



# 恒玄科技 (688608.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 低功耗计算 SoC 龙头，端侧新周期再出发

### 公司简介

公司自成立以来持续深耕 AIoT 领域，在低功耗、无线连接、音频等方向积累深厚技术底蕴。目前主营产品智能音视频 SoC 芯片广泛应用于智能可穿戴和智能家居在内的各类低功耗场景。公司坚持拓宽品牌客户深度和广度，以此打造竞争优势。目前下游涵盖全球主流安卓手机品牌、专业音频厂商、互联网公司以及家电厂商等四大类客户。公司营收高速增长，盈利能力持续改善，正处于新一轮上升周期。据公司 2024 年快报，实现营收 32.63 亿元，同增 49.9%。实现归母净利润 4.60 亿元，同增 271.7%。

### 投资逻辑

**耳机及手表手环市场稳健发展，产品形态多样化发展，公司份额稳中有升。**据 IDC 的数据，2024 年全球耳机、智能手表、手环出货量分别为 3.4 亿、1.5 亿、0.4 亿，同比+9%、-5%、+14%。具备连接云端大模型的 AI 耳机成为创新方向，进一步拓宽传统耳机的产品边界。而手表手环正往健康检测、AI 以及续航等不同创新方向持续迭代。公司在智能可穿戴上产品布局齐全，在业内率先推出 12nm 和 6nm 先进工艺的可穿戴主控芯片。首款支持豆包大模型接入的 AI 耳机 Ola Friend 采用了 2700 系列芯片，此外 6nm 2800 系列芯片正在耳机、智能手表、智能眼镜等多个客户中导入。**端侧新趋势，AI 眼镜构筑第二成长曲线。**Meta Ray-Ban 智能眼镜在 24 年 4 月推出 AI 功能后成为爆款，据 IDC 的数据，24Q4 Meta Ray Ban 智能眼镜出货量达 92 万，同增 156%，环增 91%。目前 Meta Ray-Ban 智能眼镜仅支持英文对话，仅限海外用户使用。国内市场已进入“百镜大战”的初期，我们看好国内同样会有爆款 AI 眼镜落地。SoC 为 AI 眼镜价值量最高环节，公司已有在售和在研产品布局。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计 2024-2026 年公司净利润为 4.60 亿元、7.23 亿元、10.06 亿元，对应 EPS 为 3.84 元、6.02 元和 8.38 元。我们看好公司作为低功耗计算 SoC 芯片龙头，在端侧新品 AI 眼镜上卡位领先。我们给予 2025 年 75 倍估值，市值 542.35 亿元，目标价 451.79 元，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

下游需求不如预期；市场竞争加剧；产品迭代不及预期。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：375.39 元

目标价 (人民币)：451.79 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,485	2,176	3,263	4,396	5,677
营业收入增长率	-15.89%	46.57%	49.93%	34.72%	29.15%
归母净利润(百万元)	122	124	460	723	1,006
归母净利润增长率	-69.97%	0.99%	272.35%	57.09%	39.14%
摊薄每股收益(元)	1.020	1.030	3.835	6.024	8.382
每股经营性现金流净额	-3.00	3.91	2.74	4.17	6.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.05%	2.03%	7.07%	10.22%	12.77%
P/E	111.75	149.79	84.85	54.01	38.82
P/B	2.29	3.04	6.00	5.52	4.96

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、低功耗计算 SoC 芯片龙头，端侧新周期再出发.....	4
1.1 深耕低功耗 AIoT 领域，产品品类持续拓展.....	4
1.2 产品应用场景广阔，坚定品牌客户战略.....	5
1.3 周期拐点已现，公司业绩持续向好.....	7
二、智能可穿戴稳健成长，AI 眼镜打造第二成长曲线.....	8
2.1 全球耳机市场温和复苏，AI 耳机成为新增量.....	8
2.2 手表手环往运动化与智能化发展，公司份额持续提升.....	10
2.3 端侧趋势已来，公司前瞻布局 AI 眼镜赛道.....	13
三、盈利预测与投资建议.....	16
3.1 盈利预测.....	16
3.2 投资建议及估值.....	18
四、风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：公司产品矩阵.....	4
图表 3：公司股权结构.....	5
图表 4：2023 年公司主营业务收入占比（按产品）.....	5
图表 5：2023 年公司主营业务毛利占比（按产品）.....	5
图表 6：公司主要终端品牌厂商.....	6
图表 7：公司研发费用和研发费用率.....	6
图表 8：公司研发人员数量及其占比.....	6
图表 9：公司在研项目.....	6
图表 10：2024 年前三季度营收实现高增.....	7
图表 11：2024 年前三季度归母净利润实现高增.....	7
图表 12：经营性杠杆带动净利率逐渐改善.....	7
图表 13：公司各产品毛利率.....	7
图表 14：公司应收账款周转天数.....	8
图表 15：公司存货周转天数.....	8
图表 16：公司费用率情况.....	8
图表 17：24 年耳机出货量在连续两年下滑后重回正增长.....	9
图表 18：全球耳机需求自 23Q2 以来逐渐改善.....	9
图表 19：全球耳机市场竞争格局趋于分散.....	9
图表 20：全球耳机 ASP 自 16 年以后呈现逐年下降趋势.....	10



图表 21: 公司智能&普通蓝牙产品 ASP 逐年提升 .....	10
图表 22: 市面在售 AI 耳机汇总 .....	10
图表 23: 开放式耳机仍以气传导耳机为主 .....	10
图表 24: 全球手表&手环出货量总体稳定 .....	11
图表 25: 中国手表&手环出货量增速高于全球增速 .....	11
图表 26: 下半年通常为手表手环销售旺季 .....	11
图表 27: 全球智能手表竞争格局相对稳定 .....	12
图表 28: 智能手表分类 .....	12
图表 29: 具备动态血压监测等健康功能的智能手表 .....	13
图表 30: 终端侧已有 10-100 亿参数规模的模型可落地 .....	13
图表 31: 22-25 年中国边缘 AI 芯片市场规模 CAGR 达 30.3% .....	13
图表 32: RAY-BAN META 智能眼镜 .....	14
图表 33: 全球眼镜出货量 .....	14
图表 34: 全球 AirPods 出货量 .....	15
图表 35: 全球 Quest 出货量 .....	15
图表 36: Meta Ray-Ban 眼镜参数对比 .....	15
图表 37: Meta Ray-Ban 智能眼镜销量呈倍数增长 .....	16
图表 38: Meta Ray-Ben 硬件成本结构 .....	16
图表 39: 公司产品在眼镜上的应用 .....	16
图表 40: 公司分业务营收及毛利率预测 .....	17
图表 41: 2022-2026E 公司三费情况 .....	17
图表 42: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	18



## 一、低功耗计算 SoC 芯片龙头，端侧新周期再出发

### 1.1 深耕低功耗 AIoT 领域，产品品类持续拓展

公司成立于 2015 年，长期深耕低功耗 AIoT 领域。公司主营业务为智能音视频 SoC 芯片的研发、设计与销售，为客户提供 AIoT 场景下低功耗无线边缘智能主控平台芯片，主要包括无线音频芯片、智能可穿戴芯片和智能家居芯片等。

公司产品广泛应用于智能可穿戴和智能家居领域的各类低功耗智能音视频终端。在智能可穿戴市场，公司主要为 TWS 耳机、智能手表/手环、智能眼镜等产品提供主控芯片；在智能家居市场，公司主要为智能音箱、智能家电和其他各类全屋智能终端产品提供主控、音频、屏显及无线连接类芯片。

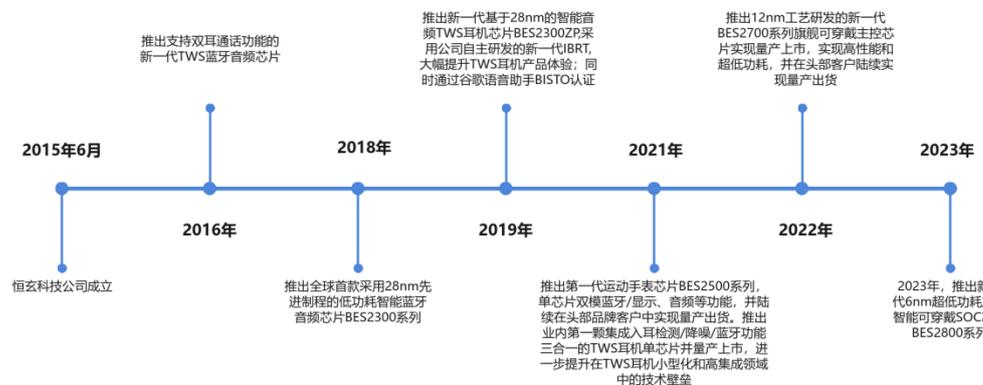
图表 1：公司产品矩阵

产品名称	具体情况	下游应用场景	客户资源
普通蓝牙芯片	主要采用 40nm 工艺，单芯片集成 RF、PMU、CODEC、CPU；支持前馈或反馈主动降噪，支持 TWS 代表型号：BES2000 系列	TWS 耳机、颈环耳机、头戴式耳机、蓝牙音箱	华为、哈曼、OPPO、小米、SONY、
智能蓝牙音频芯片	主要采用 28nm、12nm、6nm 工艺，功耗更低；单芯片集成 RF、PMU、CODEC、高性能 CPU 及嵌入式语音 AI；支持智能语音和混合主动降噪，支持 IBRT 真无线技术 代表型号：BES2500 系列、BSE2700 系列及 BSE2800 系列	TWS 智能耳机、头戴式耳机、颈环智能耳机、智能音箱	AKG、JBL、Skullcandy、漫步者、万魔、谷歌、阿里、百度等
Type-C 音频芯片	主要采用 40nm 工艺，单芯片集成 USB 接口、高性能 CODEC 和耳机功放；支持 USB2.0 高速/全速模式；支持前馈或混合主动降噪 代表型号：BES3100 系列及 BES3001 系列	Type-C 耳机、Type-C 音频转换器	华为、三星、小米、Moto 等

