

## 前瞻产品定义驱动成长，Q2 毛利率稳步提升

2025 年 08 月 28 日

► **事件：**8 月 26 日，恒玄科技发布 2025 年半年度报告。公司 25H1 实现收入 19.38 亿元，同比增长 26.58%；实现归母净利润 3.05 亿元，同比增长 106.45%；实现扣非归母净利润 2.84 亿元，同比增长 153.37%。

其中，公司 2Q25 单季度实现收入 9.44 亿元，同比增长 7.48%，环比减少 5.13%；归母净利润 1.14 亿元，同比减少 4.79%，环比减少 40.31%。

► **深耕智能终端市场，毛利率能力阶梯式提升。**2025 年上半年，公司持续在智能可穿戴与智能家居市场深耕，市场份额不断提升，驱动公司营收成长。同时，公司的新一代智能可穿戴芯片 BES2800 在客户的智能眼镜、无线麦克风等产品中广泛应用，推动公司盈利能力持续改善，25H1 的毛利率已达 39.27%，YOY+6.08pct。

分季度看，2Q25 毛利率达 40.12%，YOY+6.73pct，QOQ+1.65pct，已连续六个季度实现环比增长，验证公司产品结构优化与成本控制能力的持续强化。但从净利率分析，由于受研发人员薪酬和研发工程费增长的影响，2Q25 归母净利率下降至 12.08%，YOY-1.59pct，QOQ-7.12pct。

► **把握前瞻定义能力，开拓新客户成长空间。**公司团队凭丰富行业经验与敏锐市场洞察力，紧抓智能可穿戴市场机遇，以领先产品定义构筑竞争力。在 TWS 耳机领域，以前瞻产品规划与快速响应能力，较早推出支持双耳通话、集成主动降噪的领先产品；智能手表领域，依托蓝牙、低功耗等技术积累，推出业内首款运动手表单芯片主控，并导入多家品牌客户手表方案。此外，公司在业内率先采用 6/12nm 先进工艺研发新一代可穿戴主控芯片，持续满足品牌客户升级诉求。

公司的智能手表芯片成功导入小天才、颂拓等国内外新客户并量产，25H1 出货量保持快速增长。同时，公司芯片应用向智能眼镜、无线麦克风等低功耗无线场景延伸。截至 25H1，公司 BES2700、BES2800 等芯片已在此类领域量产落地，应用场景持续丰富，逐步向低功耗无线计算 SoC 领域的平台型芯片公司发展。

► **坚持研发驱动成长，核心技术领跑行业。**公司保持高水平的研发投入，在北京、上海等城市设立研发中心，进一步增强研发团队实力。公司 25H1 的研发费用为 3.95 亿元，YOY+22.77%，同时研发人员总数为 621 人，占比高达 86.25%。核心技术方面，公司在多项领域取得进步并保持行业领先：**多核异构 SoC 技术**，公司新一代智能可穿戴主控芯片在单芯片上集成了多核 CPU、音频 DSP、2.5D GPU、协处理器等模块，提升了数字信号处理和机器学习的能力；**双频低功耗 Wi-Fi 技术**，公司 Wi-Fi6 连接芯片已量产，具备低功耗、低延时等优势。

► **投资建议：**我们预计 2025-2027 年归母净利润为 7.98/11.89/14.94 亿元，对应 PE 为 63/42/33 倍，考虑公司在 AR/AI 眼镜、汽车电子等市场产品持续放量，后续业绩增长具备持续性，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**汇率波动的风险；技术人员变动的风险；竞争格局变化的风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,263	4,499	5,959	7,429
增长率 (%)	49.9	37.9	32.5	24.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	460	798	1,189	1,494
增长率 (%)	272.5	73.3	49.0	25.6
每股收益 (元)	2.73	4.74	7.06	8.87
PE	109	63	42	33
PB	7.7	7.1	6.4	5.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

296.80 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 李少青

执业证书：S0100522010001

邮箱：lishaoqing@mszq.com

## 相关研究

- 恒玄科技 (688608.SH) 2024 年年报及 2025 年一季度报点评：深耕端侧智能化趋势，一季度营收创历史新高-2025/04/28
- 恒玄科技 (688608.SH) 2024 年三季度报点评：营收再创单季新高，新品值得期待-2024/10/27
- 恒玄科技 (688608.SH) 2024 年中报点评：业绩快速增长，新品量产进展顺利-2024/08/29
- 恒玄科技 (688608.SH) 2023 年年报点评：收入快速增长，BES2800 流片成功-2024/03/29
- 恒玄科技 (688608.SH) 2023 年三季度报点评：业绩快速增长，新品放量进展顺利-2023/10/26

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,263	4,499	5,959	7,429
营业成本	2,130	2,766	3,683	4,589
营业税金及附加	16	22	30	37
销售费用	33	38	49	58
管理费用	113	135	173	215
研发费用	617	877	1,004	1,237
EBIT	332	677	1,043	1,320
财务费用	-76	-56	-60	-67
资产减值损失	-34	-9	-12	-15
投资收益	56	76	101	126
营业利润	461	800	1,193	1,499
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	462	800	1,193	1,499
所得税	1	2	4	4
净利润	460	798	1,189	1,494
归属于母公司净利润	460	798	1,189	1,494
EBITDA	449	824	1,242	1,522

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,816	4,113	4,624	5,201
应收账款及票据	375	516	683	851
预付款项	3	4	6	7
存货	724	885	1,179	1,469
其他流动资产	1,399	1,401	1,405	1,409
流动资产合计	6,317	6,919	7,897	8,937
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	145	188	228	268
无形资产	121	116	135	208
非流动资产合计	737	829	855	951
资产合计	7,055	7,747	8,751	9,888
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	297	379	505	629
其他流动负债	216	262	339	423
流动负债合计	533	661	864	1,072
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17	15	25	55
非流动负债合计	17	15	25	55
负债合计	550	675	889	1,127
股本	120	168	168	168
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,505	7,072	7,862	8,762
负债和股东权益合计	7,055	7,747	8,751	9,888

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	49.94	37.87	32.46	24.66
EBIT 增长率	1504.95	103.62	54.13	26.54
净利润增长率	272.47	73.29	49.05	25.63
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	34.71	38.52	38.20	38.23
净利润率	14.11	17.74	19.96	20.11
总资产收益率 ROA	6.53	10.30	13.59	15.11
净资产收益率 ROE	7.08	11.28	15.13	17.05
<b>偿债能力</b>				
流动比率	11.84	10.47	9.14	8.34
速动比率	10.42	9.08	7.73	6.93
现金比率	7.16	6.23	5.35	4.85
资产负债率 (%)	7.80	8.72	10.16	11.39
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	41.92	41.92	41.92	41.92
存货周转天数	124.08	118.00	118.00	118.00
总资产周转率	0.48	0.61	0.72	0.80
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.73	4.74	7.06	8.87
每股净资产	38.63	42.00	46.70	52.04
每股经营现金流	3.45	4.20	6.09	7.81
每股股利	1.96	2.37	3.53	4.44
<b>估值分析</b>				
PE	109	63	42	33
PB	7.7	7.1	6.4	5.7
EV/EBITDA	103.90	56.64	37.57	30.66
股息收益率 (%)	0.66	0.80	1.19	1.50

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	460	798	1,189	1,494
折旧和摊销	117	147	198	201
营运资金变动	38	-172	-276	-273
经营活动现金流	580	708	1,025	1,315
资本开支	-171	-115	-186	-239
投资	909	0	0	0
投资活动现金流	794	-143	-84	-112
股权募资	32	0	0	0
债务募资	20	-16	0	0
筹资活动现金流	-110	-268	-429	-626
现金净流量	1,281	297	511	577

## 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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048