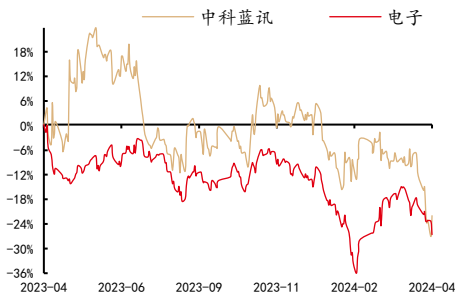


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	55.79
总股本/流通股本(亿股)	1.20 / 0.43
总市值/流通市值(亿元)	67 / 24
52周内最高/最低价	88.65 / 52.15
资产负债率(%)	21.4%
市盈率	26.57
第一大股东	黄志强

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 周晴
SAC 登记编号: S1340524040004
Email: zhouqing@cnpsec.com

中科蓝讯(688332)

夯实白牌市场优势地位，逐步渗透品牌客户

● 事件

公司发布 2023 年年报。2023 年，公司实现营业收入 14.47 亿元，同比增长 33.98%；实现归母净利润 2.52 亿元，同比增加 78.64%。23Q4 单季度，公司实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 30.91%，环比增长 0.21%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比增长 139.15%，环比减少 35.86%。

● 投资要点

持续加码研发，优化产品结构。公司持续加大研发投入，积极拓展产品品类、提升高端芯片收入占比，股份支付费用、光罩费用及物料消耗同比去年有较大提升。2023 年全年公司研发投入 1.64 亿元，同比增加 49.30%，研发人员数量由 169 人增长至 216 人，同比增长 27.81%，占公司员工总数 78.55%。公司积极培育新兴市场，不断优化产品结构，高端产品占比提升，盈利能力大幅提升，产品销售量、综合毛利率双增，净利润大幅增长，公司全年实现毛利率 22.56%，同比增长 1.64 个百分点；净利率 17.39%，同比增长 4.34 个百分点。

依托高端芯片逐步渗透品牌客户，丰富产品矩阵触达广泛智能终端。公司已推出包括 BT893x 系列、AB202x 系列、AB568X 系列在内的多款性能均衡全面、综合性价比优势明显的芯片产品，未来将基于现有的白牌市场优势地位，通过“蓝讯讯龙”系列高端芯片向终端品牌市场渗透，逐步形成以“知名手机品牌+专业音频厂商+电商及互联网公司”为核心终端客户的更完整的品牌和市场布局。此外，公司深耕蓝牙、Wi-Fi 等通信技术，陆续推出讯龙二代+、讯龙四代、Wi-Fi 芯片并快速响应市场需求，目前已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、AIoT 芯片、AI 语音识别芯片八大产品线为主的产品架构，将逐步实现在智能耳机、智慧家居、智能可穿戴设备、高性能物联网等领域更立体的布局。

● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 18.89/24.14/30.47 亿元，实现归母净利润分别为 3.45/4.53/5.81 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

市场需求不及预期；新产品市场拓展不及预期；市场竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1447	1889	2414	3047
增长率 (%)	33.98	30.56	27.79	26.22
EBITDA (百万元)	160.47	260.08	366.63	477.03
归属母公司净利润 (百万元)	251.69	345.09	453.25	581.06
增长率 (%)	78.64	37.11	31.34	28.20
EPS (元/股)	2.10	2.88	3.78	4.84
市盈率 (P/E)	26.60	19.40	14.77	11.52
市净率 (P/B)	1.78	1.63	1.47	1.30
EV/EBITDA	44.41	17.08	12.00	8.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1447	1889	2414	3047	营业收入	34.0%	30.6%	27.8%	26.2%
营业成本	1121	1441	1832	2298	营业利润	78.6%	29.1%	39.4%	28.2%
税金及附加	5	7	9	11	归属于母公司净利润	78.6%	37.1%	31.3%	28.2%
销售费用	6	7	8	9	获利能力				
管理费用	30	38	46	55	毛利率	22.6%	23.7%	24.1%	24.6%
研发费用	164	208	241	305	净利率	17.4%	18.3%	18.8%	19.1%
财务费用	-51	-49	-59	-62	ROE	6.7%	8.4%	9.9%	11.3%
资产减值损失	-25	-8	-5	-3	ROIC	3.1%	4.6%	5.6%	6.3%
营业利润	252	325	453	581	偿债能力				
营业外收入	0	20	0	0	资产负债率	21.4%	26.3%	30.6%	33.2%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	4.57	3.73	3.22	2.97
利润总额	252	345	453	581	营运能力				
所得税	0	0	0	0	应收账款周转率	28.79	39.80	35.71	35.50
净利润	252	345	453	581	存货周转率	2.20	2.27	2.24	2.26
归母净利润	252	345	453	581	总资产周转率	0.34	0.36	0.40	0.43
每股收益(元)	2.10	2.88	3.78	4.84	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.10	2.88	3.78	4.84
货币资金	2779	3509	4019	5062	每股净资产	31.36	34.24	38.01	42.86
交易性金融资产	922	922	922	922	估值比率				
应收票据及应收账款	53	47	94	85	PE	26.60	19.40	14.77	11.52
预付款项	2	22	24	27	PB	1.78	1.63	1.47	1.30
存货	814	853	1298	1393	现金流量表				
流动资产合计	4686	5471	6473	7607	净利润	252	345	453	581
固定资产	5	4	2	0	折旧和摊销	16	14	16	16
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-314	-23	-417	-45
无形资产	8	10	10	10	其他	-59	-30	-15	-20
非流动资产合计	115	116	114	110	经营活动现金流净额	-106	307	37	533
资产总计	4801	5587	6587	7717	资本开支	-11	5	-13	-13
短期借款	800	1200	1667	2167	其他	603	38	48	61
应付票据及应付账款	135	167	234	269	投资活动现金流净额	591	43	35	48
其他流动负债	89	97	111	126	股权融资	10	0	0	0
流动负债合计	1025	1465	2012	2562	债务融资	850	400	467	500
其他	3	3	3	3	其他	-69	-20	-29	-38
非流动负债合计	3	3	3	3	筹资活动现金流净额	791	380	438	462
负债合计	1028	1469	2016	2565	现金及现金等价物净增加额	1277	729	510	1043
股本	120	120	120	120					
资本公积金	2865	2865	2865	2865					
未分配利润	707	1000	1385	1879					
少数股东权益	10	10	10	10					
其他	71	123	191	278					
所有者权益合计	3773	4118	4571	5152					
负债和所有者权益总计	4801	5587	6587	7717					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048