

海外机顶盒业务快速增长，四季度毛利率显著改善



核心观点

- 晶晨在 20 年实现营收 27.4 亿元，增长 16%，实现归母净利润 1.1 亿元，下滑 27%，20 年相比 19 年运营费用大幅增加，包括因股权激励确认的股份支付费用近 7400 万元和汇兑损失超过 5700 万元。全年经营性净现金流高达 9.3 亿元，芯片出货量首次突破 1 亿颗。四季度单季的营收和归母净利润分别为 9.7 和 1.3 亿元，同比分别增长 49% 和近 4 倍，毛利率高达 36.6%。晶晨重视研发，20 年研发投入 5.8 亿元，增长 25%，研发人员年末增加至 780 人，占公司总人数的 8 成。12nm 工艺已全面导入机顶盒、电视、汽车等各种产品。
- 机顶盒芯片海外市场份额持续增长：20 年营收 15.5 亿元，增长 24%，增长主要来自海外市场，晶晨芯片已广泛应用于谷歌、亚马逊等海外客户及北美、拉美、欧洲、俄罗斯、亚太和非洲等区域的众多运营商。疫情提升了机顶盒的需求，同时博通针对欧盟的反垄断调查已承诺不再诱导机顶盒制造商客户给予博通 50% 以上订单份额，晶晨在海外市场已布局多年，有望持续扩大份额。
- 智能电视 SoC 主芯片出货量增长：晶晨智能电视主芯片 20 年销量超过 2900 万颗，增长 9%，但单价的下滑造成营收基本持平，公司的高端系列产品支持远场语音、杜比视界、AI 画质优化技术。晶晨的方案已逐步完成多个国际主流电视系统认证，广泛应用于小米、海尔、TCL、创维、百思买、东芝、亚马逊、爱普生等客户，有望持续扩大份额。此外，电视的高清化、智能化、高刷等有望提升单价。
- 其它产品种类丰富：AI 音视频终端 SoC 芯片 20 年营收 3.4 亿元，增长超过 40%，产品应用于智能音箱、智能影像、智慧教育、智能显示、智能开关控制中心、智能会议系统、智能冰箱等终端产品，客户包括小米、联想、TCL、阿里巴巴、谷歌、JBL、Harman Kardon、Sonos、Yandex 等。WiFi 和蓝牙无线连接芯片已于 3Q20 量产，有望通过搭配 SoC 主芯片迎来出货量高速增长。公司在汽车芯片业务已与海外高端客户进行深度设计、验证，并已收到部分客户订单，同时华域汽车持有晶晨近 5% 的股权。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.06、1.92、2.80 元（原 21-22 年预测为 0.99、1.91 元，下调了费用预测），21 和 22 年业绩增速较快，我们看好其长期成长，根据可比公司 22 年平均 59 倍市盈率估值，对应目标价为 113.31 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 芯片需求不及预期；新产品研发进展不及预期；毛利率提升不及预期风险；估值风险。

公司主要财务信息

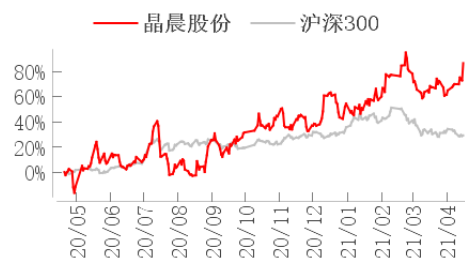
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,358	2,738	4,122	5,868	7,161
同比增长(%)	-0%	16%	51%	42%	22%
营业利润(百万元)	169	122	455	831	1,209
同比增长(%)	-43%	-28%	274%	83%	46%
归属母公司净利润(百万元)	158	115	436	790	1,150
同比增长(%)	-44%	-27%	280%	81%	46%
每股收益(元)	0.38	0.28	1.06	1.92	2.80
毛利率(%)	33.9%	32.9%	35.5%	36.3%	37.0%
净利率(%)	6.7%	4.2%	10.6%	13.5%	16.1%
净资产收益率(%)	8.1%	4.0%	13.9%	21.3%	25.0%
市盈率	247	340	90	49	34
市净率	14.0	13.4	11.7	9.6	7.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月16日)	95.05 元
目标价格	113.31 元
52周最高价/最低价	101.06/41.33 元
总股本/流通A股(万股)	41,112/21,153
A股市值(百万元)	39,077
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年04月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	9.77	10.79	24.69	86.49
相对表现	8.83	11.01	23.3	67.66
沪深300	0.94	-0.22	1.39	18.83



