

业绩符合预期，看好公司新品在品牌客户持续渗透

中科蓝讯(688332.SH)
推荐 (首次)

核心观点:

- 事件** 公司发布 2023 半年报, 23H1 公司实现收入 6.5 亿元 (yoy: +20.51%), 实现归母净利润 1.12 亿元 (yoy: +20.38%)。从单季度表现来看, 23Q2 公司实现营业收入 3.46 亿元 (yoy: +10.90%, qoq: +12.68%), 实现归母净利润 0.63 亿元 (yoy: +18.87%, qoq: +27.37%)。公司营业收入和归母净利润实现同比环比双增长, 业绩符合预期。
- 下游及终端需求增强, 毛利率稳步提升。**公司收入在 23Q2 实现 3.46 亿元 (yoy: +10.90%, qoq: +12.68%), 主要系宏观经济步入稳定, 消费电子行业逐步回旋, 下游终端需求逐步增强。营业收入的增长也带动着净利润的增长, 23Q2 实现净利润 0.63 亿元 (yoy: +18.87%, qoq: +27.37%)。23Q2 公司综合毛利率为 23.34% (yoy: +4.77pct), 主要系新产品迭代老产品叠加公司晶圆成本下降。经营活动产生的现金流净额-1.50 亿元, 主要系公司增加备货, 购买商品支付现金大幅增加所致, 为满足下游终端客户增加需求, 23H1 末存货水平 6.67 亿元, 相比于 23Q1 末 (5.11 亿元) 提升 30.53%。
- TWS 耳机市场明显回升, 讯龙三代进入多家供应商。**根据国内海关数据, 23H1 无线耳机累计出口 2.71 亿个 (yoy: +10.27%, qoq: +31.15%)。23H1 公司销售芯片 6.12 亿颗。蓝牙耳机类贡献销售收入 3.67 亿元 (占销售总额 61.56%), 蓝牙音响类贡献收入 1.49 亿元 (占销售总额 23.14%)。公司研发费用 7.16 亿元 (qoq: +184.45%), 占营业收入比例 10.96% (+6.32pct)。“蓝讯讯龙”系列高端蓝牙芯片 BT889X、BT892X 和 BT895X, 凭借出色的性能表现和性价比优势, 目前已进入小米、realme、TCL、传音、魅蓝、NOKIA、飞利浦等终端品牌供应体系。
- 原有产品持续迭代升级, 拓展物联网新兴市场。**为解决 TWS 耳机扩展到 OWS 外放方式的缺陷, 公司推出 AB5656A2/G2 蓝牙音频 SoC, 支持 BT5.4 蓝牙协议, 确保稳定连接和低延时传输, 同时搭载 ENC 智能降噪。智能蓝牙音频芯片基于“蓝讯讯龙”开发, 自主研发了单/双 MIC DNN AI 通话降噪, 还创新开发了 LE Audio Dongle。在可穿戴市场, 公司设计了新一代 SOC 芯片, 整合 RISC-V CPU、图像处理器和显示控制器, 提升图像效率, 具有高性价比, 能够满足智能手表、手环等复杂的场景需求。积极进军物联网市场, 公司研发了第一代 BLE 控制类的物联网芯片产品, 该芯片具有超低功耗、丰富的 IO 接口以及极高的性价比, 可用于 MESH 组网、BLE 控制、语音遥控器等产品, 目前已有多家客户导入试产。
- 盈利预测与投资建议** 我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 14.42/18.72/23.70 亿元, 净利润为 2.30/3.02/3.89 亿元, 对应 PE 分别为 34.65X/26.36X/20.50X, 首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。
- 风险提示** 下游需求不及预期, 市场竞争加剧, 新品放量不及预期。

分析师

高峰

☎: 010-80927671

 ✉: gaofeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522040001

王子路

☎: 010-80927632

 ✉: wangzilu_yj@chinastock.com.cn

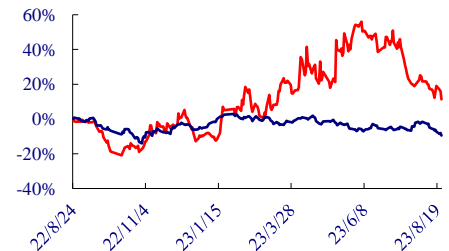
分析师登记编码: S0130522050001

市场数据

2023-08-24

| | |
|------------------|--------------|
| A 股收盘价(元) | 63.29 |
| 股票代码 | 688332.SH |
| A 股一年内最高价/最低价(元) | 88.65/44.95 |
| 上证指数 | 3,078.40 |
| 总股本/实际流通 A 股(万股) | 12,000/3,389 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 21 |

相对沪深 300 表现图

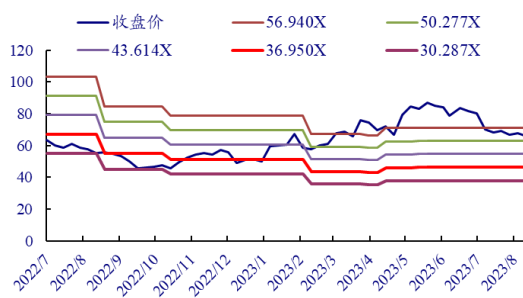


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

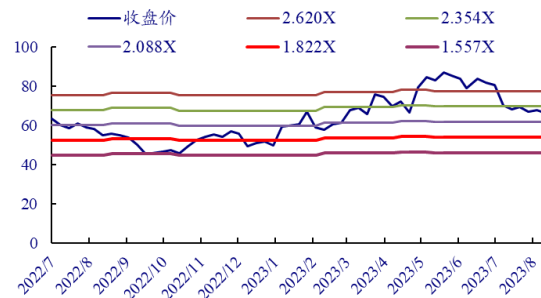
主要财务指标

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 10.80 | 14.42 | 18.72 | 23.70 |
| 收入增长率(%) | -3.88 | 33.53 | 29.82 | 26.60 |
| 净利润(亿元) | 1.41 | 2.30 | 3.02 | 3.89 |
| 利润增速(%) | -38.57 | 63.28 | 31.45 | 28.60 |
| 毛利率(%) | 20.92 | 21.87 | 22.60 | 23.53 |
| 摊薄 EPS(元) | 1.17 | 1.92 | 2.52 | 3.24 |
| PE | 56.57 | 34.65 | 26.36 | 20.50 |
| PB | 2.25 | 2.14 | 1.98 | 1.81 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图: PE-Bond


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图: PB-Bond


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附表：财务预测表

| 利润表 | | | | | 现金流量表 | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|-------|
| | 单位：亿元 | | | | | 单位：亿元 | | | |
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 10.80 | 14.42 | 18.72 | 23.70 | 经营活动现金流 | 2.24 | 2.06 | -1.25 | 4.53 |
| 营业成本 | 8.54 | 11.27 | 14.49 | 18.12 | 净利润 | 1.41 | 2.30 | 3.02 | 3.89 |
| 营业税金及附加 | 0.04 | 0.05 | 0.07 | 0.09 | 折旧摊销 | 0.16 | 0.12 | 0.14 | 0.15 |
| 营业费用 | 0.04 | 0.06 | 0.07 | 0.09 | 财务费用 | -0.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 0.28 | 0.32 | 0.46 | 0.57 | 投资损失 | -0.08 | -0.11 | -0.15 | -0.18 |
| 财务费用 | -0.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营运资金变动 | 0.93 | -0.25 | -4.27 | 0.67 |
| 资产减值损失 | -0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其它 | -0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流 | -26.28 | -3.14 | -2.11 | -2.41 |
| 投资净收益 | 0.08 | 0.11 | 0.15 | 0.18 | 资本支出 | -0.13 | -3.26 | -2.26 | -2.59 |
| 营业利润 | 1.41 | 2.30 | 3.02 | 3.89 | 长期投资 | -15.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外收入 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -10.88 | 0.11 | 0.15 | 0.18 |
| 营业外支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流 | 25.10 | -0.59 | -0.05 | -0.03 |
| 利润总额 | 1.41 | 2.30 | 3.02 | 3.89 | 短期借款 | 0.00 | -0.05 | -0.05 | -0.03 |
| 所得税 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 1.41 | 2.30 | 3.02 | 3.89 | 其他 | 25.10 | -0.54 | 0.00 | 0.00 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 现金净增加额 | 1.06 | -1.67 | -3.42 | 2.08 |
| 归属母公司净利润 | 1.41 | 2.30 | 3.02 | 3.89 | | | | | |

