

业绩高增长，智能穿戴 SoC 产品开拓顺利

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年度业绩预告, 预计 2021 年实现归母净利润 4.1 亿元, 同比增长 106.7%; 实现扣非净利润 3.0 亿元, 同比增长 72.3%。
- **公司全年业绩高增长, 盈利能力进一步提升。** 2021 年公司业绩实现高增长, 主要原因有: 1) 由于品牌 TWS 耳机市场快速增长、公司新品快速迭代, 公司营业收入持续增长; 2) 在智能家居方面, 公司 WiFi SoC 芯片不断导入新客户, 产品持续放量; 3) 公司量产上市了第一代智能手表芯片, 市场开拓顺利, 产品销售逐步上量; 4) 报告期内, 公司闲置资金购买的理财产品为公司贡献了可观的投资性收益。
- **积极推进产品更新和升级, 拓宽产品下游应用边界。** 公司新一代面向 AIoT 市场的 WiFi 蓝牙双模 SoC 芯片已完成工程验证, 该产品目前已应用于阿里、华为和小米等品牌的智能音箱产品, 还将作为智能语音模块广泛用于智能家电等领域。公司围绕 AIoT 拓展产品布局边界, 向智能可穿戴产品的新领域延伸——积极研发智能手表和智能眼镜的 SoC 芯片。同时, 公司开发多图层的图形硬件加速器既保证图形流畅显示, 也能通过动态开关、分块处理等技术优化功耗。
- **第一代智能手表芯片量产上市, 开启公司业绩全新增长极。** 报告期内, 公司第一代智能手表芯片量产上市, 该芯片集成高性能 CPU、2.5DGPU、BT/BLE 双模蓝牙以及 Always-on 语音唤醒处理单元, 已应用于小米、华为、vivo 三大品牌的智能手表中。公司第二代智能手表 SoC 方案目前已在规划中, 有望于 2022 年推出, 二代智能手表新品将进一步升级, 有望导入更多品牌客户。智能手表新品是公司新的产品线, 由于智能手表 SoC 成本更高, 其单价远高于耳机 SoC 的价格, 待其放量有望为公司贡献重要业绩增量。
- **盈利预测与投资建议。** 我们下调公司 2021 年业绩预期, 预计 2021-2023 年, 公司的 EPS 分别为 3.41 元、5.28 元、7.71 元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到 65% 以上。考虑到公司在智能音频 SoC 领域的龙头地位, 未来几年安卓智能音频终端市场进入高速发展期, 公司市场份额保持领先且有望进一步提升, 公司在智能音箱和可穿戴设备领域拓展顺利、有望迎来新的成长曲线, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧; TWS 耳机渗透率不达预期; 公司技术研发不达预期。

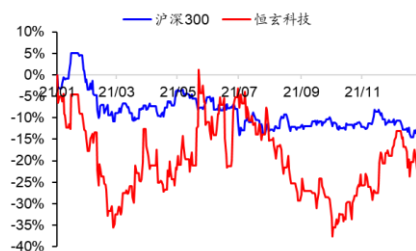
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1061.17	1972.13	2964.30	4176.69
增长率	63.55%	85.85%	50.31%	40.90%
归属母公司净利润(百万元)	198.39	408.90	633.51	925.16
增长率	194.44%	106.11%	54.93%	46.04%
每股收益 EPS(元)	1.65	3.41	5.28	7.71
净资产收益率 ROE	3.61%	6.97%	9.87%	12.82%
PE	161.54	78.38	50.59	34.64
PB	5.83	5.46	4.99	4.44

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn
联系人: 徐一丹
电话: 021-58351908
邮箱: xyd@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.20
流通 A 股(亿股)	0.79
52 周内股价区间(元)	218.73
总市值(亿元)	374.00
总资产(亿元)	320.48
每股净资产(元)	48.20

相关研究

1. 恒玄科技 (688608): 业绩增长稳健, 积极围绕 AIoT 拓宽产品边界 (2021-11-08)

关键假设：

假设 1：智能蓝牙音频芯片业务：公司最新的 BES2500 芯片产品目前已经实现规模量产，我们预计该产品出货将迎来加速放量期，从而带动智能蓝牙音频芯片业务实现高增长。与此同时，公司向高毛利产品倾斜，使得智能蓝牙音频芯片业务毛利率不断提升，我们假设未来三年该业务毛利率将继续稳步上行。

假设 2：普通蓝牙音频芯片业务：2020 年，该业务受疫情影响而增速放缓；2021 年，随着下游客户出货量的提升，我们认为该业务增速将有所回暖。但随着智能蓝牙耳机的深化发展，公司的普通蓝牙音频芯片需求增速下滑，我们假设未来三年该业务收入占比不断收窄，到 2023 年收窄至 20% 左右。

假设 3：Type-C 音频芯片：随着蓝牙耳机搭配率提升至较高水平，Type-C 耳机在市场中逐渐成为“过去式”。我们预计，未来三年公司 Type-C 音频芯片的需求将不断收窄。

假设 4：其他业务：这部分业务主要包括智能音箱等其他 AIoT 终端产品。2020 年，公司面向智能音箱的 WiFi/蓝牙双模 AIoT SoC 芯片已经量产出货，且应用于阿里的 WiFi 智能音箱“天猫精灵”；此外，公司应用于智能手表的 SoC 芯片研发工作也在有序推进。公司的智能语音 SoC 主控芯片平台性能突出和可扩展性良好，公司也积极在智能音箱为代表的智能家居设备和新形态的智能可穿戴设备领域拓展应用边界。基于此，我们假设未来三年公司该业务将加速放量，营收占比稳步提升，到 2023 年占比有望提升至 30% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
智能蓝牙音频芯片	收入	546.2	1065.1	1576.3	2096.5
	增速	135.4%	95.0%	48.0%	33.0%
	毛利率	47.3%	48.3%	48.5%	49.0%
普通蓝牙音频芯片	收入	334.5	485.1	664.5	844.0
	增速	11.2%	45.0%	37.0%	27.0%
	毛利率	34.7%	36.0%	36.5%	36.8%
Type-C 音频芯片	收入	85.9	81.6	76.7	72.1
	增速	-25.9%	-5.0%	-6.0%	-6.0%
	毛利率	27.5%	28.0%	28.0%	28.0%
其他	收入	94.6	340.4	646.7	1164.1
	增速	-	260.0%	90.0%	80.0%
	毛利率	28.6%	29.0%	29.0%	29.0%
合计	收入	1061.2	1972.1	2964.3	4176.7
	增速	63.5%	85.8%	50.3%	40.9%
	毛利率	40.1%	41.1%	41.0%	40.6%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1061.17	1972.13	2964.30	4176.69	净利润	198.39	408.90	633.51	925.16
营业成本	636.16	1161.51	1748.19	2481.04	折旧与摊销	18.80	6.07	6.07	6.07
营业税金及附加	1.93	1.97	2.96	4.18	财务费用	8.92	12.23	17.79	25.06
销售费用	6.69	11.44	16.60	22.97	资产减值损失	-7.20	-4.13	-4.84	-5.00
管理费用	76.49	382.59	551.36	722.57	经营营运资本变动	8.10	-50.06	-61.22	-66.89
财务费用	8.92	12.23	17.79	25.06	其他	53.18	-2.92	2.40	2.18
资产减值损失	-7.20	-4.13	-4.84	-5.00	经营活动现金流净额	280.19	370.10	593.70	886.58
投资收益	3.48	2.59	2.88	2.89	资本支出	-44.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.46	0.23	0.27	0.29	其他	-2221.74	750.59	-246.49	86.00
其他经营损益	0.00	2.27	2.40	2.46	投资活动现金流净额	-2266.19	750.59	-246.49	86.00
营业利润	199.72	411.61	637.79	931.51	短期借款	30.90	-30.90	0.00	0.00
其他非经营损益	0.18	0.18	0.18	0.18	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	199.90	411.79	637.97	931.69	股权融资	4775.98	0.00	0.00	0.00
所得税	1.51	2.88	4.47	6.52	支付股利	0.00	-39.68	-81.78	-126.70
净利润	198.39	408.90	633.51	925.16	其他	-15.04	2.45	-0.83	-8.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	4791.84	-68.13	-82.61	-135.56
归属母公司股东净利润	198.39	408.90	633.51	925.16	现金流量净额	2789.95	1052.57	264.59	837.02
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3208.27	4260.84	4525.43	5362.45	成长能力				
应收和预付款项	85.77	119.15	199.24	271.31	销售收入增长率	63.55%	85.85%	50.31%	40.90%
存货	168.31	318.50	480.81	684.08	营业利润增长率	190.72%	106.09%	54.95%	46.05%
其他流动资产	2258.45	1527.66	1791.71	1726.29	净利润增长率	194.44%	106.11%	54.93%	46.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	186.25%	89.02%	53.91%	45.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	14.48	13.37	12.25	11.14	毛利率	40.05%	41.10%	41.03%	40.60%
无形资产和开发支出	26.88	22.00	17.13	12.25	三费率	8.68%	20.60%	19.76%	18.45%
其他非流动资产	2.17	2.47	2.64	2.86	净利率	18.70%	20.73%	21.37%	22.15%
资产总计	5764.32	6263.99	7029.22	8070.38	ROE	3.61%	6.97%	9.87%	12.82%
短期借款	30.90	0.00	0.00	0.00	ROA	3.44%	6.53%	9.01%	11.46%
应付和预收款项	200.98	346.76	534.42	750.21	ROIC	119.67%	174.47%	174.98%	181.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.43%	21.80%	22.32%	23.05%
其他负债	36.66	52.01	77.93	104.81	营运能力				
负债合计	268.54	398.77	612.34	855.02	总资产周转率	0.33	0.33	0.45	0.55
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	97.44	141.66	231.40	357.02
资本公积	5149.97	5149.97	5149.97	5149.97	应收账款周转率	23.12	20.43	19.82	18.87
留存收益	226.61	595.84	1147.56	1946.03	存货周转率	3.87	4.65	4.32	4.22
归属母公司股东权益	5495.79	5865.22	6416.88	7215.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.36%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5495.79	5865.22	6416.88	7215.36	资产负债率	4.66%	6.37%	8.71%	10.59%
负债和股东权益合计	5764.32	6263.99	7029.22	8070.38	带息债务/总负债	11.51%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	23.38	17.27	12.56	10.27
					速动比率	22.69	16.39	11.70	9.39
					股利支付率	0.00%	9.70%	12.91%	13.70%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	227.44	429.91	661.65	962.64	每股收益	1.65	3.41	5.28	7.71
PE	161.54	78.38	50.59	34.64	每股净资产	45.80	48.88	53.47	60.13
PB	5.83	5.46	4.99	4.44	每股经营现金	2.33	3.08	4.95	7.39
PS	30.20	16.25	10.81	7.67	每股股利	0.00	0.33	0.68	1.06
EV/EBITDA	117.06	61.15	38.96	25.99					
股息率	0.00%	0.12%	0.26%	0.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn