

产品结构不断优化，迈向平台型 AIoT 芯片公司

2023 年 04 月 16 日

► **事件:** 恒玄科技 3 月 28 日发布 2022 年年报, 公司 2022 年实现收入 14.85 亿元 (YoY-15.89%), 归母净利润 1.22 亿元 (YoY-69.97%), 扣非归母净利润 0.12 亿元 (YoY-95.88%)。对应 4Q22 单季度, 公司实现收入 3.15 亿元 (YoY-40.95%, QoQ-34.57%), 归母净利润-0.28 亿元, 扣非归母净利润-0.51 亿元。

► **收入利润短期承压, 产品结构不断优化。** 2022 年受宏观经济增速放缓、行业周期等多重因素影响, 消费电子市场整体需求疲软, 部分客户终端新品发布时间延迟, 公司整体收入和利润同比下滑。但公司 22 年产品结构进一步优化, 新业务智能手表芯片快速上量, 实现收入 2.9 亿元, 营收占比 19%; 蓝牙音频类收入 10.9 亿元, 占比 74%。同时, 公司 WiFi SoC 芯片已应用于多家品牌客户的智能家电产品, WiFi4 也量产落地, 应用于翻译笔、智能家电等终端产品。

► **创新驱动新品快速迭代, BES2700 量产上市。** 2022 年公司新一代 BES2700 系列可穿戴主控芯片量产上市, 应用于多家品牌客户的旗舰 TWS 耳机及智能手表产品。该芯片采用 12nm FinFET 工艺, 单芯片集成多核 CPU、DSP、2.5D GPU、显示系统控制器、神经网络加速的协处理器等, 率先采用 ARM 最新嵌入式 CPU 核心 Cortex-M55, 性能优异。同时公司结合在音频算法领域的多年深耕, 自主研发了 BECO 嵌入式 AI 协处理器及对应指令集, 和主 CPU 核心配合工作, 更好的完成基于神经网络 AI 算法的各种音频处理; 全集成的音频 DSP, 能在更低的主频下处理各种音频制式的编解码, 提高芯片能效。

► **坚持高强度研发投入, 坚守品牌客户战略。** 2022 年公司继续坚持高强度研发投入, 保持核心技术竞争力。2022 年公司研发费用 4.4 亿元, 同比增长 52.08%, 研发总人数达到 521 人, 同比增加 183 人, 研发人员占比达到 85%。同时公司在北京、上海、深圳、成都、武汉、西安、杭州等多地设立研发中心, 研发规模和研发实力同行领先。同时, 面对外部环境不利变化, 公司坚守品牌客户战略, 凭借领先技术能力和优质服务, 持续加强与品牌客户合作黏性, 巩固公司在业内供应商地位。公司产品已经进入三星、OPPO、小米、荣耀、华为、vivo 等全球主流安卓手机品牌, 同时也进入包括安克创新、哈曼、漫步者、万魔等专业音频厂商, 并在阿里、百度、谷歌等互联网公司的智能音频产品中得到应用。品牌客户的深度及广度构筑公司重要的竞争优势和商业壁垒。

► **投资建议:** 预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 1.96/2.8/3.84 亿元, 对应现价 PE 分别为 104/72/53 倍, 公司是国内领先的 AIoT SoC 芯片厂商, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 下游市场需求波动的风险; 上游供应波动的风险; 市场竞争加剧的风险; 新产品研发进展不及预期的风险; 吸引人才和保持创新能力的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1485	1894	2277	2682
增长率 (%)	-15.9	27.6	20.2	17.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	122	196	280	384
增长率 (%)	-70.0	60.0	43.0	37.0
每股收益 (元)	1.02	1.63	2.33	3.20
PE	166	104	72	53
PB	3.4	3.3	3.2	3.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 04 月 14 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

169.10 元



分析师 方竞

执业证书: S0100521120004

邮箱: fangjing@mszq.com

分析师 李少青

执业证书: S0100522010001

邮箱: lishaoqing@mszq.com

相关研究

1. 恒玄科技 (688608.SH) 2021 年年报点评: AIoT 多领域齐头并进, 平台型芯片公司未来可期-2022/04/17
2. 【民生电子】恒玄科技 (688608) 三季报业绩点评: Q3 业绩保持增长, 非耳机产品拓展顺利-2021/10/27
3. 【民生电子】恒玄科技 (688608) 中报业绩点评: 21H1 业绩高增长, 拓展非耳机产品延续成长-2021/08/26
4. 【民生电子】恒玄科技 (688608) 中报业绩预告点评: TWS 耳机快速发展, 上半年业绩高增-2021/07/14
5. 【民生电子】恒玄科技 (688608) 深度报告: 技术领先加速产品迭代, 客户丰富助力品类扩张-2021/06/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1485	1894	2277	2682
营业成本	900	1170	1406	1656
营业税金及附加	1	2	2	2
销售费用	14	17	20	24
管理费用	108	133	148	161
研发费用	440	511	569	617
EBIT	-14	90	165	262
财务费用	-51	-14	-16	-18
资产减值损失	-60	0	0	0
投资收益	91	95	102	107
营业利润	124	199	283	388
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	124	199	283	388
所得税	2	3	3	4
净利润	122	196	280	384
归属于母公司净利润	122	196	280	384
EBITDA	59	168	244	346

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1845	2003	2279	2626
应收账款及票据	268	363	395	499
预付款项	1	2	2	2
存货	946	744	585	474
其他流动资产	2894	3094	3202	3303
流动资产合计	5954	6206	6463	6904
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	57	62	65	73
无形资产	133	163	193	223
非流动资产合计	459	522	582	649
资产合计	6413	6727	7045	7553
短期借款	110	110	110	110
应付账款及票据	185	270	277	367
其他流动负债	137	170	201	234
流动负债合计	432	550	588	712
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18
非流动负债合计	18	18	18	18
负债合计	451	569	606	730
股本	120	120	120	120
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5963	6159	6439	6823
负债和股东权益合计	6413	6727	7045	7553

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-15.89	27.57	20.20	17.81
EBIT 增长率	-104.92	755.83	82.96	58.81
净利润增长率	-69.97	60.01	43.05	36.98
盈利能力 (%)				
毛利率	39.37	38.24	38.23	38.25
净利润率	8.24	10.34	12.31	14.31
总资产收益率 ROA	1.91	2.91	3.98	5.08
净资产收益率 ROE	2.05	3.18	4.35	5.63
偿债能力				
流动比率	13.78	11.28	10.99	9.70
速动比率	11.55	9.89	9.97	9.01
现金比率	4.27	3.64	3.88	3.69
资产负债率 (%)	7.02	8.45	8.61	9.67
经营效率				
应收账款周转天数	70.58	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	297.30	260.00	170.00	115.00
总资产周转率	0.23	0.29	0.33	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.63	2.33	3.20
每股净资产	49.69	51.32	53.66	56.86
每股经营现金流	-3.00	3.40	3.48	4.13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	166	104	72	53
PB	3.4	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	311.41	108.87	73.68	51.12
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	122	196	280	384
折旧和摊销	73	78	79	83
营运资金变动	-509	224	156	131
经营活动现金流	-360	408	418	495
资本开支	-147	-110	-110	-120
投资	795	-220	-120	-120
投资活动现金流	738	-245	-138	-143
股权募资	0	0	0	0
债务募资	110	0	0	0
筹资活动现金流	-13	-5	-5	-5
现金净流量	391	158	276	348

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026