

## 恒玄科技 (688608.SH) 深耕声学广阔赛道，产品性能国际一流

2020年12月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

刘翔（分析师）

曹旭辰（联系人）

liuxiang2@kysec.cn

caoxuchen@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790120080019

日期	2020/12/23
当前股价(元)	330.00
一年最高最低(元)	403.00/326.50
总市值(亿元)	396.00
流通市值(亿元)	75.84
总股本(亿股)	1.20
流通股本(亿股)	0.23
近3个月换手率(%)	165.64

### ● 深耕声学广阔赛道，全面导入品牌客户

恒玄科技是一家专注于音频芯片的国产领先厂商，布局普通蓝牙音频芯片、智能蓝牙音频芯片和 Type-C 音频芯片三大核心产品，广泛应用于安卓系手机龙头厂商的耳机产品。根据招股说明书预测，2020 年营业收入约为 9.8-10.6 亿元，同比增长 51.04%-63.37%；2020 年归母净利润约为 1.7-1.9 亿元，同比增长 152.32%-182.01%。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.77/3.82/5.59 亿元，对应 EPS 为 1.48/3.18/4.66 元，当前股价对应 PE 为 223/104/71 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● TWS 渗透持续加深，SoC 化趋势显著

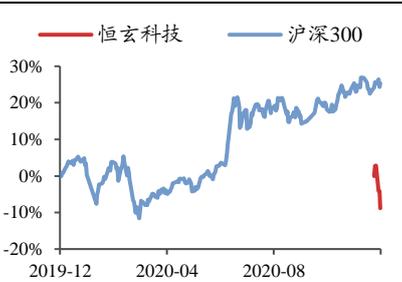
受益于 TWS 时代的来临，智能蓝牙音频芯片的需求快速增长，这一方面显著提升了恒玄科技的业绩增速，另一方面将音频市场的竞争由成本竞争提升至研发实力的比拼。作为需要方便携带的可穿戴式产品，TWS 耳机体积的限制迫使内部芯片 SoC 化趋势加剧，这使得恒玄科技的产品需要涵盖更多的功能模块、有进一步的价值量提升空间。

### ● 专注音频降噪技术，芯片性能达国际一流水准

音频芯片的降噪性能是提升耳机音质的核心，依托领先的主动降噪技术，恒玄科技导入了华为、小米、三星等手机龙头厂商的供应链。在智能蓝牙音频芯片方面，苹果是技术迭代的领跑者，但恒玄科技的产品在工艺制程、信噪比、功耗等参数均优于高通和联发科的产品。在 Type-C 音频芯片方面，不同于蓝牙音频芯片所应用的 TWS 耳机需要重点应对功耗问题，有线耳机更需要应对信号失真问题，因此，恒玄科技在 Type-C 音频芯片方面重点发力降噪技术并达到了国际一流技术水平。

● **风险提示：**头部客户集中度较高，或使业绩波动性较大；TWS 耳机渗透速度放缓，影响智能蓝牙音频芯片放量速度；音频芯片研发进度存在较大不确定性。

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	330	649	992	1,677	2,430
YOY(%)	290.2	96.6	52.9	69.1	44.9
归母净利润(百万元)	2	67	177	382	559
YOY(%)	-101.2	3705.8	163.4	115.0	46.4
毛利率(%)	36.2	37.7	41.3	42.5	42.7
净利率(%)	0.5	10.4	17.9	22.8	23.0
ROE(%)	1.6	12.9	25.4	35.3	34.1
EPS(摊薄/元)	0.01	0.56	1.48	3.18	4.66
P/E(倍)	22367.3	587.7	223.1	103.8	70.9
P/B(倍)	347.1	75.9	56.6	36.6	24.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、深耕声学广阔赛道，全面导入品牌客户 .....	4
2、TWS 时代来临，业绩迎来快速增长期 .....	6
3、SoC 化持续推进，迭代能力仍为竞争焦点 .....	8
3.1、终端产品以耳机为主，终端客户以手机厂商为主 .....	8
3.2、专注重音频降噪技术，芯片性能达国际一流水准 .....	11
4、盈利预测与投资建议 .....	13
4.1、关键假设 .....	13
4.2、盈利预测与估值 .....	13
5、风险提示 .....	14
附：财务预测摘要 .....	15

## 图表目录

图 1：恒玄科技成功导入各领域龙头厂商 .....	4
图 2：上市前股权结构：小米、大基金、阿里巴巴共同背书 .....	5
图 3：恒玄科技重点布局三类音频芯片 .....	5
图 4：恒玄科技营业收入高速增长 .....	6
图 5：恒玄科技归母净利润高速增长 .....	6
图 6：智能蓝牙芯片营收占比快速提升 .....	6
图 7：各产品毛利率相对平稳 .....	6
图 8：经销模式占据主导地位 .....	7
图 9：头部客户营收占比持续提升 .....	7
图 10：第一季度为历年营收淡季 .....	8
图 11：海外营收占据主导地位 .....	8
图 12：2019 年采购成本中晶圆厂商成本占比超 70% .....	8
图 13：2019 年客户中天午科技、丰禾原占比较高 .....	8
图 14：恒玄科技的音频芯片是集成多个功能模块的 SoC 芯片 .....	9
图 15：在疫情中智能蓝牙音频芯片销量大幅增长（万颗） .....	9
图 16：各产品单价相对平稳（元/颗） .....	9
图 17：耳机产品占据 90% 以上份额 .....	10
图 18：在下游客户中，手机厂商营收占比持续提升 .....	10
图 19：晶圆成本占比超 60% .....	10
图 20：晶圆均价显著下滑，封测均价大幅提升 .....	10
图 21：物联网时代的到来将提升智能音频设备的丰富性 .....	11
图 22：全球 TWS 产品出货量快速攀升 .....	11
图 23：核心产品的竞争对手主要为国内外芯片龙头 .....	11
表 1：锐迪科背景为主，兼具海外大厂技术积累 .....	5
表 2：分销商的背后是国内龙头手机品牌厂商和专业音频厂商 .....	7
表 3：公司主流芯片产品的技术迭代周期为 1 年 .....	9
表 4：恒玄科技的芯片成功应用于国产主流手机厂商的 TWS 耳机 .....	12
表 5：智能蓝牙音频芯片：恒玄科技的产品参数弱于苹果，但强于高通、联发科 .....	13

---

表 6: Type-C 音频芯片: 恒玄科技专注于音频降噪技术.....	13
表 7: 半导体设计行业上市公司估值情况: 恒玄科技作为 A 股智能音频芯片龙头厂商具有稀缺性 .....	14

## 1、深耕声学广阔赛道，全面导入品牌客户

**深耕声学广阔赛道，全面导入优质客户：**恒玄科技成立于2015年6月，是一家专注于智能音频 SoC 芯片的芯片设计公司，其产品广泛应用于智能蓝牙耳机、智能音箱、Type-C 耳机等低功耗智能音频终端，已成功导入华为、三星、OPPO、小米等手机品牌及哈曼、SONY、Skullcandy 等专业音频厂商。

**以 Type-C 音频芯片为起点，迎 TWS 时代历史机遇：**公司起初以 Type-C 音频芯片为切入点，实现对华为、三星、小米等品牌厂商供应链的突破。2017 年，公司成功推出 BES2000 系列芯片，该产品具备双耳通话功能并被华为采用，满足了安卓厂商对 AirPods 的跟进需求。2018 年，公司推出采用 28nm 先进制程的 BES2300 系列低功耗智能蓝牙音频芯片，实现了蓝牙音频技术和主动降噪技术的集成。随着 TWS 时代的来临，恒玄科技通过持续的技术迭代大幅缩小了安卓系无线耳机与 AirPods 的体验差距，预将深度受益于安卓系 TWS 耳机的快速渗透机遇。

图1：恒玄科技成功导入各领域龙头厂商

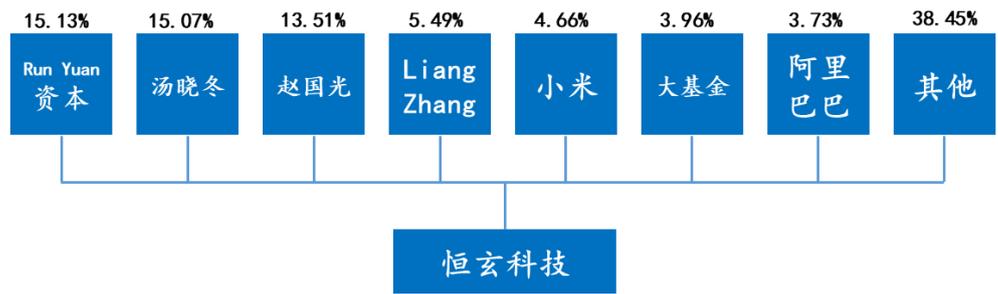


资料来源：恒玄科技招股说明书

**上市前核心创始人持股 34.07%，小米、大基金、阿里共同背书：**汤晓东、赵国光和 Liang Zhang 为恒玄科技核心创始人、一致行动人，上市前共持股 34.07%。依托较强的技术积累和稳固的合作关系，小米、大基金和阿里均持有公司较大的股份比重。

**锐迪科背景为主，兼具海外大厂技术积累：**公司董事长 Liang Zhang 和副董事长赵国光曾分别担任锐迪科的工程副总裁和运营副总裁，并且，公司研发总监周震和研发工程师童伟峰也均曾就职于锐迪科，呈现出了显著的锐迪科技术背景。同时，公司多位核心人员也曾就职于 Rockwell、Marvell、Dialog 和 Analogix 等国际大厂，兼具海外大厂技术积累。

图2: 上市前股权结构: 小米、大基金、阿里巴巴共同背书



资料来源: Wind、开源证券研究所

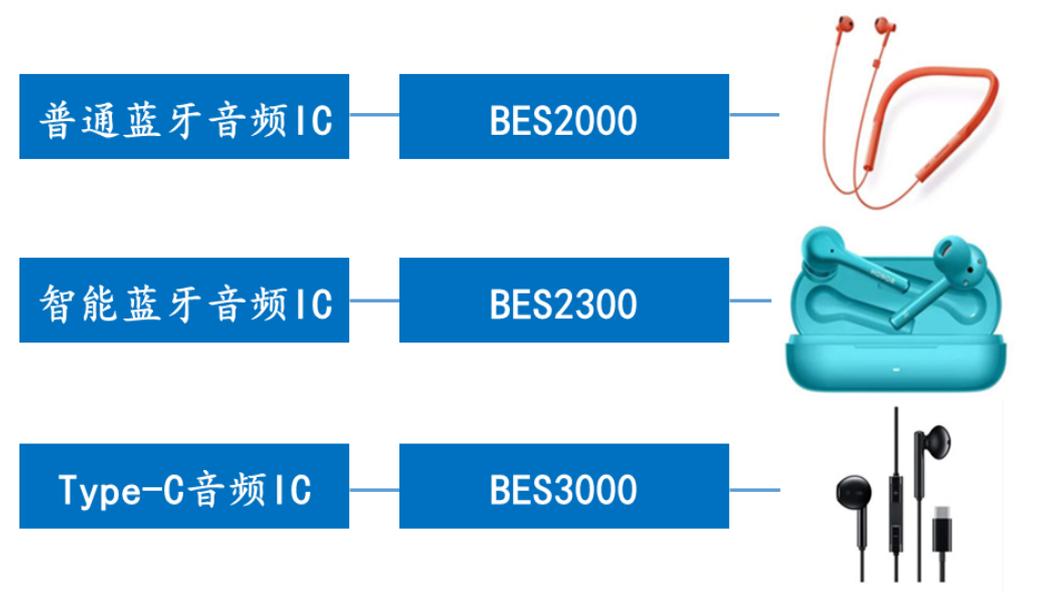
表1: 锐迪科背景为主, 兼具海外大厂技术积累

姓名	职务	工作经历
Liang Zhang	董事长	Rockwell、Marvell、Analogix、锐迪科
赵国光	副董事长	RFIC、锐迪科
Xiaojun Li	董事	Rockwell、Marvell、Broadcom、IDG
周震	研发总监	华邦、锐迪科
丁霄鹏	产品总监	美光信息、艾萨华科技、Dialog
童伟峰	高级研发工程师	Analogix、锐迪科
陈俊	研发总监	华大电子、亚马逊

资料来源: 恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

**依托音频芯片技术沉淀, 把握 AIoT 时代机遇:** 恒玄科技的音频芯片布局主要分为蓝牙音频芯片和 Type-C 音频芯片两种, 并且依据是否支持人工神经网络语音识别技术, 蓝牙音频芯片又可分为普通蓝牙音频芯片和智能蓝牙音频芯片。随着 AIoT 时代的到来, 恒玄科技的智能语音技术或将应用于智能手表、智能眼镜、智能家电等终端设备, 拥抱更为广阔的市场空间。

图3: 恒玄科技重点布局三类音频芯片



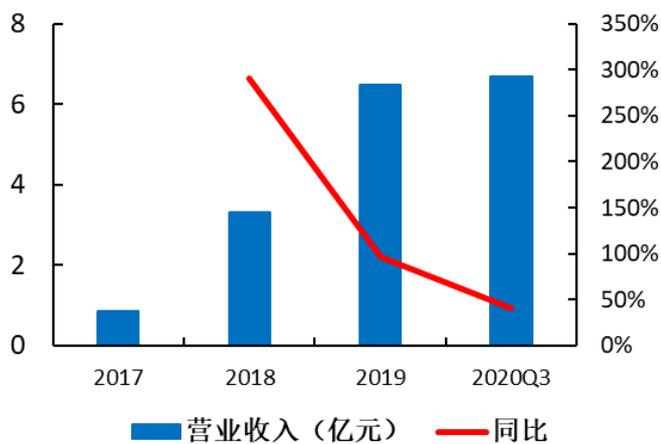
资料来源: 恒玄科技官网、开源证券研究所

## 2、TWS 时代来临，业绩迎来快速增长期

**营业收入迎高速增长期：**受益于 BES2000 系列芯片对核心大客户的顺利导入，叠加 BES2300 和 BES3000 系列芯片的持续推出，恒玄科技的蓝牙音频芯片和 Type-C 音频芯片营收均呈大幅增长趋势。根据招股说明书预计，2020 年营业收入约为 9.8-10.6 亿元，同比增长 51.04%-63.37%。

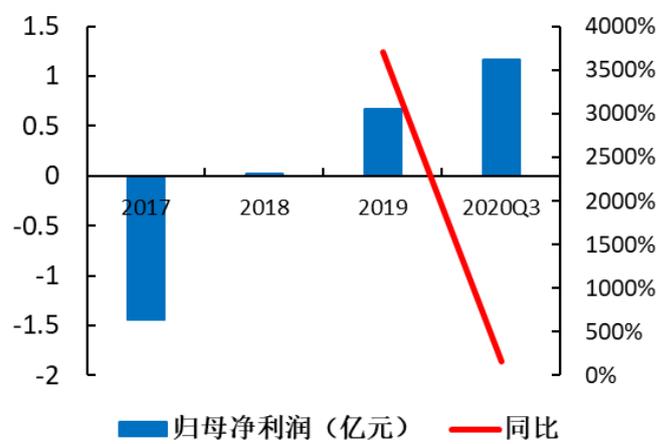
**归母净利润显著提升：**由于营收体量相对较小，叠加计提 1.16 亿元的股权激励费用，2017 年公司归母净利润大幅下挫。受益于营收体量的大幅增长和股权激励费用的快速下降，2018-2020Q3 公司归母净利润高速增长。根据招股说明书预计，2020 年归母净利润约为 1.7-1.9 亿元，同比增长 152.32%-182.01%。

图4：恒玄科技营业收入高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

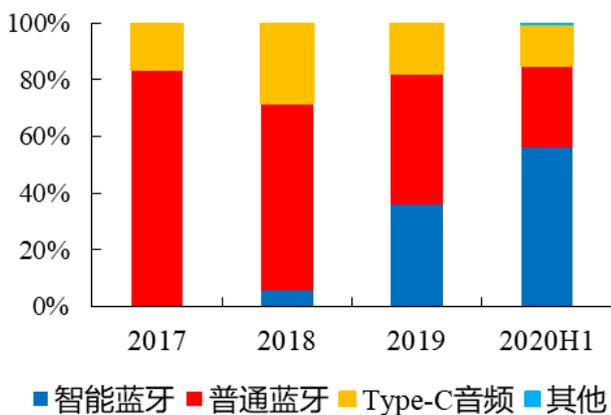
图5：恒玄科技归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

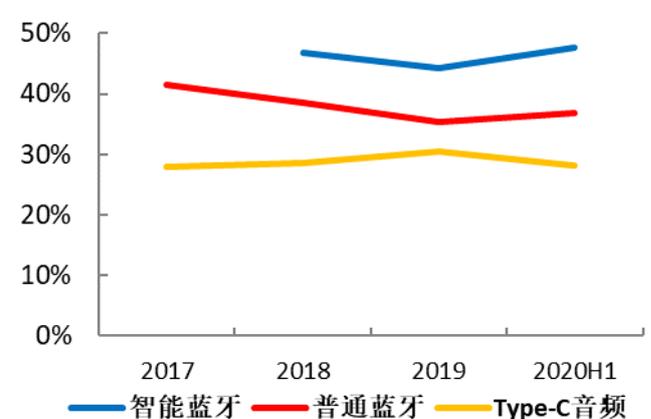
**智能蓝牙芯片快速起量，毛利率水平相对平稳：**受益于 TWS 耳机需求正处于快速渗透期，在各类音频芯片销量均呈快速提升的情况下，2018-2020H1 智能蓝牙音频芯片营收占比快速提高、由 5.78% 提升至 56.0%。恒玄科技各产品的毛利率水平呈现出较明显的数字芯片特点，即随着旧产品的放量而毛利率下滑，而凭借新产品的推出而毛利率提升。

图6：智能蓝牙芯片营收占比快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

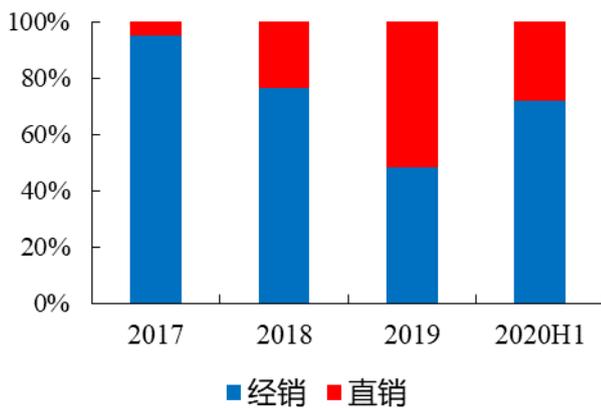
图7：各产品毛利率相对平稳



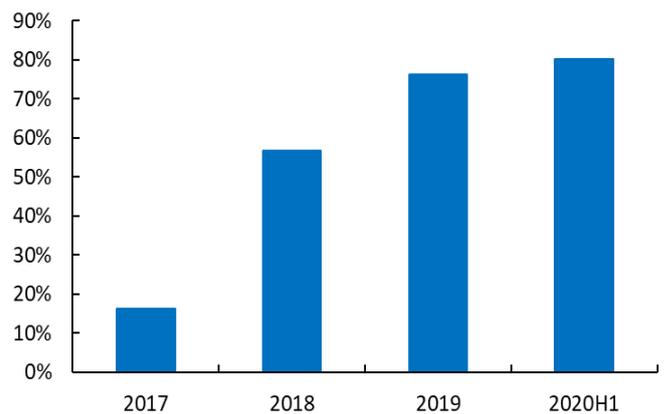
数据来源：Wind、开源证券研究所

**经销模式占据主导地位：**恒玄科技采用直销和经销两种销售模式，其直销客户是指采购公司芯片用于二次开发、设计或加工的模组/PCB 客户，该类客户多为方案商或模组厂；其经销客户多为电子元器件分销商，如表二所示，公司经销商的终端客户主要为头部的手机、音箱、互联网厂商。如图 8 所示，除 2019 年直销模式占比大幅提升外，2017-2020H1 公司经销模式为主要销售方式。