来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

自 2020 年 12 月在科创板上市后，公司持续产品迭代，2021 年下半年，公司在业内率先推出“蓝牙+降噪+入耳检测”三合一的智能蓝牙音频芯片 BES2600 系列，率先实现了人体检测、音频和射频全集成的单芯片解决方案。2022 年，推出 12nm BES2700 系列可穿戴主控芯片。2023 年，推出了新一代 6nm 智能可穿戴芯片 BES2800，创新地支持蓝牙音频和低功耗 Wi-Fi 音频，支持云端数据与可穿戴设备之间的直接互联互通。

图表 2：公司发展历程

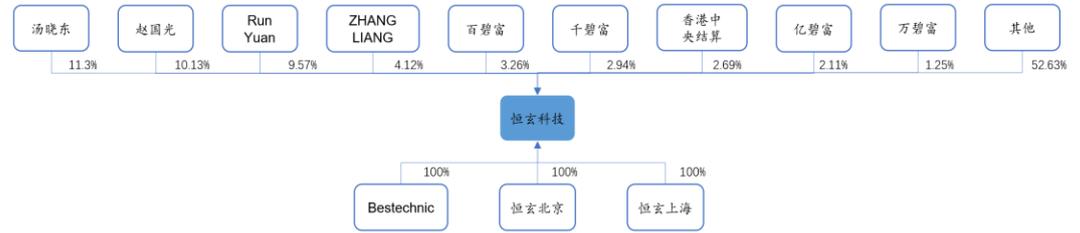


来源：公司官网，国金证券研究所

公司股权结构集中，创始人技术背景深厚。董事长 ZHANG LIANG、副董事长/总经理赵国光及董事汤晓冬已签署一致行动协议，截至到 2024 年上半年，合计持有公司股份 25.55%。此外宁波百碧富等员工持股平台，共持有股份 9.56%。董事长 ZHANG LIANG 先生具有 25 年半导体工作经验，曾任 Rockwell Semiconductor Systems 工程师、Marvell Technology Group Ltd. 工程师，迪科微电子工程副总裁，具备深厚产业技术背景。



图表3: 公司股权结构

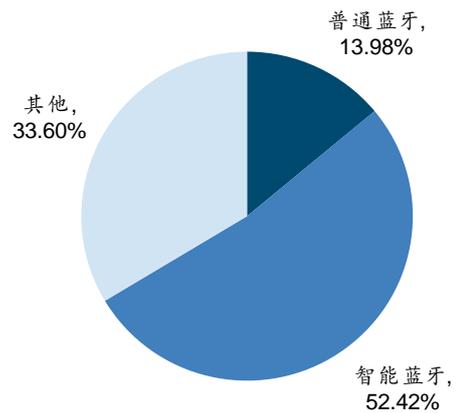
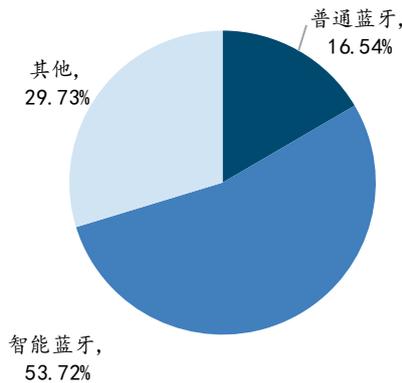


来源：公司公告，国金证券研究所

公司的主营业务（按产品）可分为普通蓝牙、智能蓝牙和其他三类。2023 全年公司实现营收 21.76 亿元，其中智能蓝牙营收 11.69 亿元，普通蓝牙营收 3.60 亿元，普通蓝牙和智能蓝牙合计占比达 70.26%，为公司贡献主要营收；2023 年全年除蓝牙外其他产品实现营收 6.47 亿元，占比 29.73%。毛利方面，普通蓝牙和其他产品毛利分别为 1.04 和 2.50 亿元，占比分别为 13.98%、33.60%；智能蓝牙实现毛利 3.90 亿元，占比达 52.42%。智能蓝牙产品附加值较高，为公司贡献最多的毛利。

图表4: 2023 年公司主营业务收入占比（按产品）

图表5: 2023 年公司主营业务毛利占比（按产品）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

### 1.2 产品应用场景广阔，坚定品牌客户战略

产品应用场景广泛，坚定推动品牌客户战略。公司产品大多应用于智能可穿戴和智能家居领域等低功耗场景。其中，1) 智能可穿戴市场，为 TWS 耳机、智能手表/手环、智能眼镜等产品提供主控芯片；2) 在智能家居市场，公司主要为智能音箱、智能家电等终端产品提供主控芯片。下游客户分布广泛，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、万魔等专业音频厂商，3) 阿里、百度、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。

通过多年的研发投入和技术积累，公司在低功耗可穿戴、无线短距通信等多个领域均有技术突破，2024 年上半年推出了全新的超低功耗无线可穿戴芯片 BES2700iMP，可广泛运用于智能手表等低 MCU 场景。公司最新的 BES2800 芯片基于 6nm FinFET 工艺集成了 Wi-Fi 6，实现超低功耗无线连接，支持 Wi-Fi 6 的 TWT 技术。截至到 2024 年 6 月，公司及各控股子公司合计拥有已授权的有效专利 249 项。



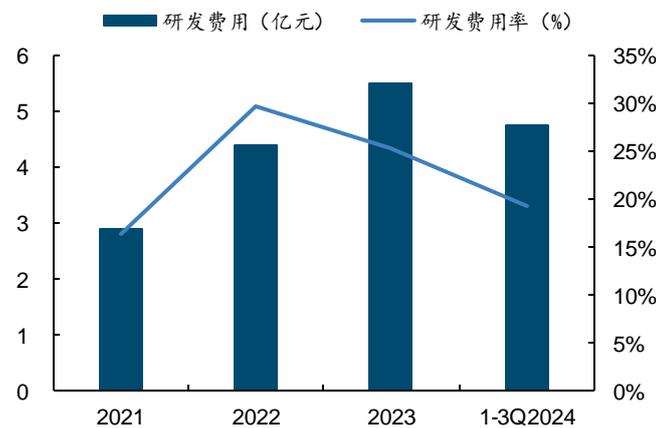
图表6: 公司主要终端品牌厂商



来源: 公司年报, 国金证券研究所

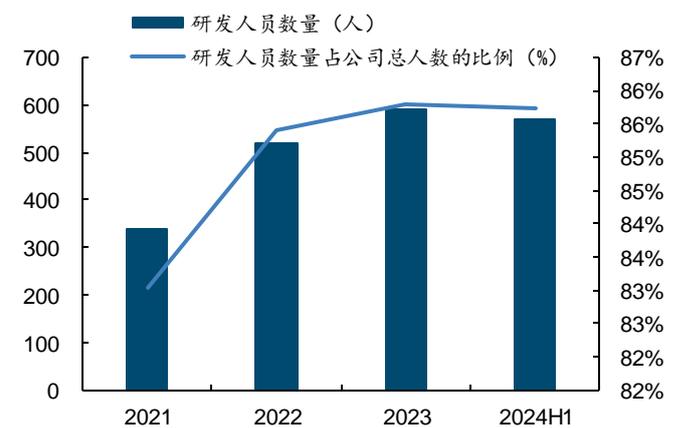
注重技术研发, 研发费用逐年递增公司持续加大研发投入, 研发费用支出逐年增长, 产品持续迭代。2022年至2024年前三季度, 公司研发费用分别为4.39亿元、5.50亿元和4.74亿元, 研发费用率处于20%以上。2024年上半年, 公司研发人员数量为571人, 同比增加11.7%, 占公司总人数比列为85.74%。

图表7: 公司研发费用和研发费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 公司研发人员数量及其占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 公司在研项目

项目名称	预计总投资规模 (万元)	拟达到目标
面向智能耳机的蓝牙音频芯片工艺升级项目	40,000.00	导入更先进工艺, 支持更强的边缘计算能力, 进一步提高单芯片集成度, 降低产品功耗
面向智能家居的WiFi/蓝牙双模音频芯片工艺升级	40,000.00	单芯片集成WiFi/BT、远场降噪处理、语音唤醒和语音识别、多核CPU系统等, 以满足未来智能家居对低功耗SoC芯片的要求
智能眼镜SoC芯片项目	15,000.00	单芯片集成低功耗显示技术、图像传感技术及方位加速度传感器技术等, 同时升级多协议多标准的无线传输技术
智能手表SoC芯片项目	10,000.00	单芯片集成低功耗显示技术、图像传感技术并支持可穿戴平台智能检测和健康监测技术
面向智能家居的低功耗智能音视频平台	25,000.00	单芯片加入图像传感、智能视频等功能, 实现人脸识别、手势识别、图像显示等多元应用
低功耗多核异构芯片平台技术支持项目	500.00	支持蓝牙和Wi-Fi新标准, 在语音唤醒功耗、语音识别能力和降噪能力等方面做进一步提升

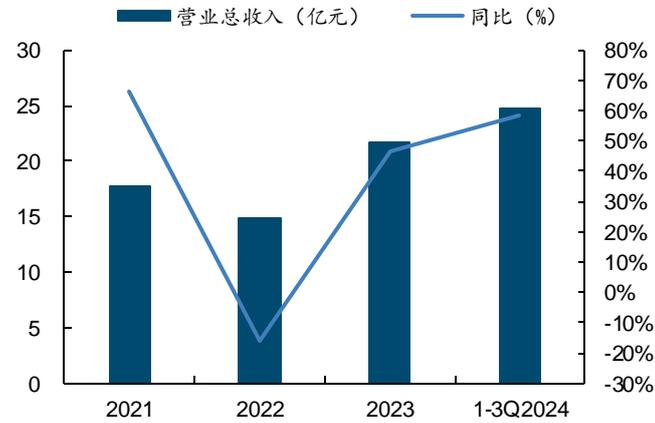
来源: 公司公告, 国金证券研究所



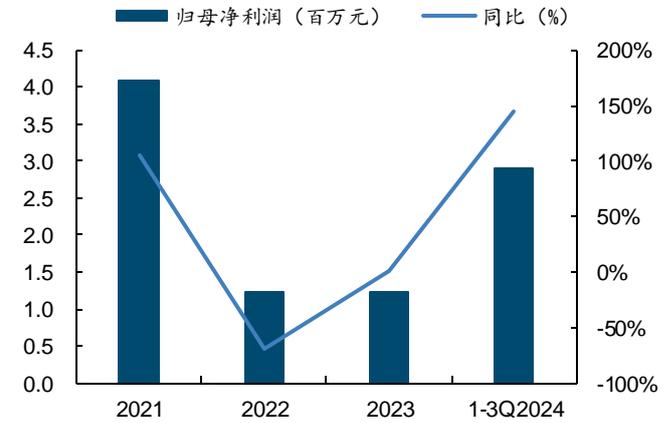
### 1.3 周期拐点已现，公司业绩持续向好

业绩持续向好，盈利能力持续改善。2024 年前三季度，公司实现营收 24.73 亿元，同增 58.1%。实现归母净利润 2.89 亿元，同增 145.46%。2024 年前三季度，公司毛利率、利润率分别为 33.76%和 11.69%。利润增速远大于营收增速，归因于营收实现高增长，叠加毛利率改善，同时费用增速控制在营业收入增速之下，经营杠杆效应显现。

图表 10: 2024 年前三季度营收实现高增



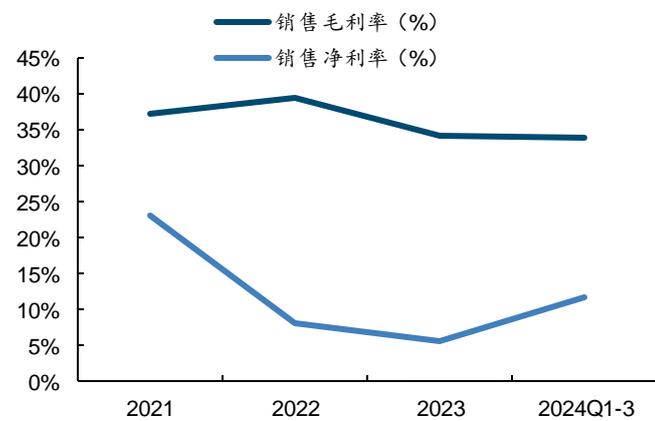
图表 11: 2024 年前三季度归母净利润实现高增



来源: Wind, 国金证券研究所

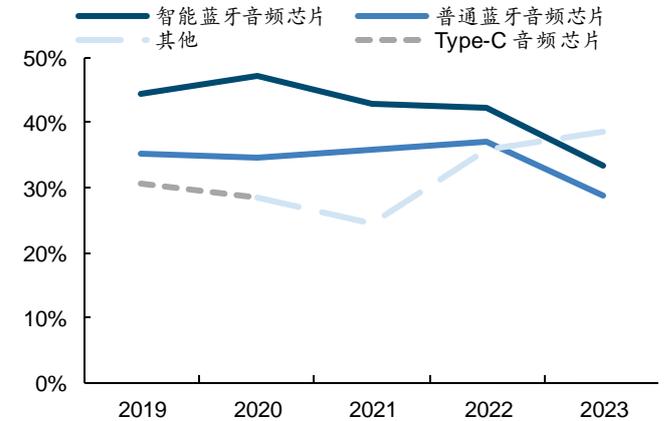
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 经营性杠杆带动净利率逐渐改善



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 公司各产品毛利率

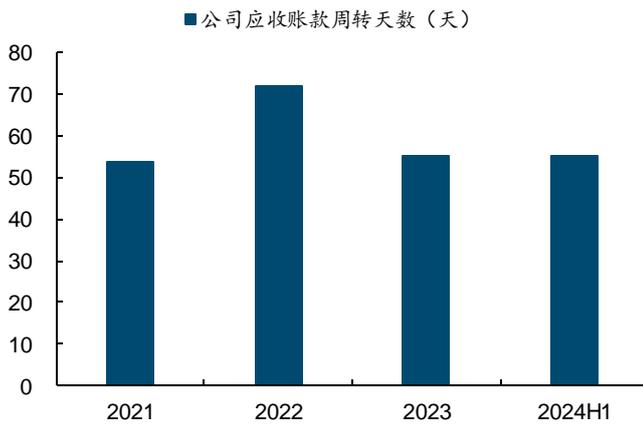


来源: Wind, 国金证券研究所

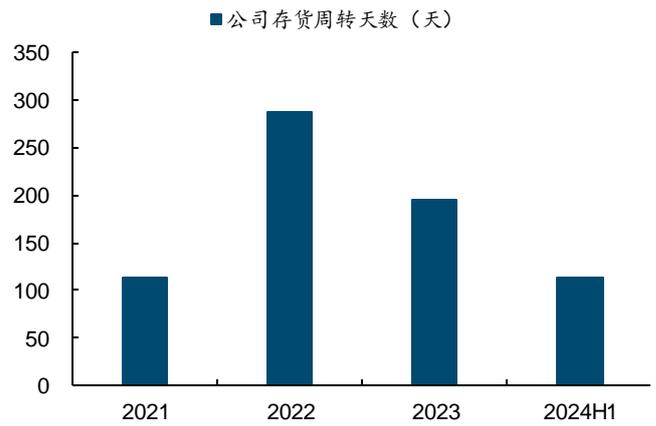
存货周转天数下降，去库存趋势明显。2021 至 2024 年上半年，公司应收账款周转天数分别为 53.96、71.84、55.07 和 55.04 天。公司近两年的应收账款周转天数有所下降，主要系公司加强了对应收账款的管理，回款速度有所加快。2021 至 2024 年上半年，公司存货周转天数分别为 113.77、286.69、194.75 和 113.81 天，公司存货周转天数大幅下降，系公司的订单需求增加，对库存的消耗及周转加快。



图表14: 公司应收账款周转天数



图表15: 公司存货周转天数

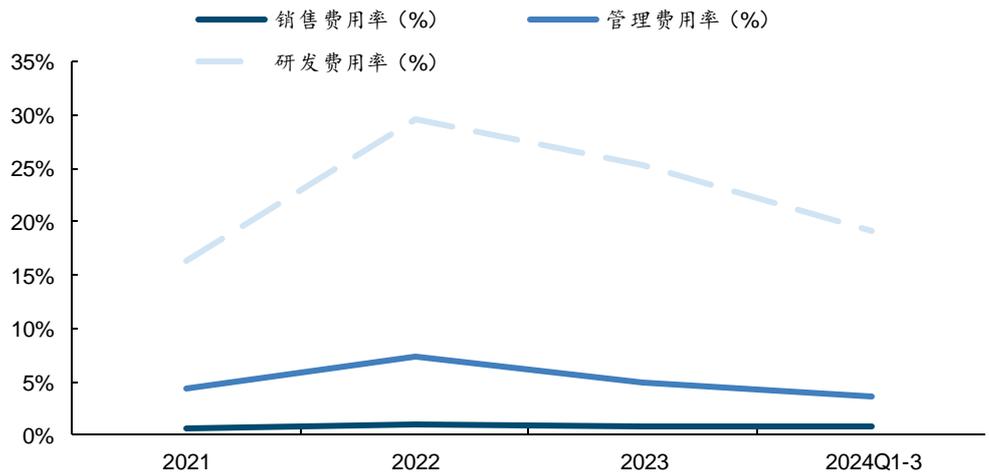


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

规模效应逐渐体现, 研发费用率逐渐下滑。从2021年到2024年前三季度, 公司期间费用率分别为21.36%、37.84%、30.91%和23.50%。2022年起, 公司对研发费用加以控制且公司规模效应逐步体现, 期间费用率开始逐渐下降。

图表16: 公司费用率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、智能可穿戴稳健成长, AI眼镜打造第二成长曲线

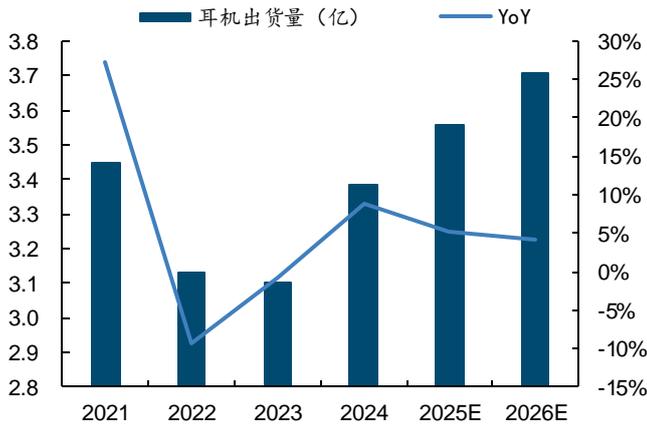
### 2.1 全球耳机市场温和复苏, AI耳机成为新增量

全球耳机市场温和复苏, 需求自23年以来逐渐改善。根据IDC的数据, 2024年全球耳机出货量为3.4亿, 同比增长9%。耳机出货量有望结束连续两年的下滑, 重回两位数的正增长。展望2025年, 全球耳机出货量有望继续增长5%, 达到3.6亿。全球耳机季度出货量自23Q2增速转正以来, 随后大部分季度增速为正, 显示下游需求稳健温和复苏。



图表 17: 24 年耳机出货量在连续两年下滑后重回正增长

图表 18: 全球耳机需求自 23Q2 以来逐渐改善

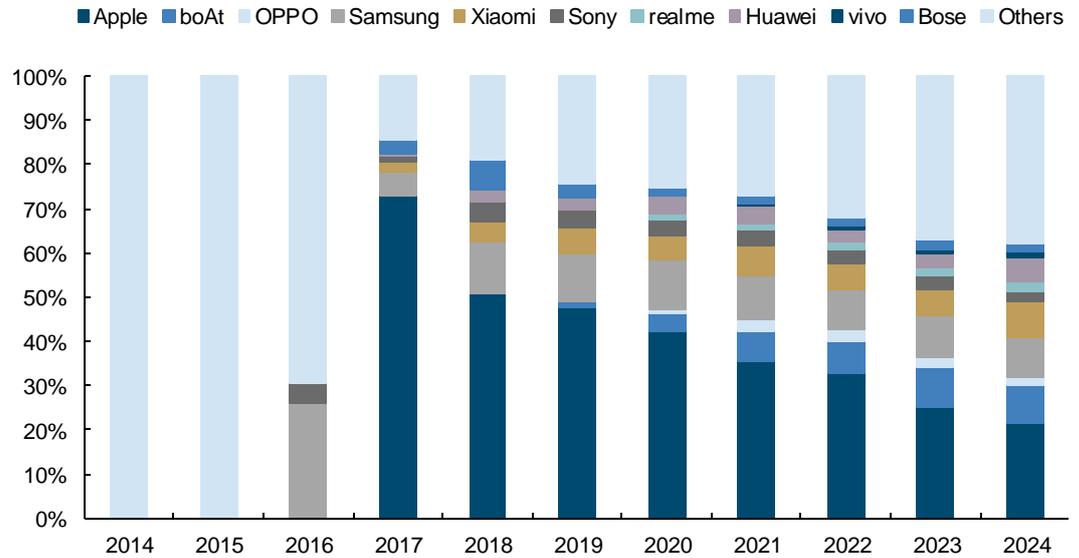


来源: IDC, 国金证券研究所

来源: IDC, 国金证券研究所

全球耳机市场呈现以下几大发展趋势, 1) 非苹果耳机占比逐年提升, 利好公司导入更多客户。2016 年苹果发布第一代 AirPods, 正式开启 TWS 耳机时代, 发布后几年占据市场份额第一, 但苹果 AirPods 使用自研主控芯片。直到 2019 年, 安卓阵营的手机品牌厂商解决耳机的连接问题, TWS 耳机经历从无到有、用户体验从“能用”到“好用”、竞争格局也从苹果一家独大到百家争鸣。非苹果耳机厂商大多使用第三方芯片设计公司的主控芯片, 如高通、恒玄等, 非苹果耳机厂商份额逐年提升, 也给了公司份额提升以及导入更多客户的机会。

图表 19: 全球耳机市场竞争格局趋于分散



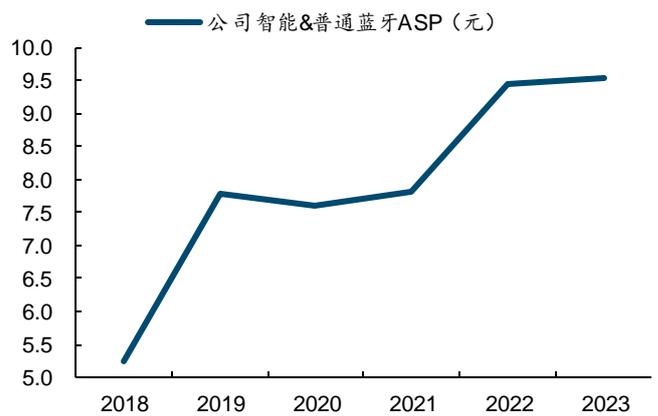
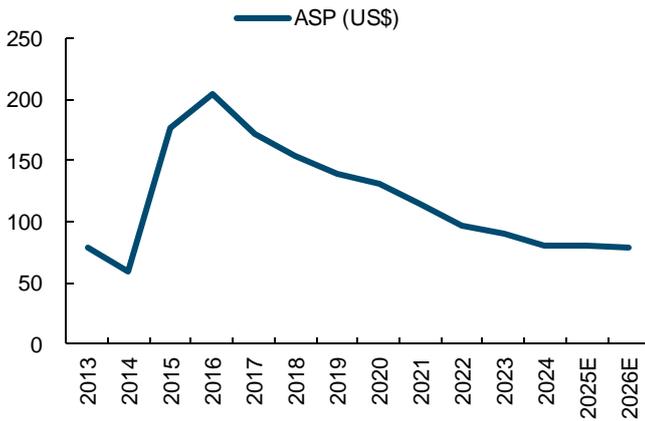
来源: IDC, 国金证券研究所

2) 终端产品价格逐渐下降, 品牌端开始进入下沉市场以及白牌市场。公司持续产品迭代, ASP 逐年提升, 保持高端市场优势的同时进入下沉市场, 可触及市场空间有望进一步扩容。根据 IDC 数据, 随着耳机出货量以及普及度的提升, 耳机的均价从 2016 年高点的 205 美金下降到 2024 年的 80 美金, 从终端产品上看覆盖千元级别的旗舰耳机以及百元级别的入门耳机, 消费者希望以更具有竞争力的价格购买到音频质量更好的耳机, 这也促成了品牌耳机在市场策略上的下沉。据我爱音频网, 2023 年公司在全球 TWS 手机品牌的份额位列市场第一, 先后与除苹果外的全球 6 大手机品牌进行了深度合作, 随着品牌厂商逐渐推出更多下沉市场以及入门级产品, 公司可触及市场有望进一步扩容。



图表20: 全球耳机 ASP 自 16 年以后呈现逐年下降趋势

图表21: 公司智能&普通蓝牙产品 ASP 逐年提升



来源: IDC, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

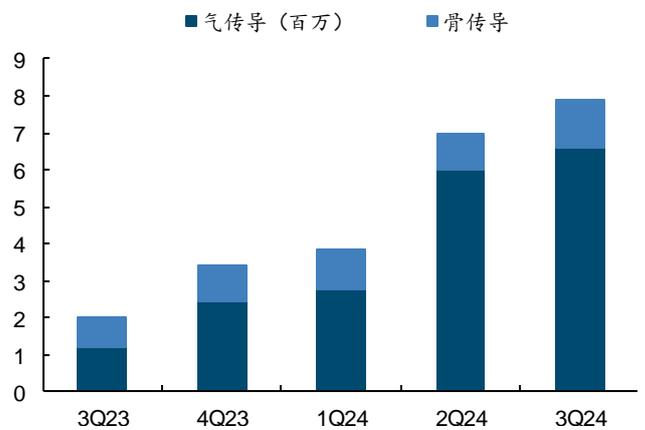
3) 新产品形态出现, AI 耳机、开放式耳机成为创新方向。随着以 ChatGPT 为代表的大模型技术不断发展, 各类更小更高效的垂类模型以及开源模型的涌现, 端侧 AI 的落地有望加速。与传统蓝牙耳机相比, AI 耳机通过云端连接大模型, 实现同声传译、音视频通话翻译、AI 助手、AI 降噪等功能, 进一步拓展传统蓝牙耳机单一的应用场景。大模型的迭代使得翻译等 AI 功能的体验得到大幅度提升, 同时推理侧成本快速降低也给予消费者更低的体验门槛, 两方面共同促成了 AI 耳机销量快速提升。耳机市场在 TWS 出现后已经长期缺乏产品形态或者硬件方面的大创新, 但是 AI+有望成为下一个“TWS 耳机”时刻。三星于 2024 年 7 月发布最新款 Galaxy Buds3 Pro 耳机, 在 Galaxy AI 赋能下, 耳机支持智能降噪以及通话实时翻译功能, 除此之外根据定焦 One 公众号统计, 市场上已有十余款 AI 眼镜在售。

开放式耳机低基数高增长, 新兴市场成长可观。开放式耳机指的是采用不入耳式设计, 让用户能够感知到周围环境的无线蓝牙耳机。2020 年后随着健康意识的提高, 以及户外运动方式的增加, OWS 耳机迎合了运动耳机的需求, 也提升了佩戴的舒适度, 开放式耳机细分市场开始起量。2024 年 10 月, 字节旗下豆包推出首款 AI 智能体耳机 Ola Friend, 采用开放式耳机设计, 支持接入豆包 APP。根据 Canalys 的数据, 开放式耳机市场在 2024 年第三季度增速显著, 出货量占整体市场的 6%, 同比增速几乎翻了三倍。此外, 更多品牌厂商正在进入该市场, 意图获得新的客户群体。

图表22: 市面在售 AI 耳机汇总

图表23: 开放式耳机仍以气传导耳机为主

类型	公司名称	产品名称	耳机形态	功能亮点	价格	开售时间
手机厂商	华为	FreeBuds Pro4	入耳式	网传、小艺智能体	1499元	2024年11月
	小米	xiaomi Buds 5	入耳式	语音转文字、生成会议纪要	699元	2024年7月
	三星	Galaxy Buds3	入耳式	网传、多语种翻译	999元	2024年7月
音频品牌	冠旭电子	Cleer ARC3 音弧	耳挂式	语音控制、耳机仓带屏幕	2398元	2024年4月
	智创一切	塞那G9S	耳夹式	网传、语音转写	1499元	2024年11月
	惟一智能	WISHEE AI Ear	入耳式	耳机仓可插卡	2099元	2024年6月
	艾耐科技	iKKO ActiveBuds	入耳式	免费使用ChatGPT、网传会议记录	2099元	2024年2月
	纽曼	纽曼M16	耳挂式	接入百度文心一言大模型网传、语音转文字	398元	2024年12月
	飞利浦	飞利浦8号	入耳式	接入腾讯混元大模型、语音转文字、AI会议总结	1199元	2024年5月
	字节跳动	Ola Friend	耳挂式	接入豆包智能助手、旅行导游、英语陪练	1199元	2024年10月
	百度	小度G108耳机	耳夹式	网传、连接小度APP	499元	2024年10月
互联网大厂和数码科技公司	科大讯飞	IFLYBUDS Pro2	入耳式	录音转写、网传听译、AI会议助理	1969元	2024年5月
	时空壶	时空壶W4 Pro	耳挂式	面对面网传、双向网传	3329元	2024年9月
	声籁科技	SoundAIFairyClip C1	耳夹式	语音转文字、多语种翻译语音克隆	399元	2024年6月



来源: 定焦 One 公众号, 国金证券研究所

来源: Canalys, 国金证券研究所

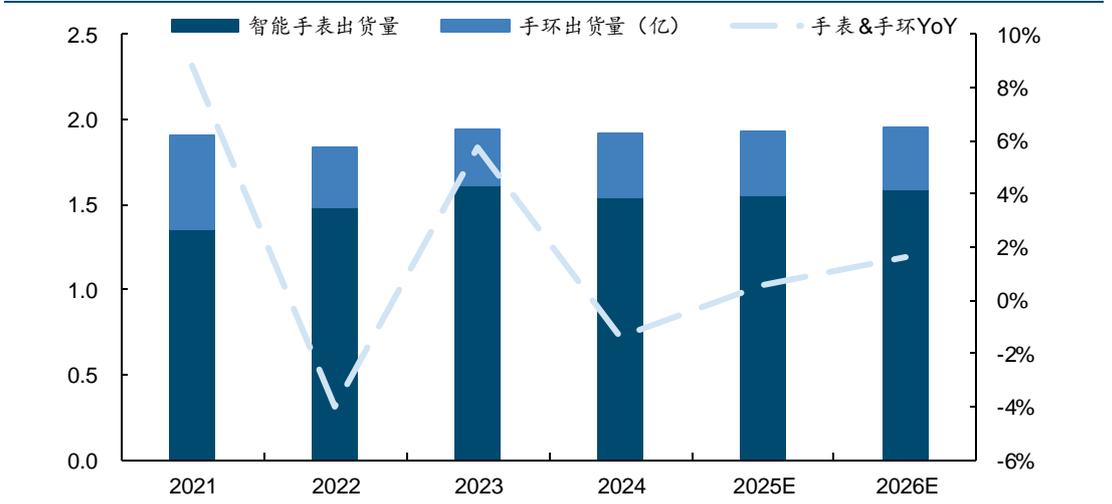
## 2.2 手表手环往运动化与智能化发展, 公司份额持续提升

全球手表手环市场相对稳健, 产品形态发展多样化, 公司份额逐年提升。根据 IDC 的数据, 2024 年全球智能手表、手环的出货量分别是 1.54 亿和 0.37 亿, 分别同增-5%和 14%。



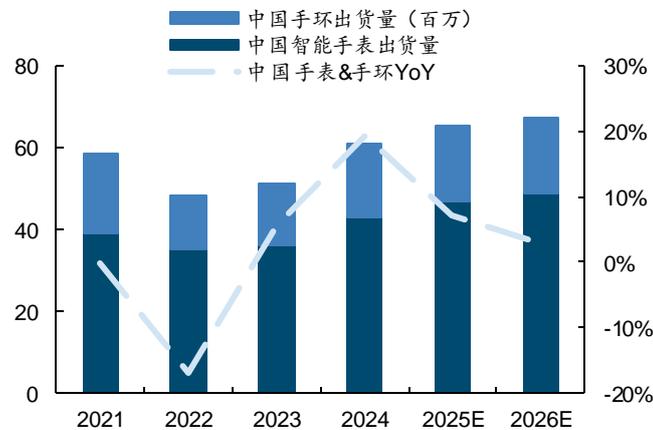
其中，中国智能手表、手环的出货量分别是 0.43 亿和 0.18 亿，分别同增 19%和 20%。随着智能手表功能多样化以及价格下沉趋势，智能手表与手环销量呈现此消彼长的趋势。2025 年全球智能手表、手环出货量预计分别为 1.55 亿和 0.36 亿，分别同增 2%和-2%。中国智能手表、手环的出货量分别是 0.47 亿和 0.19 亿，分别同增 8%和 4%。全球智能手表以及手环出货量季度间波动相对稳定，中国市场增速大于全球市场增速，同时符合上半年淡季下半年旺季的趋势。

图表24: 全球手表&手环出货量总体稳定



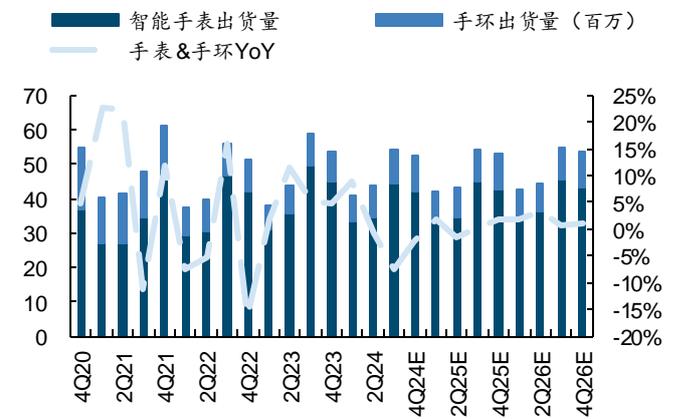
来源: IDC, 国金证券研究所

图表25: 中国手表&手环出货量增速高于全球增速



来源: IDC, 国金证券研究所

图表26: 下半年通常为手表手环销售旺季

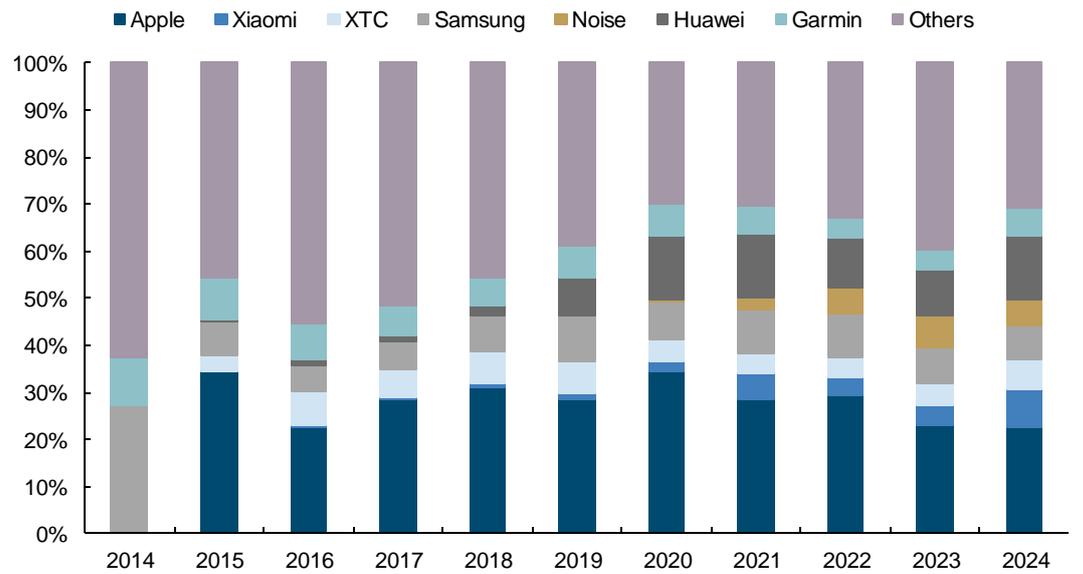


来源: IDC, 国金证券研究所

全球智能手表市场竞争格局相对稳定，国内生态逐渐崛起。根据 IDC 的数据，2024 年苹果智能手表出货量及市场份额略微下滑，但是苹果销量的下滑被小米、华为等国内厂商的增长所抵消，小天才等儿童智能手表亦出现增长。我们看好随着消费者对本土品牌的认可度提高以及消费电子补贴持续，有望给公司以及智能手表产业链带来更多机会。



图表27: 全球智能手表竞争格局相对稳定



来源: IDC, 国金证券研究所

作为可穿戴设备,智能手表的最大特征是应用领域广泛。与仅能指示时间功能的传统手表不同,智能手表是具备智能操作系统和信息处理能力、且符合手表基本技术要求的手表。随着无线连接、传感器和端侧 AI 高速发展,智能手表的应用场景逐渐丰富,涵盖个人助理、医疗、健康、人身安全、企业解决方案、通话、运动、智能家居、访问控制以及支付十大领域。小体积设计和智能化使用场景的增加,满足消费者对电子产品便捷化和智能化的要求,智能手表市场发展向好。

智能手表分为三大类,按照适用人群区分,市场上的智能手表可分为成人、儿童和老人三类,不同类别的手表具有差异化、针对性的场景功能。成人智能手表功能最为丰富,涵盖日常生活、工作、运动等多元化功能。儿童智能手表主要目的是保障儿童安全及防止丢失,老人智能手表着重于对身体指标的监测和保护。

图表28: 智能手表分类

类型	功能特点
成人智能手表	拥有蓝牙同步手机打电话、收发短信、监测睡眠和心率、跑步记录、指南针、久坐提醒等功能
老人智能手表	具备超精准GPS定位、紧急呼救、心率监测、吃药提醒等多项专为老年人定制的功能
儿童定位智能手表	拥有多重定位、双向通话、SOS求救、远程监听、智能防丢等多功能,保障儿童安全

来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

健康检测、AI 以及续航等不同创新方向驱动智能手表市场多元化发展。自从 Apple Watch 定义智能手表产品形态后,智能手表微创新不断,终端厂商在通信、运动、健康检测、AI 等细分方向上推出创新,以此推动智能手表市场规模和渗透率提升。

智能健康监测功能已成为智能手表的核心竞争优势之一。伴随技术迭代升级,这类产品已突破早期心率检测、运动时长统计等基础功能,逐步实现对人体血氧饱和度、深度睡眠检测及无创血压测量等复杂生理指标的检测。作为健康数据的重要入口,众多智能手表厂商发力健康检测赛道,健康功能成为必争之地。以华为 Watch D2 为例,具备医疗级动态血压监测功能,联合上海交通大学医学院附属瑞金医院、北京协和医院、301 医院开展多项



临床研究, 让其拥有了更为精准的算法, 大大提升单次血压测量或动态血压测量的准确性。

AI 也成为智能穿戴另一大创新方向。在传统可穿戴产品等电池驱动的 IoT 设备中, 受限于体积、功耗等问题, 可穿戴产品的芯片在算力上远不如智能手机, 导致智能手表一直没能在功能性上取得大的突破。随着端侧 AI 的发展, 在电池驱动的可穿戴装置上实现更多功能成为可能。许多端侧 AI 应用是专项应用, 并不需要大模型和大算力。尤其是以语音交互, 音频处理, 预测性维护, 健康监测等为代表的可穿戴领域。小米和华为等厂商已经尝试开始将 AI 模型落地到自家的智能手表中, 让智能手表具备更多个性化的功能。

图表29: 具备动态血压监测等健康功能的智能手表

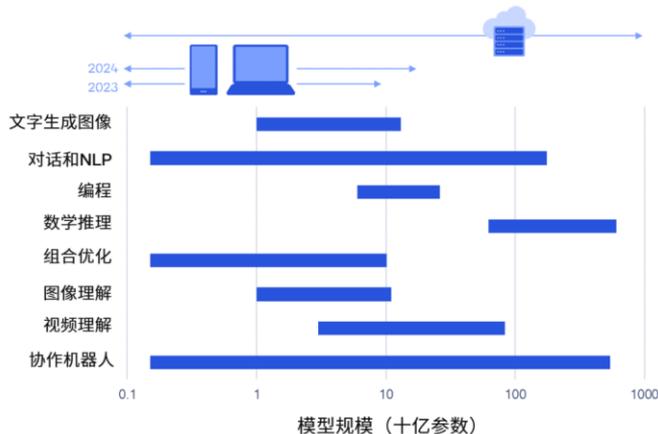


来源: HUAWEI, 国金证券研究所

### 2.3 端侧趋势已来, 公司前瞻布局 AI 眼镜赛道

端侧 AI 成为 SoC 行业未来重要发展方向之一。全球手机、PC 和其他便携终端数量已达到数十亿台, 大模型及端侧 AI 在终端的落地具有极其广阔的前景。随着大模型的持续优化, 原本参数规模庞大的生成式 AI 模型正在变小, 同时端侧 SoC 处理能力正在持续提升。根据高通的数据, 如 Stable Diffusion 等参数超过 10 亿的模型已经能够在手机上运行, 且性能和精确度达到与云端处理类似的水平。SoC 芯片通过集成 AI 推理引擎和其他必要的硬件组件, 为 AI 应用任务提供了高效的计算能力和低功耗的解决方案, 在 AI 应用中发挥了极其重要的作用, 是端侧 AI 算力的承载者。随着端侧 AI 在各类移动终端的快速渗透, 我们看好端侧 SoC 芯片未来发展前景。根据 Gartner 的数据, 2026 年全球边缘 AI 芯片市场规模有望达 688 亿美元, 22-26 年 CAGR 达 16.9%。2025 年中国边缘 AI 芯片市场规模有望达 110.3 亿美元, 22-25 年 CAGR 达 30.3%, 行业增速高于全球平均增速。

图表30: 终端侧已有 10-100 亿参数规模的模型可落地



图表31: 22-25 年中国边缘 AI 芯片市场规模 CAGR 达 30.3%



来源: 高通白皮书《混合 AI 是 AI 的未来》, 国金证券研究所

来源: Gartner, 国金证券研究所



AI发展的重心正在向边缘侧转移，端侧AI有望带来新一轮换机周期。换机需求有望来自两个方面：1) 首先是传统终端产品的升级，包括手机、PC、可穿戴与IoT等产品的自然更换，主要源自20-21年居家办公带来的电子产品集中式采购，有望在今明两年陆续进入自然换机周期，同时叠加设备自身的迭代与升级，带来内部芯片价值量的提升；2) AI+的创新需求，我们看好未来几年AI所带来的应用创新，也有望拉动换机周期，包括AI手机、AI PC、AIoT等有望爆发的端侧AI趋势，我们看好2025年AI眼镜以及AI耳机或率先爆发。三星于2024年7月发布最新款Galaxy Buds3 Pro耳机，在Galaxy AI赋能下，耳机支持智能降噪以及通话实时翻译功能。2023年9月Meta和雷朋发布其第二代产品Meta Ray-Ban，造型与价格不变，两者均没有配备光学屏幕，内置了定向扬声器、麦克风、摄像头等组件，可用于FPV拍摄/视频录制、通话、听音乐等。2024年4月Meta Ray-Ban推出AI功能，目前仅支持英文对话，仅限美国和加拿大用户使用。用户只需说出“Hey Meta”并说出提示词或提出问题，便可激活该眼镜内置的AI助手，随后再通过镜框内置的扬声器进行回应。

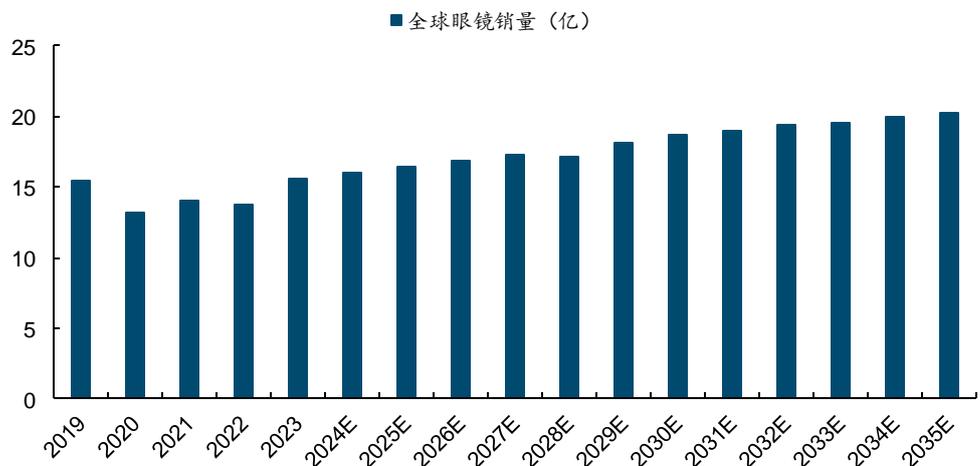
图表32: RAY-BAN META 智能眼镜



来源: Ray-Ban, 国金证券研究所

传统眼镜存量市场巨大，AI眼镜未来成长空间广阔。眼睛是人类获取信息的三大感官来源之一，人80%的信息来源于视觉，眼镜同时靠近眼睛、耳朵、鼻子这三大信息获取来源，或将成为端侧AI最好的载体之一。AI眼镜将传统眼镜智能化，加入了语音交互、触摸交互、显示交互、动作交互等功能，再将端侧设备与云端大模型相结合，最终实现智能体。根据wellsenn XR的数据，2023年全球眼镜销量约15.6亿副，其中近视眼镜约6.9亿副，太阳眼镜约8.1亿副，全球眼镜市场规模约1500亿美元。到2035年，全球眼镜销量有望达到20亿副，市场规模接近2000亿美元，AI眼镜成长空间巨大。

图表33: 全球眼镜出货量



来源: wellsenn XR, 国金证券研究所

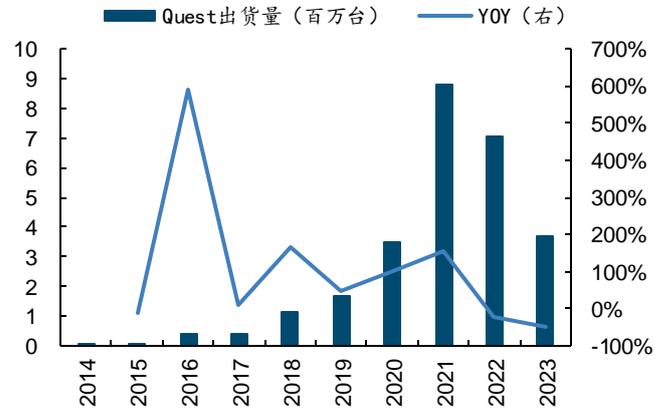
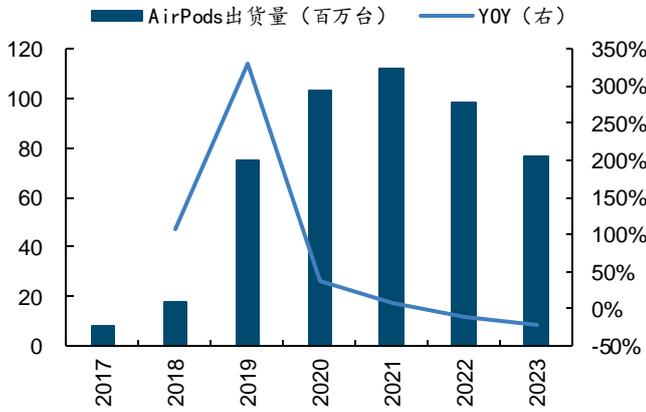
RAY-BAN META 智能眼镜或是AI眼镜首个爆款，百镜大战后可以期待更多AI眼镜爆款涌现。我们认为爆款产品的定义在于产品力满足消费者需求，并且在产品发布后销量实现数倍增长。复盘上一款可穿戴的爆款产品为AirPods 2、于2019年3月发布，相较于上一代产品，AirPods 2在售价不变的情况下，芯片性能、电池续航、音质均有所提升，同



时得益于社交媒体的名人效应的带动，使得 AirPods 成为一种流行符号；带动 2019、2020 年 AirPods 出货量达 0.75、1 亿台，同增 331%、37%。复盘上一款 XR 的爆款产品为 Quest 2，于 2020 年 10 月发布，相较于上一代产品，Quest2 芯片性能、分辨率、刷新率更高，重量更轻、佩戴舒适度更高，售价更低，带动 2020、2021 年 Quest 出货量达 347、880 万台，同增 104%、154%。

图表34：全球 AirPods 出货量

图表35：全球 Quest 出货量



来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

2023 年 9 月 Meta 和雷朋发布其第二代产品 Meta Ray Ban，造型与价格不变两者均没有配备光学屏幕，内置了定向扬声器、麦克风、摄像头等组件，可用于 FPV 拍摄视频录制、通话、听音乐等。相较于一代产品，二代产品相机品质、音质大幅提升，续航时间充电速度提升 30%+，芯片、存储亦有所升级。

图表36：Meta Ray-Ban 眼镜参数对比

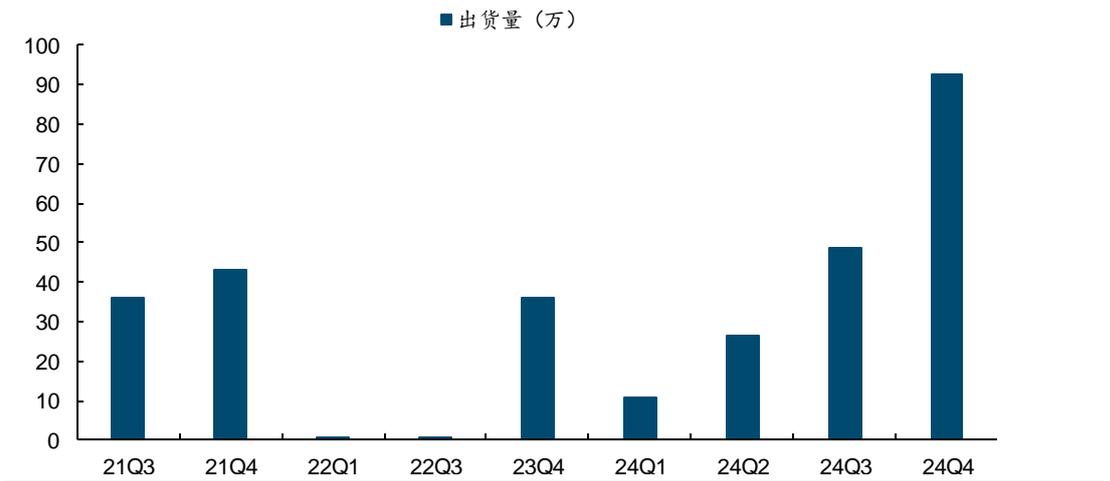
	Meta Ray-Ban	Ray-Ban Stories
发布时间	2023.9	2021.9
价格	起售价 299 美元	起售价 299 美元
重量	镜框 48.6g	镜框 49.3g
	镜盒 133g，普通太阳镜盒子	镜盒 195g，圆柱形盒子
镜盒	总计可供眼镜充电 8 次，32h，充电盒单次充满时间 3.5h	总计可供眼镜充电 4 次，12h，充电盒单次充满时间 4h
Meta AI	接入 Llama3 模型，从而作为对话助手回答问题、提供信息 多模态功能：调用摄像头翻译、识别物体	无
续航	充满电正常使用续航 4h 单次 75min 充满，22min 充 50%	充满电正常使用续航 3h 单次 2h 充满
芯片	高通 AR1 Gen1	高通骁龙 4100+
相机	12MP 摄像头 拍照：3024 X 4032；视频：1080P	5MP 摄像头 拍照：2592 X 1944；视频：720P
存储容量	32GB	4GB
拍摄时长	定时拍摄：15, 30, 60s	定时拍摄：15, 30s
长宽比	竖屏：1920 x 1440	方形：1184 x 1184
麦克风	五个麦克风，对话音命令更加敏感，在嘈杂的环境中工作得非常好	三个麦克风
音频	升级，能力类似 300 元价位的耳机，声音明显更大、声音泄漏更少，低音有所改善	声音质量相对一般，漏音比较多，低音效果不好
防水	有	无
直播功能	有	无
款式	4 款框型，8 种颜色，共 32 种外观组合	3 款框型，5 种颜色，共 15 种外观组合



来源: Ray-Ban 官网, 36 氪, Aha 车库, 国金证券研究所

2024 年 4 月 Meta Ray-Ban 智能眼镜推出 AI 功能, 用户只需说出“Hey Meta”并说出提示词或提出问题, 便可激活该眼镜内置的 AI 助手, 随后再通过镜框内置的扬声器进行回应。搭载 AI 功能后, Meta Ray Ban 智能眼镜销量呈倍数增长, 显示 AI 对端侧设备的加持。据 IDC 的数据, 24Q4 Meta Ray Ban 智能眼镜出货量达 92 万, 同增 156%, 环增 91%。但是, 目前 Meta Ray-Ban 智能眼镜仅支持英文对话, 仅限美国和加拿大用户使用。国内市场已进入“百镜大战”的初期, 我们看好国内同样会有爆款 AI 眼镜落地。

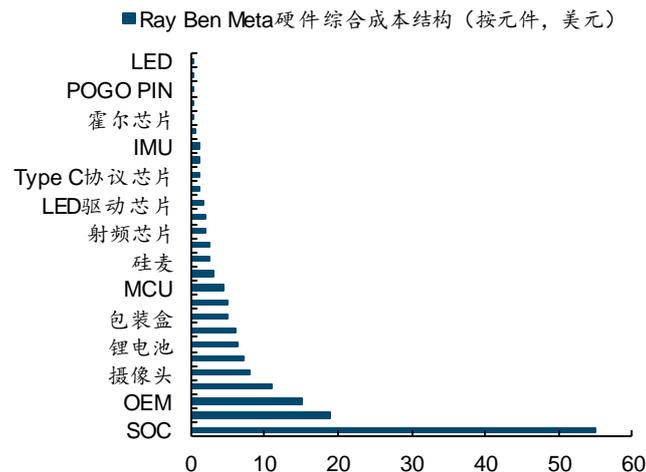
图表 37: Meta Ray-Ban 智能眼镜销量呈倍数增长



来源: IDC, 国金证券研究所

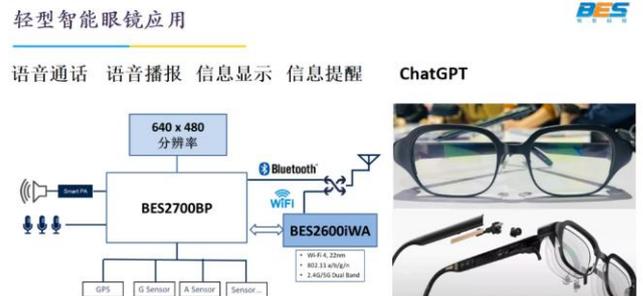
SoC 为 AI 眼镜价值量最高环节, 公司已有在售和在研产品布局。AI 眼镜通常在传统眼镜的基础上集成了音频、通信、显示、摄像头、处理器等模块, 来实现不同的功能。根据 wellsenn XR 的拆解, Meta Ray-Ban 智能眼镜中价值量最大的电子元器件为 SoC。公司在低功耗计算上具备深厚底蕴, 从智能穿戴和无线音频领域横向扩展了智能眼镜业务。最新一代 6nm BES2800, 目前已在多个客户的耳机、智能手表、智能眼镜等项目中导入。同时根据公司 2024 年半年报, 公司有下一代智能眼镜 SoC 芯片项目在研。

图表 38: Meta Ray-Ben 硬件成本结构



来源: wellsenn XR, 国金证券研究所

图表 39: 公司产品在眼镜上的应用



来源: 我爱音频网, 国金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

预计 2024-2026 年公司营收达到 32.63 亿元、43.96 亿元、56.77 亿元, 同增 49.9%、34.7%、29.2%, 主营业务毛利率分别为 34.7%、35.7%、36.6%, 不同业务的营收、毛利率变动



逻辑如下：

**智能蓝牙音频芯片：**预测 2024-2026 年营收达到 15.90 亿元、20.11 亿元、23.89 亿元，同增 36.0%、+26.5%、+18.8%，毛利率为 33.3%、33.7%、34.0%。公司持续加大研发投入，不断迭代现有产品的品质和性能，产品品类持续拓展。智能可穿戴市场保持快速增长，各类新型终端层出不穷，终端产品对主控 SoC 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，在智能可穿戴市场的份额有望进一步提升。毛利率逐年改善主要系 2021 年缺芯潮后 SoC 芯片开始供过于求，因此公司产品毛利率有所下降。而 2024 年起半导体周期触底回升，半导体设计公司经历去库周期后库存水位回归正常水平，同时上游晶圆厂稼动率回升，部分代工产品开始涨价。同时公司产品结构持续迭代，单价更高的 BES2700 系列占比提升，带动智能蓝牙音频芯片毛利率逐渐改善。

**普通蓝牙音频芯片：**预测 2024-2026 年营收达到 4.06 亿元、4.39 亿元、4.61 亿元，同比+12.7%、+8.0%、+5.0%，毛利率为 28.0%、28.0%、28.0%。随着可穿戴设备智能化程度的提升，传统蓝牙耳机的需求量相对稳定，我们预计普通蓝牙音频芯片未来有望稳健增长。

**其他芯片：**预测 2024-2026 年营收达到 12.67 亿元、19.46 亿元、28.27 亿元，同比+95.7%、+53.6%、+45.3%，毛利率为 38.6%、39.6%、40.2%。公司其他芯片包括，1) type-C 音频芯片，2) 智能手表手环类芯片，3) 智能家居类无线连接芯片。根据公司 24 年中报，公司智能手表/手环类芯片占营收比例达到 28%左右，较去年明显提升，带动公司营收高速增长。随着公司可穿戴芯片的快速迭代，公司在智能手表/手环领域的竞争力有望进一步提升，BES2700iBP，BES2700iMP 等新产品的推出，让公司实现了智能手表、运动手表和手环的全覆盖，预计未来出货量仍将快速增长，市场份额持续提升。

图表40：公司分业务营收及毛利率预测

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入合计	1484.8	2176.3	3262.8	4395.7	5677.1
YoY	-15.9%	46.6%	49.9%	34.7%	29.2%
毛利率	39.4%	34.2%	34.7%	35.7%	36.6%
智能蓝牙音频芯片	733.8	1168.7	1589.8	2011.1	2389.2
YoY	-21.9%	59.3%	36.0%	26.5%	18.8%
毛利率	42.4%	33.4%	33.3%	33.7%	34.0%
普通蓝牙音频芯片	360.6	360.3	406.1	438.6	460.5
YoY	-23.4%	-0.1%	12.7%	8.0%	5.0%
毛利率	37.0%	28.9%	28.0%	28.0%	28.0%
其他业务	390.4	647.2	1266.9	1946.0	2827.4
YoY	10.0%	65.8%	95.7%	53.6%	45.3%
毛利率	35.9%	38.6%	38.6%	39.6%	40.2%

来源：国金证券研究所

费用情况：（1）2022-2023 年公司研发费用率为 29.62%、25.27%，随着 24 年及以后公司销售规模和研发投入的逐渐扩大，以及公司降本增效，我们预计公司研发费用率有所下降，2024-2026 年公司研发费用率为 19.20%、19.00%、18.00%。（2）2022-2023 年公司销售费用率为 0.94%、0.77%，随着公司营收规模逐年增长，我们预计公司销售费用率有望保持稳定，2024-2026 年公司销售费用率为 0.80%、0.80%、0.80%。（3）2022-2023 年公司管理费率为 7.29%、4.87%，随着公司销售规模及经营规模的逐渐扩大，公司管理费用率保持稳定，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 3.50%、3.50%、3.50%。

图表41：2022-2026E 公司三费情况

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.94%	0.77%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用率	7.29%	4.87%	3.50%	3.50%	3.50%
研发费用率	29.62%	25.27%	20.00%	19.00%	18.00%



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2 投资建议及估值

预计 2024-2026 年公司净利润为 4.60 亿元、7.23 亿元、10.06 亿元，对应 EPS 为 3.84 元、6.02 元和 8.38 元，公司主营业务为智能音视频 SoC 主控芯片，因此我们选取 A 股上市公司中完全或部分布局 SoC 主控芯片的瑞芯微、全志科技、乐鑫科技、中科蓝讯作为可比公司。我们看好公司作为低功耗计算 SoC 芯片龙头，在端侧新品 AI 眼镜上卡位领先。我们给予 2025 年 75 倍估值，市值 542.35 亿元，目标价 451.79 元，给予公司“买入”评级。

图表 42：可比公司估值比较（市盈率法）

	名称	股价(元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
603893	瑞芯微	163.91	0.71	0.32	1.42	1.90	2.51	96.56	196.44	77.39	85.71	64.69
300458	全志科技	48.05	0.34	0.04	0.26	0.55	0.77	60.77	624.24	147.24	88.89	63.58
688018	乐鑫科技	193.03	1.21	1.69	3.02	4.07	5.22	74.54	61.06	72.08	47.39	36.96
688332	中科蓝讯	105.43	1.17	2.10	2.49	3.24	4.11	43.62	35.96	52.32	33.54	26.45
	平均值		0.86	1.04	1.80	2.44	3.15	68.87	229.43	87.26	63.88	47.92
688608	恒玄科技	385.30	1.02	1.03	3.83	6.02	8.38	111.75	149.79	84.85	54.01	38.82

来源：Wind，国金证券研究所（2025 年 4 月 21 日股价，除公司以及乐鑫科技数据外均为 Wind 一致预期）



#### 四、风险提示

下游需求不如预期。公司下游主要面向消费电子等领域，如果行业发展不及预期，存在需求不及预期以及客户拓展不及预期的风险。

市场竞争加剧。SoC 芯片赛道竞争相对激烈，存在新进入厂商的可能。若有新厂商进入公司所处赛道，存在公司市场份额下滑的可能，对公司未来营业收入产生不利影响。

产品迭代不及预期。SoC 芯片迭代加速、应用领域不断拓展，若公司无法维持充足的研发投入或持续推出创新产品，可能出现核心竞争力下滑的情况。


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,765</b>	<b>1,485</b>	<b>2,176</b>	<b>3,263</b>	<b>4,396</b>	<b>5,677</b>
增长率		-15.9%	46.6%	49.9%	34.7%	29.2%
主营业务成本	-1,107	-900	-1,432	-2,131	-2,825	-3,599
%销售收入	62.7%	60.6%	65.8%	65.3%	64.3%	63.4%
毛利	658	585	744	1,132	1,571	2,078
%销售收入	37.3%	39.4%	34.2%	34.7%	35.7%	36.6%
营业税金及附加	-1	-1	-7	-13	-18	-23
%销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-11	-14	-17	-26	-35	-45
%销售收入	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-77	-108	-106	-114	-154	-199
%销售收入	4.4%	7.3%	4.9%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-289	-440	-550	-626	-835	-1,022
%销售收入	16.4%	29.6%	25.3%	19.2%	19.0%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	280	21	64	352	529	790
%销售收入	15.9%	1.4%	3.0%	10.8%	12.0%	13.9%
财务费用	23	51	45	39	39	36
%销售收入	-1.3%	-3.5%	-2.0%	-1.2%	-0.9%	-0.6%
资产减值损失	-7	-59	-80	-46	8	5
公允价值变动收益	14	-5	-2	0	0	0
投资收益	93	91	74	80	100	120
%税前利润	22.6%	73.1%	59.7%	17.3%	13.8%	11.9%
营业利润	410	124	127	462	726	1,010
营业利润率	23.2%	8.3%	5.8%	14.2%	16.5%	17.8%
营业外收支	0	0	-2	0	0	0
税前利润	410	124	124	462	726	1,010
利润率	23.2%	8.4%	5.7%	14.2%	16.5%	17.8%
所得税	-2	-2	-1	-2	-3	-4
所得税率	0.5%	1.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
净利润	408	122	124	460	723	1,006
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>408</b>	<b>122</b>	<b>124</b>	<b>460</b>	<b>723</b>	<b>1,006</b>
净利率	23.1%	8.2%	5.7%	14.1%	16.5%	17.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	408	122	124	460	723	1,006
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	132	190	116	65	73
非经营收益	-97	-106	-83	-80	-90	-93
营运资金变动	-403	-509	239	-167	-197	-190
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-44</b>	<b>-360</b>	<b>470</b>	<b>329</b>	<b>500</b>	<b>795</b>
资本开支	-139	-147	-194	-10	-91	-91
投资	-1,584	795	472	0	0	0
其他	93	91	73	80	100	120
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,630</b>	<b>738</b>	<b>351</b>	<b>70</b>	<b>9</b>	<b>29</b>
股权募资	0	0	4	67	0	0
债权募资	-31	110	-110	0	564	422
其他	-39	-123	-38	-115	-169	-228
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-70</b>	<b>-13</b>	<b>-143</b>	<b>-49</b>	<b>395</b>	<b>194</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1,754</b>	<b>391</b>	<b>690</b>	<b>350</b>	<b>905</b>	<b>1,018</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,454	1,845	2,545	2,893	3,797	4,815
应收款项	330	289	412	548	714	876
存货	541	946	658	713	892	1,052
其他流动资产	3,868	2,874	2,338	2,344	2,349	2,355
流动资产	6,193	5,954	5,953	6,498	7,752	9,098
%总资产	97.4%	92.8%	90.9%	92.3%	93.3%	94.1%
长期投资	0	20	20	20	20	20
固定资产	57	68	125	169	206	235
%总资产	0.9%	1.1%	1.9%	2.4%	2.5%	2.4%
无形资产	83	150	158	134	116	102
非流动资产	164	459	598	538	556	570
%总资产	2.6%	7.2%	9.1%	7.7%	6.7%	5.9%
<b>资产总计</b>	<b>6,358</b>	<b>6,413</b>	<b>6,551</b>	<b>7,037</b>	<b>8,308</b>	<b>9,667</b>
短期借款	13	125	10	15	579	1,001
应付款项	372	244	350	422	537	639
其他流动负债	41	63	84	87	117	148
流动负债	426	432	444	524	1,233	1,788
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	18	11	3	2	2
负债	454	451	454	528	1,235	1,789
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,903</b>	<b>5,963</b>	<b>6,097</b>	<b>6,509</b>	<b>7,073</b>	<b>7,878</b>
其中：股本	120	120	120	120	120	120
未分配利润	554	636	759	1,105	1,669	2,474
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,358</b>	<b>6,413</b>	<b>6,551</b>	<b>7,037</b>	<b>8,308</b>	<b>9,667</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	3.398	1.020	1.030	3.835	6.024	8.382
每股净资产	49.194	49.690	50.795	54.221	58.919	65.625
每股经营现金净流	-0.365	-3.000	3.913	2.739	4.169	6.625
每股股利	0.340	0.000	0.160	0.959	1.325	1.676
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.91%	2.05%	2.03%	7.07%	10.22%	12.77%
总资产收益率	6.41%	1.91%	1.89%	6.54%	8.70%	10.41%
投入资本收益率	4.70%	0.35%	1.05%	5.38%	6.88%	8.86%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	66.36%	-15.89%	46.57%	49.93%	34.72%	29.15%
EBIT增长率	47.68%	-92.33%	200.23%	446.94%	50.11%	49.35%
净利润增长率	105.51%	-69.97%	0.99%	272.35%	57.09%	39.14%
总资产增长率	10.30%	0.87%	2.15%	7.41%	18.07%	16.36%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	40.9	71.6	56.2	60.0	58.0	55.0
存货周转天数	116.9	301.4	204.4	130.0	120.0	110.0
应付账款周转天数	84.3	106.5	60.1	55.0	53.0	50.0
固定资产周转天数	11.5	13.9	13.1	7.1	3.3	0.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-89.50%	-76.74%	-79.57%	-79.81%	-78.25%	-77.81%
EBIT利息保障倍数	-12.0	-0.4	-1.4	-9.0	-13.7	-22.1
资产负债率	7.15%	7.02%	6.93%	7.50%	14.87%	18.51%

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	1	2	10	18	65
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.10</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**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

**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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究