

恒玄科技 (688608.SH) 买入 (维持评级)

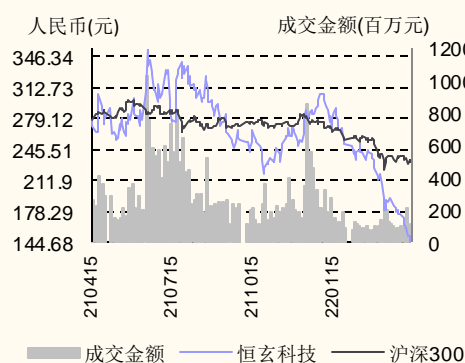
公司点评

市场价格 (人民币): 145.50 元

目标价格 (人民币): 225.75 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.20
已上市流通 A 股(亿股)	0.79
总市值(亿元)	174.60
年内股价最高最低(元)	355.50/144.76
沪深 300 指数	4192
上证指数	3226



相关报告

1.《AIoT 驱动智能音频 SoC 龙头长期成长-恒玄科技深度报告》，2022.3.12

邵广雨 联系人
shaoguangyu@gjzq.com.cn

赵晋 分析师 SAC 执业编号: S1130520080004
zhaojin1@gjzq.com.cn

21 年业绩大幅增长，品牌优势明显

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,061	1,765	2,652	3,771	5,237
营业收入增长率	63.55%	66.36%	50.22%	42.20%	38.87%
归母净利润(百万元)	198	408	641	903	1,250
归母净利润增长率	194.44%	105.51%	57.12%	40.89%	38.48%
摊薄每股收益(元)	1.653	3.398	5.338	7.521	10.415
每股经营性现金流净额	2.33	-0.39	4.94	4.35	6.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.61%	6.91%	10.19%	13.22%	16.49%
P/E	200.21	89.77	27.26	19.35	13.97
P/B	7.23	6.20	2.78	2.56	2.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

4月14日, 2021年公司实现营收17.65亿元, 同比增长66.36%, 归母净利润4.08亿元, 同比增长105.51%, 扣非归母净利润2.94亿元, 同比增长71.93%。

评论

- **智能音频业务增速达 60%，品牌市占率达 64%。**从产品结构来看, 2021 年公司主供 TWS 耳机的蓝牙音频芯片实现收入 14.11 亿元, 同比增长 60%, 收入占比维持在 80%。出货量来看, 蓝牙音频芯片出货量达到 1.8 亿颗, 预计占 2021 年品牌 TWS 耳机市场约 64% 的份额 (IDC 数据 2021 年安卓品牌 TWS 出货量 1.4 亿副)。业务高成长与市占率提升主要得益于随着品牌 TWS 占比提升, 公司产品凭借性能优势以及在华为、小米、OPPO、vivo 等品牌客户的认可度出货量稳步提升, 我们预计未来 3 年 TWS 耳机市场品牌将逐步替代白牌, 公司的市占率有望进一步提升。
- **上游供应链涨价导致综合毛利率有所下降。**2021 年, 受全球“缺芯潮”影响, 公司上游供应链紧张导致晶圆和封装测试成本分别上涨 62%/89%, 叠加公司下游均为大的手机、音频和互联网品牌客户, 不易向下游转嫁成本, 导致综合毛利率下降 2.76pct。但我们认为未来毛利率持续下降的可能性不大, 归因于: 1) 高毛利率的智能蓝牙芯片占比逐步提升; 2) 部分终端客户由经销模式转为直销模式毛利率提升 5 个 pct; 3) 新产品推出和产品升级助力维持 ASP。
- **持续加大研发投入, 维持技术先发优势:**2021 年, 公司研发费用 2.89 亿元, 同比增长 67.51%, 研发费用率为 16.38%, 与上年持平。研发团队人数自 2020 年末的 198 人增长至 2021 年年末的 338 人, 占比达 83.05%。持续的研发投入使得公司在多核异构嵌入式 SoC 技术、双频宽带低功耗 WiFi6 技术、主动降噪与音频 AI 技术和全集成音视频存储高速接口技术等方面持续领先。我们认为公司未来几年将维持高水平的研发投入, 持续巩固行业地位。

投资建议

- 预计 22-24 年归母净利润为 6.4/9/12.5 亿元, 同比增长 57.1%/40.9%/38.5%, 对应 EPS 为 5.34/7.52/10.42, 继续维持“买入”评级。

风险提示

- 需求不及预期; 行业竞争加剧; 原材料涨价; 股票解禁; 汇率风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	649	1,061	1,765	2,652	3,771	5,237	货币资金	418	3,208	1,454	1,839	2,160	2,665
增长率		63.5%	66.4%	50.2%	42.2%	38.9%	应收款项	12	84	330	312	444	617
主营业务成本	-404	-636	-1,107	-1,665	-2,331	-3,205	存货	152	168	541	502	702	966
%销售收入	62.3%	59.9%	62.7%	62.8%	61.8%	61.2%	其他流动资产	14	2,260	3,868	3,869	3,871	3,873
毛利	245	425	658	987	1,440	2,032	流动资产	596	5,721	6,193	6,522	7,178	8,121
%销售收入	37.7%	40.1%	37.3%	37.2%	38.2%	38.8%	%总资产	94.5%	99.2%	97.4%	96.3%	95.7%	95.7%
营业税金及附加	0	-2	-1	-2	-3	-4	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	7	14	57	85	106	110
销售费用	-8	-7	-11	-16	-23	-31	%总资产	1.2%	0.3%	0.9%	1.3%	1.4%	1.3%
%销售收入	1.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	26	28	83	143	193	236
管理费用	-46	-54	-77	-101	-124	-157	非流动资产	35	44	164	251	322	367
%销售收入	7.1%	5.1%	4.4%	3.8%	3.3%	3.0%	%总资产	5.5%	0.8%	2.6%	3.7%	4.3%	4.3%
研发费用	-132	-173	-289	-398	-528	-707	资产总计	631	5,764	6,358	6,773	7,499	8,487
%销售收入	20.4%	16.3%	16.4%	15.0%	14.0%	13.5%	短期借款	0	31	13	13	15	12
息税前利润 (EBIT)	58	189	280	470	762	1,132	应付款项	83	182	372	414	579	795
%销售收入	8.9%	17.9%	15.9%	17.7%	20.2%	21.6%	其他流动负债	24	31	41	52	72	98
财务费用	1	-9	23	-36	-167	-239	流动负债	107	245	426	479	665	905
%销售收入	-0.1%	0.8%	-1.3%	1.4%	4.4%	4.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	2	24	28	7	5	4
公允价值变动收益	0	0	14	0	0	0	负债	109	269	454	485	670	908
投资收益	3	3	93	200	300	350	普通股股东权益	522	5,496	5,903	6,288	6,829	7,579
%税前利润	3.7%	1.7%	22.6%	31.1%	33.1%	27.9%	其中：股本	90	120	120	120	120	120
营业利润	69	200	410	644	907	1,256	未分配利润	25	205	554	939	1,480	2,230
营业利润率	10.6%	18.8%	23.2%	24.3%	24.1%	24.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	631	5,764	6,358	6,773	7,499	8,487
税前利润	69	200	410	644	907	1,256	比率分析						
利润率	10.6%	18.8%	23.2%	24.3%	24.1%	24.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-1	-2	-2	-3	-5	-6	每股指标						
所得税率	1.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	每股收益	0.749	1.653	3.398	5.338	7.521	10.415
净利润	67	198	408	641	903	1,250	每股净资产	5.801	45.798	49.194	52.397	56.910	63.159
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.628	2.329	-0.386	4.941	4.353	6.662
归属于母公司的净利润	67	198	408	641	903	1,250	每股股利	0.000	0.000	0.000	2.135	3.009	4.166
净利率	10.4%	18.7%	23.1%	24.2%	23.9%	23.9%	回报率						
							净资产收益率	12.91%	3.61%	6.91%	10.19%	13.22%	16.49%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.68%	3.44%	6.41%	9.46%	12.04%	14.73%
							投入资本收益率	10.83%	3.40%	4.70%	7.42%	11.08%	14.84%
净利润	67	198	408	641	903	1,250	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	96.65%	63.55%	66.36%	50.22%	42.20%	38.87%
非现金支出	14	26	45	44	69	95	EBIT 增长率	5202.00%	228.82%	47.68%	68.01%	62.07%	48.61%
非经营收益	-2	10	-97	-200	-300	-350	净利润增长率	3705.77%	194.44%	105.51%	57.12%	40.89%	38.48%
营运资金变动	-23	45	-403	108	-150	-195	总资产增长率	192.41%	813.72%	10.30%	6.53%	10.72%	13.18%
经营活动现金净流	57	279	-46	593	522	799	资产管理能力						
资本开支	-30	-26	-139	-130	-140	-140	应收账款周转天数	9.8	15.8	40.9	41.0	41.0	41.0
投资	0	-2,244	-1,584	0	0	0	存货周转天数	107.0	91.9	116.9	110.0	110.0	110.0
其他	3	3	93	200	300	350	应付账款周转天数	75.8	72.1	84.3	84.0	84.0	84.0
投资活动现金净流	-27	-2,266	-1,630	70	160	210	固定资产周转天数	4.1	5.0	11.5	11.2	9.8	7.1
股权募资	323	4,776	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	32	-31	-19	2	-3	净负债/股东权益	-80.13%	-98.65%	-89.50%	-90.15%	-87.68%	-85.70%
其他	-1	-32	-49	-257	-361	-500	EBIT 利息保障倍数	-112.7	21.2	-12.0	12.9	4.6	4.7
筹资活动现金净流	321	4,776	-80	-276	-359	-503	资产负债率	17.25%	4.66%	7.15%	7.16%	8.93%	10.70%
现金净流量	351	2,789	-1,757	387	323	506							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	7	18	41
增持	0	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.22	1.14	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-12	买入	209.00	251.43 ~ 326.67

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402