

恒玄科技 (688608.SH)

开拓第三成长曲线, 有望成为 AI 眼镜 SoC 赢家

核心观点:

- **恒玄科技开拓第三成长曲线。**恒玄科技的定位是无线超低功耗计算 SOC 主控厂商。公司是全球 TWS SOC 的龙头, 通过摩尔定律持续迭代不断增强竞争力; 通过 2.5D 显示和 WIFI 能力的积累, 已成功开拓出第二成长曲线运动手表/智能手环; 正在积累 A 核、linux 系统、ISP 影像等关键技术, 有望进一步开拓出第三成长曲线智能手表和 AI 眼镜。
- **TWS SoC 迭代升级, 平均单价有望持续提升。**TWS 耳机行业快速发展, 公司 6nm 先进制程的 SoC 芯片于 2024 年实现量产出货, TWS SoC 平均单价有望持续提升, 同时市场份额有望进一步提升。
- **智能手表 SoC 持续放量, 营收占比持续扩大。**公司从 TWS SoC 延展到手表 SoC, 智能手表多采用双系统和双主控方案, 未来有望通过单主控 SoC 集成 A 核和 M 核, 搭载双系统进一步提高待机时间, 目前公司智能手表 SoC 广受客户认可, 2023、2024H1 公司智能手表和手环类产品营收占比达 22%、28%, 未来成长空间广阔。
- **有望成为 AI 眼镜 SoC 赢家, 带来新增长动能。**AI 眼镜赋能视觉、听觉、语言 and 大脑, 为非常重要的 AI 硬件载体, 国内外多家大厂积极布局 AI 智能眼镜, 根据 omdia 数据, 预计 2024-2028 年 AI 眼镜出货量 CAGR 为 93.76%。目前公司 AI 眼镜 SoC 已实现在 MYVUAR 眼镜产品的应用, 根据 omdia 数据, 预计后续将应用于小米、阿里 AI 眼镜。公司有望成为 AI 眼镜 SoC 的赢家, 打开公司新增长空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年归母净利润为 4.60、10.09、14.31 亿元。我们看好公司未来产品线不断扩张和新产品线的广阔空间, 给予公司 2025 年 60 倍 P/E 估值, 合理价值为 504.27 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**因技术升级导致的产品迭代风险、产品终端应用形态相对单一的风险、行业竞争风险等。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1485	2176	3263	5038	6680
增长率 (%)	-15.9%	46.6%	49.9%	54.4%	32.6%
EBITDA (百万元)	59	130	542	1044	1437
归母净利润 (百万元)	122	124	460	1009	1431
增长率 (%)	-70.0%	1.0%	271.8%	119.5%	41.9%
EPS (元/股)	1.02	1.03	3.83	8.40	11.92
市盈率 (P/E)	111.64	149.21	99.12	45.15	31.83
ROE (%)	2.1%	2.0%	7.2%	13.9%	17.1%
EV/EBITDA	201.96	122.53	77.79	39.79	28.22

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

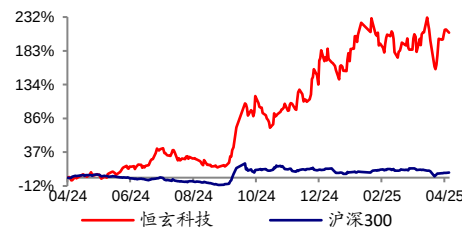
买入

当前价格	379.50 元
合理价值	504.27 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-21

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	120/120
总市值/流通市值 (百万元)	45557/45557
一年内最高/最低 (元)	406.30/118.40
30 日日均成交量/成交额 (百万)	2/839
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	1.71/48.91

相对市场表现



分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658

分析师:

耿正



SAC 执证号: S0260520090002



021-38003660



gengzheng@gf.com.cn

分析师:

谢淑颖



SAC 执证号: S0260520080005



021-38003656



xieshuying@gf.com.cn

请注意, 耿正, 谢淑颖并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

恒玄科技	2024-09-06
(688608.SH):24H1 收入	
同比高增, 毛利率呈向上趋势	

目录索引

一、恒玄科技开拓第三成长曲线.....	4
二、TWS SOC 迭代升级，平均单价有望持续提升.....	7
三、智能手表 SOC 持续放量，营收占比持续扩大.....	9
四、有望成为 AI 眼镜 SOC 赢家，带来新增长动能.....	13
五、盈利预测和投资建议.....	18
六、风险提示.....	20

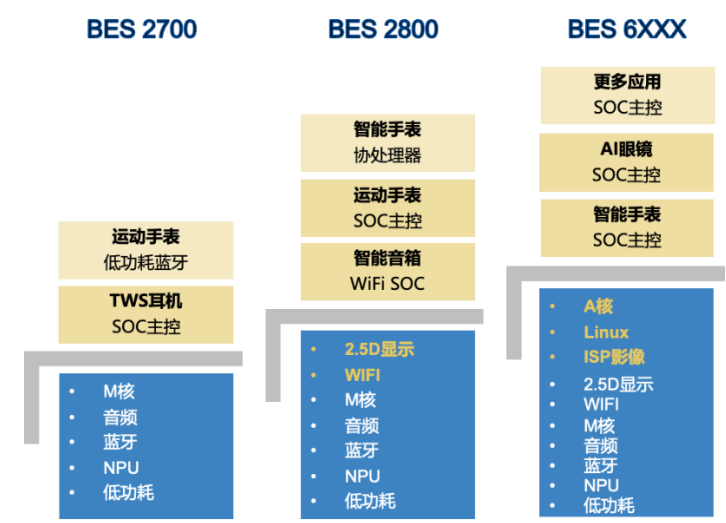
图表索引

图 1: 恒玄科技产品路线图	4
图 2: 恒玄科技成长动力	4
图 3: 恒玄科技下游客户	5
图 4: 恒玄科技分业务收入情况 (单位: 亿元)	5
图 5: 恒玄科技季度营收	6
图 6: 恒玄科技季度净利润	6
图 7: 恒玄科技季度毛利率、净利率情况	6
图 8: 全球 TWS 耳机出货量	7
图 9: 恒玄科技 TWS 耳机 SOC 制程不断升级	7
图 10: 三星 Galaxy Buds3 系列耳机首发恒玄 BES2800 芯片	8
图 11: 小米手环 9pro 拆机	9
图 12: 华为 GT 手表拆机	9
图 13: 小米 watch S4	10
图 14: 华为 Watch 4 Pro	10
图 15: OPPO Watch X 拆机	10
图 16: 三星 Galaxy Fit3 智能手环拆机	10
图 17: 高通 W5+ 芯片方案和系统	10
图 18: 高通 W5+ 芯片和 W5 芯片	10
图 19: 恒玄运动手表方案-主处理器	11
图 20: 恒玄智能手表方案-协处理器	11
图 21: OPPO Watch X2 搭载恒玄科技 BES2800BP 芯片	11
图 22: 全球手表手环出货量	12
图 23: 恒玄科技智能手表/手环类芯片营收及占比	12
图 24: 小米智能音频眼镜 SOC	13
图 25: 华为智能眼镜 2 SOC	13
图 26: rayban-meta SOC	14
图 27: rayban-meta MCU	14
图 28: 高通 AR1 芯片	14
图 29: 展锐 W517 芯片	14
图 30: MYVU AR 眼镜搭载恒玄科技智能可穿戴主控芯片	15
图 31: AI 眼镜出货量预测	17
表 1: 智能手表 SOC 方案	9
表 2: AI 智能眼镜 SOC 方案	13
表 3: AI 眼镜 SOC 方案	14
表 4: 带摄像头的 AI 眼镜 SOC 方案预测	16
表 5: 公司收入毛利拆分预测	18
表 6: 可比公司估值表	19

