

中科蓝讯 (688332.SH)
半导体

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月14日

评级: 买入(维持)

分析师: 王芳

执业证书编号: S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师: 杨旭

执业证书编号: S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师: 李雪峰

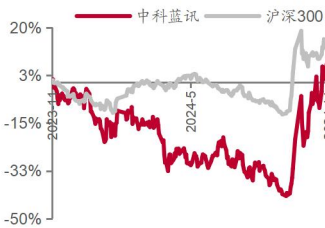
执业证书编号: S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	120.31
流通股本(百万股)	44.02
市价(元)	86.16
市值(百万元)	10,365.50
流通市值(百万元)	3,792.88

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《【中泰电子】中科蓝讯点评: 全年业绩高增长, 多品类扩张打造平台型公司》2024-08-15
- 《【中泰电子】中科蓝讯点评: 全年业绩高增长, 多品类扩张打造平台型公司》2024-04-11

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,080	1,447	1,773	2,197	2,707
增长率 yoy%	-4%	34%	23%	24%	23%
归母净利润(百万元)	141	252	283	380	480
增长率 yoy%	-39%	79%	12%	35%	26%
每股收益(元)	1.17	2.09	2.35	3.16	3.99
每股现金流量	1.86	-0.88	5.98	6.09	1.08
净资产收益率	4%	7%	7%	9%	10%
P/E	73.6	41.2	36.7	27.2	21.6
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.1

备注: 股价截止自2024年11月14日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件:** 公司旗舰讯龙3代 BT895x 平台接入豆包大模型, 导入专业音响品牌 FIIL, 发布市场第二款接入豆包大模型的 AI 耳机。
- 旗舰型号接入豆包大模型打开 AI 端侧成长。** 公司旗舰讯龙3代 BT895x 平台接入豆包大模型, 导入专业音响品牌 FIIL, 发布市场第二款接入豆包大模型的 AI 耳机。讯龙三代 BT895x 平台采用 CPU+DSP+NPU 的多核架构, 高算力、低功耗, 可满足 AI 耳机端侧对语音处理、高速音频传输等的需求; 公司将于豆包大模型多阶段合作, 目前已适配【实时翻译】、【会议纪要】、【实时对话】等功能, 后续双方将会面对不同的使用场景推出更多的 AI 功能, 打开端侧成长空间。
- Q3 公司业绩持续增长, 毛利率环比改善明显。** Q3 单季度公司实现营业收入 4.57 亿元, 同比增长 15.27%, 环比增长 6.77%; 实现归母净利润 0.72 亿元, 同比减少 15.10%, 环比减少 9.63%; 扣非归母净利润 0.65 亿元, 同比增长 19.34%, 环比增长 2.36%; 公司三季度毛利率继续保持上升, 环比提升 1.15 pct 达到 24.50%; 受所得税及投资收益等因素影响, 净利率 15.76%, 同比减少 5.65 pct, 环比减少 2.87 pct。费用端看, 公司 Q3 研发费用率 8.75%, 同比下降 1.97 pct, 环比上升 0.76pct。公司产品结构持续优化, 品牌占比提升, 高毛利讯龙二代+、可穿戴 AB568X、AB569X 系列芯片实现持续上量, 带动毛利率环比向上。Q3 公司营业收入增速明显, 主因八大产品线销量表现亮眼, 其中智能穿戴类、AIoT 类、无线麦克风类表现突出, “讯龙二代+”芯片, 受到市场及客户的广泛认可。
- AI 耳机带动产品价值量增长, 公司有望迎量价齐升。** 公司此前立足白牌市场需求旺盛, 产品 AB 系列均价较低, 目前旗下高端新品讯龙3代品牌客户渗透, 内置 DSP 可满足音频类各种 AI 算法应用开发, 结合双模蓝牙数传, 连接到云端, 均价大幅增长。随 AI 耳机市场火热, 高端产品出货比例提升, 主力出货产品类型有望实现价值量大幅提升, 成长空间弹性较好。
- 考虑到下游需求的不确定性, 我们下调 2024/2025/2026 年净利润分别为 2.83/3.80/4.80 亿元(前值 3.06/3.99/5.06 亿元), 对应 PE 为 37/27/22 倍, 公司是大陆智能音视频 SoC 行业领先厂商之一, 在国产化及 AI 创新大背景下, 下游需求逐步修复, 产品结构持续优化, 稀缺性和成长性兼备, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 行业景气不及预期; 下游进展的不确定性; 新品迭代不及预期。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,779	2,697	3,473	3,658	营业收入	1,447	1,773	2,197	2,707
应收票据	2	23	29	35	营业成本	1,121	1,368	1,683	2,066
应收账款	51	50	44	47	税金及附加	5	7	9	11
预付账款	2	21	25	31	销售费用	6	9	9	11
存货	814	725	521	1,060	管理费用	30	44	55	54
合同资产	0	0	0	0	研发费用	164	142	154	176
其他流动资产	1,038	939	944	949	财务费用	-51	20	11	20
流动资产合计	4,686	4,455	5,036	5,780	信用减值损失	0	-3	-3	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-25	-2	-2	-2
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	2	30	30	30
固定资产	5	152	216	244	投资收益	55	24	29	36
在建工程	0	0	0	0	其他收益	50	50	50	50
无形资产	8	15	23	27	营业利润	252	283	381	480
其他非流动资产	102	103	103	103	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	115	270	342	374	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	4,801	4,725	5,378	6,153	利润总额	252	283	381	480
短期借款	800	97	226	335	所得税	0	0	1	0
应付票据	0	0	0	0	净利润	252	283	380	480
应付账款	135	410	510	632	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	252	283	380	480
合同负债	1	32	40	49	NOPLAT	201	302	391	500
其他应付款	2	2	2	2	EPS (摊薄)	2.09	2.35	3.16	3.99
一年内到期的非流动负债	52	52	52	52					
其他流动负债	34	47	56	56	主要财务比率				
流动负债合计	1,025	640	886	1,126	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	50	100	180	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	34.0%	22.6%	23.9%	23.2%
其他非流动负债	3	3	3	3	EBIT 增长率	62.2%	50.6%	29.5%	27.7%
非流动负债合计	3	53	103	183	归母公司净利润增长率	78.6%	12.3%	34.6%	26.2%
负债合计	1,028	693	990	1,309	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,763	4,022	4,378	4,835	毛利率	22.6%	22.9%	23.4%	23.7%
少数股东权益	10	10	10	10	净利率	17.4%	15.9%	17.3%	17.7%
所有者权益合计	3,773	4,032	4,388	4,844	ROE	6.7%	7.0%	8.7%	9.9%
负债和股东权益	4,801	4,725	5,378	6,153	ROIC	5.6%	9.4%	10.5%	11.4%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	21.4%	14.7%	18.4%	21.3%
					债务权益比	22.7%	5.0%	8.7%	11.8%
					流动比率	4.6	7.0	5.7	5.1
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	速动比率	3.8	5.8	5.1	4.2
经营活动现金流	-106	719	733	130	营运能力				
现金收益	212	306	479	625	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
存货影响	-310	88	204	-539	应收账款周转天数	13	10	8	6
经营性应收影响	45	-36	-3	-13					
经营性应付影响	8	275	100	122					

其他影响	-61	86	-47	-65	应付账款周转天数	42	72	98	100
投资活动现金流	591	-104	-101	-90	存货周转天数	212	203	133	138
资本支出	-3	-158	-160	-156	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	2.09	2.35	3.16	3.99
其他长期资产变化	594	54	59	66	每股经营现金流	-0.88	5.98	6.09	1.08
融资活动现金流	791	-697	144	145	每股净资产	31.28	33.43	36.39	40.19
借款增加	847	-654	179	189	估值比率				
股利及利息支付	-63	-63	-58	-87	P/E	41	37	27	22
股东融资	10	0	0	0	P/B	3	3	2	2
其他影响	-3	20	23	43	EV/EBITDA	199	138	88	67

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。