

25Q1 业绩持续高增，强化智能可穿戴芯片战略布局

核心观点

公司发布 24 年年报和 25 年一季报。2024 年公司营业收入同比增长 50%到 32.6 亿元，归母净利润同比增长 272%到 4.6 亿元。25Q1 公司实现营收 9.9 亿元，同比增长 52.3%，归母净利润 1.91 亿元，同比增长 590%。

- 公司营收结构持续多元化，逐步向平台型芯片公司迈进。**2024 年，公司智能手表/手环芯片实现营收 10.5 亿元，同比增长 116%，成为公司营收增长的最大动力，营收占比提升至约 32%；蓝牙音频类产品营收占比则从 2023 年的 71%下降至 62%。25Q1 公司创单季度营收历史新高，主要原因是（1）智能可穿戴市场持续增长，国补促进消费需求；（2）智能手表芯片销售占比提升，销售均价较去年同期提升。未来公司有望继续丰富产品结构，向平台型芯片公司迈进，驱动业绩持续增长。
- 公司强化智能可穿戴市场战略布局，新一代智能可穿戴芯片量产落地。**2024 年公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 实现量产。BES2800 采用 6nmFinFET 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。在智能手表应用中，BES2800 可显著降低运行功耗，支持心率、血氧等健康算法全天候运行；在智能眼镜中，基于 BES2800 的智能眼镜方案可实现轻量化模型的本地运行；在无线音频处理方面，BES2800 支持专业音频设备对音频传输的多并发、高带宽、低延时、长续航的要求。目前，BES2800 已经在客户旗舰耳机项目中量产落地，2025 年将在 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜等产品中全面应用。
- 公司在多领域持续投入研发，核心技术能力不断提升。**2024 年公司研发费用 6.17 亿元，较上年同期增加 0.67 亿元，同比增长 12%。2024 年，公司在基于先进工艺的低功耗无线计算 SoC 平台、可穿戴低功耗计算平台基础 IP、蓝牙技术、低功耗数字化无线射频技术及可穿戴感知和音频处理技术等方面取得重要研发成果，进一步巩固业内技术领先地位，持续强化核心竞争力。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 6.97、10.40、15.23 元，（原 25-26 年预测为 3.38、4.83 元，主要调整了营业收入和费用率），根据可比公司 26 年平均 43 倍 PE 估值水平，对应目标价 447.20 元，维持买入评级。

风险提示

- 可穿戴设备需求不及预期，客户验证进展不及预期，公司研发效果不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,176	3,263	4,712	6,044	7,755
同比增长(%)	47%	50%	44%	28%	28%
营业利润(百万元)	127	461	840	1,257	1,845
同比增长(%)	2%	264%	82%	50%	47%
归属母公司净利润(百万元)	124	460	837	1,248	1,829
同比增长(%)	1%	272%	82%	49%	47%
每股收益(元)	1.03	3.84	6.97	10.40	15.23
毛利率(%)	34.2%	34.7%	37.4%	39.2%	39.9%
净利率(%)	5.7%	14.1%	17.8%	20.6%	23.6%
净资产收益率(%)	2.1%	7.3%	12.0%	15.6%	19.2%
市盈率	405.4	108.8	59.9	40.2	27.4
市净率	8.2	7.7	6.8	5.8	4.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年05月09日）	417.5 元
目标价格	447.20 元
52 周最高价/最低价	449.6/119.24 元
总股本/流通 A 股（万股）	12,005/12,005
A 股市值（百万元）	50,119
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 05 月 13 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.93	29.31	5.43	229.95
相对表现%	-7.93	24.99	6.63	224.99
沪深 300%	2	4.32	-1.2	4.96



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

营收高增长，6 nm 新品将量产	2024-04-25
------------------	------------

盈利预测及投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 6.97、10.40、15.23 元，（原 25-26 年预测为 3.38、4.83 元，主要调整了营业收入和费用率），根据可比公司 26 年平均 43 倍 PE 估值水平，对应目标价 447.20 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/5/9	每股净资产（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
乐鑫科技	688018	198.50	3.02	4.20	5.69	7.50	65.64	47.24	34.88	26.47
瑞芯微	603893	166.04	1.42	2.08	2.75	3.83	116.93	79.81	60.40	43.33
晶晨股份	688099	70.20	1.96	2.58	3.38	4.26	35.87	27.16	20.79	16.48
圣邦股份	300661	97.23	1.06	1.39	1.96	2.44	92.08	69.92	49.52	39.89
艾为电子	688798	69.47	1.10	1.72	2.47	3.20	63.41	40.43	28.12	21.68
纳芯微	688052	185.26	-2.83	-0.16	1.22	2.62	-65.54	-1170.31	151.42	70.66
	最大值						116.93	79.81	151.42	70.66
	最小值						-65.54	-1170.31	20.79	16.48
	平均数						51.40	-150.96	57.52	36.42
	调整后平均						64.25	46.19	43.23	32.84