一、恒玄科技开拓第三成长曲线

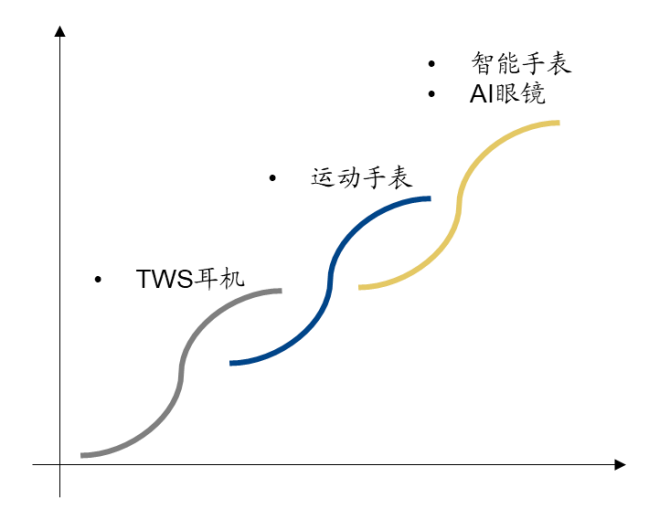
恒玄科技的定位是无线超低功耗计算SOC主控厂商。公司是全球TWS SOC的龙头，通过摩尔定律持续迭代不断增强竞争力；通过2.5D显示和WIFI能力的积累，已成功开拓出第二成长曲线运动手表/智能手环；正在积累A核、linux系统、ISP影像等关键技术，有望进一步开拓出第三成长曲线智能手表和AI眼镜。

图 1：恒玄科技产品路线图



数据来源：恒玄科技官网，广发证券发展研究中心

图 2：恒玄科技成长动力



数据来源：恒玄科技官网，广发证券发展研究中心

公司下游客户遍布全球及各行业，包括主流安卓手机品牌、专业音频厂商、互联网公司以及家电厂商等。主要包括：（1）三星、OPPO、小米、荣耀、华为、vivo等全球主流安卓手机品牌，（2）哈曼、安克创新、漫步者、韶音等专业音频厂商，（3）阿里、百度、字节跳动、谷歌等互联网公司，（4）海尔、海信、格力等家电厂商。品牌客户的深度及广度是公司重要的竞争优势和商业壁垒。

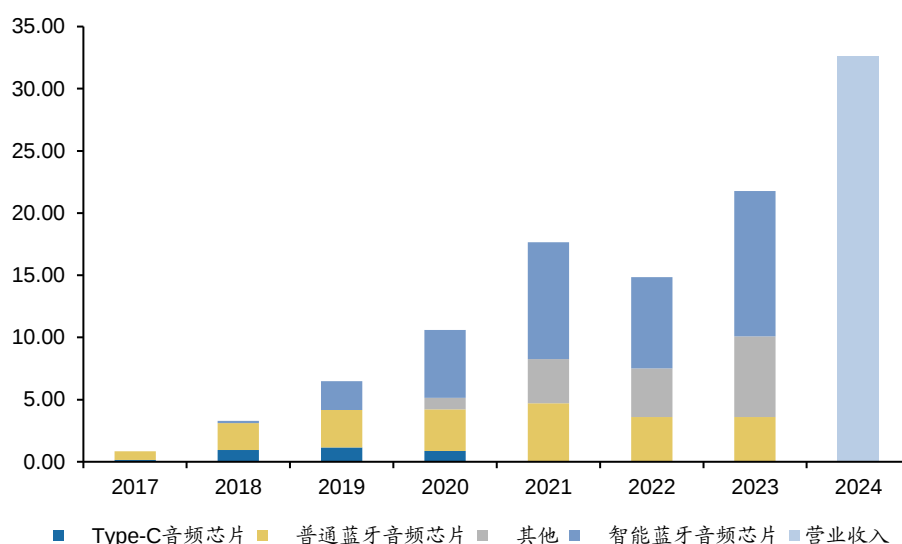
优质客户提供广阔成长空间。公司结合现有客户基础，充分复用客户资源拓展产品线。公司高度注重客户需求，在新产品研发过程中，与终端品牌厂商高度配合、协同研发，因此在长期合作中形成了较强的黏性。和品牌客户形成稳定的合作关系后，产品成功的应用经验又可以形成良性循环，一方面进一步拓展公司的品牌客户范围，另一方面为公司后续新产品打入市场提供了优质的客户基础。品牌客户的深度及广度是公司重要的竞争优势和商业壁垒。

图3：恒玄科技下游客户



数据来源：公司公众号，广发证券发展研究中心

图4：恒玄科技分业务收入情况（单位：亿元）



数据来源：同花顺，广发证券发展研究中心

根据公司2024年业绩快报，2024年，可穿戴市场保持快速增长，终端应用不断升级，客户对主控芯片的要求也进一步提升，公司坚持品牌客户战略，适时推出了BES2800和BES2700iBP、BES2700iMP等一系列智能可穿戴芯片，可适配客户各种不同需求，在智能蓝牙耳机、智能手表市场的份额进一步提升，营业收入快速增长，预计2024年实现营业收入为32.63亿元，同比增长49.94%；预计归母净利润为4.60亿元，同比增长271.70%，公司全年营收和净利润均创成立以来的历史新高。

图 5：恒玄科技季度营收

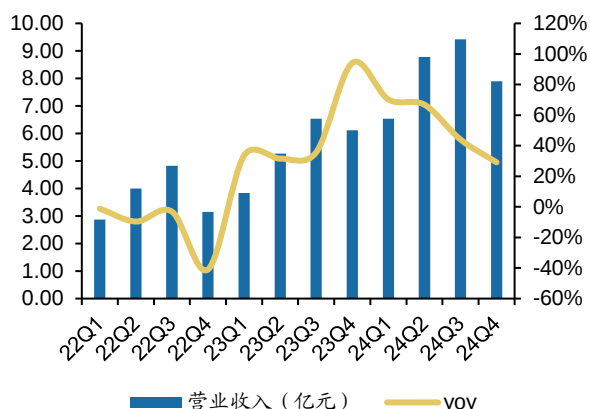
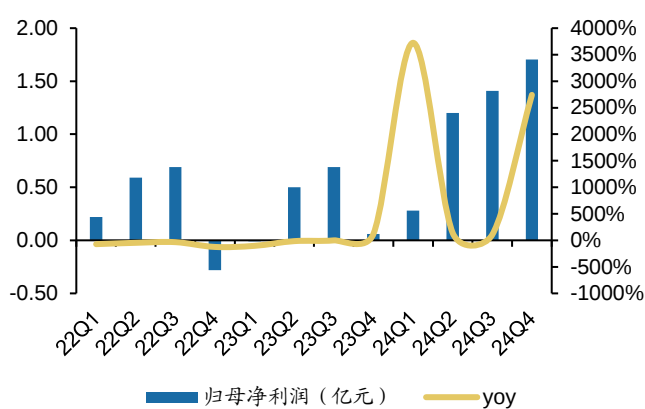


图 6：恒玄科技季度净利润

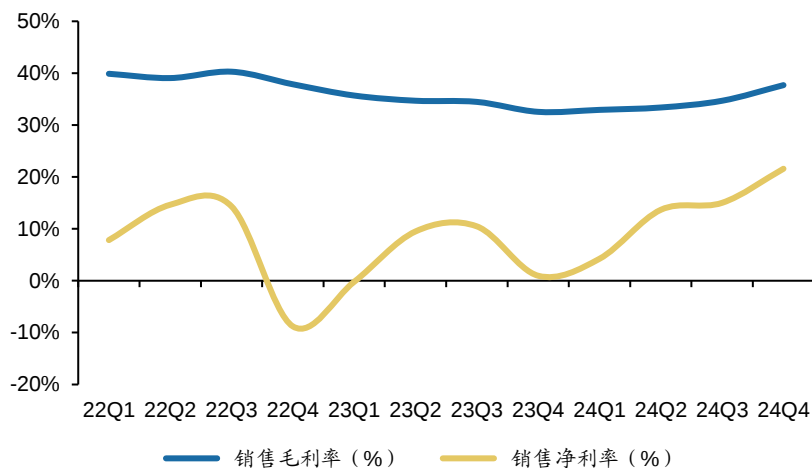


数据来源：业绩快报，公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：业绩快报，公司财报，广发证券发展研究中心

2024年Q1-Q4，公司销售毛利率分别为 32.93%、33.39%、34.69%、37.70%左右，毛利率逐季改善。公司全年营业收入大幅增长，带来规模效应，期间费用率有所降低，公司盈利能力不断提升。

图 7：恒玄科技季度毛利率、净利率情况



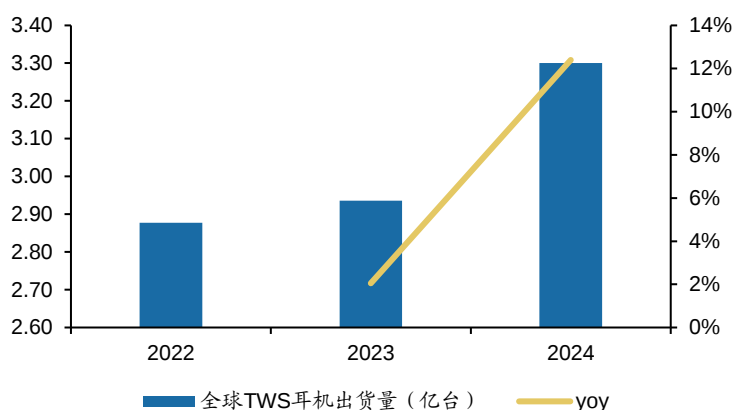
数据来源：业绩快报，公司财报，广发证券发展研究中心

2025年，公司将继续专注于无线超低功耗计算SoC芯片的核心技术研发，坚持品牌客户战略，抓住端侧AI发展的新机遇，不断推出更有竞争力的芯片产品，在智能可穿戴和智能家居市场纵深发展。

二、TWS SoC 迭代升级，平均单价有望持续提升

根据公司2023年年报转引的Canalys数据，2023 年全年全球TWS耳机出货量约为2.936亿台，相比2022年全年的2.877亿台增长约2%左右，市场逐步恢复中；根据Canalys公众号发布的数据，2024年全球真无线耳机（TWS）市场出货量达到3.3亿台，同比增长13%，恢复了两位数增长。市场回升的主要动力来自于开放式耳机的崛起及新功能和垂直场景应用的普及。同时，传统TWS耳机通过ANC等先进功能的下放和价格下探，进一步促进了市场扩张。

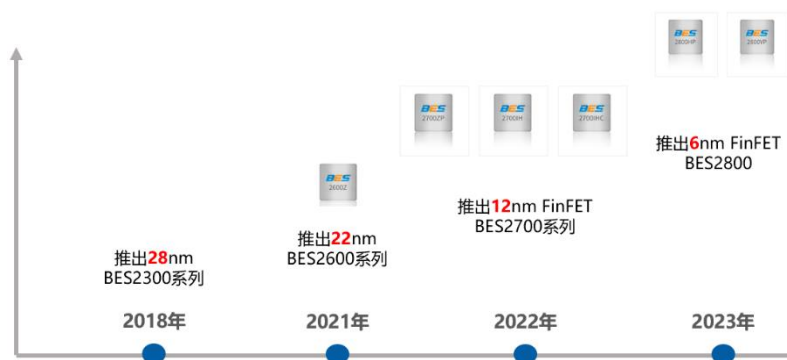
图8：全球TWS耳机出货量



数据来源：公司财报，Canalys 公众号，广发证券发展研究中心

公司十分重视TWS市场，积极投入研发能力，芯片能力也在快速迭代。智能终端产品的升级以及智能语音技术的普遍应用，对SoC芯片性能和功耗的要求越来越高。公司坚持高研发投入，持续导入先进工艺制程，来解决高性能和低功耗的矛盾需求。根据公司2024年半年报，为了满足客户不断提升的性能需求，公司在业内率先推出采用12nm和6nm先进工艺的新一代可穿戴主控芯片，公司始终保持产品定义的领先，从而满足品牌客户对产品持续升级的诉求，与品牌客户的深度合作又进一步强化了公司产品定义的前瞻性。公司凭借先进制程带来的技术优势和公司良好的客户支持服务能力，公司在品牌TWS中的份额有望进一步提升。

图9：恒玄科技TWS耳机SOC制程不断升级



数据来源：公司官网，公司公众号，公司财报，广发证券发展研究中心

根据公司2024年半年报，公司新一代智能可穿戴芯片BES2800实现量产出货，该芯片采用先进的6nm FinFET工艺，单芯片集成多核CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗Wi-Fi和双模蓝牙，能够为可穿戴设备提供强大的算力和高品质的无缝连接体验。该芯片目前已在多个客户的耳机、智能手表、智能眼镜等项目中导入，2024年下半年逐步上量。

2024年7月，三星电子正式发布Galaxy Buds3系列真无线耳机，包含Galaxy Buds3 /Buds3 Pro两款型号。该系列首次搭载恒玄科技研发的BES2800智能可穿戴芯片，此次合作标志着恒玄BES2800芯片在高端TWS耳机领域的首次量产应用，其低功耗与高算力特性为三星AI音频生态提供了核心技术支撑。

图10：三星Galaxy Buds3系列耳机首发恒玄BES2800芯片



数据来源：pchome，广发证券发展研究中心

三、智能手表 SoC 持续放量，营收占比持续扩大

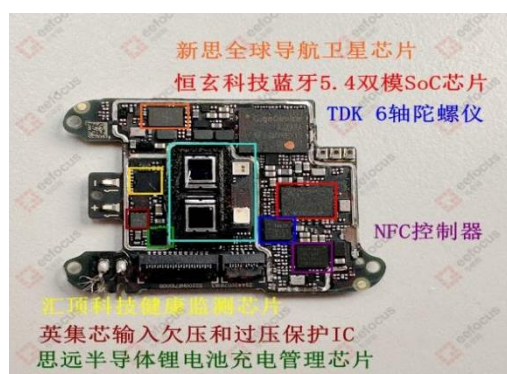
广义的智能手表包括智能手环、运动手表和具备APPs生态的智能手表。狭义的智能手表主要是指具备APP生态的智能手表，可增加蜂窝通信、拍照功能。智能手环和运动手表功能较为简单，主要是运动健康功能，一般采用轻量级的RTOS系统，主控SOC内核为M核，待机时间比较长。狭义智能手表功能比较强大，具备微信等APPs生态，采用重量级的Linux/安卓系统，主控SOC内核为A核，待机时间比较短。为了提高待机时间，现在狭义智能手表多采用双系统和双主控方案。未来发展趋势，有望通过单主控SOC集成A核和M核，搭载双系统，在保障性能的基础上，进一步提高待机时间。

表 1：智能手表 SOC 方案

	价格	特点功能	待机时间	操作系统	主控方案
小米手环 9pro	399 元	运动	3 周	RTOS	恒玄 BES2700
华为 GT 3 Pro	2688 元	运动	2 周	鸿蒙+RTOS	恒玄 BES2500
三星手环 Galaxy Fit3	339 元	运动	13 天	RTOS	恒玄 BES2700iBP
小米 watch S4	999 元	运动+电话	3-15 天	安卓+RTOS	展锐+恒玄 BES2700
华为 Watch 4 Pro	3399 元	运动+电话	4.5 天	鸿蒙+RTOS	恒玄 BES2700+高通 4G 基带
OPPO Watch X	2299 元	运动+电话	4 天	安卓+RTOS	高通 W5+恒玄 BES2700
Apple Watch Series 10	2999 元	运动+电话	1-2 天	Watch OS	Apple S10
三星 Galaxy Watch7	1899 元起	运动+电话	3 天	安卓	Exynos W940
小天才儿童电话手表 Z9	1999 元	运动+电话+拍照	约 2 天	安卓	高通骁龙 Wear4100

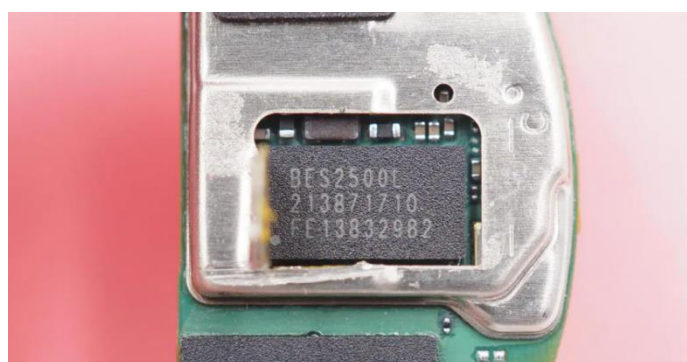
数据来源：各公司官网，ZOL 中关村在线，电子技术设计，京东，IT 之家，广发证券发展研究中心

图 11：小米手环9pro拆机



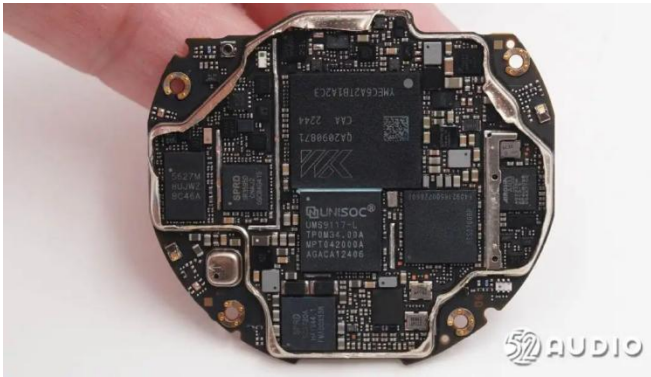
数据来源：eefocus，广发证券发展研究中心

图 12：华为GT手表拆机



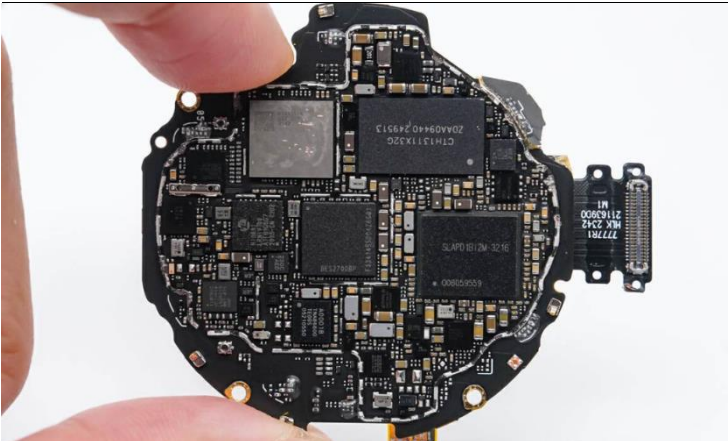
数据来源：AUDIO，广发证券发展研究中心

图 13：小米watch S4



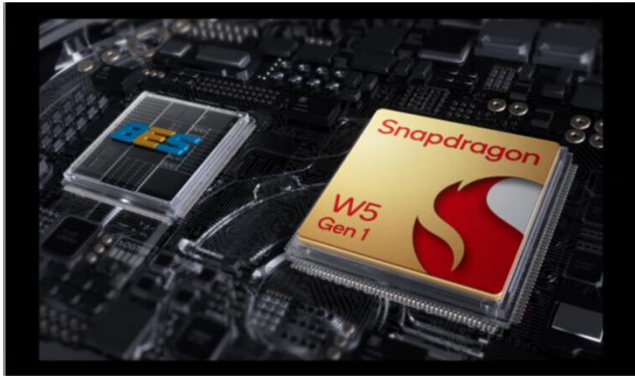
数据来源：AUDIO，广发证券发展研究中心

图 14：华为Watch 4 Pro



数据来源：AUDIO，广发证券发展研究中心

图 15：OPPO Watch X拆机



性能方面，OPPO Watch X搭载骁龙W5与恒玄2700双芯片，应用启动速度达毫秒级；采用UDDE双擎混动技术2.0，可双芯无缝切换；支持微信手表版、独立eSIM功能，手表即可完成收发消息、拨打电话功能。

数据来源：OPPO 官网，广发证券发展研究中心

图 16：三星Galaxy Fit3智能手环拆机



数据来源：AUDIO，广发证券发展研究中心

图 17：高通W5+芯片方案和系统



数据来源：快科技，广发证券发展研究中心

图 18：高通W5+芯片和W5芯片



数据来源：快科技，广发证券发展研究中心

图 19: 恒玄运动手表方案-主处理器

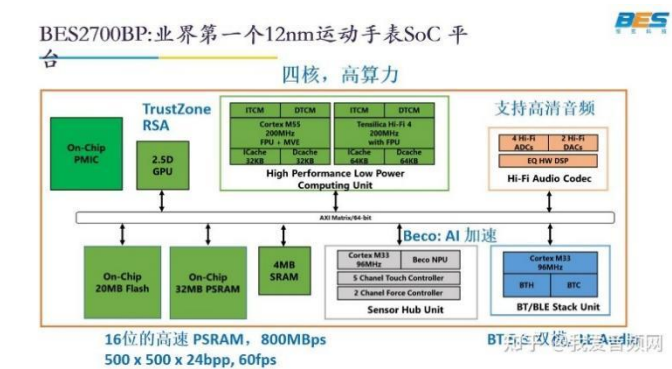
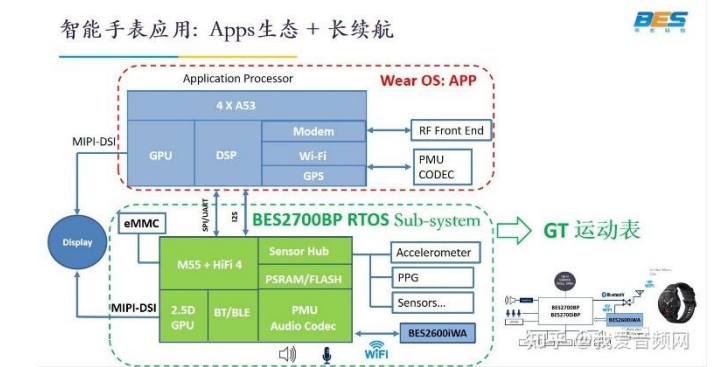


图 20: 恒玄智能手表方案-协处理器



数据来源: AUDIO, 广发证券发展研究中心

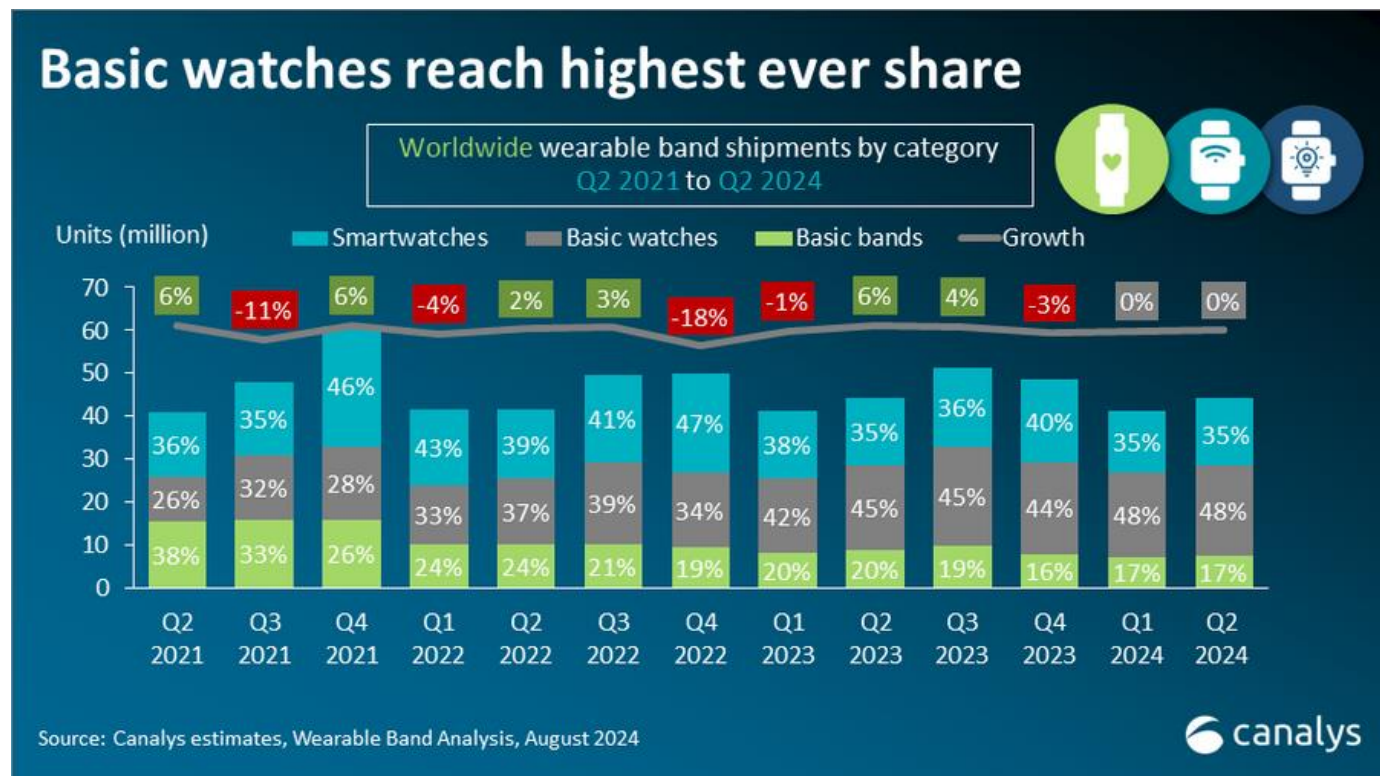
数据来源: AUDIO, 广发证券发展研究中心

图21: OPPO Watch X2搭载恒玄科技BES2800BP芯片



数据来源: 恒玄科技公众号, 广发证券发展研究中心

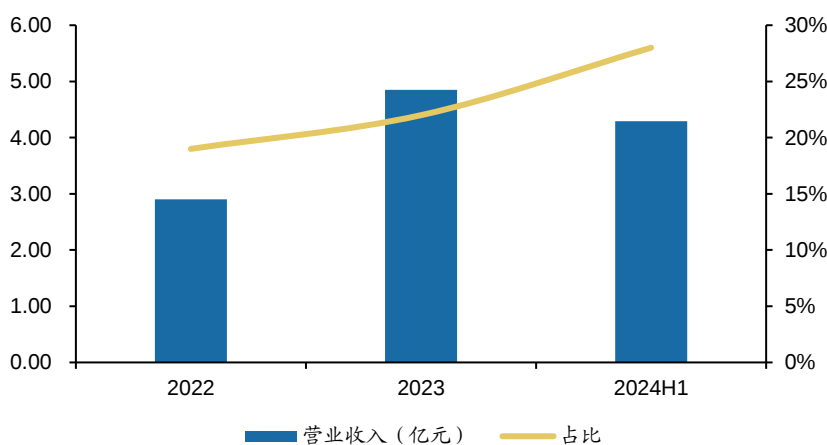
图 22: 全球手表手环出货量



数据来源: Canals, 广发证券发展研究中心

根据2024年半年报,随着公司可穿戴芯片的快速迭代,公司在智能手表/手环领域的竞争力进一步提升。公司在旗舰芯片BES2700BP的基础上,陆续推出了BES2700iBP, BES2700iMP等新产品,实现了智能手表、运动手表和手环的全覆盖,出货量快速增长,市场份额提升。2022、2023年公司智能手表/手环类芯片分别实现营收2.90、4.84亿元,分别占营收比例19%、22%,2024年H1公司智能手表/手环类芯片占营收比例达28%左右,该业务持续放量,营收占比不断提升。

图23: 恒玄科技智能手表/手环类芯片营收及占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、有望成为 AI 眼镜 SoC 赢家，带来新增长动能

广义的智能眼镜包括音频眼镜和具备拍照或显示的智能眼镜。狭义的智能眼镜主要是指具备拍照或显示功能的智能眼镜，拥有 APPs 生态。音频眼镜功能较为简单，功能类似于耳机，一般采用轻量级的 RTOS 系统，主控 SOC 内核为 M 核，待机时间比较长。本文的 AI 眼镜主要是指狭义的智能眼镜，功能比较强大，具备拍照或显示功能，拥有 AI 助理等 APPs 生态，采用重量级的 linux/安卓系统，主控 SOC 内核为 A 核，待机时间比较短。为了提高待机时间，类似于智能手表，AI 眼镜同样可采用双系统和双主控方案。未来发展趋势，有望通过单主控 SOC 集成 A 核和 M 核，搭载双系统，在保障性能的基础上，进一步提高待机时间。

表 2: AI 智能眼镜 SOC 方案

	价格	特点功能	操作系统
小米智能音频眼镜	699 元	音频	RTOS
华为智能眼镜 2	1699 元	音频	RTOS
Rayban-meta	299 美元	音频+拍照+AI	安卓
闪极 AI 拍拍镜	1499 元	音频+拍照+AI	安卓
XREAL	3999 元	音频+显示	安卓

数据来源：各公司官网，IT 之家，广发证券发展研究中心

图 24: 小米智能音频眼镜 SOC



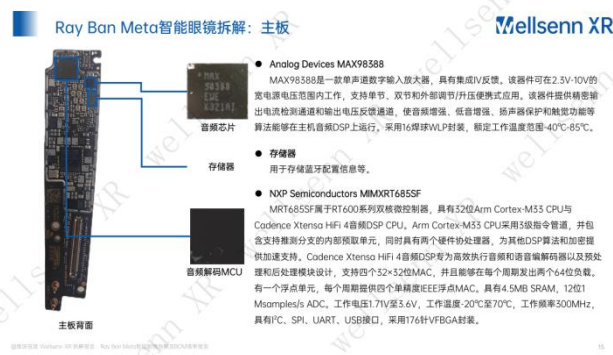
数据来源：AUDIO，广发证券发展研究中心

图 25: 华为智能眼镜 2 SOC



数据来源：AUDIO，广发证券发展研究中心

图 27: rayban-meta MCU



数据来源: Wellsenn XR, 广发证券发展研究中心

图 29: 展锐W517芯片



数据来源：通信世界网，广发证券发展研究中心

方案	SOC 方案	低功耗 SOC+ISP 方案	SOC+低功耗 SOC 方案
算力	高算力，支持 Linux、Android 等系统	低算力，支持 RTOS 等系统	高低算力兼备
AI 能力	支持，高 AI 能力	支持，低 AI 能力	支持，高 AI 能力
成本	高	低	极高
音频	支持	支持	支持
摄影	支持	支持	支持
连接方式	蓝牙、WiFi、esim	蓝牙、WiFi、esim	蓝牙、WiFi、esim

图30: MYVU AR眼镜搭载恒玄科技智能可穿戴主控芯片



数据来源：恒玄科技公众号，广发证券发展研究中心

多家厂商陆续发布AI智能眼镜产品，AI眼镜拐点已至。自2024H2以来，在生成式AI热潮的推动下，众多的中国品牌厂商都推出了AI眼镜新品，根据芯智讯公众号转引的Omdia的预测数据显示，预计华为AI/AR眼镜、雷神AI智舵眼镜、创维AI智能眼镜将于2025年4月陆续发布，小米AI眼镜、大朋AI智能眼镜将于2025Q2陆续发布。我们认为，随着AI端侧应用的推进，国内外多家大厂积极布局AI智能眼镜，产业链日趋成熟，AI眼镜拐点已至。

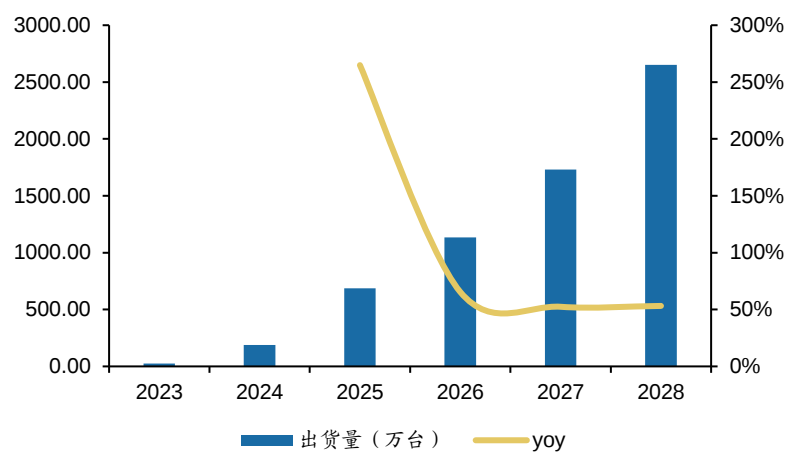
表4：带摄像头的AI眼镜SOC方案预测

AI 眼镜	发布时间	重量	大模型	价格 (元)	主芯片及架构	摄像头
Meta Ray-Ban 2	2023.09	49g	Meta 大模型			
Looktech	2024.11	37g				
闪极	2024.12	50g		999		
雷鸟 V3	2025.01	39g			高通 AR1	
Solos AirGo Vision	2024.12	47g				
小度 AI 眼镜	1H 2025	45g				1600 万像素超广角摄像头
小米 AI 眼镜	Q2 2025		自研模型+DeepSeek	1799	高通 AR1+恒玄 2700	
字节跳动			豆包大模型	<1500	恒玄 2800*研极微 ISP	
华为 AI/AR 眼镜	2025.04		华为盘古 AI 大模型			
雷神 AI 智舵眼镜	2025.04	39g	豆包大模型+Deepseek	1999	高通 AR1	12MP 的 1/3.57 英寸摄像头
创维 AI 智能眼镜	2025.04		多模态 A 大模型		SOC+ISP+ADSP 架构	1200 万高清摄像头
阿里 AI 智能眼镜			夸克 AI 通义大模型		高通 AR1+恒玄 BES2800	索尼 IMX681 CMOS, 1200 万像素
大朋 AI 智能眼镜	Q2 2025		百度智能云千帆大模型+DeepSeek-R1/V3 模型			
中国电信 AI 智能眼镜			TeleAI “星辰大模型”		高通 AR1	1200 万像素 RGB 摄像头
致教未知 BleeqUp AI 运动眼镜		50g	ChatGPT-4o		高通 W5 芯片	1600 万像素的高清摄像头
李末可 AI 眼镜 Meta Lens View	Q2 2025	40g	自研 WAKE-AI 大模型		高通 AR1	

数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

随着端侧AI的落地发展，更多AI智能眼镜品牌厂商的加入，将不断推动AI智能眼镜市场规模不断扩大。根据芯智讯公众号转引的Omdia的预测数据显示，2024年全球AI眼镜出货量达188万部，预计2025年将同比增长265%至686万部，2028年将进一步增长至2650万部，2024-2028年AI眼镜出货量的CAGR为93.76%。

图31: AI眼镜出货量预测



数据来源: Omdia, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

AI的进击时刻，Scaling law三轮驱动，AI模型和AI应用快速发展，AI硬件产业链深度受益。端侧AI方面，AI眼镜有望成为新的终端，AI眼镜SOC发展趋势与智能手表相似，恒玄科技有望成为AI眼镜SOC的赢家，继续开拓第三成长曲线。

预计公司2024-2026年收入分别为32.63、50.38、66.80亿元，同比增长49.94%、54.38%、32.59%；毛利率分别达到34.70%、38.07%、38.95%。

盈利预测关键假设。我们对公司不同业务的市场空间及成长性分析预测如下：

（1）普通蓝牙音频芯片：我们预计公司普通蓝牙音频芯片业务保持平稳发展，2024-2026年收入分别为3.90、4.20、4.40亿元，同比增长8.24%、7.69%、4.76%，预计毛利率保持稳定。

（2）智能蓝牙音频芯片：公司智能蓝牙音频芯片受益于品牌耳机渗透率、公司市占率和新产品ASP的提升，营收迅速增长。我们预计公司智能蓝牙音频芯片业务2024-2026年收入分别为17.12、25.00、32.20亿元，同比增长46.48%、46.03%、28.80%；考虑到耳机SoC持续迭代升级，平均单价有望持续提升，预计该业务的毛利率将呈现上升，2024-2026年毛利率会分别达到34.00%、38.60%、38.70%。

（3）智能手表/手环类芯片：智能手表多采用双系统和双主控方案，未来有望通过单主控SoC集成A核和M核，搭载双系统进一步提高待机时间，目前公司智能手表SoC广受客户认可，智能手表/手环SoC持续放量，我们预计公司智能手表/手环类芯片2024-2026年收入分别为10.00、18.00、25.00亿元，同比增长106.61%、80.00%、38.89%；考虑到手表SoC持续迭代升级，平均单价有望持续提升，预计该业务的毛利率将呈现上升，2024-2026年毛利率会分别达到41.00%、41.00%、42.00%。

（4）其他芯片：公司其他芯片包括AI眼镜芯片、Wi-Fi芯片、Type-C音频芯片等，目前公司AI眼镜SoC已实现在MYVU AR眼镜产品的应用，根据芯智讯公众号，预计后续将应用于小米、阿里AI眼镜。公司有望成为AI眼镜SoC的赢家，打开公司新增长空间，我们预计公司该业务2024-2026年收入分别为1.62、3.18、5.20亿元，同比增长-1.35%、96.51%、63.59%；考虑到新产品迭代，平均单价有望持续提升，预计该业务的毛利率将呈现上升，2024-2026年毛利率会分别达到19.09%、29.26%、34.22%。

表5：公司收入毛利拆分预测

单位：百万元		2022	2023	2024E	2025E	2026E
总计	营业收入	1,484.80	2,176.28	3,263.14	5,037.65	6,679.65
	YoY	-15.89%	46.57%	49.94%	54.38%	32.59%
	营业成本	900.74	1,431.96	2,131.51	3,119.91	4,078.09
	毛利率	39.34%	34.20%	34.70%	38.07%	38.95%
1. 普通蓝牙音频芯片	营业收入	360.62	360.33	392.00	420.00	440.00
	YoY	-23.40%	-0.08%	8.79%	7.14%	4.76%
	营业成本	230.17	256.23	282.24	298.20	312.40
	毛利率	36.17%	28.89%	28.00%	29.00%	29.00%
营业收入		733.72	1168.74	1712.00	2500.00	3220.00

2. 智能蓝牙音频芯片	YoY	-21.92%	59.29%	46.48%	46.03%	28.80%
	营业成本	420.59	778.50	1129.92	1535.00	1973.86
	毛利率	42.68%	33.39%	34.00%	38.60%	38.70%
营业收入		283.24	484.00	1000.00	1800.00	2500.00
3. 智能手表/手环类芯片	YoY	157.25%	70.88%	106.61%	80.00%	38.89%
	营业成本	170.73	275.88	590.00	1062.00	1450.00
	毛利率	39.72%	43.00%	41.00%	41.00%	42.00%
营业收入		107.23	163.85	161.65	317.65	519.65
4. 其他芯片	YoY	-56.19%	52.81%	-1.35%	96.51%	63.59%
	营业成本	79.25	121.35	130.79	224.71	341.83
	毛利率	26.09%	25.94%	19.09%	29.26%	34.22%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

我们采用市盈率（PE）相对估值法对公司进行估值，选取瑞芯微、全志科技、乐鑫科技、泰凌微作为可比公司：瑞芯微、全志科技持续耕耘在AIOT SOC领域，受益于端侧AI迭代及下游需求复苏；乐鑫科技是WiFi-MCU领军者，同样受益于IoT市场的数字化和智能化正在加速渗透；泰凌微的主营业务也包含IOT芯片、音频芯片。四家公司与恒玄科技的产品及应用领域上具有一定的可比性。

公司是全球TWS SOC的龙头，通过摩尔定律持续迭代不断增强竞争力；通过2.5D显示和WIFI能力的积累，已成功开拓出第二成长曲线运动手表/智能手环；正在积累A核、linux系统、ISP影像等关键技术，有望进一步开拓出第三成长曲线智能手表和AI眼镜。预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.60、10.09、14.31亿元，同比增长271.78%、119.51%、41.85%。

