

2025年11月26日

买入（首次覆盖）

中科蓝讯（688332）：AIOT产品多样布局，品牌客户持续深耕

——公司深度报告

证券分析师

方霁 S0630523060001

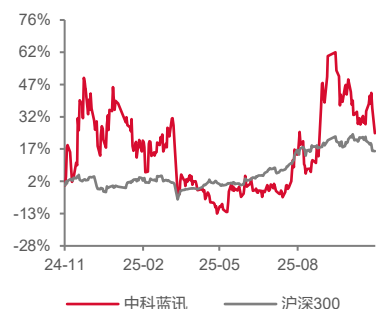
fangji@longone.com.cn

联系人

董经纬

djwei@longone.com.cn

数据日期	2025/11/25
收盘价	135.90
总股本(万股)	12,060
流通A股/B股(万股)	4,431/0
资产负债率(%)	7.85%
市净率(倍)	3.99
净资产收益率(加权)	5.22
12个月内最高/最低价	173.00/88.94



相关研究

1.AI大模型风起云涌，半导体与光模块长期受益——半导体行业深度报告（十）

2.AI大模型竞赛方兴未艾，OpenAI与Deepseek引领行业生态重构——半导体行业深度报告（十一）

投资要点：

- 公司是基于RISC-V指令集的国内AIOT领军企业之一，净利率维持行业领先水平。中科蓝讯基于开源的RISC-V架构和RT-Thread操作系统，自主开发了高性能CPU内核和DSP指令，实现多种音频算法，并研发出自主产权的蓝牙双模基带和射频、FM接收发射基带和射频、音频CODEC、电源管理系统、接口电路等多个功能模块IP。公司产品包括蓝牙耳机芯片、蓝牙音箱芯片、智能穿戴芯片、无线麦克风芯片、数字音频芯片、玩具语音芯片、AIoT芯片、AI语音识别芯片、Wi-Fi芯片；产品可广泛运用于TWS蓝牙耳机、颈挂式耳机、头戴式耳机、商务单边蓝牙耳机、蓝牙音箱、车载蓝牙音响、电视音响、智能可穿戴设备、无线麦克风、语音玩具、物联网设备等无线互联终端。2024年主营业务以蓝牙耳机芯片（59%）、蓝牙音箱芯片（21%）、数字音频芯片（6%）和智能穿戴芯片（7%）等为主。公司营业收入从2020年的9.27亿元增长到2024年的18.19亿元，CAGR约为18.36%，营业收入保持高速增长，一是凭借产品优异的性价比对全球市场尤其是新兴市场的开拓，二是不断拓展产品矩阵，从单一的耳机音箱到现在的十大产品线，三是持续研发高端芯片开拓品牌客户。主要受益于公司的以价换量以及后期开拓品牌客户及新兴市场的正确策略路线。目前AIOT行业毛利率长期维持在40%左右的水平，公司综合毛利率保持在20%以上的水平，这与公司产品定位和销售模式有一定的关联，随着未来公司的产品升级，毛利率有望得到较大提升空间。从净利率来看，公司的净利率水平在同行业企业中保持相对领先的水平，公司在费用管控上有着极高效率。
- 公司TWS耳机芯片不断向品牌与AI方向升级，公司长期受益于全球TWS耳机长期渗透率提升。全球TWS耳机的市场规模在2022年约为514亿美元，预计未来8年CAGR为34.88%左右，2024年全球TWS耳机出货量达到3.3亿台，长期或保持增长。全球80%以上的TWS销售在中国、印度、美国、欧洲这样的人口与经济较大经济体，大部分的耳机销售价格低于150美元。我们认为未来产品技术迭代会导致产品性价比更高，同时产品升级更高性能产品也会更加受到消费者偏好。全球主流TWS耳机蓝牙芯片呈现寡头垄断格局，TWS耳机中的蓝牙主控芯片是最核心的元器件，相对TWS整机品牌的产业技术壁垒更高。中科蓝讯的TWS耳机芯片出货量几乎占据全球30%的比例。公司持续布局耳机市场，借助于BT系列芯片前期积累的行业口碑，更多的耳机、专业音频品牌客户与公司达成了长期深度的合作模式。目前，公司与火山引擎等国内外等大模型公司正持续、分阶段开展合作，AI耳机有更多的项目已经完成开发，在2025年下半年陆续批量出货。
- 公司在智能穿戴、智能音箱、无线麦克风等AIOT市场多点开花。1）根据Canalys数据，全球可穿戴设备从2021-2024年期间，总出货量维持在1.8亿-2亿台之间，同比增速维持在-5%—5%区间，呈现相对饱和趋势。2025年上半年总出货量同比增长13%，延续了2024年增长趋势。我们认为全球可穿戴设备出货量相对于全球人口81亿左右的人口来说，渗透率相对较低，即使可穿戴设备的使用年限相对手机、TWS耳机来说较长，我们认为长期看或依然有较大的发展空间。公司的智能穿戴方案上至高阶BT895X系列，下至中低阶AB568X系列、AB569X系列，全方位满足客户不同需求。2）估算2024年全球智能音箱总规模在160亿美元左右，全球出货量保持在1.2亿台左右。中国蓝牙音箱销量保持相对饱和状态，近年来销量稳定在2300万台左右；中国区域的蓝牙音箱品牌竞争格局较为分散。中科蓝讯在智能音箱品牌合作上不断增强，同时持续研发，于今年推出Wi-Fi芯片，可用于AI智能音箱等方向，公司从研发到渠道的全线进步长期将提升公司在智能音箱的份额。3）全球无线麦克风市场规模在2023年约为132亿元左右，预计未来7年内保持10.6%的复合增速。公

司的麦克风芯片主要用于无线麦克风市场，满足网络直播需求；同时也配备了多种类型的其他麦克风市场，满足长尾市场需求。整体上，公司还在多种AIOT小众市场上积极布局，努力做好每一个细分市场的产品应用，积极把握AIOT的未来行业红利。

- **投资建议：**首次覆盖，给予“买入”评级。公司处于长期增长的AIOT赛道，产品种类不断丰富，产品从中低端不断向高端品牌延伸，下游细分市场种类不断增多，努力做好多个细分市场，长期规模经济显著。我们预计公司2025-2027年营业收入分别为20.02/24.11/29.65亿元，年增长率分别为10.08%/20.41%/22.98%；归母净利润分别为3.17/3.80/4.77亿元，年增长率分别为5.5%/20.1%/25.6%，对应当前市值的PE分别为51.78/43.10/34.33倍，首次覆盖，我们给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游市场需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；研发进展不及预期风险。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1079.9	1446.89	1819.03	2,002.42	2,411.15	2,965.26
同比增速(%)	-3.88%	33.98%	25.72%	10.08%	20.41%	22.98%
归母净利润(百万元)	141	252	300	317	380	477
同比增速(%)	-38.6%	78.6%	19.2%	5.5%	20.1%	25.6%
毛利率(%)	20.92%	22.56%	22.92%	22.89%	22.65%	22.49%
每股盈利(元)	1.17	2.09	2.49	2.62	3.15	3.96
ROE(%)	4.0%	6.7%	7.5%	7.6%	8.6%	10.2%
PE(倍)	116.32	65.12	54.61	51.78	43.10	34.33

资料来源：iFind，携宁，东海证券研究所（截止到20251126）

正文目录

1. 公司为国内领先的无线音频 SoC 设计企业	6
1.1. 公司简介：RISC-V 架构 CPU 自研，构建性价比护城河	6
1.2. 产品结构：构建十大产品线，全面布局 AIoT 赛道	9
1.3. 财务状况：品牌客户与新兴市场企稳毛利率	13
2. 蓝牙耳机白牌与品牌协同发展	15
2.1. 全球 TWS 耳机在人口大国还有较大增长空间	15
2.2. 中科蓝讯 TWS 耳机芯片在品牌与 AI 方向上持续发力	17
3. AIOT 业务多处开花	20
3.1. 公司智能手表业务快速发展	20
3.2. 智能音箱芯片不断拓展品牌商客户	21
3.3. 麦克风芯片受益行业高增长红利	23
4. 估值假设与投资建议	25
4.1. 基本假设及业绩预测	25
4.2. 可比公司估值	26
4.3. 投资建议	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1 中科蓝讯产品线下游应用	6
图 2 中科蓝讯目前已导入终端品牌客户一览	6
图 3 中科蓝讯发展历程	6
图 4 中科蓝讯股权结构	8
图 5 2024 年中科蓝讯营业收入分类占比	9
图 6 中科蓝讯蓝牙音箱芯片系列	11
图 7 中科蓝讯数字音频芯片	11
图 8 中科蓝讯智能穿戴芯片部分产品	12
图 9 中科蓝讯 AIoT 芯片部分产品	13
图 10 中科蓝讯历年营收	13
图 11 中科蓝讯历年归母净利润	13
图 12 中科蓝讯历年毛利率与净利率	14
图 13 中科蓝讯历年各项费用率水平	14
图 14 中科蓝讯与同行业企业毛利率水平对比	14
图 15 中科蓝讯与同行业企业净利率水平对比	14
图 16 中科蓝讯历年存货及存货周转天数	14
图 17 全球耳机市场的变革与发展	15
图 18 全球 TWS 耳机历年出货量及同比增速	15
图 19 全球 TWS 耳机市场规模及预测（亿美元）	15
图 20 2024 年全球 TWS 耳机各地区销售占比	16
图 21 2024 年全球 TWS 耳机各价格段销售对比	16
图 22 全球各个经济区域 TWS 规模分布以及增速预测	16
图 23 普通用户目前拥有的耳机数量占比	17
图 24 2023 年真无线耳机十大购买驱动因素	17
图 25 2024 年全球 TWS 耳机 TOP20 品牌销量统计	18
图 26 2024 年主流 TWS 耳机采用主控蓝牙芯片占比情况	18
图 27 中科蓝讯 TWS 耳机芯片丰富多样	19
图 28 全球可穿戴腕带设备出货量和增长率	20
图 29 全球智能手表历年出货量份额占比	20
图 30 2025Q2 中国是全球智能手表出货量的主要经济体	21
图 31 2023 年全球智能手表主控芯片厂商份额	21
图 32 当前市场主流音箱形态与功能	22
图 33 中国各类音箱类型占比	22
图 34 全球智能音箱市场规模及预测	22
图 35 全球智能音箱历年出货量估算	22
图 36 中国历年蓝牙音箱销量	23
图 37 中国市场蓝牙音箱市场份额	23
图 38 中科蓝讯蓝牙音箱芯片一览	23
图 39 2022-2030 全球无线麦克风市场规模及预测（亿元）	24
图 40 中科蓝讯麦克风芯片展示	24
表 1 中科蓝讯 2023 年限制性股权激励业绩考核目标	7
表 2 公司核心管理团队	8
表 3 中科蓝讯历年不同营收结构下的毛利率水平	9
表 4 中科蓝讯 TWS 蓝牙耳机芯片产品系列简介	10
表 5 中科蓝讯按照产品分类收入增速与毛利率预测	25

表 6 可比公司估值表对比.....	26
附录：三大报表预测值	29

1. 公司为国内领先的无线音频 SoC 设计企业

1.1. 公司简介：RISC-V 架构 CPU 自研，构建性价比护城河

(1) 公司是国内领先的集成电路设计企业之一，主要从事无线音频 SoC 芯片的研发、设计与销售。公司成立于 2016 年，2022 年登陆科创板(688332.SH)。公司正逐步形成以蓝牙耳机芯片、蓝牙音箱芯片、智能穿戴芯片、无线麦克风芯片、数字音频芯片、玩具语音芯片、AIoT 芯片、AI 语音识别芯片、Wi-Fi 芯片、视频芯片十大产品线为主的产品架构；产品可广泛运用于 TWS 蓝牙耳机、颈挂式耳机、头戴式耳机、商务单边蓝牙耳机、蓝牙音箱、车载蓝牙音响、电视音响、智能可穿戴设备、无线麦克风、语音玩具、物联网设备等无线互联终端。公司的目前产品已导入小米、OPPO、realme 真我、荣耀亲选、万魔、飞利浦、倍思、漫步者、Anker、铁三角、传音、魅蓝、FIIL、弱水时砂、IKF、sanag、boAt、Noise、TITAN、NOKIA、腾讯 QQ 音乐、百度、喜马拉雅、科大讯飞、博雅 BOYA 等终端品牌供应体系。

图1 中科蓝讯产品线下游应用



资料来源：公司公告，东海证券研究所

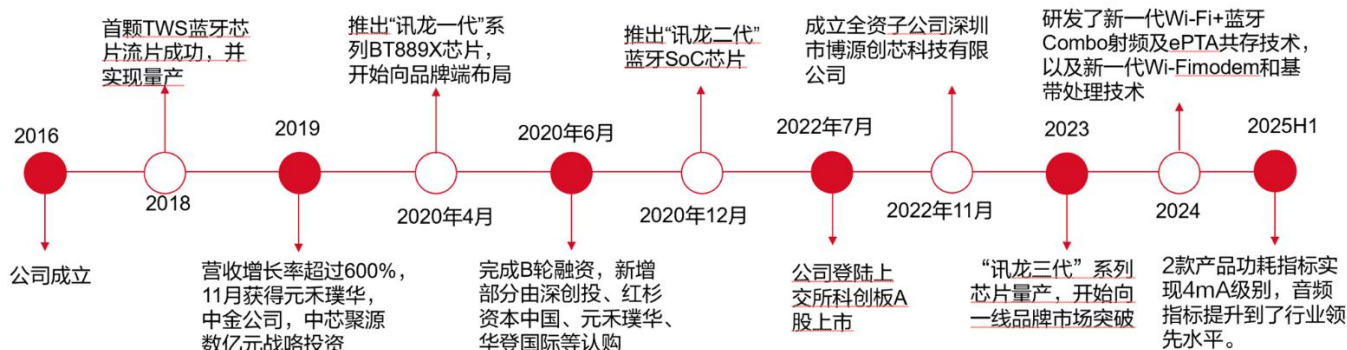
图2 中科蓝讯目前已导入终端品牌客户一览



资料来源：公司公告，东海证券研究所

(2) 公司基于 RISC-V 架构全栈自研，构建高性价比护城河。公司自成立起就将 RISC-V 指令集作为芯片开发路线，是中国 RISC-V 产业联盟会员单位及 RISC-V 基金会战略会员。基于开源的 RISC-V 架构和 RT-Thread 操作系统，公司自主开发了高性能 CPU 内核和 DSP 指令，实现多种音频算法，并研发出自主产权的蓝牙双模基带和射频、FM 接收发射基带和射频、音频 CODEC、电源管理系统、接口电路等多个功能模块 IP。基于 RISC-V 开源架构，1) 公司可省去高昂的 IP 授权费和版税；2) 芯片架构自主可控无卡脖子风险；3) 指令集精简灵活度高，相比 ARM 可减少晶圆面积从而控制成本；4) 自研 IP 无需共享给 IP 供应商，可将设计 know-how 的优势牢牢掌握在手，从而帮助公司构筑成本领先的性价比护城河。

图3 中科蓝讯发展历程



资料来源：公司招股书，公司公告，东海证券研究所整理

(3) 员工股权激励机制完善，彰显公司中长期发展信心。2023 年 2 月 7 日，公司发布《2023 年限制性股票激励计划实施考核管理办法》，对应考核年度为 2023~2025 年，对应营收考核目标为 2023 年营收 14 亿元（2023 年实际营收为 14.47 亿元）、2024 年营收 18 亿元（2024 年实际营收为 18.19 亿元），2025 年营收 23.5 亿元，营收目标对应 2023-2025 年 CAGR 为 29.58%。2024 年 6 月 5 日，公司发布第一个归属期归属结果，向核心技术人员吴瀚平、芦文，以及 112 名公司中层、技术和业务骨干人员，总计 115 人授予总计 30.025 万股的公司股票；2025 年 6 月 18 日，公司发布第二个归属期归属结果，总计 105 人授予总计 29.295 万股的公司股票。我们认为此次股权激励的目标彰显了管理层对于公司业绩的强劲信心，激励的实施也使得核心员工利益与股东趋于一致，有利于充分调动员工积极性，留住核心技术骨干，增强团队凝聚力。

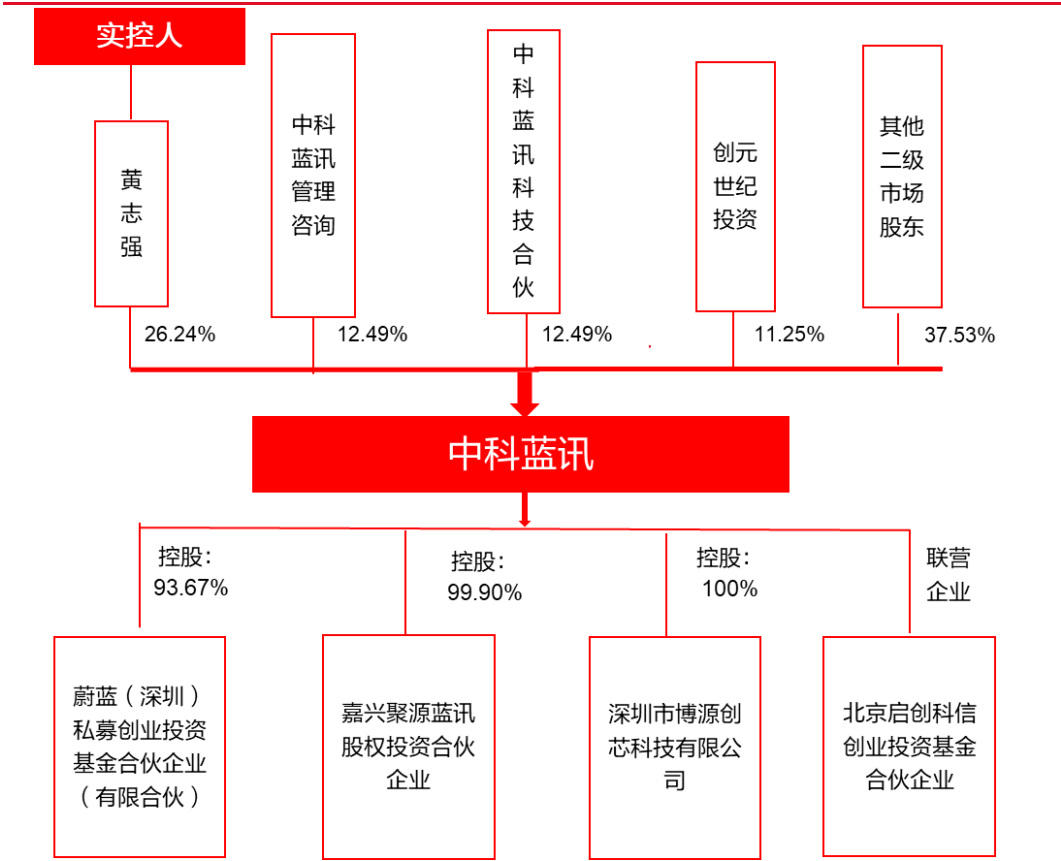
表1 中科蓝讯 2023 年限制性股权激励业绩考核目标

归属期	对应考核年度	业绩考核目标	营收目标达成情况
第一个归属期 (30%)	2023	公司营业收入达到 14 亿元	14.47 亿元（已达成）
第二个归属期 (30%)	2024	公司营业收入达到 18 亿元	18.17 亿元（已达成）
第三个归属期 (40%)	2025	公司营业收入达到 23.5 亿元	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

(4) 公司创始人及董事长黄志强持股 26.24%，为公司控股股东、实际控制人。公司的股权结构如下图所示，5%以上的个人股东只有黄志强同志，其他 3 家为结构持股。限售股解禁方面，2026 年 1 月 15 日公司首发原股东合计 7628.38 万股限售股将解禁，占公司总股本比例为 63.25%。此外，根据公司投资者关系交流公告，公司目前也有少量投资国内 GPU 企业沐曦股份、摩尔线程和燧原科技，这 3 家企业处于 A 股上市流程中。

图4 中科蓝讯股权结构



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，东海证券研究所（截至 2025 年 11 月 26 日）

（5）公司核心管理层均为技术背景，研发团队实力强劲。董事长黄志强拥有 40 多年的电子行业从业经历和丰富的企业管理经验；董事、总经理刘助展历任多个公司工程师和技术总监，研发和管理经验丰富。截至 2024 年末，公司研发技术人员达 249 人，占员工总数 80.84%。截至 2024 年末，公司拥有 139 项专利权，其中发明专利 65 项，实用新型专利 74 项；拥有 38 项计算机软件著作权，119 项集成电路布图设计，涵盖了公司产品的各个关键技术领域。

表2 公司核心管理团队

姓名	职位	背景
黄志强	董事长	1956 年出生，中国国籍，现任公司董事长。1981 年至 2016 年，历任福建省度峰糖厂技术科技技术员、福建省闽星电子二厂厂长、深圳环胜电子集团总经理、深圳市新宇电子厂厂长、深圳市威玛泰电子科技有限公司技术主任、豪之杰负责人；2016 年 12 月至 2019 年 10 月，任公司负责人、执行董事、总经理；2019 年 10 月至今，任公司董事长。
刘助展	董事、总经理	1983 年出生，中国国籍，自动化专业本科学历，现任公司董事、总经理。2006 年 7 月至 2016 年 12 月，历任建荣集成电路科技（珠海）有限公司软件工程师、项目经理、部门经理、产品经理、技术总监，珠海煌荣集成电路科技有限公司技术总监，南京多行电子科技有限公司软件工程师；2016 年 12 月至 2019 年 10 月，任公司副总经理、研发总监；2019 年 1 月至今，任公司珠海分公司负责人；2019 年 3 月至今，珠海蓝讯管理执行事务合伙人；2019 年 10 月至今，任公司董事、总经理。
张仕兵	副总经理、董秘、运营中心总监	1982 年出生，中国国籍，电子与通信工程专业硕士学历，中级软件设计师，现任公司副总经理、董事会秘书、运营中心总监。2009 年 7 月至 2018 年 7 月，历任泰斗微电子科技有限公司 IC 设计工程师、IC 后端部经理、项目经理；2018 年 8 月至 2019 年 10 月，任公司制造工程部总监；2019 年 10 月至 2022 年 8 月，任公司工程设计中心总监；

2019 年 10 月至今，任公司副总经理、运营中心总监；2020 年 11 月至今，任公司董事会秘书。

李斌

财务总监

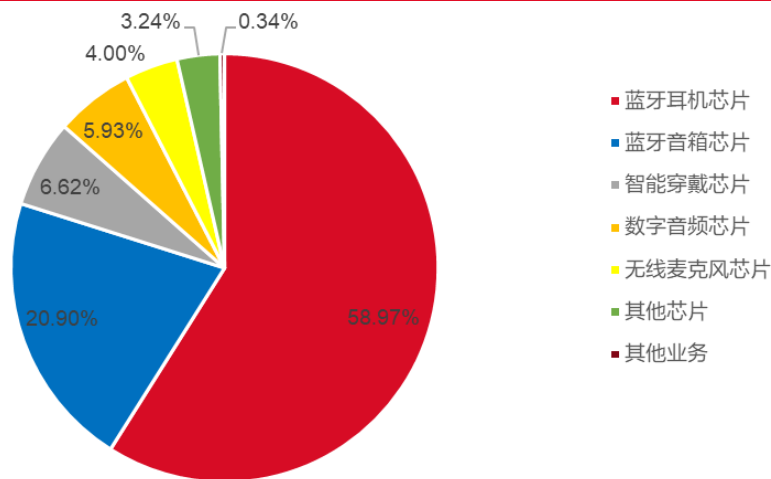
1985 年出生，中国国籍，会计专业本科学历，注册会计师，现任深圳市中科蓝讯科技股份有限公司财务总监。2008 年 3 月至 2018 年 4 月，历任开元信德会计师事务所有限公司深圳分所审计员、项目经理，天健会计师事务所有限公司深圳分所项目经理、高级项目经理、经理，深圳市前海圆舟网络科技有限公司财务经理；2018 年 12 月至今，任公司财务总监。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.2.产品结构：构建十大产品线，全面布局 AIoT 赛道

（1）公司正逐步形成以蓝牙耳机芯片、蓝牙音箱芯片、智能穿戴芯片、无线麦克风芯片、数字音频芯片、玩具语音芯片、AIoT 芯片、AI 语音识别芯片、Wi-Fi 芯片、视频芯片十大产品线为主的产品架构。根据公司公告，2024 年主营业务以蓝牙耳机芯片（59%）、蓝牙音箱芯片（21%）、数字音频芯片（6%）和智能穿戴芯片（7%）等为主。公司的产品下游覆盖范围逐步扩大，近些年，蓝牙耳机芯片与蓝牙音箱芯片占公司营收比例较高，其他应用市场产品规模较小，但增幅相对较大。

图5 2024 年中科蓝讯营业收入分类占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

（2）公司的蓝牙耳机芯片毛利率呈现下降趋势，但是蓝牙音箱、智能穿戴、数字音频等产品的毛利率维持相对高位。公司的历年毛利率分布来看，营收规模最大的蓝牙耳机芯片毛利率从 2021 年至 2024 年保持了历年下滑趋势，主要原因是 2019 年行业需求爆发增长，行业缺芯导致涨价后毛利率处于高位，2021-2024 年市场供给恢复正常，公司毛利率也恢复到合理水平。目前公司已经开发品牌系列的高端蓝牙耳机芯片，未来毛利率或逐步企稳。同时，公司开发音箱、智能穿戴、数字音频、无线麦克风等细分赛道的芯片，毛利率维持在 30% 左右，长期有助于公司综合毛利率不断企稳。

表3 中科蓝讯历年不同营收结构下的毛利率水平

业务分类	2021	2022	2023	2024
蓝牙耳机芯片	27.00%	21.00%	19.65%	18.44%
蓝牙音箱芯片	22.70%	17.73%	25.39%	30.21%
智能穿戴芯片	—	—	25.75%	29.24%
数字音频芯片	—	—	32.91%	30.62%

无线麦克风芯片	—	—	—	28.65%
其他芯片	30.87%	27.76%	24.42%	21.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所（注：“—”表示公司在当年并未公开此类业务的数据细节。）

（3）公司蓝牙耳机芯片不断升级，实现以价换量与迭代升级的双重策略。公司的蓝牙耳机产品分为 TWS 蓝牙耳机芯片、非 TWS 蓝牙耳机芯片、OWS 耳机芯片等类别，其中 TWS 蓝牙耳机芯片是公司蓝牙耳机芯片业务的主要收入来源。1）TWS 蓝牙耳机主要分为 AB 系列与 BT 系列，AB 系列为公司性价比产品，BT 系列为高端品牌产品。目前公司的高端产品 BT897X 系列已经上市，基础功耗优化到 4mA 级别，音频指标也提升到行业领先水平。2）公司非 TWS 蓝牙耳机芯片主要应用于头戴式耳机、颈挂式耳机和商务单边蓝牙耳机等产品。3）公司 2023 年推出了优化 OWS 性能的蓝牙音频 SoC 芯片，实现从高阶 BT893X、中阶 AB571X 到入门级 AB5656 系列的全面覆盖。公司蓝牙耳机芯片业务通过不断开拓芯片新产品、新客户，销量保持高速增长，在全球耳机占有率实现快速上升。目前公司又加深产品迭代，BT 系列芯片不断升级，定位到高端品牌系列。展望 2025 年，随着公司在品牌市场渗透提高，以及讯龙系列产品的升级换代，产品结构不断优化，蓝牙耳机芯片毛利率有望得到改善。

表4 中科蓝讯 TWS 蓝牙耳机芯片产品系列简介

TWS 产品系列	上市时间	产品简介
AB535X	2019 年	采用 55nm 工艺；单芯片集成高性能 RISC-V 架构 CPU、DSP 扩展指令、蓝牙 RF、Modem、PMU、CODEC 等模块；支持 TWS 功能。
BT885X		
AB537X		
BT889X	2020 年	采用 55nm 工艺；单芯片集成高性能 RISC-V 架构 CPU、DSP 扩展指令、蓝牙双模 RF、Modem、PMU、CODEC 等模块；支持混合主动降噪技术；内建触摸按键技术；支持 TWS 功能。
AB561X	2020 年	采用 40nm 工艺；单芯片集成高性能 RISC-V 架构 CPU、DSP 扩展指令、蓝牙 RF、Modem、PMU、CODEC 等模块；支持单馈主动降噪技术；内建触摸按键技术；支持 TWS 功能。
BT892X	2021 年	采用 40nm 工艺；单芯片集成高性能 RISC-V 架构 CPU、DSP 扩展指令、蓝牙双模 RF、Modem、PMU、CODEC 等模块；内建单/双 MIC ENC 智能降噪算法；支持混合主动降噪技术；支持 LE Audio；建触摸按键技术，支持 TWS 功能。
BT895X	2022 年	基于 22nm 先进低功耗工艺，支持最新的蓝牙 5.3 LE Audio 协议及 LC3（低复杂度通信编解码器）的编解码功能；内置 RISC-V CPU+ HiFi4 高性能 DSP，适合复杂神经网络算法及客户定制化音效需求。产品还包含丰富的外设资源，高性能 ADC 与 DAC，能提供超乎想象的个性化无线音频体验。
讯龙二代+	2024 年	单颗面积更大，功耗大幅降低，灵敏度和抗干扰提升 5-10%左右，MIC 增加，可支持通话功能，增加 AI 降噪，电源管理增加 Buck。
讯龙三代	2024 年	讯龙三代 BT895X 芯片，采用 CPU+DSP+NPU 的多核架构，高算力、低功耗，可满足 AI 耳机端侧对语音处理、高速音频传输等的需求。已被搭载于 FIILGSLinksAI 高音质开放式耳机。
讯龙三代	2024 年	公司新推出的 BT897X 系列产品，基础功耗优化到 4mA 级别，音频指标也提升到行业领先水平，后续有机会配合更多行业先进客户的耳机项目。
讯龙三代	2025 年 H1	BT897X、BT891X 等 2 款产品功耗指标实现了 4mA 级别，AB573X 功耗实现了 4.5mA 级别，音频指标提升到了行业领先水平。

资料来源：iFind，公司公告，东海证券研究所

（4）公司蓝牙音箱芯片已经进入主流品牌客户，下游产品丰富多样。公司的蓝牙音箱芯片主要应用于各类蓝牙音箱、智能音箱、车载蓝牙音响、电视音响等产品。公司讯龙三代

BT896X 系列芯片已应用在百度新推出的小度添添 AI 平板机器人的智能音箱中，除了具有 Hi-Res 金标双认证，使消费者得到高品质的声乐体验外，还能实现 AI 语音交互功能。公司推出了基于 BT896X 的 LEAudio 方案，特别是 Auracast 技术，可满足后续中高阶音箱的市场，量产了飞利浦等品牌的高阶 Soundbar 产品，通过 BT896X 的强大算力，实现了高阶 Soundbar 的蓝牙 SoC 单芯片解决方案。公司还配合荣耀亲选，推出相关音箱产品，音质音效指标优异，深受行业认可。

图6 中科蓝讯蓝牙音箱芯片系列

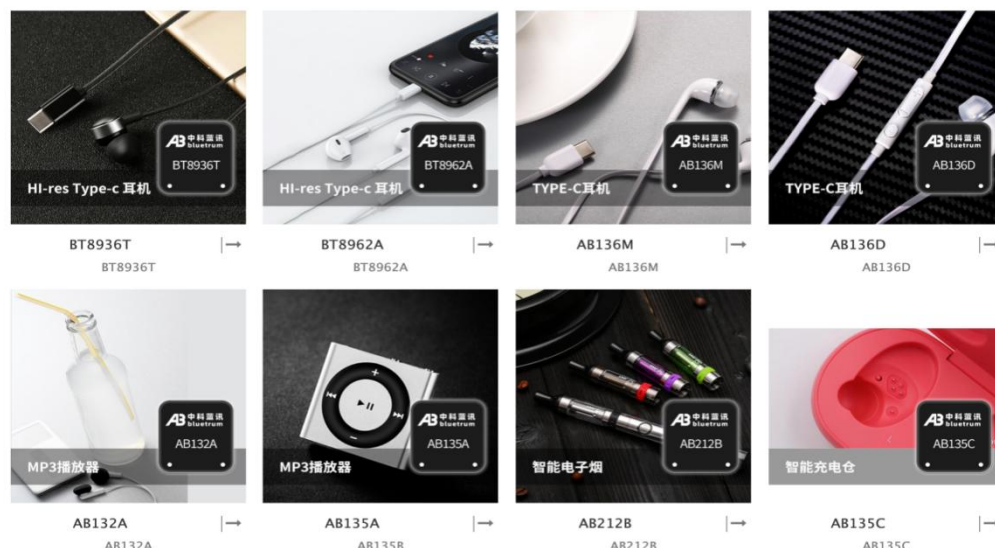
	Package	Flash	BT Version	LE Audio	CPU	DSP	RAM	MIC input	DAC Channel	GPIO	USB	SD	I2S	SPI	I2C	UART	PWM	ADC	HDMI	SPDIF RX	SPDIF TX
BT8961B	QFN52, 6x6	16Mbit	BT5.4	Yes	RISC-V F	HIFI4	892KB	2 MIC	3	33	1	2	2	3	2	3	9	11	1	1	1
BT8969B	QFN68, 7x7	16Mbit	BT5.4	Yes	RISC-V F	HIFI4	892KB	3 MIC	3	41	1	2	2	4	2	3	9	11	1	1	1
BT8962B	QFN32, 4x4	8Mbit	BT5.4	No	RISC-V F	HIFI4	892KB	1 MIC	2	15	1	1	1	2	2	2	7	9	0	0	1

工艺 22nm低功耗工艺	CPU/DSP - RISC-V 支持浮点运算 (125MHz) - HIFI-4 DSP (270MHz)	Digital AUDIO Interface - I2S 1 IN & 1 OUT (192K) - SPDIF 1 TX & 1 RX (192K) - HDMI-ARC	Peripheral - USB2.0, SD * 2, SPI * 6, UART * 4, IIC * 2 - LCD 6com22seg 1/3bias, IR, PWM, - CAP Touch KEY * 4 - SAR-ADC * 11 - QDEC, 32K RTC - Hardware VAD Voice Wakeup
ADC/DAC 4 channel 102dB 24bit ADC, 3 channel 106dB 24bit DAC, 2 channel PWM DAC AD/BD mode	PSRAM Support QSPI PSRAM 16Mbit & 64Mbit	内置算法 - 频移freq_shift, 回声echo, 混响reverb, - 板式混响plate reverb, 变调pitch shift, - 变声voice change, 电音auto-tune, - 镶边flanger, 合唱chorus, 乒乓pingpong, - 虚拟3d v3d, 虚拟低音vbass, - 消原音vocal_remove, 多段DRC, - 人声激励器harmonic_exiter, - 哇音auto_wah, 机器人声robot等	
RF - BT5.4, - Support: BLE 1M/2M, BR/EDR, - LE AUDIO C15/B15, - Audio Broadcast(B15) - Support: Multi Point, Apps, TW5	RAM/FLASH 892KB : RISC-V - 364KB/HIFI 4 - 528KB - SIP NOR Flash 8/16/32Mbit QSPI XIP		

资料来源：公司公告，东海证券研究所

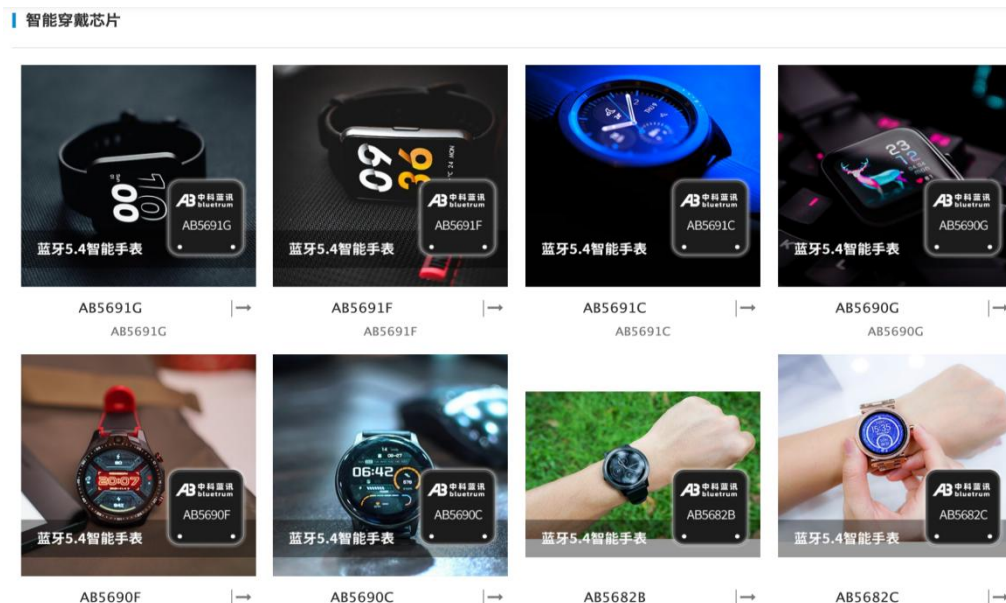
(5) 数字音频芯片下游应用多种多样。公司数字音频芯片应用于 Type-C 耳机、MP3 播放器、智能电子烟、智能充电仓等，未来随着采用 Type-C 通用接口的终端渗透率不断提高，数字音频芯片的市场规模有望进一步提升。

图7 中科蓝讯数字音频芯片



资料来源：公司官网，东海证券研究所

(6) 公司智能穿戴芯片主要应用于智能手表。2023 年公司基于“讯龙”二代和三代产品研发了可穿戴手表、手环产品技术平台，并推出了在图像处理和渲染效率方面更强的新一代可穿戴 SoC 芯片。公司的智能穿戴方案已经完成全面的产品布局，上至高阶 BT895X 系列，下至中低阶 AB568X 系列、AB569X 系列，全方位满足客户不同需求。特别是 AB568X 系列，凭借其优秀的显示效果及极高的性价比，受到了行业的高度认可，目前已在印度等国家与智能手表品牌客户合作。

