

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

恒玄科技 (688608. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

方竞 电子行业分析师
执业编号: S1500520030001
联系电话: +86 15618995441
邮箱: fangjing@cindasc.com

相关研究

《恒玄科技: 智能音频 SoC 领军者, AIoT 多领域迎来收成》2021.07.01
《恒玄科技: 中报符合预期, AIoT 多领域齐头并进》2021.07.14
《恒玄科技: 多点开花, AIoT 芯片平台初具雏形》2021.08.26

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

收入增势持续, 新品放量平台化可期

2021年10月27日

10月26日, 恒玄科技发布三季报, 公司三季度实现营收 4.98 亿元, 同比增长 50.22%; 归母净利润 1.05 亿元, 同比增长 54.05%。前三季度公司实现营收 12.31 亿元, 同比增长 83.97%; 归母净利润 2.94 亿元, 同比增长 151.31%。

点评:

➤ **收入增势持续, 毛利率短期承压。**公司三季度实现营收 4.98 亿元, 同比增长 50.22%, 环比增长 12.44%; 归母净利润 1.05 亿元, 同比增长 54.05%, 环比下降 4.03%。收入的持续增长主要来自公司耳机芯片业务客户结构拓展, 开辟新客户三星、在老客户华为、OPPO 等处份额持续提高, 非耳机的音箱、手表芯片业务亦迅速成长。净利润的环比下滑主要是因为毛利率的短期承压, 三季度晶圆代工、封测、原材料成本上升导致公司综合毛利率环比下滑 2 pct 至 36.04%, 未来伴随成本逐渐向下游传导和高毛利的芯片出货放量, 有望实现毛利率修复。此外, 公司前三季度有 0.85 亿元的非经常性损益, 主要来自投资理财收益, 扣非净利润 2.09 亿元, 同比增长 109.55%, 单三季度扣非净利润 0.74 亿元, 同比增长 9.93%。

➤ **高集成、高算力的单芯片方案是公司核心竞争力。**公司基于 TWS 蓝牙音频 SoC 的技术积累, 在音箱、手表领域亦推出单芯片集成 SoC 方案, 打破业内普遍采用的多芯片分立方案常规, 拥有低功耗、高性价比的优势, 体现公司卓越的设计能力, 是公司核心竞争力。

TWS 耳机方面,公司新进大客户三星的上一代 TWS 产品 Galaxy buds 采用 Broadcom 的蓝牙主控芯片+ Cirrus Logic 音频编解码器 (codec) 分立方案, 8 月发布的二代产品则采用了恒玄 BES2500ZP 单芯片方案, 新增支持了主动降噪功能。新款的 12 nm TWS 芯片亦有望于明年推出, 进一步提升算力、降低功耗。

智能音箱方面,前期无屏款的天猫精灵智能音箱以全志 MCU 外挂瑞昱 WiFi/BT 双模连接芯片的分立式方案为主, 公司亦推出了集成 WiFi/BT 连接功能的 SoC 方案, 开发难度、成本等方面均有优势。

手表方面,以 OPPO watch 为例, Ambiq 低功耗 MCU+高通高性能 CPU+高通 WiFi/BT 射频芯片的多芯片方案亦为前期业内主流, 新款小米 Watch Color 2 则采用了恒玄的 SoC 方案, 兼具低功耗核心和无线连接模块, 同时 SiP 一颗意法 STM32 用于图形处理。

➤ **耳机业务持续增长, 音箱/手表新业务放量在即。**安卓阵营 TWS 耳机的持续景气和公司在品牌客户份额的提升将推动耳机业务明后年的持续增长。公司自下半年切入三星主力产品供应链, counterpoint 预测三星 TWS 耳机 21 年出货约 3000 万部, 对应 6000 万颗的芯片年需求量, 增量空间充分打开。

手表方面, 公司依托耳机原有客户优势, 开展更多产品合作, 小米、华为搭载公司 SoC 的产品相继面世。伴随心率、血氧检测等健康功能的日益完善和用户渗透, 苹果、小米、华为等龙头品牌的大力推进, 智能手表有

望在明后年加速放量，恒玄亦将受益于其前瞻性布局。音箱方面，公司高集成的 WiFi/BT SoC 以被天猫精灵、小米小爱等广泛采用，而公司在 WiFi 领域亦有更多研发项目布局，用于高速率音视频传输的 WiFi 芯片未来有望切入平板、IPC 等更多 IoT 应用，拓展更广的市场空间。

- **投资建议:** 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 19.27/31.16/44.93 亿元，归母净利分别为 4.43/7.03/10.04 亿元，对应 2021 年 10 月 27 日市值计算，市盈率分别为 64/40/28 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 海外疫情反复，影响下游需求；竞争格局变化，利润不及预期；蓝牙底层技术变革，技术壁垒降低。

主要财务及估值数据（百万元）

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	648.84	1,061.17	1,926.78	3,116.41	4,493.30
同比(%)	96.65%	63.55%	81.57%	61.74%	44.18%
归属母公司净利润	67.38	198.39	442.98	703.42	1,003.75
同比(%)	3705.77%	194.44%	123.29%	58.79%	42.70%
毛利率(%)	37.69%	40.05%	37.23%	39.00%	40.08%
ROE(%)	21.18%	6.59%	7.78%	11.33%	14.38%
EPS (摊薄)(元)	0.56	1.65	3.69	5.86	8.36
P/E	418	142	64	40	28

