

688608.SH

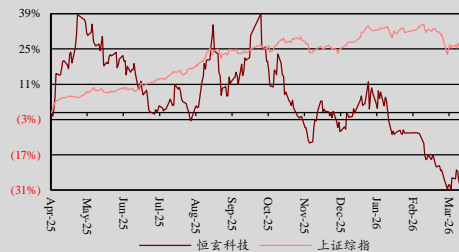
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 161.90

板块评级: 强于大市

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 绝对 | (32.3) | (14.2) | (28.7) | (55.7) |
| 相对上证综指 | (28.7) | (8.4) | (26.4) | (71.8) |

| | |
|-------------------|-----------|
| 发行股数 (百万) | 168.69 |
| 流通股 (百万) | 168.69 |
| 总市值 (人民币 百万) | 27,311.52 |
| 3个月日均交易额 (人民币 百万) | 863.51 |
| 主要股东 | |
| 汤晓冬 | 11.08% |

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2026年4月3日收市价为标准

相关研究报告

《恒玄科技》20250508
《恒玄科技》20241028

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子: 半导体

证券分析师: 苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080003

证券分析师: 茅珈恺

jiakai.mao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525110002

恒玄科技

营收结构优化, 平台化布局着眼未来成长空间

恒玄科技发布2025年年度报告。公司2025年营收结构呈现多元化趋势。TWS耳机和智能手表持续巩固细分市场地位, 公司前瞻性布局智能眼镜高增长赛道, 自研6nm SoC赋能端侧AI未来。维持增持评级。

支撑评级的要点

- **营收结构优化, 平台化转型增强经营韧性。**恒玄科技2025年营收35.25亿元, YoY+8%; 毛利率38.7%, YoY+4.0pcts; 归母净利润5.94亿元, YoY+29%。2025年公司产品不断升级, 营收结构趋于多元化。其中, 蓝牙音频芯片营收占比从62%下降至53%; 智能手表/手环芯片营收占比从32%小幅上升至35%; 智能硬件及其他芯片产品营收从6%上升至12%。营收结构的多元化和产品结构的升级, 提升了公司的经营韧性和抗风险能力。恒玄科技逐步向平台型芯片公司迈进。
- **TWS与智能手表双轮驱动, 技术领先巩固细分市场地位。**根据IDC数据, 2025H1中国蓝牙耳机出货量为5,998万台, YoY+8%, 其中TWS耳机依然是出货助力, 但是OWS耳机成为最大增量。蓝牙耳机市场转向细分品类驱动, 舒适佩戴和场景适配成为市场核心诉求。在TWS耳机领域, 公司以前瞻的产品定义和快速的响应能力, 较早推出支持双耳通话、集成主动降噪等功能的产品, 迅速抢占了品牌市场。根据IDC数据, 2025年中国腕戴设备市场出货量为7,390万台, YoY+21%; 其中智能手表市场出货量为5,061万台, YoY+17%; 其中手环市场出货量2,329万台, YoY+29%。智能手表/手环市场正在向AI集成、医疗健康服务、轻量化等趋势发展。2025年公司凭借在蓝牙、低功耗、高集成领域多年的技术积累, 成功推出业内第一颗运动手表主控芯片, 并在业内率先推出采用12nm和6nm先进工艺的新一代可穿戴主控芯片, 在智能手表市场份额快速提升。
- **前瞻性布局智能眼镜高增长赛道, 自研6nm SoC赋能端侧AI未来。**根据IDC预估, 2026年全球智能眼镜市场出货量将突破2,369万台, 其中中国智能眼镜市场出货量将突破492万台, 智能眼镜市场正式迈入规模化增长新阶段。IDC预估2026年智能眼镜市场中支持端侧AI的产品占比将超过30%, 支持语音助手大模型的占比将超过75%, 为复杂任务提供支持。2025年公司面向智能眼镜等低功耗智能终端市场研发了新一代智能旗舰可穿戴SoC芯片BES6100系列。该产品采用6nm先进工艺和混合系统架构, 兼顾高性能计算和超低功耗。其中, 低功耗域集成Wi-Fi6、蓝牙7.0、多核低功耗Cortex-M处理器、低功耗摄像头和显示模块、低功耗内存系统和RTC电源管理系统, 可高效支持语音和音频传输、语音唤醒、环境感知、姿态跟踪等全天候轻量级应用; 高性能域集成多核Cortex-A处理器、多核NPU和GPU, 综合算力相较于BES2800大幅提升, 可满足Linux/Android系统运行和端侧AI模型的推理需求。此外, 公司自研用于智能眼镜的低功耗高性能ISP技术, 凭借良好的硬件性能和深度定制的影像链路, 较好适配了AI眼镜对实时视觉感知和超清记录的需求。

