

2025年06月25日

买入（首次覆盖）

# 恒玄科技（688608）：高制程打造长期壁垒，端侧AI布局多条成长路径

——公司深度报告

证券分析师

方霁 S0630523060001

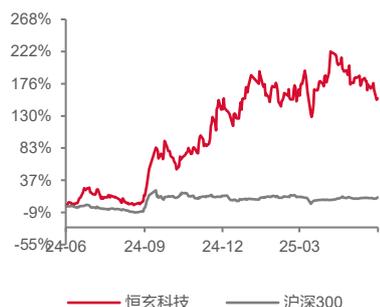
fangji@longone.com.cn

联系人

董经纬

djwei@longone.com.cn

数据日期	2025/06/24
收盘价	351.13
总股本(万股)	12,005
流通A股/B股(万股)	12,005/0
资产负债率(%)	6.41%
市净率(倍)	6.29
净资产收益率(加权)	2.88
12个月内最高/最低价	449.60/135.94



## 相关研究

- AI大模型竞赛方兴未艾，OpenAI与DeepSeek引领行业生态重构——半导体行业深度报告（十二）
- AI大模型风起云涌，半导体与光模块长期受益——半导体行业深度报告（十）

## 投资要点：

- 恒玄科技主营业务为低功耗无线计算SoC芯片的研发、设计与销售，先进产品已经迭代到6nm制程，致力于成为国内蓝牙音频SOC领军企业。公司芯片集成多核CPU、DSP、NPU、图像和视觉系统、声学 and 音频系统、Wi-Fi/BT基带和射频、电源管理和存储等多个功能模块，是低功耗无线智能终端的主控平台芯片。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终端。公司坚持品牌战略，下游客户分布广泛，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。公司在2020-2024年这4年期间营收CAGR为32.43%，2025年Q1营收高达9.95亿元，同比增长52.25%，公司近年来业绩保持高速增长趋势，受益于AIOT下游市场增长及公司市占率不断提升的红利。
- 恒玄科技在TWS耳机上研发高端产品深度绑定品牌客户，积累深厚的客户壁垒优势；技术迭代到6nm制程与全球龙头企业高通、苹果齐头并进，致力于与全球龙头企业展开竞争。依据Canalys数据，2024年全球TWS蓝牙耳机市场出货量达3.3亿台，同比增长11.9%。2024年TWS耳机全球TOP5品牌商占据约50%份额，竞争格局相对分散。根据我爱音频网，在2024年H1的全球主流TWS耳机芯片数量统计来看，杰理、中科蓝讯占比均达29.73%，恒玄科技占比16.22%，达发占比13.51%，高通占比10.81%，整体上可以分为高性能的品牌端市场与高性价比的白牌市场。恒玄科技的产品定位始终以高性能品牌客户为主，与主流的耳机品牌商展开产品深度研发合作，从技术、产品、渠道等多方面建立长期稳健的合作共赢机制，具备较高的客户壁垒优势。公司基于6nm FinFET工艺打造的BES2800芯片，凭借超低功耗架构与高度集成化设计，已在品牌客户的旗舰耳机和智能手表中量产落地，公司的芯片制程技术已经与全球龙头品牌高通、苹果的齐头并进，公司深耕技术进步，长期致力于打造成为国内高端SOC领军企业，并与全球龙头企业展开竞争。
- 恒玄科技深耕安卓品牌客户，可穿戴设备SOC业务高速增长，未来或还有进一步上升空间。Canalys数据显示，2024年全球可穿戴腕式设备出货量高达1.93亿台，同比增长4.1%，2025Q1出货量同比高增长13.0%。随着未来可穿戴腕式设备质量不断提升、成本不断降低，全球渗透率逐步提升，长期或还有增长空间。2025Q1全球可穿戴腕式设备出货量占有率TOP5大企业分别是小米（18.7%）、苹果（16.3%）、华为（15.1%）、三星（10.6%）、佳明（3.9%），品牌商占据全球一半以上的份额，且安卓系份额也在缓慢提升。恒玄科技专注品牌商客户，深度支持小米、华为、三星等安卓系核心下游客户。随着安卓头部品牌出货量与份额增长，对高性能、低功耗的高端芯片需求也在攀升，恒玄科技凭技术优势，利用品牌客户优势巩固市场，绑定更多终端订单，长期或还有较大成长空间。恒玄科技可穿戴设备收入从2022年的2.90亿元上升到2024年的约10.45亿元，占比公司主营业务的比例从2022年的19%上升到2024年的32%。
- 智能音箱出货量或企稳回升，智能屏幕、智能语音等细分市场随着端侧AI渗透长期或保持增长，恒玄科技布局智能家居市场，长期获益国产化与行业增长红利。2024年全年中国智能音箱出货量为1571万台，未来随着AI在端侧应用加速，中国及海外的智能音箱需求或还有增长空间。从中国智能音箱销量格局看，小米、百度等品牌份额稳定，推动市场扩容。恒玄科技作为核心芯片供应商，深度绑定小米等主流客户，其芯片支撑智能音箱语音交互、低功耗等功能，随着客户出货量增长，对恒玄科技高性能音频SoC芯片需求同步提升。
- 智能眼镜高速增长预期较强，恒玄科技积极布局多个品牌商客户，或最先受益全球智能眼镜高速增长红利。IDC数据，2025年第一季度全球智能眼镜市场出货量148.7万台，同比

增长 82.3%。2025 年Q1中国智能眼镜市场出货量 49.4 万台，同比增长 116.1%。IDC 预测，2025 年全球智能眼镜市场出货量预计达到 1,451.8 万台，同比增长 42.5%。2025 年中国智能眼镜市场出货量预计达到 290.7 万台，同比增长 121.1%。目前全球的智能眼镜产品纷纷亮相，各个品牌商均希望快速占据这一新兴市场份额，SOC作为眼镜的核心零组件，目前海外的高通等厂商由于长期在高端SOC的经验积累占据一定的优势，高通等企业占据主要份额。恒玄科技是国内目前极少数具备6nm工艺技术的消费电子类SOC企业，通过及早的与国内多个品牌商深度合作，已经有多个产品已经上市；并且公司在研下一代更高性能芯片，不断追赶全球龙头企业芯片的性能，公司长期有望受益智能眼镜需求高速发展而带来的发展机遇。

- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**公司在当前6nm先进制程技术积累下，继续开拓新的产品，未来或将进一步在AI耳机、智能手表、智能手环、智能眼镜等市场切入更多份额，进一步打开业绩成长空间。公司规模经济更加显著，产品迭代下单价及毛利率有进一步提升预期，盈利能力或将显著提升。我们预计公司2025-2027年营业收入分别为46.90/61.83/78.66亿元，年增长率分别为43.72%/31.84%/27.22%；归母净利润分别为8.39/11.46/15.35亿元，年增长率分别为82.24%/36.62%/33.93%，对应当前市值的PE分别为50.23/36.77/27.45倍，首次覆盖，我们给予“买入”评级。
- **风险提示：宏观贸易政策冲击风险，全球需求不及预期风险，新市场导入不及预期风险。**

#### 盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1484.80	2176.28	3263.14	4689.82	6183.27	7866.44
同比增速(%)	-15.89%	46.57%	49.94%	43.72%	31.84%	27.22%
归母净利润(百万元)	122.42	123.63	460.47	839.15	1146.47	1535.42
同比增速(%)	-69.97%	0.99%	272.47%	82.24%	36.62%	33.93%
毛利率(%)	39.37%	34.20%	34.71%	37.18%	37.04%	36.95%
每股盈利(元)	1.02	1.03	3.84	6.99	9.55	12.79
ROE(%)	2.05%	2.03%	7.08%	11.98%	14.90%	17.82%
PE(倍)	344.32	340.96	91.54	50.23	36.77	27.45

资料来源：携宁，公司公告，东海证券研究所（截止到 20250624 日）

## 正文目录

<b>1. 公司概况：全球智能音频芯片领军企业</b>	<b>5</b>
1.1. 公司简介：智能音频与物联网 SOC 芯片企业	5
1.2. 股权架构：员工持股计划激励核心人才长远发展	7
1.3. 公司财务：2025Q1 业绩亮眼，新品驱动增长	9
<b>2. 耳机：TWS 芯片地位稳固，份额有望继续提升</b>	<b>12</b>
2.1. TWS 耳机需求长期有望保持增长	12
2.2. 恒玄科技深耕 TWS 品牌市场角逐全球寡头垄断格局	13
<b>3. 可穿戴腕式设备：品牌份额有望继续提升</b>	<b>15</b>
3.1. 全球腕式设备出货量长期稳增长	15
3.2. 恒玄科技可穿戴腕式设备芯片业绩高增长	15
<b>4. 智能音箱：公司产品导入智能音箱</b>	<b>17</b>
<b>5. 智能眼镜：AI 端侧落地加速市场发展</b>	<b>18</b>
<b>6. 估值假设与投资建议</b>	<b>19</b>
6.1. 估值假设	19
6.2. 投资建议	20
<b>7. 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

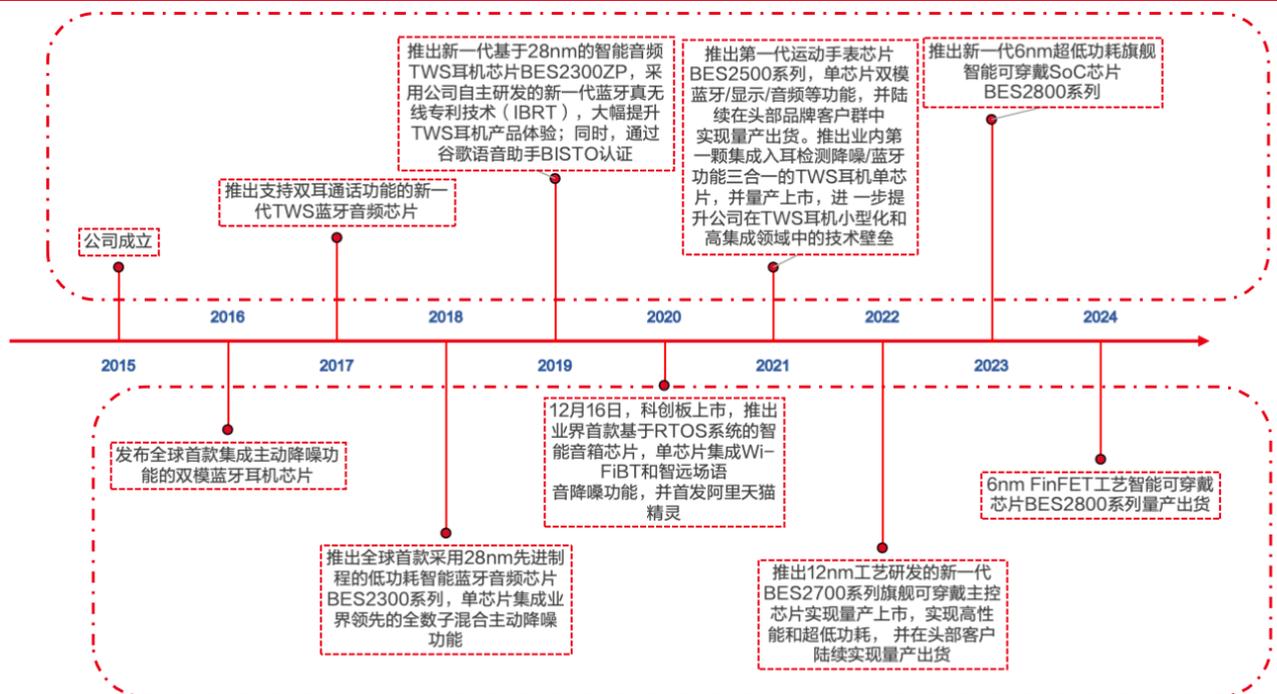
图 1 恒玄科技发展历程 .....	5
图 2 恒玄科技产品矩阵 .....	6
图 3 恒玄科技 2024 年营业收入结构拆分 .....	7
图 4 2025Q1 恒玄科技的股权结构图 .....	7
图 5 恒玄科技历年营业收入与增速 .....	9
图 6 恒玄科技历年归母净利润与增速 .....	9
图 7 恒玄科技历年四费率 .....	9
图 8 恒玄科技历年毛利率和净利率水平 .....	9
图 9 恒玄科技历年存货与周转天数 .....	10
图 10 公司及可比公司历年营业总收入（百万元） .....	10
图 11 恒玄科技及可比公司历年研发费用及费用率水平 .....	10
图 12 公司与可比公司历年毛利率水平 .....	11
图 13 公司与可比公司历年净利率水平 .....	11
图 14 全球 TWS 耳机年度出货量及同比增速 .....	12
图 15 全球 TWS 耳机各个季度竞争格局分布 .....	12
图 16 2024 全球 TWS 耳机出货量竞争格局 .....	12
图 17 2024 年 H1 主流 TWS 耳机采用主控蓝牙芯片占比情况 .....	14
图 18 恒玄科技 BES2800BP 结构框图 .....	14
图 19 全球可穿戴腕带设备历年出货量和增长率 .....	15
图 20 全球各个季度可穿戴腕式设备占有率分布 .....	15
图 21 2025Q1 全球可穿戴腕式设备出货量及占有率 .....	15
图 22 恒玄科技智能手表/手环类芯片营收及占比 .....	16
图 23 中国智能音箱各个季度销量及同比增速 .....	17
图 24 中国智能音箱竞争格局 .....	17
图 25 全球智能眼镜出货量及增速预测 .....	18
图 26 中国智能眼镜出货量及增速预测 .....	18
表 1 恒玄科技公司高管简历一览 .....	8
表 2 部分应用恒玄科技蓝牙音频芯片的 TWS 耳机产品 .....	13
表 3 部分应用恒玄科技 SOC 芯片的可穿戴腕式产品 .....	16
表 4 部分应用恒玄科技的智能眼镜产品 .....	18
表 5 恒玄科技按照产品拆分历史数据及预测 .....	19
表 6 恒玄科技可比公司估值对比 .....	20
表 7 恒玄科技盈利预测及估值 .....	20
附录：三大报表预测值 .....	22

# 1.公司概况：全球智能音频芯片领军企业

## 1.1.公司简介：智能音频与物联网 SOC 芯片企业

(1) 恒玄科技自 2015 年成立以来，专注于智能音频、智能穿戴、智能家居、智能眼镜等芯片的研发与销售。公司成立于 2015 年，总部位于上海，2020 年 12 月成功登陆科创板。2016 年，公司推出首款 BES2000 系列蓝牙音频芯片，全球首款主动降噪及双模蓝牙耳机芯片，其出色的音质和稳定的连接性能迅速在市场中获得认可；2017 年，随着真无线耳机市场的兴起，恒玄科技顺势推出具备双耳通话功能的 TWS 芯片；2019 年，公司推出 28nm 的智能音频 TWS 耳机芯片；2020 年，恒玄科技在上交所科创板挂牌上市，开启了新的发展征程；2022 年，公司推出 12nm 工艺研发的 BES2700 系列芯片，实现高性能与低功耗，在头部品牌客户陆续出货；2023 年，公司推出新一代 6nm 的超低功耗智能可穿戴 BES2800 系列芯片；2024 年公司基于 6nm FinFET 工艺的 BES2800 系列芯片量产出货。

图1 恒玄科技发展历程



资料来源：公司官网，东海证券研究所整理

(2) 恒玄科技主营业务为低功耗无线计算 SoC 芯片的研发、设计与销售，主要包括无线音频芯片、智能可穿戴芯片、智能家居芯片和无线连接芯片。公司芯片集成多核 CPU、DSP、NPU、图像和视觉系统、声学和音频系统、Wi-Fi/BT 基带和射频、电源管理和存储等多个功能模块，是低功耗无线智能终端的主控平台芯片。

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语音控制、屏显及无线连接等主控芯片。

公司坚持品牌战略，下游客户分布广泛，主要包括：1) 三星、OPPO、小米、荣耀、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。

图2 恒玄科技产品矩阵



资料来源：公司公告，东海证券研究所整理

(3) 恒玄科技的产品以“智能音频+无线连接+AI 处理”为核心方向，恒玄科技的产品体系主要分为四大类，每类产品都具有独特的技术特点和市场定位。

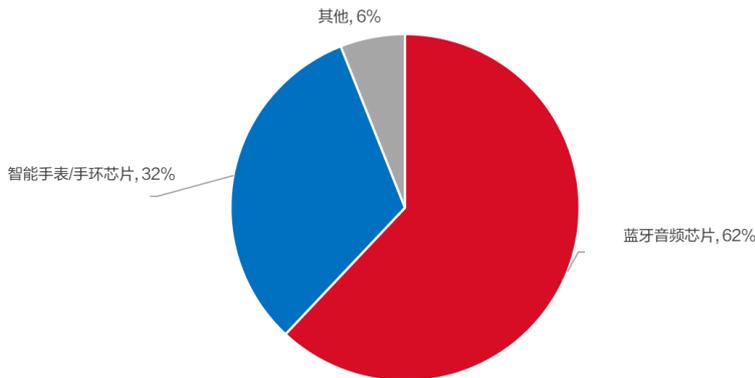
1) 智能音频芯片系列是公司的核心产品线，主要包括 BES2800、BES2700、BES2710 和 BES2600 等型号。其中旗舰产品 BES2800 采用先进的 6nm 制程工艺，集成了高性能 CPU/GPU/NPU 子系统，支持智能 Wi-Fi 连接和双极子模块，主要应用于高端 TWS/OWS 耳机、智能无线音箱等设备。BES2700 系列则主打中端市场，在保持出色音质的同时优化了功耗表现。这些芯片普遍支持主动降噪(ANC)、环境音透传等智能音频处理功能。

2) 智能可穿戴芯片系列以 BES2800、BES2700 和 BES2710 为代表，专为智能手表和智能眼镜等穿戴设备优化设计。该系列芯片在保持低功耗特性的同时，强化了传感器数据处理能力和 AI 运算性能，支持 STAR-MC 处理器架构，可实现更精准的健康监测和更流畅的语音交互体验。

3) 无线连接芯片系列包括支持 Wi-Fi/BT 双模连接的 BES2610，以及专注蓝牙音频传输的 BES2710/BES2600。这些芯片采用了恒玄科技自主研发的无线协议栈，在连接稳定性、传输速率和功耗控制等方面表现优异，特别适合需要长时间无线连接的智能设备。

4) 智能家居芯片系列以 BES2600 为代表，集成了高性能音频解码器和耳机驱动器，采用低功耗 CMOS 工艺，支持专业级音频处理算法。该系列产品主要面向需要高保真音质的专业音频设备市场。这些产品线均采用模块化设计理念，支持客户灵活定制，在保持低功耗优势的同时不断提升 AI 处理能力和连接性能。目前已被广泛应用于包括三星、小米、哈曼等知名品牌的各类智能设备中。

