



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

AIoT 平台化布局优势逐步凸显，行业空间有望充分打开

——恒玄科技 (688608) 年报点评

买入 (维持)

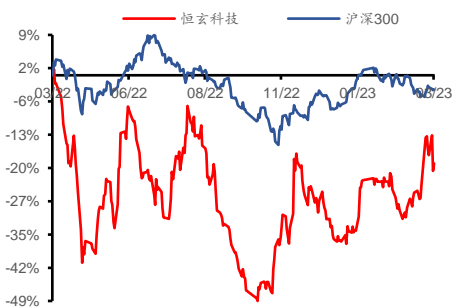
行业： 电子
日期： 2023年03月30日

分析师： 陈宇哲
Tel: 021-53686143
E-mail: chenyzuzhe@shzq.com
SAC 编号: S0870521100002
联系人： 马永正
Tel: 021-53686147
E-mail: mayongzheng@shzq.com
SAC 编号: S0870121100023
联系人： 潘恒
Tel: 021-53686248
E-mail: panheng@shzq.com
SAC 编号: S0870122070021

基本数据

最新收盘价 (元)	144.23
12mth A 股价格区间 (元)	90.97-181.11
总股本 (百万股)	120.00
无限售 A 股/总股本	66.13%
流通市值 (亿元)	114.46

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《业绩短期承压，看好新品放量机遇》

——2023年03月02日

■ 投资摘要

事件概述

3月27日晚，公司发布2022年年报。2022年公司实现营收14.85亿，同比-15.89%；归母净利润1.22亿，同比-69.97%；期间费用率34.38%，同比+14.35pct，其中研发费用率29.62%，同比+13.24pct，22年研发人员521人，占总人数比例为85%，较21年增加183人。

分析与判断

公司产品毛利率保持坚挺，大幅计提减值损失后，23年有望迎来轻装上阵。受产品结构变化以及人民币汇率变动影响，22年公司综合毛利率39.37%，同比+2.08pct；分产品来看，普通蓝牙芯片收入3.6亿，毛利率37%，同比+1.31pct；智能蓝牙芯片收入7.34亿，毛利率42.4%，同比-0.48pct；其他产品收入3.90亿，毛利率35.85%，同比+11.24pct，其中智能手表芯片收入2.9亿，占营收比重19%。受下游需求疲软的影响，公司去库存周期拉长，导致存货跌价准备计提大幅增加，22Q4计提损失0.39亿，全年共计提0.60亿。

下游应用多点开花，AIoT平台化布局逐渐成型。公司基于12nmFinfet工艺的新一代BES2700系列可穿戴主控芯片实现量产上市，应用于多家品牌客户的旗舰TWS耳机及智能手表产品；公司Wi-FiSoC芯片已应用于多家品牌客户智能家电产品，Wi-Fi4连接芯片也开始量产落地，已应用于翻译笔、智能家电等终端产品，WiFi6的连接芯片已经顺利完成认证，已进入客户推广送样阶段。

以ChatGPT为代表的生成式AI系统为智能家居行业打开新成长空间，据Acumen Research and Consulting预测，2030年全球AIGC市场规模将达到1100亿美元，公司第二代Wi-Fi SoC芯片率先支持鸿蒙操作系统智能家居，未来产品布局有望向高速、大带宽、大算力方向演化。

■ 投资建议

维持“买入”评级。我们调整公司23-25年归母净利分别为1.89/2.63/3.44亿元，同比+54.6%/+39.2%/+30.4%，对应EPS为1.58/2.20/2.86元，对应PE估值分别为91/66/50倍。

■ 风险提示

代工厂涨价、产品迭代低于预期

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1485	1761	2211	2644
年增长率	-15.9%	18.6%	25.6%	19.6%
归母净利润	122	189	263	344
年增长率	-70.0%	54.6%	39.2%	30.4%
每股收益 (元)	1.02	1.58	2.20	2.86
市盈率 (X)	111.64	91.43	65.70	50.38
市净率 (X)	2.29	2.81	2.70	2.56

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2023年03月29日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1845	1696	2368	1135
应收票据及应收账款	268	255	370	434
存货	946	654	964	1277
其他流动资产	2895	3498	2667	3880
流动资产合计	5954	6103	6370	6727
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	57	73	82	98
在建工程	11	16	22	29
无形资产	133	177	227	278
其他非流动资产	259	299	331	343
非流动资产合计	459	565	662	747
资产总计	6413	6667	7032	7474
短期借款	110	90	70	63
应付票据及应付账款	185	281	346	387
合同负债	0	1	1	1
其他流动负债	137	111	145	187
流动负债合计	432	483	561	638
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	18	32	55	76
非流动负债合计	18	32	55	76
负债合计	451	515	616	715
股本	120	120	120	120
资本公积	5194	5194	5194	5194
留存收益	696	885	1149	1492
归属母公司股东权益	5963	6152	6416	6759
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5963	6152	6416	6759
负债和股东权益合计	6413	6667	7032	7474

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	-360	565	-56	45
净利润	122	189	263	344
折旧摊销	73	65	80	88
营运资金变动	-509	378	-323	-296
其他	-47	-66	-76	-90
投资活动现金流量	738	-702	729	-1288
资本支出	-147	-130	-146	-157
投资变动	795	-600	832	-1200
其他	91	28	43	69
筹资活动现金流量	-13	-12	-2	10
债权融资	110	14	23	21
股权融资	0	0	0	0
其他	-123	-26	-25	-11
现金净流量	391	-149	672	-1233

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1485	1761	2211	2644
营业成本	900	1079	1341	1607
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	14	14	15	19
管理费用	108	123	155	159
研发费用	440	440	553	661
财务费用	-51	-7	-12	-20
资产减值损失	-60	5	7	10
投资收益	91	68	75	85
公允价值变动损益	-5	0	0	0
营业利润	124	191	266	347
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	124	191	266	347
所得税	2	2	3	3
净利润	122	189	263	344
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	122	189	263	344

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	39.4%	38.7%	39.3%	39.2%
净利率	8.2%	10.8%	11.9%	13.0%
净资产收益率	2.1%	3.1%	4.1%	5.1%
资产回报率	1.9%	2.8%	3.7%	4.6%
投资回报率	-0.2%	2.9%	3.8%	4.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	-15.9%	18.6%	25.6%	19.6%
EBIT 增长率	-104.9%	1,437.2%	38.3%	28.7%
归母净利润增长率	-70.0%	54.6%	39.2%	30.4%
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.58	2.20	2.86
每股净资产	49.69	51.27	53.46	56.33
每股经营现金流	-3.00	4.71	-0.47	0.38
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.23	0.26	0.31	0.35
应收账款周转率	5.54	6.92	5.97	6.09
存货周转率	0.95	1.65	1.39	1.26
偿债能力指标				
资产负债率	7.0%	7.7%	8.8%	9.6%
流动比率	13.78	12.64	11.36	10.54
速动比率	11.59	11.28	9.63	8.53
估值指标				
P/E	111.64	91.43	65.70	50.38
P/B	2.29	2.81	2.70	2.56
EV/EBITDA	201.96	63.28	45.03	39.27

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断