

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

## 智能手表类芯片市场份额快速提升, 新一代 6nm 芯片有望逐步放量

——恒玄科技(688608)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

买入(维持)

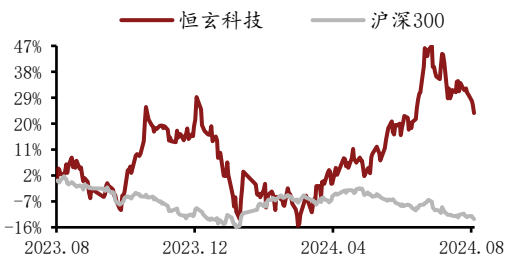
#### 市场数据(2024-08-28)

|             |               |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元)      | 147.57        |
| 一年内最高/最低(元) | 175.28/101.01 |
| 沪深 300 指数   | 3,286.50      |
| 市净率(倍)      | 2.85          |
| 流通市值(亿元)    | 177.15        |

#### 基础数据(2024-06-30)

|              |                     |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元)     | 51.86               |
| 每股经营现金流(元)   | 0.96                |
| 毛利率(%)       | 33.19               |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 2.37                |
| 资产负债率(%)     | 8.50                |
| 总股本/流通股(万股)  | 12,004.56/12,004.56 |
| 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: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

《恒玄科技(688608)年报点评: 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》 2024-04-18

《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 08 月 29 日

**事件:** 近日公司发布 2024 年半年度报告, 2024 年上半年公司实现营收 15.31 亿元, 同比+68.26%; 归母净利润 1.48 亿元, 同比+199.76%; 扣非归母净利润 1.12 亿元, 同比+1872.87%。2024 年第二季度单季度实现营收 8.78 亿元, 同比+66.80%, 环比+34.45%; 归母净利润 1.20 亿元, 同比+140.00%, 环比+334.87%; 扣非归母净利润 1.03 亿元, 同比+237.50%, 环比+1028.36%。

#### 投资要点:

- **24H1 公司业绩实现高速增长, 24Q2 毛利率企稳回升。**2024 年上半年, 由于智能可穿戴和智能家居领域需求旺盛, 公司在智能手表领域逐步提升市场份额, 以及公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 实现量产出货, 推动公司营收实现高速增长。公司 24Q2 毛利率为 33.39%, 同比下降 1.30%, 环比提升 0.46%; 公司营业收入同比大幅增长, 带来规模效应, 期间费用率降低, 使得 24Q2 净利率为 13.67%, 同比提升 4.17%, 环比提升 9.44%。持续高水平的研发投入是公司保持核心竞争力的关键, 24H1 公司研发投入 3.22 亿元, 同比增长 36.76%, 研发投入总额占营业收入比例为 21.01%。
- **可穿戴设备市场需求旺盛, 公司智能手表/手环类芯片市场份额快速提升。**根据 IDC 的数据, 24Q1 全球可穿戴出货量同比增长 8.8%; 24Q1 国内可穿戴设备市场出货量同比增长 36.2%; 24Q1 国内智能手表市场出货量同比增长 54.1%。根据 Canalys 的数据, 24Q2 全球 TWS 耳机市场出货量同比增长 12.6%; 根据 IDC 的数据, 24H1 国内蓝牙耳机市场出货量同比增长 20.8%。24H1 可穿戴设备市场需求旺盛, 公司在 TWS 耳机主控芯片市场继续保持优势地位, 在智能手表/手环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; 24H1 公司智能手表/手环类芯片占营收比例达到 28% 左右, 同比明显提升, 为推动公司营收高速增长的重要动力, 24H2 营收占比有望继续提升。
- **新一代 6nm 芯片有望逐步放量, 超低功耗芯片实现量产出货。**随着生成式 AI 的快速发展, 在低功耗可穿戴设备进行边缘 AI 计算的需求也明显增加, 24H1 公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 实现量产出货, 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,

