

恒玄科技（688608）

平台型 SoC 芯片龙头，AI 眼镜再探可穿戴市场新机遇

买入（首次）

2025 年 05 月 24 日

证券分析师 陈海进

执业证书：S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

研究助理 李雅文

执业证书：S0600125020002

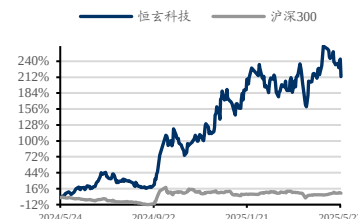
liyw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,176	3,263	4,840	6,472	7,980
同比（%）	46.57	49.94	48.33	33.71	23.31
归母净利润（百万元）	123.63	460.47	926.43	1,315.28	1,738.94
同比（%）	0.99	272.47	101.19	41.97	32.21
EPS-最新摊薄（元/股）	1.03	3.84	7.72	10.96	14.49
P/E（现价&最新摊薄）	368.03	98.81	49.11	34.59	26.16

投资要点

- **把握 AIoT 浪潮，恒玄科技引领智能音视频 SoC 芯片创新。**恒玄科技专注于低功耗无线智能主控平台的研发与销售，产品覆盖 TWS 耳机、智能手表、智能家居等 AIoT 核心终端，客户涵盖小米、OPPO、华为、三星等全球主流品牌。公司产品矩阵持续升级，BES2800 系列实现 6nm FinFET 工艺量产，推动智能终端高性能、低功耗协同发展。2024 年公司营收与净利润双创历史新高，显现强劲成长动能。
- **TWS 智能化趋势驱动换机潮，公司有望分层挑战高通生态壁垒。**随着 AI 耳机功能不断拓展，TWS 市场迎来智能化升级新周期。公司通过 BES2800 等旗舰芯片布局智能音频赛道，支持通话降噪、空间音效、智能语音助手等核心功能，在安卓品牌中渗透率持续提升。凭借对中高端市场的深入覆盖与产品性能优势，公司在多个价位段形成对高通的有效替代。同时，通过制程升级与产品线多元布局，有望持续巩固 TWS 主控 SoC 龙头地位。
- **手表手环打开第二增长曲线，公司份额快速提升。**公司积极拓展手表手环市场，2024 年该业务营收同比增长 116%，出货量超 4000 万颗，成为营收增长新引擎。BES2800 芯片已导入 OPPO Watch X2 等旗舰产品，凭借多核低功耗 CPU/GPU 与集成 Wi-Fi、蓝牙等通信模块，赋能智能手表向高阶功能升级，持续强化公司在可穿戴市场的产品壁垒与客户粘性。
- **AI 眼镜开启“低功耗+本地算力”竞争新赛道。**面对 AI 眼镜对功耗与算力的双重挑战，公司自研 SoC 芯片集成低功耗显示、图像传感与多协议通信技术，并配合 LPDDR、MIPI PHY 等高速接口，有效支持 AI 算力本地部署。BES2700 已导入 AI 眼镜客户项目，结合公司在小米、OPPO 等客户体系中的既有基础，预计未来有望实现穿戴设备芯片平台化突破。
- **盈利预测与投资评级：**公司整体产品结构向高毛利智能蓝牙音频芯片转移，不断开拓手表手环、眼镜等市场。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 48.40/64.72/79.80 亿元，归母净利润分别为 9.3/13.2/17.4 亿元，对应当前 P/E 为 49/35/26 倍。对比可比公司 2025-2027 年平均 P/E 为 55/40/31 倍，公司估值略低于行业均值。考虑到公司在技术积累、客户资源及产品落地方面具备显著优势，叠加智能穿戴新兴终端放量带来的业绩弹性，当前估值具备一定安全边际，未来有望享受估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境风险，行业竞争和需求风险，产品终端应用形态相对单一的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	379.00
一年最低/最高价	119.68/449.60
市净率(倍)	6.79
流通 A 股市值(百万元)	45,497.27
总市值(百万元)	45,497.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	55.86
资产负债率(%，LF)	6.41
总股本(百万股)	120.05
流通 A 股(百万股)	120.05

相关研究

《恒玄科技(688608)：2021 年第三季度报告点评：产品快速迭代，持续开拓 AIoT 成长空间》

2021-10-31

《恒玄科技(688608)：2021 年半年报点评：业绩高增长，持续开拓 AIoT 成长空间》

2021-09-01

内容目录

1. 公司介绍	4
1.1. 股权结构：股权结构相对集中，管理层研发背景深厚	5
1.2. 财务分析：25Q1 业绩高增，公司增长引擎强劲	5
2. TWS：产品及客户基本盘稳固，市场份额有望持续提升	8
2.1. AI 端侧兴起，TWS 耳机行业迎来新的增长点	8
2.2. 从 24 年耳机新产品看竞争格局	10
3. 手表手环：穿戴设备新增量，2024 年快速成长	13
3.1. 可穿戴腕带设备市场持续增长，中国市场表现突出	13
3.2. 加速迈进智能手表领域，巩固优势地位	13
3.3. 智能手表芯片升级的几个主要趋势	14
4. AI 眼镜：SoC 兵家必争之地，看好公司优势卡位	17
4.1. 行业趋势	17
4.2. 为什么“低功耗”是 AI 眼镜当下核心痛点？	18
4.3. 客户优势已然体现，小米 AI 眼镜或搭载高通 AR1+恒玄 BES2700	20
5. 盈利预测与投资建议	21
5.1. 盈利预测	21
5.2. 投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司产品结构.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2025/3/31)	5
图 3: 公司营业收入及增速.....	6
图 4: 公司归母净利润及增速.....	6
图 5: 公司营收拆分 (亿元)	6
图 6: 公司分业务毛利率.....	6
图 7: 公司三费 (亿元, 左轴) 及费用率 (右轴)	7
图 8: 可比公司研发费用 (亿元) 及费用率 (右轴)	7
图 9: 公司存货 (左轴, 亿元) 及周转天数 (右轴, 天)	7
图 10: 2024 年代表性 AI+耳机产品梳理	8
图 11: AI 耳机与传统耳机的性能差异	9
图 12: 配备红外摄像头的 AirPods 效果图	9
图 13: AirPods Max 摄像头示意图	9
图 14: TWS 全行业出货量	10
图 15: 三星、小米、华为 TWS 出货量 (百万)	10
图 16: 2024 全球 TWS 品牌市占率 & 出货量增速	10
图 17: 2024 中国大陆 TWS 品牌市占率 & 出货量增速	10
图 18: 主控芯片厂商应用占比 (2024/6)	11
图 19: 2024 年新发布安卓系 TWS 耳机价格&性能	11
图 20: 恒玄与高通芯片的对比 (以 24 年新产品为例)	12
图 21: 2024 全球可穿戴腕带设备市场出货量 & 增长率	13
图 22: 全球智能手表历史出货量	13
图 23: 公司智能手表发展历程	14
图 24: 2024 年主流安卓品牌智能手表手环的芯片架构	15
图 25: 手表手环 ARM CPU 架构方案	15
图 26: 2024 年具备 eSIM 功能的智能手表手环	16
图 27: 2024 年主流 AI 眼镜参数梳理	18
图 28: 部分 AI 眼镜续航与光学能力统计	19
图 29: 传统 ISP 与 AI ISP 对比	19
图 30: 小米 AI 智能眼镜逻辑框图预测	20
图 31: 小米 AI 智能眼镜拆解示意图预测	20
图 32: 恒玄科技盈利预测	21
图 33: 可比公司估值表	22

1. 公司介绍

恒玄科技成立于 2015 年，在无线超低功耗计算 SoC 领域处于领先地位。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，公司芯片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。2018 年公司推出第一款智能蓝牙音频芯片 BES2300 系列，2020 年公司基于 RTOS 系统的智能音箱芯片出货，并首发阿里天猫精灵。2021 年公司推出第一代运动手表芯片 BES2500 系列，2022-2024 年公司陆续推出旗舰可穿戴主控芯片 BES2700 系列、BES2800 系列，2024 年采用 6nm FinFET 工艺的 BES2800 在客户旗舰耳机项目中已经实现量产落地。公司产品已经进入三星、OPPO、小米、荣耀、华为、vivo 等全球主流安卓手机品牌，同时也进入包括安克创新、哈曼、漫步者等专业音频厂商，以及海尔、海信、格力等家电厂商，并在阿里、百度、谷歌等互联网公司的智能音频产品中得到应用。

图1：公司产品结构



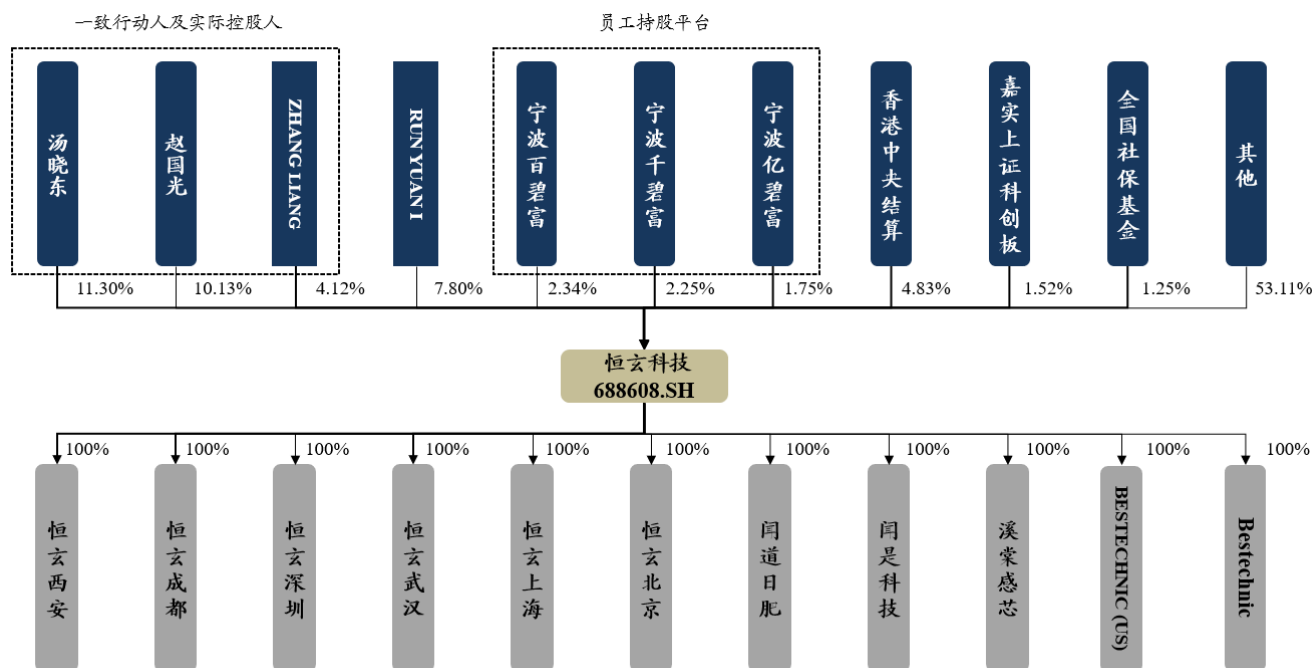
数据来源：公司招股书，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.1. 股权结构：股权结构相对集中，管理层研发背景深厚

股权结构相对集中，股权激励稳固核心技术团队。截至 2025 年 3 月 31 日，公司董事长 Liang Zhang、副董事长赵国光、董事汤晓东已签署一致行动书，分别持有 4.12%、10.13%、11.30% 的公司股份，为公司实际控制人，合计直接持有公司股份 25.55%。其中，宁波百碧富、宁波千碧富、宁波亿碧富均为员工持股平台；公司股权激励主要面向核心技术人员、核心骨干人员及业务骨干人员，有效稳固核心技术团队，同时增强对新人才的引进，以保证公司新产品的持续研发能力。

管理层研发背景深厚。公司董事长 Liang Zhang 先生历任 Rockwell Semiconductor Systems 工程师、Marvell Technology Group Ltd. 工程师、Analogix Semiconductor, Inc. 设计经理、锐迪科微电子工程副总裁；副董事长赵国光先生历任 RFIC Inc. 工程师、锐迪科微电子设计经理、运营总监、运营副总裁，拥有丰富从业经验。公司管理层具备锐迪科、中芯国际、美光等产业背景，为公司快速发展打下坚实的基础。

图2：公司股权结构（截至 2025/3/31）



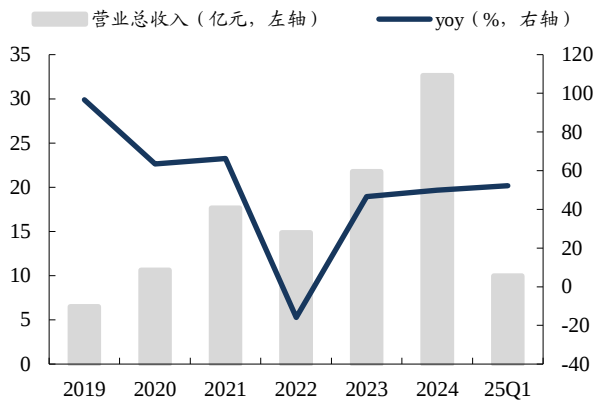
数据来源：公司公告，iFinD，东吴证券研究所

1.2. 财务分析：25Q1 业绩高增，公司增长引擎强劲

24 全年、25Q1 业绩创历史新高。回顾公司近年发展情况，2022 年受宏观经济增速放缓、国际地缘政治冲突及行业周期等多方面因素的影响，消费电子需求持续疲软，致使公司营收首次出现下滑。2023 年以来，受益于全球经济复苏，消费市场逐步回暖，公司下游客户对芯片需求量增加，业绩逐步提升。凭借在智能可穿戴与智能家居市场的持

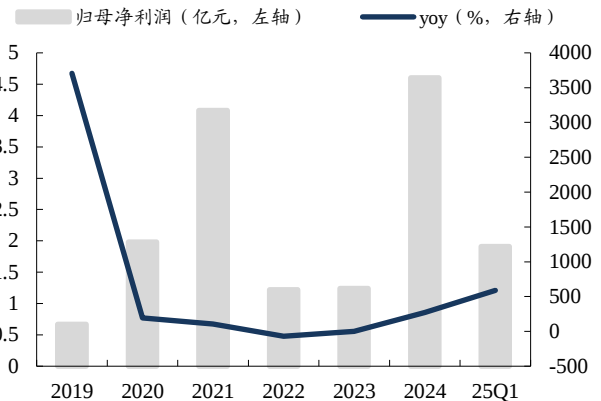
续深耕,公司不断开拓新客户和新应用,2024 年实现营业收入 32.63 亿元,yoy+49.94%,归母净利润 4.60 亿元,yoy+272.47%,营收和利润均创成立以来的历史新高。同时在 25Q1 延续增长态势。

图3: 公司营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

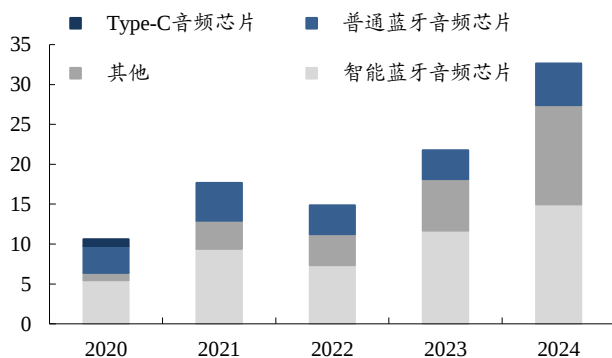
图4: 公司归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

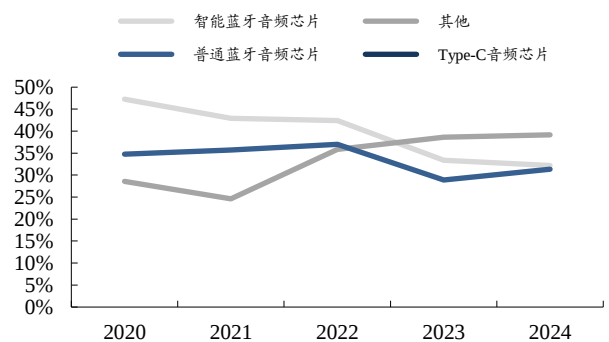
营收结构多元化,手表手环开拓第二增长曲线。公司音频芯片主要包含智能蓝牙音频芯片、普通蓝牙音频芯片。“其他”产品分类中,主要包含智能手表芯片、智能家居芯片和 Type-C 音频芯片等。自 2020 年起,公司智能家居、智能手表芯片等非音频类芯片占比快速提升。2024 年公司智能手表/手环芯片不断导入新客户,实现营收 10.45 亿元,同比增长 116%,合计出货量超 4000 万颗,成为公司营收增长的最大动力。公司销售毛利率企稳恢复,2024 全年综合毛利率 34.71%,普通蓝牙音频芯片毛利率大幅修复。

图5: 公司营收拆分 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

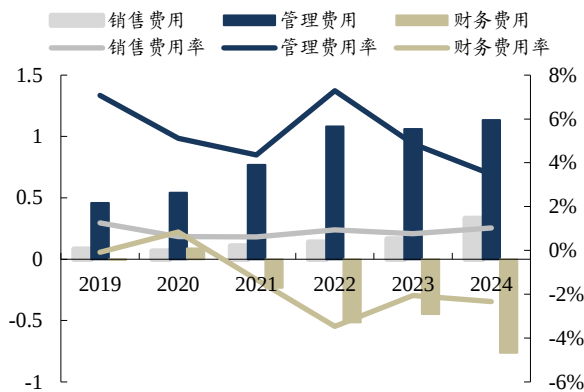
图6: 公司分业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

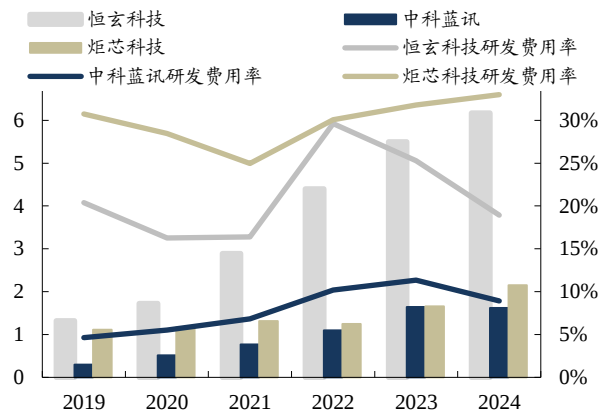
公司研发投入逐年增加,费用管控得当。公司 2024 年全年研发费用 6.17 亿元,较上年同期增加 0.67 亿元,同比增加 12.27%。同时由于全年营业收入大幅增长,带来规模效应,期间费用率有所降低,公司盈利能力不断提升。

图7: 公司三费(亿元, 左轴)及费用率(右轴)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

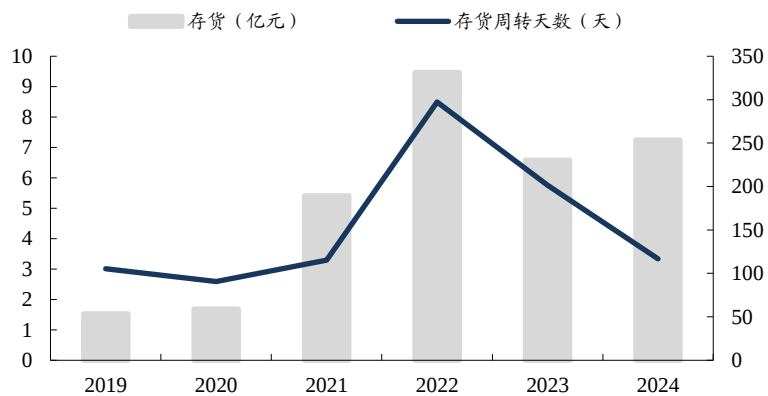
图8: 可比公司研发费用(亿元)及费用率(右轴)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

行业终端去库存接近尾声, 公司库存预计逐步回到健康水位。2022 年受全球通胀影响, 消费者、品牌业者下单可穿戴设备的意愿降低, 公司存货达 9.5 亿元。近年公司推进去库存化效果显著。2023 年以来, 市场迎来消费电子旺季, 公司库存快速回归健康水位。2024 年公司普通蓝牙产销率 100.43%, 智能蓝牙产销率 101.60%, 其他类产品产销率 95.29%, 相比去年的小幅库存增量主要来自其他类产品, 即智能手表芯片、智能家居芯片等。2024 年公司存货周转天数大幅下降, 反映公司有效拓宽销售渠道、存货变现速度加快。

图9: 公司存货(左轴, 亿元)及周转天数(右轴, 天)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. TWS：产品及客户基本盘稳固，市场份额有望持续提升

2.1. AI 端侧兴起，TWS 耳机行业迎来新的增长点

驱动#1：AI 赋能端侧设备，耳机进入智能新时代。2024 年，多款 AI 耳机陆续上市，我们梳理了 TWS 头部厂商以及一些代表性 AI 耳机产品，发现 AI 耳机不仅在连接稳定性、延迟等关键技术问题上有所提升，还能够集成实时翻译、智能降噪、通话录音等功能，提高了用户在各场景的使用体验和工作效率。值得注意的是，相较于上述基础性功能，AI 大模型的接入更是进一步探索了 TWS 耳机的新增长点，例如字节跳动、FIIL 的两款 AI 耳机均支持接入豆包大模型，提供更加丰富的智能助理服务，如信息查询、个性化推荐等。

图10：2024 年代表性 AI+耳机产品梳理

公司	AI耳机产品	功能	大模型	图示	售价	进展
字节跳动	Ola Friend	搭载恒玄科技BES2700系列，接入豆包大模型，提供信息查询、旅游出行、英语学习及情感交流等场景的帮助。	豆包大模型		¥ 1199	24-10月正式发售
三星	Galaxy Buds3 Pro	搭载恒玄科技BES2800芯片，借助Galaxy AI技术，支持自适应噪音控制、警报检测和语音检测等进阶功能，快速识别并阻断不必要的噪音，根据不同场景的降噪需求进行针对性优化。	-		¥ 1449	24-07月正式发售
小米	Xiaomi Buds 5	搭载高通QCC3081芯片，支持实时听感优化、AI通话降噪、耳机录音转文字等功能	-		¥ 699	24-07月发布
FIIL	GS Links	搭载中科蓝讯龙三代BT895x平台，市场上第二款支持豆包大模型AI的耳机产品。	豆包大模型		¥ 499	24-11月上市预售
华为	FreeBuds Pro 4	搭载华为海思麒麟A2芯片，支持通话降噪、遗忘提醒、楼层定位、听力保护等功能；接入小艺智能体，支持面对面翻译同声传译、追踪头部动作接听电话	盘古大模型5.0		¥ 1499	24-11月发布
科大讯飞	iFLYBUDS Pro2	支持AI会议助理，能够进行32国语言的同传翻译。支持VIAIM AI进化大模型，智能分析提取关键信息，一键生成会议摘要和待办事项。	VIAIM AI		¥ 1399	24-05月正式发售
苹果	项目代号为 B798	苹果正研究如何在 AirPods 耳机上配备摄像头及更先进的人工智能和健康传感器。该产品的理念是以“低摩擦”的方式为用户提供AI体验和健康管理功能，通过多模态语音、图像人工智能系统无缝为用户日常生活提供辅助。	-		-	预计将与 Vision Pro 等头显一起使用

数据来源：恒玄科技，中科蓝讯，字节跳动，科大讯飞，三星，华为，小米，FIIL，beebom，雷科技，量子位，IT之家，纽迪瑞 NDT，The Information，我爱音频网，东吴证券研究所

AI 耳机不断开拓新场景应用，全方位提高用户生产力。与传统耳机相比，AI 耳机最本质的区别在于功能和使用场景上的扩展，使它从单纯的音频输出设备，转变为提升用户生产力的工具，推动市场向更细分化和多元化的方向发展。

图11: AI 耳机与传统耳机的性能差异

AI耳机关键功能	
智能功能	通常具备智能降噪、实时翻译、语音助手等高级功能，这些功能能够显著提高用户在工作 and 日常生活中的效率。
交互体验	能够提供更加自然和直观的交互方式，如通过语音命令控制播放、接听电话或获取信息，而传统耳机通常需要手动操作或依赖手机等设备进行控制。
个性化体验	可以根据用户的偏好和使用习惯进行个性化调整，提供定制化的音频体验而传统耳机往往缺乏这种灵活性。
生产力提升	可以集成各种生产力工具，如会议记录、日程管理、快速笔记等，帮助用户更高效地完成工作任务。
健康监测	部分集成了健康监测功能，如心率监测和压力追踪，为用户提供健康相关的数据和建议。

数据来源：与非网 eefocus，东吴证券研究所

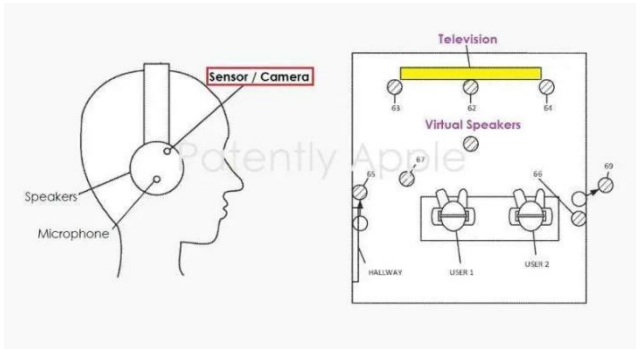
苹果研发新款 AirPods，配备红外摄像头。根据 IT 之家，苹果公司计划在 2026 年为 AirPods 耳机添加红外摄像头模组；不同于手机中常见的“红外夜视”摄像头，该模组主要用于提供环境深度信息，而非高清拍照。新的 AirPods 预计将与 Vision Pro 等头显一起使用，以增强空间音频的用户体验并加强苹果的“空间计算生态系统”。例如，当用户戴着这款新 AirPods 使用 Vision Pro 观看视频时，如果用户转过头朝特定方向看，耳机能够凭借红外摄像头模组更好地检测用户头部的角度/加速度，从而调整声源，让用户感受到更加身临其境的效果。

图12: 配备红外摄像头的 AirPods 效果图



数据来源：爱范儿，东吴证券研究所

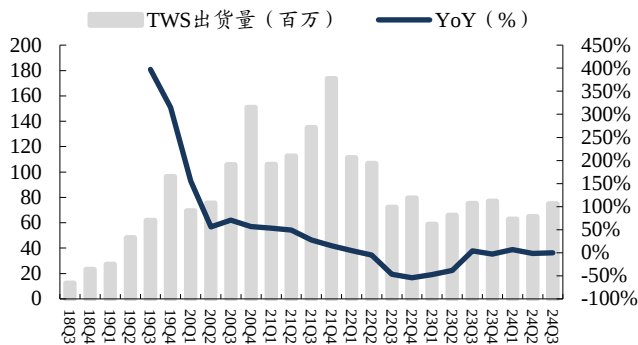
图13: AirPods Max 摄像头示意图



数据来源：爱范儿，东吴证券研究所

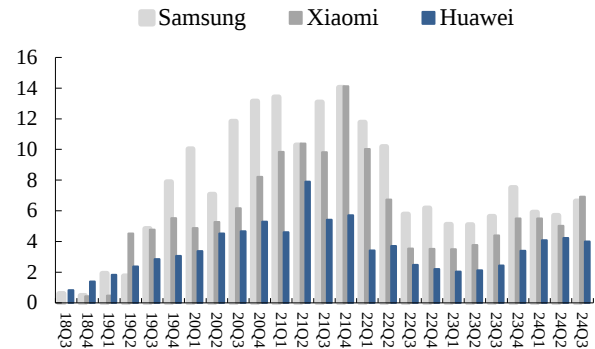
驱动#2: AI 加速耳机换机周期，TWS 耳机迎来新增长点。2016 年 9 月，苹果发布了第一代 AirPods，成为 TWS 耳机引领者，随后安卓、专业音频厂商等快速跟进，共同推动了 TWS 耳机市场在 2017-2020 年实现了快速发展和渗透。根据 IDC 数据，TWS 耳机在 2021 年的出货量达 5.3 亿台，是近年巅峰；然而，22H2~23H1，消费电子进入下行周期，叠加 TWS 耳机市场趋于饱和，全行业出货量在 23Q1 跌至相对低点。从 23Q2 开始，TWS 耳机迎来新的增长点，我们认为，主要原因可能是：用户换机周期节点到达，AI+耳机新功能提升用户换机需求，“第二耳机（骨传导、开放式耳机）”的需求，以及新兴市场的兴起。

图14: TWS 全行业出货量



数据来源: IDC, Bloomberg, 东吴证券研究所

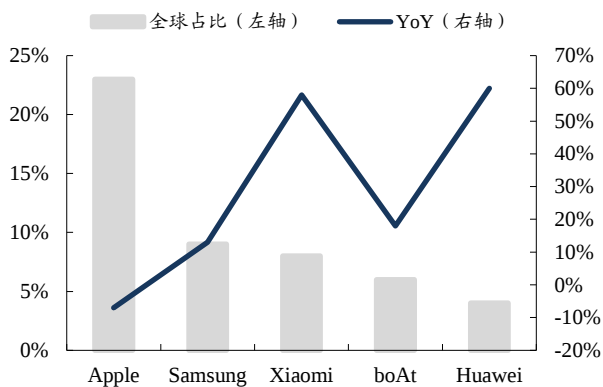
图15: 三星、小米、华为 TWS 出货量 (百万)



数据来源: IDC, Bloomberg, 东吴证券研究所

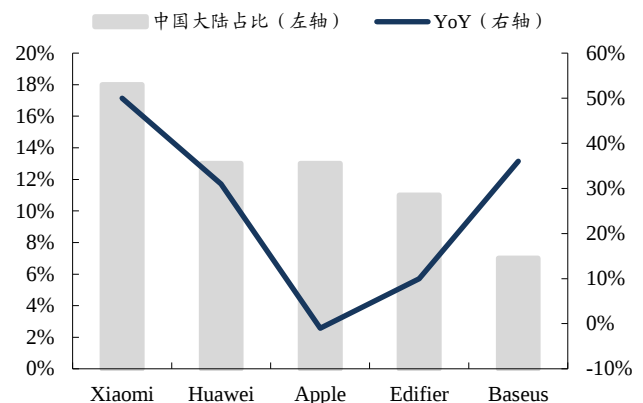
2024 年苹果 AirPods 系列市占率持续下滑, 安卓品牌市场份额提升。根据 Canalys, 2024 年全球市场中, 苹果的份额虽然仍呈下降趋势, 但仍以 21% 的份额稳居第一。三星、小米分列第二、第三, 小米市场份额同比增幅达到 45%。而在中国内地市场, 国产品牌小米、华为出货量有 18%、13% 的显著增长, 苹果出货量同比小幅下跌。

图16: 2024 全球 TWS 品牌市占率 & 出货量增速



数据来源: Canalys, 东吴证券研究所

图17: 2024 中国大陆 TWS 品牌市占率 & 出货量增速

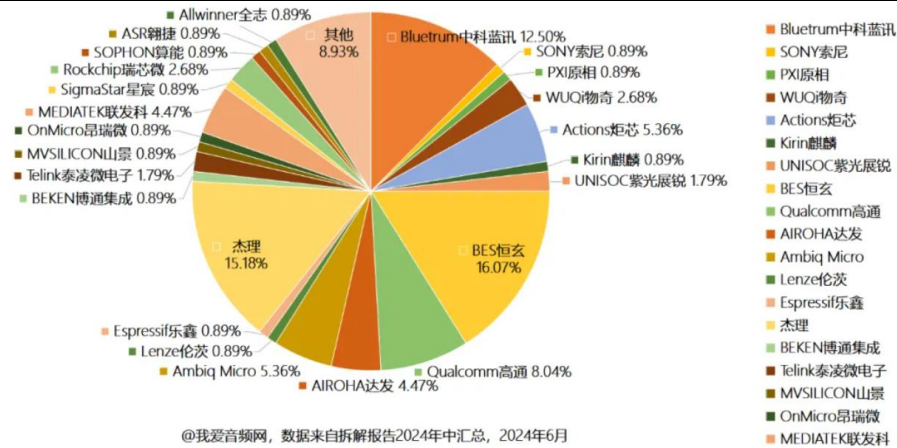


数据来源: Canalys, 东吴证券研究所

2.2. 从 24 年耳机新产品看竞争格局

深耕安卓系品牌市场, 稳固 TWS 耳机主控 SoC 龙头地位。公司产品线布局广泛, 形成了以 BES2800、BES2700、BES2600、BES2500、BES2300 在内的全系列搭配的高中低端产品线。我爱音频网 2024 年上半年拆解的 112 款产品 (31.25% 是 TWS) 中, 恒玄科技的主控芯片占到 16.07%, 位列首位。我们认为, 公司有望实现与安卓系品牌 TWS 耳机的深度合作, 持续维持 TWS 耳机主控 SoC 的龙头地位。

图18：主控芯片厂商应用占比（2024/6）



数据来源：我爱音频网，东吴证券研究所

恒玄蓝牙音频 SoC 产品实现 129 到 1499 全价位覆盖。恒玄芯片支持的音频解码器较为丰富，在通话降噪和主动降噪方面表现较好，且部分产品还支持空间音效和音质认证（如 Hi-Fi、Hi-Res），音质表现较为出色。高通覆盖价格从 399 元到 2299 元。第二代高通 S5 和 S3 音频平台扩展了 Snapdragon Sound 骁龙畅听技术，使得 TWS 产品能够兼顾音质与功耗表现。与中科蓝讯对比，恒玄在中低价格段仍有竞争优势。将售价 129 的荣耀 LCHSE X7i（搭载恒玄 BES2600IHC3-4X）与价格相近的飞利浦 TAT1209（搭载中科蓝讯 AB5636A）进行性能对比，荣耀 LCHSE X7i 额外支持主动降噪、空间音效，并拥有两倍总续航时间。

图19：2024 年新发布安卓系 TWS 耳机价格&性能

基本指标					音质指标					续航指标			
芯片厂商	芯片型号	品牌	产品	价格（元）	通话降噪	主动降噪	音质认证	空间音效	音频解码器	正常听音乐	降噪听音乐	正常通话	降噪通话
恒玄科技	BES2800系列	三星	Galaxy Buds3 Pro	1499	✓	✓	Hi-Fi	✓	AAC,SBC,SSC,SSC-UHQ	7&30	6&26	5&22	4.5&20
			Galaxy Buds3	999	✓	✓	Hi-Fi	✓	AAC,SBC,SSC,SSC-UHQ	6&30	5&24	4&20	3.5&18
	BES2700ZP	OPPO	OPPO Enco X3	999	✓	✓	Hi-Res	✓	双DAC, LHDC	10&43	6&25	-	-
		华为	FreeBuds 6i	599	✓	✓	Hi-Res	-	SB,AAC,L2HC 2.0,LDAC	8&35	5&20	-	-
	BES2700IHC	OPPO	OPPO Enco Air4 Pro	299	✓	✓	Hi-Res	✓	AAC,SBC,LHDC5.0	12&44	5.5&20	-	-
		小米	Redmi Buds 6	199	✓	✓	-	✓	AAC,SBC	10&42	-	-	-
高通	BES2600IHC-4X	荣耀	亲选 TiinLab 开放式耳机	549	✓	-	-	-	AAC,SBC	10&40	-	-	-
	BES2600IHC3-4X	荣耀	荣耀 LCHSE X7i	129	✓	✓	-	✓	-	8&40	-	-	-
	第二代S5平台	Bose	QuietComfort Ultra消噪耳塞	2299	✓	✓	-	-	-	6&24	-	-	-
	QCC5181	森海塞尔	MOMENTUM 4	1699	✓	✓	-	-	SBC, AAC, aptX, aptX™ Adaptive/Lossless, LC3	7.5&30	-	-	-
	QCC3081	小米	Xiaomi Buds 5	699	✓	✓	Hi-Res	✓	-	6.5&39	3.5&20	-	-
	第三代S3平台	vivo	vivo TWS 4 Hi-Fi版	499	✓	✓	Hi-Res	✓	LDAC, aptX Lossless	11&45	6&26	-	-
华为海思	麒麟A2	华为	FreeBuds Pro 4	1499	✓	✓	Hi-Res	✓	LDAC,aptXAdaptive,AAC,SBC,LC3	11&45	6&26	-	-
	BT8932H	Realme	realme Buds T310	199	✓	✓	-	✓	SBC, AAC, L2HC 4.0, LDAC	7&33	5&23	5&22	3.5&18
	BT8932D		Eli 1i Fit	219	✓	-	-	✓	AAC, SBC	9&40	-	-	-
	BT8932H		M2s Ultra 带屏	399	-	✓	Hi-Res	✓	LHDC	7&-	-	-	-
	BT8932H		AirNora 3	349	-	✓	-	✓	-	6.5&33	-	-	-
	BT8952F		Bowie W04 Plus	188	✓	✓	-	✓	AAC, SBC	7&30	-	-	-
中科蓝讯	BT8932H	FIIL	M2s Pro	289	-	✓	Hi-Res	✓	AAC, SBC, LHDC	7&35	-	-	-
	BT895X		GS Links	599	✓	✓	Hi-Res	-	AAC, SBC, LDAC	7&22	-	-	-
	AB5636A		TAT1209	109	✓	-	-	-	-	6&18	-	-	-
	AB5636C2	飞利浦	thinkplus LP48	69	-	-	-	-	-	5&-	-	-	-
		联想	thinkplus LP48	69	-	-	-	-	-	5&-	-	-	-
		联想	thinkplus LP48	69	-	-	-	-	-	5&-	-	-	-

