

分析师: 邹臣
登记编码: S0730523100001
zouchen@ccnew.com 021-50581991

消费市场有望继续复苏, 新产品助力可穿戴设备 AI 应用发展

——恒玄科技(688608)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

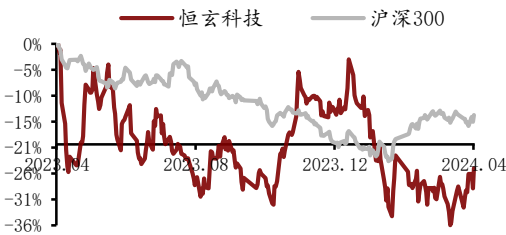
市场数据(2024-04-17)

收盘价(元)	119.28
一年内最高/最低(元)	159.75/101.01
沪深 300 指数	3,565.40
市净率(倍)	2.35
流通市值(亿元)	143.18

基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	50.80
每股经营现金流(元)	3.91
毛利率(%)	34.20
净资产收益率_摊薄(%)	2.03
资产负债率(%)	6.93
总股本/流通股(万股)	12,003.47/12,003.47
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: 中原证券, 聚源

相关报告

《恒玄科技(688608)中报点评: 23Q2 TWS 耳机及智能手表需求复苏, 新产品市场拓展顺利》 2023-08-29

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: 2024 年 04 月 18 日

事件: 近日公司发布 2023 年年度报告, 2023 年公司实现营收 21.76 亿元, 同比+46.57%; 归母净利润 1.24 亿元, 同比+0.99%; 扣非归母净利润 0.29 亿元, 同比+135.96%。2023 年第四季度单季度实现营收 6.12 亿元, 同比+94.13%, 环比-6.38%; 归母净利润 0.06 亿元, 同比+121.09%, 环比-91.46%; 扣非归母净利润-0.24 亿元, 同比+53.83%, 环比-150.74%。

投资要点:

- **营收实现高速增长, 盈利能力短期承压。** 受益于消费需求回暖, 以及新一代 BES2700 系列可穿戴主控芯片批量出货, 使得公司 2023 年营收实现高速增长。由于上游成本上涨, 同时消费电子产品单价下降, 导致公司毛利率下降, 2023 年公司毛利率为 34.20%, 同比下降 5.17%; 公司净利率为 5.68%, 同比下降 2.56%。公司持续加大研发投入保持核心竞争力, 2023 年公司研发投入为 5.50 亿元, 同比增长 25.04%, 研发投入占营收比重为 25.27%, 2023 年末公司研发人员总数 592 人, 研发人员占比 85.80%。
- **公司在可穿戴芯片领域竞争优势突出, 有望充分受益于消费市场复苏。** 公司在业内率先推出采用 12nm 和 6nm 先进工艺的新一代可穿戴主控芯片, 始终保持产品定义的领先, 公司在多核异构 SoC 技术、双频低功耗 Wi-Fi 技术、支持 BT5.4 的蓝牙技术、先进的声学 and 音频系统、可穿戴平台智能检测和健康监测技术等多项核心技术上取得进步并保持行业领先, 已覆盖三星、华为、小米、荣耀、OPPO、vivo、阿里、百度、谷歌等全球品牌客户。2023 年公司基于 12nm FinFET 工艺研发的 BES2700 系列可穿戴主控芯片迅速上量, 广泛应用于 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜等终端产品, 公司面向入门级运动手表及手环市场专门推出了 BES2700iBP 可穿戴 SoC 芯片, 得到市场快速认可, 在多个一线品牌的手表、手环项目中实现量产。根据 Canalys 的数据, 2023 年全球 TWS 耳机出货量约为 2.936 亿台, 同比增长约 2% 左右, TWS 耳机市场在逐步恢复中; 2023 年全球可穿戴腕带设备出货量为 1.86 亿台, 同比增长 2%, Canalys 预测 2024 年全球可穿戴腕带设备出货量将增长 10%, 预计智能手表出货量将增长 17%; 公司在可穿戴芯片领域竞争优势突出, 有望充分受益于消费市场复苏。
- **新产品 BES2800 芯片推出, 助力可穿戴设备 AI 应用发展。** 公司 2023 年推出新一代智能可穿戴芯片 BES2800, 预计 2024 年实现量产; BES2800 采用先进的 6nm FinFET 工艺, 单芯片集成多核

CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙；与上一代 BES2700 平台相比，CPU 算力提升 1 倍，NPU 算力提升至 4 倍，显著提升了音频、心率、血氧等算法的运行速度，并降低功耗；同时，先进工艺可让芯片在相同尺寸上可集成更大内存，以支持更大模型的 AI 语音算法和传感器检测算法；新的 GPU 设计支持硬件加速，提供更高的图像分辨率，并在更低功耗下实现更好的硬件加速和图形处理性能，为用户提供更流畅的使用体验。可穿戴设备未来或将广泛应用生成式 AI 技术，以提升用户智能化体验，BES2800 提供强大的算力和高品质的无缝连接体验，有望助力可穿戴设备 AI 应用发展，为可穿戴设备打开新的成长空间。

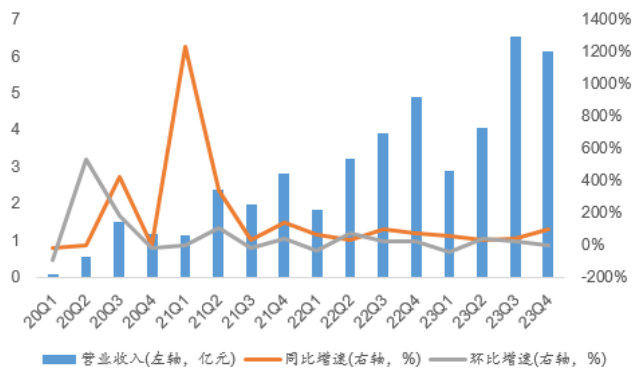
- **盈利预测与投资建议。**公司为国内智能音视频 SoC 芯片领先企业，BES2700 系列可穿戴主控芯片迅速上量，面向入门级运动手表及手环市场的 BES2700iBP 得到市场快速认可，2024 年消费市场有望继续复苏，公司在可穿戴芯片领域竞争优势突出，并有望充分受益，新产品 BES2800 提供强大的算力和高品质的无缝连接体验，有望助力可穿戴设备 AI 应用发展，为可穿戴设备打开新的成长空间，我们预计公司 24-26 年营收为 27.70/34.17/41.29 亿元，24-26 年归母净利润为 2.76/3.96/5.30 亿元，对应的 EPS 为 2.30/3.30/4.42 元，对应 PE 为 51.95/36.17/27.02 倍，维持“买入”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；新产品市场拓展不及预期；新产品研发进展不及预期。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,485	2,176	2,770	3,417	4,129
增长比率（%）	-15.89	46.57	27.30	23.34	20.83
净利润（百万元）	122	124	276	396	530
增长比率（%）	-69.97	0.99	122.93	43.64	33.87
每股收益(元)	1.02	1.03	2.30	3.30	4.42
市盈率(倍)	116.96	115.82	51.95	36.17	27.02

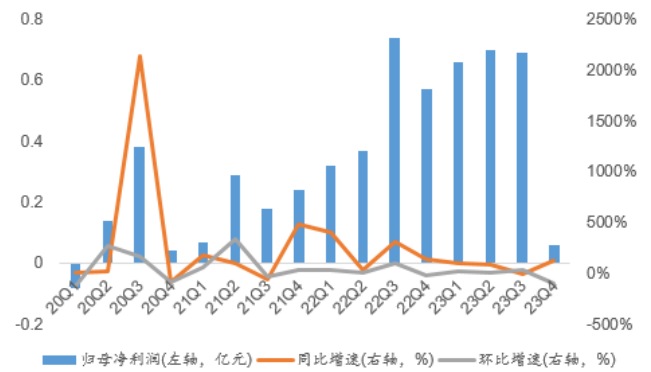
资料来源：中原证券，聚源

图 1：公司单季度营收及增速情况



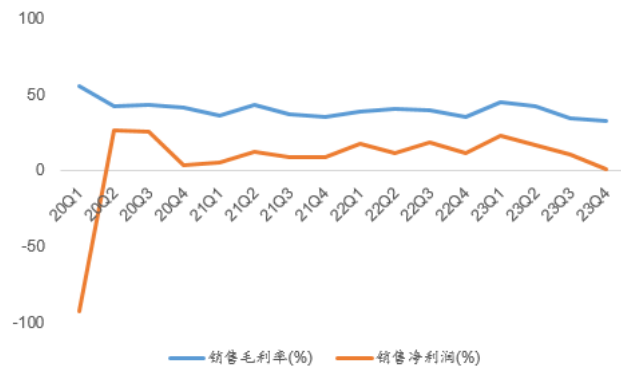
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司单季度归母净利润及增速情况



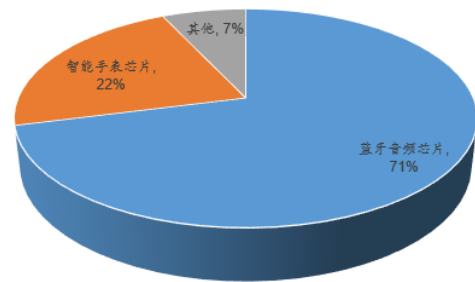
资料来源：Wind，中原证券

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 23 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,954	5,953	6,353	6,767	7,289
现金	1,845	2,545	2,878	3,199	3,557
应收票据及应收账款	268	402	505	625	756
其他应收款	21	10	15	19	22
预付账款	1	1	2	2	3
存货	946	658	847	1,033	1,236
其他流动资产	2,873	2,337	2,106	1,889	1,715
非流动资产	459	598	673	749	823
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	57	78	99	119	137
无形资产	133	142	159	180	198
其他非流动资产	270	378	415	450	488
资产总计	6,413	6,551	7,026	7,516	8,112
流动负债	432	444	663	757	824
短期借款	110	0	102	65	0
应付票据及应付账款	185	287	364	443	533
其他流动负债	137	157	197	249	291
非流动负债	18	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	11	11	11	11
负债合计	451	454	674	768	834
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	120	120	120	120	120
资本公积	5,194	5,222	5,222	5,222	5,222
留存收益	696	819	1,108	1,504	2,034
归属母公司股东权益	5,963	6,097	6,352	6,748	7,278
负债和股东权益	6,413	6,551	7,026	7,516	8,112

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-360	470	111	227	330
净利润	122	124	276	396	530
折旧摊销	73	110	113	127	151
财务费用	-20	-11	2	4	1
投资损失	-91	-74	-94	-116	-140
营运资金变动	-509	239	-185	-183	-212
其他经营现金流	64	82	0	0	0
投资活动现金流	738	351	143	135	94
资本支出	-147	-194	-182	-195	-217
长期投资	795	472	236	221	179
其他投资现金流	91	73	89	109	132
筹资活动现金流	-13	-143	67	-41	-66
短期借款	110	-110	102	-38	-65
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	23	29	0	0	0
其他筹资现金流	-146	-62	-36	-4	-1
现金净增加额	391	690	333	321	358

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,485	2,176	2,770	3,417	4,129
营业成本	900	1,432	1,793	2,187	2,630
营业税金及附加	1	7	6	8	10
营业费用	14	17	22	28	33
管理费用	108	106	133	164	198
研发费用	440	550	693	820	950
财务费用	-51	-45	-26	-28	-34
资产减值损失	-60	-79	0	0	0
其他收益	24	26	33	43	51
公允价值变动收益	-5	-2	0	0	0
投资净收益	91	74	94	116	140
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	124	127	277	398	533
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	124	124	277	398	533
所得税	2	1	2	2	3
净利润	122	124	276	396	530
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	122	124	276	396	530
EBITDA	59	130	364	497	650
EPS (元)	1.02	1.03	2.30	3.30	4.42

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-15.89	46.57	27.30	23.34	20.83
营业利润 (%)	-69.80	2.29	119.07	43.64	33.87
归属母公司净利润 (%)	-69.97	0.99	122.93	43.64	33.87
获利能力					
毛利率 (%)	39.37	34.20	35.28	36.00	36.30
净利率 (%)	8.24	5.68	9.95	11.58	12.83
ROE (%)	2.05	2.03	4.34	5.87	7.28
ROIC (%)	-0.22	0.34	3.86	5.39	6.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.02	6.93	9.59	10.21	10.29
净负债比率 (%)	7.56	7.45	10.61	11.37	11.47
流动比率	13.78	13.42	9.58	8.94	8.85
速动比率	11.55	11.89	8.26	7.53	7.30
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.34	0.41	0.47	0.53
应收账款周转率	5.10	6.49	6.11	6.05	5.98
应付账款周转率	3.43	6.07	5.51	5.42	5.39
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.02	1.03	2.30	3.30	4.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	-3.00	3.91	0.92	1.89	2.75
每股净资产 (最新摊薄)	49.68	50.80	52.92	56.22	60.63
估值比率					
P/E	116.96	115.82	51.95	36.17	27.02
P/B	2.40	2.35	2.25	2.12	1.97
EV/EBITDA	201.96	122.53	31.73	22.52	16.57

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%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 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、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其他决定的唯一信赖依据。