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；  
 BES2800 目前已在多个客户的耳机、智能手表、智能眼镜等项目中导入，预计 24H2 将逐步放量。公司基于多年在低功耗可穿戴领域的研发积累，24H1 推出了全新的超低功耗无线可穿戴芯片 BES2700iMP，已在品牌客户的手表/手环产品中实现量产出货，BES2700iMP 大幅降低芯片动态及静态功耗，使终端待机时间大幅提升，可广泛应用于智能手表/手环、戒指、标签防丢器等极低功耗 MCU 场景。

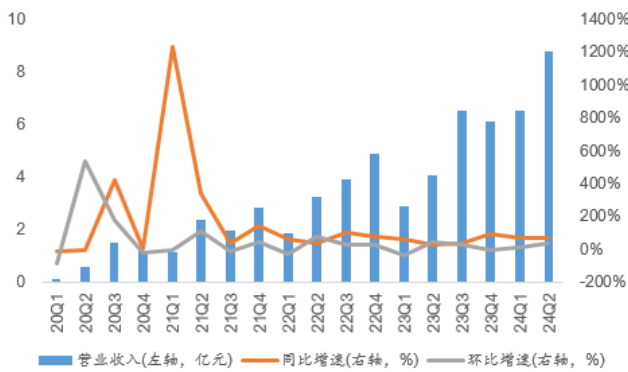
- **盈利预测与投资建议。**公司为国内智能音视频 SoC 芯片领先企业，由于可穿戴设备市场需求旺盛，公司智能手表/手环类芯片市场份额快速提升，新一代 6nm 智能可穿戴芯片 BES2800 实现量产出货，并有望逐步放量，我们上调公司 24-26 年营收及归母净利润预测，预计公司 24-26 年营收为 33.38/40.34/47.81 亿元（原值为 27.70/34.17/41.29 亿元），24-26 年归母净利润为 3.70/5.31/7.13 亿元（原值为 2.76/3.96/5.30 亿元），对应的 EPS 为 3.08/4.42/5.94 元，对应 PE 为 47.91/33.36/24.85 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  | 3,338  | 4,034 | 4,781 |
| 增长比率（%）   | -15.89 | 46.57  | 53.37  | 20.86 | 18.52 |
| 净利润（百万元）  | 122    | 124    | 370    | 531   | 713   |
| 增长比率（%）   | -69.97 | 0.99   | 199.10 | 43.63 | 34.24 |
| 每股收益(元)   | 1.02   | 1.03   | 3.08   | 4.42  | 5.94  |
| 市盈率(倍)    | 144.71 | 143.30 | 47.91  | 33.36 | 24.85 |

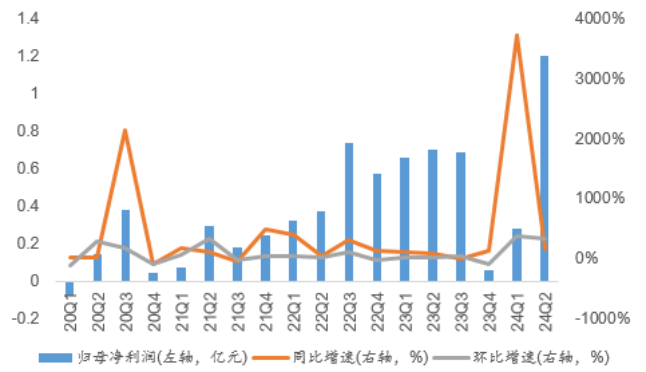
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司单季度营收及增速情况



