

恒玄科技 (688608)

单季度业绩新高，智能终端多点开花

报告正文

◆ 先进的集成电路设计平台，受益智能终端浪潮

公司主营业务为无线超低功耗计算 SoC 芯片的研发、设计与销售，主要包括无线音频芯片、智能可穿戴芯片、智能家居芯片和无线连接芯片。公司芯片产品广泛应用于智能可穿戴和智能家居领域的各类低功耗智能终端。在 TWS 耳机领域，公司较早推出支持双耳通话、集成主动降噪等功能的领先产品，迅速抢占了品牌市场。在智能手表领域，公司通过在蓝牙、低功耗、高集成等方向多年的技术积累，成功推出了业内第一颗运动手表单芯片主控，已导入多家品牌客户手表方案。为了满足客户不断提升的性能需求，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。

公司坚持品牌战略，下游客户分布广泛，主要包括：1) 三星、OPPO、小米、荣耀、华为、vivo 等全球主流安卓手机品牌；2) 哈曼、安克创新、漫步者、韶音等专业音频厂商；3) 阿里、百度、字节跳动、谷歌等互联网公司；4) 海尔、海信、格力等家电厂商。品牌客户的深度及广度是公司重要的竞争优势和商业壁垒。

云端大模型的兴起除了对 AI 手机、PC 带动外，可穿戴也是会受益于端侧 AI 的发展，包括对高算力、低功耗要求的提升。公司对自身的定位是无线超低功耗计算 SoC 芯片，端侧 AI 的发展和公司芯片的升级迭代路径匹配。

◆ 上半年业绩高增，盈利能力改善

2024 上半年公司实现营收 15.31 亿元(同比增速 68.26%)，归母净利润 1.48 亿元(同比增速 199.76%)；其中，2024Q2 单季度公司实现收入 8.78 亿元(同比增速 66.80%，环比增速 34.45%)，归母净利润 1.20 亿元(同比增速 140.00%，环比增速 334.87%)，2024Q2 业绩创单季度历史新高。

投资评级

买入

首次评级

2024年10月11日

收盘价(元):

233.00

公司基本数据

总股本(百万股)	120.05
总市值(百万)	27,970.62
流通股本(百万股)	120.05
流通市值(百万)	27,970.62
12月最高/最低价(元)	280.00/98.38
资产负债率(%)	8.50
每股净资产(元)	51.86
市盈率(TTM)	125.99
市净率(PB)	4.49
净资产收益率(%)	2.37

股价走势图



作者

刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
邮箱: liumy@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

上半年业绩快速增长的驱动力主要来自几个方面：1、下游需求的增长，TWS 耳机 2024 年品牌替代白牌的趋势比较明显。OWS/骨传导耳机等新的细分市场也在快速增长，也带动一些新的需求。2、公司在智能手表市场的份额不断提升，公司从运动手表向智能表和手环市场不断延伸，新客户新产品也带动公司营收和芯片均价的增长。3、公司费用率随着规模效应改善。4、毛利率企稳恢复，上半年公司综合毛利率 33.19%，其中 Q1 毛利率 32.93%，Q2 毛利率 33.39%，环比改善。

◆ 研发硕果累累，成长动能充沛

公司在研发方面保持积极投入，2024 上半年公司研发费用 3.2 亿元，同比增长 36.76%，研发费用的增长主要是因为研发人员比去年半年度增加了 60 人。公司在研发上快速迭代，在智能可穿戴和智能家居市场持续深耕，新一代旗舰可穿戴芯片 BES2800 已经实现量产，其基于 6nmFinFET 工艺集成了 Wi-Fi6，实现超低功耗无线连接，并率先支持鸿蒙系列操作系统；新一代无线短距通信芯片支持星闪联盟协议，能够实现微秒级的超低延时，支持 8Mbps 等更高的无线传输速率，实现更快的高清音频传输；公司研发的低功耗低延时 Wi-Fi 技术可应用于如手机平板的低延时投屏，无线音频传输的多音箱阵列，多麦克风同步拾音直播等一系列新的应用场景中。

◆ 业务拆分

公司实现了智能手表、运动手表和手环的全覆盖，出货量快速增长，市场份额提升。预计手表/手环类芯片业务将提升占比，继续带动公司成长。公司 2024 之后增长动能来自新品和客户的市占率提升，看好新品持续驱动公司营收增长。

收入 (亿元)	2021年报	2022年报	2023年报	2024E	2025E	2026E
普通蓝牙音频芯片	4.71	3.61	3.60	3.60	3.60	3.60
其他	3.55	3.90	6.47	9.71	12.62	15.14
智能蓝牙音频芯片	9.40	7.34	11.69	17.54	21.92	24.11
合计	17.66	14.85	21.76	30.84	38.14	42.85

◆ 投资建议

下半年是传统的消费电子旺季，新品发布较多。公司的营收自 2023 年一季度开始，保持 6 个季度的同比高增长，预计三季度收入将保持环比增长的态势。。预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 2.09 亿元、2.97

亿元、4.06 亿元。当前股价对应 PE 分别为 133.78、94.22、68.96 倍。
首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

可穿戴设备需求饱和的风险、AI 终端市场认可度一般的风险、行业竞争加剧的风险、公司产品研发进度不及预期的风险、公司股价近期快速拉升，后市回撤较大的风险

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1484.80	2176.28	3084.39	3814.01	4285.59
增长率（%）	-15.89	46.57	41.73	23.66	12.36
归母净利润（百万元）	122.42	123.63	209.09	296.87	405.58
增长率（%）	-69.97	0.99	69.13	41.98	36.62
毛利率（%）	39.37	34.20	34.30	35.00	36.00
每股收益（元）	1.02	1.03	1.74	2.47	3.38
市盈率 PE	228.48	226.25	133.78	94.22	68.96
市净率 PB	4.69	4.59	4.45	4.26	4.04
净资产收益率 ROE（%）	2.05	2.03	3.32	4.53	5.85

资料来源：ifind，中航证券研究所



财务报表与财务指标

资产负债表						利润表					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1844.85	2545.01	2631.37	2788.47	3110.31	营业收入	1484.80	2176.28	3084.39	3814.01	4285.59
应收票据及账款	267.89	402.42	558.68	690.83	776.25	营业成本	900.29	1432.10	2026.45	2479.11	2742.78
预付账款	1.26	1.16	2.23	2.76	3.10	税金及附加	1.14	7.15	5.00	6.19	6.95
其他应收款	21.00	9.70	28.39	35.11	39.45	销售费用	13.91	16.69	23.87	29.52	33.17
存货	946.01	657.78	916.06	1120.69	1239.89	管理费用	108.22	106.02	169.83	210.01	235.97
其他流动资产	2872.95	2337.10	2351.99	2360.39	2365.82	研发费用	439.78	549.92	678.57	800.94	857.12
流动资产总计	5953.96	5953.16	6488.72	6998.25	7534.81	财务费用	-51.43	-44.59	-8.91	-9.46	-10.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-59.90	-78.77	-81.22	-100.44	-112.85
固定资产	75.54	93.70	74.48	54.04	32.40	信用减值损失	0.52	-1.30	-1.71	-2.12	-2.38
在建工程	10.92	46.29	38.57	30.86	23.14	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	132.97	141.73	96.00	50.26	4.52	投资收益	90.74	74.21	85.86	85.86	85.86
长期待摊费用	6.21	16.00	8.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	-4.68	-2.37	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	233.67	300.49	300.49	300.49	300.49	资产处置收益	0.00	-0.01	-0.00	-0.00	-0.00
非流动资产合计	459.30	598.21	517.53	435.65	360.55	其他收益	24.17	25.82	18.88	18.88	18.88
资产总计	6413.26	6551.38	7006.26	7433.89	7895.37	营业利润	123.74	126.57	211.38	299.90	409.51
短期借款	110.09	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.42	0.58	0.41	0.41	0.41
应付票据及账款	184.65	287.17	481.86	589.49	652.19	营业外支出	0.07	2.78	0.97	0.97	0.97
其他流动负债	137.38	156.53	228.20	278.98	308.48	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	432.11	443.70	710.05	868.47	960.67	利润总额	124.09	124.38	210.82	299.34	408.95
长期借款	3.56	4.54	1.70	-0.78	-2.71	所得税	1.67	0.75	1.74	2.47	3.37
其他非流动负债	14.83	5.97	5.97	5.97	5.97	净利润	122.42	123.63	209.09	296.87	405.58
非流动负债合计	18.39	10.51	7.67	5.19	3.26	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	450.50	454.20	717.72	873.66	963.93	归属母公司股东净利率	122.42	123.63	209.09	296.87	405.58
股本	120.00	120.03	120.03	120.03	120.03	EBITDA	145.66	189.55	282.59	371.76	473.64
资本公积	5193.69	5222.25	5222.25	5222.25	5222.25	NOPLAT	-37.12	-15.14	200.81	288.05	395.82
留存收益	649.07	754.89	946.25	1217.95	1589.15	EPS(元)	1.02	1.03	1.74	2.47	3.38
归属母公司权益	5962.76	6097.17	6288.53	6560.24	6931.44	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度					
股东权益合计	5962.76	6097.17	6288.53	6560.24	6931.44	成长能力					
负债和股东权益合计	6413.26	6551.38	7006.26	7433.89	7895.37	营收增长率	-15.89%	46.57%	41.73%	23.66%	12.36%
现金流量表						营业利润增长率	-69.80%	2.29%	67.01%	41.87%	36.55%
会计年度						EBIT增长率	-81.20%	9.79%	153.08%	43.56%	37.49%
2022						EBITDA增长率	-65.93%	30.13%	49.09%	31.55%	27.40%
2023						归母净利润增长率	-69.97%	0.99%	69.13%	41.98%	36.62%
2024E						经营现金流增长率	-722.46%	230.47%	-97.23%	593.67%	191.03%
2025E						盈利能力					
2026E						毛利率	39.37%	34.20%	34.30%	35.00%	36.00%
税后经营利润	122.42	123.63	105.76	193.55	302.26	净利率	8.24%	5.68%	6.78%	7.78%	9.46%
折旧与摊销	72.99	109.76	80.68	81.89	75.09	营业利润率	8.33%	5.82%	6.85%	7.86%	9.56%
财务费用	-51.43	-44.59	-8.91	-9.46	-10.41	ROE	2.05%	2.03%	3.32%	4.53%	5.85%
投资损失	-90.74	-74.21	-85.86	-85.86	-85.86	ROA	1.91%	1.89%	2.98%	3.99%	5.14%
营运资金变动	-531.83	225.29	-182.84	-194.01	-122.52	ROIC	-4.69%	-1.01%	13.97%	17.66%	21.80%
其他经营现金流	118.57	129.86	104.18	104.18	104.18	估值倍数					
经营性现金净流量	-360.02	469.73	13.01	90.28	262.74	P/E	228.48	226.25	133.78	94.22	68.96
资本支出	151.52	202.59	-0.00	0.00	0.00	P/S	18.84	12.85	9.07	7.33	6.53
长期投资	794.97	472.10	0.00	0.00	0.00	P/B	4.69	4.59	4.45	4.26	4.04
其他投资现金流	94.87	81.38	85.00	85.00	85.00	股息率	0.00%	0.07%	0.06%	0.09%	0.12%
投资性现金净流量	738.32	350.89	85.00	85.00	85.00	EV/EBIT	126.90	173.70	115.46	80.13	57.58
短期借款	110.09	-110.09	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	63.31	73.11	82.50	62.48	48.45
长期借款	-5.62	0.98	-2.84	-2.48	-1.93	EV/NOPLAT	-248.43	-915.47	116.09	80.63	57.98
普通股增加	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	资料来源: ifind, 中航证券研究所					
资本公积增加	23.29	28.56	0.00	0.00	0.00						
其他筹资现金流	-140.70	-62.93	-8.82	-15.70	-23.97						
筹资性现金净流量	-12.94	-143.45	-11.65	-18.18	-25.90						
现金流量净额	390.60	689.86	86.36	157.10	321.84						

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637