



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

产品持续迭代提份额，平台化初步成功

买入（维持）

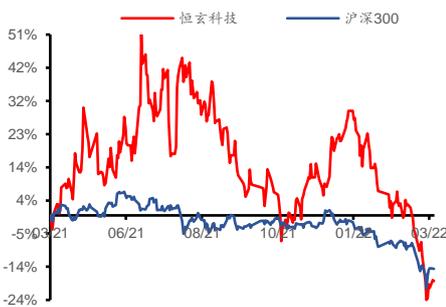
行业： 电子
日期： 2022年03月23日

分析师： 陈宇哲
Tel: 021-53686143
E-mail: chenyzhe@shzq.com
SAC 编号: S0870521100002
联系人： 马永正
Tel: 021-53686147
E-mail: mayongzheng@shzq.com
SAC 编号: S0870121100023

基本数据

最新收盘价（元）	192.15
12mth A 股价格区间（元）	179.66-355.50
总股本（百万股）	120.00
无限售 A 股/总股本	65.62%
流通市值（亿元）	151.30

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《恒玄科技 (688608) 深度报告：智能音频 SOC 龙头，平台化扩张见成效》
——2022 年 01 月 05 日
《恒玄科技 (688608.SH)：TWS 品牌大潮开启，音频 SOC 龙头弹性大》
——2021 年 12 月 20 日

■ 老产品迭代提份额，新产品不断涌现

智能耳机 SOC 品牌化趋势确定，恒玄不断迭代提份额：近期发布的 OPPO enco X2、华为 freebuds 4E 和荣耀 Earbuds 3 pro 等新品均采用恒玄主控方案，其中荣耀 Earbuds 3 pro 采用公司全新一代的 BES2600 系列芯片，是业内首颗集成“蓝牙+降噪+入耳检测”的三合一芯片，推动集成度和价值量的进一步提升。此外，全新一代的 2700 系列的旗舰芯片预计上半年搭载客户的终端发布，推动耳机芯片整体 ASP 的提升；份额方面，公司 TWS 主控芯片去年成功导入海外大客户，预计市场份额持续提升。

手表 SOC 初步成功，新一代年内有望放量：公司第一代手表 SOC 方案陆续导入去年下半年发布的华为 GT3/Runner、小米 watchS1/color2 和 vivo watch2。今年第二代手表 SOC 是采用 12nm 先进工艺的全集成单芯片方案，目前已在多个客户端 design win，预计将在下半年量产上市，我们预计公司手表 SOC 未来有望复制 TWS SOC 的成功路径。

WiFi SOC 芯片从智能家居/音响向 WiFi 连接芯片突破：智能家居/音响领域，华为春季发布会上发布的智能音箱 Sound Joy、智能面板、AI 超感传感器等产品均采用公司 2600 系列的第二代智能家居主控芯片，后续还会有更多的终端产品陆续发布。另外公司基于开源鸿蒙开发了语音模块组件，有望批量应用在空调、冰箱、洗衣机等家电产品中。WiFi 连接芯片领域，公司 WiFi 4 连接芯片已在多个客户端 design win，预计年中实现量产。更高性能 WiFi 6 将同步推出多颗芯片，预计年底前量产，有望落地到客户的电视、平板、手表、IPC 等各类智能终端。

■ 投资建议

考虑到成本端涨价和疫情对供需两端的负面影响，我们调整 2021/2022/2023 年 EPS 预测至 3.41/5.25/7.37 元（原预测为 4.03/6.01/9.92 元），对应 2021/2022/2023 年 PE 为 56.29/36.61/26.06 倍。考虑到公司的平台化能力，从 TWS 耳机到智能手表/音响再到智能家居和 WiFiSOC，持续不断拓展应用领域，同时持续迭代不断提升份额的竞争实力，维持“买入”评级。

■ 风险提示

代工厂涨价、产品迭代低于预期

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1061	1766	2654	3826
年增长率	63.5%	66.4%	50.3%	44.2%
归母净利润	198	410	630	885
年增长率	194.4%	106.5%	53.8%	40.5%
每股收益（元）	2.20	3.41	5.25	7.37
市盈率（X）	150.16	56.29	36.61	26.06
市净率（X）	7.23	3.90	3.53	3.11

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 03 月 22 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3208	3254	3892	4657
应收票据及应收账款	82	98	131	232
存货	168	385	549	758
其他流动资产	2263	2462	2369	2464
流动资产合计	5721	6199	6941	8111
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	14	47	60	50
在建工程	0	40	40	40
无形资产	27	36	48	55
其他非流动资产	2	2	2	2
非流动资产合计	44	125	150	147
资产总计	5764	6325	7091	8258
短期借款	31	0	0	0
应付票据及应付账款	171	326	423	657
合同负债	1	1	1	3
其他流动负债	42	69	107	154
流动负债合计	245	395	532	814
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	24	24	24	24
非流动负债合计	24	24	24	24
负债合计	269	419	556	838
股本	120	120	120	120
资本公积	5150	5150	5150	5150
留存收益	227	636	1266	2151
归属母公司股东权益	5496	5905	6535	7420
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5496	5905	6535	7420
负债和股东权益合计	5764	6325	7091	8258

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	280	111	611	690
净利润	198	410	630	885
折旧摊销	19	20	38	51
营运资金变动	45	-252	33	-123
其他	18	-68	-90	-123
投资活动现金流量	-2266	-34	27	75
资本支出	-26	-102	-63	-48
投资变动	-2244	0	0	0
其他	3	69	90	122
筹资活动现金流量	4792	-32	0	0
债权融资	32	0	0	0
股权融资	4776	0	0	0
其他	-16	-32	0	0
现金净流量	2790	46	639	765

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1061	1766	2654	3826
营业成本	636	1107	1666	2414
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	7	9	8	11
管理费用	54	85	122	176
研发费用	173	267	382	551
财务费用	9	-19	-25	-32
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	3	69	90	122
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	200	414	636	894
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	200	414	636	894
所得税	2	4	6	9
净利润	198	410	630	885
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	198	410	630	885

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	40.1%	37.3%	37.2%	36.9%
净利率	18.7%	23.2%	23.7%	23.1%
净资产收益率	3.6%	6.9%	9.6%	11.9%
资产回报率	3.4%	6.5%	8.9%	10.7%
投资回报率	3.8%	6.6%	9.3%	11.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	63.5%	66.4%	50.3%	44.2%
EBIT 增长率	215.2%	87.6%	55.0%	40.9%
归母净利润增长率	194.4%	106.5%	53.8%	40.5%
每股指标 (元)				
每股收益	2.20	3.41	5.25	7.37
每股净资产	45.80	49.21	54.46	61.83
每股经营现金流	2.33	0.92	5.09	5.75
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.18	0.28	0.37	0.46
应收账款周转率	13.01	17.99	20.24	16.49
存货周转率	3.78	2.87	3.03	3.18
偿债能力指标				
资产负债率	4.7%	6.6%	7.8%	10.1%
流动比率	23.38	15.68	13.05	9.96
速动比率	22.69	14.66	12.00	9.00
估值指标				
P/E	150.16	56.29	36.61	26.06
P/B	7.23	3.90	3.53	3.11
EV/EBITDA	159.44	47.71	29.50	20.17

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断