



买入（维持）

所属行业：电子/半导体
当前价格(元)：151.00

证券分析师

陈蓉芳

资格编号：S0120522060001

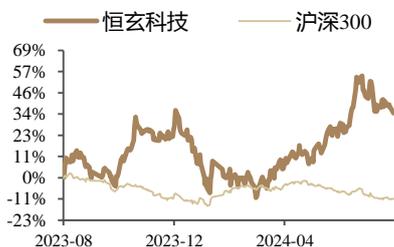
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

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(%)	-6.14	7.66	25.63
相对涨幅(%)	-3.65	12.15	33.33

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《恒玄科技 2024 H1 业绩预告点评-营收再创季度历史新高，看好 AI 可穿戴发展趋势》，2024.7.14
- 《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》，2024.4.26
- 《恒玄科技 (688608.SH)：产品线持续拓展，迈向 AIoT 平台型公司》，2024.1.11

可穿戴市场需求份额双增，BES2800 放量可期

恒玄科技 2024 年中报点评

投资要点

- **事件**：2024 年 8 月 26 日，公司发布 2024 年半年度业绩报告，上半年实现营业收入 15.31 亿元，yoy+68%；实现归母净利润 1.48 亿元，yoy+200%；实现扣非净利润 1.12 亿元，同比增加 1.06 亿元，yoy+1873%。

- **单季度营收创新高，毛利率企稳恢复**。公司 2024 年上半年实现营业收入 15.31 亿元，yoy+68%，增长较为明显，主要来源于智能家居/可穿戴市场需求的增长、智能手表份额增长及 6nm 新品 BES2800 系列量产出货；实现归母净利润 1.48 亿元，yoy+200%，主要因收入增长、Q2 毛利率环比提升和费用率降低；实现扣非净利润 1.12 亿元，同比增加 1.06 亿元，yoy+1873%。

其中，公司二季度实现营收 8.78 亿元，yoy+67%，qoq+34%，创历史新高；实现归母净利润 1.20 亿元，yoy+140%，qoq+335%；实现毛利率 33.40%，qoq+0.46pct。

- **AIOT 平台化布局成果初现，BES2800 量产出货**。公司在产品和市场拓展取得积极进展，我们认为以下三点值得关注：

1) 下游智能可穿戴和智能家居领域客户持续需求增长，驱动公司营收增长；

2) 公司在智能手表/手环市场领域的竞争力进一步提升，公司在旗舰芯片 BES2700BP 的基础上，陆续推出了 BES2700iBP, BES2700iMP 等新产品，实现了智能手表、运动手表和手环的全覆盖，出货量快速增长，市场份额提升。2024 年上半年，公司智能手表/手环类芯片占营收比例达到 28% 左右，较去年明显提升，带动公司营收高速增长；

3) 公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 系列产品实现量产出货。该芯片采用先进的 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，能够为可穿戴设备提供强大的算力和高品质的无缝连接体验。据公司 2024 年半年报，该芯片目前已在多个客户的耳机、智能手表、智能眼镜等项目导入，预计下半年将逐步开始上量。

- **持续投入研发，产品竞争力稳步提升**。公司持续投入研发，24H1 研发费用 3.22 亿元，yoy+37%，研发费用率达 21%。在持续研发投入之下，公司 2700iBP 及 WIFI 6 芯片等产品在 2023 年完成量产，且针对 TWS 耳机、智能手表等应用场景的 2800 系列产品也已经量产出货，未来收入增长可期。此外，我们认为公司 BES2800 系列新品值得特别关注，其采用 6nm 制程，集成 WiFi 和蓝牙模块，支持本地传感网络算法处理，能够为 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，顺应可穿戴产品 AI 化的发展趋势。

- **投资建议**：随着公司 AIOT 平台化布局成果逐步显现，且新品逐步放量，产品竞争力稳步提升，我们预计公司 24-26 年营业收入为 32.4/37.8/45.2 亿元，归母净利润为 3.6/4.8/6.8 亿元，以 2024 年 8 月 26 日收盘价计算，对应 24-26 年 PE 为 52/38/27 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**：新品拓展进度不及预期，下游市场需求不及预期，市场竞争加剧，供应链风险

股票数据

总股本(百万股):	120.05
流通 A 股(百万股):	120.05
52 周内股价区间(元):	101.01-175.28
总市值(百万元):	18,126.88
总资产(百万元):	6,804.19
每股净资产(元):	51.86

资料来源:公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,485	2,176	3,240	3,780	4,519
(+/-)YOY(%)	-15.9%	46.6%	48.9%	16.7%	19.5%
净利润(百万元)	122	124	355	477	679
(+/-)YOY(%)	-70.0%	1.0%	187.4%	34.2%	42.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.02	1.03	2.96	3.97	5.66
毛利率(%)	39.4%	34.2%	34.4%	36.0%	37.8%
净资产收益率(%)	2.1%	2.0%	5.5%	6.8%	8.9%

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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.03	2.96	3.97	5.66
每股净资产	50.80	54.10	58.08	63.73
每股经营现金流	3.91	-2.97	2.66	4.39
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	149.21	51.54	38.41	26.96
P/B	3.04	2.82	2.63	2.39
P/S	8.41	5.65	4.84	4.05
EV/EBITDA	122.53	39.38	28.71	20.13
股息率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.2%	34.4%	36.0%	37.8%
净利润率	5.7%	11.0%	12.6%	15.0%
净资产收益率	2.0%	5.5%	6.8%	8.9%
资产回报率	1.9%	5.0%	6.2%	8.0%
投资回报率	0.3%	4.7%	6.2%	8.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	46.6%	48.9%	16.7%	19.5%
EBIT 增长率	250.6%	1388.0%	42.3%	45.2%
净利润增长率	1.0%	187.4%	34.2%	42.5%
偿债能力指标				
资产负债率	6.9%	9.0%	9.5%	9.9%
流动比率	13.4	10.2	9.7	9.3
速动比率	11.9	8.0	7.5	7.2
现金比率	5.7	3.4	3.3	3.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	55.4	54.8	60.4	60.0
存货周转天数	201.6	174.4	222.2	213.7
总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6
固定资产周转率	32.2	43.6	62.9	133.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	124	355	477	679
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	190	108	121	130
非经营收益	-83	-59	-70	-90
营运资金变动	239	-760	-208	-193
经营活动现金流	470	-357	320	526
资产	-194	-143	-142	-142
投资	472	0	0	0
其他	73	80	76	90
投资活动现金流	351	-63	-67	-52
债权募资	-110	6	-1	0
股权募资	4	32	0	0
其他	-38	-4	-1	-1
融资活动现金流	-143	35	-1	-1
现金净流量	690	-375	252	474

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,176	3,240	3,780	4,519
营业成本	1,432	2,125	2,419	2,811
毛利率%	34.2%	34.4%	36.0%	37.8%
营业税金及附加	7	13	15	18
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	17	32	34	36
营业费用率%	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%
管理费用	106	136	155	181
管理费用率%	4.9%	4.2%	4.1%	4.0%
研发费用	550	697	803	949
研发费用率%	25.3%	21.5%	21.3%	21.0%
EBIT	21	308	439	637
财务费用	-45	-50	-43	-48
财务费用率%	-2.0%	-1.5%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-79	-4	-4	0
投资收益	74	65	76	90
营业利润	127	358	481	685
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	124	358	481	685
EBITDA	130	410	554	767
所得税	1	3	4	5
有效所得税率%	0.6%	0.8%	0.9%	0.8%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	124	355	477	679

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,545	2,170	2,422	2,896
应收账款及应收票据	402	584	686	820
存货	658	1,401	1,585	1,752
其它流动资产	2,348	2,362	2,361	2,365
流动资产合计	5,953	6,517	7,053	7,833
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	78	70	50	17
在建工程	46	65	87	111
无形资产	142	173	201	228
非流动资产合计	598	624	651	663
资产总计	6,551	7,141	7,704	8,496
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	287	437	493	573
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	157	202	233	265
流动负债合计	444	639	726	838
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	11	7	6	6
非流动负债合计	11	7	6	6
负债总计	454	646	732	845
实收资本	120	120	120	120
普通股股东权益	6,097	6,495	6,972	7,651
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	6,551	7,141	7,704	8,496

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AI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

	类别	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；	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。
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。	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范围包括证券投资咨询业务。