图3 恒玄科技 2024 年营业收入结构拆分



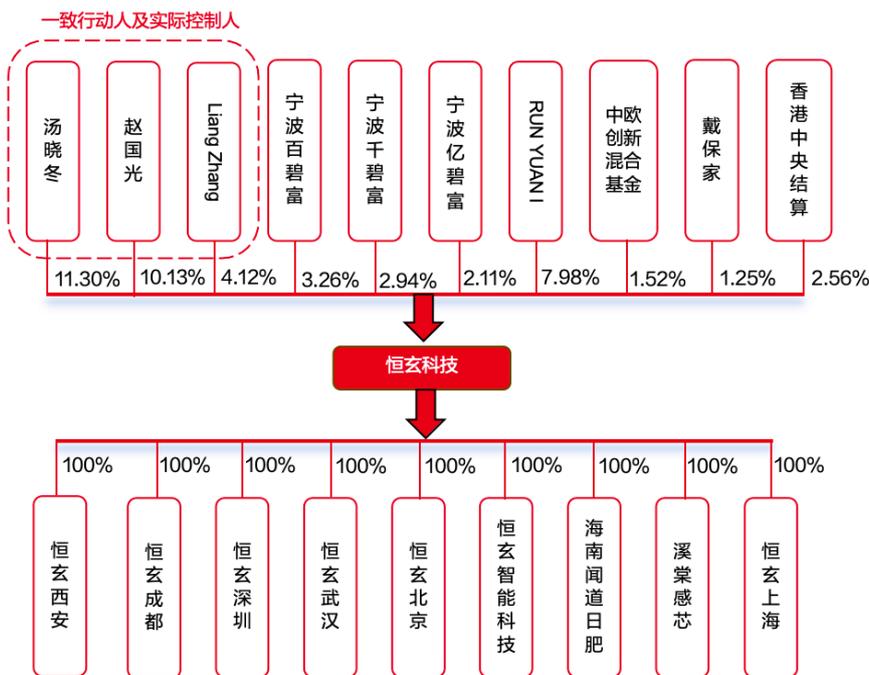
资料来源：公司年报，东海证券研究所

(4) 恒玄科技的 2024 年营收结构中大部分是蓝牙音频芯片与智能手表及手环芯片。根据公司 2024 年的公告，公司营收结构中，蓝牙音频芯片占据 62% 的比例，智能手表与手环占据 32% 的比例，其他芯片占据 6% 的比例。公司的产品下游集中在耳机、手表、手环等智能穿戴市场，未来或将继续在智能家居、智能眼镜市场继续增长。

## 1.2. 股权架构：员工持股计划激励核心人才长远发展

(1) 恒玄科技三位一致行动人持股比例高达 25.55%，员工股权激励举措助力公司长远发展。截至 2025 年一季度，公司前十大股东持股数量为 5629.23 万股，占总股本比例为 46.89%。其中，汤晓冬持股 11.30%，为大股东及实际控制人；赵国光持股 10.13%，担任董事兼总经理，二人对公司发展决策具备重要影响力，一致行动人及公司董事长 Liang Zhang 持股比例为 4.12%，十大股东中其他持股机构为投资机构或者个人持股。为激发员工积极性与创造力，增强团队稳定性和凝聚力，公司重视股权激励，公司 2023 年已经出台限制性股票激励方案，主要用于激励公司核心技术骨干、业务骨干。

图4 2025Q1 恒玄科技的股权结构图



资料来源：公司公告，东海证券研究所

(2) 恒玄科技的核心管理层具备深厚技术底蕴，能够更好的指引公司长期稳健发展。董事长 Liang Zhang，51 岁，硕士学历，美国国籍，在 1998 年—2015 年期间，其先后在 Rockwell Semiconductor Systems 任工程师、Marvell Technology Group Semiconductor, Inc 任设计经理、锐迪科微电子任副总裁等技术相关要职，丰富的履历使其积累了大量前沿技术与管理经验。总经理赵国光，48 岁，硕士学历，中国国籍。2002 年—2015 年在 Atmel Corporation 担任要职，后加入恒玄科技，在技术研发与企业运营管理方面展现出卓越能力。这些核心管理层成员凭借其深厚的技术背景，不仅能精准把握行业技术发展趋势，还能有效引领公司研发团队攻克技术难题，推动产品持续创新升级，为恒玄科技在激烈的市场竞争中保持技术优势提供了坚实保障。

**表1 恒玄科技公司高管简历一览**

姓名	性别	年龄	学历	职务	个人履历
Liang Zhang	男	51	硕士	董事长，非独立董事	美国国籍，现任恒玄科技董事长。1998 年至 2015 年，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、中信资本投资顾问，2016 年 1 月至 2022 年 4 月任恒玄科技董事长、总经理，2022 年 4 月至今任恒玄科技董事长。
赵国光	男	48	硕士	总经理，法定代表人，副董事长，非独立董事	中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2002 年至 2015 年，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，2015 年 6 月至 2016 年 1 月任恒玄有限执行董事、总经理，2016 年 1 月至 2019 年 11 月任恒玄有限董事、副总经理，2019 年 11 月至 2020 年 2 月，任恒玄科技董事、副总经理、董事会秘书，2020 年 3 月至 2021 年 5 月，任恒玄科技副董事长、副总经理、董事会秘书，2021 年 5 月至 2022 年 4 月任恒玄科技副董事长、副总经理，2022 年 4 月起至今，任恒玄科技副董事长、总经理。
汤晓冬	女	50	硕士	非独立董事	中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，现任恒玄科技董事、公共关系总监。2002 年至 2009 年，汤晓冬女士任美迈斯律师事务所经理，2015 年 6 月至 2019 年 7 月任恒玄有限监事，2019 年 7 月至今任恒玄科技董事。
刘越	女	64	硕士	非独立董事	中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。刘越女士曾任北大青鸟集团副总裁，北大青鸟环宇科技股份有限公司执行董事及副总裁，中芯国际集成电路制造有限公司副总裁。2011 年至 2014 年，在风险投资公司华登国际任副总裁，负责中国事务与集成电路产业的投资。2014 年至今任北京清芯华创投资管理有限公司董事长，2018 年至今任元禾璞华(苏州)投资管理有限公司董事及总经理，2017 年 12 月至今任恒玄科技董事。
李广平	女	52	本科	非独立董事，董事会秘书，财务总监	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1995 年至 2013 年，历任惠普医疗设备(青岛)有限公司财务、任惠普科技(上海)有限公司资深财务分析、通用电气(中国)有限公司财务分析经理、拓纳化学(上海)有限公司财务总监、康姆艾德电子(上海)有限公司财务副总裁，2017 年 4 月至 2021 年 5 月任恒玄科技财务总监，2021 年 5 月至今任恒玄科技财务总监、董事会秘书，2022 年 10 月至今任恒玄科技董事、财务总监、董事会秘书。
黄律拯	女	40	硕士	监事会主席，职工代表监事	中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2011 年至 2019 年任上海市锦天城律师事务所律师，2019 年 6 月至今任公司法务总监。2019 年 11 月至今任公司监事会主席。

资料来源：公司年报，东海证券研究所

### 1.3.公司财务：2025Q1 业绩亮眼，新品驱动增长

(1) 恒玄科技在 2020-2024 年这 4 年期间营收 CAGR 为 32.42%，2025 年 Q1 营收达 9.95 亿元，同比增长 52.25%，公司近年来业绩保持高速增长趋势。2020-2023 年公司营收虽有起伏，但总体呈现增长趋势，期间复合年增长率高达 32.42%。2024 年公司的营收增量主要源于 BES2700 等新一代芯片，智能穿戴市场的蓬勃发展与智能家居音频需求的激增，强力驱动公司业务向上。从净利润看，2020—2024 年归母净利润维持在一定区间波动，2025 年 Q1 归母净利润为 1.91 亿元，实现了单季度净利润新高。受益于业务拓展与产品结构优化，公司规模或许将持续扩大，未来归母净利润有望延续增长趋势。

图5 恒玄科技历年营业收入与增速

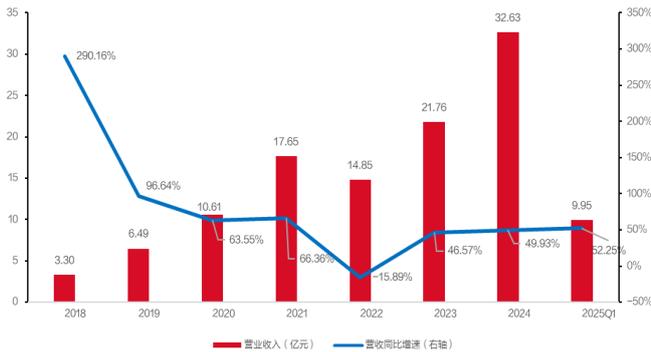
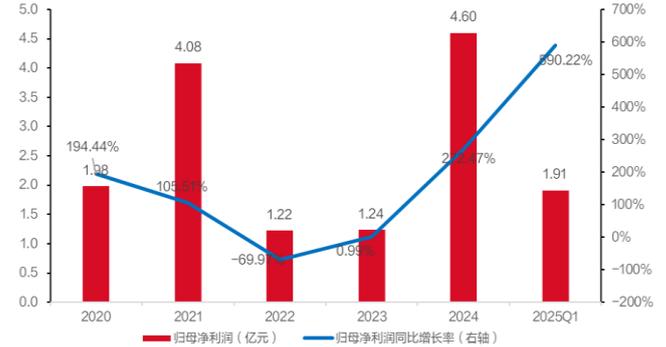


图6 恒玄科技历年归母净利润与增速



资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

(2) 恒玄科技长期毛利率维持在 38% 上下，未来有望进一步提升；研发费用率呈现一定程度波动，但长期在 15% 以上，凸显公司坚定研发技术高投入的决心。从 2018—2025 年一季度数据来看，2018 年公司综合毛利率为 36.19%，随后 2019 年升到 37.69%。2020 年达到 40.05%，这主要得益于产品在市场上的良好表现及成本控制。但 2021 年和 2023 年，受市场竞争加剧及成本上升影响，毛利率连续下滑，分别降至 37.29% 和 34.20%。2024 年随着产品结构优化、高端芯片占比提升以及规模效应显现，毛利率回升至 34.71%，2025 年一季度进一步提高到 38.47%，可见公司持续在成本优化、规模效应、产品结构调整等方向上取得了积极成效。公司研发费用率呈现先升后降再升的态势，尽管研发费用率有波动，但整体维持在较高水平，显示公司在技术研发上持续投入。这种投入确保公司在芯片技术领域不断创新，有力支撑产品的长期核心竞争力。随着公司持续推进产品升级、优化成本管理，未来毛利率和净利率有望保持良好增长态势，进一步增强盈利能力。

图7 恒玄科技历年四费率

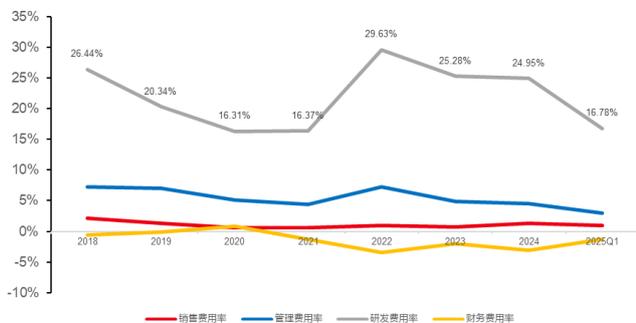


图8 恒玄科技历年毛利率和净利率水平



资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

(3) 恒玄科技近年来存货在 2022 年高峰后持续下降，存货周转天数从 2022 年后便持续下降到安全合理水平。2018—2022 年，公司存货规模逐步攀升，从 2018 年的 8500 万元增至 2022 年的 9.46 亿元，存货周转天数也在 2022 年达到 297 天的高点。这一阶段，是公司受供应链、市场需求波动等因素影响，基于业务预期增长进行的库存储备。2023 年

公司存货降至 6.58 亿元，存货周转天数缩短至 202 天，显示出公司库存管理成效显著。2024 年存货回升至 7.24 亿元，但存货周转天数进一步降低到 117 天，处于历史较低水平。这表明尽管存货有所增加，但公司业务扩张迅速，销售增长强劲，使得存货周转效率大幅提升。进入 2025 年一季度，存货为 6.91 亿元，存货周转天数为 104 天。公司或因订单周期大致维持在合理区间，在业务快速发展的同时，能够有效平衡库存水平，既保证正常供货速度，又控制存货风险，实现库存与业务发展的良性互动。

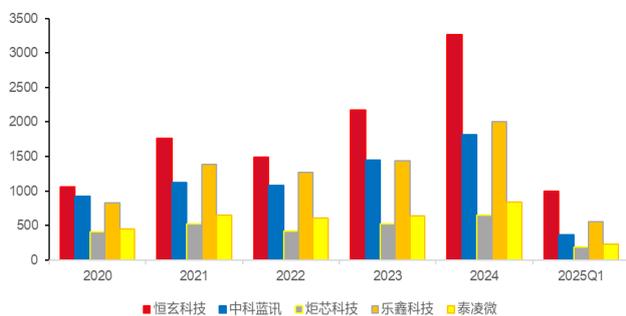
图9 恒玄科技历年存货与周转天数



资料来源：公司年报，东海证券研究所

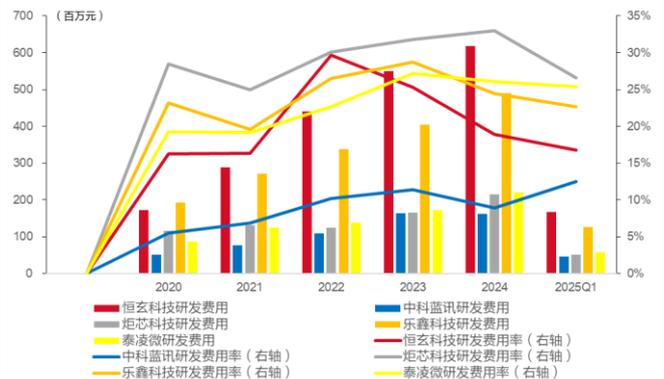
(4)恒玄科技的营收与研发费用绝对值与同行公司对比处于领先地位。2020—2024 年，公司持续保持高研发强度，研发费用绝对值处于可比公司中领先地位，尽管研发费用率处于行业中等偏下水平，但是恒玄科技研发费用绝对值逐年攀升，研发费用率维持在 15%以上的较高水平，这彰显出公司对技术创新的坚定重视。高研发投入的价值显著，一方面，不断开拓新产品的研发，助力恒玄科技紧跟市场需求，在智能手表、AR/VR、智能眼镜、智能家居等设备芯片适配性上不断突破，适配多场景交互、低功耗长续航等复杂需求；另一方面，夯实市场竞争力根基，在可穿戴芯片竞争激烈的环境中，凭借技术壁垒拉开与同行差距，强化在智能音频等赛道的话语权，为持续拓展客户、挖掘新兴市场机遇筑牢技术底座，驱动公司长期成长。

图10 公司及可比公司历年营业总收入（百万元）



资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

图11 恒玄科技及可比公司历年研发费用及费用率水平

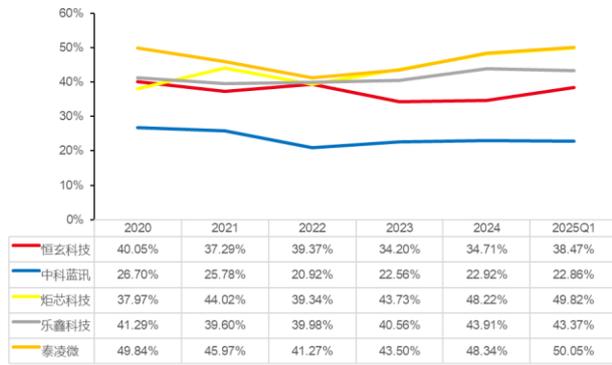


资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

(5)恒玄科技的毛利率水平维持在 30-40%区间，处于行业中等水平；但净利率水平处于同行业中相对较高水平，公司的较好的费用控制、规模效应更为显著。如下图所示，恒玄科技的历年毛利率水平处于行业中等，恒玄科技的产品采用更高制程技术，比如采用 6nm 工艺的 BES2800 系列，却维持一个相对较低的毛利率，公司的战略目标是以更高性价比的产品打开市场。而公司的净利率水平相比同行业处于较高水平，一方面是公司的产品规模较

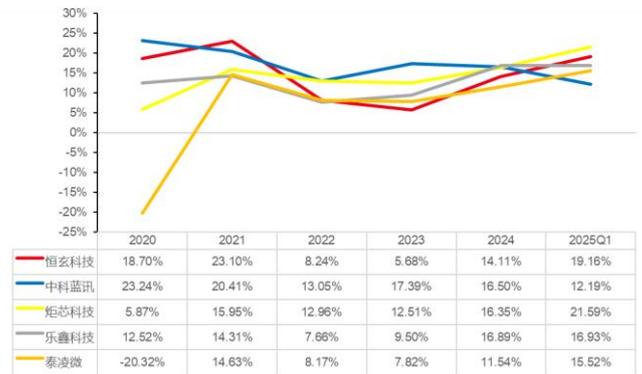
大，具备一定的规模效应，另一方面也是因为公司更高效的管理能力，成本控制方面更为有效。

图12 公司与可比公司历年毛利率水平



资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

图13 公司与可比公司历年净利率水平



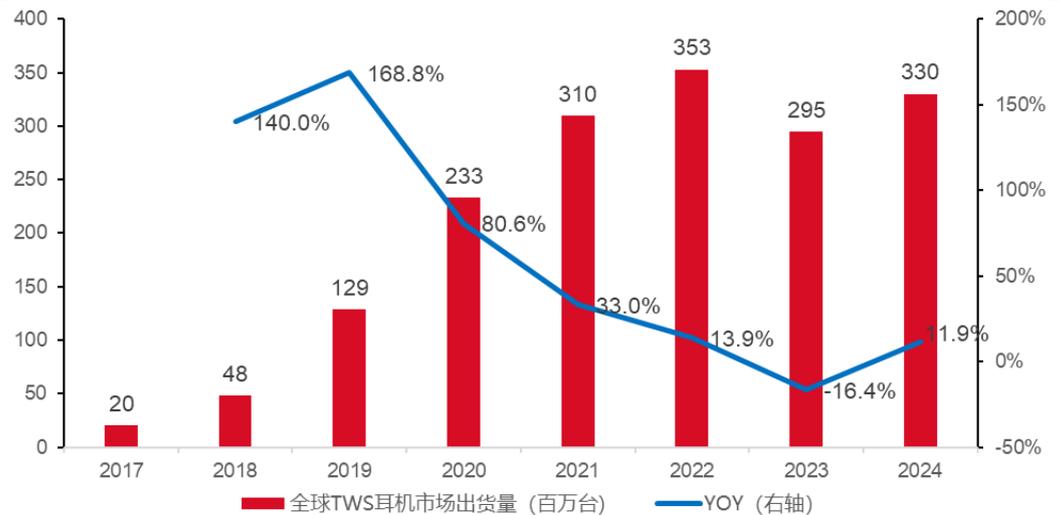
资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

## 2.耳机：TWS 芯片地位稳固，份额有望继续提升

### 2.1.TWS 耳机需求长期有望保持增长

(1) TWS 耳机市场保持良好增长态势，新兴科技有望进一步激发需求。依据 Canalsy 数据，2024 年全球 TWS 蓝牙耳机市场出货量达 3.3 亿台，同比增长 11.9%。全球 TWS 耳机出货量从 2017 年的 0.2 亿部增长到 2024 年的 3.3 亿部，呈现较快的市场渗透，尽管在部分年份同比增速有所波动，但整体出货量呈上升趋势，显示出 TWS 耳机市场强大的发展韧性与潜力，在技术创新和消费需求升级的双轮驱动下，未来 TWS 耳机市场前景依旧广阔。

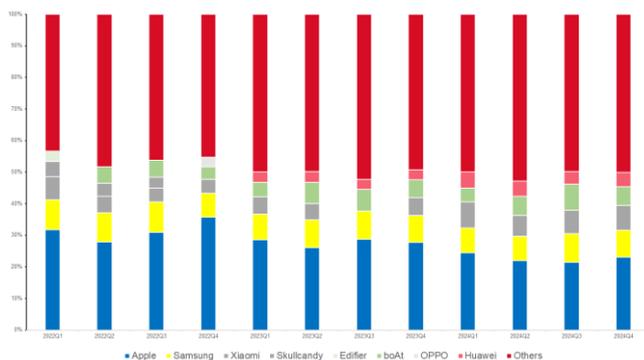
图14 全球 TWS 耳机年度出货量及同比增速



资料来源：Canalsy，东海证券研究所

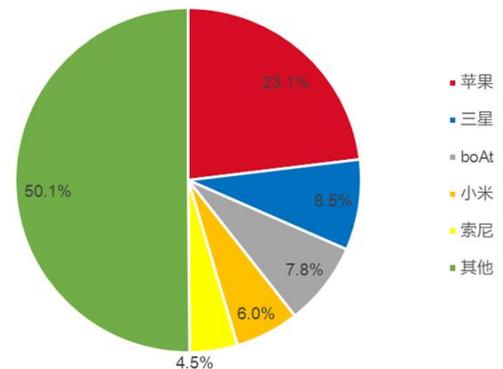
(2) 2024 年 TWS 耳机全球 TOP5 品牌商占据约 50%份额，竞争格局相对分散。如下图所示，根据 Canalsy 数据，全球 TWS 耳机的竞争格局来看品牌商占据了近乎半壁市场，整体竞争格局相对分散。全球中小品牌 TWS 厂商众多，未来随着规模化优势、技术优势不断体现，品牌商或将拥有相对较多的市场份额。

图15 全球 TWS 耳机各个季度竞争格局分布



资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

图16 2024 全球 TWS 耳机出货量竞争格局



资料来源：Canalsy，东海证券研究所

(3) TWS 耳机市场需求在不断变化，公司深化技术研发、紧跟市场需求变化，产品种类丰富，不断跟随市场需求变化不断迭代新的产品。公司根据 TWS 耳机需求变化，技术与产品的迭代主要体现在以下几个方面。①耳机智能化趋势：可穿戴设备智能化将是长期趋势，未来耳机需要实现在复杂场景下的精确识别和交互，实现 AI 助手的能力，芯片算力需求进一步提升。②音频技术升级：主动降噪（ANC）逐渐成为品牌 TWS 标配，自适应降噪、空间音频等技术也逐渐在高端耳机中普及。③连接技术持续演进：蓝牙多点连接技

术逐步成熟，蓝牙与 Wi-Fi 结合的方案可能成为未来趋势，令 TWS 也能拥有无损音频的音质；④场景化细分：根据不同场景的需求不同，逐渐衍生出运动耳机、游戏耳机、商务耳机等适用于不同市场的蓝牙耳机产品，满足客户个性化与舒适化佩戴需求。

**表2 部分应用恒玄科技蓝牙音频芯片的 TWS 耳机产品**

恒玄科技芯片名称	所属芯片系列	下游公司	TWS 耳机产品
BES2800	BES2800	三星	Samsung Galaxy Buds 3 Pro 真无线入耳耳机
		腾讯会议	天籁 inside 助听器系列
BES2700YP	BES2700	华为	FreeBuds 5 真无线半入耳降噪耳机 FreeBuds Pro 2+真无线降噪耳机
BES2700IHC	BES2700	OPPO	Enco Air4 Pro 真无线降噪耳机
		Nothing	CMF Buds 真无线降噪耳机
BES2600YUC	BES2600	OPPO	Enco Free3 真无线降噪耳机
BES2600YUC3	BES2600	真我	Buds Air 5 Pro 真无线降噪耳机
BES2600YP	BES2600	漫步者	Lolli ANC 真无线半入耳降噪耳机
		iFLYTEK	iFLYBUDS Air 开放式办公耳机
		Nothing Ear	Nothing Ear (2) 真无线降噪耳机
		ikko	ActiveBuds 智能无线耳机
		小米	Buds 4 真无线降噪耳机
BES2600Z	BES2600	绿联	HiTune T6 真无线降噪耳机
		漫步者	Lolli Pro 3 真无线降噪耳机
BES2600	BES2600	漫步者	TWS5 PRO 真无线降噪耳机
BES2600IHC3	BES2600	一加	Buds Ace 真无线降噪耳机
		Redmi	Buds 4 青春版真无线耳机
BES2600IHC-4X	BES2600	SoundAI	声智云耳开放式无线耳机
		1 MORE	运动蓝牙耳机 S30
		Barbetsound	OXY Buds OWS 开放式蓝牙耳机
		XTOUR	秘语开放式蓝牙耳机
BES2600IHC-2X	BES2600	TECNO	SONIC 1 真无线耳机
		OPPO	Enco R3 真无线耳机
BES2600IUC	BES2600	荣耀	Earbuds X5 真无线耳机
BES2500YP	BES2500	韶音	OpenFit 不入耳蓝牙耳机
BES2500IZ	BES2500	HHOGene	GPods 真无线降噪耳机
BES2500IUC	BES2500	Haylou	GT7 真无线耳机
BES2500IUC	BES2500	IQOO	TWS Air 真无线耳机
		小天才耳机	E3
BES2300IU	BES2300	创新科技	ZEN AIR 真无线降噪耳机

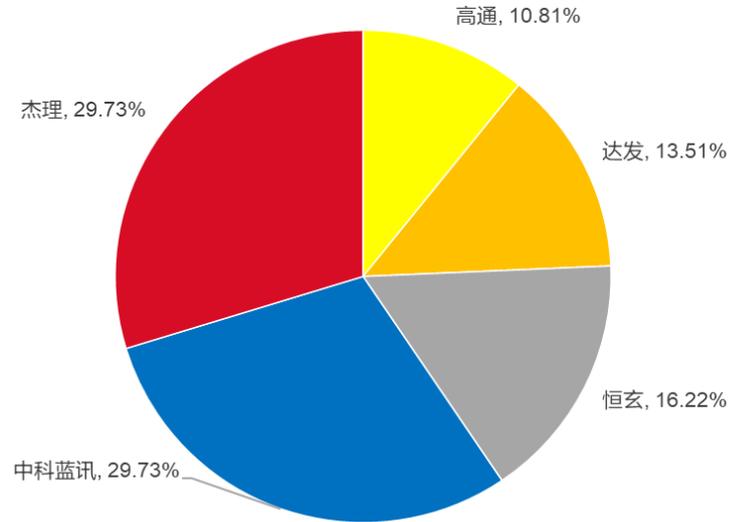
资料来源：我爱音频网，东海证券研究所

## 2.2.恒玄科技深耕 TWS 品牌市场角逐全球寡头垄断格局

(1) 当前主流 TWS 耳机主控蓝牙芯片市场呈现头部厂商寡头垄断格局，且随着市场发展与消费需求升级，各厂商正依托自身优势推动市场格局动态演变。根据我爱音频网，在 2024 年 H1 的全球主流 TWS 耳机芯片数量统计来看，杰理、中科蓝讯占比均达 29.73%，恒玄科技占比 16.22%，达发占比 13.51%，高通占比 10.81%，各厂商凭借技术、功耗、价格等不同的比较优势，在市场中占据旗鼓相当的份额，整体上可以分为高性能的品牌端市

场与高性价比的白牌市场。像杰理、中科蓝讯、达发凭借高性价比的产品，进一步巩固在中低端 TWS 耳机市场地位，逐步向中高端渗透；恒玄科技、高通追求高制程工艺，在追求音质、低功耗、智能、降噪等高性能功能中强化优势，但近些年也有逐步向中低端品牌渗透的趋势。各大主控芯片厂商均在充分巩固自身优势的前提下，继续不断延伸自己的边界，力求扩大自己更大的市场份额。

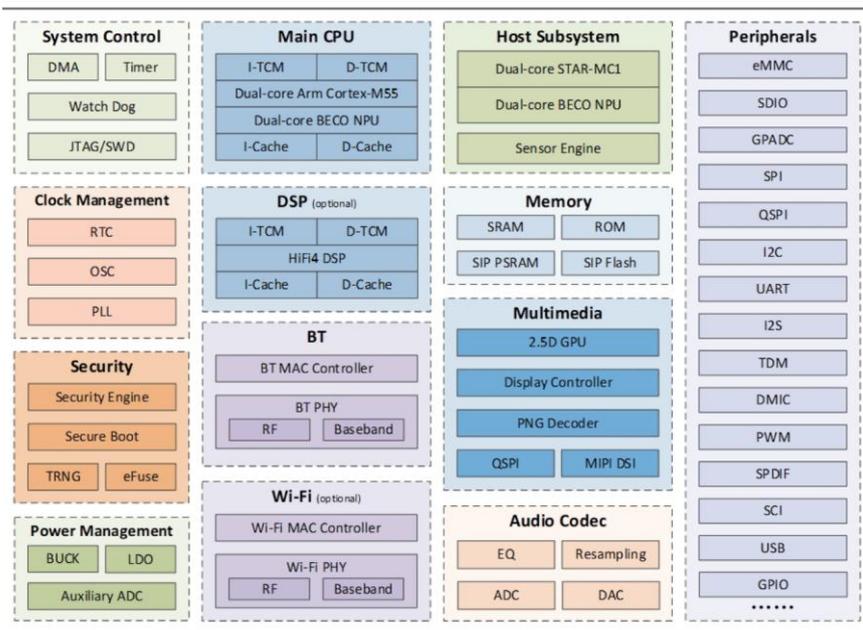
图17 2024 年 H1 主流 TWS 耳机采用主控蓝牙芯片占比情况



资料来源：我爱音频网，东海证券研究所

(2) 公司基于 6nmFinFET 工艺打造的 BES2800 芯片，凭借超低功耗架构与高度集成化设计，已在品牌客户的旗舰耳机和智能手表中量产落地。公司持续增强技术研发能力，在多个核心技术上积累了先进经验，比如超低功耗计算 SoC 技术、双频低功耗 Wi-Fi 技术、蓝牙和星闪技术、智能手表平台解决方案技术、先进的声学 and 音频系统、可穿戴平台智能检测和健康监测技术、先进工艺下全集成射频技术、全集成音视频存储高速接口。

图18 恒玄科技 BES2800BP 结构框图



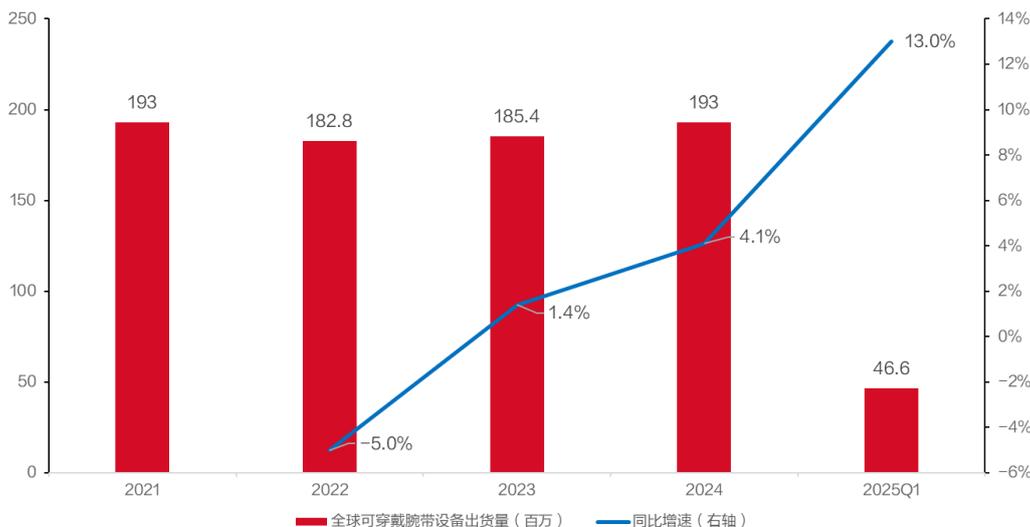
资料来源：恒玄科技官网，东海证券研究所

### 3.可穿戴腕式设备：品牌份额有望继续提升

#### 3.1.全球腕式设备出货量长期稳增长

(1) 2024 年全球可穿戴腕式设备出货量高达 1.93 亿台，同比增长 4.1%，长期或保持缓慢增长。全球可穿戴腕式设备主要是智能手表与智能手环，从 2021-2024 年期间，Canalys 数据显示全球出货量维持在 1.9 亿台左右，同比增长幅度变化不大，但 2025Q1 出货量同比高增长 13%。随着未来可穿戴腕式设备质量不断提升、成本不断降低，全球渗透率逐步提升，长期或还有增长空间。

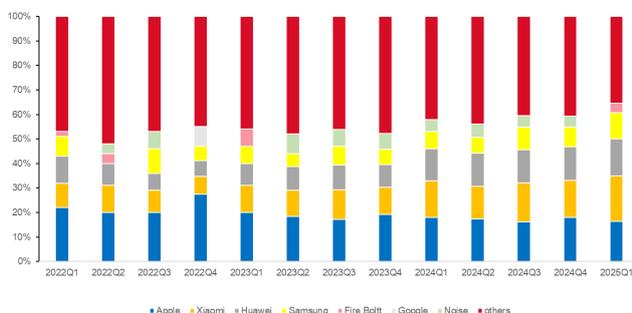
图19 全球可穿戴腕带设备历年出货量和增长率



资料来源：Canalys，东海证券研究所

(2) 从可穿戴腕带设备竞争格局看，安卓系份额缓慢提升。如下图所示，全球可穿戴腕式设备出货量及占有率分布，可见长期看品牌商占据全球一半以上的份额，并且出货量向品牌商集中的趋势越来越明显，此外，安卓系份额也在缓慢提升。恒玄科技专注品牌商客户，深度支持小米、华为、三星等核心下游客户的腕带设备迭代，适配生态交互需求。随着安卓头部品牌出货量与份额增长，对高性能、低功耗芯片需求攀升，恒玄凭技术优势，利用品牌客户优势巩固市场，绑定更多终端订单，长期或还有较大成长空间。

图20 全球各个季度可穿戴腕式设备占有率分布



资料来源：Canalys，东海证券研究所

图21 2025Q1 全球可穿戴腕式设备出货量及占有率

2025 年第一季度全球可穿戴腕带设备市场出货量和增长率					
厂商	2025 年 第一季度 出货量 (百万台)	2025 年 第一季度 市场份额	2024 年 第一季度 出货量 (百万台)	2024 年 第一季度 市场份额	年增 长率
小米	8.7	18.7%	6.1	14.7%	44%
苹果	7.6	16.3%	7.2	17.5%	5%
华为	7.1	15.1%	5.2	12.6%	36%
三星	4.9	10.6%	2.8	6.9%	74%
佳明	1.8	3.9%	1.7	4.0%	10%
其他	16.5	35.4%	18.3	44.3%	-10%
合计	46.6	100.0%	41.3	100.0%	13%

注：由于四舍五入，百分比可能无法达到 100%  
来源：Canalys 可穿戴腕带设备市场分析统计数据 (出货量)，2025 年 5 月

资料来源：Canalys，东海证券研究所

#### 3.2.恒玄科技可穿戴腕式设备芯片业绩高增长

(1) 恒玄科技的 SOC 产品广泛应用于国内智能手机品牌商的可穿戴腕式设备中，长期的客户资源优势或助力恒玄科技获得更多的订单。可穿戴腕式设备由于功能与手机绑定较

多，并且产品的性能与内部的零组件及软件系统关联度较高，而这些都是手机品牌商的较大优势，此外，手机品牌还有较多的销售优势，因此手机品牌商也是 TWS 耳机与可穿戴腕式手表的主要供应商。恒玄科技深耕蓝牙耳机 SOC 多年，与众多的手机品牌商建立了长期十分信任稳健的合作关系。如下图所示，恒玄科技在可穿戴腕式设备近些年的合作伙伴中包括了国内的主流安卓手机品牌商。

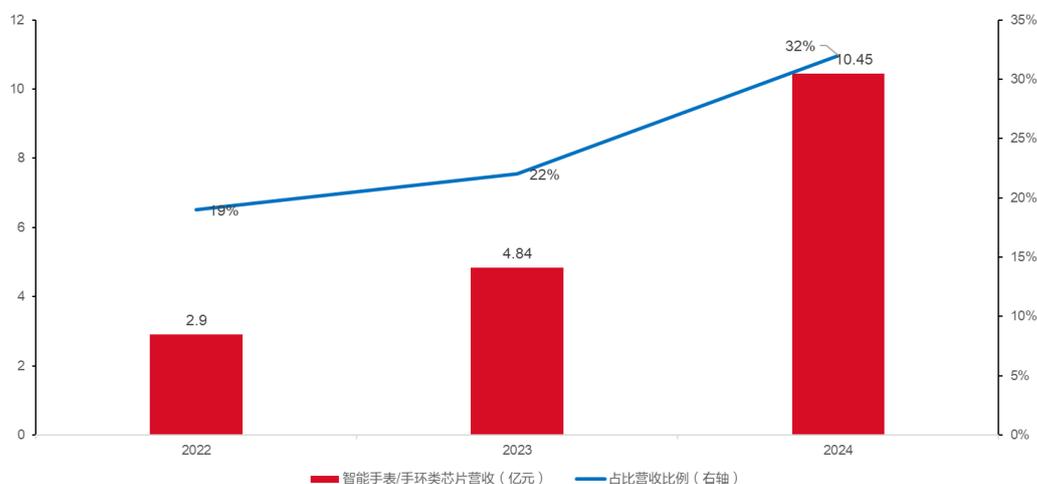
**表3 部分应用恒玄科技 SOC 芯片的可穿戴腕式产品**

芯片名称	所属芯片系列	下游公司	智能手表、手环产品
BES2800BP	BES2800	OPPO	OPPO Watch X2
BES2700BP	BES2700	HUAWEI	HUAWEI Watch 4 Pro 智能手表
BES2700BP	BES2700	IQOO	iQOO WATCH 智能手表蓝牙版
BES2700BP	BES2700	vivo	vivo WATCH 3 智能手表
BES2700BP	BES2700	小米	小米 WATCH S3 智能手表
BES2700iBP	BES2700	Redmi	Redmi Watch 4 智能手表
BES2700iBP	BES2700	荣耀	荣耀亲选 Haylou Watch 智能手表
BES2700iBP	BES2700	vivo	vivo WATCH GT 智能手表
BES2500L	BES2500	荣耀	HONOR 荣耀手表 4 Pro

资料来源：IT 之家，东海证券研究所

(2) 恒玄科技可穿戴设备收入从 2022 年的 2.90 亿元上升到 2024 年的约 10.45 亿元，可穿戴设备业务高速增长。根据公司公告，公司智能手表/智能手环类的业务近些年呈现快速增长，占比公司主营业务的比例从 2022 年的 19% 上升到 2024 年的 32%。随着公司目前的 BES2700、BES2800 系列产品不断渗透以及未来新产品的迭代亮相，公司在手表、手环的营收有望继续增长。

**图22 恒玄科技智能手表/手环类芯片营收及占比**

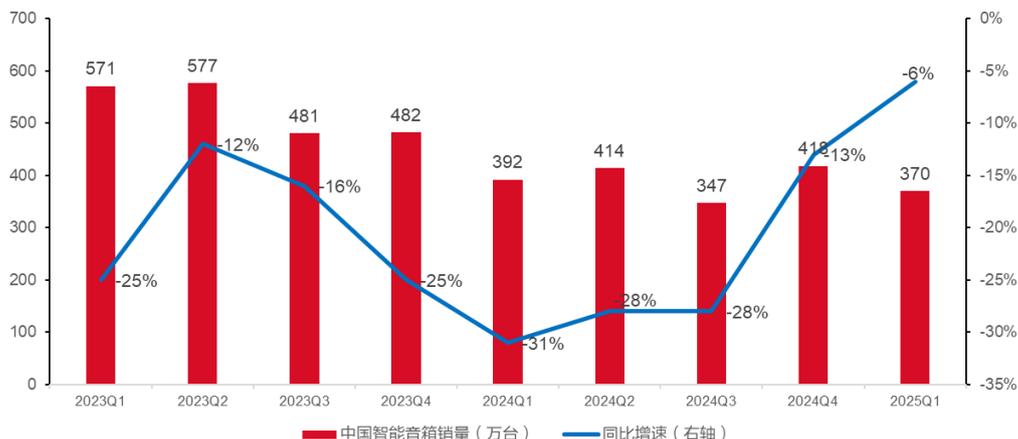


资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 4.智能音箱：公司产品导入智能音箱

(1) 中国的智能音箱出货量在 2023 年高峰期后逐步回落，出货量逐步触底。中国智能音箱市场经历阶段性调整，2023Q1、Q2 单季度出货量分别高达 571、577 万台后，市场出现了短期的饱和，出货量逐步回落，单季度出货量在 2024Q3 达到 347 万台后，出货量开始企稳。2024 年全年中国智能音箱出货量为 1571 万台，未来随着 AI 在端侧应用加速，中国及海外的智能音箱需求或还有增长空间。

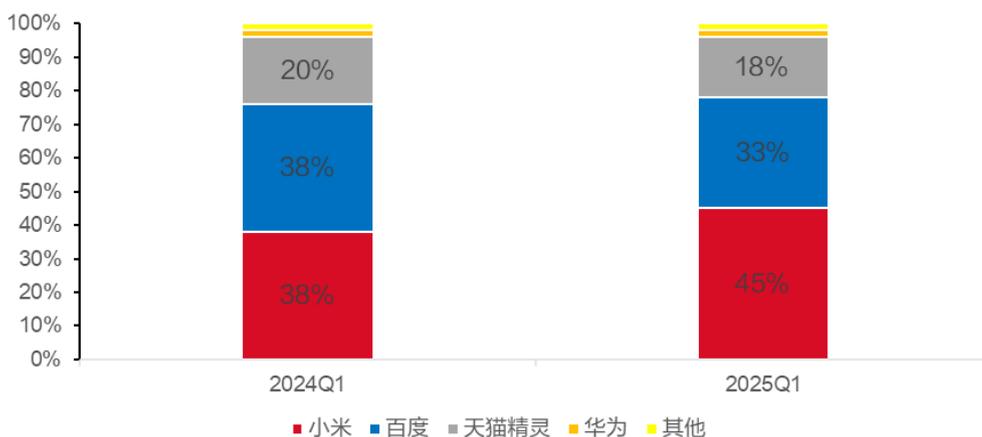
图23 中国智能音箱各个季度销量及同比增速



资料来源：洛图科技，东海证券研究所

(2) 从中国智能音箱销量格局看，小米、百度等品牌份额稳定，推动市场扩容。恒玄科技作为核心芯片供应商，深度绑定小米等主流客户，其芯片支撑智能音箱语音交互、低功耗等功能，随着客户出货量增长，对恒玄科技高性能音频 SoC 芯片需求同步提升。公司依托 BES2600 系列高性能音频 SoC 芯片技术优势与头部客户合作，公司有望进一步打开智能音箱市场，巩固份额、拓展订单，进一步强化在音频芯片领域的竞争力。

图24 中国智能音箱竞争格局

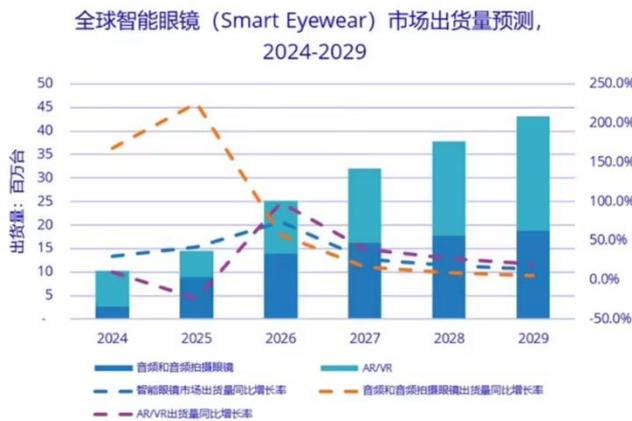


资料来源：洛图科技，东海证券研究所

## 5. 智能眼镜：AI 端侧落地加速市场发展

(1)全球智能眼镜与国内智能眼镜出货量均保持高速增长,预期未来或继续高速增长,相关品牌产业链公司或受益行业红利。2025 年第一季度全球智能眼镜市场出货量 148.7 万台,同比增长 82.3%。其中全球音频和音频拍摄眼镜市场出货量 83.1 万台,同比增长 219.5%; AR/VR 市场出货 65.6 万台,同比增长 18.1%。智能眼镜市场在全球范围仍然以 Meta 为主要发力厂商,除美国市场外,在西欧市场也开始着重布局。2025 年 Q1 中国智能眼镜市场出货量 49.4 万台,同比增长 116.1%。其中中国音频和音频拍摄眼镜市场出货量 35.9 万台,同比增长 197.4%。中国音频和音频拍摄眼镜市场目前仍然以音频眼镜产品为主,主要玩家包括小米、华为、界环等;一季度雷鸟新品 V3 开售,带动音频拍摄眼镜市场增长显著。AR/VR 市场出货量 13.5 万台,同比增长 25.2%。主要玩家包括 Pico、Xreal、雷鸟、Inmo 等。IDC 预测,2025 年全球智能眼镜市场出货量预计达到 1,451.8 万台,同比增长 42.5%。2025 年中国智能眼镜市场出货量预计达到 290.7 万台,同比增长 121.1%。

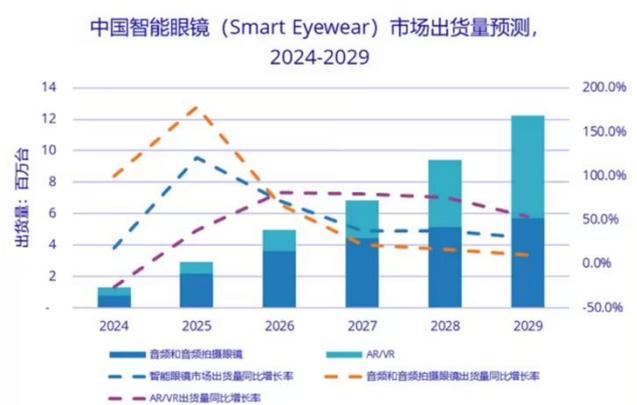
图25 全球智能眼镜出货量及增速预测



来源: IDC中国, 2025

资料来源: IDC 中国, 东海证券研究所

图26 中国智能眼镜出货量及增速预测



来源: IDC中国, 2025

资料来源: IDC 中国, 东海证券研究所

(2)恒玄科技积极布局智能眼镜产品,与多个品牌商深度合作,未来或在智能眼镜 SOC 市场获得一定份额。目前全球的智能眼镜产品纷纷亮相,各个品牌商均希望快速占据这一新兴市场份额, SOC 作为眼镜的核心零组件,目前海外的高通等厂商由于长期在高端 SOC 的经验积累占据一定的优势,恒玄科技是国内目前极少数具备 6nm 工艺技术的消费电子类 SOC 企业,通过及早的与国内多个品牌商深度合作,长期有望受益智能眼镜需求高速发展而带来的发展机遇。

表4 部分应用恒玄科技的智能眼镜产品

芯片名称	所属芯片系列	下游公司	智能眼镜产品
BES2800	BES2800	阿里巴巴	阿里 AI 智能眼镜
BES2600Z	BES2600	JBL	JBL Soundgear sense
BES2500YP	BES2500	小米	小米 MIJIA 米家智能音频眼镜
BES2500YP	BES2500	天猫	天猫精灵智能眼镜
BES2500Z	BES2500	Soundcore 声阔	声阔 x 喜马拉雅智能眼镜
BES2300	BES2300	华为 HUAWEI	华为 HUAWEI X GENTLE MONSTER Eyewear 智能眼镜

资料来源: 我爱音频网, 维深, 东海证券研究所

## 6. 估值假设与投资建议

### 6.1. 估值假设

(1) 公司的产品下游应用市场逐步提升智能手表手环份额，以及公司的高制程芯片销量占比更高，因此公司销量与产品单价均有提升空间。1) 公司智能蓝牙音频中主要包括最新的蓝牙耳机产品，根据行业长期增速及公司渗透率逐步提升，我们预计单价保持 5-10% 左右增长，销量保持在 20-40% 增长，未来 3 年的收入增速预测分别是 44.10%、33.15%、27.91%；智能蓝牙音频的毛利率保持稳中向好走势，3 年毛利率预测分别是 35.84%、35.68%、35.53%。2) 公司的普通蓝牙音频芯片主要是制程相对较低、产品成熟的部分，由于产品较为成熟，价格相对稳定，但销量依然受益行业增长及公司市占率提升，未来 3 年的收入增速预测分别是 34.49%、23.45%、20.80%；普通蓝牙音频的毛利率保持相对稳定，3 年毛利率预测分别是 31.88%、31.46%、31.35%。3) 公司的其他主营业务则包括了近几年高速增长的手表手环业务，未来智能家居、智能眼镜等业务也将纳入，这些业务由于前期的基数较低，不仅销量具有较大的增长空间，随着先进制程产品的迭代，价格也将逐步增长，我们预测单价保持 5-15% 增长，销量保持 20-40% 增长，未来 3 年的收入增速预测分别是 47.15%、33.53%、28.69%；其他主营业务由于采用先进迭代产品，毛利率保持相对稳定，3 年毛利率预测分别是 40.80%、40.62%、40.48%。

表5 恒玄科技按照产品拆分历史数据及预测

	历史数据				预测数据		
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收 (百万元)	1765.34	1484.80	2176.28	3263.14	4689.82	6183.27	7866.44
YOY		-15.89%	46.57%	49.94%	43.72%	31.84%	27.22%
毛利率	37.29%	39.37%	34.20%	34.71%	37.18%	37.04%	36.95%
归母净利润 (百万元)	407.72	122.42	123.63	460.47	839.15	1146.47	1535.42
YOY		-69.97%	0.99%	272.47%	82.24%	36.62%	33.93%
智能蓝牙音频 (百万元)	939.75	733.76	1168.74	1496.81	2156.90	2871.90	3673.53
YOY		-21.92%	59.28%	28.07%	44.10%	33.15%	27.91%
毛利率	42.88%	42.40%	33.39%	32.19%	35.84%	35.68%	35.53%
营收占比	53.23%	49.42%	53.70%	45.87%	45.99%	46.45%	46.70%
普通蓝牙音频 (百万元)	470.76	360.61	360.33	522.72	702.99	867.84	1048.31
YOY		-23.40%	-0.08%	45.07%	34.49%	23.45%	20.80%
毛利率	35.69%	37.00%	28.89%	31.37%	31.88%	31.46%	31.35%
营收占比	26.67%	24.29%	16.56%	16.02%	14.99%	14.04%	13.33%
其他主营业务 (百万元)	354.83	390.42	647.21	1243.61	1829.92	2443.53	3144.60
YOY		10.03%	65.77%	92.15%	47.15%	33.53%	28.69%
毛利率	24.60%	35.85%	38.60%	39.16%	40.80%	40.62%	40.48%
营收占比	20.10%	26.29%	29.74%	38.11%	39.02%	39.52%	39.97%

资料来源：携宁，东海证券研究所

(2) 公司未来市盈率估值低于同业，具备一定的投资价值。我们选取 A 股半导体设计领域较有代表性的瑞芯微、中科蓝讯、乐鑫科技、全志科技、炬芯科技等公司作为恒玄科技的可比公司进行分析。基于 iFind 一致预期的可比公司 2025-2027 PE 均值分别是 59.11、43.34、32.83 倍，而我们对恒玄科技的 2024-2026PE 估值为 50.23、36.77、27.45 倍，显著低于行业平均水平，我们认为公司当前估值仍有一定的增长空间。

表6 恒玄科技可比公司估值对比

公司		最新价	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688049.SH	炬芯科技	59.5	87.0	155.77	217.04	295.67	55.83	40.07	29.41
300458.SZ	全志科技	39.6	326.4	353.31	499.74	642.47	92.39	65.31	50.80
688332.SH	中科蓝讯	101.2	122.0	388.32	489.52	611.56	31.42	24.93	19.95
603893.SH	瑞芯微	146.4	613.3	881.93	1172.99	1605.58	69.54	52.28	38.20
688018.SH	乐鑫科技	138.1	216.4	466.84	634.42	838.90	46.36	34.11	25.80
	<b>均值</b>	<b>97.0</b>	<b>273.0</b>	<b>449.23</b>	<b>602.74</b>	<b>798.84</b>	<b>59.11</b>	<b>43.34</b>	<b>32.83</b>
688608.SH	恒玄科技	351.1	421.5	839.15	1146.47	1535.42	50.23	36.77	27.45

资料来源：携宁，公司公告，东海证券研究所（截止到 20250624 日；注：除了恒玄科技外，其他公司均采用 iFind 一致预期。）

## 6.2.投资建议

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司新的产品持续迭代，未来将进一步在 AI 耳机、智能手表、智能手环、智能眼镜等市场切入更多份额，进一步打开业绩成长空间。公司规模化经济更加显著，产品迭代下单价及毛利率有更高提升预期，盈利能力显著提升。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 46.90/61.83/78.66 亿元，年增长率分别为 43.72%/31.84%/27.22%；归母净利润分别为 8.39/11.46/15.35 亿元，年增长率分别为 82.24%/36.62%/33.93%，对应当前市值的 PE 分别为 50.23/36.77/27.45 倍，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

表7 恒玄科技盈利预测及估值

项目/年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1484.80	2176.28	3263.14	4689.82	6183.27	7866.44
同比增速(%)	-15.89%	46.57%	49.94%	43.72%	31.84%	27.22%
归母净利润(百万元)	122.42	123.63	460.47	839.15	1146.47	1535.42
同比增速(%)	-69.97%	0.99%	272.47%	82.24%	36.62%	33.93%
每股盈利(元/股)	1.02	1.03	3.84	6.99	9.55	12.79
ROE(%)	2.05%	2.03%	7.08%	11.98%	14.90%	17.82%
市盈率(P/E)	344.32	340.96	91.54	50.23	36.77	27.45

资料来源：携宁，公司公告，东海证券研究所（截止到 20250624 日）

## 7.风险提示

**(1) 宏观贸易政策冲击风险：**公司的核心技术需要全体先进芯片制造商完成，若全球的贸易政策发生变化，导致公司在核心供应链上出现障碍，公司的产品交付或遇到一定的延期甚至停止，对公司的经营造成不良影响的风险。

**(2) 全球需求不及预期风险：**全球的消费电子存在显著的需求周期变化，在市场需求低迷阶段，全球的供给端竞争激烈，或许存在竞争过度导致的价格下跌、存货过高等风险，这对公司的毛利率及经营业绩均会产生不利影响。

**(3) 新市场导入不及预期风险：**恒玄科技积极开拓智能家居、车载音频、智能眼镜等新兴市场，这些市场需长期培育，若因产品适配性、市场教育成本高等问题，导致市场渗透率提升缓慢，前期投入难以及时转化为营收，会影响公司业绩增长节奏。

## 附录：三大报表预测值

## 利润表

单位：(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,263	4,690	6,183	7,866
%同比增速	50%	44%	32%	27%
营业成本	2,130	2,946	3,893	4,960
毛利	1,133	1,744	2,290	2,907
%营业收入	35%	37%	37%	37%
税金及附加	16	16	22	28
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	33	47	62	79
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	113	141	173	197
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	617	797	1,008	1,219
%营业收入	19%	17%	16%	16%
财务费用	-76	-37	-40	-45
%营业收入	-2%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	-34	-40	-50	-60
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	13	19	25	31
投资收益	56	94	124	157
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	461	852	1,164	1,559
%营业收入	14%	18%	19%	20%
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	462	852	1,164	1,559
%营业收入	14%	18%	19%	20%
所得税费用	1	13	17	23
净利润	460	839	1,146	1,535
%营业收入	272%	82%	37%	34%
归属于母公司的净利润	460	839	1,146	1,535
%同比增速	14%	18%	19%	20%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	3.84	6.99	9.55	12.79

## 主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	3.84	6.99	9.55	12.79
BVPS	54.18	58.37	64.10	71.77
PE	91.54	50.23	36.77	27.45
PEG	0.34	0.61	1.00	0.81
PB	6.48	6.02	5.48	4.89
EV/EBITDA	78.60	38.50	28.96	22.69
ROE	7%	12%	15%	18%
ROIC	5%	11%	14%	17%

## 资产负债表

单位：(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,816	4,169	4,805	5,620
交易性金融资产	1,355	1,055	655	155
应收账款及应收票据	375	782	1,031	1,311
存货	724	1,024	1,424	1,917
预付账款	3	4	6	7
其他流动资产	44	63	79	96
流动资产合计	6,317	7,097	7,999	9,106
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	145	243	332	436
无形资产	121	103	93	135
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	471	592	630	667
资产总计	7,055	8,035	9,053	10,344
短期借款	20	40	60	80
应付票据及应付账款	297	589	779	992
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	86	177	234	298
应交税费	10	14	19	24
其他流动负债	120	187	241	303
流动负债合计	533	1,007	1,332	1,696
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	17	21	26	31
负债合计	550	1,028	1,358	1,728
归属母公司所有者权益	6,505	7,007	7,695	8,616
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	6,505	7,007	7,695	8,616
负债及股东权益	7,055	8,035	9,053	10,344

## 现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	580	647	832	1,035
投资	909	280	380	480
资本性支出	-171	-260	-260	-260
其他	56	0	119	152
投资活动现金流净额	794	20	239	373
债权融资	20	25	25	25
股权融资	32	0	0	0
支付股利及利息	-108	-337	-461	-617
其他	-54	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-110	-313	-436	-592
现金净流量	1,281	353	636	815

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2025 年 6 月 24 日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：（8621）20333619  
 传真：（8621）50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：（8610）59707105  
 传真：（8610）59707100  
 邮编：100089