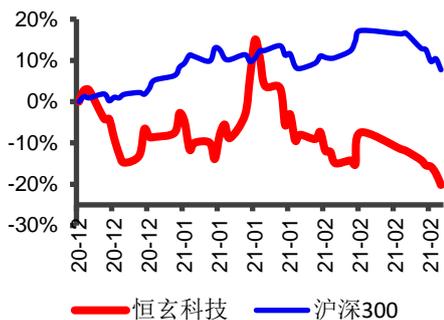




业绩快报符合预期，产品高端化放量

投资评级：增持

报告日期:	2021-03-01
收盘价(元)	288.90
近12个月最高/最低(元)	417.69/276.50
总股本(亿股)	1.20
流通股本(亿股)	0.23
流通股比例(%)	19.17%
总市值(亿元)	347
流通市值(亿元)	66



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

研究助理：华晋书

执业证书号：S0010119040018

邮箱：huajs@hazq.com

相关报告

1.1.《华安证券_恒玄科技(688608): TWS 乘风起航, 全面布局智能音频》2020-12-15

事件:

恒玄科技发布业绩快报, 2020 年归属于母公司所有者的净利润 1.98 亿元, 同比增长 194.44%; 营业收入 10.61 亿元, 同比增长 63.55%; 基本每股收益 2.2 元, 同比增长 164.4%。

主要观点:

◆ 顺应 TWS 风口, 树立蓝牙音频核心竞争力

消费者对于 TWS 耳机保持了较高的更新频率, 无论从存量还是增量市场看, TWS 耳机未来市场仍旧增长空间大。Counterpoint 预计 2020 年 TWS 出货量将达到 2.30 亿副, 同比增长 90%, 2019 至 2022 年的年复合增长率预计高达 80%。

公司已进入多家主流手机品牌和专业音频厂商的供应链体系, 2019 年推出的产品大幅缩小了 TWS 耳机行业其他品牌产品与苹果 AirPods 的体验差距, 新一代蓝牙 5.2 产品也获得品牌商认可。

◆ 研发助力新产品高端化, 净利率提升明显

2020 年净利率 18.68%, 相比于 2019 年提高了 10.3 个百分点。我们分析其原因: 1. 公司业务体量提升, 相对三费和研发占比约有降低。2. 具有竞争力的产品高端化放量拉高整体毛利率。

2300 新产品和 2500 产品在市场具有竞争力, 定价远高于原有产品线, 在原有客户的程度上开发出安克创新等新客户。强大的内生研发能力配合对市场需求的准确解读, 在丰富公司高端产品的同时也让公司产品逐渐平台化, 为公司中长期成长夯实基础。

◆ 展望可穿戴与智能家居, 积极布局智能音频领域

随着社会经济持续发展和人民生活水平的提高, 消费者对智能终端的需求不断提升。根据 Statista 预测, 2023 年智能家居市场规模将增长到 1,570 亿美元, 2023 年全球智能音箱市场将达到 230 亿美元。同时物联网、车联网、人工智能等新兴行业快速发展, 新的应用场景提出了新的技术要求。在政策、消费和产业的三重作用下, 全球联网智能硬件设备的数量呈现快速上涨的态势。

智能家居与可穿戴市场是公司重要的战略布局方向, 公司面向智能音箱应用的 WiFi/蓝牙双模 AIoTSoC 芯片已实现量产出货, 应用于智能手表的 SoC 芯片在研发过程中。公司在 Type-C 音频芯片及蓝牙音频芯片领域已经形成了技术领先优势, 在 WiFi 音频芯片大幅增加研发投入, 支持智能 WiFi 音频芯片研发。

◆ 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别是: 10.61 亿元、17.06 亿、

20.87 亿元，归母净利润分别是 1.98 亿元、3.99 亿元、5.14 亿元，对应 EPS 分别为 2.20 元、4.43 元、5.71 元。

◆ **风险提示**

行业竞争加剧；公司研发进度不及预期；下游需求放缓。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	649	1061	1706	2087	
收入同比(%)	97%	64%	61%	22%	
归属母公司净利润	67	198	399	514	
净利润同比(%)	3706%	194%	101%	29%	
毛利率(%)	37.7%	41.0%	46.1%	47.0%	
ROE(%)	12.9%	27.5%	35.6%	31.5%	
每股收益(元)	0.56	2.20	4.43	5.71	
P/E	514.52	131.15	65.22	50.61	
P/B	66.41	48.12	30.98	21.23	
EV/EBITDA	0	130	64	49	

