

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

晶晨股份 (688099)

增持

重大事件快评

(首次评级)

2021年08月18日

多媒体智能 SoC 芯片龙头，受益于 AIoT 赛道高景气度

证券分析师：马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002
证券分析师：陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080001

事项：

晶晨股份发布 2021 年半年度报告，上半年实现营业收入 20.0 亿元，同比增长 111.8%；实现归母净利润 2.50 亿元（为预告区间上限），同比增长 499.16%；实现剔除股份支付费用影响后归母净利润 2.99 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非后归母净利润为 2.3 亿元（接近预告区间上限），同比增长 392.99%。业绩表现亮眼，超市场预期。

国信通信观点：

我们认为，晶晨股份是智能机顶盒 SoC 芯片龙头，公司重视研发，围绕自身核心能力持续拓展能力圈。智能机顶盒 SoC 芯片巩固国内份额的同时加速海外份额提升；智能电视 SoC 业务伴随产品升级和份额提升有望保持稳健发展；AI 音视频芯片受益于 AIoT 应用场景的逐步丰富以及公司自身能力的积累，有望保持高速增长；WiFi 蓝牙芯片和汽车电子芯片是公司新拓展的业务，随着新产品推出和量产商用，将为公司发展带来新动能。

我们预计公司 2021-2023 年 2021-2023 年营业收入分别为 46.3/60.6/75.5 亿元，归母净利润分别为 6.25/9.22/11.2 亿元，对应 PE 分别为 72/49/40 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

评论：

■ 公司是多媒体智能终端 SoC 芯片龙头，业务持续多元化发展

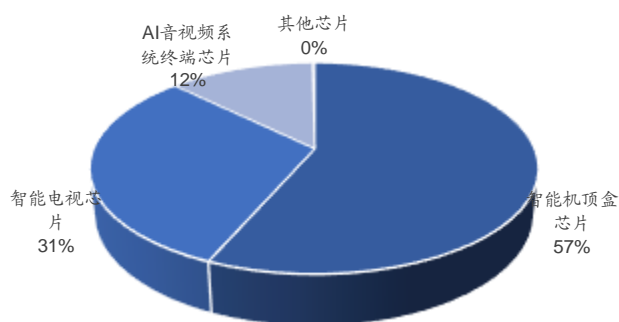
晶晨股份是智能机顶盒芯片的领导者、智能电视芯片的引领者和 AI 音视频系统终端芯片的开拓者。公司除原有稳定成熟的三大产品线外，已把产品线延伸至智能影像、无线连接、汽车电子等新领域。

- **智能机顶盒 SoC 芯片：**是公司主力产品线之一，2020 年营收占比最高，达到 56.5%，广泛应用于 IPTV 机顶盒、OTT 机顶盒及混合模式机顶盒，智能机顶盒芯片方案被中兴通讯、创维、小米、阿里巴巴、Google、Amazon、Walmart 等境内外知名厂商广泛采用，相关中高端产品已广泛应用于国内三大运营商的设备以及北美、欧洲、拉丁美洲、亚太、俄罗斯、非洲等众多海外运营商设备。
- **智能电视 SoC 芯片：**2020 年营收占比 30.8%，广泛应用于智能电视、投影仪等领域，终端客户包括小米、海尔、TCL、创维、极米、峰米、阿里、腾讯、百度、大眼橙、Anker、Best Buy、Toshiba、Amazon、Epson 等境内外知名企业。
- **AI 音视频系统终端 SoC 芯片：**2020 年营收占比 12.5%，应用场景包括智能家居（智能音箱、智能门铃、智能影像）、智能办公（智能会议系统）、智能健身（跑步机、动感单车、健身镜）、智能家电（扫地机器人、冰箱）、无人机（智能农业无人机）、智能商业（刷脸支付、广告机）、智能终端分析盒（菜鸟仓储、驿站后端分析盒）、智能欢唱（K 歌点播机）等领域，终端客户包括小米、联想、TCL、阿里巴巴、乐动、极飞、爱奇艺、Google、

Sonos、JBL、Harman Kardon、Yandex、Keep、Zoom、Fiture、Marshall 等。

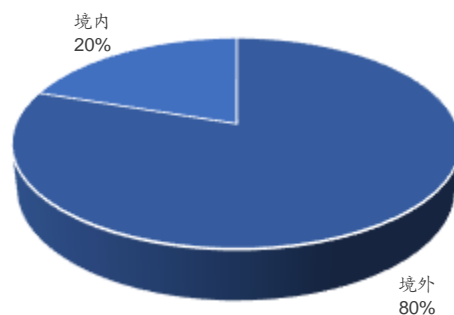
- **WIFI 蓝牙芯片**：2020 年第三季度开始量产，2021 年 8 月推出了自主研发的首款支持高吞吐视频传输的双频高速数传 Wi-Fi 5+BT 5.2 单芯片。
- **汽车电子芯片**：主要应用于车载信息娱乐系统，采用 12 纳米制程工艺。2020 年公司在海外高端客户取得突破，收到部分订单。2021 年上半年汽车电子芯片销量稳步提升。

图 1：晶晨股份 2020 年主营收入结构（按业务）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 2：晶晨股份 2020 年主营收入结构（按区域）

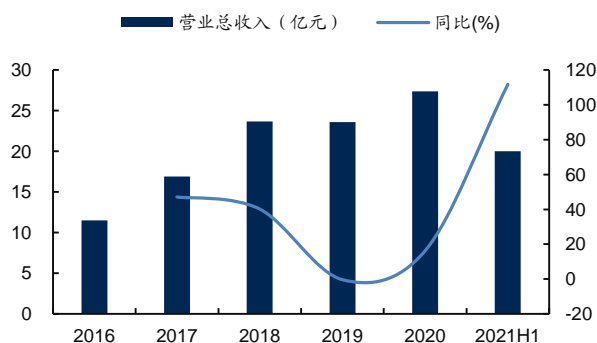


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

收入 and 利润端实现突破性增长，积极拓展新业务增长点

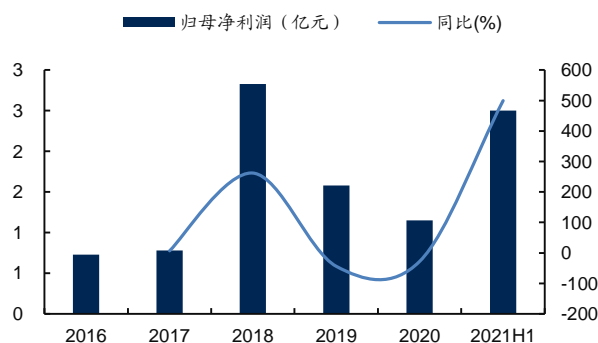
晶晨股份今年上半年营收首次突破 20 亿元，Q1 和 Q2 分别实现营收 9.29 亿元和 10.73 亿元，分别实现归母净利润 0.89、1.60 亿元。Q2 单季度营收增速 97.91%，营业收入的高速增长主要受益于下游终端应用领域需求旺盛及行业供需错配下的芯片涨价效应，且去年同期受疫情影响基数较低。收入的增长带动 21Q2 毛利率和净利率同比、环比均大幅提升，毛利率从 21Q1 的 33.4% 提升至 38.7%，净利率从 21Q1 的 9.6% 提升至 14.9%。

图 3：晶晨股份营业收入及增速



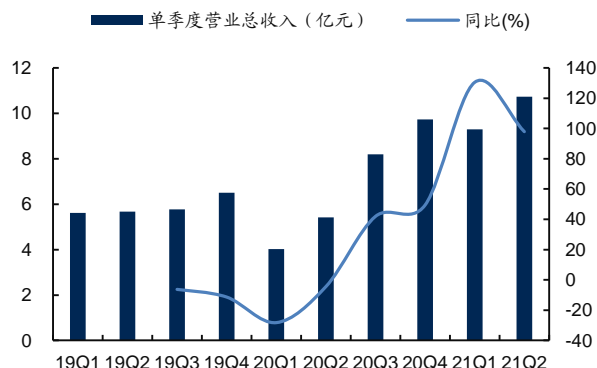
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 4：晶晨股份归母净利润及增速



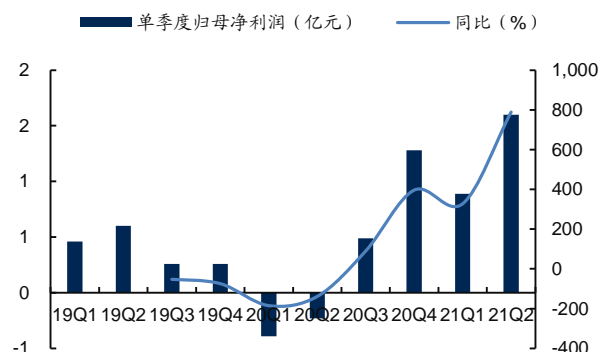
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 5: 晶晨股份单季度营业收入及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

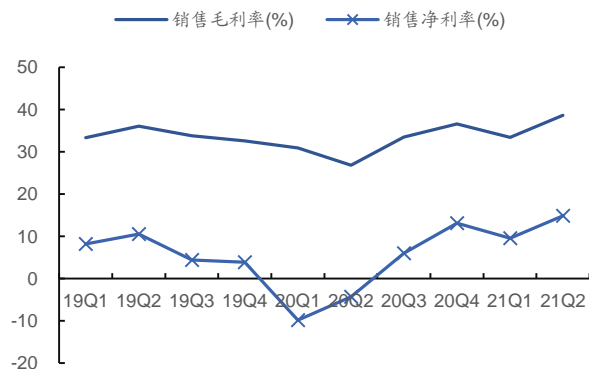
图 6: 晶晨股份单季度归母净利润及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

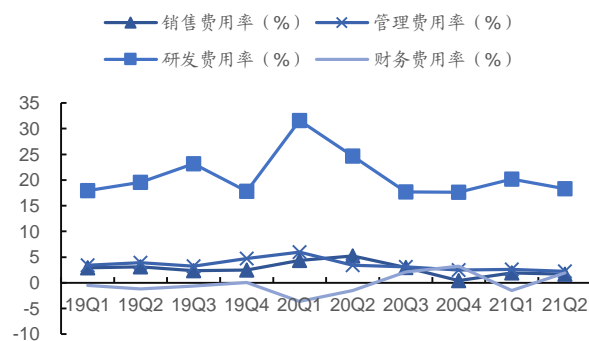
相比于收入的高速增长, 公司的费用端相对刚性, 管控良好。上半年公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别同比增速为 (-21.21%) / +12.82% / +47.24% / +131.23%。销售费用下降是因为营销费用减少, 管理费用增加是因为招聘和业务招待费增加, 研发费用增加是因为公司加大研发投入和新增研发人员, 财务费用大幅增长主要因为美元兑人民币汇率下降, 汇兑损失增加。整体费用率下降对业绩弹性带来积极影响。

图 7: 晶晨股份单季度毛利率和净利率变化



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 8: 晶晨股份单季度费用率变化



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

公司坚持核心技术自主创新, 积极投入研发。上半年公司推出新一轮股权激励计划, 覆盖员工近 50%。截至 2021 年 6 月底, 公司拟研发人员数量 944 人, 在公司总人数占比 81.8%, 人均薪酬从去年上半年的 22.96 万元, 提升至 26.92 万元。

展望未来, 公司五大产品线均是公司发展重点, 未来将巩固传统业务领域优势的同时, 积极拓展新业务增长点。机顶盒芯片业务受益于机顶盒向多功能融合和智能化升级, 以及公司多年布局海外市场进入收获期, 未来在全球的市占率仍有上升空间; 智能电视 SoC 业务伴随产品升级和份额提升有望保持稳健发展; AI 音视频芯片受益于 AIOT 应用场景的逐步丰富以及公司自身能力的积累; WiFi 蓝牙芯片和汽车电子芯片是公司新拓展的业务, 随着新产品推出和量产商用, 将为公司发展带来新动能。

■ 投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级

我们基于以下逻辑对晶晨股份的核心数据进行假设：

- 1、智能机顶盒 SoC 芯片巩固国内份额的同时加速海外份额提升，带动收入高速增长；
- 2、智能电视芯片业务产品持续迭代升级，收入高速增长；
- 3、AI 音视频系统终端芯片下游应用领域持续进行横向拓展，开拓新市场和新客户，受益于 AIOT 行业的高景气度；
- 4、其他芯片，包括 WIFI 蓝牙芯片和汽车电子芯片，随着新产品量产商用，带来新增长；
- 5、费用率随着公司收入规模增长稳中有降；
- 6、毛利率端预计随着芯片行业供需错配趋缓，毛利率逐步回归正常。