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	596.31	5,720.80	6,300.10	7,167.87	8,990.79	
货币资金	418.32	3,208.27	5,860.65	6,523.30	8,150.85	
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收账款	10.22	81.59	97.74	168.16	220.61	
预付账款	1.24	1.42	2.70	4.24	6.01	
存货	152.10	168.31	297.56	409.32	523.24	
其他	14.43	2,261.20	41.45	62.85	90.07	
34.55	43.53	53.92	65.00	55.90		
非流动资产						
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产(合计)	7.30	14.48	14.89	17.25	13.77	
无形资产	25.15	26.88	24.19	26.88	24.19	
其他	2.10	2.17	14.84	20.87	17.95	
资产总计	630.86	5,764.32	6,354.02	7,232.87	9,046.69	
流动负债	107.10	244.69	435.70	681.47	1,591.91	
短期借款	0.00	30.90	44.89	72.60	728.47	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	80.42	170.83	324.79	510.44	722.99	
其他	26.68	42.96	66.03	98.43	140.45	
1.71	23.85	23.85	23.85	23.85		
非流动负债						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他	1.71	23.85	23.85	23.85	23.85	
负债合计	108.81	268.54	459.55	705.32	1,615.76	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司股东权益	522.05	5,495.79	5,894.47	6,527.55	7,430.93	
负债和股东权益	630.86	5764.32	6354.02	7232.87	9046.69	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	648.84	1,061.17	1,926.78	3,116.41	4,493.30	
同比(%)	96.65%	63.55%	81.57%	61.74%	44.18%	
归属母公司净利润	67.38	198.39	442.98	703.42	1,003.75	
同比(%)	3705.77	194.44%	123.29%	58.79%	42.70%	
毛利率(%)	37.69%	40.05%	37.23%	39.00%	40.08%	
ROE(%)	21.18%	6.59%	7.78%	11.33%	14.38%	
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.65	3.69	5.86	8.36	
P/E	418	142	64	40	28	
P/B	53.98	5.13	4.78	4.32	3.79	
EV/EBITDA	261.80	121.26	64.24	40.47	28.71	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	648.84	1,061.17	1,926.78	3,116.41	4,493.30	
营业成本	404.32	636.16	1,209.51	1,900.89	2,692.44	
营业税金及	0.48	1.93	3.51	5.67	8.18	
销售费用	8.15	6.69	9.58	18.70	26.96	
管理费用	45.91	54.28	85.23	134.01	188.72	
研发费用	132.36	172.64	312.68	492.39	696.46	
财务费用	-0.51	8.92	-16.32	-19.83	-14.73	
减值损失合计	-2.11	-7.95	6.05	7.44	4.17	
投资净收益	2.56	3.48	88.22	90.00	85.00	
其他	5.89	7.75	41.27	41.11	34.53	
营业利润	68.70	199.72	446.03	708.25	1,010.63	
营业外收支	-0.06	0.18	0.33	0.53	0.77	
利润总额	68.64	199.90	446.36	708.78	1,011.40	
所得税	1.26	1.51	3.38	5.36	7.65	
净利润	67.38	198.39	442.98	703.42	1,003.75	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	67.38	198.39	442.98	703.42	1,003.75	
EBITDA	80.74	232.66	439.38	698.10	1,007.00	
EPS(当年)(元)	0.75	1.65	3.69	5.86	8.36	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	56.37	280.19	331.77	600.68	963.55	
净利润	67.38	198.39	442.98	703.42	1,003.75	
折旧摊销	11.27	18.80	9.35	9.15	10.33	
财务费用	0.82	13.96	-16.32	-19.83	-14.73	
投资损失	-13.04	-2.56	-3.48	-109.88	-105.00	
营运资金变	-20.39	43.35	9.10	8.16	52.30	
其它	-0.14	9.16	-3.47	4.78	6.89	
投资活动现金流	-27.09	-2,266.19	2,334.60	84.77	93.77	
资本支出	-32.22	-29.66	-129.06	-124.21	-95.00	
长期投资	0.00	382.56	-1,580.99	2,244.46	0.00	
其他	5.13	-2,619.09	4,044.64	-2,035.49	188.77	
筹资活动现金流	322.35	4,791.84	-13.99	-22.80	570.23	
吸收投资	185.53	4,775.34	44.30	70.34	100.38	
借款	-0.87	22.14	0.00	0.00	0.00	
支付利息或股息	0.51	-8.92	-27.98	-50.51	-85.65	
现金净增加额	351.64	2805.84	2652.38	662.65	1627.55	

研究团队简介

方 竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017 年在太平洋证券，2018 年在招商证券，2020 年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获 19 年新财富电子行业第 3 名；18/19 年《水晶球》电子行业第 2/3 名；18/19 年《金牛奖》电子行业第 3/2 名。

李少青，武汉大学硕士，2018 年加入西南证券，2020 年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。