资料来源：wind，华安证券研究所

图表目录

图表 1 恒玄科技发展历程.....	4
图表 2 公司主要产品梳理.....	4
图表 3 恒玄科技专利构成.....	4
图表 4 公司核心技术人员基本情况.....	5
图表 5 恒玄科技合作伙伴.....	5
图表 6 公司股权结构.....	6
图表 7 2017-2020 年 H1 公司营业收入 (单位: 万元)	6
图表 8 2017-2020 年 H1 公司归母净利润 (单位: 万元)	6
图表 9 2018-2020 年 H1 公司三费变化.....	6
图表 10 2018-2020 年 H1 公司毛利率、净利率变化.....	6
图表 11 2019-2020 年 H1 按产品结构营收、毛利占比.....	7
图表 12 2017-2020 年 H1 公司各业务毛利率变化.....	7
图表 13 TWS 耳机与传统有线耳机相比更加便捷.....	8
图表 14 全球 TWS 耳机出货量 (单位: 万副)	8
图表 15 消费者选购无线耳机时的参考标准 (单位: %)	9
图表 16 智能化终端设备.....	9
图表 17 物联网各应用领域 2018-2023 复合增长率 (单位: %)	9
图表 18 主流手机品牌采用的蓝牙耳机芯片方案情况.....	10
图表 19 公司智能音频 SOC 芯片.....	11
图表 20 公司蓝牙音频芯片与其他公司产品技术指标对比	11
图表 21 不同地区 4G 及 5G 手机渗透率对比.....	12

图表 1 恒玄科技发展历程



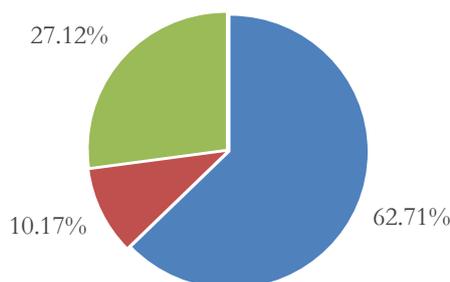
资料来源: 恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 2 公司主要产品梳理

产品类型	简介	主要终端产品形态	主要品牌客户
普通蓝牙音频芯片	主要采用 40nm 工艺, 单芯片集成 RF、PMU、CODEC、CPU; 支持前馈或反馈主动降噪, 支持 TWS。代表型号包括 BES2000 系列	TWS 耳机、颈环耳机、头戴式耳机、蓝牙音箱	华为、哈曼、OPPO、小米、SONY、AKG、JBL、Skullcandy、漫步者、万魔、谷歌、阿里、百度等
智能蓝牙音频芯片	主要采用 28nm 工艺, 功耗更低; 单芯片集成 RF、PMU、CODEC、高性能 CPU 及嵌入式语音 AI; 支持智能语音和混合主动降噪, 支持 IBRT 真无线技术。代表型号包括 BES2300 系列	TWS 智能耳机、头戴式耳机、颈环智能耳机、智能音箱	华为、三星、小米、Moto 等
Type-C 音频芯片	主要采用 40nm 工艺, 单芯片集成 USB 接口、高性能 CODEC 和耳机功放; 支持 USB2.0 高速/全速模式; 支持前馈或混合主动降噪。代表型号包括 BES3100 系列及 BES3001 系列	Type-C 耳机、Type-C 音频转换器	华为、三星、小米、Moto 等

资料来源: 恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 3 恒玄科技专利构成



■ 境内发明专利 ■ 境内实用新型专利 ■ 境外专利

资料来源：恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 4 公司核心技术人员基本情况

姓名	职务	相关经验
Liang Zhang	董事长、总经理	在 IC 设计领域拥有 20 余年的工作经历
周震	董事、研发总监	有近 20 年的模拟电路设计经验
丁霄鹏	监事、产品应用总监	在 IoT、蓝牙音频和可穿戴解决方案等领域具有丰富的研发经验。
郑涛	监事、高级研发工程师	在射频模拟电路及工艺方面具有 8 年研究及开发经历
童伟峰	高级研发工程师	拥有丰富的芯片和半导体行业研发经验
陈俊	研发总监	拥有多年的 WiFi 相关产品的研发经验

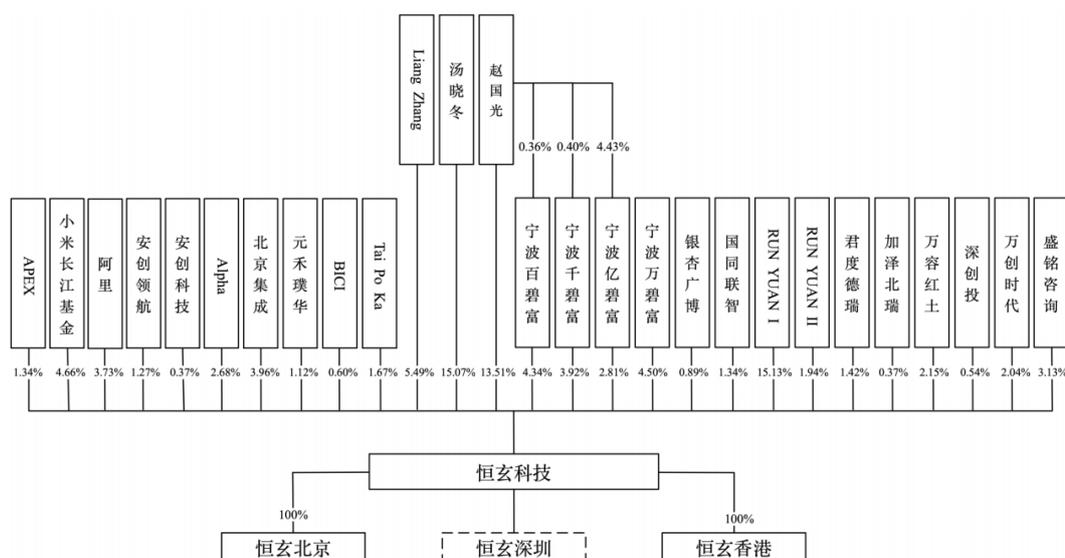
资料来源：恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 5 恒玄科技合作伙伴



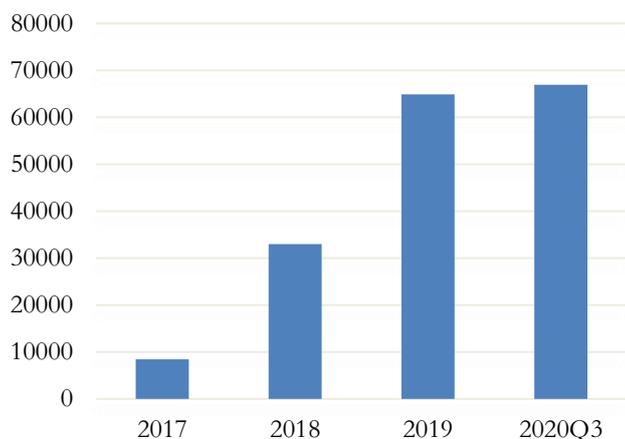
资料来源：恒玄科技官网、华安证券研究所

图表 6 公司股权结构



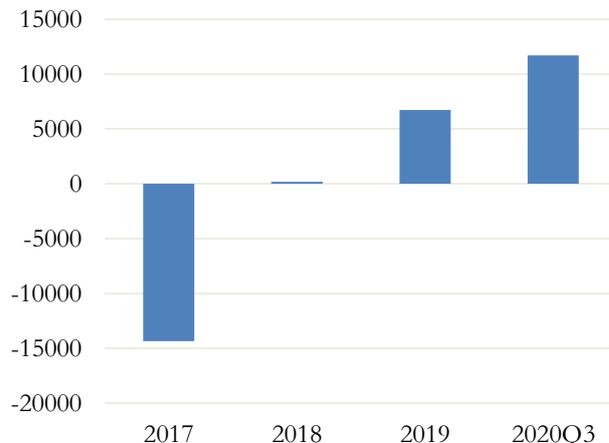
资料来源：恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 7 2017-2020 年 H1 公司营业收入 (单位: 万元)



资料来源：wind, 华安证券研究所

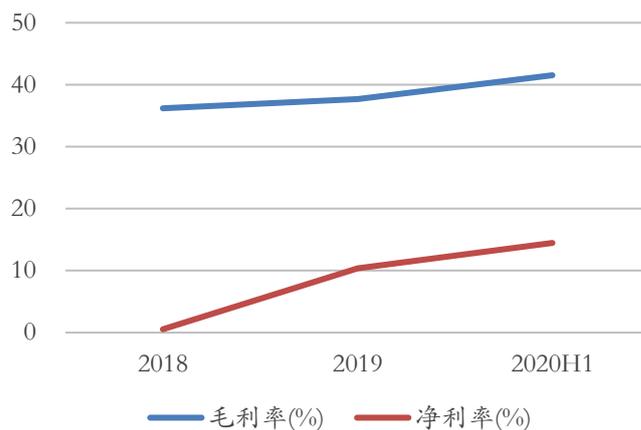
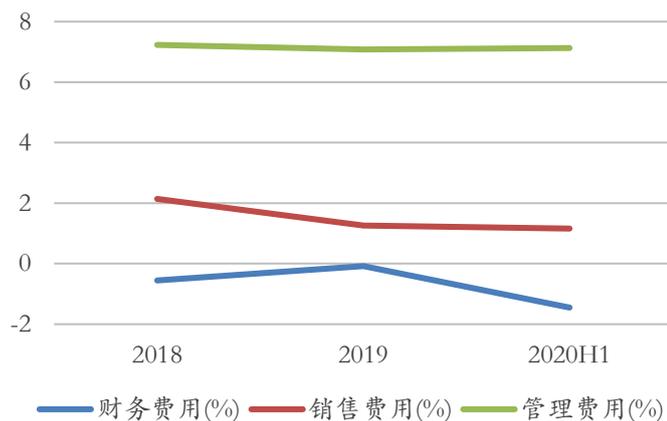
图表 8 2017-2020 年 H1 公司归母净利润 (单位: 万元)



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 9 2018-2020 年 H1 公司三费变化

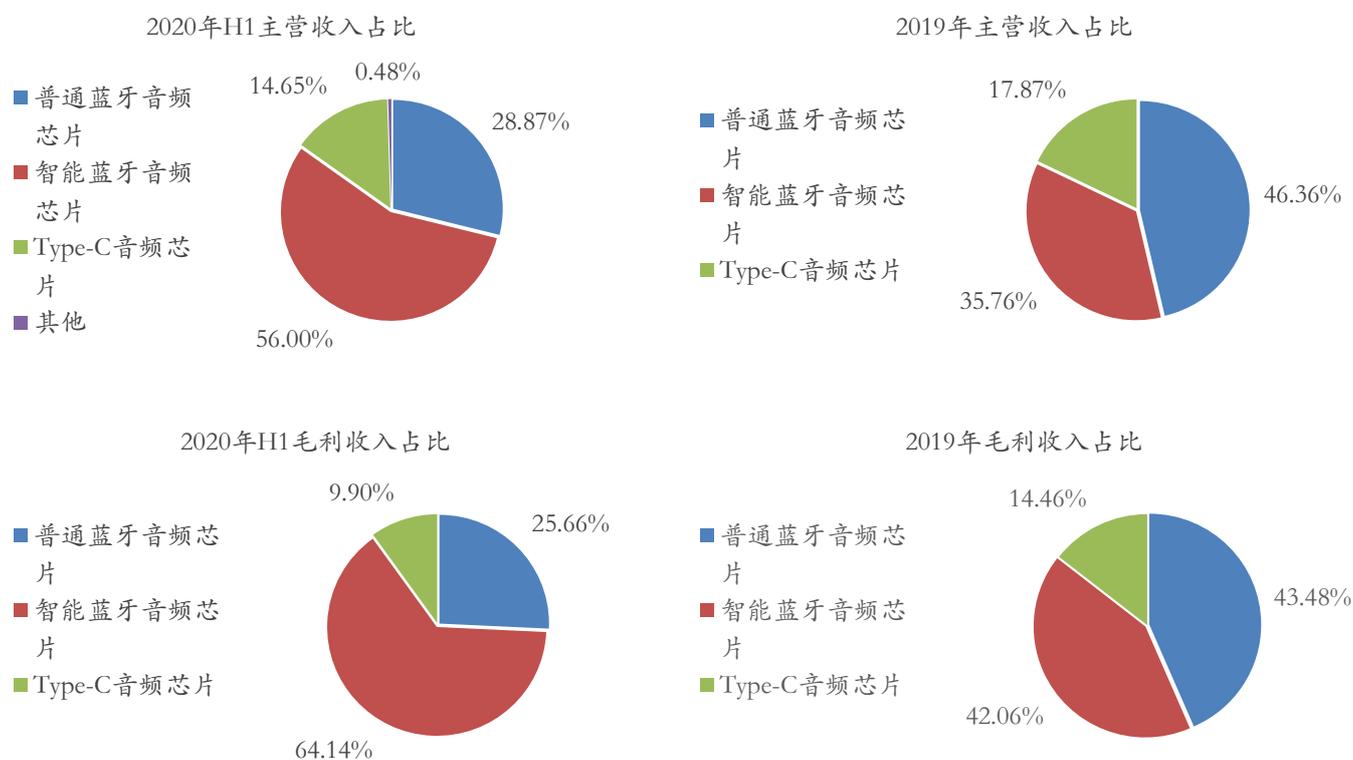
图表 10 2018-2020 年 H1 公司毛利率、净利率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

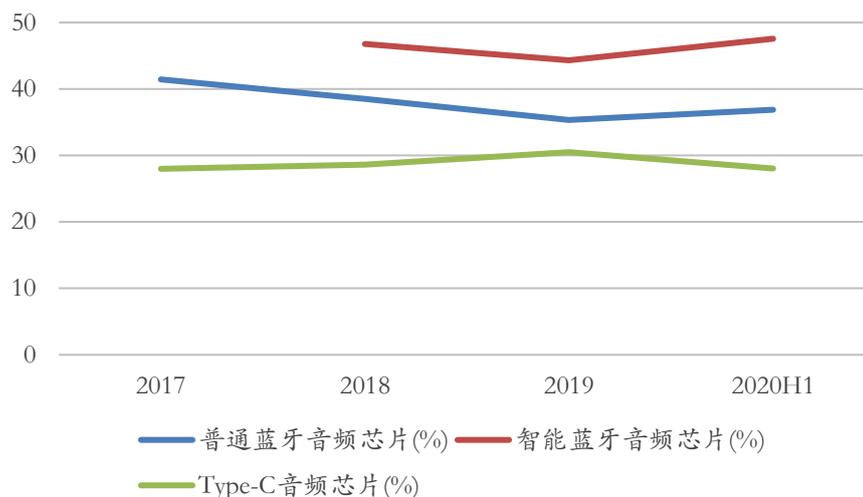
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 2019-2020 年 H1 按产品结构营收、毛利占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 2017-2020 年 H1 公司各业务毛利率变化



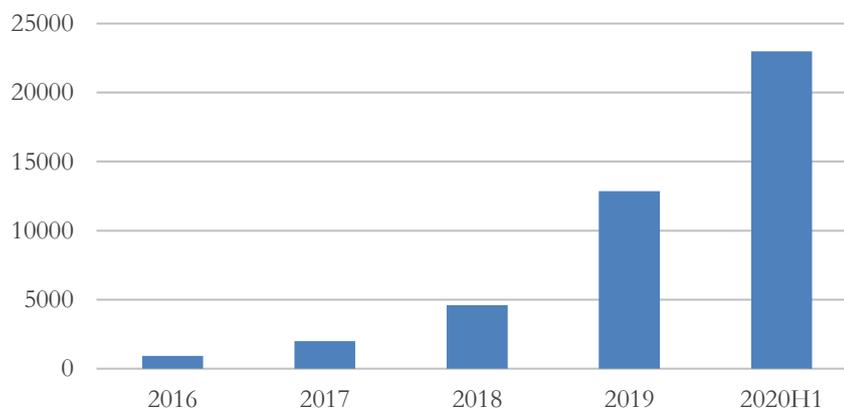
资料来源：恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 13 TWS 耳机与传统有线耳机相比更加便捷



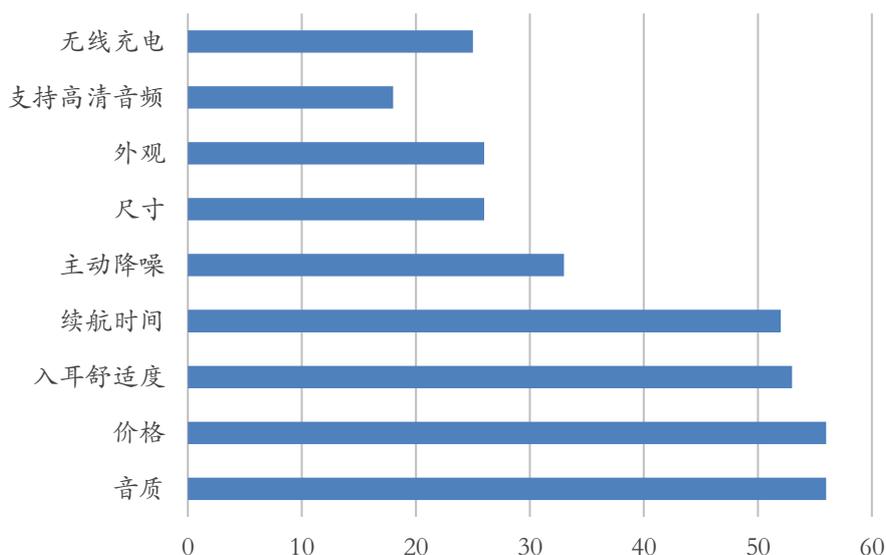
资料来源：苹果官网，华安证券研究所

图表 14 全球 TWS 耳机出货量 (单位: 万副)



资料来源：Counterpoint、华安证券研究所

图表 15 消费者选购无线耳机时的参考标准 (单位: %)



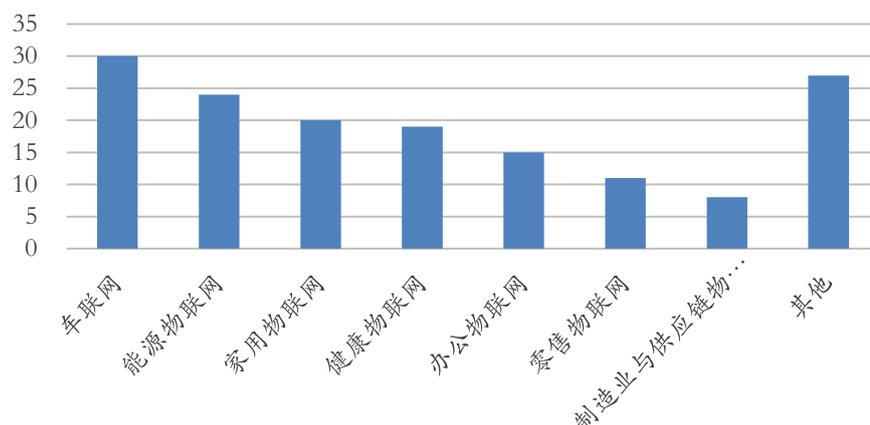
资料来源:《音频产品使用现状调研报告 2020》、华安证券研究所

图表 16 智能化终端设备



资料来源:恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 17 物联网各应用领域 2018-2023 复合增长率 (单位: %)



资料来源：《2018-2023 思科年度互联网报告》、华安证券研究所

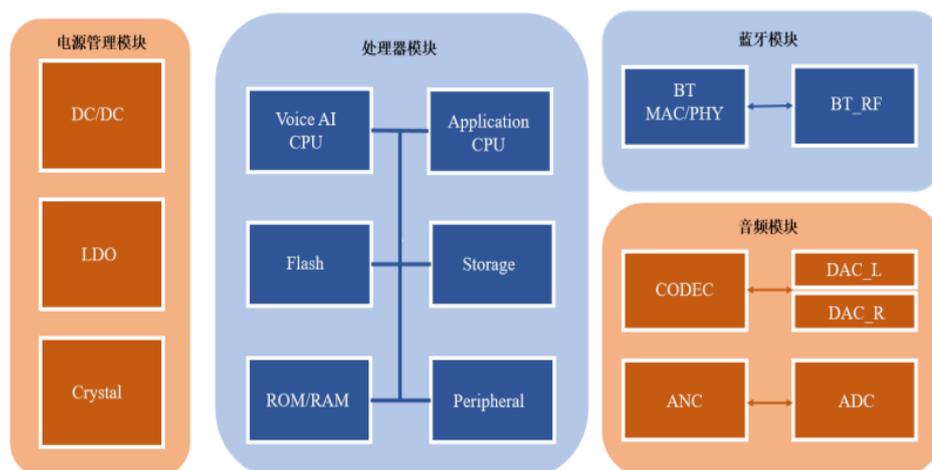
图表 18 主流手机品牌采用的蓝牙耳机芯片方案情况

品牌	耳机产品	芯片方案
苹果	AirPods	苹果 W1
	AirPods2	苹果 H1
	AirPodsPro	苹果 H1
三星	GalaxyIconX	博通 (Broadcom) BCM43436
	GalaxyBuds	博通 (Broadcom) BCM43014
	GalaxyBuds+	博通 (Broadcom) BCM43015
	GalaxyBudsLive	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
	FreeBuds2/pro	恒玄 BES2300 系列
	FlyPods	恒玄 BES2300 系列
	FreeBuds3/pro	华为海思麒麟 A1
	FlyPods3	恒玄 BES2300 系列
小米	AirDots 青春版	瑞昱 RTL8763BFR
	Air	恒玄 WT200 系列
	RedmiAirDots	瑞昱 RTL8763BFR
	Air2	恒玄 WT230 系列
	Air2s	恒玄 WT230 系列
	Air2se	恒玄 BES2300 系列
OPPO	O-Free	高通 QCC3026
	EncoFree	恒玄 BES2300 系列
	EncoW31	恒玄 BES2300 系列

	EncoW31 灵动版	恒玄 WT230 系列
	EncoW51	恒玄 BES2300 系列
vivo	TWSEarphone	高通 QCC512X
	TWSNeo	高通 QCC3046
魅族	Pop	恒玄 BES2000 系列
	Pop2	恒玄 BES2300 系列
锤子	Smartisan	恒玄 WT230 系列
努比亚	nubiaPods	高通 QCC3020
Realme	BudsAir	络达 AB1536
	BudsQ	恒玄 WT230 系列
OnePlus	OnePlusBuds	恒玄 BES2300 系列

资料来源：恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 19 公司智能音频 SoC 芯片



资料来源：恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 20 公司蓝牙音频芯片与其他公司产品技术指标对比

指标	恒玄科技	苹果	华为海思	高通	联发科
型号	BES2300	H1	麒麟 A1	QCC512X	AB155X
推出时间	2018 年	2019 年	2019 年	2018 年	2019 年
双路传输	IBRT 技术	监听技术	双通道传输	TWSplus 技术	MCSync 技术
是否集成主动降噪	单芯片集成	否	否	单芯片集成	单芯片集成
是否集成语音唤醒	是	否	否	是	否

CPU	300MHzDual-coreARMCM4F	未公开	未公开	120MHzDualKalimbaAudioDSP	156MHzARMCM4F+312MHzHiFiAudioDSP
RAM	1MB	未公开	未公开	256KB	608KB
信噪比	110dB	未公开	未公开	98dB	100dB
工艺制程	28nm	16nm	未公开	40nm	55nm
功耗	5mA	<5mA	未公开	6mA	>6mA

资料来源：恒玄科技招股说明书、华安证券研究所

图表 21 不同地区 4G 及 5G 手机渗透率对比

地区	4G 手机渗透率					5G 手机渗透率	
	2015	2016	2017	2018	2019	2019	2020
全球	49.17%	61.19%	68.03%	74.08%	75.80%	0.89%	10.13%
中国大陆	88.68%	93.13%	95.20%	95.49%	93.49%	2.42%	36.13%
日本	78.31%	88.89%	98.06%	99.06%	99.26%	0.00%	5.10%
韩国	94.98%	96.83%	97.64%	99.06%	73.04%	26.27%	29.79%
其他亚太地区	19.40%	34.68%	48.66%	63.01%	67.74%	0.04%	0.91%
美国	74.98%	87.41%	93.92%	98.62%	98.58%	0.93%	7.15%
加拿大	92.04%	95.85%	96.54%	99.38%	99.86%	0.00%	9.41%
西欧	72.61%	82.77%	86.07%	90.47%	92.42%	0.36%	5.30%
中欧及东欧	30.73%	47.04%	60.44%	72.39%	78.07%	0.02%	0.89%
拉丁美洲	24.70%	54.05%	74.37%	81.46%	85.46%	0.00%	0.08%
中东和非洲	19.42%	26.13%	29.89%	35.22%	40.07%	0.00%	0.10%

资料来源：IDC、华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	596	841	1,332	1,905
现金	418	568	916	1,395
应收账款	12	20	36	47
其他应收款	2	4	9	8
预付账款	1	10	21	23
存货	152	223	328	402
其他流动资产	10	16	24	31
非流动资产	35	33	32	31
长期投资	0	0	0	0
固定资产	7	7	6	6
无形资产	25	23	22	20
其他非流动资产	2	3	4	5
资产总计	631	874	1,365	1,936
流动负债	107	151	241	298
短期借款	0	0	0	0
应付账款	80	124	204	246
其他流动负债	27	27	37	52
非流动负债	2	3	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	3	5	5
负债合计	109	154	246	303
少数股东权益	0	0	0	0
股本	90	90	90	90
资本公积	404	404	404	404
留存收益	28	226	625	1,139
归属母公司股东	522	720	1,119	1,633
负债和股东权	631	874	1,365	1,936

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	56	140	335	460
净利润	67	198	399	514
折旧摊销	11	2	2	2
财务费用	1	(7)	(11)	(17)
投资损失	(3)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(49)	(51)	(53)	(37)
其他经营现金	29	0	0	0
投资活动现金	(27)	2	2	2
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(27)	2	2	2
筹资活动现金	322	7	11	17
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	81	0	0	0
资本公积增加	104	0	0	0
其他筹资现金	137	7	11	17
现金净增加额	352	149	348	479

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	649	1,061	1,706	2,087
营业成本	404	626	920	1,106
营业税金及附加	0	1	2	2
销售费用	8	12	19	23
管理费用	178	230	370	445
财务费用	(1)	(7)	(11)	(17)
资产减值损失	(2)	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	2
营业利润	69	202	408	530
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	69	202	408	530
所得税	1	4	9	16
净利润	67	198	399	514
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	67	198	399	514
EBITDA	205	197	399	515
EPS (元)	0.56	2.20	4.43	5.71

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	96.65%	63.53%	60.74%	22.39%
营业利润	2166.10%	194.19%	101.89%	29.95%
归属于母公司净	3705.77%	194.23%	101.08%	28.89%
获利能力				
毛利率(%)	37.69%	41.02%	46.08%	47.02%
净利率(%)	10.38%	10.38%	18.68%	23.37%
ROE(%)	12.91%	27.52%	35.62%	31.47%
ROIC(%)	149.72%	187.93%	107.01%	91.97%
偿债能力				
资产负债率(%)	17.25%	17.60%	18.01%	15.67%
净负债比率(%)	-60.65%	-63.68%	-68.07%	-70.35%
流动比率	5.57	5.57	5.53	6.39
速动比率	4.15	4.09	4.17	5.04
营运能力				
总资产周转率	1.53	1.41	1.52	1.26
应收账款周转	37.42	80.26	78.76	63.78
应付账款周转	7.73	10.39	10.42	9.28
每股指标(元)				
每股收益(最新)	0.56	2.20	4.43	5.71
每股经营现金	0.47	1.16	2.79	3.83
每股净资产(最)	4.35	6.00	9.33	13.61
估值比率				
P/E	532.3	135.7	67.5	52.4
P/B	68.7	49.8	32.1	22.0
EV/EBITDA	0.00	134.84	65.98	50.34

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监；华安证券研究所所长，TMT 首席分析师；新财富最佳分析师。

研究助理：华晋书，电子行业高级研究员，电子科技大学集成电路硕士，3 年博世半导体研发经验，现从事半导体、PCB 方向研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。市场基准指数为沪深 300 指数。