表 1：晶晨股份收入拆分（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
1、智能机顶盒芯片				
收入	1,547.46	2661.63	3380.27	4056.33
增长率	24%	72.00%	27.00%	20.00%
毛利率	37.90%	41.00%	41.00%	39.00%
2、智能电视芯片				
收入	842.78	1390.59	1807.76	2169.32
增长率	-2%	65%	30%	20%
毛利率	24.97%	29%	29%	28%
3、AI 音视频系统终端芯片				
收入	341.82	546.91	765.68	995.38
增长率	41%	60%	40%	30%
毛利率	30.2%	35%	36%	35%
4、其他芯片				
收入	5.38	26.90	107.60	322.80
增长率		400%	300%	200%
毛利率	5.7%	10.0%	10.0%	10.0%
5、其他业务				
收入	0.80	1.60	3.20	6.40
增长率	48%	100%	100%	100%
毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
总收入	2738.24	4627.63	6064.51	7550.22
增长率	16%	69.00%	31.05%	24.50%
毛利率	32.89%	36.50%	36.23%	34.06%
成本率	67.11%	63.50%	63.77%	65.94%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 46.3/60.6/75.5 亿元，归母净利润分别为 6.25/9.22/11.2 亿元，对应 PE 分别为 72/49/40 倍。将公司与瑞芯微、全志科技、北京君正等可比公司进行对比，基于公司持续提升的竞争力，我们认为公司估值相比于行业平均水平仍有上升空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司的估值对比（截止至 2021 年 8 月 16 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300458.SZ	全志科技	95.41	252.88	0.62	1.36	1.86	52.07	56.00	41.01	买入
603893.SH	瑞芯微	134.34	659.93	0.77	1.53	2.17	94.00	103.52	73.13	增持
300223.SZ	北京君正	416.90	755.05	0.16	1.52	2.05	586.15	105.92	78.54	买入
	平均	114.87	456.41	0.69	1.45	2.01	73.04	79.76	57.07	
688099.SH	晶晨股份	185.14	451.00	0.28	1.52	2.24	94.04	72.17	48.92	增持

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

■ 风险提示

传统业务份额提升不及预期；海外疫情恢复不及预期；新市场和新客户拓展不及预期；费用管控效果不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1929	1929	2218	2818
应收款项	239	380	498	621
存货净额	330	638	844	1086
其他流动资产	14	56	73	91
流动资产合计	3127	3618	4333	5316
固定资产	230	414	575	629
无形资产及其他	122	98	73	49
投资性房地产	164	164	164	164
长期股权投资	42	42	42	42
资产总计	3686	4337	5188	6200
短期借款及交易性金融负债	34	107	34	34
应付款项	408	479	738	951
其他流动负债	261	395	509	639
流动负债合计	703	981	1282	1624
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	59	59	59	59
长期负债合计	59	59	59	59
负债合计	762	1040	1341	1683
少数股东权益	4	3	(0)	(3)
股东权益	2919	3294	3847	4520
负债和股东权益总计	3686	4337	5188	6200

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.28	1.52	2.24	2.73
每股红利	0.12	0.61	0.90	1.09
每股净资产	7.10	8.01	9.36	10.99
ROIC	9%	24%	32%	36%
ROE	4%	19%	24%	25%
毛利率	33%	36%	36%	34%
EBIT Margin	6%	13%	15%	14%
EBITDA Margin	10%	15%	16%	15%
收入增长	16%	69%	31%	24%
净利润增长率	-27%	444%	48%	22%
资产负债率	21%	24%	26%	27%
息率	0.1%	0.6%	0.8%	1.0%
P/E	392.7	72.2	48.9	40.2
P/B	15.5	13.7	11.7	10.0
EV/EBITDA	175.8	68.4	47.8	40.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2738	4628	6065	7550
营业成本	1838	2939	3867	4979
营业税金及附加	3	5	24	30
销售费用	75	93	121	151
管理费用	670	973	1146	1308
财务费用	26	(16)	(40)	(72)
投资收益	11	11	11	11
资产减值及公允价值变动	27	10	10	10
其他收入	(43)	0	0	0
营业利润	122	656	966	1175
营业外净收支	(3)	(1)	0	0
利润总额	119	655	966	1175
所得税费用	4	33	48	59
少数股东损益	(1)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	115	625	922	1122

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	115	625	922	1122
资产减值准备	(12)	(6)	7	4
折旧摊销	108	56	67	77
公允价值变动损失	(27)	(10)	(10)	(10)
财务费用	26	(16)	(40)	(72)
营运资本变动	380	(292)	39	(36)
其它	11	4	(9)	(7)
经营活动现金流	576	377	1016	1149
资本开支	(49)	(200)	(200)	(100)
其它投资现金流	(231)	0	(85)	0
投资活动现金流	(311)	(200)	(285)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(50)	(250)	(369)	(449)
其它融资现金流	61	73	(73)	0
融资活动现金流	(38)	(177)	(442)	(449)
现金净变动	227	0	289	600
货币资金的期初余额	1702	1929	1929	2218
货币资金的期末余额	1929	1929	2218	2818
企业自由现金流	586	152	766	968
权益自由现金流	648	268	741	1027

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032