**头部客户营收占比持续提升：**如图 9 所示，2017-2020H1 公司销售给华为、三星、小米、OPPO、哈曼、SONY、Skullcandy、漫步者这 8 家头部客户的营收占比持续提升，从 2017 年的 16.23% 快速攀升至 2020H1 的 80.1%。

**图8：经销模式占据主导地位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：头部客户营收占比持续提升**


数据来源：恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

**表2：分销商的背后是国内龙头手机品牌厂商和专业音频厂商**

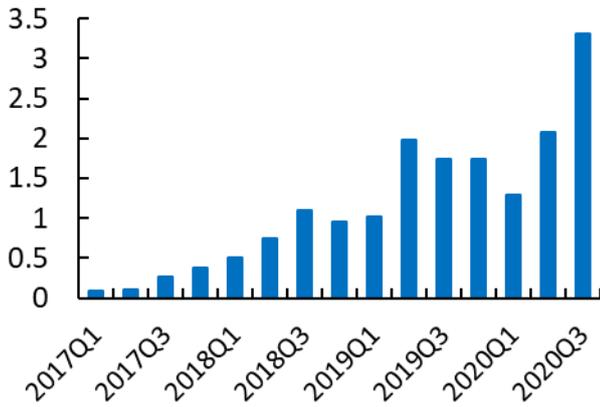
分销商	终端客户	合作产品
天午科技	华为、哈曼、OPPO、Skullcandy、百度、谷歌	普通/智能蓝牙音频芯片、Type-C 音频芯片
丰禾原	华为、哈曼、小米、OPPO、SONY、万魔	普通/智能蓝牙音频芯片
晶讯软件	华为、哈曼、Skullcandy	智能蓝牙音频芯片
安泰利业	哈曼、OPPO、魅族	普通/智能蓝牙音频芯片
海凌威	海威特、Bluedio、DACOM	普通/智能蓝牙音频芯片
中豪电子	OPPO、华为	普通/智能蓝牙音频芯片、Type-C 音频芯片
兆泉实业	OPPO	智能蓝牙音频芯片

资料来源：恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

**第一季度为历年营收淡季：**受中国双十一、欧美感恩节、圣诞节等购货旺季的影响，芯片设计行业下半年销售规模一般高于上半年，呈现出一定的季节性特征。受春节休假的影响，每年第一季度往往是销售淡季。

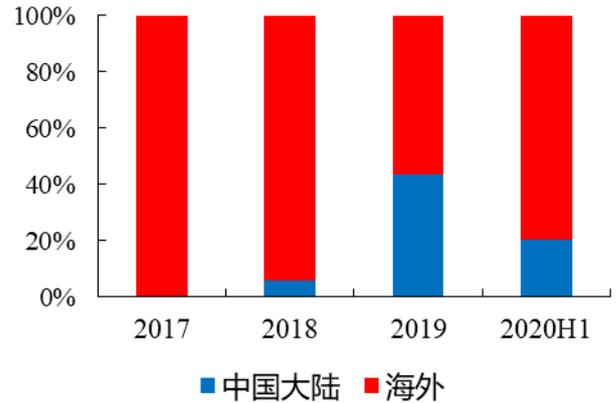
**海外营收占据主导地位：**公司境外客户收入占比超过 50%，其中以香港地区客户收入为主。在生产运营环节，芯片设计公司普遍采用 Fabless 的模式，晶圆在境外以保税状态流转交付有利于提高供应链效率，降低交易成本，且国内封测厂也选择采用来料加工方式在境内工厂进行保税操作。在销售环节，为顺应主要客户从交易习惯、交易便利性、下游结算、税收及外汇结算等角度提出在香港进行物流交付和货款结算的要求，公司以香港子公司为境外销售平台。

图10: 第一季度为历年营收淡季



数据来源: 恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

图11: 海外营收占据主导地位

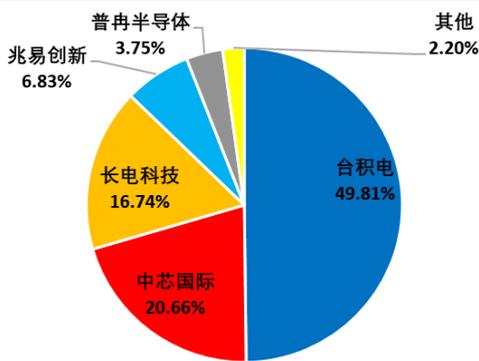


数据来源: 恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

**晶圆厂商为最核心供应商:** 公司采购成本主要包括晶圆采购成本、封测费用、存储芯片成本和 IP 授权使用费。作为数字芯片厂商,公司晶圆耗用成本占营业成本的 60%, 主要供应商为台积电、中芯国际等代工厂; 公司封测成本占营业成本的 20%, 主要供应商为长电科技、甬矽电子等封测厂; 公司所采购的存储芯片是为满足 SoC 芯片功能实现及后续二次开发需求而提供可扩展存储空间的预置硬件, 主要供应商为兆易创新、普冉半导体、AP Memory 等。

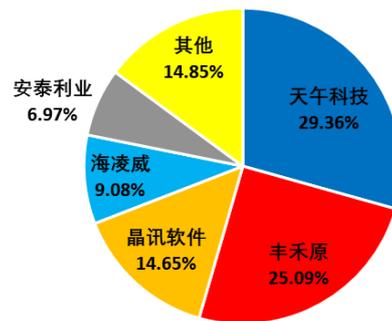
**天午科技、丰禾原为主要经销商:** 随着 2017 年与经销商博鹏发合同的履行完毕, 2018-2020H1 公司已不存在单个客户销售比例超过总额的 50%或严重依赖于少数客户的情况。由于音频厂商发展速度相对较慢, 主要对接 Skullcandy、哈曼等音频厂商的经销商营收占比有所下滑, 如晶讯软件、安泰利业、海凌特等。