数据来源：IT 之家，我爱音频网，JD 商城，各公司官网，公司公告，东吴证券研究所

注：续航指标为耳机单次续航时间&搭配充电盒续航时间（小时）；“-”表示暂未找到相关信息

公司进行有效产品线布局，有望分层挑战高通生态壁垒。高通近年接连发布 S7/S7

pro、第三代 S5、S3 等音频平台，面向不同群体构建生态壁垒。而公司 BES2800 系列、BES2700ZP 等型号均已实现量产出货。另一方面，公司通过提升制程工艺来解决高性能和低功耗的矛盾需求，从而满足智能终端产品的升级以及智能语音技术普遍应用的需要。我们认为公司能够将现有的市场地位和核心技术转化为更多的市场份额。

图20：恒玄与高通芯片的对比（以 24 年新产品为例）

厂商	型号	工艺制程	规格	量产/发布时间	产品定位
恒玄科技	BES2800系列	6nm	双核 Arm Cortex-M55 双核 BECO NPU 多核CPU 多核GPU	24Q2量产	中高端
	BES2700ZP	12nm	Arm Cortex-M55 HiFi 4 DSP STAR-MC1 BECO NPU	23H1量产	中高端
	BES2700IHC	12nm	双核 STAR-MC1 双核 BECO NPU	23H1量产	中高端
	BES2600IHC	22nm	双核 ARM STAR-MC1 双核Arm MCU	22年量产	中低端
高通	S7/S7 Pro平台	-	DSP: 2x 500 MHz + 1x 250 MHz AI:Qualcomm eNPU 64 GOPS RAM: 10.6 MB	23年10月发布	超高端
	第三代S5平台	-	DSP: 1x 350 MHz and 1x 150 MHz AI: Qualcomm eNPU 38 GOPS RAM: 6 MB	24年3月发布	高端
	第三代S3平台 (QCC3091)	-	DSP:2 x 240 MHz CPU: 80 MHz Bluetooth® 5.4	24年3月发布	中端

数据来源：各公司官网，公司公告，我爱音频网，东吴证券研究所

3. 手表手环：穿戴设备新增量，2024 年快速增长

3.1. 可穿戴腕带设备市场持续增长，中国市场表现突出

据 Canalys 最新数据，2024 年，全球可穿戴腕带设备市场实现稳步增长，出货量达 1.93 亿部，同比增长 4%。这是继 2022 年市场调整后，连续两年实现增长。中国及新兴市场的强劲需求成为主要增长动力，弥补了美国、印度等成熟市场的下滑。基础手表和基础手环推动了入门级用户的增长，而苹果、小米、华为等头部品牌竞争加剧，市场格局进一步演变。2024 年，中国依然是全球最大的可穿戴腕带设备市场。其中，智能手表是厂商实现高端化的核心，根据 IDC 的报告数据，智能手表市场 2024 年全球出货量 1.5 亿台，同比下降 4.5%；而国内智能手表市场出货量 4,317 万台，同比增长 18.8%，逆势增长展现国内市场的强大消费潜力。

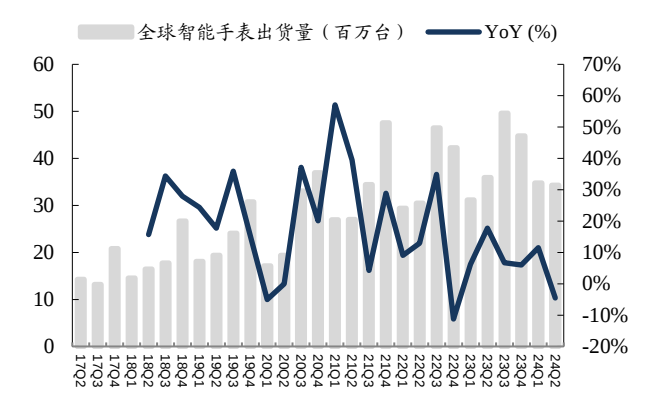
图21：2024 全球可穿戴腕带设备市场出货量 & 增长率

2024 年全球可穿戴腕带设备市场出货量和增长率					
厂商	2024 年 出货量 (百万台)	2024 年 市场份额	2023 年 出货量 (百万台)	2023 年 市场份额	年增 长率
苹果	34.5	17.9%	35.5	19.2%	-3.0%
小米	29.3	15.2%	20.6	11.1%	42.2%
华为	26.5	13.7%	17.2	9.3%	54.2%
三星	15.6	8.1%	11.8	6.3%	34.9%
Noise	8.8	4.5%	11.8	6.4%	-25.9%
其他	78.4	40.6%	88.8	47.8%	-11.7%
合计	193.0	100.0%	185.4	100.0%	4.1%

注：由于四舍五入，百分比可能无法达到 100%
来源：Canalys 可穿戴腕带设备分析统计数据 (出货量)，2025 年 2 月

数据来源：Canalys，东吴证券研究所

图22：全球智能手表历史出货量



数据来源：IDC，bloomberg，东吴证券研究所

3.2. 加速迈进智能手表领域，巩固优势地位

公司加速导入智能手表项目，新一代 BES2800 芯片扬帆起航。公司以基本款运动智能手表芯片打入市场。2021 年，公司第一代智能手表芯片 BES2500BP (22nm)顺利导入客户并量产；2022 年公司推出业内第一颗运动手表单芯片主控 BES2700BP (12nm)；2023 年公司 BES2700iBP 量产上市；2024 年公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 (6nm) 实现量产上市，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，目前已导入 OPPO WatchX2 等智能手表，我们预计 BES2800 芯片在智能手表市场将实现更强增长。

图23：公司智能手表发展历程



数据来源：公司公告，公司微信公众号，东吴证券研究所

3.3. 智能手表芯片升级的几个主要趋势

趋势#1 App 应用处理 从 APP 应用处理的角度来看，市场上的智能手表手环呈现多核化趋势，并普遍注重能效比。2024 年新发布的安卓品牌智能手表主要采用 ARM 架构的 CPU 核，包括 Cortex-A 系列和 Cortex-M 系列等。（1）**Cortex-A 系列**：旨在以最佳功率实现卓越性能，适用于处理复杂的应用任务，例如 Cortex-A75 的每个时钟周期最多并行执行 3 条指令。Cortex-A 系列适合具备丰富交互功能和多媒体处理能力的智能手表，如 OPPO Watch X、小米 Watch S4 Sport 等采用多核 CPU 设计，可满足用户同时运行多个应用的需求。（2）**Cortex-M 系列**：功耗极低，是为低功耗嵌入式应用设计，有助于延长智能手表续航。Cortex-M 系列更适合专注于健康监测、基本通知提醒等简单功能的智能手表产品，例如华为手环 9、荣耀手表 GS 4 采用 Cortex-M 系列内核，可在满足基本 APP 运行需求的同时，延长手表续航时间。

图24： 2024 年主流安卓品牌智能手表手环的芯片架构

品牌	产品	发布时间	售价	SoC芯片			
				厂商	型号	内核架构	内核数
三星	Galaxy Watch FE	2024/6/24	蓝牙/WIFI: 199.99美元 蓝牙/WIFI+4GLTE: 249.99美元	三星	Exynos W920	Cortex-A55	双核
OPPO	OPPO Watch X	2024/3/22	2299元起	高通 恒玄科技	骁龙W5 恒玄2700BP	Cortex-A53 Cortex-M55	四核 单核
小米	Watch S4 Sport	2024/7/19	1999元起	紫光展锐	W517	1*Cortex-A75 3*Cortex-A55	四核
一加	一加Watch 2	2024/6/27	1799元起	高通 恒玄科技	骁龙W5 恒玄2700BP	Cortex-M55	
华为	WATCH FIT 3	2024/5/15	999元起	恒玄科技	恒玄2500Z	M33 Star	双核
荣耀	荣耀手表GS 4	2024/3/18	949元起	Ambiq	Apollo4	Cortex-M4	
iQOO	iQOO WATCH GT	2024/7/11	蓝牙版: 499元 eSIM版: 799元起	恒玄科技	恒玄2700BP	Cortex-M55	
小米	小米手环9 Pro	2024/10/29	399元起	恒玄科技	BES2700iMP	STAR-MC1	双核
华为	华为手环9	2024/4/8	269元起	Ambiq	Apollo3 Blue Plus	Cortex-M4	