估值

- 考虑到存储涨价对消费电子的负面影响, 我们预计2026年下游消费电子销量可能会同比下滑。我们下调公司2026/2027年EPS预估至3.69/5.49元, 并预估2028年EPS为6.62元。截至2026年4月3日收盘, 公司总市值约273亿元, 对应2026/2027/2028年PE分别为43.8/29.5/24.5倍。考虑到公司当前PE Bands位于历史偏低水平, 维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 行业需求不及预期。市场格局恶化。终端应用创新不及预期。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 主营收入(人民币 百万) | 3,263 | 3,525 | 3,727 | 4,845 | 5,643 |
| 增长率(%) | 49.9 | 8.0 | 5.7 | 30.0 | 16.5 |
| EBITDA(人民币 百万) | 436 | 590 | 667 | 967 | 1,127 |
| 归母净利润(人民币 百万) | 460 | 594 | 623 | 927 | 1,116 |
| 增长率(%) | 272.5 | 29.0 | 4.9 | 48.8 | 20.4 |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 2.73 | 3.52 | 3.69 | 5.49 | 6.62 |
| 原先预估摊薄每股收益(人民币) | | | 6.79 | 8.61 | |
| 调整幅度(%) | | | (45.6) | (36.3) | |
| 市盈率(倍) | 59.3 | 46.0 | 43.8 | 29.5 | 24.5 |
| 市净率(倍) | 4.2 | 3.9 | 3.7 | 3.4 | 3.2 |
| EV/EBITDA(倍) | 80.9 | 58.9 | 34.9 | 23.5 | 19.5 |
| 每股股息(人民币) | 2.0 | 1.4 | 1.5 | 2.2 | 2.6 |
| 股息率(%) | 0.6 | 0.6 | 0.9 | 1.3 | 1.6 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 3,263 | 3,525 | 3,727 | 4,845 | 5,643 |
| 营收 | 3,263 | 3,525 | 3,727 | 4,845 | 5,643 |
| 营业成本 | 2,130 | 2,161 | 2,272 | 2,952 | 3,433 |
| 营业税金及附加 | 16 | 12 | 11 | 15 | 17 |
| 销售费用 | 33 | 37 | 37 | 48 | 56 |
| 管理费用 | 113 | 115 | 119 | 150 | 169 |
| 研发费用 | 617 | 691 | 745 | 824 | 903 |
| 财务费用 | (76) | (40) | (43) | (52) | (62) |
| 其他收益 | 13 | 19 | 7 | 5 | 0 |
| 资产减值损失 | (34) | (32) | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | (3) | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 56 | 53 | 37 | 24 | 0 |
| 汇兑收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 461 | 595 | 629 | 936 | 1,127 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 462 | 595 | 629 | 936 | 1,127 |
| 所得税 | 1 | 1 | 6 | 9 | 11 |
| 净利润 | 460 | 594 | 623 | 927 | 1,116 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 460 | 594 | 623 | 927 | 1,116 |
| EBITDA | 436 | 590 | 667 | 967 | 1,127 |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 2.73 | 3.52 | 3.69 | 5.49 | 6.62 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 6,317 | 6,686 | 7,379 | 8,128 | 9,043 |
| 货币资金 | 3,816 | 3,536 | 4,285 | 4,845 | 5,643 |
| 应收账款 | 375 | 371 | 374 | 433 | 508 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 724 | 876 | 829 | 943 | 1,003 |
| 预付账款 | 3 | 6 | 4 | 9 | 6 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 1,399 | 1,898 | 1,887 | 1,899 | 1,884 |
| 非流动资产 | 737 | 832 | 754 | 685 | 643 |
| 长期投资 | 69 | 91 | 91 | 91 | 91 |
| 固定资产 | 145 | 137 | 228 | 257 | 249 |
| 无形资产 | 121 | 105 | 51 | 0 | 0 |
| 其他长期资产 | 402 | 498 | 384 | 337 | 302 |
| 资产合计 | 7,055 | 7,518 | 8,133 | 8,813 | 9,685 |
| 流动负债 | 533 | 448 | 591 | 711 | 912 |
| 短期借款 | 20 | 0 | 100 | 114 | 223 |
| 应付账款 | 297 | 229 | 232 | 277 | 333 |
| 其他流动负债 | 216 | 219 | 260 | 320 | 356 |
| 非流动负债 | 17 | 17 | 114 | 116 | 115 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 100 | 100 | 100 |
| 其他长期负债 | 17 | 17 | 14 | 16 | 15 |
| 负债合计 | 550 | 465 | 706 | 827 | 1,027 |
| 股本 | 120 | 169 | 169 | 169 | 169 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 6,505 | 7,053 | 7,428 | 7,986 | 8,658 |
| 负债和股东权益合计 | 7,055 | 7,518 | 8,133 | 8,813 | 9,685 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 460 | 594 | 623 | 927 | 1,116 |
| 折旧摊销 | 117 | 113 | 125 | 111 | 62 |
| 营运资金变动 | 9 | (480) | 97 | (83) | (25) |
| 其他 | (6) | 220 | (67) | (82) | (59) |
| 经营活动现金流 | 580 | 447 | 778 | 873 | 1,095 |
| 资本支出 | (171) | (156) | (64) | (34) | (24) |
| 投资变动 | 909 | (245) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 56 | (175) | 37 | 24 | 0 |
| 投资活动现金流 | 794 | (576) | (27) | (10) | (24) |
| 银行借款 | 20 | (20) | 200 | 14 | 109 |
| 股权融资 | (223) | (131) | (248) | (369) | (444) |
| 其他 | 93 | 29 | 46 | 50 | 63 |
| 筹资活动现金流 | (110) | (122) | (2) | (304) | (272) |
| 净现金流 | 1,264 | (252) | 750 | 559 | 799 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营收增长率(%) | 49.9 | 8.0 | 5.7 | 30.0 | 16.5 |
| 营业利润增长率(%) | 264.3 | 29.0 | 5.8 | 48.8 | 20.4 |
| 归属于母公司净利润增长率(%) | 272.5 | 29.0 | 4.9 | 48.8 | 20.4 |
| 息税前利润增长率(%) | (2,138.9) | 49.3 | 13.5 | 58.1 | 24.4 |
| 息税折旧前利润增长率(%) | 363.4 | 35.3 | 13.0 | 45.1 | 16.6 |
| EPS(最新股本摊薄)增长率(%) | 272.5 | 29.0 | 4.9 | 48.8 | 20.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 息税前利润率(%) | 9.8 | 13.5 | 14.5 | 17.7 | 18.9 |
| 营业利润率(%) | 14.1 | 16.9 | 16.9 | 19.3 | 20.0 |
| 毛利率(%) | 34.7 | 38.7 | 39.0 | 39.1 | 39.2 |
| 归母净利润率(%) | 14.1 | 16.9 | 16.7 | 19.1 | 19.8 |
| ROE(%) | 7.1 | 8.4 | 8.4 | 11.6 | 12.9 |
| ROIC(%) | 4.9 | 6.7 | 7.0 | 10.3 | 11.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 净负债权益比 | (0.6) | (0.5) | (0.5) | (0.6) | (0.6) |
| 流动比率 | 11.8 | 14.9 | 12.5 | 11.4 | 9.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 8.4 | 9.5 | 10.0 | 12.0 | 12.0 |
| 应付账款周转率 | 11.2 | 13.4 | 16.2 | 19.1 | 18.5 |
| 费用率 | | | | | |
| 销售费用率(%) | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 管理费用率(%) | 3.5 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 3.0 |
| 研发费用率(%) | 18.9 | 19.6 | 20.0 | 17.0 | 16.0 |
| 财务费用率(%) | (2.3) | (1.1) | (1.2) | (1.1) | (1.1) |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.7 | 3.5 | 3.7 | 5.5 | 6.6 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.4 | 2.6 | 4.6 | 5.2 | 6.5 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 38.6 | 41.8 | 44.0 | 47.3 | 51.3 |
| 每股股息 | 2.0 | 1.4 | 1.5 | 2.2 | 2.6 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E(最新摊薄) | 59.3 | 46.0 | 43.8 | 29.5 | 24.5 |
| P/B(最新摊薄) | 4.2 | 3.9 | 3.7 | 3.4 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 80.9 | 58.9 | 34.9 | 23.5 | 19.5 |
| 价格/现金流(倍) | 47.1 | 61.1 | 35.1 | 31.3 | 25.0 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371