

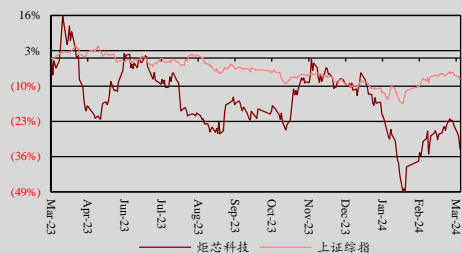
688049.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 26.80

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(27.6)	(9.0)	(25.5)	(33.7)
相对上证综指	(28.7)	(8.3)	(28.2)	(25.8)

发行股数 (百万)	122.00
流通股 (百万)	90.89
总市值 (人民币 百万)	3,269.60
3个月日均交易额 (人民币 百万)	89.54
主要股东	
珠海瑞昇投资合伙企业(有限合伙)	23.13

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2024年3月27日收市价为标准

相关研究报告

《炬芯科技》20231110

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

电子: 半导体

证券分析师: 苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080003

联系人: 茅珈恺

jiakai.mao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123050016

炬芯科技

2023年业绩稳健增长, 新产品线持续拓宽

炬芯科技 2023 年营业收入 5.2 亿元, YoY+25%; 归母净利润 0.65 亿元, YoY+21%, 业绩实现稳健增长。公司蓝牙音箱 SoC 发展稳定, 低延时高音质无线音频芯片、智能手表芯片、端侧 AI 持续拓展。维持**增持**评级。

支撑评级的要点

- **2023 年公司营业收入和归母净利润实现稳健增长。**2023 年公司营业收入 5.20 亿元, YoY+25%; 归母净利润 0.65 亿元, YoY+21%; 毛利率 43.7%, YoY+4.4pcts; 净利率 12.5%, YoY-0.5pcts。2023Q4 公司营业收入 1.44 亿元, QoQ-8%, YoY+34%; 归母净利润 0.18 亿元, QoQ-18%, YoY+256%; 毛利率 45.6%, QoQ+0.1pcts, YoY+8.9pcts; 净利率 12.6%, QoQ-1.6pcts, YoY+7.8pcts。
- **蓝牙音箱 SoC 发展稳定, 低延时高音质无线音频产品和智能手表芯片持续拓展。**2023 年公司蓝牙音箱 SoC 在哈曼、索尼、安克创新、雷蛇等品牌产品中有所应用, 并在头部品牌客户渗透率稳步提升。公司低延时高音质无线音频产品已经进入三星、索尼、Vizio、海信、TCL、Polk、大疆、RODE、猛犸、枫笛、西伯利亚、倍思的供应链。2023 年公司一代智能手表芯片 ATS3085C/85L/85 凭借低功耗、高帧率、高性能的特点, 在国内外市场迅速放量, 并应用于小米、荣耀、Noise、Fire-Boltt、Titan、realme、Nothing、boAt 等多款终端手表机型中。
- **端侧 AI 产品有望升级存内计算架构。**2023 年公司将 SoC 芯片升级为基于 CPU、DSP、NPU 三核的 AI 异构架构。公司存内计算 (GP-CIM, Computing-In-Memory) 的 AI 算法硬件加速引擎, 可以实现性能、成本和功耗的较好平衡, 并推动产品快速落地和大规模量产, 便于客户移植自己的 AI 算法。公司最新一代基于 SRAM 存内计算的高端 AI 音频芯片现已流片, 预计 2024 年中有望向下游客户提供样品芯片。

估值

- 预计炬芯科技 2024/2025/2026 年 EPS 分别为 0.65/0.75/0.86 元。
- 截至 2024 年 3 月 27 日收盘, 公司总市值 32.7 亿元, 对应 2024/2025/2026 年 PE 分别为 41.3/35.8/31.1 倍。
- 我们预计公司在蓝牙音箱、智能手表、无线收发、端侧 AI 等市场将持续增长, 而在蓝牙耳机市场将面临友商的低价竞争。因为公司切入端侧 AI 赛道, 前期研发费用可能会有额外开支。我们下调公司未来两年的盈利预测。考虑到端侧 AI 未来的应用空间比较广阔, 我们对公司维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 市场需求不及预期。品牌渗透率不及预期。产品迭代进度不及预期。市场竞争格局恶化。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	415	520	670	782	879
增长率(%)	(21.2)	25.4	28.8	16.7	12.5
EBITDA(人民币 百万)	13	33	48	58	55
归母净利润(人民币 百万)	54	65	79	91	105
增长率(%)	(36.0)	21.0	21.7	15.3	15.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.44	0.53	0.65	0.75	0.86
原先预估摊薄每股收益(人民币)			0.71	0.93	
调整幅度(%)			(8.5)	(19.4)	
市盈率(倍)	60.8	50.3	41.3	35.8	31.1
市净率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA(倍)	153.9	104.4	46.7	34.8	39.2
每股股息 (人民币)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	0.7	0.5	0.9	1.0	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

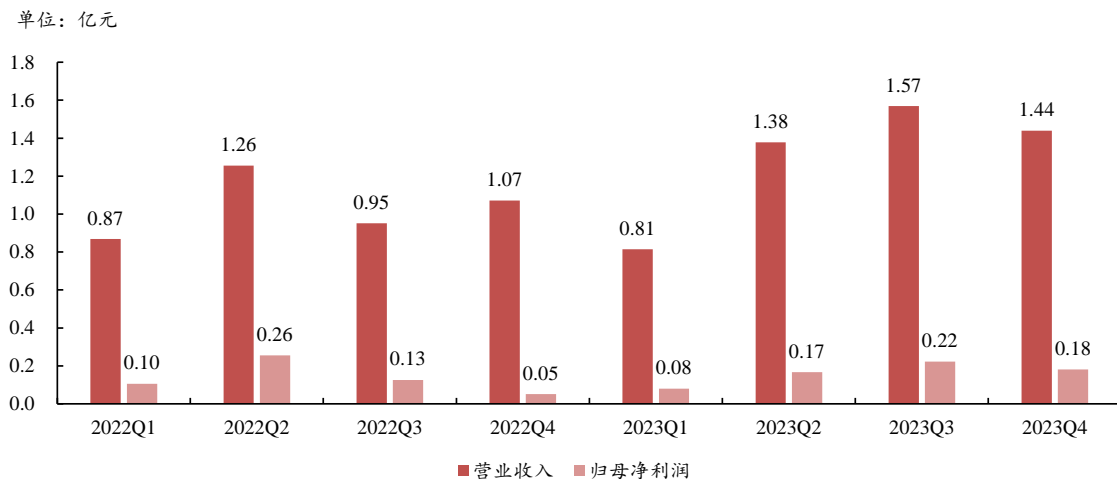
炬芯科技：2023 年业绩稳健增长，新产品线持续拓宽

炬芯科技发布 2023 年年度报告。

2023 年全年来看，公司营业收入 5.20 亿元，YoY+25%；归母净利润 0.65 亿元，YoY+21%；毛利率 43.7%，YoY+4.4pcts；净利率 12.5%，YoY-0.5pcts。

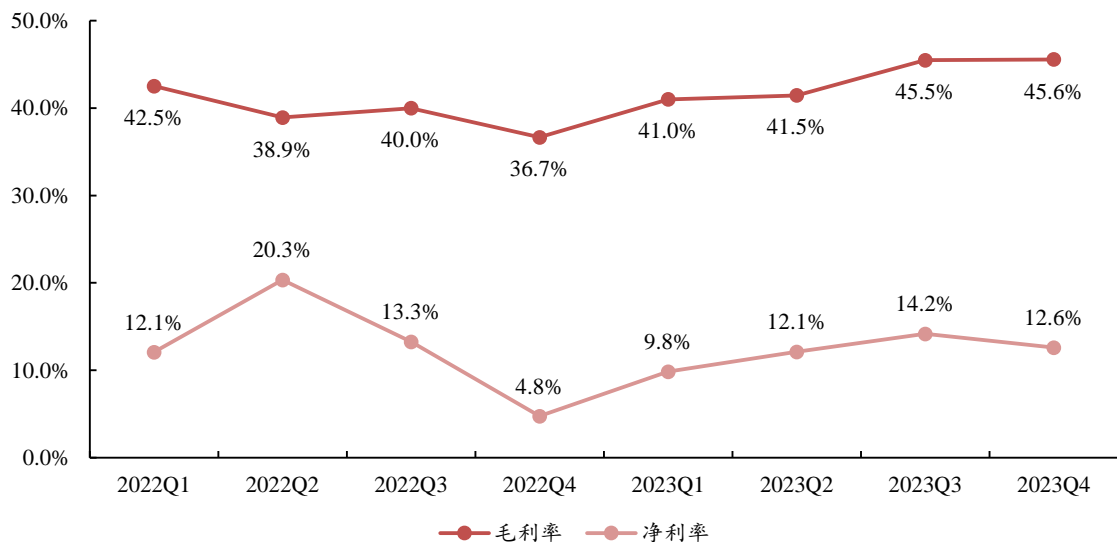
2023 年四季度来看，公司营业收入 1.44 亿元，QoQ-8%，YoY+34%；归母净利润 0.18 亿元，QoQ-18%，YoY+256%；毛利率 45.6%，QoQ+0.1pcts，YoY+8.9pcts；净利率 12.6%，QoQ-1.6pcts，YoY+7.8pcts。

图表 1. 炬芯科技 2023 年单季度营业收入和归母净利润



资料来源：ifind，中银证券

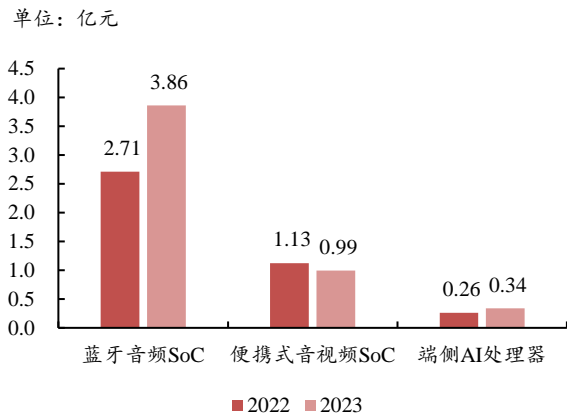
图表 2. 炬芯科技 2023 年单季度毛利率和净利率



资料来源：ifind，中银证券

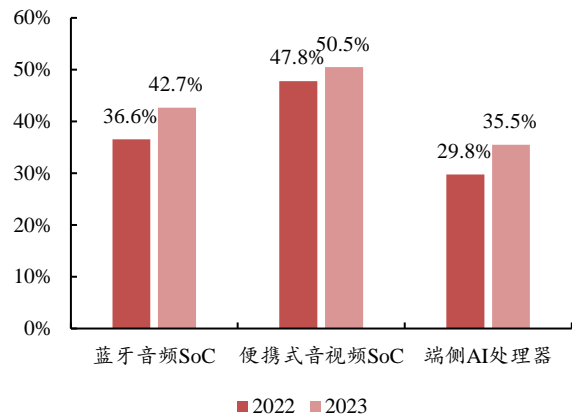
2023 年分部业务来看，公司蓝牙音频 SoC 业务营业收入 3.86 亿元，YoY+43%，蓝牙音频 SoC 业务毛利率 42.7%，YoY+6.1pcts；便携式音频 SoC 业务营业收入 0.99 亿元，YoY-12%，便携式音频 SoC 毛利率 50.5%，YoY+2.7pcts；端侧 AI 处理器营业收入 0.34 亿元，YoY+31%，端侧 AI 处理器毛利率 35.5%，YoY+5.8pcts。

