

恒玄科技 (688608.SH)

营收创历史新高, 6nm 芯片今年量产

买入

核心观点

2023 年营收同比增长 46.57%，扣非归母净利润同比增长 135.96%。2023 年实现营业收入 21.76 亿元 (YoY +46.57%)，主因其新一代 BES2700 系列智能可穿戴芯片的市场广泛认可与快速上量，拓宽了下游应用领域并显著提升了营收结构多元化；同时，公司通过持续增加研发投入，提升核心技术能力，并通过实施人才激励计划，强化人才驱动，进一步增强了产品竞争力和公司的创新能力，最终实现了整体营收的增长。公司实现归母净利润 1.24 亿元 (YoY +0.99%)，扣除结构性存款收益、政府补助等影响，实现扣非归母净利润 0.29 亿元 (YoY+135.96%)。

出货量显著增长，单价下降及成本上升致毛利率承压。2023 年实现普通蓝牙芯片销售量 8869.20 万颗 (YoY +11.07%)，实现销售收入 3.60 亿元 (YoY -0.08%)，毛利率 28.89% (YoY -8.11pct)；智能蓝牙芯片销售量 7181.39 万颗 (YoY +99.37%)，实现销售收入 11.69 亿元 (YoY +59.28%)，毛利率 33.39% (YoY -9.01pct)；实现其他芯片销售量 3165.33 万颗 (YoY +26.57%)，实现收入 6.47 亿元 (YoY +65.77%)。受上游成本上涨，同时消费电子产品单价下降影响，全年综合毛利率 34.20% (YoY -5.17pct)。

6nm 多核 BES2800 今年量产，可穿戴和智能家居领域共同发展。新一代基于 6nm FinFET 工艺的智能可穿戴芯片 BES2800 集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙，能够为可穿戴设备，特别是 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜、智能助听器等产品提供强大的算力和高品质的无缝连接体验，预计 2024 年实现量产。BES2700iBP 手表芯片功耗降低，进一步优化了终端产品的待机时间和操作流畅度。公司针对智能可穿戴、智能家居和音箱市场对无线连接的需求，对 Wi-Fi 6 相关技术进行了特性优化，并实现芯片的量产出货。

投资建议：领先的可穿戴和智能家居芯片设计公司，上调至“买入”评级。

伴随着全球半导体需求回暖，公司先进工艺产品逐步上量，下游应用从 TWS 耳机顺利扩展至智能手表、手环、AR、智能家居、连接芯片等领域，从而业绩取得显著提升，我们上调公司 2024-2025 年营收至 28.20/35.68 (前值 21.18/27.30 亿元)，预计 2026 年营收为 43.84 亿元；上调 2024-2025 年归母净利润至 3.12/4.44 亿元 (前值 2.67/3.77 亿元)，预计 2026 年归母净利润 5.99 亿元，对应 2024-2025 年 PE 为 40.58/28.55 倍，上调评级至“买入”。

风险提示：需求不及预期；新品研发导入不及预期等。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,485 | 2,176 | 2,820 | 3,568 | 4,384 |
| (+/-%) | -15.9% | 46.6% | 29.6% | 26.5% | 22.9% |
| 净利润(百万元) | 122 | 124 | 312 | 444 | 599 |
| (+/-%) | -70.0% | 1.0% | 152.6% | 42.1% | 35.0% |
| 每股收益(元) | 1.02 | 1.03 | 2.60 | 3.70 | 4.99 |
| EBIT Margin | -0.7% | 0.5% | 5.0% | 7.8% | 9.9% |
| 净资产收益率 (ROE) | 2.1% | 2.0% | 4.9% | 6.5% | 8.0% |
| 市盈率 (PE) | 103.5 | 102.5 | 40.6 | 28.5 | 21.1 |
| EV/EBITDA | 306.9 | 140.9 | 80.9 | 42.1 | 27.7 |
| 市净率 (PB) | 2.12 | 2.08 | 1.98 | 1.85 | 1.70 |

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: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师: 叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(上调) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 105.58 元 |
| 总市值/流通市值 | 12673/12673 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 186.38/98.38 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 158.40 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

《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》——2023-03-30

盈利预测

预计公司 2024-2026 年营收同比增长 29.6%/26.5%/22.9%至 28.20/35.68/43.84 亿元，归母净利润同比增长 152.6%/42.1%/35.0%至 3.12/4.44/5.99 亿元。主要预测假设和逻辑如下：

智能蓝牙音频芯片：2023 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广泛应用于 TWS 耳机、智能手表等终端产品，已推动公司营收显著增长。2024 年，公司 6nm 先进工艺产品将实现量产，能够在 TWS 耳机领域继续巩固公司产品竞争优势，在当前全球经济复苏，消费市场逐步回暖，公司下游客户对芯片需求量增加背景下，我们预计 2024 年-2026 年公司智能蓝牙音频芯片营收将同比显著增长 32.0%/26.5%/21.0%至 15.43/19.52/23.61 亿元。

普通蓝牙音频芯片：受益于消费市场逐步回暖，该产品线销量有望实现恢复，但考虑到当前市场，特别是中低端市场竞争激烈，预计 2024 年-2026 年公司普通蓝牙音频芯片营收将同比温和增长 12.0%/10.0%/13.4%至 4.04/4.44/5.03 亿元。

其他芯片：公司其他芯片包含智能手表芯片、智能家居芯片和 Type-C 音频芯片。公司凭借 BES2700，在运动手表、手环、智能手表、智能眼镜产品快速上量，2024 年智能手表和手环类实现营收 4.84 亿元，占比提升至 22%，客户遍及三星、华为、OPPO、小米、荣耀等品牌大客户。随着适配各类可穿戴应用的 6nm 先进工艺 BES2800 量产，以及在智能家居中控、音频、无线连接芯片的持续放量，预计 2024-2026 年其他芯片营收同比增长 35.0%/34.2%/29.6%至 8.74/11.73/15.20 亿元。

由于公司先进工艺芯片以及可穿戴、智能家居等芯片新品逐步上量，我们预计 2024-2026 年公司综合毛利率将持续稳健上升至 34.8%/36.0%/36.8%。

表1：主营业务拆分

| 收入（百万元） | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 智能蓝牙音频芯片 | 734 | 1169 | 1543 | 1952 | 2361 |
| 普通蓝牙音频芯片 | 361 | 360 | 404 | 444 | 503 |
| 其他 | 390 | 647 | 874 | 1173 | 1520 |
| 合计 | 1485 | 2176 | 2820 | 3568 | 4384 |
| 收入 YoY (%) | | | | | |
| 智能蓝牙音频芯片 | -21.9% | 59.3% | 32.0% | 26.5% | 21.0% |
| 普通蓝牙音频芯片 | -23.4% | -0.1% | 12.0% | 10.0% | 13.4% |
| 其他 | 10.0% | 65.8% | 35.0% | 34.2% | 29.6% |
| 合计 | -15.9% | 46.6% | 29.6% | 26.5% | 22.9% |
| 收入占比 (%) | | | | | |
| 智能蓝牙音频芯片 | 49.4% | 53.7% | 54.7% | 54.7% | 53.9% |
| 普通蓝牙音频芯片 | 24.3% | 16.6% | 14.3% | 12.4% | 11.5% |
| 其他 | 26.3% | 29.7% | 31.0% | 32.9% | 34.7% |
| 毛利率 (%) | | | | | |
| 智能蓝牙音频芯片 | 42.4% | 33.4% | 34.0% | 35.0% | 36.0% |
| 普通蓝牙音频芯片 | 37.0% | 28.9% | 29.0% | 30.0% | 31.0% |
| 其他 | 35.9% | 38.6% | 39.0% | 40.0% | 40.0% |

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综上，我们上调公司 2024–2025 年营收至 28.20/35.68（前值 21.18/27.30 亿元），预计 2026 年营收为 43.84 亿元；上调 2024–2025 年归母净利润至 3.12/4.44 亿元（前值 2.67/3.77 亿元），预计 2026 年归母净利润 5.99 亿元，对应 2024–2025 年 PE 分别为 40.58/28.55 倍。伴随着全球半导体需求回暖，公司 12nm、6nm 先进工艺产品逐步上量，下游应用从 TWS 耳机扩展至智能手表、手环、AR、智能家居、连接芯片等领域，取得显著成果，我们看好公司在智能可穿戴和智能家居芯片领域持续成长性，上调评级至“买入”（前值：“增持”）。

