

恒玄科技（688608）深度研究

# 可穿戴设备SoC独角兽，扩展AIoT能力圈开启新成长

2024年11月20日

## 【投资要点】

- ◆ 恒玄科技自2015年成立，快速成长为无线超低功耗计算SoC芯片的独角兽企业，在智能可穿戴市场表现突出。公司股权结构稳定，公司领导层拥有丰富的研发经验，助力公司快速发展。公司主营业务涵盖智能蓝牙耳机、智能手表手环、智能家居芯片等芯片，与全球主流品牌建立了合作关系。过去五年间，公司蓝牙音频芯片收入增长显著，虽然在2022-2023年公司业绩遭遇下滑，但2024年以来，公司业绩随市场回暖而复苏，公司毛利率和净利率止跌回升，费用率下降，研发投入持续增加，库存周转天数回到合理水平。
- ◆ 蓝牙耳机SoC市场份额领先，品牌客户带动需求增加。蓝牙耳机市场正经历复苏，2024年第二季度TWS耳机出货量增长显著。随着技术进步，市场对价格合理且音质优良的品牌产品需求增加，因此市场呈现出白牌退出品牌商份额提升的趋势。公司主要与品牌客户合作，我们认为公司市占率有进一步提高的机会。公司新品2800系列芯片开始商用，具有低功耗和高性能特点，随着客户新产品的推出，公司产品有望迎来新一轮结构性增长。此外，与AI功能的结合和助听器功能也成为TWS耳机发展的新方向，恒玄科技有望在未来新产品上导入。
- ◆ 延续智能穿戴技术优势，智能手表开启第二成长曲线。全球可穿戴式腕带设备市场稳中有进，其中公司的重要客户华为和小米表现突出。恒玄科技在智能手表SoC市占率有较大提升空间，Counterpoint市场研究机构预计，得益于华为和小米智能手表在中国市场的广泛采用，恒玄市场份额将实现快速增长。由于智能手表对性能要求高，恒玄2700系列芯片实现了快速导入。随着健身、健康监测需求增长，对高端SoC的需求上升，恒玄新一代6纳米制程的2800芯片有望推动公司扩大市场份额。
- ◆ 拓展能力圈，AIoT领域多点开花。全球智能家居市场持续增长，智能音箱作为重要一环，AI技术有望成为智能音箱市场成长的新引擎。恒玄科技在智能家居芯片领域表现突出。BES2600系列芯片集成ARM Cortex-A系列CPU，支持鸿蒙系统，支持连接显示和摄像头，展现公司在AIoT和可穿戴平台的能力。公司成功切入WiFi市场，开发并量产低功耗Wi-Fi6芯片，降低成本并优化功耗和延时。智能眼镜作为新兴增长点，AI技术为其注入新活力，恒玄科技的自研语音识别技术已集成到BES2700系列芯片平台，并应用于智能眼镜等设备。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（上调）

## 东方财富证券研究所

证券分析师：李双亮

证书编号：S1160524100007

联系人：袁泽生

电话：021-23586475

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	30294.70
流通市值（百万元）	30294.70
52周最高/最低（元）	286.38/98.38
52周最高/最低（PE）	205.67/76.22
52周最高/最低（PB）	5.28/1.99
52周涨幅（%）	77.06
52周换手率（%）	312.22

## 相关研究

《24Q3单季度收入创新高，智能手表开启新成长曲线》

2024.10.29

《产品结构逐步多元化，纵深发展智能可穿戴与智能家居设备领域》

2023.03.30

## 【投资建议】

- ◆ 恒玄科技产品技术先进性和市场覆盖率位居行业前列，毛利率水平亮眼，多年来成为了智能蓝牙耳机 SoC 市场的领导者，并成为了智能手表 SoC 市场的有力竞争者，开启新成长曲线。综合考虑公司的业务发展情况，我们调整此前盈利预测，预计 2024-2026 年营收分别为 33.24/42.31/51.74 亿元，归母净利润分别为 4.08/6.08/8.54 亿元，对应 EPS 分别为 3.39/5.06/7.11 元，对应 PE 分别为 69/47/33 倍。
- ◆ 我们采用相对估值法对公司市值进行估算，由于公司为 Fabless 的芯片设计企业，我们选取的可比公司为下游行业类似的无晶圆半导体设计厂，全志科技、瑞芯微、乐鑫科技和晶晨股份。由于公司在 2022-2023 年业绩经历下滑，目前处于快速恢复期，利润增速较快，可比公司 2025 年 PEG 倍数平均为 1.01，我们预测公司 2025 年利润增速为 49%，对应 2025 年 PE 为 50 倍。考虑到公司卡位 AI 端侧设备 SoC，AI 智能体眼镜与耳机处于爆发前期，我们给予恒玄科技一定估值溢价空间，给予公司 2025 年 60 倍 PE，对应未来 12 个月目标价 304 元，上调给予“买入”评级。

## 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2176.28	3324.11	4230.67	5174.31
增长率(%)	46.57%	52.74%	27.27%	22.30%
EBITDA（百万元）	130.48	439.13	642.27	883.24
归属母公司净利润（百万元）	123.63	407.54	607.65	853.98
增长率(%)	0.99%	229.66%	49.10%	40.54%
EPS(元/股)	1.03	3.39	5.06	7.11
市盈率 (P/E)	149.21	69.43	46.56	33.13
市净率 (P/B)	3.04	4.38	4.05	3.65
EV/EBITDA	122.53	57.56	38.12	26.54

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ **市场风险**：公司在推广新产品时可能面临挑战，若未能紧密跟踪行业动态并及时调整策略，或在竞争对手的技术革新面前反应迟缓，可能无法充分满足市场的新需求，导致竞争力下降，进而影响公司的持续发展。
- ◆ **研发投资风险**：新产品的研发需要投入大量资金和人力资源，公司致力于预研下一代产品以保持业务的健康发展和产品的市场领先地位。如果研发的产品未能满足市场需求，不仅会影响销售和市场竞争能力，还可能导致宝贵的研发资源被浪费。
- ◆ **市场竞争风险**：公司所在的产品市场竞争非常激烈，若新推出的芯片产品不能迅速响应市场变化，可能会对公司的销量、产品定价和毛利率造成负面影响。同时，国内外竞争对手的激烈竞争也使得公司面临更大的市场竞争压力。
- ◆ **外汇波动风险**：由于公司在境外有大量的销售和采购活动，且主要采用美元进行结算，因此汇率的波动会直接影响公司的财务表现。政治和经济环境的变动带来的汇率不确定性。

## 1、关键假设

我们的盈利预测基于如下假设：

**营业收入：**我们将公司业务按芯片用途进行划分，将公司业务分为普通蓝牙芯片、智能蓝牙芯片、其他芯片。

**普通蓝牙芯片：**蓝牙耳机出货量在 2024 年以来呈现出复苏的态势，行业库存水平恢复至正常水位，同时白牌耳机份额萎缩，而公司下游的品牌客户快速占据这部分市场份额，因此 2024 年公司业务出现快速增长。我们考虑到普通蓝牙芯片性能相对低，匹配白牌市场切换而来的份额，预计 2024-2026 年普通蓝牙芯片收入分别为 4.78/5.33/5.86 亿元。

**智能蓝牙芯片：**公司新品 BES2700 和 BES2800 系列先后上市，预计随着 AI 功能对端侧芯片的要求提高，以及下游品牌客户旗舰产品升级，智能蓝牙芯片的需求会增加，同时高端型号的占比也会有结构性优化。预计 2024-2026 年智能蓝牙芯片收入分别为 16.45/19.94/24.34 亿元。

**其他芯片：**包括公司的智能手表手环芯片，智能家居芯片，Type-C 音频芯片和 WiFi 芯片。智能手表手环是公司发力的战略方向，延续公司在智能穿戴 SoC 的优势，我们认为智能手表手环芯片业务将成为公司的新成长曲线。此外，AIGC 成为智能家居的重要发展方向，公司低功耗 SoC 产品具有优势，预计 2024-2026 年其他芯片收入分别为 12.01/17.04/22.32 亿元。

**毛利率：**

**普通蓝牙芯片：**上游晶圆代工降价有助毛利率提高，同时伴随低端产品年降，我们预测 2024-2026 年毛利率 29.19%/29.19%/29.19%。

**智能蓝牙芯片：**上游成本下降，高端产品和新工艺节点产品份额逐步提升，伴随着规模效益带来毛利率提升，预测 2024-2026 年毛利率 33.89%/34.39%/34.89%。

**其他芯片：**智能手表手环产品占比提高带来毛利率结构性提升，预测 2024-2026 年毛利率 35.79%/36.18%/36.43%。

## 2、潜在催化

- ◆ **可穿戴设备市场快速恢复成长。**目前智能耳机和智能手表手环为主的可穿戴市场仍未完全恢复至 2021 年的高位水平，如果行业快速恢复并重拾成长性，公司在可穿戴设备 SoC 市场有较高份额，会因此受益。
- ◆ **AI 应用在可穿戴设备爆发。**随着大模型落地端侧设备，AI 赋能的可穿戴设备将实现更广泛的应用场景，AI 功能对边缘算力和端侧 SoC 提出了更高的要求，公司有望因此受益。
- ◆ **新产品放量。**公司 WiFi 单品被应用在全新消费电子场景，未来有机会应用在更多客户和更多产品上。

## 正文目录

1. 公司概况：无线音频 SoC 独角兽重返增长快车道	6
1.1. 发展历程：无线音频 SoC 独角兽，研发创新能力突出	6
1.2. 主营业务：立足蓝牙音频多元拓展，深化品牌客户关系	7
1.3. 财务分析：行业复苏助营收增长，费用控制拓宽盈利空间	9
2. 蓝牙耳机芯片：市场份额有望提升+新品导入，量价齐升	12
2.1. 行业：TWS 耳机加速复苏，安卓系品牌市场份额提升	12
2.2. 公司：TWS 耳机 SoC 份额第二，产品迭代高端化	14
2.3. 成长逻辑：白牌萎缩趋势利于份额提升，2800 芯片开始导入	17
2.3.1 苹果和白牌市场份额向安卓份额集中	17
2.3.2 新品 2800 系列开启商用，助听器功能提升价值量	17
3. 智能手表芯片：技术与客户一脉相承，第二成长曲线开启	19
3.1. 行业：腕带设备市场企稳复苏，安卓系品牌表现突出	19
3.2. 公司：恒玄手表 SoC 潜力强，借助安卓生态拓展市场份额	20
3.3. 成长逻辑：重要客户畅销，丰富功能推动高端 SoC 需求	22
4. 其他芯片：外扩能力圈，智能家居与 WiFi 芯片潜力十足	23
4.1. 智能家居芯片：AIGC 有望成为智能音箱市场成长新引擎	23
4.2. WiFi 芯片：低功耗 WiFi 完善公司 SoC 设计的全面能力	24
4.3. 智能眼镜：有望成为下一个高增长的可穿戴品类	25
5. 关键假设与盈利预测	26
5.1. 盈利预测	26
5.2. 相对估值和投资建议	27
6. 风险提示	28

## 图表目录

图表 1：恒玄科技公司发展历程	6
图表 2：恒玄科技股权架构	7
图表 3：恒玄科技董事长和副董事长工作经历	7
图表 4：恒玄科技产品矩阵	8
图表 5：恒玄科技部分客户	9
图表 6：2019-2023 年恒玄科技营业收入按产品分	9
图表 7：2019-2023 年恒玄科技分产品毛利率	9
图表 8：恒玄科技历年营业总收入和增速	10
图表 9：恒玄科技历年归母净利润和增速	10
图表 10：恒玄科技历年毛利率与净利率变化	11
图表 11：恒玄科技历年各项费用率变化	11
图表 12：恒玄科技 2019-2024 前三季度存货周转天数	11
图表 13：不同形态蓝牙耳机优缺点对比	12
图表 14：全球个人智能音频和 TWS 耳机出货量及增速	13
图表 15：全球 TWS 耳机季度出货量及增速	13
图表 16：2019Q1-2024Q2 分季度全球 TWS 耳机品牌市场份额	13
图表 17：2024 年 1-8 月中国蓝牙耳机市场主要形态出货量	14
图表 18：2023Q4-2024Q1 全球 TWS 耳机各地区销量占比变化	14
图表 19：恒玄科技 BES2800HP 系统框图	14
图表 20：恒玄科技 BES2800HP 特性/规格	14

图表 21: TWS 耳机 BOM 清单 .....	15
图表 22: 2023 年全球 TWS 耳机主控芯片厂商品牌市场份额.....	16
图表 23: 2023 年部分搭载恒玄主控蓝牙音频芯片应用案例统计.....	16
图表 24: 2022H1 vs 2023H1 全球 TWS 耳机市场份额按价格段分（基于零售价格） .....	17
图表 25: 2022H1 vs 2023H1 全球 TWS 耳机市场增速按价格段分（基于零售价格） .....	17
图表 26: 三星 Galaxy Buds 3 Pro .....	18
图表 27: AirPods Pro2 与天籁 inside 方案助听功能支持项对比.....	18
图表 28: 全球可穿戴式腕带设备出货量及增速.....	19
图表 29: 全球可穿戴式腕带设备季度出货量按品类分.....	19
图表 30: 全球可穿戴式腕带设备品牌市场份额.....	20
图表 31: 2024Q2 全球可穿戴腕带设备出货量占比按品类分.....	20
图表 32: 中国和海外智能手表出货量份额按操作系统分.....	20
图表 33: 2023Q2 vs 2024Q2 中国智能手表各价格段销量对比.....	20
图表 34: 谷歌 Pixel Watch 拆解物料清单.....	21
图表 35: 2023 年全球智能手表主控芯片厂商市场份额.....	21
图表 36: 2024 年恒玄科技部分智能手表主控芯片应用案例.....	21
图表 37: 2024Q1 全球智能手表畅销机型统计.....	22
图表 38: 全球智能家居设备出货量预测.....	23
图表 39: 恒玄科技部分智能音箱应用案例.....	23
图表 40: Wi-Fi 芯片市场规模预测.....	24
图表 41: 不同代际 Wi-Fi 芯片出货量预测.....	24
图表 42: 2024 年 Q3 全球 AR 季度销量统计.....	25
图表 43: 盈利预测.....	26
图表 44: 可比公司估值比较表（按照 2024 年 11 月 19 日收盘价） .....	27

## 1. 公司概况：无线音频 SoC 独角兽重返增长快车道

### 1.1. 发展历程：无线音频 SoC 独角兽，研发创新能力突出

**成长快速的 SoC 设计独角兽。**恒玄科技自 2015 年成立以来，一直深耕于超低功耗技术、智能音视频交互技术以及无线通信连接技术的开发。公司致力于开发面向智能可穿戴设备和智能家居市场的无线超低功耗计算 SoC 芯片。恒玄科技拥有一支由射频/模拟/电源管理、无线通信、声学/音频、图像/视觉、NPU 技术、超低功耗 SoC 以及完整软件协议栈和复杂操作系统等领域的专家组成的研发团队。公司的产品已经成功进入国内外知名厂商的供应链，并在无线超低功耗计算 SoC 芯片领域占据领先地位。

作为一家芯片设计公司，恒玄科技的目标是成为全球最具创新力的企业之一。公司通过前瞻性的研发和专利布局，持续的技术积累，以及快速的产品迭代和灵活的客户服务，不断推出业界领先的产品和解决方案，巩固其在无线超低功耗计算 SoC 芯片领域的领导地位。

图表 1：恒玄科技公司发展历程

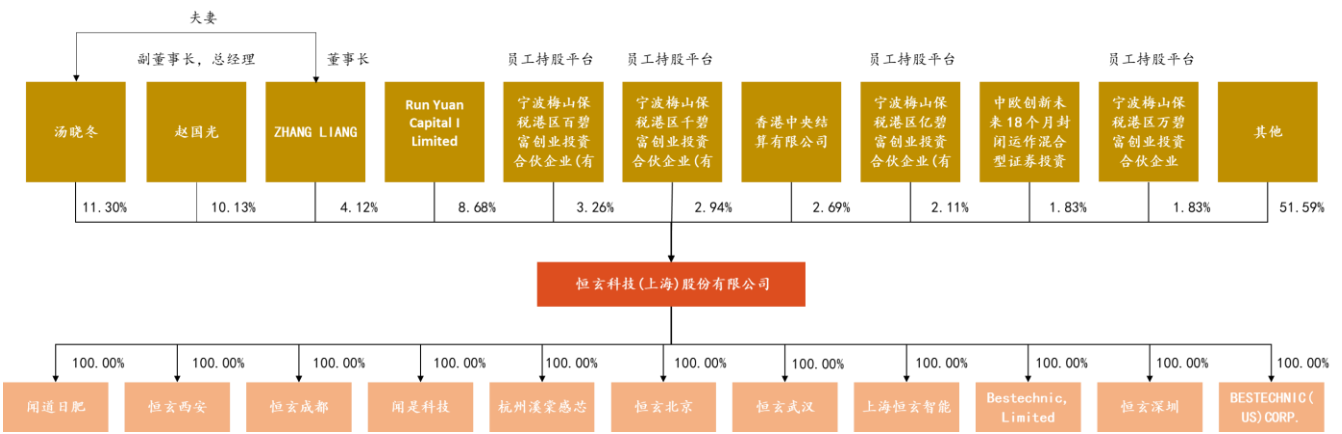


资料来源：恒玄科技公司官网，东方财富证券研究所

**公司股权结构稳定。**恒玄科技的实际控制人为 Liang Zhang、汤晓冬、赵国光，三人为一致行动人，截至 2024 年中报，三人合计持有公司 25.55% 的股份，其中 Liang Zhang 及汤晓冬为夫妻关系。宁波百碧富、宁波千碧富、宁波万碧富、宁波亿碧富为员工持股平台，合计持股比例为 9.56%。

**开展股权激励计划。**公司在 2023 年 8 月开展股权激励计划，计划面向不超过 239 位员工授予股票数量不超过 232.91 万股，约占公司总股本的 1.94%，首次授予部分限制性股票的授予价格为每股 65 元。激励计划在业绩考核的目标值为，以 2020-2022 年营收均值为基数，要求 2023-2026 年每年的收入增长不低于 10%、17.5%、35%和 50%，或者，2024-2026 年可以采用近两年、近三年和近四年的平均营收，相对基数的增长分别不低于 17.5%、23%和 30%。

图表 2：恒玄科技股权架构



资料来源：Choice 十大股东明细，Choice 参股控股子公司，东方财富证券研究所（注：截至 2024 年半年报）

公司领导层研发经验丰富。董事长 Liang Zhang 先生曾在 Rockwell Semiconductor Systems、Marvell Technology Group Ltd.和 Analogix Semiconductor, Inc.担任工程师和设计经理，还任锐迪科微电子的工程副总裁。副董事长、总经理赵国光先生曾在 RFIC Inc.和锐迪科微电子担任工程师、设计经理、运营总监及运营副总裁，积累了大量行业经验。其他管理层成员和核心研发人员均来自锐迪科、美光等知名企业，他们的专业背景为公司的快速发展提供了坚实的支持。

图表 3：恒玄科技董事长和副董事长工作经历

姓名	主要工作经历
Liang Zhang	Liang Zhang 先生，1974 年出生，美国国籍，硕士研究生学历，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	赵国光先生，1977 年出生，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。

资料来源：恒玄科技 2023 年年报，东方财富证券研究所

### 1.2. 主营业务：立足蓝牙音频多元拓展，深化品牌客户关系

恒玄科技立足超低功耗技术、智能音视频交互技术和无线通信连接技术，产品根据应用可以分为四大类：(1) 智能音频芯片：包括 TWS/OWS 耳机芯片、头戴耳机芯片、无线音箱芯片和 Type-C 音频芯片；(2) 智能可穿戴芯片：包括智能手表芯片、智能眼镜芯片；(3) 智能家居芯片，包括智能音箱芯片、智能显示芯片、智能语音芯片；(4) 无线连接芯片：包括 Wi-Fi/BT 连接芯片和蓝牙连接芯片。公司销售的主流芯片型号包括了 BES2600 系列、BES2700 系列和 BES2800 系列。

图表 4：恒玄科技产品矩阵

产品大类	应用场景	应用芯片	应用案例
智能音频芯片	TWS/OWS耳机	BES 2600/2710/2700/2800系列	
	头戴耳机	BES 2710/2700/2800系列	
	无线音箱	BES 2600/2710系列	
	Type-C音频	BES 3001/3002/3303系列	
智能可穿戴芯片	智能手表	BES 2710/2700/2800系列	
	智能眼镜	BES 2700/2800系列	
智能家居芯片	智能音箱	BES 2600系列	
	智能显示	BES 2600/2700系列	
	智能语音	BES 2600系列	
无线连接芯片	Wi-Fi/BT连接	BES 2610系列	
	蓝牙连接	BES 2700/2800系列	

资料来源：恒玄科技公司官网，东方财富证券研究所

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、华为、vivo 等全球主流安卓手机品牌，（2）哈曼、安克创新、漫步者、万魔等专业音频厂商，（3）阿里、百度、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。

图表 5：恒玄科技部分客户

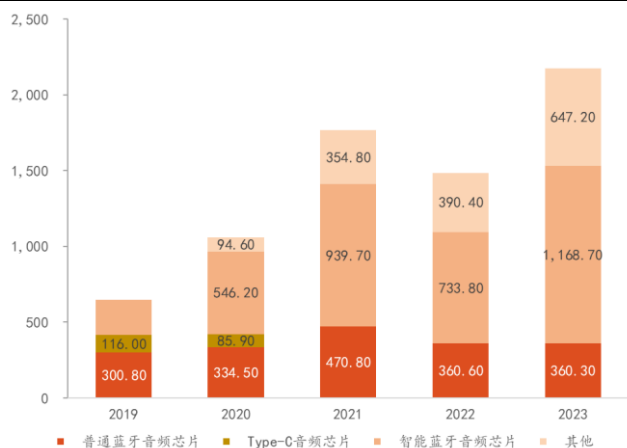


资料来源：恒玄科技公司年报，东方财富证券研究所

收入方面，普通蓝牙音频和智能蓝牙音频芯片是构成收入的主要部分，其他芯片增长快速。2019-2023 年，普通蓝牙音频芯片收入从 3.0 亿增长至 3.6 亿元，年复合增长率为 4.6%，占收入比例从 46.4% 下降到 16.6%。智能蓝牙音频芯片同期收入从 2.3 亿快速增长至 11.7 亿元，年复合增长率为 49.8%，占收入比重从 35.8% 提升到 53.7%。其他芯片 2020 年收入为 0.95 亿元，到 2023 年成为 6.5 亿元，年复合增长率为 89.8%，2023 年占收入比重为 29.70%，成为收入重要组成部分。

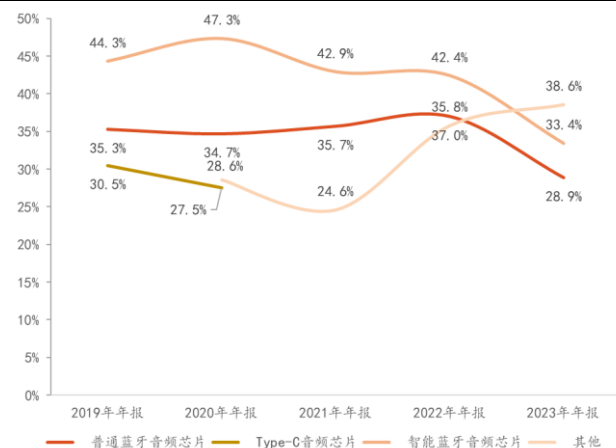
毛利率分产品来看，蓝牙音频芯片毛利率有所下降，2019-2023 年普通蓝牙音频芯片毛利率分别为 35.3%/34.7%/35.7%/37.0%/28.9%，智能蓝牙音频芯片毛利率为 44.3%/47.3%/42.9%/42.4%/33.4%，2020 年以来其他芯片毛利率分别为 28.6%/24.6%/35.8%/38.6%。

图表 6：2019-2023 年恒玄科技营业收入按产品分



资料来源：Choice 恒玄科技主营构成-按产品分，东方财富证券研究所

图表 7：2019-2023 年恒玄科技分产品毛利率



资料来源：Choice 恒玄科技主营构成-按产品分，东方财富证券研究所

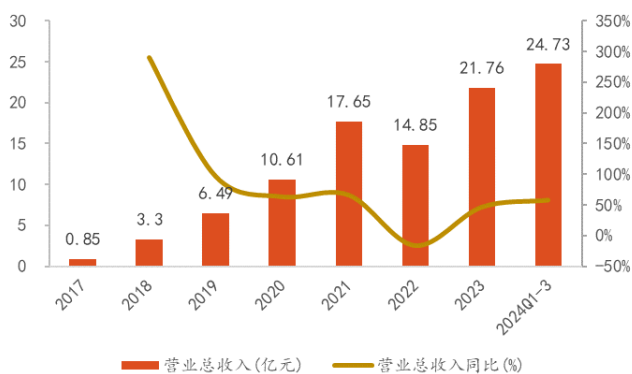
### 1.3. 财务分析：行业复苏助营收增长，费用控制拓宽盈利空间

2023 年以来市场回暖带来业绩复苏，2024Q1-Q3 延续增长态势。2017-2021 年，公司的营业总收入连续高增长，公司不断向市场推出有竞争力的新产品和解决方案，并拓展客户深度和广度，收入从 0.85 亿元增长至 17.65 亿元，年复合增长率达到 113.5%。2022 年，消费电子市场需求因宏观经济放缓、国际政治冲突和行业周期等因素而整体疲软，部分新产品发布延期，公司营收下滑。2023 年得益于全球经济复苏和消费市场回暖，以及公司新一代 BES2700 系列可

