


分析师：方竞

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师：李少青

执业证号：S0100522010001

电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@mszq.com

事件：恒玄科技 4 月 15 日发布 2021 年年报，公司 2021 年实现营收 17.65 亿元 (YoY+66.36%)，实现归母净利润 4.08 亿元 (YoY+105.51%)，实现扣非归母净利润 2.94 亿元 (YoY+71.93%)，全年毛利率 37.29% (YoY-2.76pct)。

对应 21Q4 单季度，公司实现营收 5.34 亿元 (YoY+36.28%，QoQ+7.29%)，实现归母净利润 1.14 亿元 (YoY+39.68%，QoQ+8.32%)，实现扣非归母净利润 0.85 亿元 (YoY+19.32%，QoQ+15.82%)，21Q4 毛利率 37.2% (YoY-0.95pct，QoQ+1.16pct)。

2021 年全年产品线收入高增长，上游供应链涨价致毛利率略有波动。公司是国内领先的智能音视频 SoC 芯片厂商，为客户提供 AIoT 场景下具有语音交互能力的边缘智能主控平台芯片，公司主要产品为蓝牙音频芯片、WiFi SoC 芯片、智能手表芯片等，广泛应用于 TWS 耳机、WiFi 智能音箱、智能手表等低功耗智能音视频终端产品。分产品来看，2021 年公司蓝牙音频相关业务占比 80%，主要终端产品为 TWS 耳机产品等，其中普通蓝牙芯片实现收入 4.71 亿元 (YoY+40.72%)，毛利率 35.69% (YoY+0.94pct)；智能蓝牙芯片实现收入 9.4 亿元 (YoY+72.05%)，毛利率 42.88% (YoY-4.38pct)。其他产品营收占比为 20%，主要包含智能家居 WiFi SoC 芯片、智能手表芯片和 Type-C 芯片等产品，2021 年实现收入 3.55 亿元 (YoY+96.65%)，毛利率 24.6% (YoY-1.64pct)。成本端来看，2021 年公司综合毛利率 37.29%，同比下降 2.76 个百分点，主要受全球缺芯潮影响，公司上游供应链涨价，2021 年公司晶圆成本和封装测试费分别同比增长 61.97%和 88.95%。2022 年随着上游供应链紧张缓解、公司新产品推出产品结构进一步优化等，公司毛利率有望保持稳定。

创新驱动产品快速迭代，智能音频市场地位巩固，智能手表市场大有可为。2021 年，公司依托对关键技术的较早布局 and 不断升级，实现产品快速迭代，保持市场领先地位。**1) TWS 耳机方面：**蓝牙音频芯片快速迭代，在品牌 TWS 市场保持领先。公司 BES2500 系列主控芯片已被广泛应用于手机厂商、专业音频厂商、电商品牌的终端耳机产品，并持续突破三星等海外大客户。21H2，公司率先推出“蓝牙+降噪+入耳检测”三合一的智能蓝牙音频芯片 BES2600 系列，率先实现人体检测、音频和射频全集成的单芯片解决方案，并在品牌客户顺利量产。**2) 智能家居领域：**成功拓展小米、华为等客户，第二代 WiFi/蓝牙双模 AIoT SoC 芯片 BES2600WM 已量产上市，采用更先进的 22nm 工艺制程，在功耗更低的同时支持更强 AI 算力，并率先支持鸿蒙操作系统智能家居，可广泛应用于智能音箱、智能家电等领域。**3) 智能手表领域：**2021 年公司第一代智能手表芯片顺利导入客户并量产，该芯片集显示、存储、音频、连接为一体，支持 BT5.2 双模蓝牙，可支持 BLE 数据传输、蓝牙通话和音乐播放等。公司第二代智能手表单芯片解决方案 12nm BES2700BP 也已进入送样阶段，有望在 2022 年推向市场。

推荐
维持评级
当前价格：
143.5 元
相关研究

- 1.【民生电子】恒玄科技 (688608) 三季报业绩点评：Q3 业绩保持增长，非耳机产品拓展顺利
- 2.【民生电子】恒玄科技 (688608) 中报业绩点评：21H1 业绩高增长，拓展非耳机产品延续成长
- 3.【民生电子】恒玄科技 (688608) 中报业绩预告点评：TWS 耳机快速发展，上半年业绩高增
- 4.【民生电子】恒玄科技 (688608) 深度报告：技术领先加速产品迭代，客户丰富助力品类扩张
- 5.【民生电子】恒玄科技 (688608) 2020 年和 21Q1 业绩点评：Q1 业绩大增，SOC 芯片龙头启航

➤ **持续重视研发投入,核心技术能力不断提升。**公司坚持技术创新,长期保持较高水平研发投入,2021年公司研发费用2.89亿元(YoY+67.51%),占营收比例16.38%。公司2021年末研发人员达到338人,较2020年末增长140人,占公司总人数比例达到83.05%,其中硕士及以上学历研发人员190人,占研发人员总数的56.21%,研发人员平均薪酬57.1万元。核心技术方面,2021年公司在多项核心技术中取得进步并保持行业领先,包括:多核异构嵌入式SoC技术、双频宽带低功耗WiFi6技术、支持蓝牙5.3的TWS技术、主动降噪与音频AI技术、先进工艺下全集成射频技术、全集成音视频存储高速接口技术等。

➤ **投资建议:**预计公司22/23/24年归母净利润至6/8.54/11.22亿元,对应现价PE分别为29/20/15倍,公司是国内领先的AIoT SoC芯片厂商,当前技术和产品布局处于快速成长期,看好公司平台型芯片设计公司之路,维持“推荐”评级。

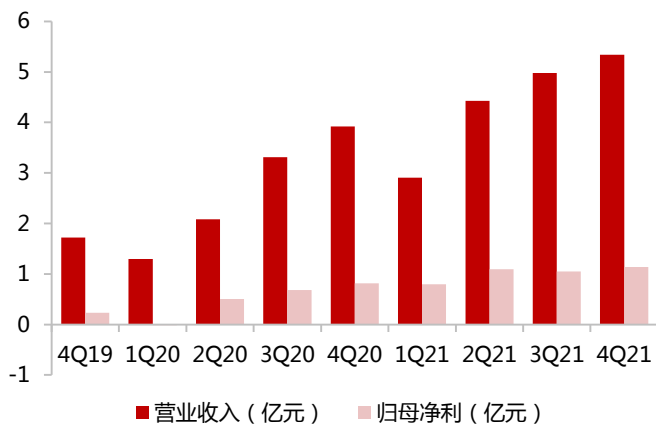
➤ **风险提示:**下游市场需求波动的风险;上游供应波动的风险;市场竞争加剧的风险;新产品研发进展不及预期的风险;吸引人才和保持创新能力的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,765	2,621	3,607	4,825
增长率(%)	66.4	48.5	37.6	33.8
归属母公司股东净利润(百万元)	408	600	854	1,122
增长率(%)	105.5	47.2	42.2	31.5
每股收益(元)	3.40	5.00	7.11	9.35
PE	42	29	20	15
PB	2.9	2.7	2.4	2.1

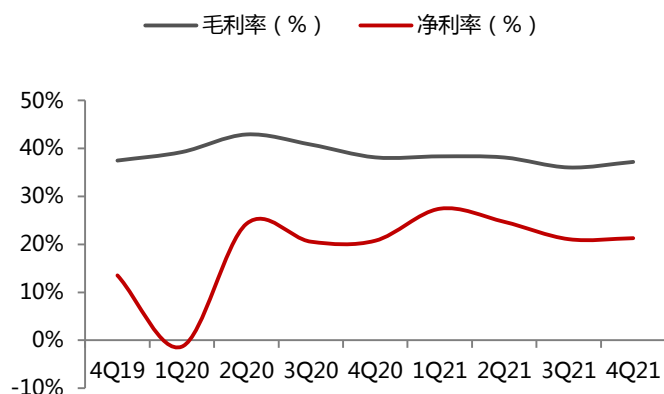
资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为2022年04月15日收盘价)

图 1：恒玄科技季度营收和净利情况



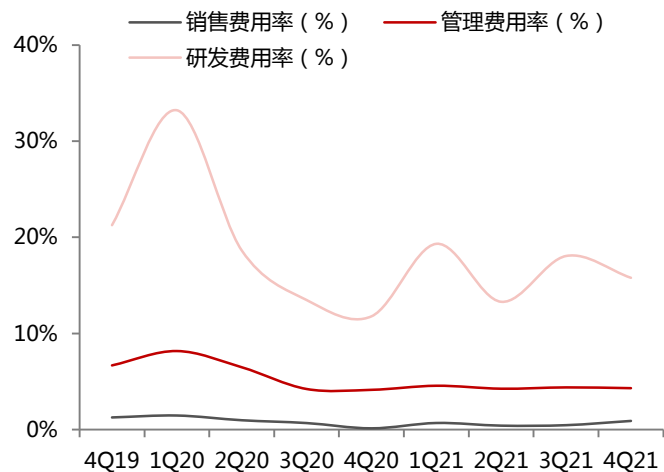
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：恒玄科技季度利润率情况



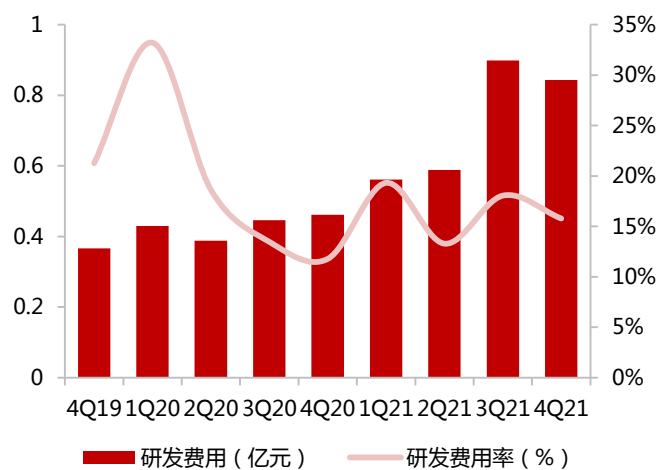
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：恒玄科技季度费用率情况



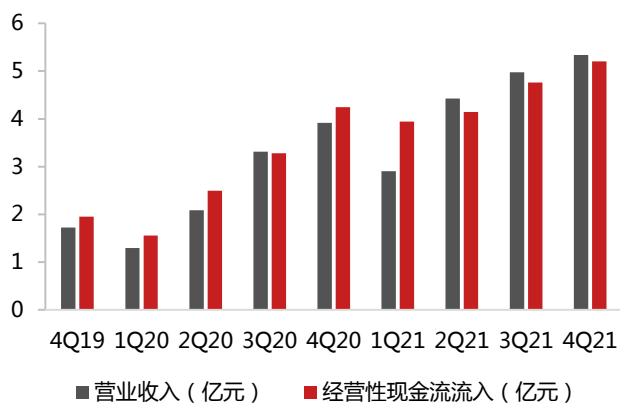
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：恒玄科技季度研发费用情况



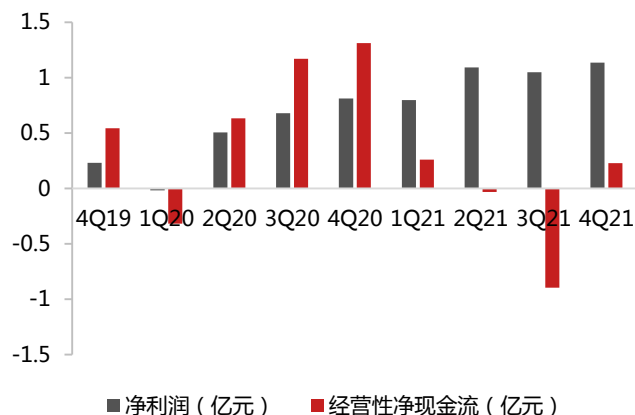
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：恒玄科技经营性现金流入情况



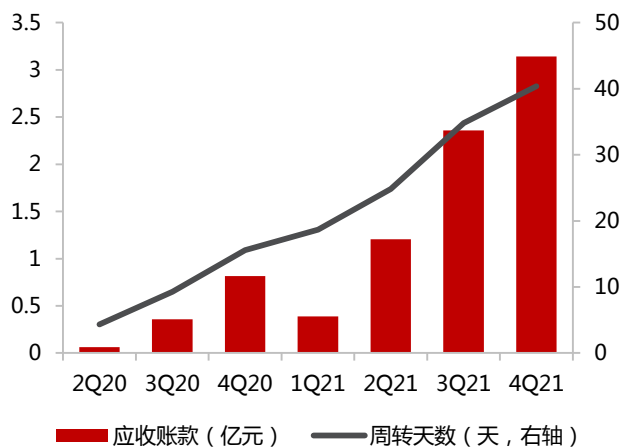
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：恒玄科技经营性净现金流情况



