

财务表现持续向好，看好手表/TWS 耳机领域需求复苏

核心观点：

- **事件** 公司发布 2023 半年报，23H1 公司实现收入 9.10 亿元 (yoy:32.40%)，实现归母净利润 0.49 亿元 (yoy:-39.29%)；从单季度表现来看，23Q2 公司实现营业收入 5.27 亿元 (yoy:31.56%，qoq:37.25%)，接近单季度收入历史最高水平，实现归母净利润 0.50 亿元 (yoy:-14.63%)，利润环比扭亏为盈，业绩符合预期。
- **下游需求回暖，毛利率有望触底回升。**公司收入在 23Q2 实现 5.27 亿元 (yoy:31.56%，qoq:37.25%)，接近单季度收入历史最高水平，主要系消费市场需求回暖，可穿戴及智能家居行业终端去库存接近尾声，客户提货意愿提升。从毛利率水平来看，23H1 公司毛利率为 35.11% (yoy: -4.30pct)，23Q2 单季度毛利率 34.69% (yoy:-4.37pct, qoq:-1pct)，主要系上游成本上涨及芯片去库存压力，目前公司整体毛利率水平已接近底部。从库存水平来看，公司 23H1 末库存水平 6.89 亿元，相比 23Q1 末 (8.43 亿元) 已下降至正常水平，同时报告期内公司存货计提 4,369 万元资产减值损失，较去年同期增加 3823 万元。公司 23H1 期间经营活动现金流净流入 1.82 亿元，主要系报告期内公司营收成长，持续推进去库存化，使得经营活动现金流量净额由负转正。
- **手表/TWS 耳机市场呈现复苏，公司新品持续上量。**伴随去库阶段结束，公司逐步加深在全集成可穿戴 SoC 平台技术持续升级，公司新品 BES2700 系列智能可穿戴主控芯片逐步上量，在智能手表市场份额逐步提升，新产品带动芯片销量及均价增长。目前已有多家品牌客户产品基于 BES2700 系列可穿戴智能耳机、运动手表产品相继实现量产。从研发水平来看，公司 23H1 研发费用达到 2.35 亿元 (yoy: 12.32%)，研发费用率达到了 25.84%，报告期内，公司新增申请境内发明专利 33 项，获得境内发明专利批准 16 项；通过自主途径申请境外专利 1 项，获得境外发明专利批准 3 项。
- **Audio 产品线不断迭代与扩展，看好多公司多领域布局。**公司在报告期内自研耳机 AI 降噪算法，已在多款耳机产品落地，公司引入了自动化的 ANC 产线校准方案，基于 BES2700 平台开发了辅听类相关技术 (PSAP)，并已经在支持助听器类的蓝牙对耳中量产出货。同时公司在 2022 年实现 Wi-Fi 4 连接芯片的量产出货，目前的 Wi-Fi 6 的连接芯片也已经顺利完成认证，已进入量产导入阶段。看好未来公司在 BLE 领域实现多设备的低功耗联网，多平台间信息共享。看好公司在平台领域的布局
- **投资建议** 我们认为，公司围绕 AIoT 产业链逐步布局，在可穿戴和智能家居领域纵向平台化发展。我们预期，公司 2023-2025 年实现收入 23.13/27.35/34.65 亿元，归母净利润 2.76/3.53/4.62 亿元，对应 PE 为 49.13X/38.41X/29.36X，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 下游需求不及预期的风险；研发进度不及预期风险；市场价格波动风险

恒玄科技(688608.SH)
推荐(维持)

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

2023-08-22

A 股收盘价(元)	113.11
股票代码	688608.SH
A 股一年内最高价(元)	181.11
A 股一年内最低价(元)	90.97
上证指数	3120.33
市盈率(ttm)	110.91
总股本(万股)	12,000
实际流通 A 股(万股)	7,936
流通 A 股市值(亿元)	89.76

相对沪深 300 表现图



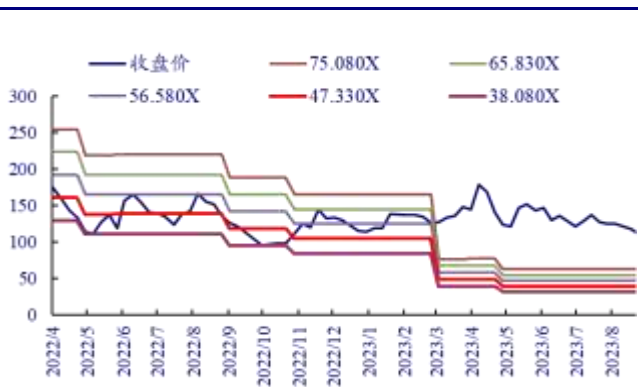
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	14.85	23.13	27.35	34.65
收入增长率 (%)	-15.89	55.78	18.24	26.69
净利润 (亿元)	1.22	2.76	3.53	4.62
利润增速 (%)	-69.97	125.76	27.90	30.81
毛利率 (%)	39.37	40.90	41.52	41.78
摊薄 EPS (元)	1.02	2.30	2.94	3.85
PE	110.91	49.13	38.41	29.36
PB	2.28	2.18	2.06	1.92

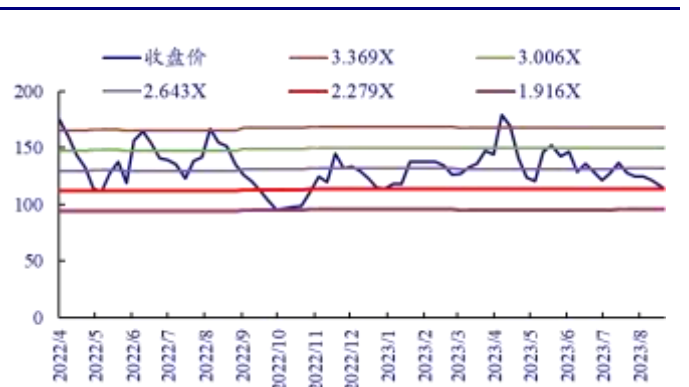
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图: PE-Bonds



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图: PB-Bonds



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附表：财务预测表

利润表	单位：亿元				现金流量表	单位：亿元			
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14.85	23.13	27.35	34.65	经营活动现金流	-3.60	4.19	6.96	-3.08
营业成本	9.00	13.67	15.99	20.17	净利润	1.22	2.76	3.53	4.62
营业税金及附加	0.01	0.02	0.01	0.03	折旧摊销	0.73	0.20	0.20	0.20
营业费用	0.14	0.23	0.25	0.31	财务费用	-0.20	0.03	0.03	0.03
管理费用	1.08	1.62	1.91	2.43	投资损失	-0.91	-1.16	-1.37	-1.73
财务费用	-0.51	-0.52	-0.68	-0.93	营运资金变动	-5.09	2.35	4.56	-6.20
资产减值损失	-0.60	0.00	0.00	0.00	其它	0.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.05	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	7.38	1.16	1.37	1.73
投资净收益	0.91	1.16	1.37	1.73	资本支出	-1.47	0.00	0.00	0.00
营业利润	1.24	2.79	3.57	4.67	长期投资	7.95	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.91	1.16	1.37	1.73
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	-0.13	-0.03	-0.03	-0.03
利润总额	1.24	2.79	3.57	4.67	短期借款	1.10	0.00	0.00	0.00
所得税	0.02	0.03	0.04	0.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1.22	2.76	3.53	4.62	其他	-1.23	-0.03	-0.03	-0.03
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金净增加额	3.91	5.31	8.29	-1.38
归属母公司净利润	1.22	2.76	3.53	4.62					

资产负债表	单位：亿元				主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	59.54	66.13	65.48	76.60	盈利能力				
现金	18.45	23.76	32.05	30.67	毛利率	39.37%	40.90%	41.52%	41.78%
应收账款	2.68	7.60	1.52	10.03	净利率	8.24%	11.95%	12.92%	13.34%
其它应收款	0.21	0.30	0.00	0.19	ROE	2.05%	4.43%	5.36%	6.55%
预付账款	0.01	0.01	0.03	0.04	ROIC	-0.22%	1.73%	2.24%	2.77%
存货	9.46	5.73	3.16	6.93	成长能力				
其他	28.73	28.73	28.73	28.73	营业收入增长率	-15.89%	55.78%	18.24%	26.69%
非流动资产	4.59	4.40	4.20	4.00	营业利润增长率	-69.80%	125.61%	27.90%	30.81%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-69.97%	125.76%	27.90%	30.81%
固定资产	0.57	0.37	0.17	-0.02	偿债能力				
无形资产	1.33	1.33	1.33	1.33	资产负债率	7.02%	11.54%	5.39%	12.47%
其他	2.70	2.70	2.70	2.70	流动比率	13.78	8.31	18.34	7.76
资产总计	64.13	70.53	69.68	80.60	速动比率	11.55	7.57	17.40	7.04
流动负债	4.32	7.96	3.57	9.86	总资产周转率	0.23	0.33	0.39	0.43
短期借款	1.10	1.10	1.10	1.10	应收帐款周转率	5.54	3.04	18.05	3.45
应付账款	1.85	5.75	1.36	7.61	应付帐款周转率	8.04	4.02	20.10	4.56
其他	1.37	1.11	1.11	1.16	每股指标				
非流动负债	0.18	0.18	0.18	0.18	每股收益	1.02	2.30	2.94	3.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	-3.00	3.49	5.79	-2.56
其他	0.18	0.18	0.18	0.18	每股净资产	49.68	51.98	54.92	58.77
负债合计	4.51	8.14	3.75	10.05	估值				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	110.91	49.13	38.41	29.36
归母股东权益	59.63	62.39	65.93	70.55	P/B	2.28	2.18	2.06	1.92
负债和股东权益	64.13	70.53	69.68	80.60	P/S	9.14	5.87	4.96	3.92

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，本报告清晰准确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，并不构成对客户的投资咨询建议，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 9 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