| 资产负债表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|---------|--------|--------|----------|
| | 单位：亿元 | | | | | | | | |
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 36.79 | 34.72 | 37.06 | 38.02 | 盈利能力 | | | | |
| 现金 | 12.17 | 10.50 | 7.08 | 9.16 | 毛利率 | 20.92% | 21.87% | 22.60% | 23.53% |
| 应收账款 | 0.49 | -0.27 | 0.66 | -0.01 | 净利率 | 13.05% | 15.95% | 16.15% | 16.41% |
| 其它应收款 | 0.01 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | ROE | 3.97% | 6.18% | 7.51% | 8.81% |
| 预付账款 | 0.24 | 0.61 | 0.54 | 0.72 | ROIC | 2.90% | 5.87% | 7.15% | 8.42% |
| 存货 | 5.04 | 5.00 | 9.92 | 9.23 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 18.83 | 18.86 | 18.84 | 18.88 | 营业收入增长率 | -3.88% | 33.53% | 29.82% | 26.60% |
| 非流动资产 | 0.28 | 3.42 | 5.54 | 7.98 | 营业利润增长率 | -38.58% | 63.28% | 31.45% | 28.60% |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长率 | -38.57% | 63.28% | 31.45% | 28.60% |
| 固定资产 | 0.05 | 0.07 | 0.07 | 0.06 | 偿债能力 | | | | |
| 无形资产 | 0.16 | 0.26 | 0.37 | 0.49 | 资产负债率 | 4.36% | 2.41% | 5.52% | 4.06% |
| 其他 | 0.08 | 3.09 | 5.09 | 7.43 | 流动比率 | 22.99 | 38.41 | 15.89 | 20.53 |
| 资产总计 | 37.07 | 38.14 | 42.59 | 46.00 | 速动比率 | 19.23 | 31.41 | 11.09 | 14.76 |
| 流动负债 | 1.60 | 0.90 | 2.33 | 1.85 | 总资产周转率 | 0.29 | 0.38 | 0.44 | 0.52 |
| 短期借款 | 0.00 | -0.05 | -0.10 | -0.13 | 应收帐款周转率 | 21.84 | -53.52 | 28.42 | -4324.88 |
| 应付账款 | 1.28 | 0.48 | 1.92 | 1.32 | 应付帐款周转率 | 8.46 | 29.80 | 9.74 | 17.91 |
| 其他 | 0.32 | 0.47 | 0.51 | 0.66 | 每股指标 | | | | |
| 非流动负债 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 每股收益 | 1.17 | 1.92 | 2.52 | 3.24 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股经营现金 | 1.86 | 1.72 | -1.05 | 3.77 |
| 其他 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 每股净资产 | 29.55 | 31.01 | 33.53 | 36.77 |
| 负债合计 | 1.62 | 0.92 | 2.35 | 1.87 | 估值 | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/E | 56.57 | 34.65 | 26.36 | 20.50 |
| 归母股东权益 | 35.46 | 37.22 | 40.24 | 44.13 | P/B | 2.25 | 2.14 | 1.98 | 1.81 |
| 负债和股东权益 | 37.07 | 38.14 | 42.59 | 46.00 | P/S | 7.38 | 5.53 | 4.26 | 3.36 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

高峰，北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2年电子实业工作经验，6年证券从业经验，曾就职于渤海证券、国信证券、北京信托证券部。2022年加入中国银河证券研究院，担任电子团队组长，主要从事硬科技方向研究。

王子路，英国布里斯托大学金融与投资硕士，山东大学经济学学士，2年科技产业研究经验，2020年加入中国银河证券研究院，从事电子行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn