

## 公司研究

## 21Q1 业绩高增长，技术驱动音频 SoC 龙头快速发展

——恒玄科技（688608.SH）跟踪报告之一

## 买入（维持）

当前价：284.00 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebsecn.com

## 市场数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 总股本(亿股)     | 1.20          |
| 总市值(亿元):    | 340.80        |
| 一年最低/最高(元): | 220.19/417.69 |
| 近3月换手率:     | 31.15%        |

## 股价相对走势



## 收益表现

| %  | 1M    | 3M     | 1Y     |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | 18.01 | -13.90 | -20.81 |
| 绝对 | 18.28 | -13.63 | -20.55 |

资料来源：Wind

## 相关研报

国际领先的音频 SoC 芯片设计龙头——恒玄科技（688608.SH）首次覆盖报告（2021-01-26）

## 要点

## 事件：

2021年4月27日，恒玄科技发布2020年年报及2021年第一季度报告：

(1) 公司2020年营业收入为10.61亿元，同比增长63.55%；实现归母净利润1.98亿元，同比增长194.44%；实现扣非归母净利润1.71亿元，同比增长212.53%。

(2) 公司2021Q1营业收入为2.91亿元，同比增长125.30%，环比下降25.84%；实现归母净利润0.8亿元，扣非归母净利润0.52亿元。

## 点评：

## 1. 音频 SoC 技术优势明显，2020&amp;21Q1 营收高增长

2020年，恒玄科技实现营收10.61亿元，同比增长63.55%；归母净利润1.98亿元，同比增长194%；扣非归母净利润1.71亿元，同比增长213%；其中20Q4营业收入为3.92亿元，同比增长127.59%，环比增长18.26%；实现归母净利润0.81亿元，同比增长249.43%，环比增长19.47%；实现扣非归母净利润0.71亿元，同比增长458.12%，环比增长6.70%。

公司2020年经营活动净现金流为2.8亿元，净利润现金比率为1.41，2020Q4经营活动净现金流为1.31亿元，净利润现金比率为1.61。公司2020年对蓝牙5.2标准的进行前瞻性布局，新产品2500系列及旧有产品伴随下游安卓TWS市场的快速发展，实现出货量高速增长，带动2020年收入及利润快速发展。

恒玄科技2020年毛利率为40.05%，较上年增长2.37pcts，净利率为18.7%，较上年增长8.31pcts。公司2020年管理费用为0.54亿元，同比增长18.24%，管理费用率为5.12%；2020年销售费用为0.07亿元，同比下降17.92%，销售费用率为0.63%；2020年财务费用为0.09亿元，财务费用率为0.84%。

分产品来看，公司2020年智能蓝牙音频芯片收入为5.46亿元，同比增长135.38%，毛利率为47.26%，收入占比为51.47%；普通蓝牙音频芯片收入为3.35亿元，同比增长11.21%，毛利率为34.74%；2020年，公司销售智能蓝牙、普通蓝牙及Type-c音频芯片分别为4300万、7285万和2770万颗，同比变动+76%、+30%、-19%。高单价及高毛利率智能蓝牙音频芯片出货量的提升带动公司产品结构高端化转型，在加速收入增长的同时，带动综合毛利率不断提升。

图表1：恒玄科技2020年分产品收入及毛利率情况（单位：元，%）

| 分产品    | 主营业务分产品情况      |                |         |               |               |              |
|--------|----------------|----------------|---------|---------------|---------------|--------------|
|        | 营业收入           | 营业成本           | 毛利率 (%) | 营业收入比上年增减 (%) | 营业成本比上年增减 (%) | 毛利率比上年增减 (%) |
| 普通蓝牙   | 334,530,839.81 | 218,310,511.24 | 34.74   | 11.21         | 12.24         | 减少0.60个百分点   |
| 智能蓝牙   | 546,201,789.03 | 288,046,186.49 | 47.26   | 135.38        | 122.92        | 增加2.95个百分点   |
| Type-C | 85,885,367.61  | 62,282,413.95  | 27.48   | -25.94        | -22.74        | 减少3.01个百分点   |
| 其他     | 94,553,131.08  | 67,521,350.08  | 28.59   | /             | /             | /            |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

受益于公司 2500、2300 等智能蓝牙音频产品出货量不断提升，公司 2021 年第一季度取得营业收入 2.91 亿元，净利润 0.80 亿元。展望全年，公司将保持智能 TWS 及普通蓝牙芯片两类产品同步发展，在提升高端 2500 等产品渗透率的同时，打入广阔的安卓低端耳机市场，凭借公司优异的产品性能，不断提升高中低端音频芯片出货量，实现业绩高速发展。

## 2. 音频 SoC 技术领先者，品牌客户+专利积累构筑宽广护城河

恒玄科技通过多年持续研发积累，通过 Fabless 模式开发音频 SoC 领域自主核心技术，性能全球领先，其中包括但不限于：

- (1) **低功耗射频技术**：由于 TWS 耳机中电池体积的限制，耳机功耗是续航时间的决定性因素。公司基于 CMOS 工艺，开发被动增益、低电压射频等技术，使产品工作电流低于 5mA，达到业内领先水平；
- (2) **IBRT 真无线技术**：公司 IBRT 技术可以在低延迟的情况下，实现双耳同步接收音频信号，达到稳定的双耳同步音频传输，并且解决了传统转发方案功耗高、延迟高的缺点，在安卓品牌客户端大量采用。
- (3) **高性能音频 CODEC 技术**：在低功耗前提下，公司在 28nm 平台上开发 HiFi Codec 技术，优化增益级数，保证低功耗及小体积；同时公司特有的干扰隔离技术能够大幅降低信号失真，保证音频信号高品质传输。
- (4) **混合主动降噪技术**：公司在 AirPods Pro 推出前已经前瞻性布局 ANC 主动降噪技术，通过 SoC 音频处理和主动降噪单元，能够比市面上大多数的分立式方案提供更优越的性能、更小的体积和功耗。

2020 年，公司研发人员达到 198 人，研发投入达到 1.72 亿元，同比增长 30.43%，占营收规模的 16.2%。公司新增专利 44 项，包括国内专利 30 项、国际 PCT 专利 14 项。2020 年，公司前瞻性地布局蓝牙 5.2 标准和 LE Audio 技术，率先推出 2500 系列产品，满足更高性能主动降噪以及同步接收需求，已经于 2020 年底大量导入品牌客户 SOVM、传统音频厂商万魔、Bose、索尼等。在公司持续不断的研发投入下，公司将伴随实力强劲的头部终端厂商协同开发品牌 TWS 产品，采用 Fabless 模式快速响应下游需求、迭代产品性能，构筑技术+品牌护城河，打造全球领先的音频 SoC 厂商。

## 3. 音频芯片下游需求不断扩张，龙头恒玄科技尽享市场增长红利

根据 Counterpoint Research 统计，2020 年 TWS 耳机出货总量为 2.38 亿对；根据 Canalys 预测，2021 年 TWS 耳机将同比增长 39%，达到 3.5 亿对；至 2024 年，全球可穿戴及 TWS 设备综述将达到 7.6 亿部，其中 TWS 耳机出货量约为 5 亿部，20-24 年复合增速为 19.8%；可穿戴设备出货量约为 2.5 亿部，20-24 年复合增速为 6.7%。

恒玄科技是国际领先的音频 SoC 芯片供应商，立足 TWS 市场，通过集成化、低功耗、高保真技术构建产品护城河，品牌客户渗透率不断提升。未来随着下游 TWS 耳机、蓝牙音箱、可穿戴设备等产品出货量的快速增长，行业龙头恒玄科技将深度受益市场发展与应用场景扩张，通过优秀的产品性能成功培养用户习惯，实现长期稳定发展。

**盈利预测、估值与评级：**恒玄科技是蓝牙音频 SoC 芯片龙头设计厂商，基于蓝牙 5.2 及 LE Audio 标准设计的高价值单品 2500 系列已经于 20 年底量产出货，并于 21 年开始大量导入头部 TWS 耳机品牌厂商。公司音频 SoC 芯片在集成化程度、功耗、传输稳定性上全球领先，未来有望以 TWS 市场为基础，产品扩张至智能音箱、手表、WIFI 等 AIoT 领域，发展成为平台化的 SoC 芯片厂商，长期发展驱动力充沛。我们维持公司 21/22 年收入预测为 20.94/30.55 亿元，维持净利润预测为 4.88/7.66 亿元，新增 23 年收入及净利润预测为 43.16 亿元和 11.10 亿元，继续给予“买入”评级。

**风险提示：**TWS 耳机市场发展不及预期；半导体行业贸易争端加剧。

**表 2：公司盈利预测与估值简表**

| 指标               | 2019     | 2020    | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
|------------------|----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 649      | 1,061   | 2,094   | 3,055  | 4,316  |
| 营业收入增长率          | 96.65%   | 63.55%  | 97.33%  | 45.89% | 41.26% |
| 净利润 (百万元)        | 67       | 198     | 488     | 766    | 1,110  |
| 净利润增长率           | 3705.77% | 194.44% | 146.02% | 56.98% | 44.82% |
| EPS (元)          | 0.75     | 1.65    | 4.07    | 6.38   | 9.25   |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 12.91%   | 3.61%   | 8.18%   | 11.38% | 14.15% |
| P/E              | 384      | 174     | 71      | 45     | 31     |
| P/B              | 49.6     | 6.3     | 5.8     | 5.1    | 4.4    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-28；注：2019 年公司股本为 0.9 亿股，2020 年股本增至 1.2 亿股。

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 649  | 1,061 | 2,094 | 3,055 | 4,316 |
| 营业成本      | 404  | 636   | 1,203 | 1,771 | 2,523 |
| 折旧和摊销     | 10   | 18    | 10    | 18    | 28    |
| 税金及附加     | 0    | 2     | 1     | 2     | 2     |
| 销售费用      | 8    | 7     | 21    | 31    | 35    |
| 管理费用      | 46   | 54    | 115   | 137   | 173   |
| 研发费用      | 132  | 173   | 326   | 419   | 561   |
| 财务费用      | -1   | 9     | -42   | -46   | -53   |
| 投资收益      | 3    | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 69   | 200   | 492   | 772   | 1,118 |
| 利润总额      | 69   | 200   | 492   | 772   | 1,118 |
| 所得税       | 1    | 2     | 4     | 6     | 8     |
| 净利润       | 67   | 198   | 488   | 766   | 1,110 |
| 少数股东损益    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司净利润  | 67   | 198   | 488   | 766   | 1,110 |
| EPS(元)    | 0.75 | 1.65  | 4.07  | 6.38  | 9.25  |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 56   | 280    | 460   | 660   | 1,032 |
| 净利润         | 67   | 198    | 488   | 766   | 1,110 |
| 折旧摊销        | 10   | 18     | 10    | 18    | 28    |
| 净营运资金增加     | 154  | 128    | 356   | 414   | 495   |
| 其他          | -175 | -64    | -394  | -538  | -600  |
| 投资活动产生现金流   | -27  | -2,266 | -50   | -70   | -80   |
| 净资本支出       | -30  | -26    | -50   | -70   | -80   |
| 长期投资变化      | 0    | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | 3    | -2,241 | 1     | 0     | 0     |
| 融资活动现金流     | 322  | 4,792  | -9    | 46    | 53    |
| 股本变化        | 81   | 30     | 0     | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 0    | 31     | -31   | 0     | 0     |
| 无息负债变化      | 7    | 129    | 33    | 53    | 62    |
| 净现金流        | 351  | 2,790  | 402   | 636   | 1,004 |

