



买入（维持）

所属行业：电子/半导体
当前价格(元)：118.40

证券分析师

陈蓉芳

资格编号：S0120522060001

邮箱：chenrf@tebon.com.cn

陈瑜熙

资格编号：S0120524010003

邮箱：chenyx5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.40	4.83	-2.61
相对涨幅(%)	7.82	3.67	-10.33

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《恒玄科技(688608.SH)：产品线持续拓展，迈向 AIoT 平台型公司》，2024.1.11

恒玄科技（688608.SH）：24Q1 营收大幅增长，新品 BES2800 进一步拓宽可穿戴市场

投资要点

- 事件：**4月23日，恒玄科技发布2024年第一季度报。24Q1公司实现营业收入6.53亿元，同比+70.27%；归属于上市公司股东的净利润0.28亿元，同比扭亏；综合毛利率32.93%，同比-2.76pct，环比+0.38pct。
- 公司利润扭亏，研发投入持续加大。**收入端，24Q1公司实现营业收入6.53亿元，同比+70.27%，延续23年营收增势，主要原因是市场回暖，智能手表及手环类芯片快速上量。23年公司实现营收21.76亿元，同比+46.57%，创历史新高。利润端，归属于上市公司股东的净利润0.28亿元，同比扭亏，主要原因系营业收入大幅增长带来净利润的增长。盈利能力方面，综合毛利率32.93%，同比-2.76pct，环比+0.38pct，主要原因是产品结构变化、成本上涨。报告期内公司持续投入研发，公司研发费用1.65亿元，同比+37.98%。
- 新一代产品快速上量，打开新的应用市场。**新一代BES2700系列智能可穿戴芯片23年快速上量，拓宽了公司芯片的下游应用领域，除TWS耳机和运动手表/手环之外，进一步延伸至智能手表和智能眼镜产品。公司23年新推出的BES2700iBP手表芯待机 and 运行功耗显著降低，平衡了终端产品待机时间与运行流畅度。华为最新发布智能手表 Watch 4 Pro 搭载了 BES2700BP 芯片。此外，公司面向智能音箱应用的第二代 Wi-Fi/BT 双模 AIoT SoC 芯片已量产出货，并将继续拓展新的客户。公司目前下游客户分布广泛，主要包括三星、OPPO、小米、荣耀、华为、vivo 等品牌。
- 持续芯片升级，抓住 AI 发展机遇。**23年公司推出新一代智能可穿戴芯片 BES2800。该芯片创新地支持蓝牙音频和低功耗 Wi-Fi 音频。通过采用 6nm FinFET 工艺，与上一代 BES2700 平台相比，其算力相较于上一代提升 1 倍，NPU 算力提升至 4 倍，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，能够为 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜、智能助听器等可穿戴设备提供强大的算力和高品质的无缝连接体验。该芯片目前已进入市场推广阶段，预计 2024 年实现量产。
- 投资建议：**我们调整公司 2024-2026 年营业收入预期至 28.77/35.57/44.14 亿元，调整公司归母净利润预期至 3.06/4.01/5.52 亿元，以 4 月 26 日市值对应 PE 分别为 47/35/26 倍，维持买入评级。
- 风险提示：**下游客户需求不及预期；技术研发进程风险；消费电子行业竞争加剧；上游成本持续增加。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	120.03		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	120.03	营业收入(百万元)	1,485	2,176	2,877	3,557	4,414
52 周内股价区间(元):	101.01-154.27	(+/-)YOY(%)	-15.9%	46.6%	32.2%	23.6%	24.1%
总市值(百万元):	14,212.11	净利润(百万元)	122	124	306	401	552
总资产(百万元):	6,476.75	(+/-)YOY(%)	-70.0%	1.0%	147.6%	31.1%	37.5%
每股净资产(元):	50.88	全面摊薄 EPS(元)	1.02	1.03	2.55	3.34	4.60
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	39.4%	34.2%	44.5%	49.0%	52.0%
		净资产收益率(%)	2.1%	2.0%	4.8%	5.9%	7.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.03	2.55	3.34	4.60
每股净资产	50.80	53.47	56.81	61.41
每股经营现金流	3.91	-0.43	1.30	2.56
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	149.21	46.51	35.49	25.80
P/B	3.04	2.22	2.09	1.93
P/S	6.54	4.95	4.00	3.23
EV/EBITDA	122.53	38.55	28.30	22.15
股息率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.2%	44.5%	49.0%	52.0%
净利润率	5.7%	10.6%	11.3%	12.5%
净资产收益率	2.0%	4.8%	5.9%	7.5%
资产回报率	1.9%	4.4%	5.4%	6.9%
投资回报率	0.3%	4.0%	5.1%	6.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	46.6%	32.2%	23.6%	24.1%
EBIT 增长率	250.6%	1154.0%	36.8%	41.6%
净利润增长率	1.0%	147.6%	31.1%	37.5%
偿债能力指标				
资产负债率	6.9%	7.4%	7.6%	8.1%
流动比率	13.4	12.7	12.4	11.6
速动比率	11.9	10.9	10.5	9.8
现金比率	5.7	5.1	5.1	4.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	55.4	57.6	58.6	58.5
存货周转天数	201.6	173.6	186.7	184.1
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
固定资产周转率	32.2	36.8	48.1	62.4

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	124	306	401	552
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	190	49	55	0
非经营收益	-83	-83	-96	1
营运资金变动	239	-324	-204	-246
经营活动现金流	470	-51	156	307
资产	-194	-37	-37	0
投资	472	0	0	0
其他	73	104	101	0
投资活动现金流	351	67	65	0
债权募资	-110	3	-1	-1
股权募资	4	12	0	0
其他	-38	-3	-1	-1
融资活动现金流	-143	12	-1	-1
现金净流量	690	31	219	306

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,176	2,877	3,557	4,414
营业成本	1,432	1,597	1,814	2,119
毛利率%	34.2%	44.5%	49.0%	52.0%
营业税金及附加	7	9	12	15
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	17	23	34	41
营业费用率%	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%
管理费用	106	171	260	323
管理费用率%	4.9%	5.9%	7.3%	7.3%
研发费用	550	921	1,202	1,412
研发费用率%	25.3%	32.0%	33.8%	32.0%
EBIT	21	260	355	503
财务费用	-45	-50	-51	-55
财务费用率%	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-1.3%
资产减值损失	-79	-4	-4	0
投资收益	74	88	101	0
营业利润	127	310	406	558
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	124	310	406	558
EBITDA	130	303	405	503
所得税	1	4	5	7
有效所得税率%	0.6%	1.2%	1.2%	1.2%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	124	306	401	552

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,545	2,576	2,795	3,101
应收账款及应收票据	402	518	639	794
存货	658	883	999	1,168
其它流动资产	2,348	2,375	2,381	2,393
流动资产合计	5,953	6,352	6,814	7,456
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	78	78	70	71
在建工程	46	44	42	41
无形资产	142	142	142	142
非流动资产合计	598	576	563	563
资产总计	6,551	6,928	7,377	8,019
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	287	324	368	430
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	157	178	182	211
流动负债合计	444	501	550	641
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	11	8	8	7
非流动负债合计	11	8	8	7
负债总计	454	510	558	648
实收资本	120	120	120	120
普通股股东权益	6,097	6,418	6,819	7,371
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	6,551	6,928	7,377	8,019

信息披露

分析师与研究助理简介

陈蓉芳，电子组长，南开大学本科，香港中文大学硕士，电子板块全覆盖，对于汽车电子、消费电子等板块跟踪紧密，个股动态反馈迅速，推票脉络清晰。曾任职于民生证券、国金证券，2022年5月加入德邦证券。

陈瑜熙，电子行业分析师，凯斯西储大学硕士主要覆盖半导体领域，深耕A芯片、存储、模拟领域研究，善于精准挖掘细分赛道个股。曾任职于方正证券，2023年6月加入德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。