18 讯龙三代与公司原有产品参数对比

	AB5602D	AB5301A	BT896X
Package	QFN32 4x4	LQFP48 7x7	QFN52 6x6
BT Version	BT 5.3 Dual Mode	BT 5.3 Dual Mode	BT 5.3 Dual Mode
CPU & Max Speed	RSIC-V 160MHz+HWP	RISC-V 180MHz+HWP	RISC-V 125MHz HIFI 4 DSP 270 MHz
RAM Size	128KB	192KB	RISC-V – 364KB HIFI 4 – 528KB
Flash Size	4Mbit	8Mbit	8/16/32Mbit
RF Sensitivity (dB@2M)	-90.5 dBm	-90.5dBm	-93dBm
TX Power (dBm)	6dBm	4dBm	8dBm
Analog MIC	1	2	2/3
DAC Channel	2	2/4	4
DAC Bit	16bit	16bit	24bit
DAC/ADC SNR	96/90dB	96/90dB	103/101dB
Max Sample Rate	48KHz	48KHz	192KHz

Codec Support	AAC/SBC	AAC/SBC	AAC/SBC/LC3
LE Audio	No	No	Yes
TWS Mode	Yes	Yes	Yes
ENC	Single MIC	Single MIC	Sound + Conference MIC
Wide Band Speech	No	Yes	Yes
BLE Support	Yes	Yes	Yes
BLE Speed	1 Mbps	1 Mbps	2 Mbps
AI Support + Opus	No	Yes	Yes
DRC	软件 EQ+1 段 DRC	软件 2 DRC+软件 1 Limiter	3 DRC
USB/SD/FM RX	Yes	Yes	Yes/Yes/No
RTC	Yes	Yes	Yes, 24 M RTC
I2S	Yes	Yes	Yes
SPDIF RX	Yes	Yes	Yes
Charger Current	280mA	200mA	200mA
蓝牙后台	仅支持 BT 后台 不支持 BLE 后台	Yes	Yes

资料来源：大大通，华安证券研究所

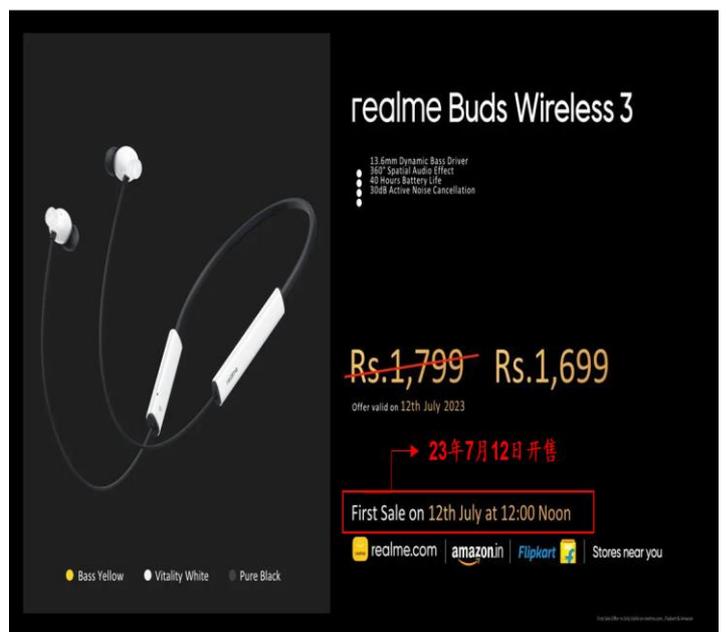
讯龙系列依旧保持高性价比，已应用于小米 Redmi Buds 4 活力版与 Realme Buds Wireless 3，有望帮助公司进一步打开品牌成长市场。在性能提升的前提下，讯龙系列依旧保持了性价比优势，相较竞品可实现更低的价格。凭借出色的性价比优势，公司产品已应用于小米 Redmi Buds 4 活力版与 Realme Buds Wireless 3，未来有望用于更多一线品牌客户。

图表 19 公司产品已搭载于小米 Redmi Buds4 活力版

图表 20 公司产品已搭载于 Realme Buds Wireless 3



资料来源：PC Home，华安证券研究所



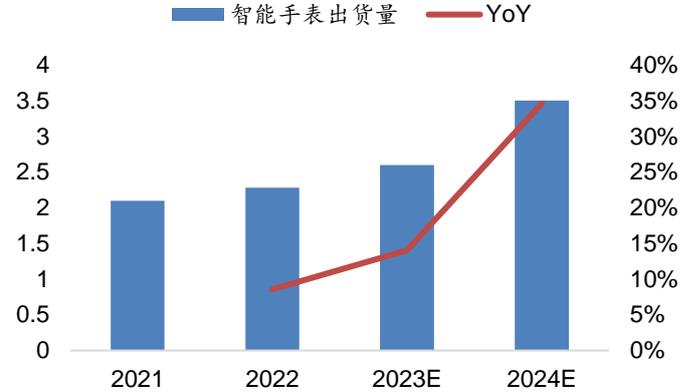
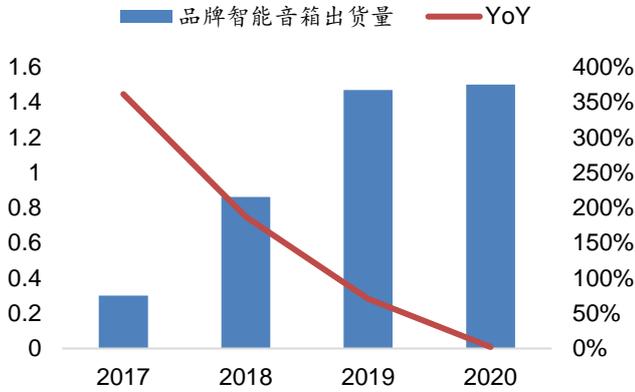
资料来源：TechnoSports，华安证券研究所

讯龙三代充分发挥平台型 SoC 作用，除耳机外，还可用于智能音箱与智能手表。

讯龙三代被赋予丰富的规格特性，旨在进一步发挥其平台型 SoC 作用，满足不同应用对资源的需求，除智能耳机外，还可用于智能音箱和智能手表，有望随着下游需求的增长促进公司相关业绩的提升。

图表 21 全球品牌智能音箱出货量 (亿台)

图表 22 智能手表出货情况 (亿台)



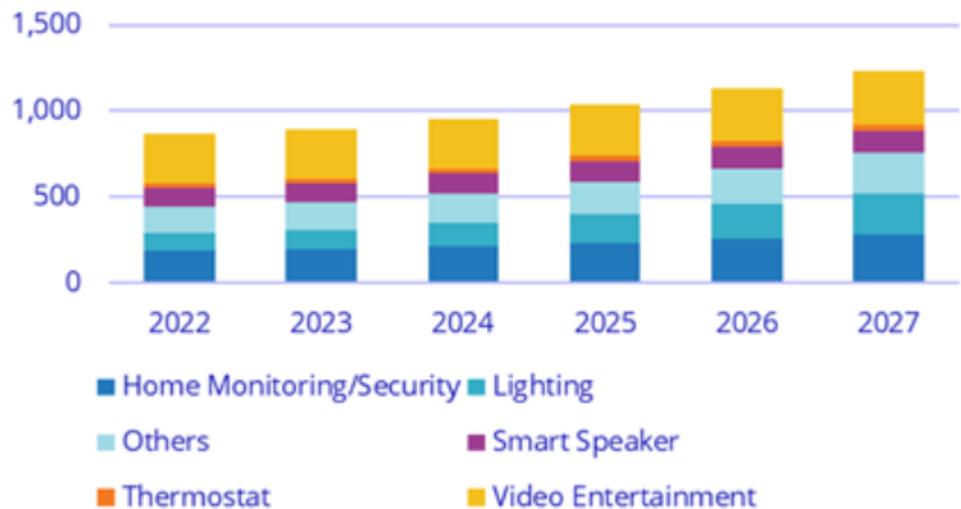
资料来源: Strategy Analytics, 华安证券研究所

资料来源: 潮电智库, 华安证券研究所

2.3 新增玩具语音/物联网芯片，不断扩大成长空间

新增玩具语音、物联网芯片，持续拓宽产品线，进一步打开成长空间。在深耕无线音频芯片领域的基础上，公司持续推动技术升级、拓展产品应用范围，预计 23 年将新增玩具语音 SoC、物联网 SoC。此外，公司在蓝牙技术的基础上加大 WiFi 技术的研究，在 WiFi 技术标准的基础上开发低功耗、高性能的 WiFi 芯片，定位智能家居市场。随着智能家居应用的增长，公司相关产品也有望促进公司业绩增长。

图表 23 全球智能家居出货量 (百万台)



资料来源: IDC, 华安证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设 1: 耳机芯片业务: 随着白牌市场的需求回暖, 叠加公司产品逐步进入一线品牌产业链, 假设公司耳机 SoC 出货量将逐年提升, 且随着品牌占比的逐步提

升，也有望带动公司产品单价逐步增长。我们预计 2023~2025 年公司 TWS 蓝牙耳机芯片收入将从 7.25 亿元增长至 11.81 亿元；非 TWS 蓝牙耳机芯片收入将从 1.51 亿元增长至 1.79 亿元。

关键假设 2：蓝牙音箱芯片业务：受益于当下人工智能的快速发展，语音交互和语音用户界面也重新成为充满前景的趋势，有望带动全球智能音箱需求量增长，利好公司蓝牙音箱芯片业务。我们预计公司 2023~2025 年蓝牙音箱芯片收入将从 2.90 亿元增长至 3.93 亿元。

关键假设 3：其它芯片业务：公司其它芯片包括纯音频芯片、智能手表芯片、玩具语音芯片、物联网芯片等。随着消费者对于健康检测功能的强劲需求以及消费电子厂商健康监测功能持续创新的推动下，智能手表销量有望保持快速增长，带动公司智能手表芯片用量提升。同时，公司玩具语音芯片、物联网芯片推出后也将进一步促进公司收入增长。我们预计公司 2023~2025 年其它芯片收入将从 2.47 亿元增长至 6.42 亿元。

关键假设 4：毛利率：随着公司产品持续迭代、上游晶圆代工成本逐渐降低、以及讯龙三代的逐步放量，预计公司毛利率将逐步回升，我们预计公司 2023~2025 年毛利率将从 21% 提升至 24%。

图表 24 公司业务拆分及盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收 (亿元)	10.78	14.13	18.49	23.95
YoY	-4%	31%	31%	30%
综合毛利率	21%	21%	23%	24%
①TWS 蓝牙耳机芯片				
营业收入 (亿元)	5.51	7.25	9.27	11.81
YoY	11%	32%	28%	27%
②非 TWS 蓝牙耳机芯片				
营业收入 (亿元)	1.44	1.51	1.66	1.79
YoY	-25%	5%	10%	8%
③蓝牙音箱芯片				
营业收入 (亿元)	2.69	2.90	3.32	3.93
YoY	-29%	8%	15%	19%
④其它芯片				
营业收入 (亿元)	1.14	2.47	4.24	6.42
YoY	91%	117%	71%	51%

资料来源：华安证券研究所整理

3.2 公司估值

公司主要业务为无线音频 SoC，2023 年可比公司 PE 均值为 63.4x。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.30、3.14、4.24 亿元，对应 EPS 分别为 1.92 元、2.62 元和 3.53 元，最新收盘价对应为 PE 36.51/26.72/19.81x。公司估值水平低于可比公司均值，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 25 可比公司估值 (取 Wind 一致估值, 截至 23 年 7 月 21 日)

代码	公司	归母净利润 (亿元)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688608.SH	恒玄科技	2.19	3.46	4.27	69.8	44.3	35.8
688099.SH	晶晨股份	8.82	12.69	16.92	43.0	29.9	22.4
603893.SH	瑞芯微	4.19	6.01	7.99	77.4	53.9	40.5
平均					63.4	42.7	32.9

资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示:

市场需求不及预期、行业竞争加剧、新品推广进度不及预期等风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	37	39	43	47	营业收入	11	14	18	24
现金	12	13	15	17	营业成本	9	11	14	18
应收账款	0	1	1	1	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	管理费用	0	0	0	0
存货	5	6	8	10	财务费用	0	-1	-1	-1
其他流动资产	19	19	19	19	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	0	0	0	0	营业利润	1	2	3	4
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	37	39	43	48	利润总额	1	2	3	4
流动负债	2	2	2	3	所得税	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	1	2	3	4
应付账款	1	2	2	3	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	1	归属母公司净利润	1	2	3	4
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	1	2	3	4
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.37	1.92	2.62	3.53
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	2	2	2	3					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1	1	1	1					
资本公积	28	28	28	28					
留存收益	6	8	11	15					
归属母公司股东	35	37	40	45					
负债和股东权益	37	39	43	48					

现金流量表				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2	1	2	2
净利润	1	2	3	4
折旧摊销	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	1	-1	-1	-2
其他经营现金流	0	3	5	6
投资活动现金流	-26	0	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	-15	0	0	0
其他投资现金流	-11	0	0	0
筹资活动现金流	25	-1	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	26	0	0	0
其他筹资现金流	-1	-1	0	0
现金净增加额	1	1	2	2

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-3.9%	30.8%	30.8%	29.6%
营业利润	-38.6%	63.3%	36.6%	34.9%
归属于母公司净利	-38.6%	63.3%	36.6%	34.9%
获利能力				
毛利率 (%)	20.9%	20.9%	23.4%	24.3%
净利率 (%)	13.0%	16.3%	17.0%	17.7%
ROE (%)	4.0%	6.2%	7.8%	9.5%
ROIC (%)	2.9%	4.5%	6.2%	7.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	4.4%	5.0%	5.8%	6.6%
净负债比率 (%)	4.6%	5.2%	6.1%	7.0%
流动比率	22.99	20.21	17.52	15.31
速动比率	19.23	16.47	13.84	11.68
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.37	0.45	0.53
应收账款周转率	43.20	26.09	27.21	27.09
应付账款周转率	9.30	7.90	8.05	8.09
每股指标 (元)				
每股收益	1.37	1.92	2.62	3.53
每股经营现金流	1.86	1.03	1.36	1.85
每股净资产	29.55	31.02	33.64	37.18
估值比率				
P/E	37.39	36.51	26.72	19.81
P/B	1.73	2.26	2.08	1.88
EV/EBITDA	41.57	41.24	27.45	18.96

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。