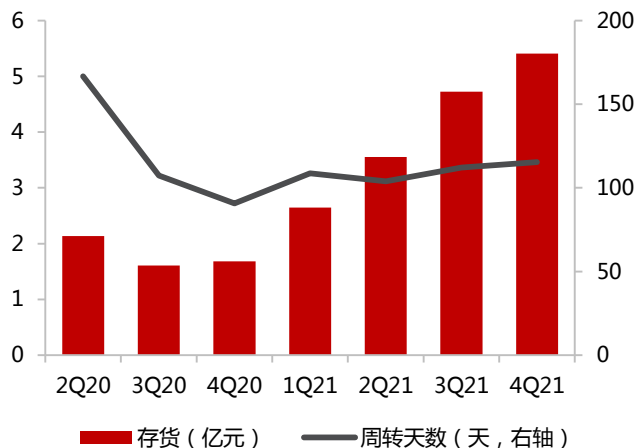
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：恒玄科技应收账款和周转天数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：恒玄科技存货和周转天数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,765	2,621	3,607	4,825
营业成本	1,107	1,638	2,211	2,943
营业税金及附加	1	2	3	4
销售费用	11	16	22	29
管理费用	77	111	155	207
研发费用	289	393	559	796
EBIT	280	461	657	845
财务费用	-23	-15	-21	-37
资产减值损失	-4	-15	-15	-15
投资收益	93	131	180	241
营业利润	410	603	858	1,128
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	410	603	858	1,128
所得税	2	3	4	6
净利润	408	600	854	1,122
归属于母公司净利润	408	600	854	1,122
EBITDA	321	587	856	1,051

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,454	2,111	2,675	3,333
应收账款及票据	314	237	415	617
预付款项	1	4	4	5
存货	541	602	817	1,203
其他流动资产	3,882	3,879	3,886	3,898
流动资产合计	6,193	6,832	7,798	9,055
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	56	77	68	54
无形资产	76	87	108	135
非流动资产合计	164	253	281	312
资产合计	6,358	7,084	8,078	9,368
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	341	423	615	828
其他流动负债	86	190	218	272
流动负债合计	426	613	833	1,100
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	28	28	28	28
非流动负债合计	28	28	28	28
负债合计	454	641	861	1,129
股本	120	120	120	120
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,903	6,444	7,217	8,239
负债和股东权益合计	6,358	7,084	8,078	9,368

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	66.36	48.49	37.59	33.78
EBIT 增长率	36.63	64.97	42.53	28.55
净利润增长率	105.51	47.23	42.19	31.47
盈利能力 (%)				
毛利率	37.29	37.53	38.71	39.00
净利润率	23.10	22.90	23.66	23.26
总资产收益率 ROA	6.41	8.47	10.57	11.98
净资产收益率 ROE	6.91	9.32	11.83	13.62
偿债能力				
流动比率	14.53	11.15	9.36	8.23
速动比率	13.26	10.16	8.37	7.13
现金比率	3.41	3.45	3.21	3.03
资产负债率 (%)	7.15	9.05	10.66	12.05
经营效率				
应收账款周转天数	64.99	32.93	42.00	46.64
存货周转天数	178.37	137.41	137.45	151.08
总资产周转率	0.28	0.37	0.45	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	3.40	5.00	7.11	9.35
每股净资产	49.19	53.70	60.14	68.66
每股经营现金流	-0.36	6.66	5.75	6.28
每股股利	0.34	0.50	0.67	0.83
估值分析				
PE	42	29	20	15
PB	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	49.24	25.78	17.03	13.24
股息收益率 (%)	0.24	0.35	0.46	0.58

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	408	600	854	1,122
折旧和摊销	41	126	198	205
营运资金变动	-403	189	-197	-347
经营活动现金流	-44	800	690	754
资本开支	-139	-64	-76	-87
投资	-1,584	0	0	0
投资活动现金流	-1,630	-83	-46	4
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-31	0	0	0
筹资活动现金流	-70	-60	-80	-100
现金净流量	-1,754	657	564	658

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001