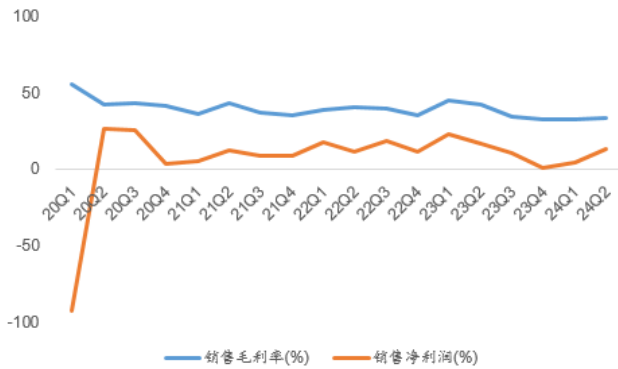
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司单季度归母净利润及增速情况



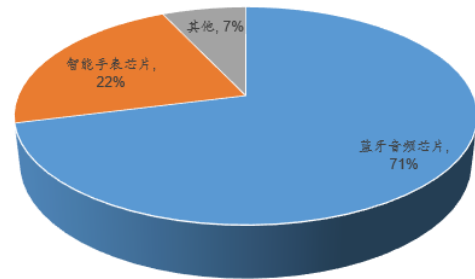
资料来源：Wind，中原证券

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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>5,954</b> | <b>5,953</b> | <b>6,649</b> | <b>7,209</b> | <b>7,916</b> |
| 现金             | 1,845        | 2,545        | 3,247        | 3,783        | 4,389        |
| 应收票据及应收账款      | 268          | 402          | 566          | 672          | 797          |
| 其他应收款          | 21           | 10           | 19           | 22           | 26           |
| 预付账款           | 1            | 1            | 2            | 3            | 3            |
| 存货             | 946          | 658          | 711          | 840          | 985          |
| 其他流动资产         | 2,873        | 2,337        | 2,106        | 1,889        | 1,715        |
| <b>非流动资产</b>   | <b>459</b>   | <b>598</b>   | <b>658</b>   | <b>734</b>   | <b>808</b>   |
| 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          | 400          | 435          | 473          |
| <b>资产总计</b>    | <b>6,413</b> | <b>6,551</b> | <b>7,308</b> | <b>7,942</b> | <b>8,724</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>432</b>   | <b>444</b>   | <b>791</b>   | <b>894</b>   | <b>963</b>   |
| 短期借款           | 110          | 0            | 102          | 65           | 0            |
| 应付票据及应付账款      | 185          | 287          | 443          | 528          | 620          |
| 其他流动负债         | 137          | 157          | 245          | 301          | 343          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>18</b>    | <b>11</b>    | <b>7</b>     | <b>7</b>     | <b>7</b>     |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债        | 18           | 11           | 7            | 7            | 7            |
| <b>负债合计</b>    | <b>451</b>   | <b>454</b>   | <b>798</b>   | <b>902</b>   | <b>970</b>   |
| 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        | 5,255        | 5,255        | 5,255        |
| 留存收益           | 696          | 819          | 1,199        | 1,730        | 2,443        |
| 归属母公司股东权益      | 5,963        | 6,097        | 6,509        | 7,040        | 7,753        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>6,413</b> | <b>6,551</b> | <b>7,308</b> | <b>7,942</b> | <b>8,724</b> |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A       | 2023A       | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
|----------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>-360</b> | <b>470</b>  | <b>392</b> | <b>437</b> | <b>576</b> |
| 净利润            | 122         | 124         | 370        | 531        | 713        |
| 折旧摊销           | 73          | 110         | 113        | 127        | 151        |
| 财务费用           | -20         | -11         | 2          | 4          | 1          |
| 投资损失           | -91         | -74         | -100       | -121       | -143       |
| 营运资金变动         | -509        | 239         | 7          | -104       | -146       |
| 其他经营现金流        | 64          | 82          | 0          | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>738</b>  | <b>351</b>  | <b>164</b> | <b>140</b> | <b>97</b>  |
| 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          | 110        | 114        | 135        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-13</b>  | <b>-143</b> | <b>137</b> | <b>-41</b> | <b>-66</b> |
| 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          | 32         | 0          | 0          |
| 其他筹资现金流        | -146        | -62         | 2          | -4         | -1         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>391</b>  | <b>690</b>  | <b>702</b> | <b>536</b> | <b>607</b> |