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

可穿戴设备需求不及预期，客户验证进展不及预期，公司研发效果不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,545	3,816	5,183	6,044	6,979	营业收入	2,176	3,263	4,712	6,044	7,755
应收票据、账款及款项融资	402	375	848	1,088	1,396	营业成本	1,432	2,130	2,951	3,674	4,658
预付账款	1	3	5	6	8	销售费用	17	33	45	57	71
存货	658	724	1,181	1,470	1,397	管理费用	106	113	138	171	212
其他	2,347	1,399	1,404	1,408	1,414	研发费用	550	617	800	916	1,021
流动资产合计	5,953	6,317	8,620	10,016	11,194	财务费用	(45)	(76)	(37)	(11)	(41)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	80	33	30	30	30
固定资产	78	145	237	265	236	公允价值变动收益	(2)	(3)	0	0	0
在建工程	46	136	118	109	105	投资净收益	74	56	60	60	60
无形资产	142	121	91	60	30	其他	19	(3)	(4)	(10)	(19)
其他	332	335	32	32	32	营业利润	127	461	840	1,257	1,845
非流动资产合计	598	737	478	467	403	营业外收入	1	0	0	0	0
资产总计	6,551	7,055	9,098	10,483	11,598	营业外支出	3	(0)	0	0	0
短期借款	0	20	1,063	1,090	228	利润总额	124	462	841	1,257	1,846
应付票据及应付账款	287	297	412	513	650	所得税	1	1	4	9	17
其他	157	216	225	234	245	净利润	124	460	837	1,248	1,829
流动负债合计	444	533	1,700	1,837	1,123	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	124	460	837	1,248	1,829
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.03	3.84	6.97	10.40	15.23
其他	11	17	15	15	15	主要财务比率					
非流动负债合计	11	17	15	15	15		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	454	550	1,716	1,853	1,138	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	47%	50%	44%	28%	28%
实收资本（或股本）	120	120	120	120	120	营业利润	2%	264%	82%	50%	47%
资本公积	5,156	5,212	5,256	5,256	5,256	归属于母公司净利润	1%	272%	82%	49%	47%
留存收益	819	1,170	2,006	3,254	5,083	获利能力					
其他	2	3	0	0	0	毛利率	34.2%	34.7%	37.4%	39.2%	39.9%
股东权益合计	6,097	6,505	7,382	8,630	10,459	净利率	5.7%	14.1%	17.8%	20.6%	23.6%
负债和股东权益总计	6,551	7,055	9,098	10,483	11,598	ROE	2.1%	7.3%	12.0%	15.6%	19.2%
现金流量表						ROIC	1.3%	6.1%	10.7%	13.6%	17.5%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	124	460	837	1,248	1,829	资产负债率	6.9%	7.8%	18.9%	17.7%	9.8%
折旧摊销	93	98	116	161	213	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(45)	(76)	(37)	(11)	(41)	流动比率	13.42	11.84	5.07	5.45	9.97
投资损失	(74)	(56)	(60)	(60)	(60)	速动比率	11.72	10.49	4.38	4.65	8.72
营运资金变动	260	104	(812)	(425)	(95)	营运能力					
其它	112	49	290	0	0	应收账款周转率	6.5	8.4	7.7	6.2	6.2
经营活动现金流	470	580	333	913	1,846	存货周转率	1.6	2.9	3.1	2.8	3.2
资本支出	(104)	(161)	(150)	(150)	(150)	总资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	455	955	60	60	60	每股收益	1.03	3.84	6.97	10.40	15.23
投资活动现金流	351	794	(90)	(90)	(90)	每股经营现金流	3.91	4.83	2.77	7.60	15.38
债权融资	(5)	6	0	0	0	每股净资产	50.79	54.18	61.50	71.89	87.13
股权融资	10	56	44	0	0	估值比率					
其他	(148)	(172)	1,080	39	(821)	市盈率	405.4	108.8	59.9	40.2	27.4
筹资活动现金流	(143)	(110)	1,124	39	(821)	市净率	8.2	7.7	6.8	5.8	4.8
汇率变动影响	13	17	0	0	0	EV/EBITDA	257.1	93.2	49.0	32.0	22.3
现金净增加额	690	1,281	1,367	861	935	EV/EBIT	549.3	117.0	56.0	36.2	25.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。