图12: 2019 年采购成本中晶圆厂商成本占比超 70%



数据来源: 恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

图13: 2019 年客户中天午科技、丰禾原占比较高



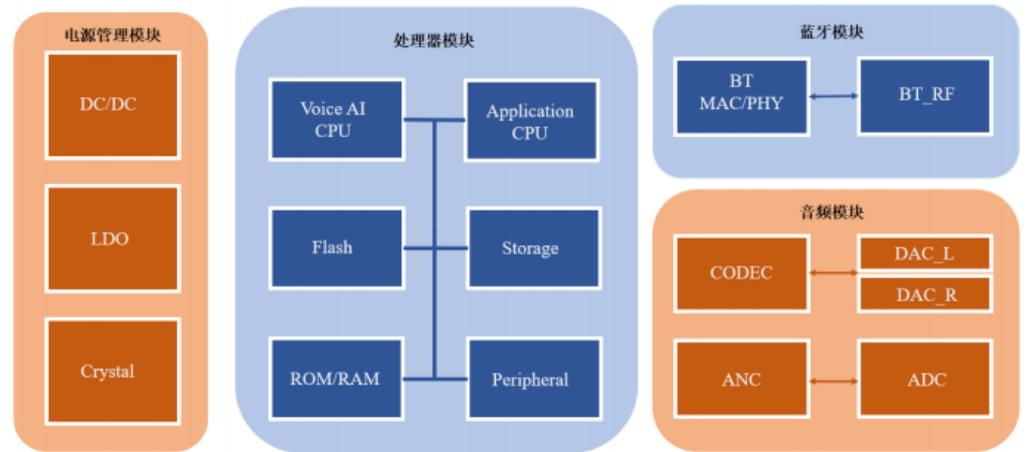
数据来源: 恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

## 3、SoC 化持续推进, 迭代能力仍为竞争焦点

### 3.1、终端产品以耳机为主, 终端客户以手机厂商为主

**可穿戴产品的 SoC 化是确定性趋势:** 通过对双耳通话功能和主动降噪技术的集成, 恒玄科技的智能蓝牙音频芯片迅速实现对华为、小米等品牌客户的导入。公司的智能音频 SoC 芯片集成了多核 CPU、蓝牙基带和射频、音频 CODEC、电源管理、存储、嵌入式语音 AI 和主动降噪等多个功能模块, 是智能音频设备的主控平台芯片。

图14: 恒玄科技的音频芯片是集成多个功能模块的 SoC 芯片



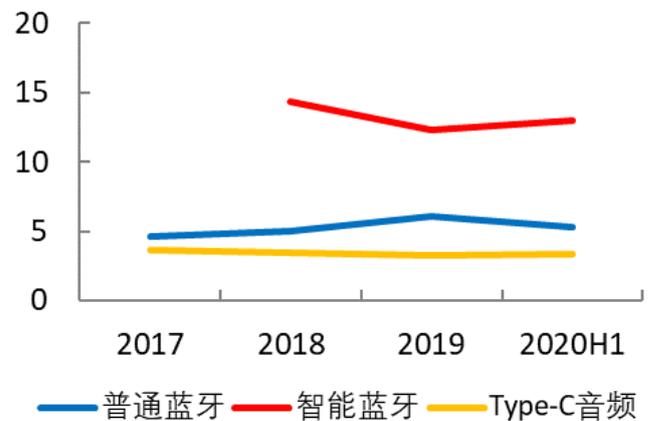
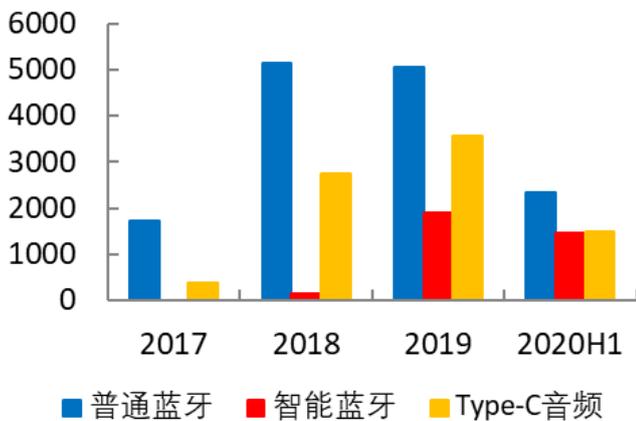
资料来源: 恒玄科技招股书

**智能蓝牙和 Type-C 音频芯片成为主流产品:** 随着智能蓝牙和 Type-C 音频芯片的成功推出, 普通蓝牙音频芯片市场被迅速渗透; 如表 3 所示, 2020H1 普通蓝牙音频芯片销售量占比显著下滑, 然而, 智能蓝牙音频芯片销售量占比快速提升。

**智能蓝牙音频芯片仍处价格红利期:** 由于各类音频芯片均仍处技术迭代期, 在 2020H1 疫情期, 各类音频芯片单价仍保持相对稳定。并且, 受益于手机品牌厂商和专业音频厂商对智能音频终端的持续发力, 智能蓝牙音频芯片单价处于高位。

图15: 在疫情中智能蓝牙音频芯片销量大幅增长(万颗)

图16: 各产品单价相对平稳(元/颗)



数据来源: 恒玄科技招股书、开源证券研究所

数据来源: 恒玄科技招股书、开源证券研究所

表3: 公司主流芯片产品的技术迭代周期为 1 年

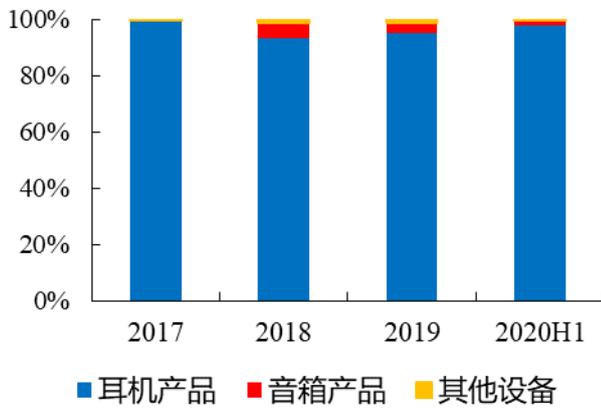
型号	类型	上市日期	2019 销售量占比	2020H1 销售量占比
BES2300	智能蓝牙	2018/7-2019/7	15.46%	22.14%
WT230	智能蓝牙	2019/1	2.13%	4.59%
BES3001	Type-C	2019/2	8.63%	8.36%
BES3100	Type-C	2017/7	22.84%	22.45%
BES2000	普通蓝牙	2017/3-2018/6	24.10%	7.16%
WT200	普通蓝牙	2016	16.01%	2.65%

数据来源: 恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

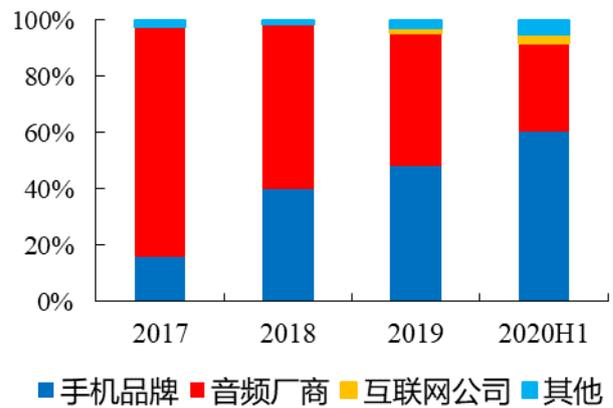
**耳机产品占据主导份额，下游客户以手机厂商为主：**从终端产品来看，恒玄科技 90% 以上的营收占比来源于耳机，其余营收份额来源于智能音箱和智能语音车架等。从下游客户来看，随着对安卓系手机品牌厂商的快速导入，2017-2020H1 恒玄科技来源于手机品牌的营收占比已由 15.55% 提升至 60.10%。

图17: 耳机产品占据 90% 以上份额



数据来源：恒玄科技招股书、开源证券研究所

图18: 在下游客户中，手机厂商营收占比持续提升

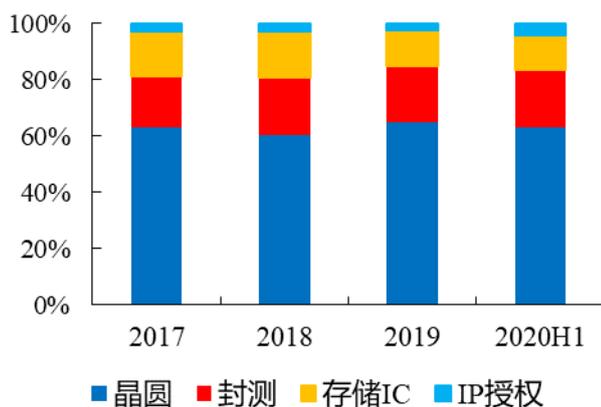


数据来源：恒玄科技招股书、开源证券研究所

**逻辑运算能力为产品核心，晶圆成本占比超 60%：**由于公司的音频芯片为专注于逻辑运算能力的数模混合芯片，芯片成本中晶圆成本占比超 60%。由于单颗智能蓝牙音频芯片的 IP 授权使用费较高，叠加智能蓝牙音频芯片销售量占比快速提升，公司 IP 授权使用的成本占比由 2017 年的 3.05% 提升至 2020H1 的 4.16%。

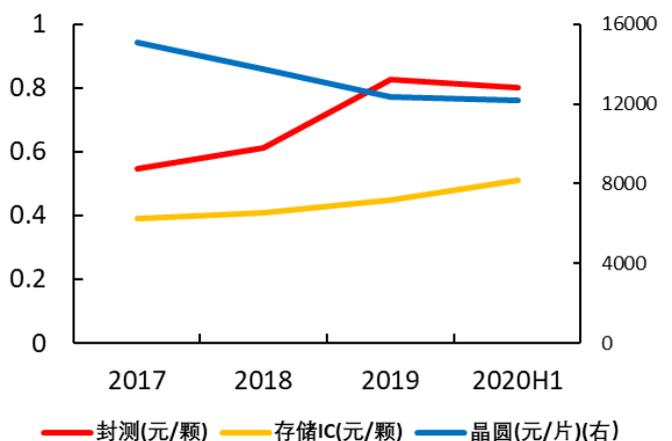
**封测、存储采购单价呈上升趋势，晶圆采购单价显著下降：**受益于销量提升产生的规模优势，公司采购的晶圆单价显著降低。由于蓝牙智能音频芯片的面积更大、封装材料更好，公司采购的封测均价显著提升。由于智能蓝牙音频芯片对大容量高速片上存储的需求，公司采购的存储芯片均价呈快速上升趋势。

图19: 晶圆成本占比超 60%



数据来源：恒玄科技招股书、开源证券研究所

图20: 晶圆均价显著下滑，封测均价大幅提升



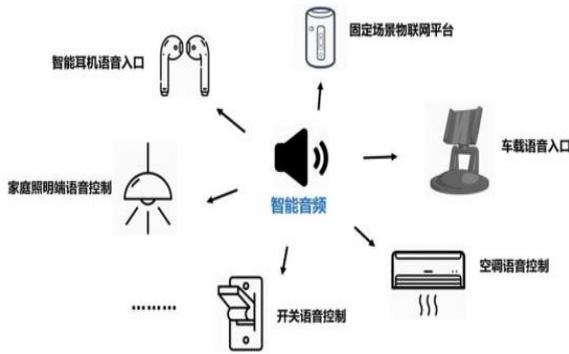
数据来源：恒玄科技招股书、开源证券研究所

**智能音频赛道是个持续扩张的优质赛道：**智能音频 SoC 芯片起于智能音箱，盛于智能耳机。由于语音是人机交流的重要媒介，随着智能物联网时代的到来，智能语音交互的场景越来越多，照明、门锁、空调、车载支架等终端设备正在快速的语音化。并

且，随着智能语音设备的增多，越来越多的消费者对智能语音交互越来越习惯，也进一步推动了智能语音设备丰富性的提升。

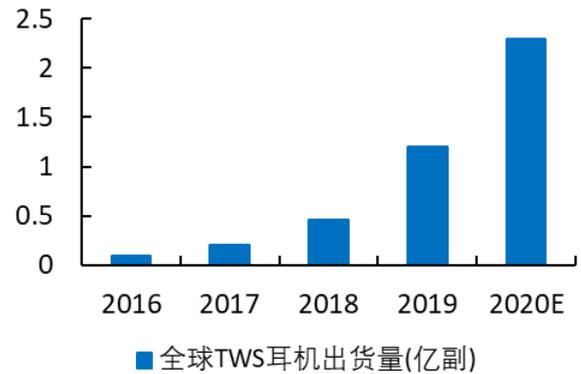
**TWS 市场快速扩张：**自 2016 年底苹果推出第一代 AirPods 以来，全球 TWS 耳机出货量快速攀升，从 2016 年的 918 万副提升至 2020 年的 2.3 亿副。TWS 耳机出货量提升的背后是消费习惯的变迁，预计随着 TWS 产品的持续迭代，全球 TWS 耳机的出货量有望持续提升。

图21: 物联网时代的到来将提升智能音频设备的丰富性



资料来源：恒玄科技招股书、开源证券研究所

图22: 全球 TWS 产品出货量快速攀升

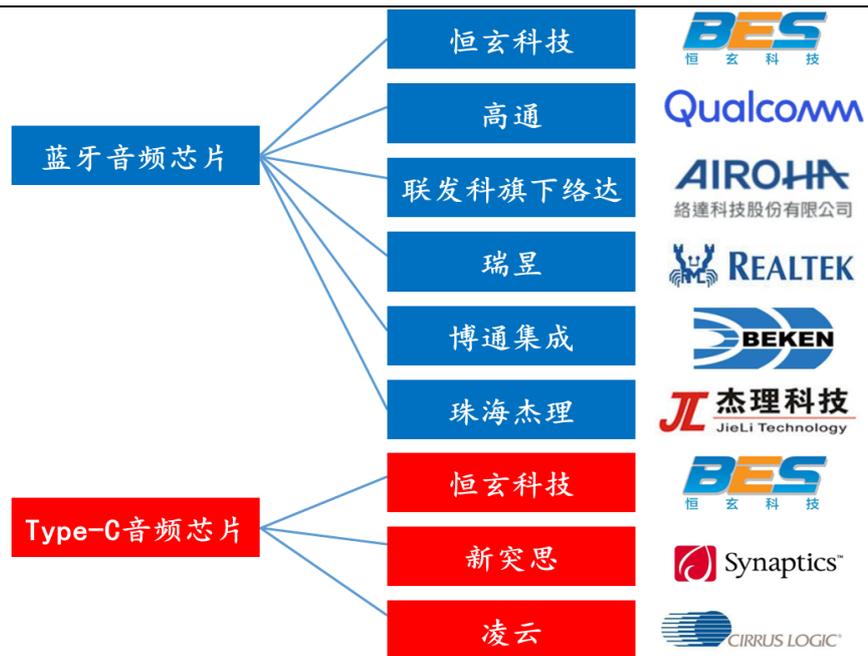


数据来源：Counterpoint、开源证券研究所

### 3.2、专注音频降噪技术，芯片性能达国际一流水准

**竞争对手主要为国内外芯片龙头：**在蓝牙音频芯片市场，恒玄科技的竞争对手有高通、联发科、瑞昱等国际芯片巨头。海外巨头对智能蓝牙音频芯片的布局一方面表现出该市场是个高度竞争的赛道，另一方面也对恒玄科技的技术研发实力和产品迭代速度形成背书作用。

图23: 核心产品的竞争对手主要为国内外芯片龙头



资料来源：恒玄科技招股书、开源证券研究所

恒玄科技的芯片成功应用于国产主流手机厂商的 TWS 耳机: 如表 4 所示, 恒玄科技已成功导入华为、小米、OPPO、魅族等国内手机品牌厂商的供应链, 并且, 其主动降噪音频芯片已成功实现对三星 Galaxy Buds Live 的突破。依托多家品牌厂商的顺利导入, 恒玄科技享有较好的价格区间定位和产品迭代支持。

表4: 恒玄科技的芯片成功应用于国产主流手机厂商的 TWS 耳机

品牌	耳机型号	主控芯片
苹果	AirPods	苹果 W1
	AirPods 2	苹果 H1
	AirPods Pro	苹果 H1
三星	Galaxy Icon X	博通 (Broadcom) BCM43436
	Galaxy Buds	博通 (Broadcom) BCM43014
	Galaxy Buds+	博通 (Broadcom) BCM43015
	Galaxy Buds Live	蓝牙芯片为博通 (Broadcom) BCM43015 主动降噪音频芯片为恒玄 BES3008 系列
华为	FreeBuds	恒玄 BES2000 系列
	FreeBuds 2/Pro	恒玄 BES2300 系列
	FlyPods	恒玄 BES2300 系列
	FreeBuds 3/Pro	华为海思麒麟 A1
	FlyPods 3	恒玄 BES2300 系列
小米	AirDots 青春版	瑞昱 RTL8763BFR
	Air	恒玄 WT200 系列
	Redmi AirDots	瑞昱 RTL8763BFR
	Air 2	恒玄 WT230 系列
	Air 2s	恒玄 WT230 系列
OPPO	Air 2se	恒玄 BES2300 系列
	O-Free	高通 QCC3026
	Enco Free	恒玄 BES2300 系列
	Enco W31	恒玄 BES2300 系列
	Enco W31 灵动版	恒玄 WT230 系列
vivo	Enco W51	恒玄 BES2300 系列
	TWS Earphone	高通 QCC512X
魅族	TWS Neo	高通 QCC3046
	Pop	恒玄 BES2000 系列
锤子	Pop 2	恒玄 BES2000 系列
	Smartisan	恒玄 WT230 系列
努比亚	nubia Pods	高通 QCC3020
	Buds Ai	络达 AB1536
Realme	Buds Q	恒玄 WT230 系列
	OnePlus Buds	恒玄 BES2300 系列

资料来源: 我爱音频网、恒玄科技招股书、开源证券研究所

**产品参数弱于苹果, 但强于高通、联发科:** 苹果是智能蓝牙音频芯片的技术领跑者。如表 5 所示, 手机厂商的自研芯片往往不集成主动降噪技术, 然而, 芯片设计厂商出于对晶圆成本和功能完备性的考虑采用单芯片集成方案。相对于芯片设计类的竞

争对手，恒玄科技的产品在工艺制程、信噪比、功耗等参数均优于高通和联发科的产品。

**表5: 智能蓝牙音频芯片: 恒玄科技的产品参数弱于苹果, 但强于高通、联发科**

产品型号	发行时间	是否集成主动降噪	工艺制程	信噪比	功耗
恒玄 BES2300	2018 年	单芯片集成	28nm	110dB	5mA
苹果 H1	2019 年	否	16nm		<5mA
海思麒麟 A1	2019 年	否			
高通 QCC512X	2018 年	单芯片集成	40nm	98dB	6mA
联发科 AB155X	2019 年	单芯片集成	55nm	100dB	>6mA

资料来源: 恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

**恒玄科技的主动降噪技术处于领先地位:** 依托高保真和高速率的性能优势, Type-C 接口对 USB Type A/B 接口的替代持续加深。不同于蓝牙音频芯片所应用的 TWS 耳机需要重点应对功耗问题, 有线耳机更需要应对信号失真问题, 因此, 恒玄科技在 Type-C 音频芯片方面重点发力降噪技术并达到了国际一流技术水平。

**表6: Type-C 音频芯片: 恒玄科技专注于音频降噪技术**

公司	集成度	信噪比	工艺制程	主动降噪	通话降噪
恒玄科技	单芯片	120dB	40nm	支持	多麦克风降噪
竞争对手一	单芯片	120dB	55nm	不支持	双麦克风降噪
竞争对手二	双芯片	130dB	180nm+55nm	不支持	单麦克风降噪

资料来源: 恒玄科技招股说明书、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

(1) 受新冠疫情影响, 2020H1 公司普通蓝牙音频芯片营收显著下滑; 考虑双十一、黑五、双十二等购物节的额带动作用, 我们认为 2020H2 该业务营收将显著回暖。预计 2020/2021/2022 普通蓝牙音频芯片营收增速分别为 10%/30%/30%。

(2) 受益于手机品牌厂商和专业音频厂商的持续推广, 智能蓝牙音频芯片正处于高速迭代期, 我们认为 2020-2022 年公司智能蓝牙音频芯片将保持高速增长趋势。2020/2021/2022 智能蓝牙音频芯片营收增速分别为 120%/100%/50%。

(3) 随着 Type-C 接口对 Type-A/B 接口的替代, 但考虑到无线耳机对有线耳机的持续渗透, 我们认为 2020-2022 年公司 Type-C 音频芯片营收将处于稳步增长趋势。2020/2021/2022 Type-C 音频芯片营收增速分别为 30%/50%/50%。

### 4.2、盈利预测与估值

公司是国内音频芯片领军厂商之一。我们认为, 随着物联网时代的到来, 叠加消费者生活习惯的变迁, 公司的音频芯片将深度受益于 TWS 耳机的持续渗透和智能家居终端的语音化趋势。

我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 1.77/3.82/5.59 亿 (同比增速分别为 163.4%/115.0%/46.4%), 对应 EPS 为 1.48/3.18/4.66 元, 当前股价对应 PE 为 223/104/71 倍。公司作为 A 股智能音频芯片核心标的, 具备一定的稀缺性, 但是,

受新股热情和 TWS 渗透速度较快的影响，恒玄科技目前估值水平相较半导体设计行业平均水平而言较高，但随着业绩的逐步兑现，公司估值预将回归合理水平。

首次覆盖给予“增持”评级。

**表7：半导体设计行业上市公司估值情况：恒玄科技作为 A 股智能音频芯片龙头厂商具有稀缺性**

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
688536.SH	思瑞浦	429.88	904.8	172.9	25.0	40.7	485	178	142	101
688368.SH	晶丰明源	167.91	13.5	-37.5	154.3	70.6	112	179	70	41
300661.SZ	圣邦股份	272.79	69.8	30.7	37.1	37.7	241	184	134	98
	行业平均						279	180	115	80
688608.SH	恒玄科技	330.00	3705.8	163.4	115.0	46.4	588	223	104	71

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/12/23）

## 5、风险提示

大客户存在砍单风险，或使业绩有所承压；

TWS 耳机渗透速度放缓，影响智能蓝牙音频芯片放量速度；

音频芯片研发进度和迭代速度存在较大不确定性。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	195	596	881	1350	2000
现金	68	418	616	895	1425
应收票据及应收账款	24	10	43	47	83
其他应收款	3	2	5	7	11
预付账款	10	1	15	13	28
存货	85	152	189	376	440
其他流动资产	6	12	12	12	12
<b>非流动资产</b>	21	35	36	38	45
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4	7	6	5	10
无形资产	14	25	27	30	33
其他非流动资产	2	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	216	631	917	1388	2045
<b>流动负债</b>	99	107	186	275	373
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	87	80	161	239	339
其他流动负债	12	27	24	36	34
<b>非流动负债</b>	3	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	102	109	187	276	375
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	9	90	120	120	120
资本公积	300	404	404	404	404
留存收益	-194	28	206	587	1146
<b>归属母公司股东权益</b>	114	522	730	1111	1670
负债和股东权益	216	631	917	1388	2045

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-15	56	156	262	508
净利润	2	67	177	382	559
折旧摊销	4	11	4	4	6
财务费用	-2	-1	-16	-23	-35
投资损失	0	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	-25	-40	-9	-101	-21
其他经营现金流	6	21	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-15	-27	-5	-5	-12
资本支出	15	30	1	2	8
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	3	-3	-4	-5
<b>筹资活动现金流</b>	34	322	46	23	35
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	81	30	0	0
资本公积增加	58	104	0	0	0
其他筹资现金流	-25	137	16	23	35
<b>现金净增加额</b>	5	351	197	279	530

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	330	649	992	1677	2430
营业成本	211	404	582	965	1393
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	7	8	10	17	24
管理费用	24	46	50	67	97
研发费用	87	132	189	268	389
财务费用	-2	-1	-16	-23	-35
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
其他收益	2	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	1	1	1
资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	3	69	178	384	563
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	1
<b>利润总额</b>	2	69	177	383	562
所得税	0	1	0	2	3
<b>净利润</b>	2	67	177	382	559
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	2	67	177	382	559
EBITDA	4	67	166	365	533
EPS(元)	0.01	0.56	1.48	3.18	4.66

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	290.2	96.6	52.9	69.1	44.9
营业利润(%)	102.1	2166.1	158.8	115.9	46.6
归属于母公司净利润(%)	-101.2	3705.8	163.4	115.0	46.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	36.2	37.7	41.3	42.5	42.7
净利率(%)	0.5	10.4	17.9	22.8	23.0
ROE(%)	1.6	12.9	25.4	35.3	34.1
ROIC(%)	-0.2	10.5	23.1	33.2	31.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.1	17.2	20.4	19.9	18.3
净负债比率(%)	-57.0	-79.8	-87.8	-82.6	-86.8
流动比率	2.0	5.6	4.7	4.9	5.4
速动比率	1.0	4.0	3.6	3.5	4.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.0	1.5	1.3	1.5	1.4
应收账款周转率	23.8	37.4	37.4	37.4	37.4
应付账款周转率	3.6	4.8	4.8	4.8	4.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.56	1.48	3.18	4.66
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	0.47	1.30	2.18	4.23
每股净资产(最新摊薄)	0.95	4.35	5.83	9.01	13.67
<b>估值比率</b>					
P/E	22367.3	587.7	223.1	103.8	70.9
P/B	347.1	75.9	56.6	36.6	24.1
EV/EBITDA	10269.4	581.7	235.1	106.0	71.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn