恒玄科技（688608.SH）

毛利率环比进一步改善，6000系列预计1H26送样

优于大市

核心观点

2025上半年营收同比增长26.58%，归母净利润同比增长106.45%。公司发布2025年半年度报告，实现营业收入19.38亿元，同比增加26.58%；实现归母净利润3.05亿元，同比增加106.45%；扣非归母净利润2.84亿元，同比增加153.37%。其中，2Q25实现收入9.44亿元(YoY +7.48%，QoQ -5.09%)，归母净利润1.14亿元(YoY -4.79%，QoQ -40.02%)。上半年研发费用3.95亿元，其中研发工程费用同比增加约0.65亿元。

毛利率环比进一步改善，股权激励覆盖技术及业务骨干。上半年公司收入的增长，主要来自包括1）公司在手表市场的新客户导入及份额持续提升，手表收入营收占比进一步上升；2）BES2800等新产品上量，带动产品升级迭代和ASP提升；3）开拓无线麦克风、AI眼镜和Wi-Fi等新市场。毛利率方面，单二季度毛利率达到40.12%，环比二季度提升1.67个百分点。伴随三季度进入传统消费电子旺季，公司预计三季度营收会保持同环比增长，毛利率水平基本稳定。此外，公司发布2025年限制性股票激励计划，拟授予限制性股票不超过23.08万股，激励对象不超过112人（占员工总数的15.51%），主要面向技术骨干和业务骨干，授予价格为每股150元，业绩考核以2022-2024三年营收均值为基数，目标值为2025-2028年营收较基数增长不低于45%/55%/65%/70%，或2025-2028收入均值不低于45%/50%/55%/60%。

智能手表导入新客户，6000系列预计1H26送样。上半年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。智能手表市场方面，公司成功导入小天才、颂拓等国内外新客户并量产。上半年公司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。6000系列是新一代异构SoC，公司快速调整以适应市场需求，预计明年上半年送样，后续商业化上市。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司下游应用从TWS耳机顺利扩展至智能手表/手环、AI眼镜、智能家居等领域，伴随新平台BES2800的量产，及规模效应的体现，公司业绩有望取得显著提升。我们预计公司2025-2027年实现归母净利润7.94/10.97/15.03亿元(25-27年前值为8.85/11.99/16.19亿元)，同比增长72.4%/38.2%/37.0%，对应当前市值PE为67.1/48.6/35.4倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,176	3,263	4,269	5,492	7,113
(+/-%)	46.6%	49.9%	30.8%	28.7%	29.5%
净利润(百万元)	124	460	794	1097	1503
(+/-%)	1.0%	272.5%	72.4%	38.2%	37.0%
每股收益（元）	1.03	3.84	6.61	9.14	12.53
EBIT Margin	0.5%	9.1%	14.2%	16.5%	18.3%
净资产收益率（ROE）	2.0%	7.1%	11.2%	13.8%	16.5%
市盈率（PE）	430.9	115.7	67.1	48.6	35.4
EV/EBITDA	576.9	139.8	84.1	56.2	39.5
市净率（PB）	8.74	8.19	7.49	6.70	5.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

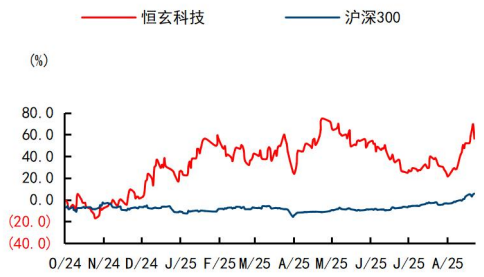
证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

证券分析师：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	282.97元
总市值/流通市值	47643/47643百万元
52周最高价/最低价	449.60/139.61元
近3个月日均成交额	1132.39百万元

市场走势

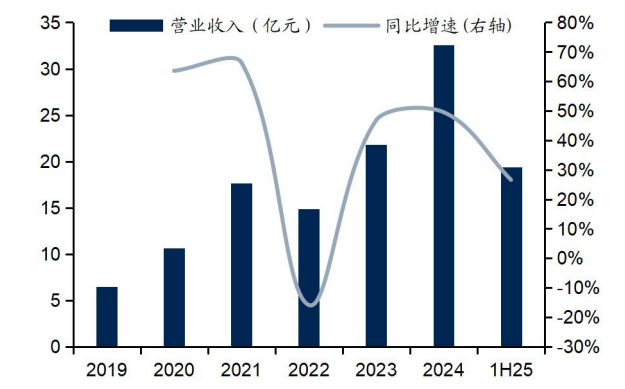


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

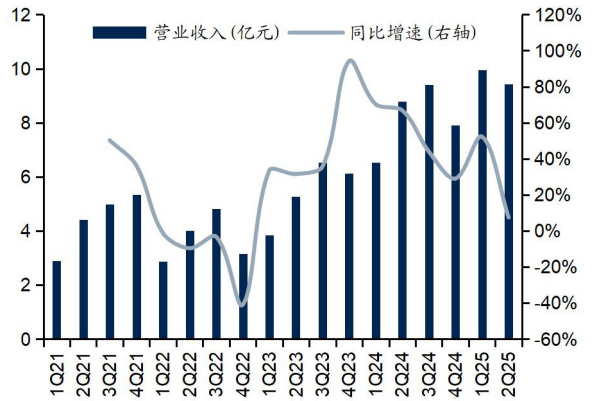
《恒玄科技（688608.SH）-国补与可穿戴助力业绩高增，2800全面落地AI端侧应用》——2025-05-05
《恒玄科技（688608.SH）-2Q24营收创历史新高，拓展新产品、新客户带来业绩增长》——2024-07-17
《恒玄科技（688608.SH）-营收创历史新高，6nm芯片今年量产》——2024-03-30

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



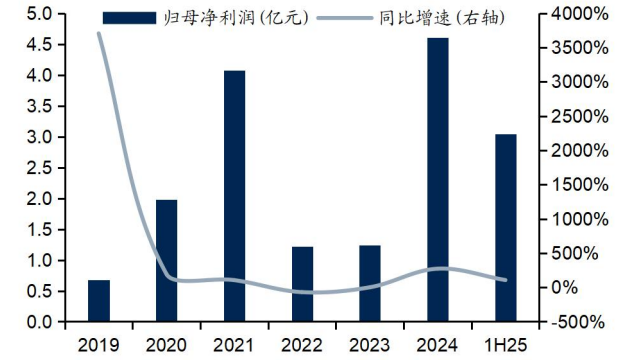
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



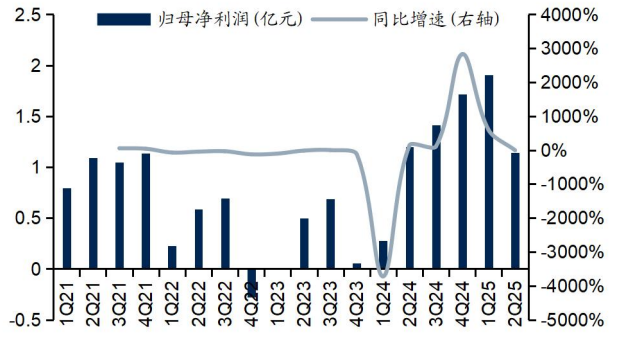
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



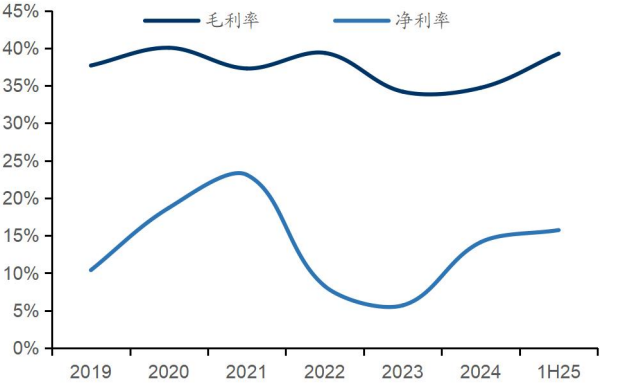
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）