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

四季度创单季新高	2021-02-25
音视频编解码 SoC 芯片领跑者，新应用空间广阔	2020-12-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.06、1.92、2.80 元（原 21-22 年预测为 0.99、1.91 元，下调了费用预测），21 和 22 年业绩增速较快，我们看好其长期成长，根据可比公司 22 年平均 59 倍市盈率估值，对应目标价为 113.31 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/4/16	每股收益(元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
卓胜微	300782	710.89	5.79	10.32	14.43	123	69	49
澜起科技	688008	66.35	0.98	1.29	1.75	68	51	38
圣邦股份	300661	250.66	1.83	2.57	3.57	137	98	70
兆易创新	603986	174.00	2.02	2.89	3.87	86	60	45
北方华创	002371	151.12	1.05	1.54	2.16	143	98	70
思瑞浦	688536	399.99	2.29	3.41	5.25	175	117	76
	最大值					175	117	76
	最小值					68	51	38
	平均数					122	82	58
	调整后平均					122	81	59

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

芯片需求不及预期；新产品研发进展不及预期；毛利率提升不及预期风险；估值风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,702	1,929	2,443	3,099	4,120	营业收入	2,358	2,738	4,122	5,868	7,161
应收票据、账款及款项融资	242	222	335	477	582	营业成本	1,558	1,838	2,659	3,738	4,510
预付账款	8	2	3	5	6	营业税金及附加	4	3	4	6	7
存货	463	330	478	672	810	营业费用	64	75	113	158	189
其他	447	643	647	656	662	管理费用及研发费用	553	670	916	1,170	1,297
流动资产合计	2,862	3,127	3,906	4,908	6,179	财务费用	(13)	26	(22)	(28)	(36)
长期股权投资	11	42	42	42	42	资产、信用减值损失	38	26	21	27	20
固定资产	224	230	220	220	209	公允价值变动收益	4	0	4	4	4
在建工程	0	0	32	59	41	投资净收益	(2)	11	10	10	10
无形资产	96	122	0	0	0	其他	13	10	10	20	20
其他	131	164	81	32	0	营业利润	169	122	455	831	1,209
非流动资产合计	462	559	376	352	293	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	3,323	3,686	4,282	5,260	6,472	营业外支出	0	3	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	169	119	453	829	1,207
应付票据及应付账款	212	408	590	829	1,000	所得税	12	4	18	41	60
其他	247	296	337	354	367	净利润	157	114	435	787	1,146
流动负债合计	459	703	927	1,183	1,368	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)	(3)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	158	115	436	790	1,150
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.38	0.28	1.06	1.92	2.80
其他	62	59	1	1	1						
非流动负债合计	62	59	1	1	1	主要财务比率					
负债合计	521	762	927	1,184	1,368		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4	4	3	1	(3)	成长能力					
实收资本(或股本)	411	411	411	411	411	营业收入	-0%	16%	51%	42%	22%
资本公积	1,988	2,064	2,064	2,064	2,064	营业利润	-43%	-28%	274%	83%	46%
留存收益	424	489	876	1,600	2,632	归属于母公司净利润	-44%	-27%	280%	81%	46%
其他	(24)	(45)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,802	2,923	3,354	4,076	5,104	毛利率	33.9%	32.9%	35.5%	36.3%	37.0%
负债和股东权益总计	3,323	3,686	4,281	5,260	6,472	净利率	6.7%	4.2%	10.6%	13.5%	16.1%
						ROE	8.1%	4.0%	13.9%	21.3%	25.0%
						ROIC	7.3%	4.9%	13.1%	20.3%	24.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	157	114	435	787	1,146	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	137	149	195	75	59	流动比率	6.24	4.45	4.22	4.15	4.52
财务费用	(13)	26	(22)	(28)	(36)	速动比率	4.97	3.91	3.63	3.50	3.84
投资损失	2	(11)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	4	506	(63)	(116)	(87)	应收账款周转率	9.7	11.7	14.7	14.4	13.5
其它	54	142	38	23	16	存货周转率	2.6	3.8	5.8	5.7	5.3
经营活动现金流	341	927	573	732	1,089	总资产周转率	0.9	0.8	1.0	1.2	1.2
资本支出	(61)	(77)	(46)	(52)	0	每股指标(元)					
长期投资	(2)	(31)	0	0	0	每股收益	0.38	0.28	1.06	1.92	2.80
其他	(1,763)	168	15	14	14	每股经营现金流	0.83	2.25	1.39	1.78	2.65
投资活动现金流	(1,825)	60	(31)	(38)	14	每股净资产	6.81	7.10	8.15	9.91	12.42
债权融资	10	(5)	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,513	76	0	0	0	市盈率	247	340	90	49	34
其他	(11)	(208)	(27)	(38)	(82)	市净率	14.0	13.4	11.7	9.6	7.7
筹资活动现金流	1,512	(137)	(27)	(38)	(82)	EV/EBITDA	125	123	58	42	30
汇率变动影响	7	(46)	-0	-0	-0	EV/EBIT	234	248	84	46	31
现金净增加额	35	805	514	656	1,020						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn