

分析师: 邹臣
登记编码: S0730523100001
zouchen@ccnew.com 021-50581991

25Q1 营收创历史新高, 端侧 AI 有望助力公司持续高成长

——恒玄科技(688608)24 年报及 25Q1 季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(维持)

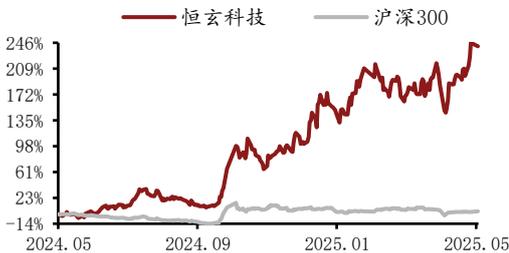
市场数据(2025-05-06)

收盘价(元)	437.59
一年内最高/最低(元)	449.60/119.24
沪深 300 指数	3,808.54
市净率(倍)	7.83
流通市值(亿元)	525.31

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	55.86
每股经营现金流(元)	0.03
毛利率(%)	38.47
净资产收益率_摊薄(%)	2.84
资产负债率(%)	6.41
总股本/流通股(万股)	12,004.56/12,004.56
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《恒玄科技(688608)中报点评: 智能手表类芯片市场份额快速提升, 新一代 6nm 芯片有望逐步放量》 2024-08-29

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 05 月 07 日

事件: 近日公司发布 2024 年度报告及 2025 年一季度报告, 2024 年公司实现营收 32.63 亿元, 同比+49.94%; 归母净利润 4.60 亿元, 同比+272.47%; 扣非归母净利润 3.95 亿元, 同比+1279.13%; 2025 年第一季度公司实现营收 9.95 亿元, 同比+52.25%, 环比+25.88%; 归母净利润 1.91 亿元, 同比+590.22%, 环比+11.18%; 扣非归母净利润 1.77 亿元, 同比+1838.60%, 环比+11.46%。

投资要点:

- **25Q1 营收创单季度历史新高, 毛利率持续提升。**2024 年, 随着智能可穿戴市场的持续增长, 以及公司不断开拓新客户和新应用, 产品市场份额进一步提升, 推动公司营收快速增长; 受益于国补对消费需求的促进作用, 25Q1 智能可穿戴市场持续增长, 公司智能手表芯片销售占比提升, 芯片产品不断迭代, 销售均价同比有所提升, 推动公司 25Q1 营收创单季度历史新高。由于产品结构变化等因素影响, 公司 2024 年实现毛利率为 34.71%, 同比提升 0.51%, 25Q1 毛利率为 38.47%, 同比提升 5.54%, 环比提升 0.77%; 由于全年营收大幅增长带来规模效应, 期间费用率有所降低, 公司 2024 年实现净利率为 14.11%, 同比提升 8.43%, 25Q1 净利率为 19.16%, 同比提升 14.93%, 环比下降 2.53%。
- **智能手表市场份额持续提升, 产品结构趋于多元化。**在智能手表市场, 基础手环与基础手表功能不断升级, 也开始具备多样化的健康监测功能(如心率、睡眠追踪等), 凭借优异的性价比推动入门级用户增长; 心率监测预警、睡眠监测等健康类应用的精度和多样性在不断提升, 未来随着 micro-LED 屏幕、无创血糖监测等技术的商用, 智能手表有望打开新一轮成长周期。公司智能手表/手环芯片不断导入新客户, 市场份额持续提升, 2024 年实现营收 10.45 亿元, 同比增长 116%, 合计出货量超 4000 万颗, 成为推动公司营收增长的最大动力。在产品结构方面, 2024 年公司蓝牙音频芯片占比约 62%, 智能手表/手环芯片占比约 32%, 产品结构更趋于多元化, 逐步向平台型芯片公司迈进。
- **新一代 6nm 芯片 BES2800 已量产落地, 端侧 AI 有望助力公司持续高速增长。**公司推出新一代智能可穿戴芯片 BES2800, BES2800 采用 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, 在性能、功耗和技术创新等方面都大幅提升, 能够为 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜、智能助听器等产品提供强大的算力和高品质的无缝连接体验; BES2800

已在品牌客户的旗舰耳机和智能手表中量产落地，并将继续拓展在智能眼镜、低功耗 Wi-Fi 市场的应用。基于 BES2800 的智能眼镜方案，通过全集成的音频输入输出，可实现轻量化模型的本地运行，同时低功耗双模 Wi-Fi/BT 可快速将部分在线语音 AI 需求与云端相互响应，适配市场上主流的 ISP 芯片，形成带视频和拍照功能及图像识别的多模态智能眼镜系统，可实现更长佩戴时间。根据 Omdia 的数据，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，预计 2028 年将进一步增长至 2650 万部；根据洛图科技的数据，25Q1 AI 耳机在中国传统主流电商渠道的销量为 38.2 万副，同比增长 960.4%，预计 2025 年 AI 耳机在中国传统主流电商渠道的总销量可达 152.7 万副，同比增长超过 3 倍；AI 耳机、AI 眼镜等产品出货量处于快速增长中，端侧 AI 有望助力公司持续高速增长。

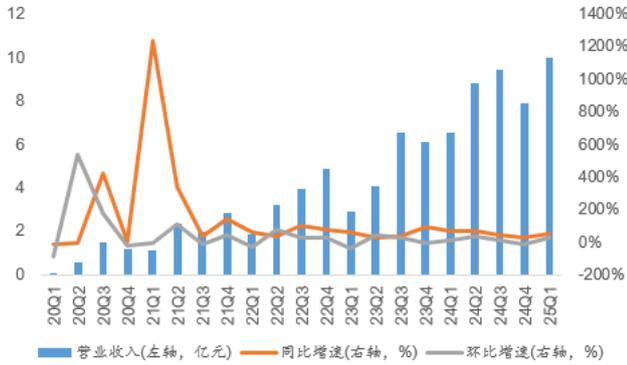
- **盈利预测与投资建议。**公司为国内智能音视频 SoC 芯片领先企业，智能手表/手环芯片不断导入新客户，市场份额持续提升，新一代 6nm 智能可穿戴芯片 BES2800 实现量产出货，并有望在 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜等产品中全面应用，端侧 AI 有望助力公司持续高速增长，我们预计公司 25-27 年营收为 48.00/61.90/75.94 亿元，25-27 年归母净利润为 8.74/11.82/15.41 亿元，对应的 EPS 为 7.28/9.85/12.84 元，对应 PE 为 60.11/44.44/34.09 倍，维持“买入”评级。

风险提示：端侧 AI 进展不及预期；行业竞争加剧；新产品市场拓展不及预期；新产品研发进展不及预期。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,176	3,263	4,800	6,190	7,594
增长比率（%）	46.57	49.94	47.10	28.96	22.67
净利润（百万元）	124	460	874	1,182	1,541
增长比率（%）	0.99	272.47	89.80	35.27	30.36
每股收益(元)	1.03	3.84	7.28	9.85	12.84
市盈率(倍)	424.92	114.08	60.11	44.44	34.09

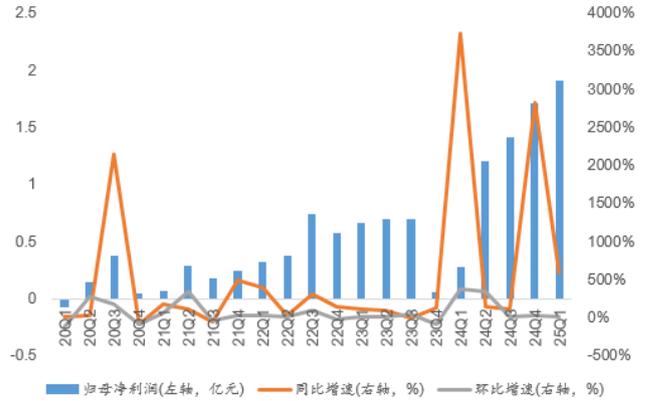
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司单季度营业收入及增速情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速情况



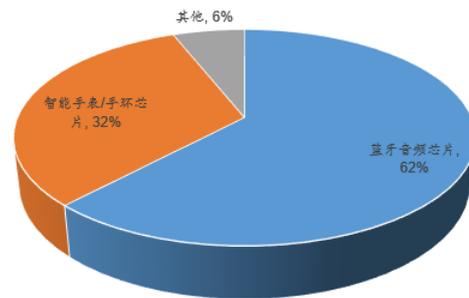
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司 2024 年产品结构情况



资料来源：公司公告，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,953	6,317	6,788	7,471	8,274
现金	2,545	3,816	4,163	4,718	5,341
应收票据及应收账款	402	375	507	653	802
其他应收款	10	11	16	21	25
预付账款	1	3	4	5	6
存货	658	724	941	1,153	1,344
其他流动资产	2,337	1,388	1,158	921	757
非流动资产	598	737	915	1,029	1,204
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	78	145	227	314	414
无形资产	142	121	109	102	136
其他非流动资产	378	471	579	613	655
资产总计	6,551	7,055	7,702	8,500	9,478
流动负债	444	533	748	957	1,171
短期借款	0	20	60	91	142
应付票据及应付账款	287	297	393	493	576
其他流动负债	157	216	295	374	454
非流动负债	11	17	23	30	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	17	23	30	39
负债合计	454	550	770	988	1,210
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	120	120	120	120	120
资本公积	5,222	5,256	5,256	5,256	5,256
留存收益	819	1,170	1,598	2,178	2,934
归属母公司股东权益	6,097	6,505	6,932	7,512	8,268
负债和股东权益	6,551	7,055	7,702	8,500	9,478

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	470	580	763	1,039	1,362
净利润	124	460	874	1,182	1,541
折旧摊销	110	117	154	150	134
财务费用	-11	-15	2	3	4
投资损失	-74	-56	-82	-105	-129
营运资金变动	239	38	-185	-190	-188
其他经营现金流	82	36	0	0	0
投资活动现金流	351	794	-14	83	-10
资本支出	-194	-171	-234	-254	-303
长期投资	472	909	236	242	170
其他投资现金流	73	56	-16	95	123
筹资活动现金流	-143	-110	-401	-567	-729
短期借款	-110	20	40	30	51
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	29	34	0	0	0
其他筹资现金流	-62	-163	-441	-597	-780
现金净增加额	690	1,281	347	555	623

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,176	3,263	4,800	6,190	7,594
营业成本	1,432	2,130	2,945	3,774	4,607
营业税金及附加	7	16	22	27	34
营业费用	17	33	48	62	76
管理费用	106	113	168	217	265
研发费用	550	617	898	1,114	1,291
财务费用	-45	-76	-56	-60	-66
资产减值损失	-79	-34	0	0	0
其他收益	26	13	19	25	30
公允价值变动收益	-2	-3	0	0	0
投资净收益	74	56	82	105	129
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	127	461	877	1,186	1,546
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	124	462	877	1,186	1,546
所得税	1	1	3	4	5
净利润	124	460	874	1,182	1,541
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	124	460	874	1,182	1,541
EBITDA	130	449	975	1,276	1,613
EPS (元)	1.03	3.84	7.28	9.85	12.84

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	46.57	49.94	47.10	28.96	22.67
营业利润 (%)	2.29	264.27	90.16	35.27	30.36
归属母公司净利润 (%)	0.99	272.47	89.80	35.27	30.36
获利能力					
毛利率 (%)	34.20	34.71	38.65	39.04	39.34
净利率 (%)	5.68	14.11	18.21	19.10	20.29
ROE (%)	2.03	7.08	12.61	15.74	18.64
ROIC (%)	0.34	5.06	11.64	14.68	17.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	6.93	7.80	10.00	11.62	12.77
净负债比率 (%)	7.45	8.46	11.11	13.15	14.63
流动比率	13.42	11.84	9.08	7.80	7.07
速动比率	11.89	10.42	7.76	6.55	5.87
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.48	0.65	0.76	0.84
应收账款周转率	6.49	8.40	10.89	10.67	10.44
应付账款周转率	6.07	7.29	8.53	8.53	8.62
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.03	3.84	7.28	9.85	12.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.91	4.83	6.35	8.66	11.35
每股净资产 (最新摊薄)	50.79	54.18	57.75	62.58	68.88
估值比率					
P/E	424.92	114.08	60.11	44.44	34.09
P/B	8.62	8.08	7.58	6.99	6.35
EV/EBITDA	122.53	78.60	49.71	37.58	29.37

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。