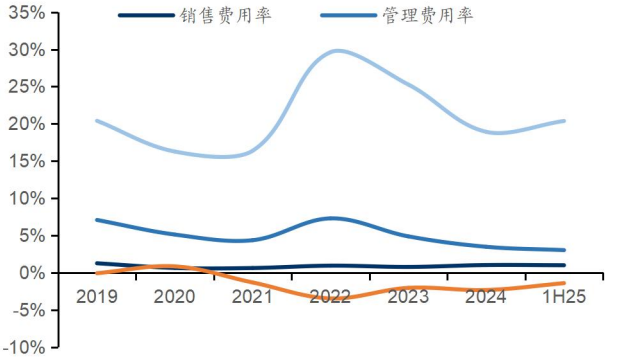
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2545	3816	4123	4580	5325
应收款项	412	386	505	649	841
存货净额	658	724	904	1154	1488
其他流动资产	2338	1391	1399	1410	1425
流动资产合计	**5953**	**6317**	**6931**	**7794**	**9078**
固定资产	125	282	421	547	652
无形资产及其他	142	121	116	111	106
其他长期资产	332	335	335	335	335
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**6551**	**7055**	**7803**	**8787**	**10171**
短期借款及交易性金融负债	10	36	57	34	42
应付款项	287	297	371	474	611
其他流动负债	147	200	250	318	409
流动负债合计	**444**	**533**	**678**	**827**	**1062**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	17	13	9	8
长期负债合计	**11**	**17**	**13**	**9**	**8**
负债合计	**454**	**550**	**691**	**836**	**1070**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	6097	6505	7112	7951	9101
负债和股东权益总计	**6551**	**7055**	**7803**	**8787**	**10171**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.03	3.84	6.61	9.14	12.53
每股红利	0.00	0.90	1.55	2.15	2.94
每股净资产	50.80	54.18	59.27	66.26	75.85
ROIC	2%	8%	13%	19%	24%
ROE	2%	7%	11%	14%	17%
毛利率	34%	35%	38%	38%	38%
EBIT Margin	0%	9%	14%	16%	18%
EBITDA Margin	4%	12%	15%	18%	19%
收入增长	47%	50%	31%	29%	30%
净利润增长率	1%	272%	72%	38%	37%
资产负债率	7%	8%	9%	10%	11%
息率	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%
P/E	430.9	115.7	67.1	48.6	35.4
P/B	8.7	8.2	7.5	6.7	5.9
EV/EBITDA	576.9	139.8	84.1	56.2	39.5

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**2176**	**3263**	**4269**	**5492**	**7113**
营业成本	1432	2130	2657	3401	4384
营业税金及附加	7	16	13	20	28
销售费用	17	33	33	40	46
管理费用	160	170	153	190	231
研发费用	550	617	808	935	1125
财务费用	(45)	(76)	(97)	(107)	(122)
投资收益	74	56	74	68	66
资产减值及公允价值变动	(81)	(37)	(3)	(3)	(3)
其他	78	70	24	24	23
营业利润	127	461	797	1101	1508
营业外净收支	(2)	1	(0)	(1)	0
利润总额	**124**	**462**	**796**	**1100**	**1508**
所得税费用	1	1	3	3	5
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**124**	**460**	**794**	**1097**	**1503**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	124	460	794	1097	1503
资产减值准备	79	(0)	0	0	0
折旧摊销	83	89	36	57	74
公允价值变动损失	2	3	3	3	3
财务费用	(11)	(15)	(97)	(107)	(122)
营运资本变动	286	12	(190)	(241)	(317)
其它	(93)	31	97	107	122
经营活动现金流	**470**	**580**	**643**	**916**	**1263**
资本开支	(194)	(171)	(171)	(179)	(174)
其它投资现金流	545	965	0	0	0
投资活动现金流	**351**	**794**	**(171)**	**(179)**	**(174)**
权益性融资	4	32	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(0)	(108)	(186)	(258)	(353)
其它融资现金流	(148)	(34)	21	(23)	8
融资活动现金流	**(143)**	**(110)**	**(165)**	**(280)**	**(345)**
现金净变动	**690**	**1281**	**307**	**457**	**745**
货币资金的期初余额	1845	2535	3816	4123	4580
货币资金的期末余额	2535	3816	4123	4580	5325
企业自由现金流	186	225	278	541	879
权益自由现金流	38	191	396	624	1009

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032