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>1,485</b> | <b>2,176</b> | <b>3,338</b> | <b>4,034</b> | <b>4,781</b> |
| 营业成本            | 900          | 1,432        | 2,187        | 2,606        | 3,058        |
| 营业税金及附加         | 1            | 7            | 11           | 13           | 15           |
| 营业费用            | 14           | 17           | 26           | 32           | 38           |
| 管理费用            | 108          | 106          | 140          | 165          | 191          |
| 研发费用            | 440          | 550          | 768          | 887          | 1,004        |
| 财务费用            | -51          | -45          | -26          | -32          | -40          |
| 资产减值损失          | -60          | -79          | 0            | 0            | 0            |
| 其他收益            | 24           | 26           | 40           | 51           | 59           |
| 公允价值变动收益        | -5           | -2           | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 91           | 74           | 100          | 121          | 143          |
| 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>     | <b>124</b>   | <b>127</b>   | <b>372</b>   | <b>534</b>   | <b>717</b>   |
| 营业外收入           | 0            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 营业外支出           | 0            | 3            | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>     | <b>124</b>   | <b>124</b>   | <b>372</b>   | <b>534</b>   | <b>717</b>   |
| 所得税             | 2            | 1            | 2            | 3            | 4            |
| <b>净利润</b>      | <b>122</b>   | <b>124</b>   | <b>370</b>   | <b>531</b>   | <b>713</b>   |
| 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>122</b>   | <b>124</b>   | <b>370</b>   | <b>531</b>   | <b>713</b>   |
| EBITDA          | 59           | 130          | 459          | 629          | 828          |
| EPS (元)         | 1.02         | 1.03         | 3.08         | 4.42         | 5.94         |

主要财务比率

| 会计年度            | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 营业收入 (%)        | -15.89 | 46.57  | 53.37  | 20.86 | 18.52 |
| 营业利润 (%)        | -69.80 | 2.29   | 193.92 | 43.63 | 34.24 |
| 归属母公司净利润 (%)    | -69.97 | 0.99   | 199.10 | 43.63 | 34.24 |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 毛利率 (%)         | 39.37  | 34.20  | 34.49  | 35.40 | 36.04 |
| 净利率 (%)         | 8.24   | 5.68   | 11.08  | 13.17 | 14.91 |
| ROE (%)         | 2.05   | 2.03   | 5.68   | 7.54  | 9.20  |
| ROIC (%)        | -0.22  | 0.34   | 5.19   | 7.01  | 8.66  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 7.02   | 6.93   | 10.92  | 11.36 | 11.12 |
| 净负债比率 (%)       | 7.56   | 7.45   | 12.26  | 12.81 | 12.52 |
| 流动比率            | 13.78  | 13.42  | 8.41   | 8.06  | 8.22  |
| 速动比率            | 11.55  | 11.89  | 7.47   | 7.08  | 7.16  |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 总资产周转率          | 0.23   | 0.34   | 0.48   | 0.53  | 0.57  |
| 应收账款周转率         | 5.10   | 6.49   | 6.90   | 6.52  | 6.51  |
| 应付账款周转率         | 3.43   | 6.07   | 5.99   | 5.36  | 5.33  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 1.02   | 1.03   | 3.08   | 4.42  | 5.94  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | -3.00  | 3.91   | 3.26   | 3.64  | 4.80  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 49.67  | 50.79  | 54.22  | 58.65 | 64.59 |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |       |       |
| P/E             | 144.71 | 143.30 | 47.91  | 33.36 | 24.85 |
| P/B             | 2.97   | 2.91   | 2.72   | 2.52  | 2.28  |
| EV/EBITDA       | 201.96 | 122.53 | 31.80  | 22.27 | 16.12 |

### 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者其他决定的唯一信赖依据。