

分析师：乔琪
 登记编码：S0730520090001
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

23Q2 TWS 耳机及智能手表需求复苏， 新产品市场拓展顺利

——恒玄科技(688608)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(首次)

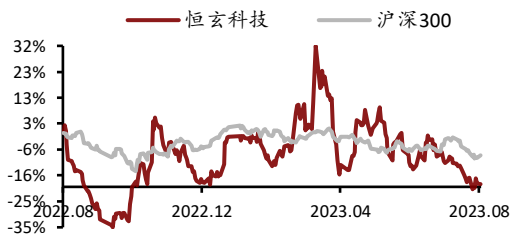
市场数据(2023-08-28)

收盘价(元)	113.20
一年内最高/最低(元)	185.10/90.97
沪深 300 指数	3,752.62
市净率(倍)	2.25
流通市值(亿元)	89.87

基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	50.20
每股经营现金流(元)	1.51
毛利率(%)	35.11
净资产收益率_摊薄(%)	0.82
资产负债率(%)	4.80
总股本/流通股(万股)	12,003.47/7,939.45
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源，中原证券

相关报告

联系人：马焱琦
电话： 021-50586973
地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
邮编： 200122

发布日期：2023 年 08 月 29 日

事件： 近日公司发布 2023 年半年度报告，2023 年上半年公司实现营业收入 9.10 亿元，同比+32.40%；归母净利润 0.49 亿元，同比-39.26%；扣非归母净利润 0.06 亿元，同比-76.56%。2023 年第二季度单季度实现营收 5.27 亿元，同比+31.56%，环比+37.25%；归母净利润 0.50 亿元，同比-14.63%，环比扭亏；扣非归母净利润 0.31 亿元，同比-10.65%，环比扭亏。

投资要点：

- 23H1 营收复苏明显，盈利能力有所承压。** 由于可穿戴设备终端库存不断去化，对芯片的需求逐步恢复，23H1 公司营收复苏明显，公司 23Q1 营收同比增长 33.57%、环比增长 21.64%，23Q2 营收继续实现同比和环比高增长。受到上游成本上涨及公司产品价格承压等因素影响，公司 23H1 毛利率为 35.11%，同比下降 4.1%，23Q2 毛利率环比下降 1%至 34.69%；公司 23Q2 实现扭亏为盈，23Q2 净利率为 9.5%。公司存货已经从 2022 年底的 9.46 亿下降至 6.89 亿，公司库存下降明显，逐步趋于健康状态。
- 23Q2 全球 TWS 耳机市场开始复苏，公司蓝牙音频芯片有望随着品牌客户的复苏而恢复增长。** 在 TWS 耳机领域，公司较早推出支持双耳通话、集成主动降噪等功能的领先产品，迅速抢占了品牌市场；公司在 TWS 耳机领域持续深耕，全新的 BES2700 系列芯片采用 12nm FinFET 工艺，在单芯片上集成了多核 ARM CPU、音频 DSP、2.5D GPU、神经网络加速的协处理器，极大的提升了数字信号处理和机器学习的能力，BES2700 系列优异的性能得到各大知名品牌的认可，在多款 TWS 耳机产品上实现量产。2022 年公司蓝牙音频芯片营收为 10.9 亿元，占比 74%。根据 Canalys 的数据，23Q2 全球 TWS 耳机市场出货量为 6816 万部，同比增长 8%；其中全球出货量排名前五厂商苹果、三星、印度厂商 boAt、小米、OPPO 23Q2 出货量分别同比增长 2%、3%、38%、6%、25%。公司在 TWS 耳机市场不断推出有竞争力的产品，并坚持品牌客户战略，蓝牙音频芯片业务有望随着品牌客户的复苏而恢复增长。
- 公司拥有智能手表平台化解决方案技术，BES2700 系列产品在智能手表上有望继续放量。** 公司拥有智能手表平台化解决方案技术，公司开发的智能手表单芯片解决方案率先支持本地音乐的多格式编解码、智能手表连接手机/耳机等多种通话模式，同时支持 BLE 心率血氧等多传感器传输协议，方便系统厂商开发支持更多

健康功能的智能手表。2022 年公司智能手表芯片开始放量，实现营收为 2.9 亿元，占比 19%。公司新产品 BES2700 系列主控芯片目前已应用于多家品牌客户的智能手表产品，BES2700 系列可覆盖高中低端产品，预计 23H2 至明年 BES2700 系列有望在新项目及新客户继续实现放量，智能手表芯片为公司营收打开新的成长空间。

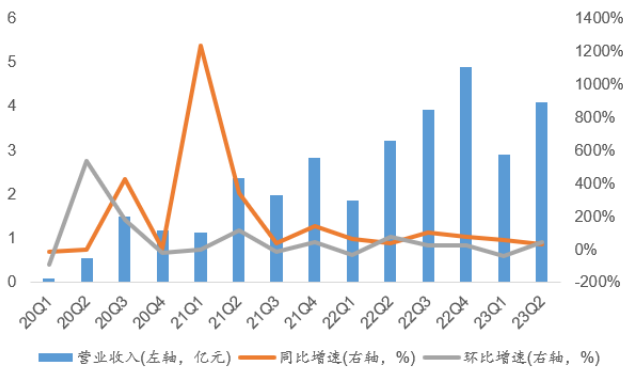
- **公司不断拓展产品品类，向 AIoT 平台型公司迈进。**公司基于过去几年在 Wi-Fi SoC 领域的积累，在 2022 年实现了 Wi-Fi 4 连接芯片的量产出货，最新的 Wi-Fi 6 的连接芯片已进入量产导入阶段。公司继续研发新一代的 Wi-Fi 连接芯片，功耗更低，速率更高，同时成本更具有竞争力，进一步满足平板，笔记本电脑，虚拟现实设备对数据传输的更高要求。公司研发了新一代的低功耗 WiFi 6 MCU 平台芯片，方便越来越多的智能可穿戴和智能家居设备完成低功耗联网待机，多平台间共享信息，睡眠模式下 Wi-Fi 连接芯片的传感信息处理。公司不断拓展产品品类，向 AIoT 平台型公司迈进。
- **盈利预测与投资建议。**公司为国内智能音视频 SoC 芯片领先企业，23Q2 全球 TWS 耳机市场开始复苏，蓝牙音频芯片业务有望随着品牌客户的复苏而恢复增长，公司新产品 BES2700 系列主控芯片已应用于多家品牌客户的智能手表产品，有望在新项目及新客户继续实现放量，公司 Wi-Fi 6 的连接芯片已进入量产导入阶段，我们预计公司 23-25 年营收为 20.41/24.42/27.82 亿元，23-25 年归母净利润为 1.92/2.87/3.76 亿元，对应的 EPS 为 1.60/2.39/3.13 元，对应 PE 为 70.64/47.34/36.12 倍。考虑公司在智能音视频 SoC 芯片领域的领先地位、行业周期阶段以及未来几年的成长性，首次覆盖给予“买入”投资评级。

风险提示：可穿戴设备需求复苏不及预期；行业竞争加剧；新客户拓展不及预期；新产品研发进展不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,765	1,485	2,041	2,442	2,782
增长比率（%）	66.36	-15.89	37.44	19.67	13.93
净利润（百万元）	408	122	192	287	376
增长比率（%）	105.51	-69.97	57.12	49.23	31.04
每股收益(元)	3.40	1.02	1.60	2.39	3.13
市盈率(倍)	33.33	110.99	70.64	47.34	36.12

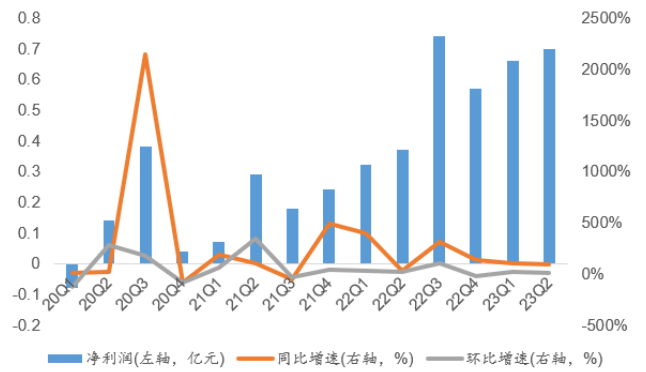
资料来源：Wind，中原证券

图 1：公司单季度营收及增速情况



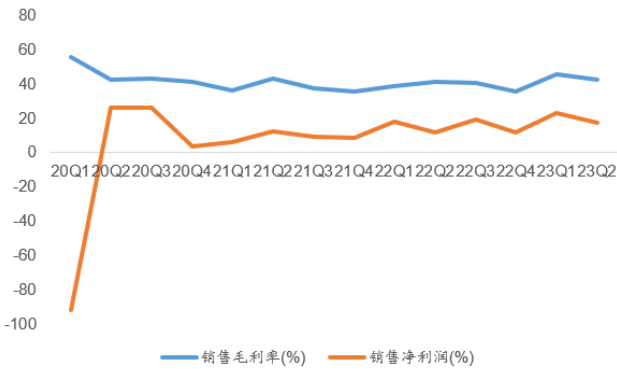
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司单季度净利润及增速情况



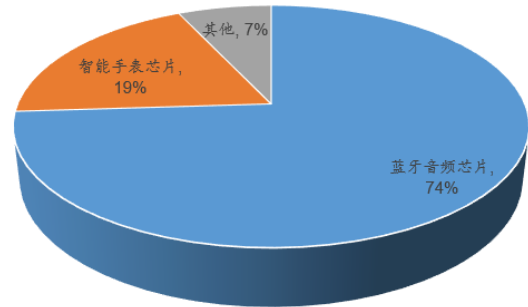
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司单季度毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司 22 年产品结构情况



资料来源：公司公告，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,193	5,954	6,365	6,794	7,306
现金	1,454	1,845	2,810	3,245	3,721
应收票据及应收账款	314	268	368	440	502
其他应收款	16	21	21	28	32
预付账款	1	1	2	2	3
存货	541	946	626	542	511
其他流动资产	3,866	2,873	2,537	2,537	2,537
非流动资产	164	459	469	467	459
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	56	57	60	65	69
无形资产	76	133	117	104	86
其他非流动资产	33	270	292	298	304
资产总计	6,358	6,413	6,834	7,261	7,765
流动负债	426	432	634	775	902
短期借款	0	110	160	216	280
应付票据及应付账款	341	185	331	382	420
其他流动负债	86	137	143	176	202
非流动负债	28	18	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	18	13	13	13
负债合计	454	451	647	788	915
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	120	120	120	120	120
资本公积	5,170	5,194	5,205	5,205	5,205
留存收益	614	696	907	1,194	1,570
归属母公司股东权益	5,903	5,963	6,186	6,473	6,849
负债和股东权益	6,358	6,413	6,834	7,261	7,765

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-44	-360	532	315	331
净利润	408	122	192	287	376
折旧摊销	41	73	48	53	54
财务费用	10	-20	6	8	11
投资损失	-93	-91	-99	-122	-139
营运资金变动	-403	-509	385	89	29
其他经营现金流	-7	64	0	0	0
投资活动现金流	-1,630	738	369	71	93
资本支出	-139	-147	-40	-51	-46
长期投资	-1,584	795	327	0	0
其他投资现金流	93	91	82	122	139
筹资活动现金流	-70	-13	46	48	52
短期借款	-31	110	50	56	63
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	20	23	11	0	0
其他筹资现金流	-60	-146	-15	-8	-11
现金净增加额	-1,754	391	966	434	476

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,765	1,485	2,041	2,442	2,782
营业成本	1,107	900	1,325	1,562	1,753
营业税金及附加	1	1	2	2	2
营业费用	11	14	16	20	23
管理费用	77	108	122	150	175
研发费用	289	440	510	586	640
财务费用	-23	-51	-14	-23	-25
资产减值损失	-4	-60	0	0	0
其他收益	7	24	16	25	29
公允价值变动收益	14	-5	0	0	0
投资净收益	93	91	99	122	139
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	410	124	195	291	381
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	410	124	195	291	381
所得税	2	2	3	4	5
净利润	408	122	192	287	376
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	408	122	192	287	376
EBITDA	321	59	228	321	411
EPS (元)	3.40	1.02	1.60	2.39	3.13

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	66.36	-15.89	37.44	19.67	13.93
营业利润 (%)	105.13	-69.80	57.57	49.23	31.04
归属母公司净利润 (%)	105.51	-69.97	57.12	49.23	31.04
获利能力					
毛利率 (%)	37.29	39.37	35.08	36.04	36.98
净利率 (%)	23.10	8.24	9.42	11.75	13.52
ROE (%)	6.91	2.05	3.11	4.43	5.49
ROIC (%)	4.69	-0.22	2.80	3.95	4.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.15	7.02	9.47	10.85	11.79
净负债比率 (%)	7.70	7.56	10.46	12.17	13.36
流动比率	14.53	13.78	10.04	8.77	8.10
速动比率	13.20	11.55	9.04	8.06	7.52
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.23	0.31	0.35	0.37
应收账款周转率	8.92	5.10	6.41	6.04	5.91
应付账款周转率	4.33	3.43	5.14	4.38	4.37
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.40	1.02	1.60	2.39	3.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.36	-3.00	4.43	2.62	2.75
每股净资产 (最新摊薄)	49.18	49.68	51.54	53.93	57.06
估值比率					
P/E	33.33	110.99	70.64	47.34	36.12
P/B	2.30	2.28	2.20	2.10	1.98
EV/EBITDA	109.68	201.96	47.94	32.93	24.74

资料来源: Wind, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。