

公司研究

智能手表与 WiFi 芯片推进顺利，23 年需求有望触底回暖

——恒玄科技（688608.SH）跟踪报告之三

要点

事件：

公司发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 14.85 亿元，同比下滑 15.89%；归母净利润 1.22 亿元，同比下滑 69.97%；扣非归母净利润 0.12 亿元，同比下滑 95.88%。

点评：

需求下滑影响业绩，23 年有望回归正增长：根据 Canals 的统计数据，2022 年全球 TWS 耳机出货量约 2.88 亿对，同比下滑 1.5% 左右；根据 Counterpoint 报告，2022 年全球智能手表市场出货量年同比增长 12%，达到 1.43 亿支，但受通胀压力和印度经济增长放缓的影响，2022 年第四季度出货量年同比下降 2%。根据 IDC 报告，2022 年全球穿戴式设备出货量出现 2013 年以来的首度负成长，出货量年减 3.3% 至 5.15 亿台。展望 2023 年，IDC 乐观预期，在印度为主的新兴市场需求回升、全球经济好转的带动下，全球穿戴式设备出货量有机会回到正成长的轨道，预估将年增 4.6% 至 5.39 亿台。随着行业的整体恢复，公司 2023 年有望回到正增长轨道。

新品研发不断推进，手表类营收占比达到 19%：2022 年公司加大研发投入力度，研发费用达到 4.40 亿元，较上年同期增长 52.08%。公司新一代 BES2700 系列可穿戴主控芯片实现量产上市，蓝牙音频类芯片营收 10.9 亿元，占比 74%；公司新业务智能手表芯片快速上量，实现手表类芯片营收 2.9 亿元，占营收比例 19%，营收结构逐步多元化。公司 Wi-Fi SoC 芯片已应用于多家品牌客户的智能家电产品，Wi-Fi 4 连接芯片也开始量产落地，已应用于翻译笔、智能家电等终端产品，开发了支持最新 Wi-Fi 6 协议 802.11ax 的 Wi-Fi 连接芯片，进一步向 AIoT 平台型公司迈进。

盈利预测、估值与评级：考虑到下游需求不振，我们下调公司 2023 年和 2024 年归母净利润为 2.14 亿元（-76%）与 2.97 亿元（-74%），并新增 2025 年业绩预测。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 17.62/23.48/28.50 亿元，归母净利润分别为 2.14/2.97/3.70 亿元，当前市值对应 PE 为 95/68/55 倍。恒玄科技是国内领先的芯片设计公司，在蓝牙耳机芯片、智能手表芯片等领域仍然处于行业龙头地位，而且 2023 年全球可穿戴设备市场有望触底回暖，公司新产品推进顺利，营收结构不断优化，因此我们维持公司“买入”评级。

风险提示：行业复苏不及预期；产品研发不及预期；行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,765	1,485	1,762	2,348	2,850
营业收入增长率	66.36%	-15.89%	18.65%	33.26%	21.38%
归母净利润（百万元）	408	122	214	297	370
归母净利润增长率	105.51%	-69.97%	74.61%	38.82%	24.78%
EPS（元）	3.40	1.02	1.78	2.47	3.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.91%	2.05%	3.46%	4.58%	5.41%
P/E	50	166	95	68	55
P/B	3.4	3.4	3.3	3.1	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-14

买入（维持）

当前价：169.10 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

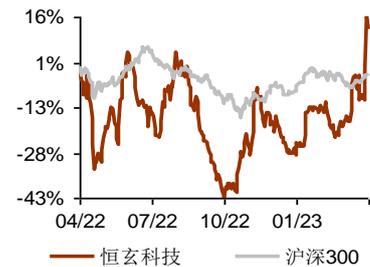
021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.20
总市值(亿元):	202.92
一年最低/最高(元):	89.01/186.38
近 3 月换手率:	80.85%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	20.99	26.53	10.65
绝对	24.36	25.44	9.17

资料来源：Wind

相关研报

蓝牙 SoC 市场保持领先，智能手表与家居进展迅速——恒玄科技（688608.SH）跟踪报告之二（2022-04-19）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,765	1,485	1,762	2,348	2,850
营业成本	1,107	900	1,110	1,467	1,767
折旧和摊销	30	52	51	63	74
税金及附加	1	1	1	2	2
销售费用	11	14	17	20	24
管理费用	77	108	141	176	214
研发费用	289	440	493	587	712
财务费用	-23	-51	-15	-21	-19
投资收益	93	91	126	179	220
营业利润	410	124	217	301	376
利润总额	410	124	218	302	376
所得税	2	2	3	4	5
净利润	408	122	215	298	371
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	408	122	214	297	370
EPS(元)	3.40	1.02	1.78	2.47	3.09

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-44	-360	903	104	155
净利润	408	122	214	297	370
折旧摊销	30	52	51	63	74
净营运资金增加	922	266	-584	466	402
其他	-1,403	-801	1,222	-722	-691
投资活动产生现金流	-1,630	738	52	89	130
净资本支出	-139	-147	-90	-90	-90
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,491	886	142	179	220
融资活动现金流	-70	-13	-95	21	19
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-18	112	-110	0	0
无息负债变化	204	-116	15	101	82
净现金流	-1,754	391	860	214	304

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	37.3%	39.4%	37.0%	37.5%	38.0%
EBITDA 率	18.3%	11.0%	-0.7%	7.0%	7.4%
EBIT 率	16.5%	7.1%	-3.6%	4.3%	4.8%
税前净利润率	23.2%	8.4%	12.4%	12.9%	13.2%
归母净利润率	23.1%	8.2%	12.1%	12.6%	13.0%
ROA	6.4%	1.9%	3.3%	4.3%	5.0%
ROE (摊薄)	6.9%	2.1%	3.5%	4.6%	5.4%
经营性 ROIC	15.6%	4.3%	-3.4%	4.2%	4.9%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	7%	7%	5%	7%	7%
流动比率	14.53	13.78	17.79	14.55	13.10
速动比率	13.26	11.59	16.81	13.55	12.09
归母权益/有息债务	446.24	47.69	413.17	433.02	457.79
有形资产/有息债务	474.30	50.09	425.75	451.45	480.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	6,358	6,413	6,533	6,932	7,385
货币资金	1,454	1,845	2,705	2,919	3,223
交易性金融资产	3,843	2,856	2,856	2,856	2,856
应收账款	314	268	123	164	199
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	16	21	18	23	28
存货	541	946	333	440	530
其他流动资产	24	17	18	21	24
流动资产合计	6,193	5,954	6,054	6,426	6,863
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	56	57	81	96	103
在建工程	2	11	8	6	5
无形资产	76	133	151	166	178
商誉	0	11	11	11	11
其他非流动资产	2	203	203	203	203
非流动资产合计	164	459	478	505	522
总负债	454	451	355	457	539
短期借款	0	110	0	0	0
应付账款	341	185	244	323	389
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	426	432	340	442	524
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	15	15	15	15
非流动负债合计	28	18	15	15	15
股东权益	5,903	5,963	6,177	6,475	6,846
股本	120	120	120	120	120
公积金	5,230	5,254	5,254	5,254	5,254
未分配利润	554	636	850	1,146	1,517
归属母公司权益	5,903	5,963	6,177	6,473	6,844
少数股东权益	0	0	1	2	3

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.62%	0.94%	0.95%	0.85%	0.85%
管理费用率	4.36%	7.29%	8.00%	7.50%	7.50%
财务费用率	-1.32%	-3.46%	-0.86%	-0.89%	-0.67%
研发费用率	16.38%	29.62%	28.00%	25.00%	25.00%
所得税率	1%	1%	1%	1%	1%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.34	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.36	-3.00	7.52	0.87	1.29
每股净资产	49.19	49.69	51.47	53.94	57.03
每股销售收入	14.71	12.37	14.68	19.56	23.75

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	50	166	95	68	55
PB	3.4	3.4	3.3	3.1	3.0
EV/EBITDA	50.7	106.1	-1289.1	98.8	77.1
股息率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE