

业绩持续高增，智能物联网前景广阔

恒玄科技(688608)

事件概述

公司发布 2020 年年报，报告期内，公司实现营业收入 106,117.11 万元，同比增长 63.55%。归属于母公司所有者的净利润 19,839.05 万元，同比增长 194.44%。归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 17,121.62 万元，同比增长 212.53%。基本每股收益 2.2043 元，同比增长 164.40%。公司发布 2021 年一季报，2021 年一季度公司营业收入较去年同期增加 16,120.94 万元，增长 124.55%，一季度实现归属于上市公司股东的净利润 7,972.72 万元，扣除非经常性损益的净利润 5,152.78 万元，较去年同期增长 4,751.05%和 1,805.84%。

分析判断：

国内音频 SoC 龙头业绩高增，智能蓝牙快速增长

公司主营业务为智能音频 SoC 芯片的研发、设计与销售，为客户提供 AIoT 场景下具有语音交互能力的边缘智能主控平台芯片，产品广泛应用于智能蓝牙耳机、Type-C 耳机、WiFi 智能音箱等低功耗智能音频终端产品。公司产品已经进入三星、华为、OPPO、小米等全球主流安卓手机品牌，同时也进入包括哈曼、SONY、Skullcandy、漫步者、万魔等专业音频厂商，并在谷歌、阿里、百度等互联网公司的智能音频产品中得到应用。分产品来看，2020 年公司智能蓝牙产品实现营收 546,201,789.03 元，营收增速同比高达 135.38%，远高于普通蓝牙产品、Type-C 产品的业绩增速，是拉动公司业绩增长的主要推动力，公司智能蓝牙产品 2020 年毛利率为 47.26%，也远高于普通蓝牙和 Type-C 产品的毛利率，因此智能蓝牙产品的快速增长也推动了公司整体毛利率的提升，2020 年公司整体毛利率为 40.05%，比上年增加了 2.37 个百分点。我们认为，智能化是大势所趋，伴随着产业链进一步成熟，智能蓝牙的渗透率会持续提升，公司智能蓝牙音频芯片的收入占比也将有望进一步提高。公司智能蓝牙音频芯片单芯片集成 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。公司该系列产品由于性能优异，目前已经搭配在诸多知名品牌的终端产品中，如 2020 年三星发布的旗下首款真无线降噪耳机 Galaxy Buds Live，使用的是恒玄科技 BES3003 智能语音处理器，集成音频 codec，高性能混合主动降噪、低功耗语音唤醒和识别。

核心技术不断提升，智能物联网前景广阔

首先，由于公司创始人和核心团队人员均具有丰富的产业经验，以 Liang Zhang 为例，曾在 Rockwell Semiconductor Systems、Marvell Technology Group Ltd.、Analogix Semiconductor, Inc.、锐迪科微电子多家国际知名集成电路公司担任技术及管理

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	
目标价格：	
最新收盘价：	287.6
股票代码：	688608
52 周最高价/最低价：	417.69/220.19
总市值(亿)	345.12
自由流通市值(亿)	66.09
自由流通股数(百万)	22.98



分析师：孙远峰

邮箱：sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

分析师：王臣复

邮箱：wangcf1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110004

相关研究

1. 【华西电子】恒玄科技(688608)新股报告：专注智能音频 SoC 芯片，迎行业风口快速发展

2020.12.16

类职位，在 IC 设计领域拥有 20 余年的工作经历。因此公司核心团队具备雄厚的研发实力和丰富的产业链资源。然后，公司也在持续不断的大力投入研发，使得公司在超低功耗射频技术、高性能音频 CODEC 技术、混合主动降噪技术、蓝牙 TWS 技术、嵌入式语音 AI 技术、WiFi 技术等多方面形成了较强的竞争优势，在面对市场规模巨大的智能物联网时，将成为推动公司业绩持续高增的重要因素之一。2020 年，公司研发费用 17,263.80 万元，同比增长 30.43%，占公司营业收入的 16.27%。研发团队从 2019 年末 160 人增长至 2020 年末 198 人，占全部员工的 81.48%。

投资建议

考虑到公司作为国内音频 SoC 芯片龙头，在下游终端品牌相关产品上大量导入，公司具备强大的技术实力和产业链资源，且下游智能物联网市场规模巨大且处于加速落地期，我们预计公司 2021-2023 年的营收分别为 19.78 亿元、30.24 亿元、36.39 亿元，预计归母净利润分别为 4.18 亿元、6.12 亿元、7.24 亿元，对应的 EPS 分别为 3.48 元、5.10 元、6.03 元，对应的 PE 分别为 82.62 倍、56.43 倍、47.70 倍，给予“买入”评级。

风险提示

技术风险；行业竞争加剧；宏观环境变化风险；重大突发公共卫生事件的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	649	1,061	1,978	3,024	3,639
YoY (%)	96.6%	63.5%	86.4%	52.8%	20.4%
归母净利润(百万元)	67	198	418	612	724
YoY (%)	3705.8%	194.4%	110.5%	46.4%	18.3%
毛利率 (%)	37.7%	40.1%	43.0%	42.5%	42.2%
每股收益 (元)	0.56	1.65	3.48	5.10	6.03
ROE	12.9%	3.6%	7.1%	9.4%	10.0%
市盈率	512.21	173.96	82.62	56.43	47.70

资料来源：Wind，华西证券研究所

华西电子-走进“芯”时代系列深度报告，全面覆盖半导体设计、制造、封测、设备、材料等各产业链环节和重点公司，敬请关注公众号“远峰电子”



华西电子【走进“芯”时代系列深度报告】

- 1、芯时代之一_半导体重磅深度《新兴技术共振进口替代，迎来全产业链投资机会》
- 2、芯时代之二_深度纪要《国产芯投资机会暨权威专家电话会》
- 3、芯时代之三_深度纪要《半导体分析和投资策略电话会》
- 4、芯时代之四_市场首篇模拟 IC 深度《下游应用增量不断，模拟 IC 加速发展》
- 5、芯时代之五_存储器深度《存储产业链战略升级，开启国产替代“芯”篇章》
- 6、芯时代之六_功率半导体深度《功率半导体处黄金赛道，迎进口替代良机》
- 7、芯时代之七_半导体材料深度《铸行业发展基石，迎进口替代契机》
- 8、芯时代之八_深度纪要《功率半导体重磅专家交流电话会》
- 9、芯时代之九_半导体设备深度《进口替代促景气度提升，设备长期发展明朗》
- 10、芯时代之十_3D/新器件《先进封装和新器件，续写集成电路新篇章》
- 11、芯时代之十一_IC 载板和 SLP《IC 载板及 SLP，集成提升的板级贡献》
- 12、芯时代之十二_智能处理器《人工智能助力，国产芯有望“换”道超车》
- 13、芯时代之十三_封测《先进封装大势所趋，国家战略助推成长》
- 14、芯时代之十四_大硅片《供需缺口持续，国产化蓄势待发》
- 15、芯时代之十五_化合物《下一代半导体材料，5G 助力市场成长》
- 16、芯时代之十六_制造《国产替代加速，拉动全产业链发展》
- 17、芯时代之十七_北方华创《双结构化特建机遇，由大做强倍显张力》
- 18、芯时代之十八_斯达半导《铸 IGBT 功率基石，创多领域市场契机》
- 19、芯时代之十九_功率半导体深度②《产业链逐步成熟，功率器件迎黄金发展期》
- 20、芯时代之二十_汇顶科技《光电传感创新领跑，多维布局引领未来》
- 21、芯时代之二十一_华润微《功率半导专芯致志，特色工艺术业专攻》
- 22、芯时代之二十二_大硅片*重磅深度《半导材料第一蓝海，硅片融合工艺创新》
- 23、芯时代之二十三_卓胜微《5G 赛道射频芯片龙头，国产替代正当时》
- 24、芯时代之二十四_沪硅产业《硅片“芯”材蓄势待发，商用量产空间广阔》
- 25、芯时代之二十五_韦尔股份《光电传感稳创领先，系统方案展创宏图》
- 26、芯时代之二十六_中环股份《半导硅片厚积薄发，特有赛道独树一帜》
- 27、芯时代之二十七_射频芯片《射频芯片千亿空间，国产替代曙光乍现》
- 28、芯时代之二十八_中芯国际《代工龙头创领升级，产业联动芯火燎原》
- 29、芯时代之二十九_寒武纪《AI 芯片国内龙头，高研发投入前景可期》
- 30、芯时代之三十_芯朋微《国产电源 IC 十年磨一剑，铸就国内升级替代》
- 31、芯时代之三十一_射频 PA《射频 PA 革新不止，万物互联广袤无限》
- 32、芯时代之三十二_中微公司《国内半导刻蚀巨头，迈内生&外延平台化》

- 33、芯时代之三十三_芯原股份《国内 IP 龙头厂商，推动 SiPaaS 模式发展》
- 34、芯时代之三十四_模拟 IC 深度 PPT《模拟 IC 黄金赛道，本土配套渐入佳境》
- 35、芯时代之三十五_芯海科技《高精度测量 ADC+MCU+AI，切入蓝海赛道超芯星》
- 36、芯时代之三十六_功率&化合物深度《扩容&替代提速，化合物布局长远》
- 37、芯时代之三十七_恒玄科技《专注智能音频 SoC 芯片，迎行业风口快速发展》
- 38、芯时代之三十八_和而泰《从高端到更高端，芯平台创新格局》
- 39、芯时代之三十九_家电芯深度 PPT《家电芯配套渐完善，增存量机遇筑蓝海》

1. 盈利预测

1、目前 TWS 耳机产业已经跨过连接稳定性等问题的门槛开始迈入智能化阶段，耳机智能化已经是明确的发展趋势，顺应了这个趋势，2018 年初开始公司推出了新一代超低功耗的智能蓝牙音频芯片，并逐步在多家主流手机品牌及专业音频厂商的新产品中导入，考虑到整个 TWS 耳机行业目前仍然处于快速发展期，特别是安卓阵营的品牌厂商陆续开始发力，而恒玄作为国内蓝牙音频 SoC 芯片的龙头，将享受行业 β 和公司 α，智能蓝牙音频芯片销量将有望快速增长，考虑到整个产业仍然处于不断升级的过程中，产品需要持续迭代并提升性能和扩大功能，我们判断智能蓝牙音频芯片在未来一段时间仍将保持较高的价格和毛利率；

2、未来 TWS 耳机行业将从多方竞争山寨、品牌并行走向品牌主导的阶段，预计各品牌厂商终端产品的推出会相对挤压到白牌等中低端市场，目前智能手机不再配送耳机已经形成趋势，公司 Type-C 音频芯片主要应用于华为、三星和小米的 Type-C 耳机，品牌端 TWS 耳机向更低的价格渗透将对 Type-C 耳机产业也会造成一定程度的影响，我们认为未来伴随着公司智能蓝牙音频芯片销售的快速增长，公司普通蓝牙音频芯片和 Type-C 音频芯片虽然也有保持增长的动能，但两者的占比将大概率进一步降低。同时，中低端产品竞争激烈，对于产品毛利率也会形成一定程度的压制。

表 1 盈利预测（单位：亿元）

	2020 年	2021E	2022E	2023E
普通蓝牙音频芯片	3.35	3.68	4.05	3.24
YoY (%)	11.21%	10.00%	10.00%	-20%
销售毛利率 (%)	34.74%	34.00%	33.00%	30.00%
智能蓝牙音频芯片	5.46	13.66	23.21	30.18
YoY (%)	135.38%	150.00%	70.00%	30.00%
销售毛利率 (%)	47.26%	48.00%	46.00%	45.00%
Type-C 音频芯片	0.86	1.03	1.13	1.13
YoY (%)	-25.94%	20.00%	10.00%	0
销售毛利率 (%)	27.48%	28.00%	28.00%	25.00%
其他	0.95	1.42	1.84	1.84
YoY (%)	-	50.00%	30.00%	0
销售毛利率 (%)	28.59%	29.00%	28.00%	28.00%
合计收入 (亿元)	10.61	19.78	30.24	36.39
综合毛利率 (%)	40.05%	42.99%	42.49%	42.18%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 可比公司估值

	总市值 (亿元)	2021 年预测净利润	PE
300661.SZ 圣邦股份	415	3.94	105.33
300782.SZ 卓胜微	1391	17.13	81.20
603501.SH 韦尔股份	2550	43.30	58.89
603986.SH 兆易创新	882	13.69	64.43

资料来源：Wind 一致预期，华西证券研究所（其中，圣邦股份、卓胜微、韦尔股份为华西电子团队盈利预测值）

考虑到公司作为国内音频 SoC 芯片龙头，在下游终端品牌相关产品上大量导入，公司具备强大的技术实力和产业链资源，且下游智能物联网市场规模巨大且处于加速落地期，我们预计公司 2021-2023 年的营收分别为 19.78 亿元、30.24 亿元、36.39 亿元，预计归母净利润分别为 4.18 亿元、6.12 亿元、7.24 亿元，对应的 EPS 分别为

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

3.48 元、5.10 元、6.03 元，对应的 PE 分别为 82.62 倍、56.43 倍、47.70 倍，给予“买入”评级。

2. 风险提示

技术风险：未来如果公司不能及时准确地把握市场需求和技术趋势，不能顺利技术迭代及研发出支持 LE Audio 的双模蓝牙芯片产品，则无法确保持续的技术升级，无法研发出具有商业价值、符合市场需求的新产品，将导致公司错失新的市场商机，进而影响公司业绩。

行业竞争加剧：智能音频 SoC 芯片市场的快速发展以及技术和产业链的成熟，吸引了越来越多芯片厂商进入并研发相关产品。公司面临着高通及联发科等国际大厂的竞争，其在整体资产规模、产品线布局上与公司相比有着显著优势。公司产品目前主要应用于智能蓝牙耳机、Type-C 耳机、智能音箱等消费电子领域，终端品牌客户的市场集中度较高。公司如未能将现有的市场地位和核心技术转化为更多的市场份额，则会在维持和开发品牌客户过程中面临更为激烈的竞争，存在市场竞争加剧、高通及联发科等国际大厂利用其规模、产品线和客户等优势挤压公司市场份额的风险。

宏观环境变化风险：公司所处行业为技术密集型、资金密集型行业，受到国内外宏观经济、行业法规和贸易政策等宏观环境因素的影响。近年来，全球宏观经济表现平稳，中国经济稳中有升，国家也出台了相关的政策法规大力支持半导体行业发展，公司芯片销量保持快速增长。2020 年以来，伴随全球产业格局的深度调整，已有部分国家通过科技和贸易保护的手段，对中国相关产业的发展造成了不利影响。未来，如果国内外宏观环境因素继续发生不利变化，如重大突发公共卫生事件引起全球经济下滑、中美科技和贸易摩擦进一步升级加剧等，将会影响半导体材料供应和下游电子消费品需求下降，从而影响公司的产品销售，对公司经营带来不利影响。

重大突发公共卫生事件的风险：如果未来疫情进一步蔓延，使得产业链某个环节出现脱节或物流受到不利影响，下游最终品牌厂商产品供应可能出现阶段性减缓或停滞，或需要被迫推迟新产品的发布，以上都将对包括公司在内的产业链公司造成不利影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,061	1,978	3,024	3,639	净利润	198	418	612	724
YoY (%)	63.5%	86.4%	52.8%	20.4%	折旧和摊销	19	5	5	5
营业成本	636	1,128	1,739	2,104	营运资金变动	45	-49	-29	-23
营业税金及附加	2	4	5	7	经营活动现金流	280	372	585	702
销售费用	7	13	20	24	资本开支	-26	-7	-7	-7
管理费用	54	103	157	189	投资	-2,244	0	0	0
财务费用	9	-33	-38	-45	投资活动现金流	-2,266	-5	-4	-3
资产减值损失	-7	0	0	0	股权募资	4,776	0	0	0
投资收益	3	2	3	4	债务募资	34	-31	0	0
营业利润	200	420	615	727	筹资活动现金流	4,792	-31	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	2,790	336	581	698
利润总额	200	420	615	727	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	2	3	3	4	成长能力				
净利润	198	418	612	724	营业收入增长率	63.5%	86.4%	52.8%	20.4%
归属于母公司净利润	198	418	612	724	净利润增长率	194.4%	110.5%	46.4%	18.3%
YoY (%)	194.4%	110.5%	46.4%	18.3%	盈利能力				
每股收益	1.65	3.48	5.10	6.03	毛利率	40.1%	43.0%	42.5%	42.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	18.7%	21.1%	20.2%	19.9%
货币资金	3,208	3,544	4,125	4,823	总资产收益率 ROA	3.4%	6.6%	8.6%	9.1%
预付款项	1	1	2	2	净资产收益率 ROE	3.6%	7.1%	9.4%	10.0%
存货	168	294	429	490	偿债能力				
其他流动资产	2,343	2,418	2,495	2,543	流动比率	23.38	17.13	12.85	12.37
流动资产合计	5,721	6,257	7,050	7,858	速动比率	22.69	16.32	12.06	11.60
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	13.11	9.70	7.52	7.59
固定资产	14	13	12	11	资产负债率	4.7%	6.2%	8.1%	8.3%
无形资产	27	30	33	36	经营效率				
非流动资产合计	44	46	48	50	总资产周转率	0.18	0.31	0.43	0.46
资产合计	5,764	6,303	7,098	7,907	每股指标 (元)				
短期借款	31	0	0	0	每股收益	1.65	3.48	5.10	6.03
应付账款及票据	171	303	453	519	每股净资产	45.80	49.28	54.38	60.40
其他流动负债	43	62	96	116	每股经营现金流	2.33	3.10	4.87	5.85
流动负债合计	245	365	549	635	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	24	24	24	24	PE	173.96	82.62	56.43	47.70
非流动负债合计	24	24	24	24	PB	7.23	5.84	5.29	4.76
负债合计	269	389	573	659					
股本	120	120	120	120					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,496	5,913	6,525	7,249					
负债和股东权益合计	5,764	6,303	7,098	7,907					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

王臣复：华西证券研究所电子行业分析师，北京航空航天大学工学学士和管理学硕士，曾就职于欧菲光集团投资部、融通资本、平安基金、华西证券资产管理总部等，2019年9月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzc/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。