图表 3. 炬芯科技分部业务营业收入



资料来源: ifind, 炬芯科技 2023 年年报, 中银证券

图表 4. 炬芯科技分部业务毛利率



资料来源: ifind, 炬芯科技 2023 年年报, 中银证券

蓝牙音箱 SoC 芯片系列发展稳定, 头部品牌客户渗透率稳步提升。炬芯科技蓝牙音箱 SoC 芯片采用 CPU+DSP 双核异构架构, 具有低延迟高音质的技术特点, 支持全格式音频解码、丰富的音频后处理技术、蓝牙 Audio Broadcast 广播功能、蓝牙 LE Audio 功能。公司蓝牙音箱 SoC 在哈曼、索尼、安克创新、雷蛇等品牌产品中均有应用, 表现亮眼。2024 年公司将坚定落实大客户战略, 继续加大和中高端品牌客户的深度合作, 推出更多高品质的终端产品, 进一步提升用户体验, 从而提高公司在蓝牙音箱市场的渗透率。

低延时高品质无线音频产品进入品牌客户供应链。公司低延时高品质无线音频产品主要应用于无线家庭影院音响系统、无线麦克风、无线电竞耳机三大场景。公司产品在无线家庭影院音响系统市场进入三星、索尼、Vizio、海信、TCL、Polk 的供应链, 在无线麦克风市场进入大疆、RODE、猛玛、枫笛的供应链, 在无线电竞耳机市场进入了西伯利亚、倍思的供应链。

一代智能手表芯片快速放量, 二代智能手表芯片迭代推出。2023 年, 公司推出第一代智能手表芯片 ATS3085C/85L/85, 该产品凭借低功耗、高帧率、高性能的特点, 在国内外市场迅速放量, 并作为主控芯片应用于品牌客户小米、荣耀、Noise、Fire-Boltt、Titan、realme、Nothing、boAt 等多款终端手表机型中。2023 年公司第一代智能手表芯片出货量已经突破千万级别。2023 年内, 炬芯科技再次发布第二代智能手表芯片 ATS3085E/S 和 ATS3089X 系列。第二代智能手表芯片采用新一代的低功耗技术, 具有 2D 和 2.5D 双 GPU 加速、JPEG 硬件解码、视频表盘、双 mic 通话降噪、支持第三方应用程序等新功能, 目前已有搭载该芯片的终端产品批量上市。

持续推进端侧 AI 算力提升。2023 年, 公司以在极低功耗预算下为智能音频、智能穿戴产品打造高算力为目标, 将公司 SoC 芯片升级为基于 CPU、DSP、NPU 三核的 AI 异构架构。公司基于存内计算 (GP-CIM, Computing-In-Memory) 的 AI 算法硬件加速引擎, 可以实现性能、成本和功耗的较好平衡, 并推动产品快速落地和大规模量产, 便于客户移植自己的 AI 算法。相较于使用 DSP 的软件实现方式, 基于 CIM 架构的 AI 加速引擎算力有几十倍的提升, 且大幅提升每瓦算力效率; 同时, CIM 架构可以大幅降低数据搬移存储效率和功耗的开销, 使得新产品在大幅提高算力的同时, 满足端侧设备的低功耗要求。公司最新一代基于 SRAM 存内计算的高端 AI 音频芯片现已流片, 预计 2024 年有望向下游客户提供样品芯片。

无线通讯技术多点布局。无线通讯方面, 公司紧跟行业技术发展的步伐, 除标准蓝牙和 2.4G 无线通信私有协议外, 将在 UWB、WIFI6、星闪等其他无线宽带通信技术进行战略布局, 并已加入了星闪联盟, 后续将与生态伙伴共同为市场提供更多先进产品。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	415	520	670	782	879
营业收入	415	520	670	782	879
营业成本	252	293	383	454	514
营业税金及附加	1	1	1	2	2
销售费用	14	17	21	24	26
管理费用	29	34	42	48	54
研发费用	125	165	198	219	237
财务费用	(42)	(41)	(41)	(39)	(39)
其他收益	15	17	20	23	26
资产减值损失	(7)	(6)	(6)	(6)	(6)
信用减值损失	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	9	2	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	54	65	79	91	105
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	54	65	79	91	105
所得税	0	0	0	0	0
净利润	54	65	79	91	105
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	54	65	79	91	105
EBITDA	13	33	48	58	55
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.44	0.53	0.65	0.75	0.86

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,771	1,777	1,861	1,926	2,054
货币资金	1,367	1,246	1,048	1,243	1,110
应收账款	101	66	149	102	180
应收票据	0	0	0	0	0
存货	251	199	390	308	483
预付账款	13	10	20	16	25
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	38	256	254	257	256
非流动资产	80	150	121	92	78
长期投资	4	74	74	74	74
固定资产	17	17	12	7	2
无形资产	52	48	28	8	0
其他长期资产	7	11	7	3	1
资产合计	1,851	1,927	1,983	2,018	2,131
流动负债	73	104	112	90	138
短期借款	0	44	0	0	0
应付账款	44	28	67	45	81
其他流动负债	29	32	45	44	56
非流动负债	8	13	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	13	12	12	12
负债合计	82	117	123	102	150
股本	122	122	122	122	122
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,769	1,810	1,859	1,916	1,982
负债和股东权益合计	1,851	1,927	1,983	2,018	2,131

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	54	65	79	91	105
折旧摊销	25	29	29	30	30
营运资金变动	(203)	72	(230)	108	(213)
其他	(10)	(11)	(42)	(39)	(39)
经营活动现金流	(134)	155	(163)	191	(131)
资本支出	(54)	(27)	(1)	(1)	(1)
投资变动	376	(284)	0	0	0
其他	(543)	31	0	0	0
投资活动现金流	(221)	(280)	(1)	(1)	(1)
银行借款	0	44	(44)	0	0
股权融资	(51)	(76)	(30)	(34)	(39)
其他	44	45	40	39	39
筹资活动现金流	(7)	13	(34)	5	0
净现金流	(362)	(112)	(198)	195	(133)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(21.2)	25.4	28.8	16.7	12.5
营业利润增长率(%)	(36.0)	20.6	21.9	15.3	15.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(36.0)	21.0	21.7	15.3	15.3
息税前利润增长率(%)	(126.1)	(131.4)	364.7	55.8	38.7
息税折旧前利润增长率(%)	(81.5)	162.3	44.6	22.2	(5.2)
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(36.0)	21.0	21.7	15.3	15.3
获利能力					
息税前利润率(%)	(3.0)	0.8	2.7	3.7	4.5
营业利润率(%)	13.0	12.5	11.8	11.7	12.0
毛利率(%)	39.3	43.7	42.8	42.0	41.5
归母净利润率(%)	13.0	12.5	11.8	11.7	12.0
ROE(%)	3.0	3.6	4.3	4.8	5.3
ROIC(%)	(0.7)	0.2	1.0	1.5	2.0
偿债能力					
资产负债率	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
净负债权益比	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
流动比率	24.2	17.1	16.7	21.5	14.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	5.1	6.2	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	8.2	14.4	14.2	14.0	13.9
费用率					
销售费用率(%)	3.4	3.4	3.2	3.1	3.0
管理费用率(%)	6.9	6.5	6.3	6.2	6.1
研发费用率(%)	30.1	31.8	29.5	28.0	27.0
财务费用率(%)	(10.1)	(8.0)	(6.1)	(5.0)	(4.5)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.1)	1.3	(1.3)	1.6	(1.1)
每股净资产(最新摊薄)	14.5	14.8	15.2	15.7	16.2
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	60.8	50.3	41.3	35.8	31.1
P/B(最新摊薄)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	153.9	104.4	46.7	34.8	39.2
价格/现金流(倍)	(24.3)	21.1	(20.1)	17.1	(24.9)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371