图8 中科蓝讯智能穿戴芯片部分产品

资料来源：公司官网，东海证券研究所

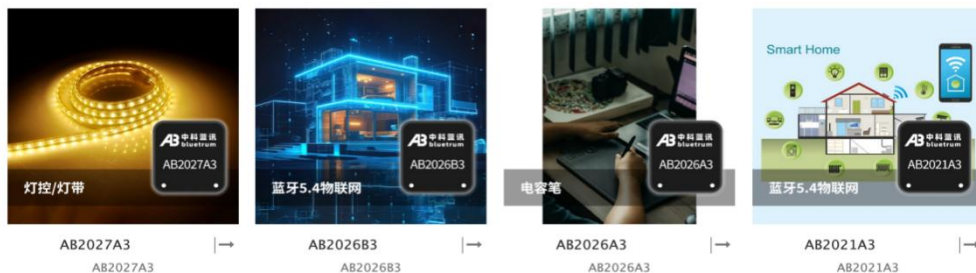
(7) 公司的芯片产品还包括无线麦克风芯片、BLE 芯片、WiFi 芯片、玩具语音芯片等。

1) 无线麦克风芯片：公司持续以 BT891X 系列和 AB566X 系列，适配不同的市场需求，提升市占比。同时在领夹麦克风市场，公司也持续耕耘，完成了无线麦克风从高阶到中阶到入门级的全方面产品梯队技术建立。突破品牌客户，已有数个基于公司方案的 brand 领夹麦克风量产。2) BLE 芯片：公司 BLE 芯片在智能照明、智能戒指、语音遥控器、儿童穿戴、个人护理、运动健康、主动式电容笔等市场均已实现量产出货，目前已应用于荣耀个人护理，运动健康产品；腾讯、荣耀等云平台均已打通并实现量产出货。2025 年，公司推出了性价比更优的 AB203XBLE 芯片系列，适配更多的 BLEIoT 市场应用。3) WiFi 芯片：2025 年公司推出了首款 Wi-Fi+BT+音频三合一的 AB6003G 芯片，此为公司专为物联网场景打造的高性能 Wi-FiIoT 芯片，致力于为各类智能设备提供稳定、高速、低功耗的无线网络连接解决方案，可广泛应用于智能家居、智能穿戴、工业物联网、智慧城市等多个领域，助力实现设备之间的无缝连接与数据交互，并已于 2025 火山引擎 FORCE 原动力大会以及由百度智能云、汕头市澄海区人民政府主办的 2025AI 玩具产业创新和发展会议进行了展出。基于此 Wi-Fi 芯片，公司已经陆续推出了 AI 智能玩具，Wi-Fi 智能音箱等产品的解决方案。4) 玩具语音芯片：公司作为国内领先的智能音频芯片及 AIoT 解决方案提供商，正以自主研发的 AB6003GWi-Fi 芯片为核心，积极布局 AI 玩具产业生态，推动传统玩具向智能化、个性化、交互化方向升级。

图9 中科蓝讯 AIoT 芯片部分产品

AIoT 芯片

蓝牙万物互联
蓝牙BLE、MESH组网等，实现万物互联



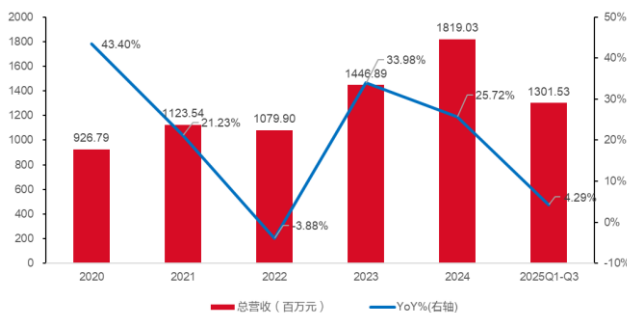
资料来源：公司官网，东海证券研究所

综上所述，公司在夯实现有 TWS、非 TWS 蓝牙耳机和蓝牙智能音箱业务的基础上，不断开拓新市场领域，把握物联网 IoT 发展机遇。公司以白牌高性价比的蓝牙耳机芯片为核心，采用以价换量的策略快速占据市场，由积极实现产品升级与市场扩展策略来开拓公司的收入规模与市场空间。公司不断深耕蓝牙芯片，把握 AIOT 的发展机遇，长期有望实现更高的收入规模与更稳健的毛利率水平。

1.3.财务状况：品牌客户与新兴市场企稳毛利率

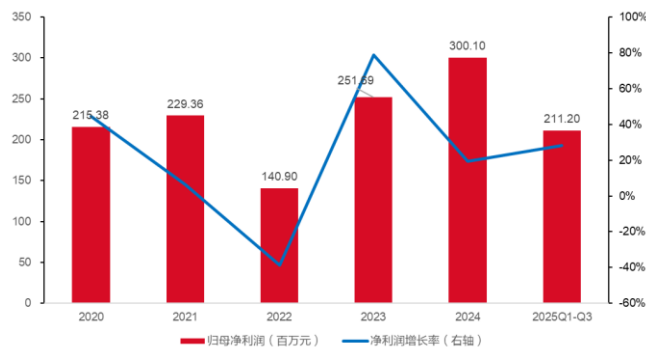
(1) 营收持续高增长，主力产品蓝牙耳机芯片和蓝牙音箱芯片稳定增长，2023 与 2024 年智能穿戴芯片、数字音频芯片异军突起。公司营业收入从 2020 年的 9.27 亿元增长到 2024 年的 18.19 亿元，CAGR 约为 18.36%，营业收入保持高速增长，主要受益于公司的以价换量以及后期开拓品牌客户及新兴市场的正确策略路线。公司的净利润波动相对较大，长期看也有不断新高的趋势。

图10 中科蓝讯历年营收



资料来源：iFind，东海证券研究所

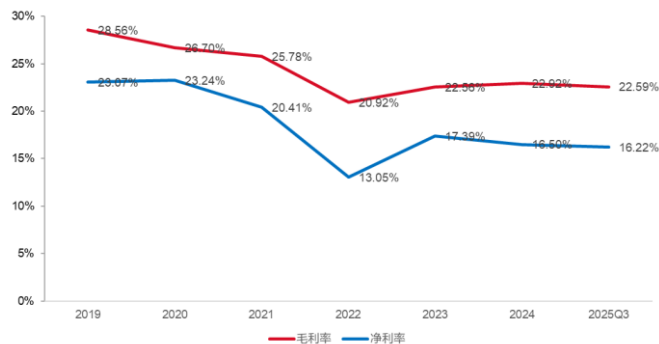
图11 中科蓝讯历年归母净利润



资料来源：iFind，东海证券研究所

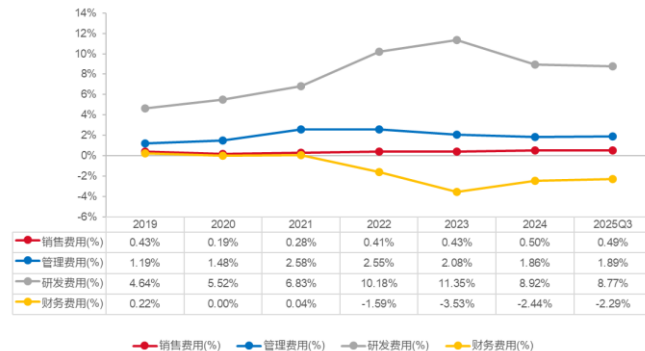
(2) 公司的净利率长期保持 13% 以上，四大费用中研发费用占据主要费用率。根据公司历年的毛利率与净利率数据，公司的毛利率在近 3 年保持相对稳健，净利率保持较高水平。公司的四项费用率中，研发费用率比例最大，可见公司研发费用的波动对净利润的影响最为显著。

图12 中科蓝讯历年毛利率与净利率



资料来源：iFind，东海证券研究所

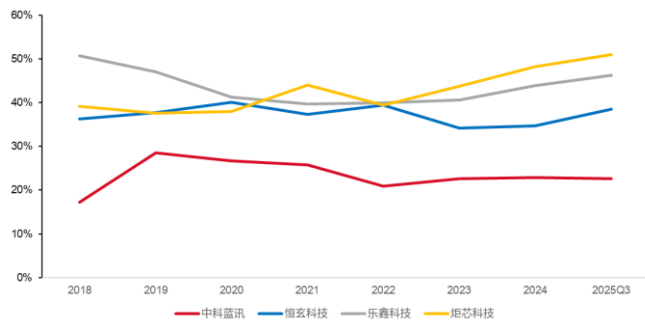
图13 中科蓝讯历年各项费用率水平



资料来源：iFind，东海证券研究所

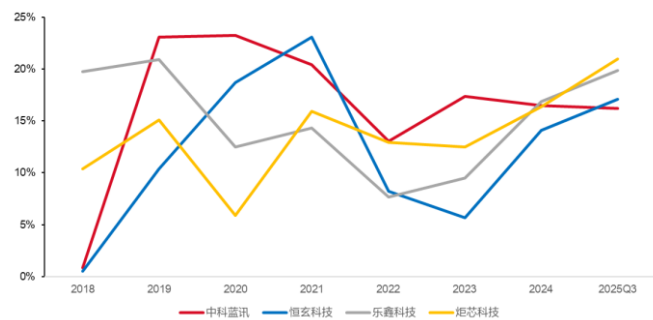
(3) 与同行业相对，公司的毛利率相对较低，但公司的净利率保持较高水平。如下图所示是公司与同行业公司的对比来看，行业毛利率长期维持在 40% 左右的水平，公司毛利率保持在 20% 左右的水平，这与公司产品定位有一定的关联，随着未来公司的产品升级，毛利率有望得到较大提升空间。从净利率来看，公司的净利率水平在同行业企业中保持相对较高的水平，可见公司在费用管控上的极高效率。

图14 中科蓝讯与同行业公司毛利率水平对比



资料来源：iFind，东海证券研究所

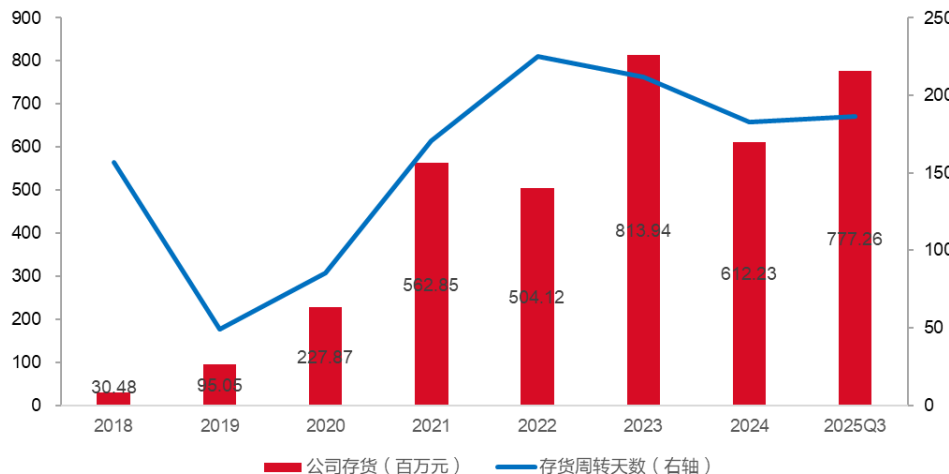
图15 中科蓝讯与同行业公司净利率水平对比



资料来源：iFind，东海证券研究所

(4) 公司存货周转天数保持相对稳健，存货数额维持相对合理水平。如下图所示，公司的存货周转天数近些年维持相对平稳，几乎维持在 200 天左右，公司的存货数值保持在合理水平。

图16 中科蓝讯历年存货及存货周转天数



资料来源：iFind，东海证券研究所

2.蓝牙耳机白牌与品牌协同发展

2.1.全球 TWS 耳机在人口大国还有较大增长空间

(1) 蓝牙耳机在蓝牙技术升级的背景下应运而生，当前在不同应用场景依然有较大增长空间，新兴市场长期具备较大的渗透空间。在近十多年来的耳机发展历程中，蓝牙耳机出现是一次重大的技术变革，几乎淘汰了有线耳机的市场，同时在性能上得到了极大的提升，耳机的单机价值量也得到了数倍的提升。这一次的技术变革离不开蓝牙技术的快速进步，如今蓝牙技术不断更新迭代，蓝牙耳机的市场更加成熟。目前，蓝牙耳机全球规模已超 500 亿美元，各方面技术基本成熟，蓝牙耳机趋向于标准化，并衍生出场景细分的第二增长曲线。但与此同时，一些经济水平略低的国家消费电子产品渗透率远低于全球水平。一方面本土消费水平随经济发展仍将有所提升，另一方面随着产业链的成熟，普通蓝牙耳机售价仍有下探空间，双重作用下将加快新兴市场的起量。据 Euromonitor 和 Meet Intelligence 统计，2023 年印度市场蓝牙耳机渗透率为 25%，预计 2027 年将提升至 37%，其他潜力国家如印度尼西亚、非洲、墨西哥、埃及等市场空间仍值得期待。

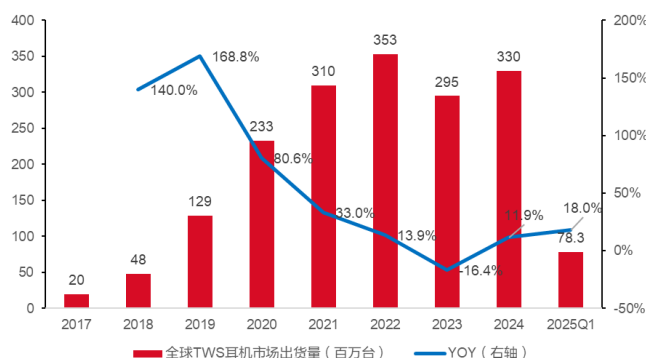
图17 全球耳机市场的变革与发展



资料来源：中科蓝讯公告，东海证券研究所

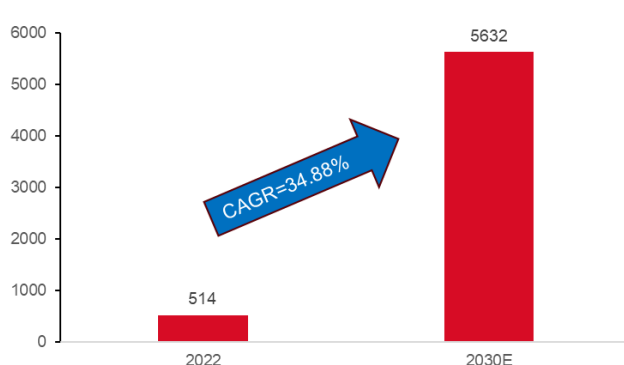
(2) 全球 TWS 耳机的市场规模在 2022 年约为 514 亿美元，预计未来 8 年 CAGR 为 34.88%左右，2024 年全球 TWS 耳机出货量达到 3.3 亿台，长期或保持增长。如下图所示，全球 TWS 耳机从 2017 年问世以来持续增长，到 2022 年达到了短期的峰值，2023 年经历了全球的消费弱周期后，2024 年再次恢复增长，2025 年大概率或继续保持增长。

图18 全球 TWS 耳机历年出货量及同比增速



资料来源：Canalys，东海证券研究所

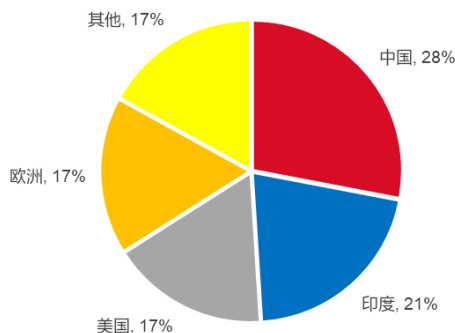
图19 全球 TWS 耳机市场规模及预测（亿美元）



资料来源：Globe Newswire，东海证券研究所

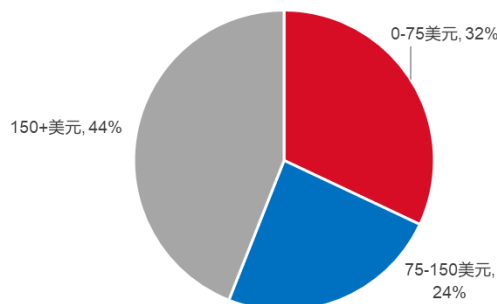
(3) 全球 80% 以上的 TWS 销售在中国、印度、美国、欧洲这样的人口与经济较大经济体，大部分的耳机销售价格低于 150 美元。如下图所示，在全球的各个经济体销售分布来看，TWS 耳机主要还是销售在人口较多或者经济水平较为发达的区域，未来人口大国既有渗透率继续提升的空间，也有产品升级的空间。TWS 的价格大部分处于 150 美元以下，我们认为未来产品技术迭代会导致产品性价比更高，同时产品升级更高性能产品也会更加受到消费者偏好。

图20 2024 年全球 TWS 耳机各地区销售占比



资料来源：潮电智库，东海证券研究所

图21 2024 年全球 TWS 耳机各价格段销售对比



资料来源：潮电智库，东海证券研究所

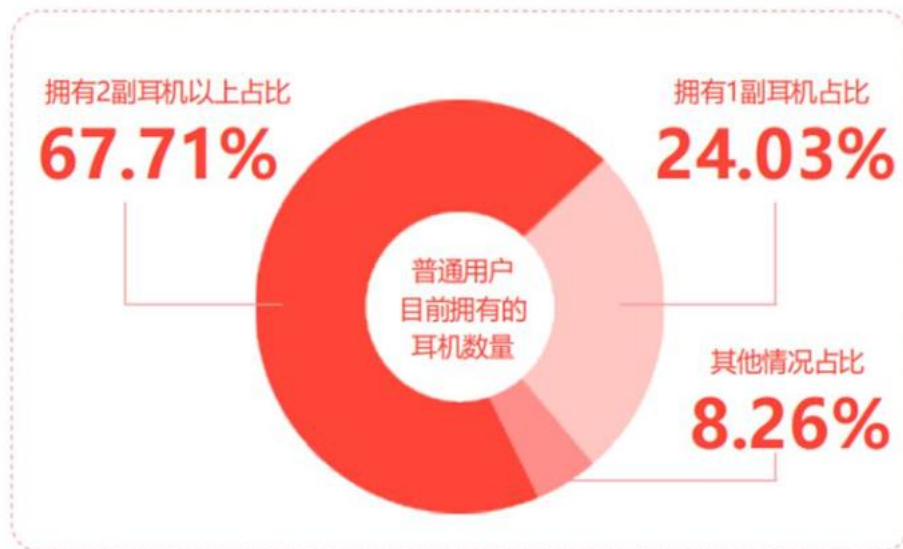
(4) 从金额来说全球欧美占据主要的消费市场，但是中东非洲、东南亚等区域由于人口优势或将有更高增速。如下图所示，从 TWS 耳机的消费金额来看，全球的主要市场还是在经济更为发达的欧洲与北美，消费的 TWS 单价相对更高，因此整体的市场规模更大。而人口更多的中东非洲、东南亚、拉美等区域整体金额较小，但由于人口具备较大规模，未来随着 TWS 性价比进一步提升，渗透率有望持续提升，因此未来的增速也更高。

图22 全球各个经济区域 TWS 规模分布以及增速预测



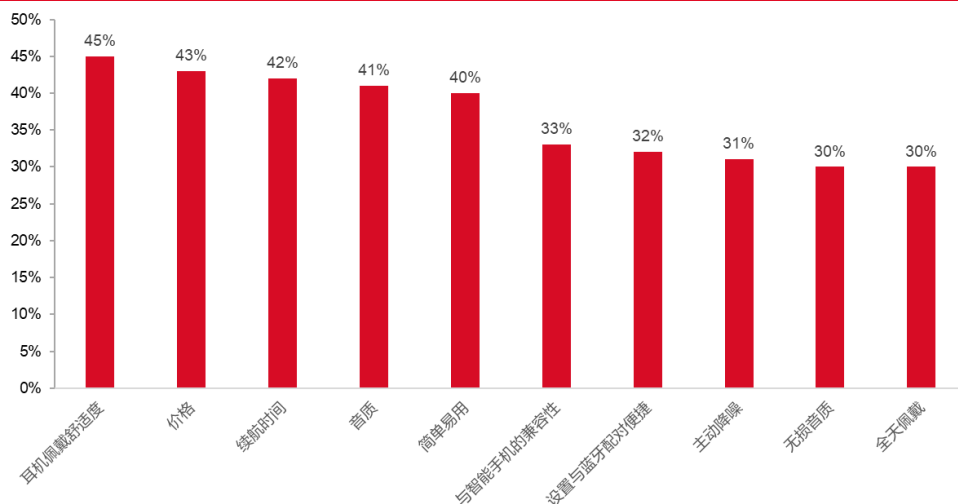
资料来源：中科蓝讯公告，东海证券研究所

(5) 随着经济收入增高，人均使用耳机的时间与人均持有 TWS 耳机的数量也在增长。根据中科蓝讯的公告，调研结果显示，耳机使用频率高且每次使用时长较长，38% 用户每日使用耳机超 5 小时，超半数耳机用户每日使用耳机 2 小时以上，多数耳机用户每次使用耳机都会连续佩戴半小时以上。多数用户拥有两副以上的个人耳机，且会针对不同场景替换不同类型的耳机使用；普通用户中，拥有两副耳机以上的比例为 67.71%。同时，用户会在睡眠时使用耳机聆听音频、辅助降噪和监测健康。随着经济收入提升，以及 TWS 耳机的性能更加全面、便捷，未来消费者对 TWS 耳机的需求量还会不断增长。

图23 普通用户目前拥有的耳机数量占比

资料来源：中科蓝讯公告，东海证券研究所

(6) 舒适、价格、便捷等因素是消费者考虑购买 TWS 耳机的较为主要因素。如下图所示，根据我爱音频网的调研来看，消费者购买 TWS 耳机的十大因素中，舒适、价格、便捷等因素居前。我们认为，当前 TWS 耳机的技术十分成熟，未来在这些十大因素的改善上会更进一步，长期看 TWS 耳机依然具备较大的需求空间。

图24 2023 年真无线耳机十大购买驱动因素

资料来源：我爱音频网，东海证券研究所

2.2. 中科蓝讯 TWS 耳机芯片在品牌与 AI 方向上持续发力

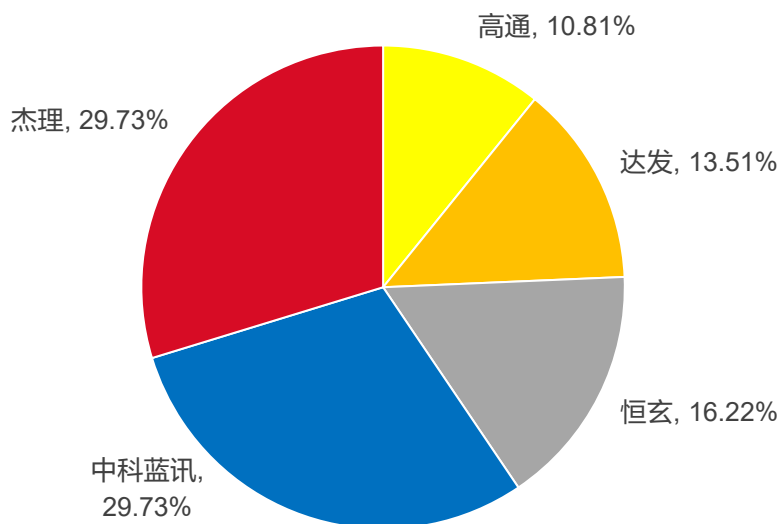
(1) 2024 年全球 TOP5 大品牌占据 TWS 出货量份额的 67.27%。如下图所示是 2024 年全球 TWS 耳机出货量的全球 10 大品牌商排名，相对来说头部的 5 家客户占据主要的市场份额，苹果一家独占全球 31.26% 的市场份额。TWS 的价格波动范围较大，各个经济体的主要品牌商也不尽相同，未来或长期保持头部集中，同时品牌多样化的特征。但我们认为，随着品牌耳机性能不断提升、规模经济下价格更加有竞争力，品牌份额或长期保持上升趋势。

图25 2024 年全球 TWS 耳机 TOP20 品牌销量统计

排名	品牌	份额	销量（万对）	排名	品牌	份额	销量（万对）
1	Apple	31.26%	6634	11	Sony	2.04%	432
2	XiaoMi	12.31%	2613	12	Beats	1.99%	422
3	boAt	9.55%	2026	13	onePlus	1.97%	418
4	Huawei	8.14%	1728	14	jabra	1.84%	390
5	JBL	6.01%	1276	15	Bose	1.79%	380
6	Samsung	5.78%	1227	16	Skullcandy	1.47%	313
7	Boult	3.63%	769	17	vivo	1.32%	280
8	OPPO	3.16%	670	18	Mivi	1.09%	231
9	Noise	2.48%	526	19	Honor	0.94%	200
10	realme	2.30%	488	20	JLAB	0.91%	194

资料来源：潮电智库，东海证券研究所

（2）全球主流 TWS 耳机蓝牙芯片呈现寡头垄断格局。TWS 耳机中的蓝牙主控芯片是最核心的元器件，相对 TWS 整机品牌的产业壁垒要高很多。全球的 TWS 芯片按照出货量来看，呈现寡头垄断的格局，中科蓝讯的出货量几乎占据全球 30% 的比例。

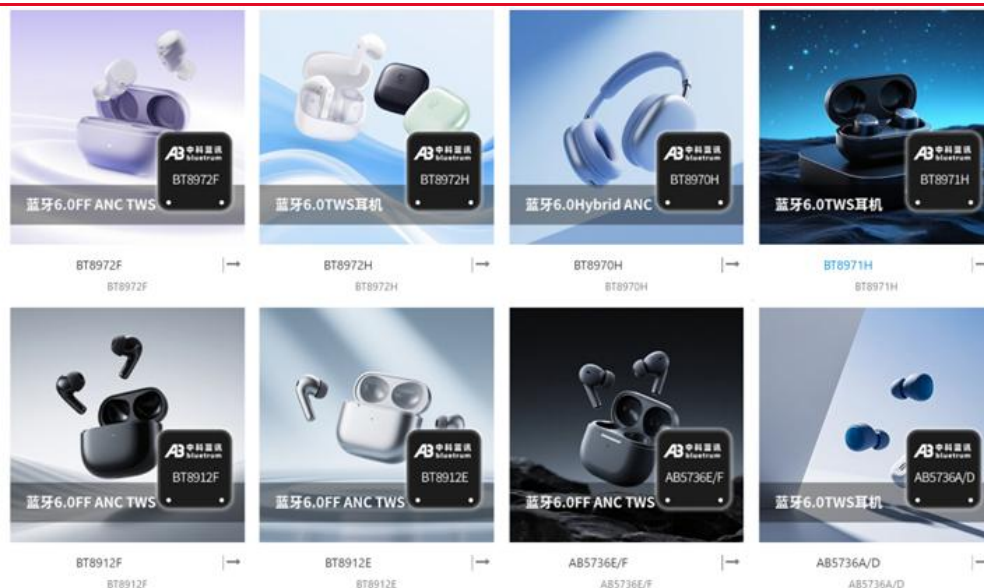
图26 2024 年主流 TWS 耳机采用主控蓝牙芯片占比情况

资料来源：我爱音频网，东海证券研究所

（3）公司持续布局耳机市场，借助于 BT 系列芯片前期积累的行业口碑，更多的耳机、专业音频品牌客户与公司达成了长期深度的合作模式。知名品牌例如 OnePlus Bullets Wireless Z3, realme T200, 荣耀亲选耳机 GEG X7e 等均搭载了公司 BT893X 系列芯片，公司产品在市场上的认可度进一步提升。同时，2025 年上半年，公司耳机产品实现了进一步的完善，形成了高阶 BT897X、中阶 BT891X、入门级 AB573X、基础款 AB575X 的产品完整梯队。BT897X、BT891X 等 2 款产品功耗指标实现了 4mA 级别，AB573X 功耗实现了 4.5mA 级别，音频指标提升到了行业领先水平，以上三款新芯片，借助于极高的性能表现，已开展多项项目，并陆续量产出货。为满足市场对于 AI 耳机日益增大的需求，公司在 AI 耳机的应用上也取得了较大的突破：自 2024 年 11 月，公司讯龙三代芯片 BT895X 平台完成了与火山方舟 MaaS 平台的对接，向用户提供适配豆包大模型的软、硬件解决方案并推出搭载于 FIIL GS Links AI 高音质开放式耳机后，公司“讯龙二代+”BT893X 芯片也被搭载于

Nothing CMF Buds 2a TWS 耳机中，耳机集成 ChatGPT 语音交互，支持 42dB 主动降噪，双设备连接，总续航可达 35.5 小时。公司在 OWS、耳夹类产品方面一直保持技术领先，报告期内，公司推出了优化 OWS 性能的蓝牙音频 SoC 芯片，高阶的 BT897X、中阶的 BT891X、入门级的 AB573X、基础款的 AB575X，全线可以支持 OWS、耳夹类产品，新产品在提供更大输出能力的同时，实现了更低的功耗，同时还内置了自研低音增强模块，实现更好的音频表现。”

图27 中科蓝讯 TWS 耳机芯片丰富多样



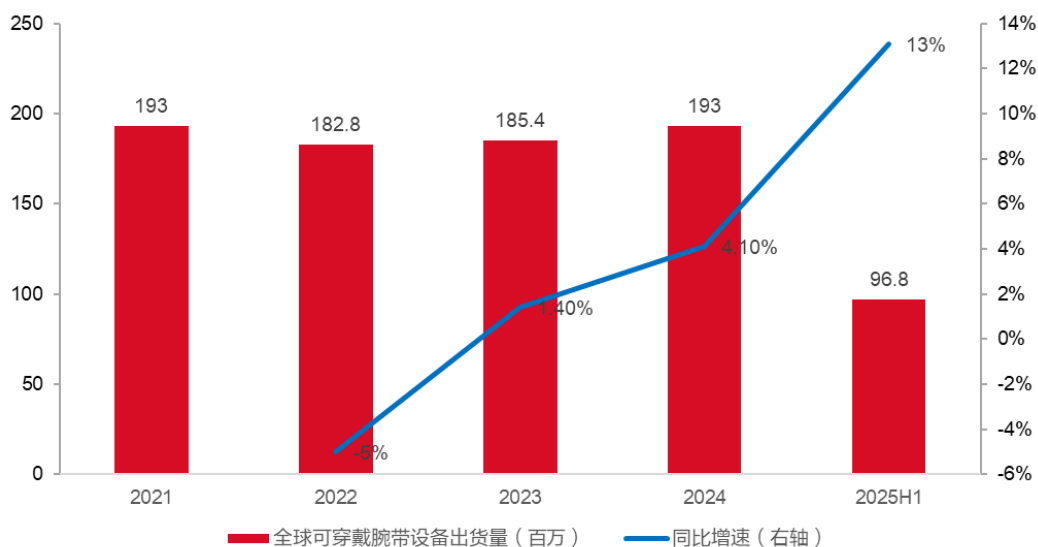
资料来源：中科蓝讯官网，东海证券研究所

3.AIOT 业务多处开花

3.1.公司智能手表业务快速发展

(1) 全球可穿戴设备恢复高速增长，长期看全球还有较大的渗透空间。如下图所示，根据 Canalys 数据，全球可穿戴设备从 2021-2024 年期间，总出货量维持在 1.8 亿-2 亿台之间，同比增速维持在-5%—5%区间，呈现相对饱和趋势。2025 年上半年总出货量同比增长 13%，延续了 2024 年增长趋势。我们认为全球可穿戴设备出货量相对于全球人口 81 亿左右的人口来说，渗透率相对较低，即使可穿戴设备的使用年限相对手机、TWS 来说较长，我们认为长期看或依然有较大的发展空间。

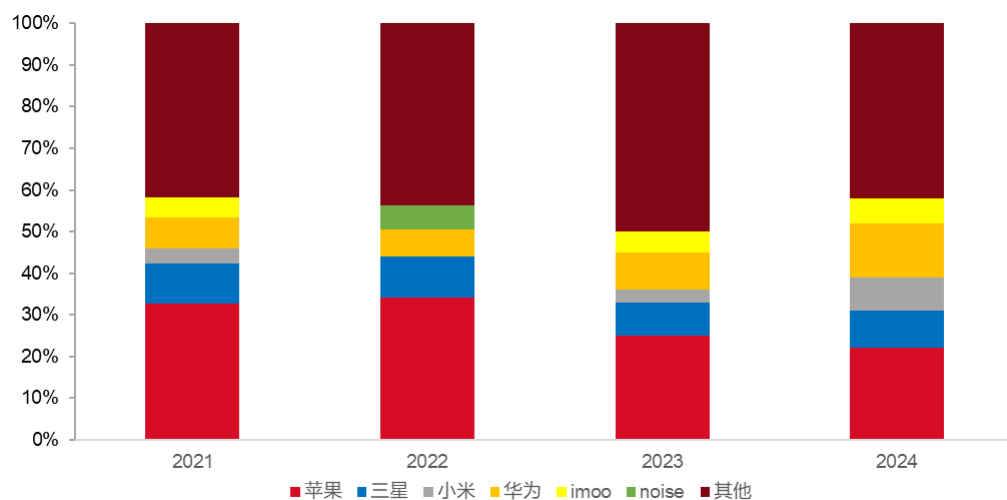
图28 全球可穿戴腕带设备出货量和增长率



资料来源：Canalys，东海证券研究所

(2) 全球智能手表 TOP6 大品牌商占据约六成的市场份额。如下图所示，根据 Counterpoint 数据，全球呈现手机品牌厂商同样占据智能手表份额的局面，TOP6 大品牌长期占据约 6 成的市场份额，长期看手机品牌或许依然是智能手表的主要供应商。

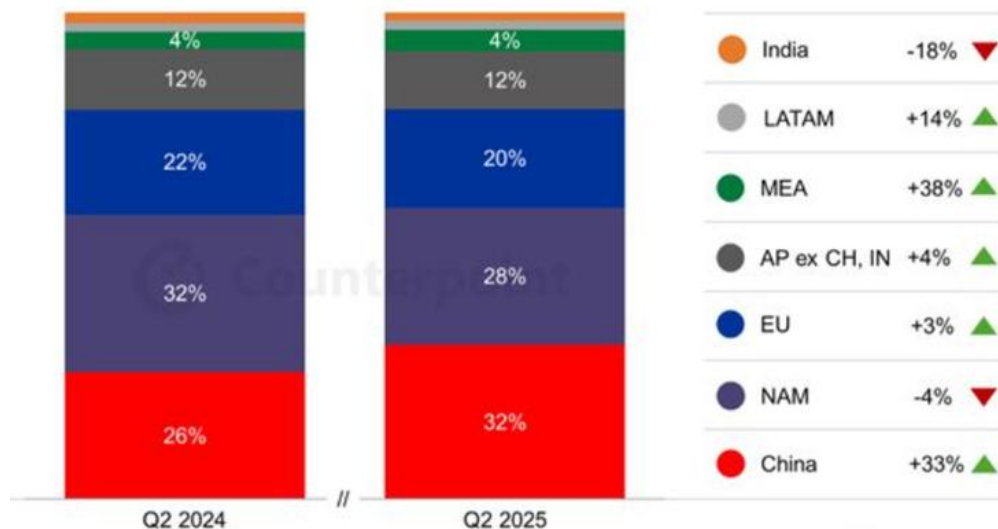
图29 全球智能手表历年出货量份额占比



资料来源：counterpoint，东海证券研究所

(3) 中国是全球智能手表消费的最大区域，并且呈现较快的增长趋势。根据 counterpoint 数据，2025 年 Q2 的全球智能手表出货份额中，中国占据约 32% 的市场份额，中国、欧美合计约为 70% 的全球份额，可见全球的智能手表消费区域主要在人口与经济较为发达的区域，同时也能看到中东与拉丁美洲尽管份额不高，但是增速较快。

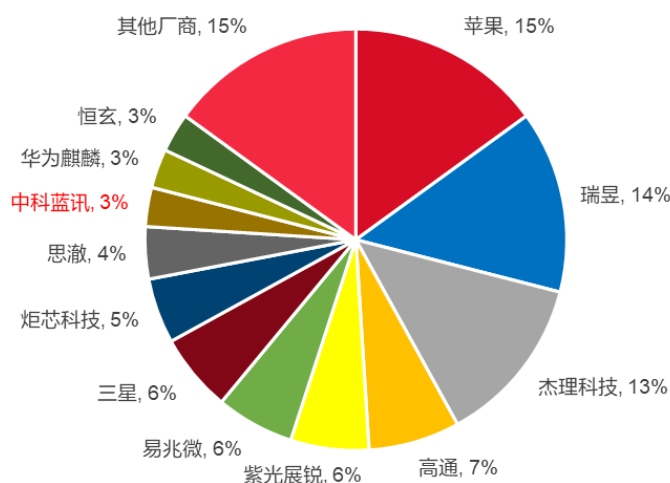
图30 2025Q2 中国是全球智能手表出货量的主要经济体



资料来源：Counterpoint，东海证券研究所

(4) 公司的智能穿戴方案上至高阶 BT895X 系列，下至中低阶 AB568X 系列、AB569X 系列，全方位满足客户不同需求。特别是 AB568X 及 AB569X 系列，凭借其优秀的显示效果及极高的性价比，受到了行业的高度认可，目前已与印度等国家的智能手表品牌客户合作。2025 年 H1，借助于 AB568X、AB569X 的产品市场积累，公司将持续研发，不断改进。

图31 2023 年全球智能手表主控芯片厂商份额



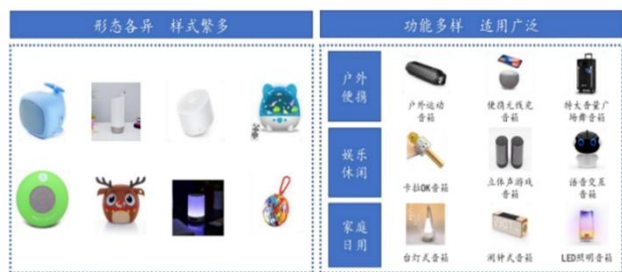
资料来源：潮电智库，东海证券研究所

3.2. 智能音箱芯片不断拓展品牌商客户

(1) 全球音箱外形与功能逐步多样化，便携式、桌面、电脑音箱占据主要份额，智能音箱需求市场是一个多样化的差异化产品市场。如下图所示，目前的智能音箱在外形上呈现多样化满足不同客户需求，在功能上除了基本的播放功能外，还要满足户外运动、无线充电、

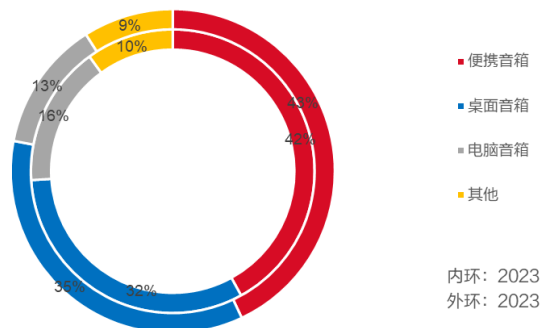
广场舞、游戏、语音交互、台灯、闹钟等多种功能与应用场景需求，可见智能音箱市场是一个需求相对多样化的市场，边际的需求改善可能会对特定群体产生更大的吸引力，这也就形成多样化的供应商。根据洛图科技数据，目前在中国市场便携式、桌面、电脑音响占据总需求 70%以上的份额。

图32 当前市场主流音箱形态与功能



资料来源：珠海杰理，东海证券研究所

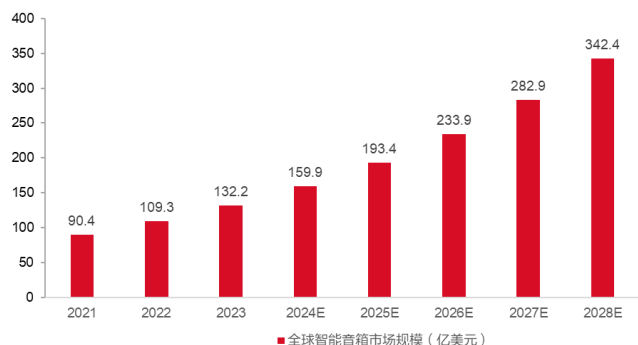
图33 中国各类音箱类型占比



资料来源：同花顺，东海证券研究所

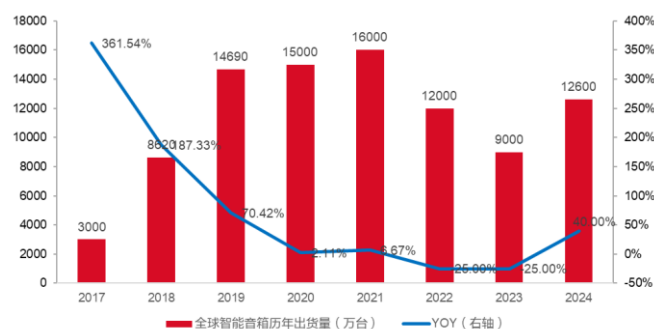
（2）估算 2024 年全球智能音箱总规模在 160 亿美元左右，全球出货量保持在 1.2 亿台左右。如下图所示，随着消费者对智能音箱全球渗透率提升、消费品质提升、AI 智能的加持，全球的智能音箱市场规模长期或保持增长趋势。全球智能音箱的出货量从 2017 年后保持快速增长，目前可能维持在 1.2 亿台的出货量，长期或还有较大渗透空间。

图34 全球智能音箱市场规模及预测



资料来源：珠海杰理，东海证券研究所

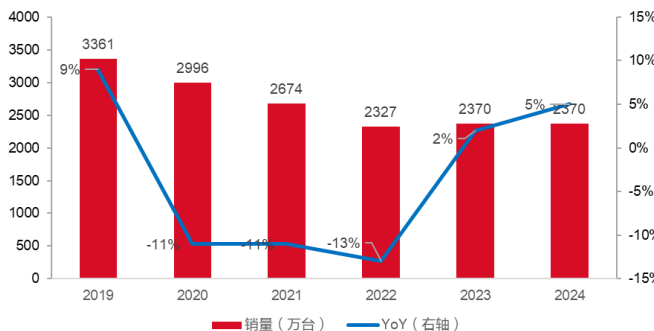
图35 全球智能音箱历年出货量估算



资料来源：中商情报网、前瞻产业研究院，东海证券研究所

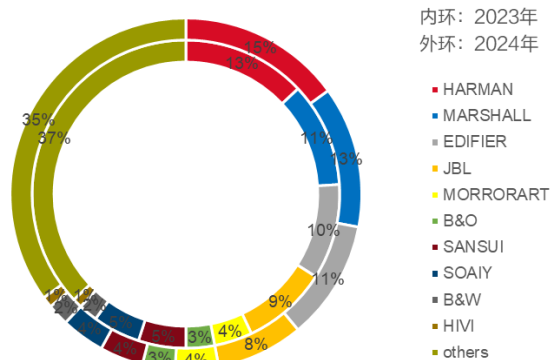
（3）中国蓝牙音箱销量保持相对饱和状态，近年来销量稳定在 2300 万台左右；中国区域的蓝牙音箱品牌竞争格局较为分散。如下图所示，中国蓝牙音箱从 2019 年至今整体呈现小幅下降趋势，近 2 年来销量稳定在 2300 万台左右，历年波动幅度不大。我们认为蓝牙音箱的置换周期相对较长，在没有显著技术进步的前提下，历年的销量会保持相对稳定，未来随着 AI 的渗透、技术迭代下的性价比更优，蓝牙音箱长期还有一定的渗透空间。中国蓝牙音箱的竞争格局来看，整体呈现较为分散的格局，龙头企业的占有率不超过 20%，TOP5 大厂商约为 50%左右的份额。蓝牙音箱的需求多样化、品种多样化，导致市场形成一定的长尾市场，因此竞争格局相对分散，长期看或继续保持分散格局为主，但随着 AI 的渗透、蓝牙芯片技术的不断成熟，未来品牌厂商份额有望保持上升趋势。

图36 中国历年蓝牙音箱销量



资料来源：洛图科技，东海证券研究所

图37 中国市场蓝牙音箱市场份额



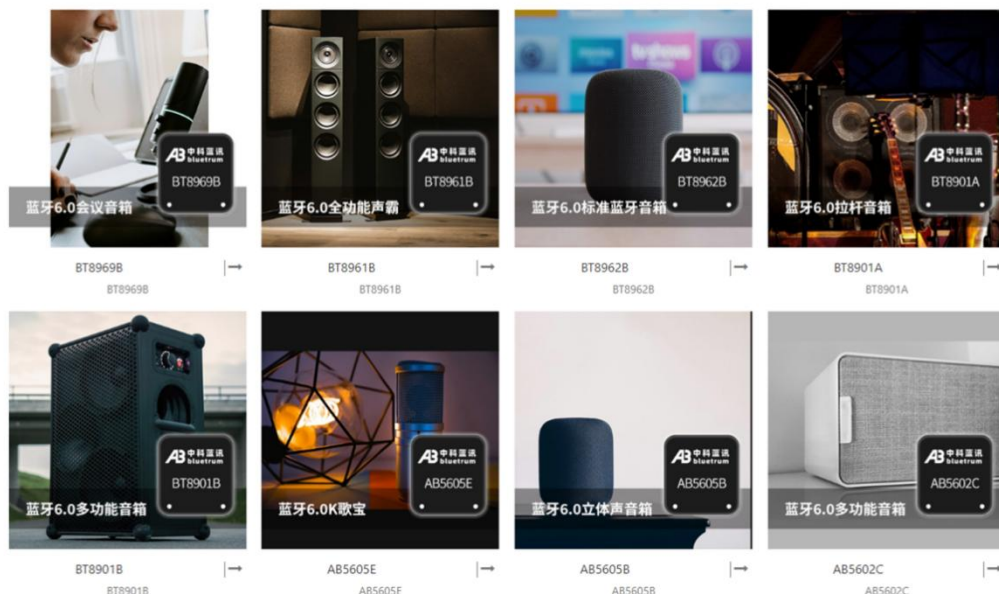
资料来源：洛图科技，东海证券研究所

（4）中科蓝讯在智能音箱品牌合作上不断增强，同时在研发上不断推出 Wi-Fi 等智能音箱，公司从研发到渠道的全线进步长期将提升公司在智能音箱的份额。公司推出了基于 BT896X 的 LEAudio 方案，特别是 Auracast 技术，可满足后续中高阶音箱的市场。公司量产了多款飞利浦等品牌的高阶 Soundbar 产品，通过 BT896X 的强大算力，实现了高阶 Soundbar 的蓝牙 SoC 单芯片解决方案。公司还配合荣耀亲选推出 Honor Ikarao BT Speaker mini 音箱，音质音效指标优异，产品受到了行业更多的用户群体的关注和认可。此外，公司基于新品 Wi-Fi 芯片，也将陆续推出 Wi-Fi 智能音箱等产品的解决方案。

图38 中科蓝讯蓝牙音箱芯片一览

| 蓝牙音箱芯片

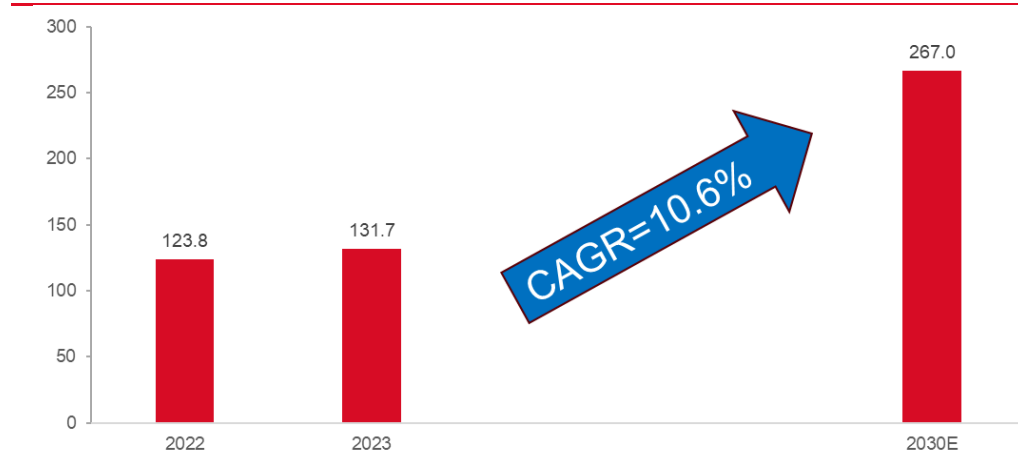
BT6.0双模无线蓝牙音箱。
Android与iOS APP控制同步上线。



资料来源：中科蓝讯官网，东海证券研究所

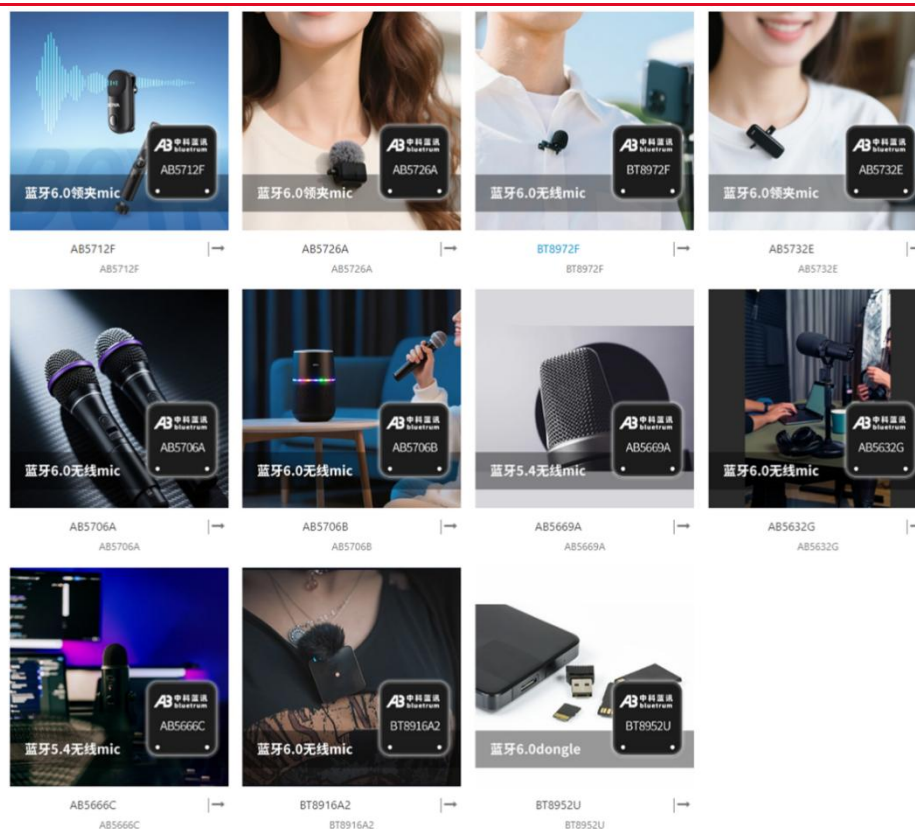
3.3.麦克风芯片受益行业高增长红利

（1）全球无线麦克风市场规模在 2023 年约为 132 亿元左右，预计未来 7 年内保持 10.6%的复合增速。全球无线麦克风是一个相对小众市场，随着全球短视频的爆发，线上主播行业已经成为一个高速发展的新赛道，而无线麦克风也因此迎来了一个较为高速发展的时代。无线麦克风的使用频率较高，置换的周期也较短。随着麦克风技术进步以及未来 AI 的渗透，我们认为麦克风行业或大概率继续保持增长趋势。

图39 2022-2030 全球无线麦克风市场规模及预测（亿元）

资料来源：我爱音频网，东海证券研究所

（2）公司的麦克风芯片主要用于无线麦克风市场，满足网络直播需求；同时也配备了多种类型的其他麦克风市场，满足长尾市场需求。

图40 中科蓝讯麦克风芯片展示

资料来源：中科蓝讯官网，东海证券研究所

4.估值假设与投资建议

4.1.基本假设及业绩预测

(1) 根据公司公告,公司的营收主流产品按出货形态可分为 TWS 蓝牙耳机芯片、蓝牙音箱芯片、智能穿戴芯片、数字音频芯片、无线麦克风芯片、其他芯片这 6 大类产品,根据 2025 年前三季度公告以及公司发展规划,我们获得如下几条公司发展规划的关键信息。1) 2025 年公司继续受益 AIOT 行业复苏与发展,长期继续加深在 AIOT 领域的渗透空间,在海内外市场继续在产品与渠道上加深布局,受益 AI 赋能的 TWS 耳机、音箱、智能穿戴、数字音频、无线麦克风等市场高速快速发展。2) 公司将围绕“AI 赋能、技术领先、产品多元、市场全球化”的战略定位,持续加大研发投入,保持在低功耗、高音质、高集成度音频芯片等核心技术领域的领先地位,同时为适应未来产品多元化发展,公司积极布局 Wi-Fi 和视频芯片领域,加快视频技术的落地,聚焦 AI 耳机、音箱、眼镜、玩具等应用场景。公司的产品线也将由原来的八大产品线逐步拓展到包含蓝牙耳机芯片、智能音箱芯片、智能穿戴设备芯片、无线麦克风芯片、数字音频芯片、AIoT 芯片、智能玩具芯片、AI 语音芯片、Wi-Fi 芯片、视频芯片在内的十大产品线。3) 公司借助于 BT 系列芯片前期积累的行业口碑,更多的耳机、专业音频品牌客户与公司达成了长期深度的合作模式。

(2) 我们对公司未来 3 年的经营假设如下所示。1) 公司的 TWS 耳机芯片从中低端标准化产品扩大到品牌产品,技术不断迭代,受益于行业增长同时加深海内外的渗透率,公司 TWS 业务有望继续延续 10%-20%左右的高速增长,预测 2025-2027 年业务增速分别是 10.08%、20.41%、22.98%;公司的毛利率随着产品升级有上升趋势,但考虑到 2025 年行业增速有所放缓,未来 3 年也将面临竞争加剧的风险,预测 2025-2027 年的毛利率分别是 22.89%、22.65%、22.49%。2) 公司蓝牙音箱芯片产品随着未来 AI 渗透,音箱销量有望恢复增长,同时,公司产品迭代升级渗透率还有较大空间,预测 2025-2027 年的收入增速分别是 10.21%、18.87%、21.97%;公司蓝牙音箱芯片毛利率呈上升趋势,既有规模效应也有产品升级的趋势,但考虑公司市占率提升,同行竞争加剧,预测 2025-2027 年的芯片毛利率分别是 29.13%、27.32%、26.55%。3) 智能穿戴产品主要是智能手表与手环,公司目前在全球占有率较低,长期渗透空间较大,预测 2025-2027 年增速分别是 12.17%、18.93%、22.27%;智能穿戴产品随着规模增大,规模经济下毛利率或维持较高水平,毛利率分别是 29.28%、28.17%、27.05%。4) 数字音频产品长期稳定增长,预测 2025-2027 年增速分别是 10.22%、15.18%、22.64%;细分市场目前竞争格局良好,毛利率相对稳健,预计三年毛利率分别是 31.01%、30.26%、30.95%。5) 无线麦克风行业依然在高速增长,公司的渗透率也在不断提升,预测 2025-2027 年增速分别是 50.08%、40.81%、30.27%;毛利率分别是 28.09%、27.16%、26.04%。6) 其他业务收入主要是公司其他 AIOT 等业务,包括各类新产品销售,规模较低,预测 2025-2027 年增速分别是 5.11%、15.71%、25.82%;毛利率分别是 20.18%、21.19%、22.36%。

表5 中科蓝讯按照产品分类收入增速与毛利率预测

	历史数据			预测数据		
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	1,079.90	1,446.89	1,819.03	2,002.42	2,411.15	2,965.26
YoY	-3.88%	33.98%	25.72%	10.08%	20.41%	22.98%
毛利率	20.92%	22.56%	22.92%	22.89%	22.65%	22.49%
归母净利润	140.90	251.69	300.10	316.50	380.23	477.41
YoY	-38.57%	78.64%	19.23%	5.46%	20.14%	25.56%
业务 1: TWS 蓝牙耳机芯片	551.08	862.51	1072.63	1139.14	1364.91	1669.42

YoY	11.08%	56.51%	24.36%	6.20%	19.82%	22.31%
毛利率	20.79%	19.65%	18.44%	18.35%	18.82%	18.96%
营收占比(%)	51.03%	59.61%	58.97%	56.89%	56.61%	56.30%
业务 2: 蓝牙音箱芯片	269.19	340.30	380.09	418.90	497.95	607.34
YoY	-28.38%	26.41%	11.69%	10.21%	18.87%	21.97%
毛利率	17.73%	25.39%	30.21%	29.13%	27.32%	26.55%
营收占比(%)	24.93%	23.52%	20.90%	20.92%	20.65%	20.48%
业务 3: 智能穿戴芯片		57.80	120.50	135.16	160.75	196.54
YoY			108.47%	12.17%	18.93%	22.27%
毛利率		25.75%	29.24%	29.28%	28.17%	27.05%
营收占比(%)		3.99%	6.62%	6.75%	6.67%	6.63%
业务 4: 数字音频芯片		93.22	107.90	118.93	136.98	167.99
YoY			15.75%	10.22%	15.18%	22.64%
毛利率		32.91%	30.62%	31.01%	30.26%	30.95%
营收占比(%)		6.44%	5.93%	5.94%	5.68%	5.67%
业务 5: 无线麦克风			72.67	109.07	153.58	200.07
YoY			110.88%	50.08%	40.81%	30.27%
毛利率			28.65%	28.09%	27.16%	26.04%
营收占比(%)			4.00%	5.45%	6.37%	6.75%
业务 6: 其他芯片	113.89	78.28	58.98	62.00	71.74	90.26
YoY	91.46%	-31.26%	34.61%	5.11%	15.71%	25.82%
毛利率	27.76%	24.42%	21.00%	20.18%	21.19%	22.36%
营收占比(%)	10.55%	5.41%	3.24%	3.10%	2.98%	3.04%

资料来源: iFind, 携宁, 东海证券研究所

4.2.可比公司估值

公司未来市盈率估值低于同业, 具备一定的投资价值。我们选取 A 股半导体设计领域较有代表性的瑞芯微、恒玄科技、乐鑫科技、全志科技、国科微、炬芯科技等公司作为中科蓝讯的可比公司进行分析。可见公司的未来三年估值低于行业平均, 公司具备一定的相对投资价值。

表6 可比公司估值表对比

公司	最新价	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688049.SH 炬芯科技	51.0	89.3	200.54	278.74	371.86	44.55	32.05	24.02
300672.SZ 国科微	88.4	191.8	135.00	219.83	287.50	142.11	87.27	66.73
300458.SZ 全志科技	41.5	342.6	356.37	493.12	646.57	96.15	69.48	52.99
688018.SH 乐鑫科技	157.1	262.6	531.46	707.96	918.51	49.41	37.09	28.59
603893.SH 瑞芯微	174.7	735.4	1083.35	1442.78	1852.85	67.88	50.97	39.69
688608.SH 恒玄科技	215.0	362.7	798.21	1139.85	1530.83	45.44	31.82	23.69
均值	121.3	330.7	517.5	713.7	934.7	74.3	51.4	39.3
688332.SH 中科蓝讯	135.9	163.9	316.50	380.23	477.41	51.78	43.10	34.33

资料来源: iFind, 东海证券研究所 (截止到 20251126; 注: 除中科蓝讯外其余企业均采用 iFind 一致预期)

4.3.投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。公司处于长期增长的 AIOT 赛道，产品种类不断丰富，产品从中低端不断向高端品牌延伸，下游细分市场种类不断增多，努力做好多个细分市场，长期规模经济显著。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 20.02/24.11/29.65 亿元，年增率分别为 10.08%/20.41%/22.98%；归母净利润分别为 3.17/3.80/4.77 亿元，年增率分别为 5.5%/20.1%/25.6%，对应当前市值的 PE 分别为 51.78/43.10/34.33 倍，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

5.风险提示

- (1) **下游市场需求不及预期风险：**公司 AIOT 下游市场分散、长尾，如果电子消费品下游需求下滑，可能影响公司的销售不及预期。
- (2) **市场竞争加剧风险：**公司所在 AIOT 赛道有较多的竞争者，行业高红利可能引进更多的竞争者加入，公司有可能面临较为激烈的行业竞争风险。
- (3) **研发进展不及预期风险：**如果公司新品研发不及预期，会使公司竞争力不及行业，最终可能影响公司经营业绩。

附录：三大报表预测值

利润表

单位: (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,819	2,002	2,411	2,965
%同比增速	26%	10%	20%	23%
营业成本	1,402	1,544	1,865	2,298
毛利	417	458	546	667
%营业收入	23%	23%	23%	22%
税金及附加	8	8	9	11
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	9	10	12	15
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	34	36	41	47
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	162	166	188	213
%营业收入	9%	8%	8%	7%
财务费用	-44	2	5	9
%营业收入	-2%	0%	0%	0%
资产减值损失	-44	-30	-40	-50
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	50	56	65	77
投资收益	26	60	72	89
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	30	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	310	323	388	487
%营业收入	17%	16%	16%	16%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	310	323	388	487
%营业收入	17%	16%	16%	16%
所得税费用	10	6	8	10
净利润	300	316	380	477
%同比增速	19%	5%	20%	26%
归属于母公司的净利润	300	317	380	477
%营业收入	16%	16%	16%	16%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	2.49	2.62	3.15	3.96

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	2.49	2.62	3.15	3.96
BVPS	33.09	34.66	36.55	38.92
PE	54.61	51.78	43.10	34.33
PEG	2.84	9.48	2.14	1.34
PB	4.11	3.92	3.72	3.49
EV/EBITDA	62.93	42.43	35.17	27.38
ROE	8%	8%	9%	10%
ROIC	5%	7%	8%	9%

资产负债表

单位: (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,847	2,413	3,026	3,596
交易性金融资产	1,579	1,279	979	779
应收账款及应收票据	65	72	87	107
存货	612	613	655	710
预付账款	12	15	19	23
其他流动资产	108	120	132	144
流动资产合计	4,223	4,513	4,897	5,358
长期股权投资	51	71	91	111
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	6	5	5	7
无形资产	10	5	9	14
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	12	11	11	11
其他非流动资产	238	290	339	389
资产总计	4,539	4,894	5,352	5,890
短期借款	303	403	503	603
应付票据及应付账款	132	137	155	192
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	30	36	43	53
应交税费	7	8	10	12
其他流动负债	57	12	14	17
流动负债合计	529	595	724	875
长期借款	0	100	200	300
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	2	2	2
其他非流动负债	4	4	5	6
负债合计	536	701	932	1,183
归属于母公司的所有者权益	3,990	4,180	4,408	4,694
少数股东权益	12	12	12	12
股东权益	4,003	4,192	4,420	4,706
负债及股东权益	4,539	4,894	5,352	5,890

现金流量表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	428	274	290	377
投资	-814	230	230	130
资本性支出	-16	-11	-11	-11
其他	-298	58	72	89
投资活动现金流净额	-1,128	277	291	208
债权融资	-498	153	201	201
股权融资	11	0	0	0
支付股利及利息	-119	-138	-170	-215
其他	-3	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-609	14	31	-14
现金净流量	-1,309	566	612	570

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2025 年 11 月 25 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089