

恒玄科技 (688608.SH)

业绩短期承压，多元化布局有望打开长期成长空间

增持

核心观点

2022 全年需求疲软致业绩承压，产品结构变化和汇率影响推高毛利率。2022 年营收 14.85 亿元 (YoY -15.9%)，归母净利润 1.22 亿元 (YoY -69.97%)，扣非归母净利润 0.12 亿元 (YoY -95.9%)，盈利能力下降主因 1) 消费需求疲软，公司营收规模下降；2) 为保持公司长期竞争力，公司持续投入研发，研发人数进一步增加，2022 年研发费用 4.40 亿元 (YoY 52.1%)；3) 存货增长较快，存货周转率下降，公司基于谨慎原则对存货进行减值测试，全年计提 0.60 亿元资产减值损失。受益于产品结构变化和人民币汇率影响，2022 年综合毛利率 39.37% (YoY +2.08pct)。

产品结构多元化成果初显，智能手表业务占比提升至 19%。2022 年，公司新业务智能手表芯片快速上量，并不断开拓新的市场与客户，手表类芯片实现营收 2.9 亿元，占营收比例 19%。蓝牙音频类芯片营收 10.9 亿元，占比 74%，营收结构逐步多元化。目前公司 Wi-Fi SoC 芯片已应用于多家品牌客户的智能家电产品，Wi-Fi 4 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。

广泛布局核心技术，向 AIoT 平台型公司迈进。2022 年，公司基于 12nm FinFET 工艺研发的新一代 BES2700 系列可穿戴主控芯片实现量产上市，公司更先进工艺、更多核心、更高算力多核异构 SoC 技术持续演进；继 1x1 Wi-Fi 6 芯片顺利导入客户后，公司继续研发 2x2 Wi-Fi 6/6E 的相关产品，以提供更大的吞吐率和更高的传输速率，满足电视、平板、笔记本电脑等设备对数据传输的更高要求。公司持续推进低功耗智能音频技术、可穿戴平台智能检测和健康检测技术、音视频存储高速接口等研发，向 AIoT 平台型公司转型。

投资建议：国内可穿戴智能芯片龙头，给予“增持”评级。

我们认为公司在 AIoT 领域的布局有望在可穿戴、智能家居等下游市场兴起中获得长期成长机遇，预计 2023-2025 年营业收入 16.4、21.2、27.3 亿元，归母净利润 1.7、2.7、3.8 亿元，给予“增持”评级。

风险提示：需求不及预期；新产品研发不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,765	1,485	1,640	2,118	2,730
(+/-%)	66.4%	-15.9%	10.5%	29.2%	28.9%
净利润(百万元)	408	122	166	267	377
(+/-%)	105.5%	-70.0%	35.6%	60.8%	41.5%
每股收益(元)	3.40	1.02	1.38	2.22	3.15
EBIT Margin	15.9%	1.4%	2.6%	6.2%	9.5%
净资产收益率 (ROE)	6.9%	2.1%	2.7%	4.3%	5.8%
市盈率 (PE)	41.6	138.5	102.2	63.6	44.9
EV/EBITDA	56.2	235.6	297.3	112.3	61.7
市净率 (PB)	2.87	2.84	2.79	2.71	2.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306

hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：周靖翔
021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

证券分析师：李梓澎
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

证券分析师：胡慧
021-60871321

huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：叶子
0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：詹浏洋
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	141.33 元
总市值/流通市值	16960/11216 百万元
52 周最高价/最低价	183.91/89.01 元
近 3 个月日均成交额	153.37 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1454	1845	2169	1823	1946	营业收入	1765	1485	1640	2118	2730
应收款项	330	289	319	412	531	营业成本	1107	900	1032	1305	1661
存货净额	541	946	1098	1381	1752	营业税金及附加	1	1	2	2	3
其他流动资产	3868	2874	2879	2890	2898	销售费用	11	14	13	13	14
流动资产合计	6193	5954	6466	6506	7127	管理费用	77	108	89	107	128
固定资产	57	68	159	267	361	研发费用	289	440	461	560	667
无形资产及其他	76	133	128	122	117	财务费用	(23)	(51)	(35)	(27)	(20)
其他长期资产	31	259	259	259	259	投资收益	93	91	62	82	78
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	10	(65)	3	4	1
资产总计	6358	6413	7012	7154	7863	其他	4	25	25	25	25
短期借款及交易性金融负债	13	125	561	437	782	营业利润	410	124	168	270	382
应付款项	341	185	214	270	342	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	72	122	141	176	223	利润总额	410	124	168	270	383
流动负债合计	426	432	916	883	1347	所得税费用	2	2	2	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	18	24	24	23	归属于母公司净利润	408	122	166	267	377
长期负债合计	28	18	24	24	23	现金流量表（百万元）					
负债合计	454	451	940	907	1369	净利润	408	122	166	267	377
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	4	60	0	0	0
股东权益	5903	5963	6072	6247	6494	折旧摊销	30	52	17	27	39
负债和股东权益总计	6358	6413	7012	7154	7863	公允价值变动损失	(14)	5	(3)	(4)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	10	(20)	(35)	(27)	(20)
每股收益	3.40	1.02	1.38	2.22	3.15	营运资本变动	(450)	(640)	(130)	(291)	(380)
每股红利	0.17	0.35	0.48	0.76	1.08	其它	(32)	61	35	27	20
每股净资产	49.19	49.69	50.60	52.06	54.12	经营活动现金流	(44)	(360)	50	(1)	35
ROIC	11%	2%	1%	4%	6%	资本开支	(139)	(147)	(104)	(130)	(127)
ROE	7%	2%	3%	4%	6%	其它投资现金流	(1491)	886	0	0	0
毛利率	37%	39%	37%	38%	39%	投资活动现金流	(1630)	738	(104)	(130)	(127)
EBIT Margin	16%	1%	3%	6%	9%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	5%	4%	8%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	66%	-16%	10%	29%	29%	支付股利、利息	(20)	(42)	(57)	(92)	(130)
净利润增长率	106%	-70%	36%	61%	41%	其它融资现金流	(50)	29	436	(123)	345
资产负债率	7%	7%	13%	13%	17%	融资活动现金流	(70)	(13)	379	(215)	215
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	现金净变动	(1754)	391	324	(346)	123
P/E	41.6	138.5	102.2	63.6	44.9	货币资金的期初余额	3208	1454	1845	2169	1823
P/B	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6	货币资金的期末余额	1454	1845	2169	1823	1946
EV/EBITDA	56.2	235.6	297.3	112.3	61.7	企业自由现金流	(280)	(714)	(175)	(264)	(214)
						权益自由现金流	(330)	(685)	295	(360)	150

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032