数据来源：公司官网，公司公告，我爱音频网，IT之家，JD 商城，东吴证券研究所

产品性能与 CPU 核的选择息息相关。恒玄产品主要采用 M 架构系列，包括 Cortex-M55（BES2800BP 搭载）和 STAR-MC1（BES2700iMP 等搭载）。其中，STAR-MC1 作为“星辰”系列产品的第一款产品，也是安谋中国（ARM 中国）首颗面向中国本土的处理器，支持现有的 Armv8-M 架构的所有特点以及最新的指令扩展。其可实现 4.02Coremark/MHz 的极致能效；内存子系统引入紧耦合内存和缓存技术，确保实时性和执行效率；DSP 指令和协处理器接口，大幅提升算法性能；基于 Arm®TrustZone®的系统级安全方案简化软件设计，并提升安全能力。在 Armv8-M 架构的“星辰”CPU 加持下，恒玄科技芯片在性能和功耗上具备显著优势。

图25： 手表手环 ARM CPU 架构方案

ARM CPU架构	A 系列	M 系列
特征	提供所有架构系列的最高效能 针对执行Rich OS进行优化	专为小型、低功耗、高效节能 设备而设计
最新版本	Armv9-A 和 Armv8-A	Armv8-M
恒玄产品	-	BES2800系列、BES2710系 列、BES2700系列

数据来源：ARM 官网，公司公告，东吴证券研究所

趋势#2 eSIM 通话功能 智能手表在 eSIM 通话功能方面呈现出品牌覆盖广泛、价格分层清晰的趋势。eSIM 是一种符合行业标准的数字 SIM 卡，智能手机或智能设备的制造商会将其直接焊接到所述设备的主板上。eSIM 可以让用户不必使用实体 SIM 卡，就可以激活运营商提供的蜂窝号码，让智能设备具有通话功能和蜂窝网络功能。主流安卓阵营品牌纷纷布局 eSIM 功能，覆盖不同价格段。VIVO 和荣耀瞄准中低端市场，价格为千元之下，其中目前在售的 VIVO WATCH GT 价格低至 799 元，为消费者带来更多选择。OPPO、一加、小米产品聚焦中高端，价格普遍在两万左右，为注重科技体验的用户群体带来更加智能的可穿戴选择。华为和三星定位高端，2024 年发布的两款手表均定价在 4999 元，满足高端用户对于智能手表的需求。

图26： 2024 年具备 eSIM 功能的智能手表手环

品牌	产品	发布时间	售价	eSIM功能
三星	Galaxy Watch Ultra	2024/7/10	4999元	是
华为	WATCH 4 Pro太空探索	2024/4/8	4999元	是
OPPO	OPPO Watch X	2024/3/22	2299元	是
小天才	小天才 Z10	2024/5/17	2299元	-
小米	小米Watch S4 Sport	2024/7/19	1999元	是
一加	一加Watch 2	2024/6/27	1799元	是
荣耀	荣耀手表5	2024/10/30	999元	是
VIVO	vivo WATCH GT	2024/5/30	799元	是
iQOO	iQOO WATCH GT	2024/7/11	799元	是

数据来源： 公司官网，公司公告，我爱音频网，IT 之家，JD 商城，东吴证券研究所

4. AI 眼镜：SoC 兵家必争之地，看好公司优势卡位

4.1. 行业趋势

趋势#1 高通 AR1 旗舰级芯片成为现阶段 AI 眼镜界的“宠儿”。多款 AI 眼镜目前都搭载了高通骁龙 AR1 芯片，包括打响“百镜大战”第一枪的 Rayban Meta、2024 年 11 月发布的 Rokid Glasses，2025 年 1 月发布的雷鸟 X3 以及 2025CES 展上亮相的 Meta Lens View。三星预计于 2025Q3 发布的 AI 眼镜也采用了高通 AR1 芯片方案。该芯片专为下一代 AI 眼镜而设计，以提供更好的拍摄、识别能力，充分调用 AI 能力增强图片、视频的拍摄质量等。其采用 14-bit 双 ISP，支持 1200 万像素照片拍摄以及 600 万像素视频拍摄，具备高速图像信号处理功能。同时还集成了高通第三代 Hexagon NPU，为大模型前段数据处理提供了充裕的算力支持，进一步提高 AI 的响应速度。

趋势#2 与传统眼镜厂商进行不同程度的合作，AI 眼镜轻量化趋势尽显。RayBan Meta 之后，很多智能眼镜厂商都意识到了传统眼镜品牌在眼镜外观和佩戴等方面的优势，以及这些优势对于消费者的吸引力。在 2024 年，Rokid 与时尚眼镜品牌 BOLON 进行了深度合作，由 BOLON 操刀 AI 眼镜的外观设计；LOHO 深度参与了闪极 AI「拍拍镜」的产品设计，还将持续围绕渠道、配镜、售后等方向，为 AI 眼镜搭建线上线下一体化的服务体系；博士眼镜不仅与星纪魅族、李未可、界环等智能眼镜厂家建立合作关系，为其提供镜片验配服务与销售渠道，还与雷鸟创新在 2025 年 1 月共同揭晓了新款 AI 拍摄眼镜雷鸟 V3。对于大部分 AI 眼镜而言，与传统眼镜厂商合作后，具备视力矫正能力不困难，但要做到佩戴舒适轻便无额外负担，核心是零部件的轻量化、小型化。如在结构设计方面采用更高密度的电池、更轻量化的转轴、更小型化的触点。除 INMO GO2（61g）之外，2024 年发布的 AI 眼镜重量均在 30g-50g 之间，即使是有 AR 显示功能的眼镜亦是如此。其中界环 AI 音频眼镜甚至只有 30.9g，几乎与普通眼镜（约 30g）无异。目前各厂家最新一代的 AI 眼镜基本都有比较好的重量控制，可见轻量化也是当下 AI 眼镜迭代的主要趋势之一，适用于所有类型的 AI 眼镜。

趋势#3 接入当下主流大模型，多模态交互融合成未来趋势。RayBan Meta 在刚推出时，具备语音助手功能，类似于 Siri，但功能更局限。自 2024 年 4 月更新后，Meta 眼镜接入了 Llama3 多模态大模型，用户可与其对话或调用摄像头让其进行图像识别并回答相关问题。在 2024 年 9 月，Meta 还为该眼镜加入了实时 AI 翻译的功能。目前市面上的 AI 眼镜几乎都接入了 AI 大模型，而一些 AI 眼镜甚至可调度多个 AI 大模型。随着众多厂商积极接入主流大模型，语音、手势、眼球追踪等交互方式有望在 AI 眼镜上协同发力，让操作更自然流畅。

图27： 2024 年主流 AI 眼镜参数梳理

品牌	产品	类型	发布时间	售价	SoC芯片			重量	接入大模型
					厂商	型号	CPU架构		
Meta	RayBan Meta	AI拍摄眼镜	2023/9/28	299美元起	高通	骁龙AR1	8核 ARM-Cortex-A核	50g	Llama3
雷鸟创新	雷鸟 X2	AR+AI拍摄眼镜	2023/10/13	4499元起	高通	骁龙XR2	8核 ARM-Cortex-A核	119g	RayNeo AI
雷鸟创新	雷鸟 V3	AI拍摄眼镜	2025/1/7	1799元起	高通	骁龙AR1	8核 ARM-Cortex-A核	39g	通义千问
李未可	Meta Lens Chat	AI音频眼镜	2024/4/26	699元起	未公布	未公布		43g	WAKE-AI
李未可	Meta Lens View	AI拍摄眼镜	预计2025年春季发布	未公布	高通	骁龙AR1	8核 ARM-Cortex-A核	40g内	未公布
星纪魅族	MYVU	AR+AI眼镜	2023/11/30	2499元起	恒玄科技	未公布		43g	Flyme
星纪魅族	StarV Air2	AR+AI眼镜	2024/9/25	2799元起	未公布	未公布		44g	DeepSeek（2025/2/14更新）
Rokid	Rokid Glasses	AR+AI拍摄眼镜	2024/11/18	2499元起	高通	骁龙AR1	8核 ARM-Cortex-A核	49g	通义千问
闪极	闪极 AI「拍拍镜」	AI拍摄眼镜	2024/12/19	999元起	紫光展锐	W517	4核 ARM-Cortex-A核	50g	云端AI中心接入文心一言等数十家大模型
影目科技	INMO GO2	AR+AI眼镜	2024/11/29	3299元起	紫光展锐	W517	4核 ARM-Cortex-A核	61g	未公布
百度	小度AI眼镜	AI拍摄眼镜	2024/11/12	未公布	未公布	未公布		45g	文心一言
三星	AI智能眼镜	待定	预计2025Q3发布	未公布	高通	骁龙AR1	8核 ARM-Cortex-A核	50g左右	Gemini
蜂巢科技	界环AI音频眼镜	AI音频眼镜	2024/8/8	699元起	未公布	未公布		30.9g	可调度文心、通义等大模型
回车科技	Looktech AI智能眼镜	AI拍摄眼镜	2024/11/16	199美元起	未公布	未公布		37g	GPT-4o, Gemini, Claude

数据来源：各公司官网，我爱音频网，WellSenn XR，极客公园，XR 控，电子发烧友网，博士眼镜 DOCTOR，前方智能，LAWK 李未可科技，VRAR 星球，芯流科技评论，IT 之家，MicroDisplay，不客观实验室，量子位，紫光展锐 UNISOC，MiniLEDMicroLED 网，爱范儿，智东西，GadgetVersus，东吴证券研究所

4.2. 为什么“低功耗”是 AI 眼镜当下核心痛点？

首先，AI 计算便是 AI 眼镜的“能耗黑洞”。很多用户期待使用 AI 眼镜来随时随地与 AI 对话，但这背后隐藏着大量的计算和联网需求。AI 眼镜的产品形态决定了其最多搭载一款低功耗、高性能的芯片，以支持长时间使用复杂的 AI 计算。诸如雷鸟 V3 和 Rokid Glasses，通过搭载高通 AR1 芯片提供 NPU 算力满足基于本地 AI 计算的意图理解以及基础语音交互需求，再结合网络连接云端实现强大的 AI 体验。闪极 AI 和 INMO GO2 有着较大的电池容量（440-450mAh），但搭载的紫光展锐 W517 在 AI 计算性能以及网络连接性能上存在不足，意味着 AI 眼镜的基础能力更多的依赖于云端，联网需求也就更大。AI 的持续联网需求加剧了续航困境，这就是为什么 Ray-Ban Meta 的 AI 功能开启后，续航会缩水到 30 分钟。

其次，摄像头也是耗电大户，其高分辨率与 AI 的视觉算法叠加，使得功耗陡增。RayBan Meta 之后，大部分 AI 眼镜都配备摄像头，AI 计算+拍摄的双重负担，让眼镜在高强度使用时续航大幅缩减。在通常的电池容量下，雷鸟 V3（159mAh）只能连续拍摄 30 分钟，Rokid Glasses（220mAh）只能连续拍摄 40 分钟。

此外，AR 的加持也意味着需要一套完整的光学显示系统，AI+AR 眼镜耗电量可想而知。特别是在诸如使用 AI 翻译功能的场景下，虽然使用体验上更加便利，但代价就是更快的电量消耗。Meta Lens Chat 的续航能力（连续使用 12 小时）能够在一众 AI 眼镜中脱颖而出，可能也是因为其仅为 AI 音频眼镜，并不具备摄像头和 AR 功能。

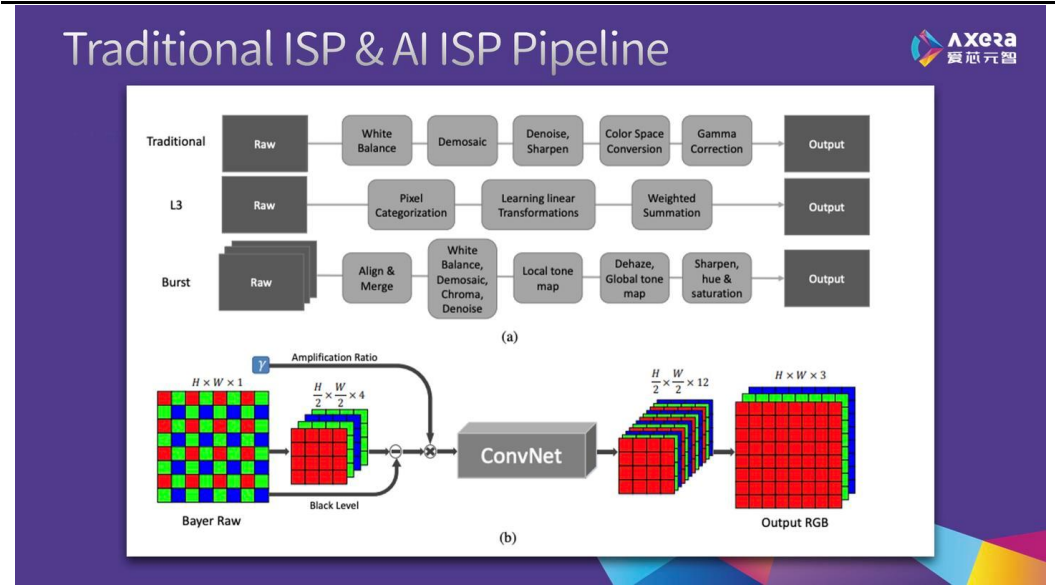
图28: 部分 AI 眼镜续航与光学能力统计

产品	类型	发布时间	SoC芯片		电池容量	续航能力	像素	屏幕			
			厂商	型号				方案	色彩	峰值入眼亮度 (nit)	分辨率
RayBan Meta	AI拍摄眼镜	2023/9/28	高通	骁龙AR1	160mAh	单次续航达4个小时，可连续使用AI对话约30分钟	1200万	不支持眼镜屏幕			
雷鸟 X2	AR+AI拍摄眼镜	2023/10/13	高通	骁龙XR2	590mAh	纯待机时间为30小时左右，可实现2-3小时的不间断使用	1600万	MicroLED+光波导	全彩	1500nits+	640×480
雷鸟 V3	AI拍摄眼镜	2025/1/7	高通	骁龙AR1	159mAh	纯待机时间为18小时，单次可连续听歌3小时或拍摄30分钟	1200万	Micro LED	全彩		纵向视频 1440*1920 横向视频 1920*1080
Meta Lens Chat	AI音频眼镜	2024/4/26	未公布	未公布	244mAh	待机时长可达5天，佩戴使用续航可达12小时		不支持眼镜屏幕			
MYVU	AR+AI眼镜	2023/11/30	恒玄科技	未公布	183mAh	待机4天，通话或播放音乐4小时，导航2.5小时	1677万	Micro LED	全彩	1100nits	
Rokid Glasses	AR+AI拍摄眼镜	2024/11/18	高通	骁龙AR1	220mAh	单次可连续听歌4小时或拍摄40分钟	1200万	Micro-OLED	单绿	1000	640*480
闪极 AI「拍拍镜」	AI拍摄眼镜	2024/12/19	紫光展锐	W517	450mAh	单次可连续听歌10小时或拍摄2小时	1600万	不支持眼镜屏幕			
INMO GO2	同传翻译AI眼镜	2024/11/29	紫光展锐	W517	440mAh	待机时长可达4天，佩戴使用续航可达2.5小时		Micro-LED	单绿	2000	640*480

数据来源：各公司官网，我爱音频网，Wellseenn XR，博士眼镜 DOCTOR，VRAR 星球，IT 之家，MiniLEDMicroLED 网，科技旋涡，VRPinea，雷科技，东吴证券研究所

面对续航问题，公司给出更低功耗的解决方案。据公司 2024 年报，智能眼镜 SoC 芯片作为重大在研项目之一，预计总投资 1.5 亿元，目前已投入 5360 万元研发。该项目目标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，力争这些技术能达到国际领先水平。另一方面，AI 算力的本地运行的瓶颈在于高效的内存吞吐带宽。公司自研了新一代低功耗 LPDDR、MIPI PHY 等高速接口技术，优化了可穿戴设备上运行 AI 的功耗，延长了电池使用时间。

图29: 传统 ISP 与 AI ISP 对比



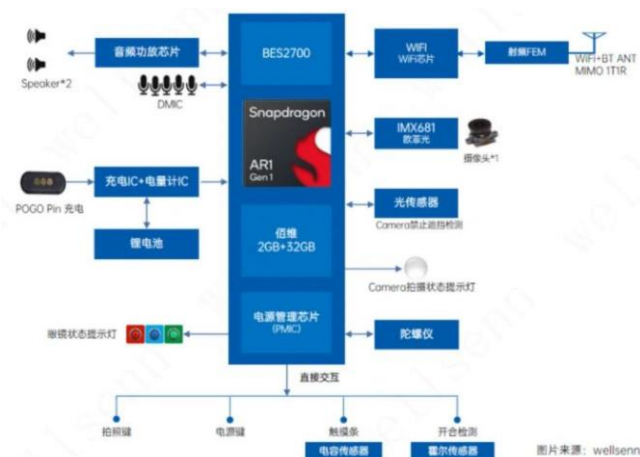
数据来源：AXERA，东吴证券研究所

4.3. 客户优势已然体现，小米 AI 眼镜或搭载高通 AR1+恒玄 BES2700

除了技术上的优势,公司还凭借其广泛的客户基础,在 AI 眼镜市场上占据了先机。目前其客户已涵盖 OPPO、华为、小米等知名智能设备厂商。这些客户在 AI 眼镜领域的布局和推进,将进一步推动公司产品需求。公司还积极与电信运营商、内容提供商等产业链上下游企业合作,不断拓宽应用场景和市场空间,逐步构建其 AI 眼镜市场的生态体系。**24H1 公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 实现量产出货。**其采用先进的 6nm FinFET 工艺,集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 WiFi 和双模蓝牙。该芯片除了耳机、智能手表外,也导入了多个客户的智能眼镜项目中。随着 AI 眼镜市场的快速发展,公司有望凭借其在可穿戴市场的技术积累,抢占更多的市场份额。

有效解决低功耗问题，进一步巩固客户粘性。对于国内厂商而言，单一芯片的解决方案已经无法满足多场景的低功耗需求。根据 Wellsenn XR 预测，即将发布的小米 AI 眼镜将采用高通 AR1+恒玄 BES2700 的芯片组合架构，全面对标 Meta Ray-ban。AI 眼镜作为一款智能穿戴设备，对低功耗和高效音频传输有着强烈需求，我们认为公司有望凭借低功耗优势进一步拓展市场份额。

图30: 小米 AI 智能眼镜逻辑框图预测



数据来源: Wellsenn XR, 东吴证券研究所

图31: 小米 AI 智能眼镜拆解示意图预测



数据来源: Wellsenn XR, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入 48.40/64.72/79.80 亿元，增速分别为 48%/34%/23%，综合毛利率 35.2%/35.9%/36.9%。分业务假设如下：

(1) 蓝牙音频芯片：由于 2022 年消费电子市场走弱，TWS 耳机需求有所下行，造成公司蓝牙音频芯片收入出现较大幅度下降，随着 2023 年开始终端需求复苏、下游库存逐步回到健康水位、市场进一步向安卓品牌端集中，2023、2024 年公司蓝牙音频芯片同比增长显著。公司蓝牙音频芯片可分为普通蓝牙音频芯片和智能蓝牙音频芯片。**普通蓝牙音频芯片方面**，2024 年公司实现收入 5.2 亿元，yoy+45%，我们预测公司 2025-2027 年普通蓝牙芯片营收为 6.61/8.00/9.07 亿元，考虑到竞争格局带来的毛利率边际承压，预测毛利率为 26.5%/26.0%/25.5%。**智能蓝牙音频芯片方面**，我们认为 BES2800 产品有望助力公司该品类产品收入进一步成长，我们预测公司 2025-2027 年智能蓝牙音频芯片收入同比增长 33%/28%/16%至 19.87/25.44/29.40 亿元，新品迭代优势和行业竞争压力或双向影响，我们预计公司 2025-2027 年智能蓝牙音频芯片毛利率为 33.8%/34.0%/34.0%。

(2) 其他芯片：随着公司持续向 AIoT 平台型公司转型，我们预测其他芯片 2025-2027 年整体营收有望同比快速增长 76%/43%/32%至 21.92/31.28/41.33 亿元。随着公司产品逐步高端化，我们预测公司 2025-2027 年其他芯片毛利率 39.0%/40.0%/41.5%。其他芯片主要包含智能手表芯片、智能家居芯片和 Type-C 音频芯片等。智能手表芯片方面，随着公司逐步打入高级操作系统智能手表领域，我们认为公司智能手表芯片收入及毛利率有望持续高速增长。智能家居类芯片方面，我们看好公司主控芯片在低功耗智能终端的应用，带动营收和毛利率提升。

图32：恒玄科技盈利预测

688608.SH	单位	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	亿元	17.65	14.85	21.76	32.63	48.40	64.72	79.80
普通蓝牙		4.71	3.61	3.60	5.23	6.61	8.00	9.07
智能蓝牙		9.40	7.34	11.69	14.97	19.87	25.44	29.40
其他		3.55	3.90	6.47	12.44	21.92	31.28	41.33
营收同比		66%	-16%	47%	50%	48%	34%	23%
普通蓝牙		41%	-23%	0%	45%	27%	21%	13%
智能蓝牙		72%	-22%	59%	28%	33%	28%	16%
其他		97%	10%	66%	92%	76%	43%	32%
毛利率		37.3%	39.4%	34.2%	34.7%	35.2%	35.9%	36.9%
普通蓝牙		35.7%	37.0%	28.9%	27.0%	26.5%	26.0%	25.5%
智能蓝牙		42.9%	42.4%	33.4%	33.3%	33.8%	34.0%	34.0%
其他		24.6%	35.9%	38.6%	38.4%	39.0%	40.0%	41.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

5.2. 投资建议

我们选取数字 SoC 芯片领域的炬芯科技、晶晨股份、瑞芯微、全志科技、乐鑫科技作为可比公司，当前股价及市值对应可比公司 2025-2027 年平均 P/E 为 55/40/31 倍。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润 9.3/13.2/17.4 亿元，对应当前 P/E 倍数为 49/35/26 倍，略低于行业可比公司平均水平。我们认为公司作为智能音视频 SoC 芯片龙头，在技术积累、客户资源及产品落地方面具备显著优势，当前估值具备一定安全边际，后续有望获得估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

图33: 可比公司估值表

单位: 亿元			归母净利润			PE(X)		
	总市值		2025	2026	2027	2025	2026	2027
688049.SH 炬芯科技	70		1.5	2.1	2.9	46	33	24
688099.SH 晶晨股份	283		10.9	14.2	17.9	26	20	16
603893.SH 瑞芯微	617		8.8	11.6	16.2	70	53	38
300458.SZ 全志科技	314		3.5	5.0	6.3	89	62	50
688018.SH 乐鑫科技	209		4.7	6.4	8.4	44	33	25
平均值						55	40	31
688608.SH 恒玄科技	455		9.3	13.2	17.4	49	35	26

数据来源: 各公司公告, Wind, 东吴证券研究所预测

注: 收盘价信息截至 2025 年 5 月 23 日, 除恒玄科技采用东吴预测外, 其他 A 股上市公司均采用 Wind 一致预期

6. 风险提示

宏观环境风险。公司所处行业为技术密集型、资金密集型行业, 受到国内外宏观经济、行业法规和贸易政策等宏观环境因素的影响。近年来, 国家出台了相关的政策法规大力支持半导体行业发展, 公司业务发展稳定。近年来, 伴随全球产业格局的深度调整, 已有部分国家通过科技和贸易保护的手段, 对中国相关产业的发展造成了不利影响。未来, 如果国内外宏观环境因素继续发生不利变化, 如重大突发公共卫生事件引起全球经济下滑、中美科技和贸易摩擦进一步升级加剧等, 将会影响半导体材料供应和下游电子消费品需求下降, 从而影响公司的产品销售, 对公司经营带来不利影响。

行业竞争和需求风险。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可穿戴和智能家居等消费电子领域, 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。

产品终端应用形态相对单一的风险。公司主营业务为低功耗无线计算 SoC 芯片的研发、设计与销售, 芯片目前主要应用于智能可穿戴和智能家居类低功耗智能音视频终端, 包括 TWS 耳机、智能手表、智能音箱等。报告期内, 公司应用于智能可穿戴产品

的芯片销售收入占比较高，而在其他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。公司虽然已在其他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可穿戴市场进行业务拓展，或公司无法在可穿戴市场持续占据优势地位，一旦市场出现波动，将会对公司经营业绩带来不利影响。

恒玄科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,317	7,079	7,991	9,089	营业总收入	3,263	4,840	6,472	7,980
货币资金及交易性金融资产	5,171	5,267	5,770	6,591	营业成本(含金融类)	2,130	3,138	4,148	5,034
经营性应收款项	378	891	1,191	1,468	税金及附加	16	18	21	22
存货	724	872	979	979	销售费用	33	39	42	48
合同资产	0	0	0	0	管理费用	113	126	136	144
其他流动资产	44	49	51	51	研发费用	617	750	906	1,037
非流动资产	737	814	791	750	财务费用	(76)	(95)	(97)	(110)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	13	19	23	24
固定资产及使用权资产	177	155	122	71	投资净收益	56	73	91	104
在建工程	136	136	136	136	公允价值变动	(3)	0	0	0
无形资产	121	131	141	151	减值损失	(33)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	9	9	9	营业利润	461	955	1,430	1,932
其他非流动资产	294	383	383	383	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	7,055	7,893	8,782	9,839	利润总额	462	955	1,430	1,932
流动负债	533	909	1,152	1,356	减:所得税	1	29	114	193
短期借款及一年内到期的非流动负债	36	36	36	36	净利润	460	926	1,315	1,739
经营性应付款项	297	610	806	979	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	21	0	0	0	归属母公司净利润	460	926	1,315	1,739
其他流动负债	179	263	310	341	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.84	7.72	10.96	14.49
非流动负债	17	16	16	16	EBIT	332	860	1,333	1,823
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	449	978	1,466	1,974
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.71	35.16	35.91	36.92
租赁负债	15	15	15	15	归母净利率(%)	14.11	19.14	20.32	21.79
其他非流动负债	2	1	1	1	收入增长率(%)	49.94	48.33	33.71	23.31
负债合计	550	925	1,168	1,372	归母净利润增长率(%)	272.47	101.19	41.97	32.21
归属母公司股东权益	6,505	6,968	7,614	8,467					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	6,505	6,968	7,614	8,467					
负债和股东权益	7,055	7,893	8,782	9,839					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	580	682	1,193	1,714	每股净资产(元)	54.18	58.05	63.42	70.53
投资活动现金流	794	(121)	(19)	(6)	最新发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
筹资活动现金流	(110)	(463)	(671)	(887)	ROIC(%)	5.23	12.30	16.70	20.27
现金净增加额	1,281	96	503	821	ROE-摊薄(%)	7.08	13.29	17.28	20.54
折旧和摊销	117	117	134	151	资产负债率(%)	7.80	11.72	13.30	13.94
资本开支	(171)	(105)	(110)	(110)	P/E (现价&最新股本摊薄)	98.81	49.11	34.59	26.16
营运资本变动	38	(290)	(166)	(73)	P/B (现价)	6.99	6.53	5.98	5.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>