## 主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 37.7% | 40.1% | 42.6% | 42.0% | 41.5% |
| EBITDA 率 | 12.5% | 22.5% | 21.9% | 24.4% | 25.3% |
| EBIT 率   | 10.8% | 20.7% | 21.5% | 23.8% | 24.7% |
| 税前净利润率   | 10.6% | 18.8% | 23.5% | 25.3% | 25.9% |
| 归母净利润率   | 10.4% | 18.7% | 23.3% | 25.1% | 25.7% |
| ROA      | 10.7% | 3.4%  | 7.8%  | 10.9% | 13.5% |
| ROE (摊薄) | 12.9% | 3.6%  | 8.2%  | 11.4% | 14.2% |
| 经营性 ROIC | 20.8% | 49.0% | 53.0% | 55.1% | 57.0% |

| 偿债能力  | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 17%  | 5%    | 4%    | 5%    | 5%    |
| 流动比率  | 5.57 | 23.38 | 24.94 | 23.08 | 22.19 |
| 速动比率  | 4.15 | 22.69 | 23.96 | 21.90 | 20.94 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 631  | 5,764 | 6,234 | 7,053 | 8,225 |
| 货币资金        | 418  | 3,208 | 3,610 | 4,247 | 5,251 |
| 交易性金融资产     | 0    | 2,244 | 2,244 | 2,244 | 2,244 |
| 应收帐款        | 10   | 82    | 21    | 24    | 21    |
| 应收票据        | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他应收款 (合计)  | 2    | 3     | 6     | 9     | 13    |
| 存货          | 152  | 168   | 241   | 354   | 454   |
| 其他流动资产      | 12   | 14    | 24    | 34    | 47    |
| 流动资产合计      | 596  | 5,721 | 6,150 | 6,918 | 8,038 |
| 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        | 7    | 14    | 35    | 57    | 71    |
| 在建工程        | 0    | 0     | 6     | 12    | 17    |
| 无形资产        | 25   | 27    | 36    | 55    | 84    |
| 商誉          | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产     | 1    | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 非流动资产合计     | 35   | 44    | 84    | 136   | 187   |
| 总负债         | 109  | 269   | 271   | 324   | 386   |
| 短期借款        | 0    | 31    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款        | 80   | 171   | 180   | 213   | 252   |
| 应付票据        | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 预收账款        | 6    | 0     | 21    | 31    | 43    |
| 其他流动负债      | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 107  | 245   | 247   | 300   | 362   |
| 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     | 2    | 24    | 24    | 24    | 24    |
| 非流动负债合计     | 2    | 24    | 24    | 24    | 24    |
| 股东权益        | 522  | 5,496 | 5,964 | 6,730 | 7,839 |
| 股本          | 90   | 120   | 120   | 120   | 120   |
| 公积金         | 407  | 5,171 | 5,210 | 5,210 | 5,210 |
| 未分配利润       | 25   | 205   | 635   | 1,401 | 2,510 |
| 归属母公司权益     | 522  | 5,496 | 5,964 | 6,730 | 7,839 |
| 少数股东权益      | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |

| 费用率   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 1.26%  | 0.63%  | 1.00%  | 1.00%  | 0.80%  |
| 管理费用率 | 7.08%  | 5.12%  | 5.50%  | 4.50%  | 4.00%  |
| 财务费用率 | -0.08% | 0.84%  | -2.02% | -1.50% | -1.22% |
| 研发费用率 | 20.40% | 16.27% | 15.55% | 13.71% | 13.00% |
| 所得税率  | 2%     | 1%     | 1%     | 1%     | 1%     |

| 每股指标    | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 0.00 | 0.17  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 每股经营现金流 | 0.63 | 2.33  | 3.84  | 5.50  | 8.60  |
| 每股净资产   | 5.80 | 45.80 | 49.70 | 56.08 | 65.33 |
| 每股销售收入  | 7.21 | 8.84  | 17.45 | 25.46 | 35.96 |

| 估值指标      | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE        | 384   | 174   | 71    | 45    | 31    |
| PB        | 49.6  | 6.3   | 5.8   | 5.1   | 4.4   |
| EV/EBITDA | 320.6 | 124.0 | 64.0  | 39.1  | 26.1  |
| 股息率       | 0.0%  | 0.1%  | 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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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