穿戴主控芯片的广泛应用，公司营收恢复增长，并在 2024 年延续复苏增长态势。2021-2024 前三季度公司实现营业总收入分别为 17.65/14.85/21.76/24.73 亿元，同比增速分别为 66.36%/-15.89%/46.57%/58.12%。

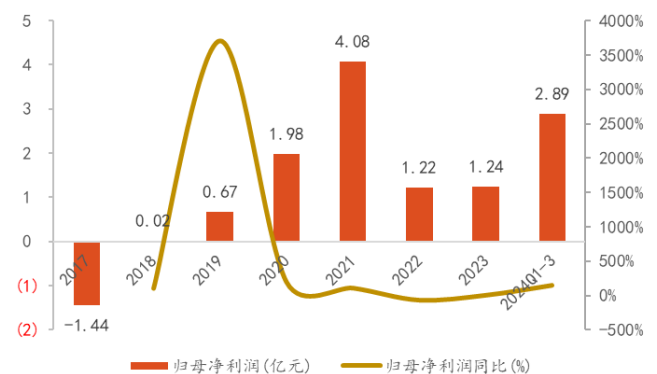
**2024 年前三季度盈利能力修复明显。**2017 至 2021 年间，公司发展较快，净利润从-1.44 亿元增长至 4.08 亿元。2022 年受宏观因素影响，公司营收下滑，但研发费用等投入增加，导致公司净利率下滑明显。尽管 2023 年消费电子市场逐步回暖，但由于毛利率持续承压和研发投入的持续增加，公司净利润恢复不明显。2024 年上半年以来，得益于营收增长带来的规模效应，期间费用率下降，公司的盈利能力明显增强。2021-2024 年前三季度公司实现归母净利润分别为 4.08/1.22/1.24/2.89 亿元，同比增速分别为 105.51%/-69.97%/0.99%/145.47%。

图表 8：恒玄科技历年营业总收入和增速



资料来源：Choice恒玄科技-财务摘要，东方财富证券研究所

图表 9：恒玄科技历年归母净利润和增速

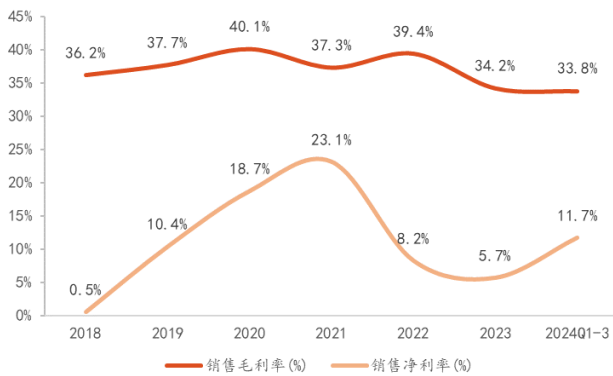


资料来源：Choice恒玄科技-财务摘要，东方财富证券研究所

**毛利率与净利率止跌回升。**2017 至 2022 年间，毛利率维持在 35%-40% 区间，2021-2024 前三季度，公司毛利率分别为 37.3%/39.4%/34.2%/33.8%。2023 年以来，由于上游成本上涨，同时消费电子产品单价下降，公司的毛利率承压。但 2024 年第三季度，公司毛利率继续恢复，销售毛利率 34.68%，环比第二季度提升 1.29 个百分点。由于公司产品结构的变化和上游成本的下降，销售毛利率逐季改善。2024 前三季度净利率止跌回升，2021-2024 前三季度，公司净利率分别为 23.1%/8.2%/5.7%/11.7%。2023 年以来，消费电子行业逐步进入复苏周期，公司也在成本控制方面做出了努力，营收增长带来规模效率降低区间费用率，共同作用之下，净利率恢复。

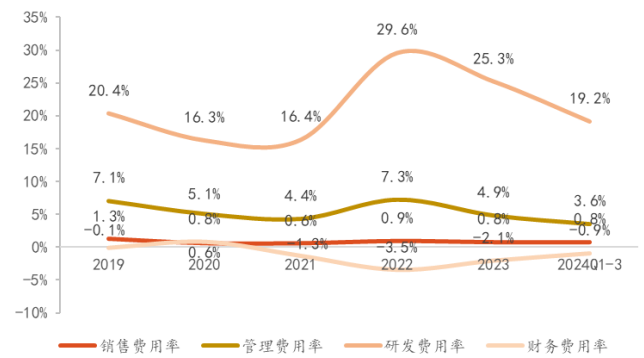
**总费用率稳中有降，研发费用率下降打开利润空间。**公司总费用率下降明显，2024 年前三季度，公司整体费用率为 22.57%，相比 2023 年底下降 6.3 个百分点，其中销售费用率为 0.8%，同比上年持平，管理费用率 3.6%，下降 1.3 个百分点，研发费用率为 19.2%，下降 6.1 个百分点，财务费用率-0.9%，上升 1.1 个百分点。2024 年上半年，公司共有研发人员 571 人，较上期同期增加 60 人，研发费用同比增长 8647.31 万元，增幅 36.76%。其中，研发人员薪酬及股份支付费用和研发工程费分别同比增长 5147.33 万元和 3230.86 万元。公司保持高强度研发投入，持续加强公司科技创新能力，提升公司的核心竞争力。同时，公司营收增速高于研发费用增速，使得研发费用率下降，扩大了公司净利润空间。

图表 10：恒玄科技历年毛利率与净利率变化



资料来源：Choice恒玄科技-财务摘要，东方财富证券研究所

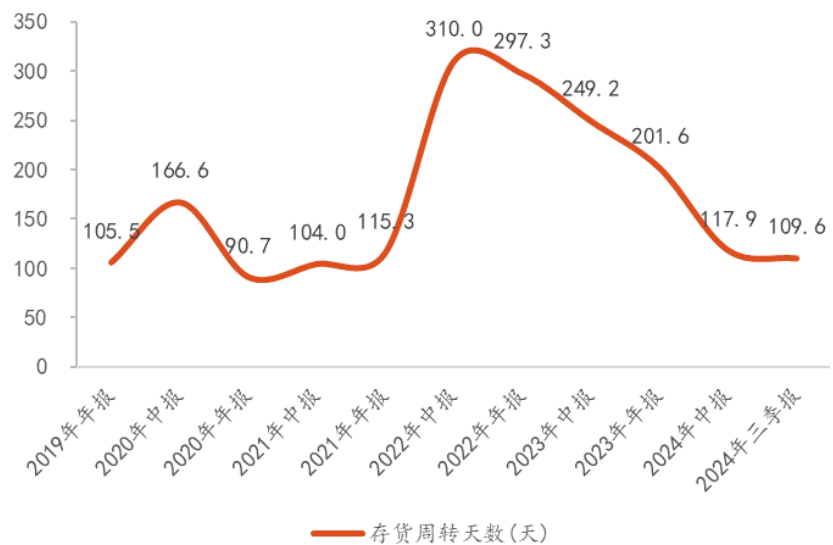
图表 11：恒玄科技历年各项费用率变化



资料来源：Choice恒玄科技-财务摘要，东方财富证券研究所

半导体行业去库存进入尾声，营运能力明显改善。全球半导体行业在 2022-2023 年经历了去库存周期，2021 年中报公司的库存周转天数为 115.3 天，在 2022 年中报升至 310.0 天。2023 年以来随着行业逐步去库存和下游消费电子的逐渐复苏，半导体行业库存水平改善，公司的库存周转天数连续下降，2024 年三季度报库存周转天数下降至 109.6 天，回到合理水平。

图表 12：恒玄科技 2019-2024 前三季度存货周转天数



资料来源：Choice 恒玄科技-财务分析，东方财富证券研究所

## 2. 蓝牙耳机芯片：市场份额有望提升+新品导入，量价齐升

### 2.1. 行业：TWS 耳机加速复苏，安卓系品牌市场份额提升

蓝牙耳机根据形态可以主要分为真无线耳机、开放式耳机、颈带耳机和头戴式耳机四大类。


**(1) 真无线耳机：**即 TWS (True Wireless Stereo) 耳机，最主要的特征是两只耳机独立存在，完全摒弃了线材连接的方式，但其音质、续航、延迟等问题备受诟病；

**(2) 开放式耳机：**即 OWS 耳机 (Open Wearable Stereo)，其特点是在耳道外利用定向单元技术将声音送入耳中，由于无需入耳佩戴，因此会减少对耳道压迫，佩戴更加舒适，适合长时间佩戴，但其缺点是隔绝噪音的难度更大。

**(3) 颈带耳机：**拥有连接两个听筒的颈带，可挂在脖子上使用，特点在于其便携性和适合运动使用，优点包括轻便、不易掉落、价格亲民、防水和长续航，缺点是颈带可能影响外观。

**(4) 头戴式耳机：**其内含较大尺寸的驱动单元和电池模块，可以带来更好的音质体验和超长的续航，缺点是体积和重量较大，长时间佩戴会有压头感，且收纳不方便，便携性一般。

图表 13：不同形态蓝牙耳机优缺点对比

耳机类型	优点	缺点	代表产品
真无线耳机	完全摒弃了线材连接，佩戴灵活便捷，搭配主动降噪功能	音质较差，续航较短，延迟较高	
开放式耳机	灵活便捷，佩戴舒适	难以实现主动降噪	
颈带耳机	灵活便捷，不易掉落，续航相对较长，价格低	影响外观，收纳相对不便	
头戴式耳机	音质好，续航长	体积重量较大，不适合长期佩戴，收纳不便	

资料来源：恒玄科技公司官网，我爱音频网，Cleer 公司官网，影音中国，东方财富证券研究所

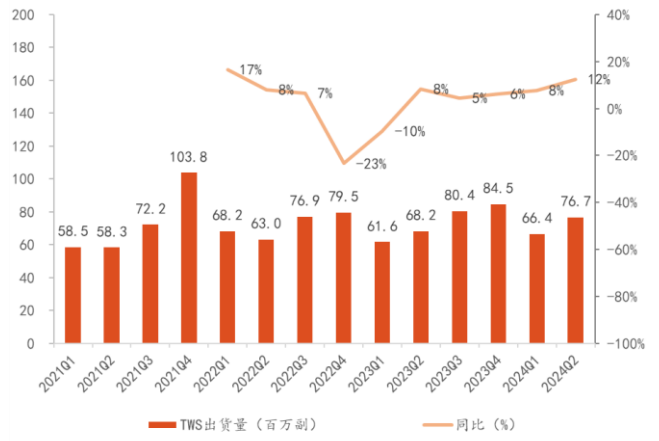
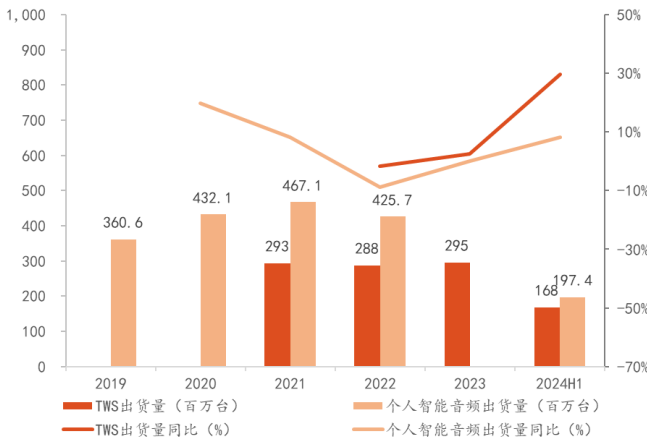
**个人智能音频市场爆发期已过，TWS 耳机渗透率高。**2016 年，Airpods 问世，开启了耳机的无线智能化时代，TWS 开始爆发。根据 Counterpoint 和 canalis 市场研究机构数据，2017 年全球 TWS 耳机的出货量仅有 918 万副，到 2023 年出货量达到了 2.95 亿副。个人智能音频出货量增长已过高峰期，2019-2022 年间出货量从 3.60 亿副增长至 4.26 亿副，2024 年上半年出货量为 1.97 亿副，同比增长 8.2%。TWS 耳机为个人音频市场中最主要产品，2024 年上半年出货量为 1.43 亿副，同比增长 10.2%，占个人智能音频出货量的 72.5%。

**TWS 耳机出货量经历短暂下滑后回暖。**受到消费电子产品需求较弱及 TWS 耳机渗透率已较高双重影响，2022Q4 和 2023Q1，全球 TWS 耳机出货量出现了同比下降。在 2023 年第二季度以来，TWS 耳机出货量同比增速回正，且在 2024

年以来连续两个季度录得两位数增长，显示出市场正在加速回归到增长水平。

图表 14：全球个人智能音频和 TWS 耳机出货量及增速

图表 15：全球 TWS 耳机季度出货量及增速

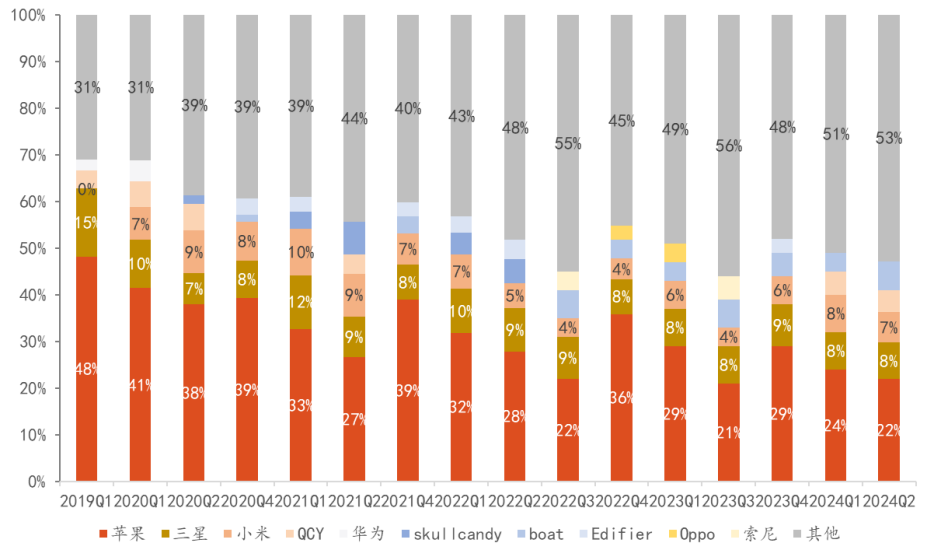


资料来源：Canalys 市场研究机构，东方财富证券研究所

资料来源：Canalys 市场研究机构，东方财富证券研究所

**苹果 TWS 耳机市场份额第一，安卓系市场份额提升。**苹果作为 TWS 耳机行业的开创者和领导者，凭借 AirPods 与苹果产品之间的生态协同，以及自主研发的高性能芯片带来低延迟和更佳音质，在用户体验上领先对手，因而在早期市场获取了较高的市场份额。但随着三星、小米等手机厂商在耳机芯片和用户体验上对苹果进行追赶，以及索尼、漫步者专业音频厂商的 TWS 产品的推出，苹果市场份额遭受挤压，安卓系市场份额提升。根据 Canalys 数据，2024 年第二季度，苹果在 TWS 耳机出货量为 1680 万台，市场的份额降至 21.9%，三星/小米/BoAt/华为位居第二至第五，出货量分别为 600/500/470/370 万台，分别占据市场份额的 7.8%/6.5%/6.1%/4.8%。

图表 16：2019Q1-2024Q2 分季度全球 TWS 耳机品牌市场份额

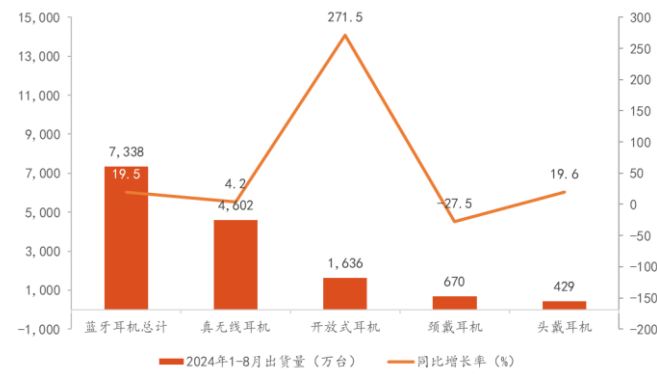


资料来源：Statista 数据库，Canalys 市场研究机构，东方财富证券研究所

**新技术新产品发布，用户换机时间节点到达。**TWS 在 2019 年后广受用户欢迎，蓝牙耳机正常使用寿命在 2-3 年，2024 年随着 Galaxy Buds3 Pro 和 AirPods 4 等重磅新产品的推出，我们预计市场将迎来一波换机潮。音质、主动降噪、空间音频（头部追踪）等层面，音频厂商产品仍在不断竞争迭代，更新更强的耳机性能提高了用户对耳机功能的期望，为市场增长提供基本动能。此外，“第二耳机”概念的兴起，满足了特定场景下的需求，成为新的增长点。

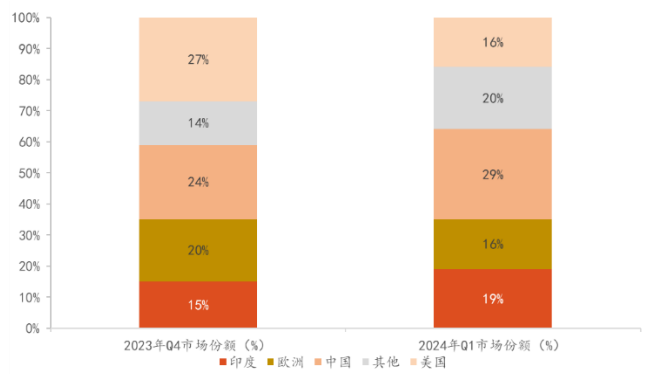
国内市场复苏，开放式耳机增长快速。中国成为 TWS 耳机第一大市场，根据潮电智库数据，2024 年第一季度中国 TWS 销量占比达到 29%，欧美市场出货量有所萎缩，印度为代表的新兴市场销量份额提升明显。根据 IDC 国际数据公司数据，2024 年 1-8 月中国蓝牙耳机市场累计出货量达到 7338 万台，同比增长 19.5%。其中，真无线耳机市场出货 4602 万台，同比增长 4.2%；开放式耳机市场出货 1,636 万台，同比增长 271.5%，出货量已经占蓝牙耳机出货量的 22.3%。

图表 17: 2024 年 1-8 月中国蓝牙耳机市场主要形态出货量



资料来源: IDC国际数据公司, 东方财富证券研究所

图表 18: 2023Q4-2024Q1 全球 TWS 耳机各地区销量占比变化

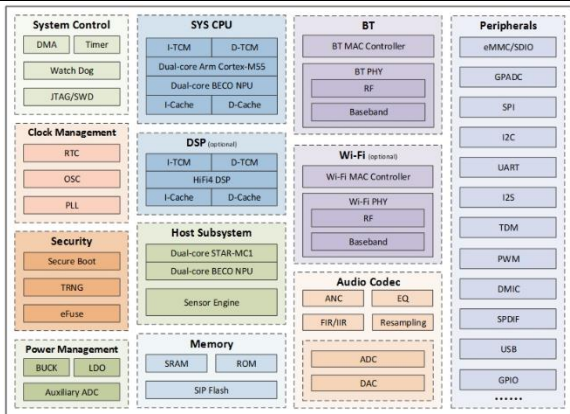


资料来源: 潮电智库, 东方财富证券研究所

## 2.2. 公司: TWS 耳机 SoC 份额第二, 产品迭代高端化

公司主营蓝牙耳机的无线超低功耗计算 SoC 芯片, 以公司旗舰的 BES2800HP 为例, 集成了蓝牙和可选的 Wi-Fi 功能。该平台包括一个双核 Arm Cortex-M55 处理器、双核 BECO NPU、BES 专有的协处理器、可选的 Tensilica HiFi 4 DSP、音频编解码器, 主机子系统包括双核 STAR-MC1 处理器和双核 BECO NPU。这种组合在显著降低功耗的同时, 提供了强大的应用处理能力。该平台还集成了双模式蓝牙 5.4 子系统, 支持经典蓝牙和 LE 音频, 以及 Wi-Fi 6 子系统, 用于高吞吐量无线连接和无损音频。

图表 19: 恒玄科技 BES2800HP 系统框图



资料来源: 恒玄科技公司官网, 东方财富证券研究所

图表 20: 恒玄科技 BES2800HP 特性/规格

特性/规格	描述
CPU 子系统	双核 ARM Cortex-M55
主机子系统	Tensilica HiFi 4 DSP (可选)
内存和存储	双核 STAR-MC1、传感器引擎
蓝牙子系统	共享 8.3 MB SRAM
Wi-Fi 子系统	封装内 Flash
音频&语音特性	启动 ROM
外设接口	双模式 BT5.4 支持 LE 音频
封装	双频 2.4G & 5G Wi-Fi IEEE 802.11 a/b/g/n/ax (可选)
	2x DACs、4x ADCs
	eMMC/SDIO/GPADC/SPI/I2C/UART/I2S /TDM/PWM/DMIC/SPDIF/USB/GPIO...
	220-pin BGA

资料来源: 恒玄科技公司官网, 东方财富证券研究所

**主控芯片约占 TWS 耳机成本 13%。**TWS 耳机主要由充电仓与耳机组成，其中充电仓内有锂电池、电源管理芯片、无线充电线圈及芯片、MCU、LED 充电指示灯模块等元器件；左右耳机单元部分包括蓝牙主控芯片、锂电池保护芯片、传感器、电池、麦克风、喇叭、天线、连接器等电子器件。根据《2021 TWS 耳机行业白皮书》，以电商售价 500 元耳机为例，BOM 表中单只耳机成本约 21.5-35.5 元，两只耳机合计成本占 BOM 总成本比例约为 36.3%。其中单片蓝牙音频主控芯片价格范围在 7-13 元，左右耳芯片合计占比约 12.7%。

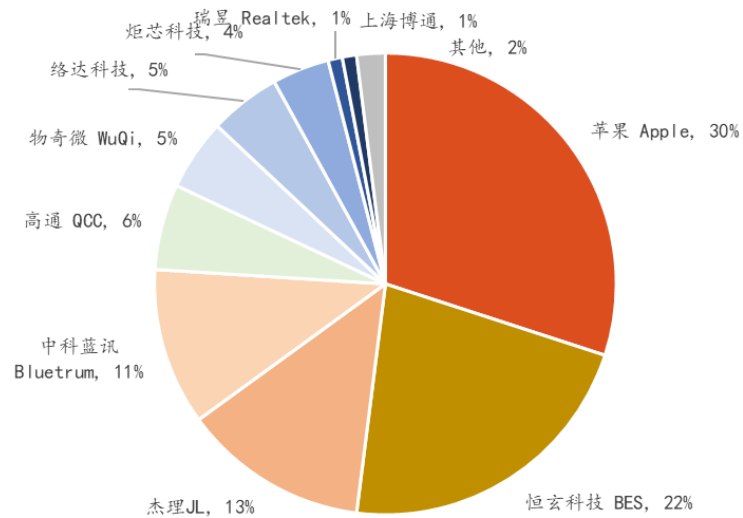
图表 21：TWS 耳机 BOM 清单

序号	主要元器件	成本范围	数量	成本占比
耳机	蓝牙音频主控芯片	7-13	2	12.7%
	红外入耳检测传感器	1-1.5	2	1.6%
	加速度传感器	1.3-2	2	2.1%
	动圈	2-3	2	3.2%
	麦克风	1.2-1.5	2	1.7%
	电池	3-5	2	5.1%
	锂电保护芯片	1-1.5	2	1.6%
	硅麦	4-6	2	6.4%
	天线	1-2	2	1.9%
耳机仓	电源管理芯片及 MCU	1-1.3	1	0.7%
	无线充芯片及线圈	5-7	1	3.8%
	电池	5-6	1	3.5%
其他	充电口、MOS、锂电保护等	4-6	1	3.2%
	整机组装费	20-30	1	15.9%
	包装	5	1	3.2%
	壳料	20-35	1	17.5%
	测试费用	20-30	1	15.9%

资料来源：鲸芯投资，我爱音频网，《2021 TWS 耳机行业白皮书》，东方财富证券研究所（注：以某电商售价 500 元的耳机为例，成本占比用成本范围中值估算）

**TWS 耳机竞争格局稳定，恒玄科技位于第一梯队。**根据潮电智库数据统计，苹果和恒玄等前八家 TWS 芯片供应商市场份额达到 96%，形成了相对稳定的市场格局，难以有新进入者。苹果占据市场份额第一，苹果 H 系列耳机 SoC 自研自用，凭借 AirPods 的销售在 2023 年取得了约 30% 的市场份额。恒玄科技在 TWS 耳机主控芯片供应商中份额位居第二，占据市场 22% 的份额。此外，杰理、中科蓝讯和高通分列市场份额第三至五位，市场份额分别为 13%、11% 和 6%。

图表 22：2023 年全球 TWS 耳机主控芯片厂商品牌市场份额



资料来源：潮电智库，东方财富证券研究所

**2600 系列为主力，2700 系列上量。**公司在苹果以外的安卓系 TWS 耳机中市场份额较高，各系列产品在 OPPO、小米、华为、荣耀等品牌耳机中应用广泛。根据我爱音频网的拆机和不完全统计，OPPO、Nothing 和华为已经搭载了恒玄科技 2700 系列产品，2600 系列是 2023 年以来恒玄科技应用型号最多的 TWS 主控芯片产品。

图表 23：2023 年部分搭载恒玄主控蓝牙音频芯片应用案例统计

芯片系列	芯片型号	耳机型号
2700 系列	BES2700IHC	OPPO Enco Air4 Pro 真无线降噪耳机
	BES2700IHC	Nothing CMF Buds 真无线降噪耳机
	BES2700YP	HUAWEI 华为 FreeBuds 5 真无线半入耳降噪耳机
	BES2700YP	HUAWEI 华为 FreeBuds Pro 2+真无线降噪耳机
2600 系列	BES2600IHC-2X	OPPO Enco R3 真无线耳机
	BES2600YP	ikko ActiveBuds 智能无线耳机
	BES2600YP	Xiaomi 小米 Buds 4 真无线降噪耳机
	BES2600Z	EDIFIER 漫步者 Lolli Pro 3 真无线降噪耳机
	BES2600YUC	OPPO Enco Free3 真无线降噪耳机
	BES2600YUC3	realme 真我 Buds Air 5 Pro 真无线降噪耳机
	BES2600YP	EDIFIER 漫步者 Lolli3 ANC 真无线半入耳降噪耳机
	BES2600YP	iFLYTEK 科大讯飞 iFLYBUDS Air 开放式办公耳机
	BES2600YP	Nothing Ear (2) 真无线降噪耳机
	BES2600Z	UGREEN 绿联 HiTune T6 真无线降噪耳机
	BES2600	EDIFIER 漫步者 TWS5 PRO 真无线降噪耳机
	BES2600IHC3	OnePlus 一加 Buds Ace 真无线降噪耳机
	BES2600IHC3	Redmi Buds 4 青春版真无线耳机
	BES2600IHC-4X	SoundAI 声智云耳开放式无线耳机
	BES2600IHC-4X	1MORE 万魔运动蓝牙耳机 S30
	BES2600IHC-4X	Barbetsound OXY Buds OWS 开放式蓝牙耳机
BES2600IHC-4X	XTOUR 秘语开放式蓝牙耳机	

	BES2600IHC-2X	TECNO 传音 SONIC1 真无线耳机
	BES2600IHC	HONOR 荣耀 Earbuds X5 真无线耳机
2500 系列	BES2500YP	SHOKZ 酷音 OpenFit 不入耳蓝牙耳机
	BES2500IZ	HHOGene GPods 真无线降噪耳机
	BES2500IUC	Haylou 嘿喽 GT7 真无线耳机
	BES2500IUC	iQOO TWS Air 真无线耳机
	BES2500IUC	小天才耳机 E3
2300 系列	BES2300IU	Creative 创新科技 ZEN AIR 真无线降噪耳机

资料来源：我爱音频网，东方财富证券研究所

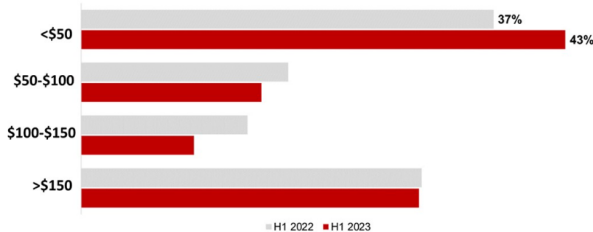
## 2.3. 成长逻辑：白牌萎缩趋势利于份额提升，2800 芯片开始导入

### 2.3.1 苹果和白牌市场份额向安卓份额集中

**竞争激烈+市场结构变化，TWS 耳机价格下降。**为应对本土音频厂商和白牌市场的激烈价格竞争，智能手机制造商的真无线耳机产品价格也开始下降。根据 IDC 国际数据公司数据，2023 年，智能手机制造商的真无线耳机在 200 元人民币（不含税）以下的价格段中，市场份额达到了 32%，比去年同期增长了 7 个百分点。预计这一趋势将在 2024 年继续，进一步推动市场价格的下降。此外，印度等渗透率较低的大型市场对 TWS 的需求不断增长，以及中国市场的复苏，帮助 <50 美元的价格类别进一步增长。根据 Counterpoint 市场研究机构数据，印度 2023 年第二季度 TWS 出货量同比增长 34%，占据 15% 的全球份额。

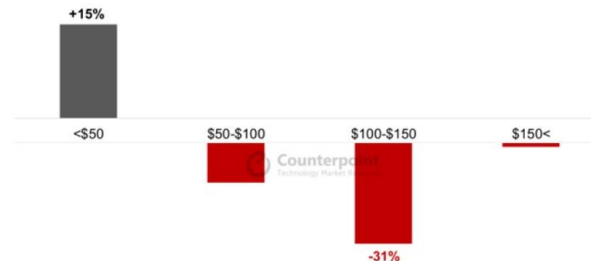
**白牌 TWS 耳机市场份额萎缩，向安卓系集中。**跟据潮电智库数据，2022 年全球白牌 TWS 耳机的市场份额为 33%，而 2023 年白牌市场份额萎缩至 30% 以内。尤其是印度品牌 BoAt 市场份额提升快，将印度其余白牌挤出市场。安卓手机厂商的 TWS 价格下探，使得白牌厂商凭借价格获得的竞争力日渐减小。另一方面，苹果耳机的市场份额也呈现下降趋势。因此，我们预测 TWS 终端市场的份额会逐渐向安卓手机品牌集中。在安卓品牌建立良好合作关系的恒玄科技会因此受益。

图表 24：2022H1 vs 2023H1 全球 TWS 耳机市场份额按价格段分（基于零售价格）



资料来源：Counterpoint 市场研究机构，东方财富证券研究所

图表 25：2022H1 vs 2023H1 全球 TWS 耳机市场增速按价格段分（基于零售价格）



资料来源：Counterpoint 市场研究机构，东方财富证券研究所

### 2.3.2 新品 2800 系列开启商用，助听器功能提升价值量

**三星新品搭载恒玄最新 6nm 芯片。**2024 年 7 月 10 日，三星全球新品发布会上发布了三星的真无线耳机 Galaxy Buds 3 和 Galaxy Buds 3 Pro。其中 Galaxy

Buds 3 Pro 搭载恒玄科技 BES2800 芯片，采用新一代的 6nmFinFET 工艺，能够实现更低功耗效果，针对 Galaxy AI 功能进行优化，强大的算力还可以实现空间音频的精准环绕以及自适应降噪能力。2800 系列芯片相比上一代 2700 芯片的价值量有较大提升，我们认为，随着未来更多新品的导入，2800 系列芯片也将迎来规模效应，为公司的利润做出贡献。

根据潮电智库数据,2024Q1 全球 TWS 耳机 150 美元以上价格段的产品中，Galaxy Buds 3 Pro 的上代产品 Galaxy Buds 2 Pro 销量为 130 万对，在该价格段产品销量中位列第三，仅次于 AirPods Pro 2 和 AirPods 3。

**与腾讯天籁实验室合作开发助听器功能。**基于恒玄 BES2800 芯片，该助听解决方案利用天籁自研的助听算法，提升复杂环境下的语音清晰度和可懂度 85%，减少噪音，提高语音清晰度。同时，该方案搭配 BES2800 系列 SoC 芯片超低功耗，适合小型移动设备集成。世界卫生组织（WHO）发布的《世界听力报告》显示，目前，全球有超过 15 亿人受听力损失影响，预计到 2050 年将有近 25 亿人需要康复服务。

2024 年 9 月，Apple 宣布将在 AirPods Pro 2 耳机上推出助听器功能软件——Hearing Aid。有听力障碍的患者一旦安装该功能并根据听力需求完成定制，便可以直接作为助听器使用。我们认为，在行业龙头苹果的引导下，助听器功能很可能会逐渐成为 TWS 耳机功能发展的方向之一。一方面，助听器功能要求性能更强的主控 SoC，有利于 2800 系列芯片导入，另一方面，公司与腾讯合作卡位助听功能研发，有利于未来在新产品上导入。

**耳机与 AI 功能结合标志个人音频创新新篇章的开启。**2024 年 10 月，字节跳动豆包发布了首款 AI 智能体耳机 Ola Friend，功能上，Ola Friend 智能体耳机基于豆包 AI 大模型，支持随时问答、英语陪练、旅行导游、音乐控制，以及情绪加油站等多项 AI 功能，通过“豆包豆包”关键词或长按耳机即可便捷唤醒，为用户的生活、学习，工作提供帮助。根据我爱音频网拆机报告，Ola Friend 智能体耳机采用了恒玄科技 BES2700ZP 蓝牙音频 SoC，用于无线连接和音频数据处理。

图表 26：三星 Galaxy Buds 3 Pro



资料来源：三星官网，东方财富证券研究所

图表 27：AirPods Pro2 与天籁 inside 方案助听功能支持项对比

**AirPods Pro2与天籁inside方案  
助听功能支持项对比**

功能	子功能	AirPods Pro2	天籁inside方案
测听	测听	✓ 语音和音乐测听	✓ 纯音测听 “十二生肖”噪声中的言语测听
	听力图导入	✓	✓
助听	降噪	✓	✓
	方向性增强	✓	✓
	EQ调节	✓	✓
支持听损	轻度	✓	✓
	中度	✓	✓
	重度	✗	✓
远程听力服务		✗	✓

\*AirPods Pro2助听功能为根据公开资料整理，具体请以官网为准。

资料来源：腾讯会议公众号，东方财富证券研究所

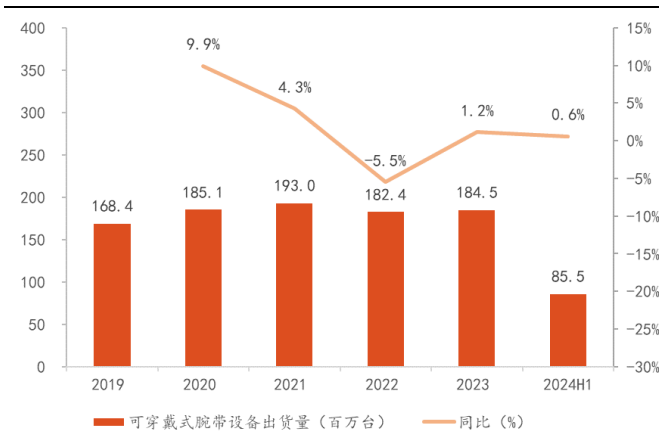
### 3. 智能手表芯片：技术与客户一脉相承，第二成长曲线开启

#### 3.1. 行业：腕带设备市场企稳复苏，安卓系品牌表现突出

可穿戴式腕带设备市场规模稳定。根据 Canalys 市场研究机构数据显示，2020-2023 年间，全球可穿戴式腕带设备年出货量基本在 1.8 亿至 2 亿台之间，2024 年上半年，全球可穿戴式腕带设备出货量为 8550 万台，同比增长 0.6%。主要得益于华为和小米的优异表现，基础手表继续引领市场增长，出货量同比增长 6%。在整个可穿戴腕带设备市场中，基础手表在 24Q2 市场份额达到 48%，创历史新高。相比之下，智能手表的出货量与 2023 年第二季度持平，三星、佳明(Garmin)、华为和谷歌(Google)的出色表现在一定程度上弥补了苹果出货量下滑带来的影响。基础手环的出货量延续下行趋势，同比下跌 14%。

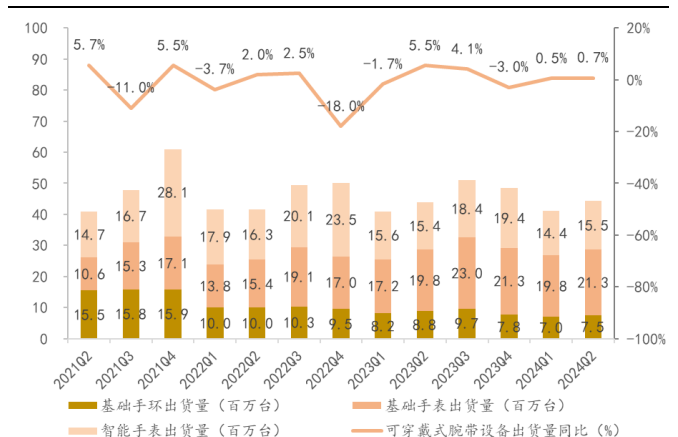
智能手表出货量在连续六个季度下滑后，2024 年第二季度同比小幅回升。Canalys 预计，2024 年下半年智能手表出货量将实现两位数增长，得益于苹果、三星和谷歌新产品的推出。厂商们需要在健康追踪和电池续航方面实现显著提升以保持竞争力。基础手表市场预计也将持续增长，厂商需要在保持激进定价策略的同时增加高级功能。智能手表和基础手表市场短期内有望持续增长，但未来可能面临相互蚕食的风险，因此智能手表厂商需要引入新的差异化功能，如手势控制或生成式 AI，以保持吸引力。

图表 28：全球可穿戴式腕带设备出货量及增速



资料来源：Canalys 市场研究机构，东方财富证券研究所

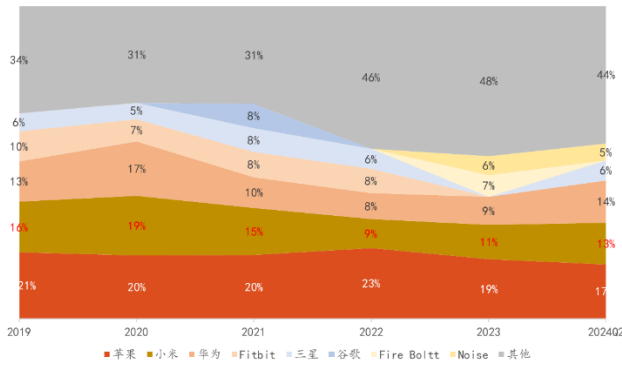
图表 29：全球可穿戴式腕带设备季度出货量按品类分



资料来源：Canalys 市场研究机构，东方财富证券研究所

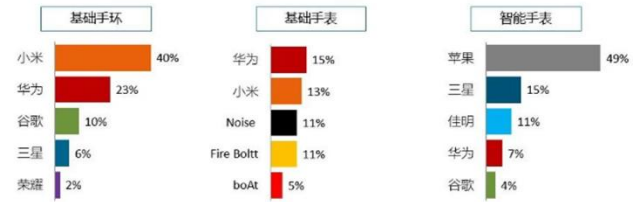
苹果占据智能手表市场领导地位，小米华为等国产品牌份额提升。根据 Canalys 市场研究机构数据，自 2019 年来，苹果牢牢占据智能手表市场的首位，市场份额在 20% 上下波动。华为和小米紧追苹果，在 2024 年第二季度的市场份额分别为 13.5% 和 13.3%，位列市场第二和第三位。华为和小米是推动基础手表市场增长的主要力量，分别占据全球基础手表出货量的 15% 和 13%。通过有效的定价策略和将高级健身追踪功能下放至平价型号，它们在大中华区市场表现突出。

图表 30：全球可穿戴式腕带设备品牌市场份额



资料来源：Canalys市场研究机构，东方财富证券研究所

图表 31：2024Q2 全球可穿戴腕带设备出货量占比按品类分

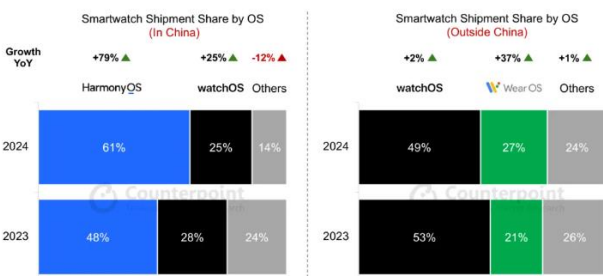


资料来源：Canalys市场研究机构，东方财富证券研究所

**高端智能手表迎来增长。**根据 Counterpoint 市场研究机构预测，2024 年搭载高级操作系统(HLOS)的智能手表销量预计将同比增长 15%。这部分增长主要来自非苹果智能手机用户，包括基于 Google Wear OS 和华为鸿蒙 OS 的智能手表。随着消费者对智能手表的需求日益增长，他们越来越倾向于购买高端设备以获得更优质的用户体验。这一趋势促使 Wear OS 的采用率不断攀升，因为这些设备不仅提供了丰富的第三方应用体验，还集成了人工智能助手、精确的健康追踪功能以及个性化和电池优化等特性。

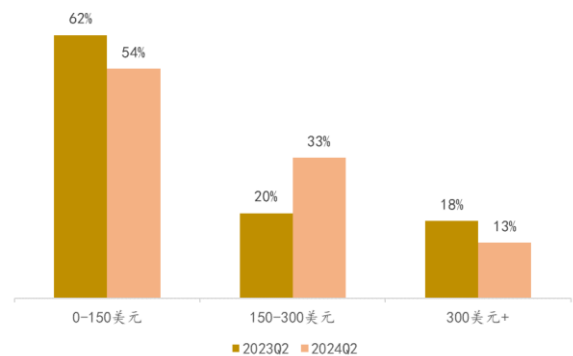
潮电智库数据显示，以中国智能手表出货量来看，2024 年第二季度的销量主要以 0-150 美元，低端型的品牌占据市场的主要部分，占全部价格段的 54%，同比下降 8 个百分点。150-300 美元的价格段占比 33%，同比提升 13 个百分点。剩下 13%为高于 300 美元价格的高端产品，占比同比下降 5 个百分点。

图表 32：中国和海外智能手表出货量份额按操作系统分



资料来源：Counterpoint市场研究机构，东方财富证券研究所

图表 33：2023Q2 vs 2024Q2 中国智能手表各价格段销量对比



资料来源：Canalys市场研究机构，东方财富证券研究所

### 3.2. 公司：恒玄手表 SoC 潜力强，借助安卓生态拓展市场份额

**SoC+存储约占智能手表成本 27%。**根据 Counterpoint 研究机构对谷歌 Pixel Watch 的拆机，估测物料清单 (BoM) 总成本估计为 123 美元。其中主处理器 Exynos 9110 由三星 10 纳米工艺制造，协处理器是 NXP 的 MIMXRT595S，基于 Arm Cortex-M33，包含 DSP 和 GPU 核心。主处理器、协处理器以及金士顿

的 32GB+2GB ePoP 内存的成本占总 BoM 成本的 27%。此外，显示、包装+防水+散热、传感、PCB 与被动元器件、电池与充电所占的成本比例相对较高，分别占 BOM 成本的 17.2%、14.7%、8.3%、7.2%和 6.1%。

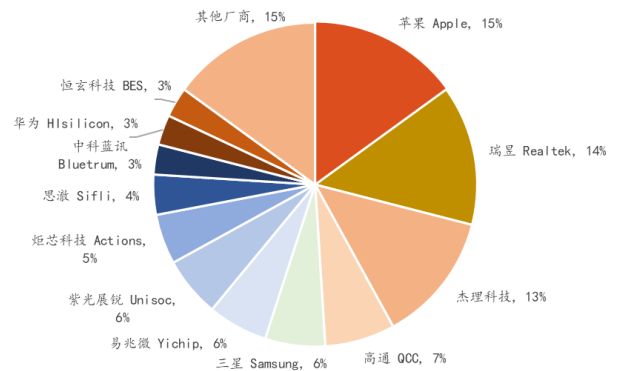
公司智能手表 SoC 市场份额约 3%。TWS 和智能手表的供应链重合度高达 80%，因此蓝牙耳机与智能手表 SoC 供应商有较高重合度，智能穿戴客户对于供应链有较高粘性，因此公司可以将蓝牙耳机客户转换为智能手表客户。根据潮电智库数据，恒玄科技在 2023 年仅占全球智能手表主控芯片份额的 3%，相比 TWS 领域 22%的市场份额还有很大提升空间。且智能手表相比 TWS 耳机 SoC 市场竞争格局更加分散，仅有 3 家供应商份额超过 10%，CR3 为 42%，CR12 为 85%。在竞争格局仍存在不确定性的情况下，拥有安卓系手机客户优势的恒玄科技有望在未来竞争中取得优势。

图表 34：谷歌 Pixel Watch 拆解物料清单

功能分类	成本占比
处理 + 内存	26.9%
显示	17.2%
外壳 + 防水 + 热处理	14.7%
传感器	8.3%
PCB + 被动元件 + 其他	7.2%
电池 + 充电	6.1%
连接性	5.3%
蜂窝网络	5.0%
表带	3.3%
电源管理 + 音频	3.3%
振动器 + 驱动器	2.8%

资料来源：Counterpoint 市场研究机构，东方财富证券研究所

图表 35：2023 年全球智能手表主控芯片厂市场份额



资料来源：潮电智库，东方财富证券研究所

Counterpoint 研究机构预计到 2024 年，恒玄和高通的市场份额将实现两位数增长。高通的市场增长将得益于其 W5+Gen1 和 W5100 处理器的更多新品发布，而恒玄的增长则主要得益于华为和小米智能手表在中国市场的采用。根据我爱音频网统计，2024 年以来有 10 款搭载恒玄科技芯片的智能手表在售，包括三星、华为、小米、vivo、荣耀等安卓系手机厂商，其中 9 款搭载 2700 系列芯片。因为智能手表相对于蓝牙耳机对性能、发热和省电的要求更高，因此智能手表导入 2700 系列芯片的速度快于蓝牙耳机产品。

图表 36：2024 年恒玄科技部分智能手表主控芯片应用案例

芯片型号	智能手表名称
BES2700iMP	小米手环 9/9 Pro
BES2700BP	三星 Galaxy Fit3
	HUAWEI 华为 Watch 4 Pro 智能手表
	iQOO WATCH 智能手表蓝牙版
	vivo WATCH 3 智能手表
	小米 Watch S3 智能手表
BES2700iBP	Redmi Watch 4 智能手表

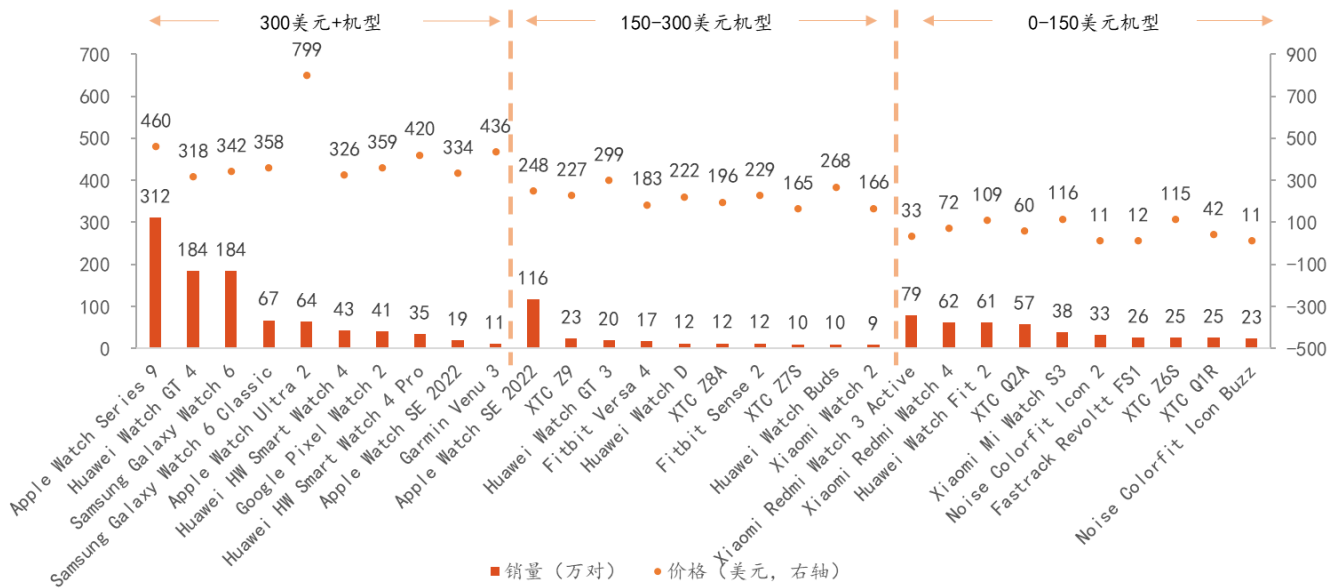
荣耀亲选 Haylou Watch 智能手表	
vivo WATCH GT 智能手表	
BES2500L	HONOR 荣耀手表 4 Pro

资料来源：我爱音频网，东方财富证券研究所

### 3.3. 成长逻辑：重要客户畅销，丰富功能推动高端 SoC 需求

**智能手表客户产品畅销。**根据我爱音频网的拆机芯片统计的和潮电智库的销量统计，搭载公司 BES2700 系列芯片的华为 Huawei Watch 4 Pro 在 2024Q1 全球智能手表 300 美元+畅销机型中位列第八，销量达 35 万对；Redmi Watch4 和小米 Watch S3 智能手表在 0-150 美元价格区间中销量位列第二和第五，2024Q1 销量分别为 62 万和 38 万对。恒玄此前通过智能耳机业务与安卓系厂商客户建立了良好的客户关系，有利于未来公司新产品顺利导入。

图表 37：2024Q1 全球智能手表畅销机型统计



资料来源：潮电智库，东方财富证券研究所

随着人们对健身、健康监测、户外探索等需求日益增长，腕带设备尤其是功能丰富的智能手表的市场需求也随之上升。智能手表对于内部的传感器、芯片和算法要求会越来越高，以满足用户对丰富和持续监测功能的需求。因此，对于采用先进制程技术的 SoC 的需求变得尤为迫切。新一代智能可穿戴设备芯片 BES2800 采用了 6 纳米制程技术，其未来在智能手表产品上的出货将有助于推动公司扩大智能手表领域的市场份额，并且从产品结构上提升智能手表芯片的平均价值。

## 4. 其他芯片：外扩能力圈，智能家居与 WiFi 芯片潜力十足

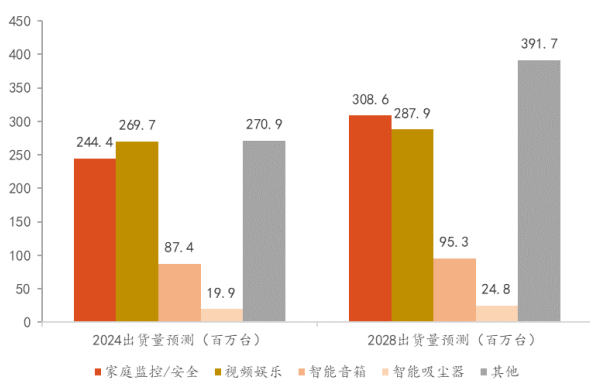
### 4.1. 智能家居芯片：AIGC 有望成为智能音箱市场成长新引擎

全球智能家居市场规模大，家庭渗透率提升。根据 IDC 国际数据公司预测，2024 年全球智能家居设备预计出货量将达到 8.92 亿台，预计在 2024 年至 2028 年间出货量将以 5.6% 的年复合增长率增长，到 2028 年市场出货量将达到约 11.08 亿台。IDC 国际数据公司预计智能音箱在 2024 年出货量将达到 8740 万台，占智能家居设备出货量的 9.8%，在 2024-2028 年的复合增长率为 2.2%。预计新兴市场的增长、AI 的持续普及以及电视等成熟类别的更新周期将成为智能家居设备增长动力。

智能音箱是公司重要的战略赛道。首先，公司已经成功量产并出货了面向智能音箱应用的第二代 Wi-Fi/BT 双模 AIoT SoC 芯片，这款芯片不仅适用于智能音箱，还能广泛应用于智能家电和全屋智能控制终端，显示出公司单芯片方案的强大市场竞争力。此外，公司通过结合 Wi-Fi 技术和 TWS 技术，研发了低延时多箱技术，该技术能够满足家庭影院和多房间智能音箱系统对高品质音频传输和极低延时同步的需求。

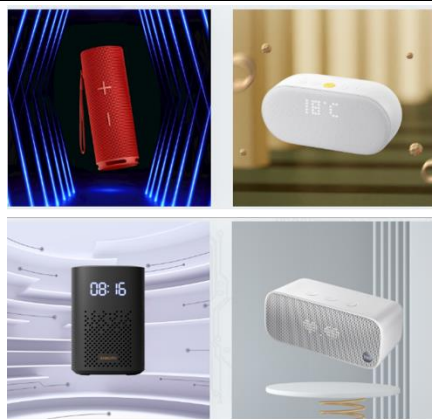
公司 BES2600 系列在智能家居市场已出货并支持鸿蒙系统。BES2600 系列芯片集成了 ARM Cortex-A 系列 CPU，支持鸿蒙操作系统，能够外挂 DSI 显示屏和 CSI 摄像头，显示和摄像头控制器技术已实现产品化。此外，该系列芯片还集成了高速并行接口 DDR 控制器和物理层技术，展现了公司在 AIoT 和可穿戴平台向高速、大带宽、大算力演化的能力。

图表 38：全球智能家居设备出货量预测



资料来源：IDC 国际数据公司，东方财富证券研究所

图表 39：恒玄科技部分智能音箱应用案例



资料来源：恒玄科技公司官网，东方财富证券研究所

人工智能成为智能家居的卖点。例如智能吸尘器，由于新品牌的涌现和价格点的增加，智能吸尘器成为智能家居当中快速增长的类别。目前，大多数品牌已经掌握了吸尘和地图绘制等基础功能，他们正在努力通过引入人工智能和增加拖地等附加功能，同时提升对物体识别的能力。基于公司系统级平台优势及公司芯片的通用性、可扩展性和过往产品的良好表现，随着 AI 等新技术的不断演进，未来公司 AI 音视频芯片能快速升级匹配 AI 应用需求。

公司积极拥抱生成式 AI 系统。以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 系统是对智

能家居交互方式的升级，可使得产品反馈更加丰富和准确，从而改善用户体验。同时，公司推出的 BES2600 系列 Wi-Fi SoC 芯片集成了多种接口和高速技术，并支持鸿蒙操作系统，进一步强化了在智能音箱和智能家居市场的地位。公司还针对无线连接需求，对 Wi-Fi 6 技术进行了特性优化，实现了芯片的量产出货，并开发了音频低延时队列技术，提升了语音通话和音乐播放等场景的用户体验。此外，公司的 Wi-Fi 6 芯片还增强了对环境的感知能力，通过 Wi-Fi 独立扫描功能，为用户提供了更智能、灵活的连接体验。

#### 4.2. WiFi 芯片：低功耗 WiFi 完善公司 SoC 设计的全面能力

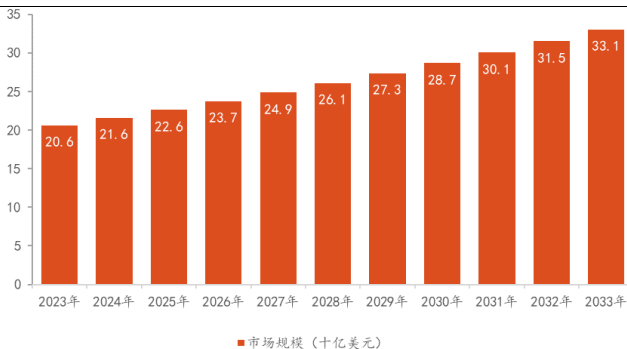
**WiFi 芯片市场稳健成长。**根据 precedence Research 研究机构数据，全球 Wi-Fi 芯片市场在 2023 年的规模为 205.8 亿美元，预计到 2033 年将达到约 330.5 亿美元，从 2024 年到 2033 年的复合年增长率为 4.85%。Wi-Fi 芯片市场的增长是由全球对高带宽需求的增加所驱动的。在 2023 年，亚太地区在 Wi-Fi 芯片市场中占据主导地位，其中双频段类型的芯片在市场上占据主要份额。此外，消费电子设备是 Wi-Fi 芯片最大的应用领域。

**WiFi 芯片处于代际升级时期。**在 WiFi 技术诞生 25 年之际，IDC 国际数据公司预计 2024 年将有 41 亿台带有 WiFi 芯片的设备出货，累计出货量将达到 459 亿台。Wi-Fi 6E 和 Wi-Fi 7 技术在 6 GHz 频段上提供了高速率、低延迟和高可靠性，支持了多种现代应用。随着 Wi-Fi 7 标准的推出，相关设备出货量预计将大幅增长。

**Wi-Fi 芯片搭配公司最新可穿戴 SoC 芯片。**随着终端功能不断推陈出新，耳机对高带宽解决方案的需求也越来越迫切，需要蓝牙 TWS 技术的持续演进，如蓝牙多点连接、无损音频传输等，蓝牙与 Wi-Fi 结合的方案也可能成为未来趋势。公司最新一代智能可穿戴芯片 BES2800 集成了低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙，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无缝连接体验。

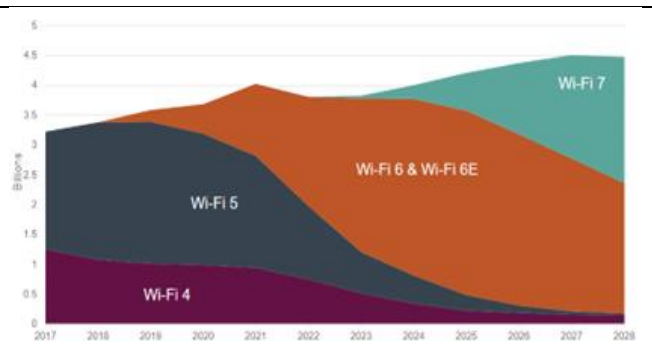
公司在 Wi-Fi 芯片领域布局广泛，已成功开发并量产低功耗 Wi-Fi6 芯片，集成了 PA、LNA 和 Switch，降低了成本并优化了功耗和延时。同时，公司针对智能音箱市场推出了结合 Wi-Fi 和 TWS 技术的低延时多箱技术，以及支持 STA/softAP TWT 休眠共存技术的 Wi-Fi6 芯片，以提高设备能效比。

图表 40: Wi-Fi 芯片市场规模预测



资料来源: precedence Research 研究机构, 东方财富证券研究所

图表 41: 不同代际 Wi-Fi 芯片出货量预测



资料来源: IDC 国际数据公司, 东方财富证券研究所

### 4.3. 智能眼镜：有望成为下一个高增长的可穿戴品类

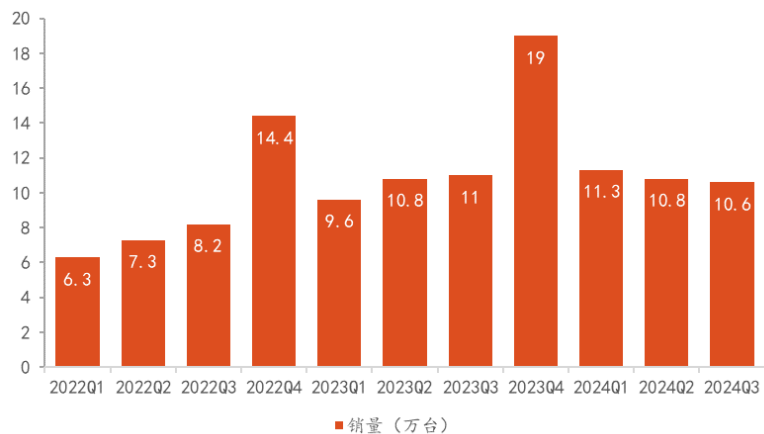
智能眼镜有可能成为下一个可穿戴设备成长品类。可穿戴设备中的智能耳机和智能手表品类在过去几年快速增长，并成为了消费电子的重要品类。智能眼镜正成为可穿戴设备市场的新兴增长点，目前正处于迅猛发展的时期，并有潜力开拓这一领域的新蓝海市场。根据维深信息 well senn XR 的调研和跟踪统计，2024 年三季度全球 AR 销量为 10.6 万台，同比下滑 4%，这是 AR 眼镜近几年第一个出现销量同比下滑的季度。第三季度市场整体表现疲软，受到整体消费趋势下滑的影响，AR 设备制造商减少了今年的营销推广力度，导致传统 B 端 AR 眼镜的需求持续下降。预计 2024 年全球 AR 销量为 51 万台，与去年基本持平，2024 年将是行业转型的关键时期。BB 观影眼镜的增长已达到顶峰，光波导信息提示眼镜未能在今年实现突破，因此，2024 年 AR 市场可能会遭遇一些挑战。

**AI 为智能眼镜注入了新的活力。**AI 眼镜不再只是用于听音乐或打电话，而是扩展了它们的功能，包括多模态交互和个性化信息处理能力。在 Meta 与雷朋的合作推出 Ray-Ban Meta 眼镜后，AI 眼镜在全球掀起了新的 AI 硬件浪潮。IDC 预测，2024 年下半年，AR 主流厂商均开始尝试将新的 AI+AR 的模式探索，将带动整个领域的产品升级并且进一步丰富生态构造。

**技术先进性成为 AI 眼镜主控芯片商的重要优势。**根据维深信息 well senn XR 对 Ray-Ban Meta 的拆机报告，该 AI 眼镜采用了高通骁龙 AR1 Gen 1 芯片，采用 4nm 工艺。高通同样为智能耳机和智能手表 SoC 市场参与者，因此我们认为未来智能眼镜主控 SoC 市场参与者将会与其他可穿戴设备 SoC 参与者类似。由于 AI 眼镜对算力和功耗的要求更高，这对 SoC 的制程提出了更高要求，技术先进性将会在 AI 眼镜发展前期成为重要的竞争优势。维深信息 well senn XR 报告，与 RayBan Stories 相比，RayBan Meta 的 SOC 相比于 RayBan Stories 的 SoC 会贵很多，导致在主板芯片上，RayBan Meta 的成本更高。

**关键字技术应用于智能眼镜等设备。**公司的自研关键字识别技术（KWS）能够使可穿戴设备在嘈杂环境中准确识别用户的唤醒词，即使在待机模式下也能保持低功耗监听。该技术在检测到唤醒词后能迅速激活语音助手，提升远场语音识别的准确性和用户体验。目前，这项技术已集成到 BES2700 系列芯片平台，并被应用于智能眼镜等设备。魅族发布的 MYVU AR 智能眼镜，恒玄科技为其供应主控芯片，公司产品已经具备在智能眼镜赛道应用的能力。

图表 42：2024 年 Q3 全球 AR 季度销量统计



资料来源：维深信息 well senn XR，东方财富证券研究所

## 5. 关键假设与盈利预测

### 5.1. 盈利预测

我们的盈利预测基于如下假设：

**营业收入：**我们将公司业务按芯片用途进行划分，将公司业务分为普通蓝牙芯片、智能蓝牙芯片、其他芯片。

**普通蓝牙芯片：**蓝牙耳机出货量在 2024 年以来呈现出复苏的态势，行业库存水平恢复至正常水位，同时白牌耳机份额萎缩，而公司下游的品牌客户快速占据这部分市场份额，因此 2024 年公司业务出现快速增长。我们考虑到普通蓝牙芯片性能相对低，匹配白牌市场切换而来的份额，预计 2024-2026 年普通蓝牙芯片收入分别为 4.78/5.33/5.86 亿元。

**智能蓝牙芯片：**公司新品 BES2700 和 BES2800 系列先后上市，预计随着 AI 功能对端侧芯片的要求提高，以及下游品牌客户旗舰产品升级，智能蓝牙芯片的需求会增加，同时高端型号的占比也会有结构性优化。预计 2024-2026 年智能蓝牙芯片收入分别为 16.45/19.94/24.34 亿元。

**其他芯片：**包括公司的智能手表手环芯片，智能家居芯片，Type-C 音频芯片和 WiFi 芯片。智能手表手环是公司发力的战略方向，延续公司在智能穿戴 SoC 的优势，我们认为智能手表手环芯片业务将成为公司的新成长曲线。此外，AIGC 成为智能家居的重要发展方向，公司低功耗 SoC 产品具有优势，预计 2024-2026 年其他芯片收入分别为 12.01/17.04/21.74 亿元。

**毛利率：**

**普通蓝牙芯片：**上游晶圆代工降价有助毛利率提高，同时伴随低端产品年降，我们预测 2024-2026 年毛利率 29.19%/29.19%/29.19%。

**智能蓝牙芯片：**上游成本下降，高端产品和新工艺节点产品份额逐步提升，伴随着规模效益带来毛利率提升，预测 2024-2026 年毛利率 33.89%/34.39%/34.89%。

**其他芯片：**智能手表手环产品占比提高带来毛利率结构性提升，预测 2024-2026 年毛利率 35.79%/36.18%/36.38%。

图表 43：盈利预测

恒玄科技营收&毛利预测	2024E	2025E	2026E
<b>普通蓝牙芯片</b>	<b>477.65</b>	<b>533.35</b>	<b>586.42</b>
YoY	32.56%	11.66%	9.95%
毛利率	29.19%	29.19%	29.19%
<b>智能蓝牙芯片</b>	<b>1645.45</b>	<b>1993.56</b>	<b>2434.32</b>
YoY	41.44%	21.16%	22.11%
毛利率	33.89%	34.39%	34.89%
<b>其他芯片</b>	<b>1201.00</b>	<b>1703.77</b>	<b>2153.57</b>
YoY	98.84%	41.86%	26.40%
毛利率	35.79%	36.18%	36.38%
<b>合计</b>	<b>3324.11</b>	<b>4230.67</b>	<b>5174.31</b>
YoY	56.23%	27.27%	22.30%
整体毛利率	33.90%	34.46%	34.86%

数据来源：Choice 恒玄科技-财务摘要，恒玄科技公司年报，东方财富证券研究所

## 5.2. 相对估值和投资建议

恒玄科技产品技术先进性和市场覆盖率位居行业前列，毛利率水平亮眼，多年来成为了智能蓝牙耳机 SoC 市场的领导者，并成为了智能手表 SoC 市场的有力竞争者，开启新成长曲线。综合考虑公司的业务发展情况，我们调整此前盈利预测，预计 2024-2026 年营收分别为 33.24/42.31/51.74 亿元，归母净利润分别为 4.08/6.08/8.54 亿元，对应 EPS 分别为 3.39/5.06/7.11 元，对应 PE 分别为 69/47/33 倍。

我们采用相对估值法对公司市值进行估算，由于公司为 Fabless 的芯片设计企业，我们选取的可比公司为下游行业类似的无晶圆半导体设计厂，全志科技、瑞芯微、乐鑫科技和晶晨股份。由于公司在 2022-2023 年业绩经历下滑，目前处于快速恢复期，利润增速较快，可比公司 2025 年 PEG 倍数平均为 1.01，我们预测公司 2025 年利润增速为 49%，对应 2025 年 PE 为 50 倍。考虑到公司卡位 AI 端侧设备 SoC，AI 智能体眼镜与耳机处于爆发前期，我们给予恒玄科技一定估值溢价空间，给予公司 2025 年 60 倍 PE，对应未来 12 个月目标价 304 元，上调给予“买入”评级。

图表 44：可比公司估值比较表（按照 2024 年 11 月 19 日收盘价）

代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS (亿元)				PE (倍)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
300458.SZ	全志科技	227.9	0.04	0.38	0.56	0.75	43.33	94.89	64.72	48.17	未评级
603893.SH	瑞芯微	353.3	0.32	1.23	1.83	2.57	257.02	68.66	46.15	32.86	增持
688018.SH	乐鑫科技	138.2	1.70	3.05	4.15	5.42	64.89	40.37	29.67	22.72	增持
688608.SH	晶晨股份	294.9	1.20	1.93	2.53	3.26	32.15	36.49	27.84	21.60	买入
平均							121.75	60.10	42.09	31.34	
恒玄科技		291.2	1.03	3.39	5.06	7.11	149.21	69.43	46.56	33.13	

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（股价截至 2024 年 11 月 19 日，其中未评级标的来自 choice 一致预期）

## 6. 风险提示

- ◆ **市场风险**：公司在推广新产品时可能面临挑战，若未能紧密跟踪行业动态并及时调整策略，或在竞争对手的技术革新面前反应迟缓，可能无法充分满足市场的新需求，导致竞争力下降，进而影响公司的持续发展。
- ◆ **研发投资风险**：新产品的研发需要投入大量资金和人力资源，公司致力于预研下一代产品以保持业务的健康发展和产品的市场领先地位。如果研发的产品未能满足市场需求，不仅会影响销售和市场竞争力，还可能导致宝贵的研发资源被浪费。
- ◆ **市场竞争风险**：公司所在的产品市场竞争非常激烈，若新推出的芯片产品不能迅速响应市场变化，可能会对公司的销量、产品定价和毛利率造成负面影响。同时，国内外竞争对手的激烈竞争也使得公司面临更大的市场竞争压力。
- ◆ **外汇波动风险**：由于公司在境外有大量的销售和采购活动，且主要采用美元进行结算，因此汇率的波动会直接影响公司的财务表现。政治和经济环境的变动带来的汇率不确定性。

## 资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5953.16</b>	<b>6538.70</b>	<b>7255.13</b>	<b>8234.58</b>
货币资金	2545.01	3061.50	3882.11	4968.49
应收及预付	403.58	602.82	767.20	938.29
存货	657.78	957.58	1129.46	1291.58
其他流动资产	2346.80	1916.80	1476.36	1036.22
<b>非流动资产</b>	<b>598.21</b>	<b>619.72</b>	<b>633.20</b>	<b>631.40</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	78.40	97.16	99.90	86.95
在建工程	46.29	44.41	43.16	42.32
无形资产	141.73	151.73	161.73	171.73
其他长期资产	331.79	326.41	328.41	330.41
<b>资产总计</b>	<b>6551.38</b>	<b>7158.42</b>	<b>7888.32</b>	<b>8865.99</b>
<b>流动负债</b>	<b>443.70</b>	<b>686.77</b>	<b>887.52</b>	<b>1104.69</b>
短期借款	0.00	20.00	50.00	90.00
应付及预收	287.17	427.24	539.19	655.36
其他流动负债	156.53	239.53	298.33	359.33
<b>非流动负债</b>	<b>10.51</b>	<b>10.34</b>	<b>11.85</b>	<b>13.36</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	10.51	10.34	11.85	13.36
<b>负债合计</b>	<b>454.20</b>	<b>697.11</b>	<b>899.36</b>	<b>1118.04</b>
实收资本	120.03	120.05	120.05	120.05
资本公积	5222.25	5245.41	5245.41	5245.41
留存收益	819.41	1160.83	1688.48	2447.46
归属母公司股东权益	6097.17	6461.31	6988.96	7747.94
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>6551.38</b>	<b>7158.42</b>	<b>7888.32</b>	<b>8865.99</b>

## 利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2176.28</b>	<b>3324.11</b>	<b>4230.67</b>	<b>5174.31</b>
营业成本	1432.10	2197.22	2772.98	3370.40
税金及附加	7.15	9.97	12.69	15.52
销售费用	16.69	25.60	29.61	33.63
管理费用	106.02	142.94	177.69	212.15
研发费用	549.92	731.30	867.29	983.12
财务费用	-44.59	-75.63	-90.04	-113.16
资产减值损失	-78.77	-80.00	-100.00	-120.00
公允价值变动收益	-2.37	0.00	0.00	0.00
投资净收益	74.21	166.21	211.53	258.72
资产处置收益	-0.01	0.00	0.00	0.00
其他收益	25.82	33.24	42.31	51.74
<b>营业利润</b>	<b>126.57</b>	<b>412.16</b>	<b>614.29</b>	<b>863.11</b>
营业外收入	0.58	1.00	1.00	1.00
营业外支出	2.78	1.50	1.50	1.50
<b>利润总额</b>	<b>124.38</b>	<b>411.66</b>	<b>613.79</b>	<b>862.61</b>
所得税	0.75	4.12	6.14	8.63
<b>净利润</b>	<b>123.63</b>	<b>407.54</b>	<b>607.65</b>	<b>853.98</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>123.63</b>	<b>407.54</b>	<b>607.65</b>	<b>853.98</b>
EBITDA	130.48	439.13	642.27	883.24

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>469.73</b>	<b>43.89</b>	<b>341.87</b>	<b>566.95</b>
净利润	123.63	407.54	607.65	853.98
折旧摊销	109.76	103.11	118.52	133.79
营运资金变动	239.08	-381.77	-275.07	-285.90
其它	-2.74	-84.99	-109.23	-134.92
<b>投资活动现金流</b>	<b>350.89</b>	<b>491.09</b>	<b>529.03</b>	<b>576.22</b>
资本支出	-193.73	-127.50	-127.50	-127.50
投资变动	472.10	450.00	450.00	450.00
其他	72.52	168.59	206.53	253.72
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-143.45</b>	<b>-12.36</b>	<b>-50.30</b>	<b>-56.79</b>
银行借款	-110.09	20.00	30.00	40.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.50	23.17	0.00	0.00
其他	-37.86	-55.53	-80.30	-96.79
<b>现金净增加额</b>	<b>689.86</b>	<b>516.49</b>	<b>820.61</b>	<b>1086.38</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1844.85</b>	<b>2534.70</b>	<b>3051.20</b>	<b>3871.80</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2534.70</b>	<b>3051.20</b>	<b>3871.80</b>	<b>4958.18</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	46.57%	52.74%	27.27%	22.30%
营业利润增长	2.29%	225.63%	49.04%	40.50%
归属母公司净利润增长	0.99%	229.66%	49.10%	40.54%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	34.20%	33.90%	34.46%	34.86%
净利率	5.68%	12.26%	14.36%	16.50%
ROE	2.03%	6.31%	8.69%	11.02%
ROIC	0.34%	5.12%	7.34%	9.44%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	6.93%	9.74%	11.40%	12.61%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	13.42	9.52	8.17	7.45
速动比率	11.89	8.09	6.87	6.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.34	0.48	0.56	0.62
应收账款周转率	6.49	6.63	6.20	6.09
存货周转率	1.79	2.72	2.66	2.78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.03	3.39	5.06	7.11
每股经营现金流	3.91	0.37	2.85	4.72
每股净资产	50.80	53.82	58.22	64.54
<b>估值比率</b>				
P/E	149.21	69.43	46.56	33.13
P/B	3.04	4.38	4.05	3.65
EV/EBITDA	122.53	57.56	38.12	26.54

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。