我们看好公司未来产品线不断扩张和新产品线的广阔空间，给予公司2025年60倍P/E估值，合理价值为504.27元/股，维持“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			P/E		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
瑞芯微	603893.SH	686.63	5.36	7.80	10.63	128.01	87.98	64.60
全志科技	300458.SZ	304.29	1.67	3.50	4.89	182.48	87.02	62.25
乐鑫科技	688018.SH	216.58	3.39	4.65	6.26	63.83	46.54	34.59
泰凌微	688591.SH	92.18	0.97	1.81	2.93	95.34	50.87	31.46
平均值						78.28	68.10	32.15

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心。可比公司 25、26 年盈利预测来自 iFinD 预测归母净利润均值，瑞芯微 24 年盈利预测来自业绩快报。全志科技、乐鑫科技、泰凌微 24 年业绩已出。数据截至 2025/4/18。

六、风险提示

（一）因技术升级导致的产品迭代风险

集成电路设计行业产品更新换代及技术迭代速度快，持续研发新产品是公司在市场中保持竞争优势的重要手段。公司产品从导入客户到大批量出货，通常需要1年左右时间，并可保持平均约3年的销售期。若公司无法保持较快的技术更迭周期，并持续推出具有竞争力的新产品以满足市场新需求，则将无法维持新老产品的滚动轮替及收入的持续增长，并对经营业绩带来不利影响。

（二）产品终端应用形态相对单一的风险

公司主营业务为无线超低功耗计算SoC芯片的研发、设计与销售，芯片目前主要应用于耳机、智能音箱、智能手表等低功耗智能音视频终端。报告期内，公司应用于耳机产品的芯片销售收入占比仍然较高，而在非耳机市场形成的收入规模占营业收入的比例相对较小，产品终端应用形态呈现相对单一的特征。公司虽然已在非耳机市场进行产品布局和市场开拓，但如果相关研发进度不及预期，或公司未能顺利在非耳机市场进行业务拓展，或公司无法在耳机市场持续占据优势地位，一旦耳机市场出现波动，将会对公司经营业绩带来不利影响。

（三）行业竞争风险

智能音视频SoC芯片市场的快速发展以及技术和产业链的成熟，吸引了越来越多芯片厂商进入并研发相关产品。公司面临国际大厂的竞争，其在整体资产规模、产品线布局上与公司相比有着显著优势。公司产品目前主要应用于智能蓝牙耳机、智能手表、智能音箱等消费电子领域，终端品牌客户的市场集中度较高。公司如未能将现有的市场地位和核心技术转化为更多的市场份额，则会在维持和开发品牌客户过程中面临更为激烈的竞争，存在市场竞争加剧、一些大厂利用其规模、产品线和客户等优势挤压公司市场份额的风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,954	5,953	6,436	7,406	8,624
货币资金	1,845	2,545	3,421	4,059	5,015
应收及预付	269	404	455	632	745
存货	946	658	735	883	1,028
其他流动资产	2,894	2,347	1,826	1,831	1,836
非流动资产	459	598	517	538	581
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	57	78	103	149	194
在建工程	11	46	102	128	154
无形资产	133	142	77	50	46
其他长期资产	259	332	235	211	187
资产总计	6,413	6,551	6,953	7,944	9,205
流动负债	432	444	519	700	813
短期借款	110	0	0	0	0
应付及预收	185	287	349	477	566
其他流动负债	137	157	169	223	247
非流动负债	18	11	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	11	9	9	9
负债合计	451	454	527	709	822
股本	120	120	120	120	120
资本公积	5,194	5,222	5,222	5,222	5,222
留存收益	696	819	1,182	1,991	3,139
归属母公司股东权益	5,963	6,097	6,426	7,235	8,383
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	6,413	6,551	6,953	7,944	9,205

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1485	2176	3263	5038	6680
营业成本	900	1432	2131	3120	4078
营业税金及附加	1	7	10	13	17
销售费用	14	17	20	28	33
管理费用	108	106	111	136	180
研发费用	440	550	587	877	1136
财务费用	-51	-45	-38	-63	-71
资产减值损失	-60	-79	-65	-55	-55
公允价值变动收益	-5	-2	0	0	0
投资净收益	91	74	56	108	144
营业利润	124	127	460	1011	1435
营业外收支	0	-2	1	1	1
利润总额	124	124	461	1012	1436
所得税	2	1	2	3	5
净利润	122	124	460	1009	1431
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	122	124	460	1009	1431
EBITDA	59	130	542	1044	1437
EPS (元)	1.02	1.03	3.83	8.40	11.92

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-360	470	493	864	1,230
净利润	122	124	460	1,009	1,431
折旧摊销	73	110	119	94	72
营运资金变动	-509	239	-93	-185	-184
其它	-47	-3	8	-54	-90
投资活动现金流	738	351	509	-26	10
资本支出	-147	-194	-124	-134	-134
投资变动	795	472	520	0	0
其他	91	73	113	108	144
筹资活动现金流	-13	-143	-121	-200	-283
银行借款	110	-110	0	0	0
股权融资	0	4	0	0	0
其他	-123	-38	-121	-200	-283
现金净增加额	391	690	876	639	956
期初现金余额	1,454	1,845	2,535	3,410	4,049
期末现金余额	1,845	2,535	3,410	4,049	5,005

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-15.9%	46.6%	49.9%	54.4%	32.6%
营业利润	-69.8%	2.3%	263.6%	119.8%	41.9%
归母净利润	-70.0%	1.0%	271.8%	119.5%	41.9%
获利能力					
毛利率	39.4%	34.2%	34.7%	38.1%	38.9%
净利率	8.2%	5.7%	14.1%	20.0%	21.4%
ROE	2.1%	2.0%	7.2%	13.9%	17.1%
ROIC	-0.2%	0.3%	6.5%	13.0%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	7.0%	6.9%	7.6%	8.9%	8.9%
净负债比率	7.6%	7.4%	8.2%	9.8%	9.8%
流动比率	13.78	13.42	12.41	10.58	10.60
速动比率	11.55	11.89	10.95	9.29	9.31
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.34	0.48	0.68	0.78
应收账款周转率	5.10	6.49	7.63	9.30	9.74
存货周转率	1.21	1.79	3.06	3.86	4.27
每股指标 (元)					
每股收益	1.02	1.03	3.83	8.40	11.92
每股经营现金流	-3.00	3.91	4.11	7.20	10.24
每股净资产	49.69	50.80	53.53	60.27	69.83
估值比率					
P/E	111.64	149.21	99.12	45.15	31.83
P/B	2.29	3.04	7.09	6.30	5.43
EV/EBITDA	201.96	122.53	77.79	39.79	28.22

广发电子行业研究小组

耿正：上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王亮：复旦大学经济学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。

谢淑颖：厦门大学电子工程学士、上海财经大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

焦鼎：中国科学院大学博士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

张大伟：复旦大学电子与通信工程硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

王钰乔：上海交通大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

李佳蔚：京都大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。