表2：可比公司盈利预测及估值对比（截至 2024 年 3 月 29 日）

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | 总市值（亿元） | EPS（元） | | PE（倍） | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 603893.SH | 瑞芯微 | 50.3 | 210.4 | 0.39 | 0.92 | 130.23 | 54.60 |
| 300458.SZ | 全志科技 | 19.4 | 122.6 | 0.20 | 0.27 | 98.38 | 71.31 |
| 688591.SH | 泰凌微 | 21.2 | 50.8 | 0.37 | 0.36 | 57.70 | 58.04 |
| 688018.SH | 乐鑫科技 | 93.0 | 75.2 | 1.58 | 2.26 | 58.75 | 41.22 |
| 688099.SH | 晶晨股份 | 47.6 | 199.0 | 1.65 | 1.96 | 28.89 | 24.21 |
| 688332.SH | 中科蓝讯 | 66.5 | 79.7 | 2.05 | 2.78 | 32.47 | 23.90 |
| | 平均 | - | - | 0.63 | 0.95 | 86.27 | 56.29 |
| 688608.SH | 恒玄科技 | 105.6 | 126.7 | 2.60 | 3.70 | 40.58 | 28.55 |

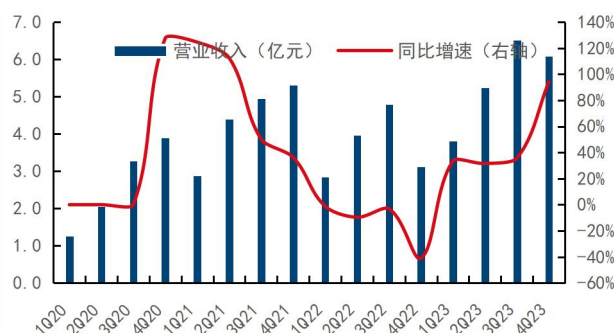
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测（恒玄科技盈利预测为国信证券预测，其余为 Wind 一致预期）

图1：公司营业收入及增速



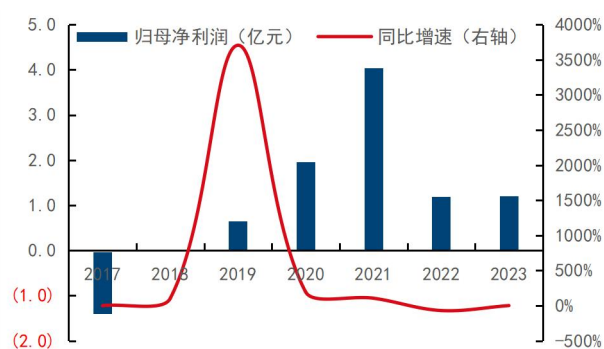
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



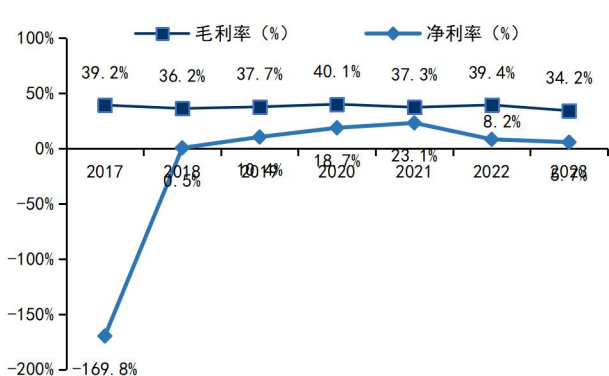
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



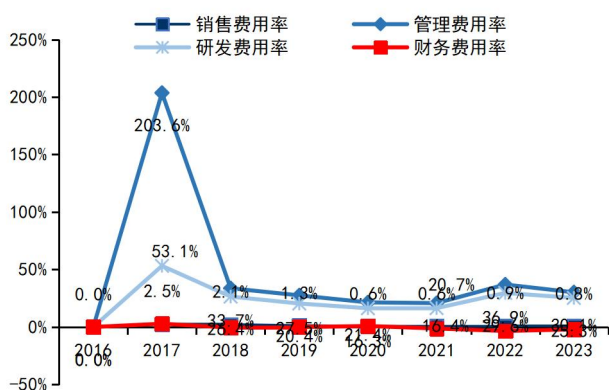
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 1845 | 2545 | 2559 | 2666 | 2884 | 营业收入 | 1485 | 2176 | 2820 | 3568 | 4384 |
| 应收款项 | 289 | 412 | 534 | 676 | 830 | 营业成本 | 900 | 1432 | 1838 | 2283 | 2770 |
| 存货净额 | 946 | 658 | 850 | 1052 | 1273 | 营业税金及附加 | 1 | 7 | 5 | 7 | 10 |
| 其他流动资产 | 2874 | 2338 | 2347 | 2353 | 2361 | 销售费用 | 14 | 17 | 22 | 26 | 28 |
| 流动资产合计 | 5954 | 5953 | 6290 | 6746 | 7347 | 管理费用 | 139 | 160 | 137 | 169 | 197 |
| 固定资产 | 68 | 125 | 266 | 399 | 522 | 研发费用 | 440 | 550 | 679 | 805 | 945 |
| 无形资产及其他 | 133 | 142 | 136 | 130 | 125 | 财务费用 | (51) | (45) | (62) | (63) | (67) |
| 其他长期资产 | 259 | 332 | 332 | 332 | 332 | 投资收益 | 91 | 74 | 86 | 84 | 81 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (65) | (81) | 2 | (2) | (1) |
| 资产总计 | 6413 | 6551 | 7024 | 7607 | 8326 | 其他 | 56 | 78 | 24 | 24 | 23 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 125 | 10 | 49 | 61 | 40 | 营业利润 | 124 | 127 | 315 | 447 | 604 |
| 应付款项 | 185 | 287 | 371 | 459 | 556 | 营业外净收支 | 0 | (2) | (1) | (1) | (1) |
| 其他流动负债 | 122 | 147 | 189 | 234 | 282 | 利润总额 | 124 | 124 | 314 | 447 | 603 |
| 流动负债合计 | 432 | 444 | 610 | 755 | 878 | 所得税费用 | 2 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 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 | 18 | 11 | 6 | 2 | 0 | 归属于母公司净利润 | 122 | 124 | 312 | 444 | 599 |
| 长期负债合计 | 18 | 11 | 6 | 2 | 0 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 451 | 454 | 616 | 756 | 879 | 净利润 | 122 | 124 | 312 | 444 | 599 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 60 | 79 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 5963 | 6097 | 6408 | 6851 | 7448 | 折旧摊销 | 52 | 83 | 24 | 40 | 56 |
| 负债和股东权益总计 | 6413 | 6551 | 7024 | 7607 | 8326 | 公允价值变动损失 | 5 | 2 | (2) | 2 | 1 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (20) | (11) | (62) | (63) | (67) |
| 每股收益 | 1.02 | 1.03 | 2.60 | 3.70 | 4.99 | 营运资本变动 | (640) | 286 | (199) | (222) | (240) |
| 每股红利 | 0.35 | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.02 | 其它 | 61 | (93) | 62 | 63 | 67 |
| 每股净资产 | 49.69 | 50.80 | 53.40 | 57.09 | 62.06 | 经营活动现金流 | (360) | 470 | 135 | 263 | 415 |
| ROIC | 1% | 2% | 4% | 7% | 10% | 资本开支 | (147) | (194) | (160) | (167) | (174) |
| ROE | 2% | 2% | 5% | 6% | 8% | 其它投资现金流 | 886 | 545 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 39% | 34% | 35% | 36% | 37% | 投资活动现金流 | 738 | 351 | (160) | (167) | (174) |
| EBIT Margin | -1% | 0% | 5% | 8% | 10% | 权益性融资 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 3% | 4% | 6% | 9% | 11% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | -16% | 47% | 30% | 27% | 23% | 支付股利、利息 | (42) | (0) | (1) | (2) | (2) |
| 净利润增长率 | -70% | 1% | 153% | 42% | 35% | 其它融资现金流 | 29 | (148) | 40 | 12 | (21) |
| 资产负债率 | 7% | 7% | 9% | 10% | 11% | 融资活动现金流 | (13) | (143) | 39 | 10 | (23) |
| 息率 | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 现金净变动 | 391 | 690 | 14 | 107 | 218 |
| P/E | 103.5 | 102.5 | 40.6 | 28.5 | 21.1 | 货币资金的期初余额 | 1454 | 1845 | 2535 | 2549 | 2655 |
| P/B | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.7 | 货币资金的期末余额 | 1845 | 2535 | 2549 | 2655 | 2873 |
| EV/EBITDA | 306.9 | 140.9 | 80.9 | 42.1 | 27.7 | 企业自由现金流 | (745) | 186 | (195) | (72) | 72 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | (715) | 38 | (94) | 2 | 117 |

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 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