

恒玄科技（688608.SH）

25Q2 毛利率环比提升，打造无线 SoC 平台型龙头

25Q2 毛利率环比继续提升，研发费用保持高增。恒玄科技正式发布 2025 半年报：公司 25H1 实现营收 19.4 亿元，yoy+26.6%；实现归母净利 3.0 亿元，yoy+106.5%。单季度来看，25Q2 实现营收 9.4 亿元，yoy+7.5%，qoq-5.1%；实现归母净利 1.1 亿元，yoy-4.8%，qoq-40.0%。盈利能力方面，25Q2 毛利率达到 40.1%，yoy+6.7pcts，qoq+1.6pcts，净利率 12.1%，yoy-1.6pcts，qoq-7.1pcts。

营收端，公司 25Q2 营收同比实现稳健增长，环比下滑我们判断主因一季度国补拉货效应显著，叠加供应链调整带来部分出货延迟，伴随供应链调整结束以及 25H2 传统消费旺季的到来，我们仍看好公司全年营收实现快速增长。

利润端，25Q2 毛利率继续环比提升，我们判断仍然得益于毛利更好的手表/手环类芯片的占比提升，但净利润有所承压，可以看到公司 25Q2 研发费用达到 2.3 亿元，yoy+45.2%，qoq+36.5%，研发费用率高达 24.2%，相比 24Q2 的 17.9%和 25Q1 的 16.8%均有明显提升，我们认为公司正在持续加大研发投入，短期虽然会对利润带来一定压力，但对高端化产品的坚定布局有望助力未来业绩再上新台阶。

6nm BES2800 应用广泛，持续巩固技术领先地位。报告期内，公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 在客户 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜等终端产品中得到广泛应用，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，能够为可穿戴设备，特别是 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。新芯片的量产落地，进一步巩固了公司在业内的技术领先地位。

智能手表开拓新客户，AI 眼镜、无线麦克风逐步起量。在智能手表市场，公司成功导入小天才、颂拓等国内外新客户并量产，2025 年上半年，公司智能手表芯片出货量保持快速增长。除蓝牙耳机和智能手表外，公司芯片逐步向智能眼镜、无线麦克风等低功耗无线应用场景延伸，截至报告期末，公司 BES2700、BES2800 等芯片已在客户智能眼镜和无线麦克风项目中量产落地，芯片应用场景进一步丰富，逐步向低功耗无线计算 SoC 领域的平台型芯片公司发展。

盈利预测与投资建议：公司 25Q2 营收增长有所放缓，研发费用投入较多带来一定利润压力，因此我们对营收和利润预测均有所调整，但持续推进的高端化战略已经帮助公司在多领域建立了领先优势，目前智能手表/手环业务快速增长，AI 眼镜虽未放量，但公司已具备良好的卡位优势，所以我们坚定看好公司长远发展。营收端，我们预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现营收 45.9/60.1/75.0 亿元，同比增长 40.5%/31.1%/24.7%；利润端，我们预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现归母净利 8.3/12.2/16.1 亿元，同比增长 81.3%/46.5%/31.7%。考虑到公司在智能可穿戴领域的领先优势，维持“买入”评级。

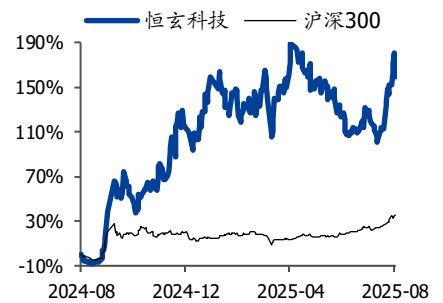
风险提示：产品推广不及预期；下游需求不及预期；贸易摩擦加剧。

买入（维持）

股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
08 月 29 日收盘价（元）	282.97
总市值（百万元）	47,642.59
总股本（百万股）	168.37
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	5.17

股价走势



作者

分析师 郑震湘
执业证书编号：S0680524120005
邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星
执业证书编号：S0680525010004
邮箱：shelingxing1@gszq.com

分析师 肖超
执业证书编号：S0680525070010
邮箱：xiaochao@gszq.com

相关研究

- 1、《恒玄科技（688608.SH）：25Q1 利润超预期，单季度业绩再创历史新高》 2025-04-26
- 2、《恒玄科技（688608.SH）：24 全年业绩创新高，端侧 SoC 龙头扬帆起航》 2025-03-03
- 3、《恒玄科技（688608.SH）：消费电子有望回暖，AI 有望助力业绩快速修复》 2023-05-10

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,176	3,263	4,586	6,014	7,501
增长率 yoy（%）	46.6	49.9	40.5	31.1	24.7
归母净利润（百万元）	124	460	835	1,223	1,611
增长率 yoy（%）	1.0	272.5	81.3	46.5	31.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.73	2.73	4.96	7.26	9.57
净资产收益率（%）	2.0	7.1	12.1	16.3	19.4
P/E（倍）	385.4	103.5	57.1	39.0	29.6
P/B（倍）	7.8	7.3	6.9	6.3	5.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5953	6317	6788	7530	8448
现金	2545	3816	4236	4259	5005
应收票据及应收账款	402	375	510	584	729
其他应收款	10	11	13	17	21
预付账款	1	3	3	4	5
存货	658	724	834	969	1192
其他流动资产	2337	1388	1192	1697	1495
非流动资产	598	737	820	805	805
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	78	145	144	131	105
无形资产	142	121	106	102	154
其他非流动资产	378	471	569	572	547
资产总计	6551	7055	7607	8335	9253
流动负债	444	533	678	803	929
短期借款	0	20	50	60	40
应付票据及应付账款	287	297	388	450	552
其他流动负债	157	216	240	293	337
非流动负债	11	17	20	23	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	17	20	23	25
负债合计	454	550	698	825	954
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	120	120	168	168	168
资本公积	5222	5256	5208	5208	5208
留存收益	819	1170	1575	2175	2965
归属母公司股东权益	6097	6505	6910	7509	8299
负债和股东权益	6551	7055	7607	8335	9253

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	778	1194	1393
净利润	124	460	835	1223	1611
折旧摊销	110	117	149	140	71
财务费用	-11	-15	2	3	3
投资损失	-74	-56	-74	-68	-66
营运资金变动	239	38	-154	-115	-230
其他经营现金流	82	36	19	11	5
投资活动现金流	351	794	42	-558	195
资本支出	-194	-171	-112	-111	-105
长期投资	472	909	180	-510	240
其他投资现金流	73	56	-26	63	60
筹资活动现金流	-143	-110	-396	-613	-842
短期借款	-110	20	30	10	-20
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	48	0	0
资本公积增加	29	34	-48	0	0
其他筹资现金流	-62	-163	-426	-623	-822
现金净增加额	690	1281	420	23	746

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2176	3263	4586	6014	7501
营业成本	1432	2130	2794	3596	4419
营业税金及附加	7	16	5	6	8
营业费用	17	33	46	54	60
管理费用	106	113	138	174	210
研发费用	550	617	848	1022	1238
财务费用	-45	-76	-48	-49	-49
资产减值损失	-79	-34	-20	-10	-5
其他收益	26	13	21	20	18
公允价值变动收益	-2	-3	0	0	0
投资净收益	74	56	74	68	66
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	127	461	879	1287	1695
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	879	1287	1695
所得税	1	1	44	64	85
净利润	124	460	835	1223	1611
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	124	460	835	1223	1611
EBITDA	130	449	980	1378	1717
EPS (元/股)	0.73	2.73	4.96	7.26	9.57

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	46.6	49.9	40.5	31.1	24.7
营业利润(%)	2.3	264.3	90.6	46.5	31.7
归属母公司净利润(%)	1.0	272.5	81.3	46.5	31.7
获利能力					
毛利率(%)	34.2	34.7	39.1	40.2	41.1
净利率(%)	5.7	14.1	18.2	20.3	21.5
ROE(%)	2.0	7.1	12.1	16.3	19.4
ROIC(%)	0.3	5.1	11.3	15.5	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	6.9	7.8	9.2	9.9	10.3
净负债比率(%)	-41.5	-57.9	-60.1	-55.4	-59.4
流动比率	13.4	11.8	10.0	9.4	9.1
速动比率	11.9	10.4	8.7	8.1	7.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9
应收账款周转率	6.5	8.4	10.4	11.0	11.4
应付账款周转率	6.1	7.3	8.2	8.6	8.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	2.73	4.96	7.26	9.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.79	3.45	4.62	7.09	8.28
每股净资产(最新摊薄)	36.21	38.63	41.04	44.60	49.29
估值比率					
P/E	385.4	103.5	57.1	39.0	29.6
P/B	7.8	7.3	6.9	6.3	5.7
EV/EBITDA	122.5	78.6	44.4	31.5	24.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com