

晶晨股份 (688099)

证券研究报告

2021年11月03日

AIoT 业务超预期，海外布局+新品落地打开成长空间

事件：公司发布 2021 年三季度报告；2021 年前三季度公司实现营业收入 32.33 亿元，同比增长 83.21%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比增长 3874.75%；实现扣非净利润 4.32 亿元，同比增长 1695.97%。2021 年第三季度单季度实现营业收入 12.32 亿，实现归母净利 2.52 亿，实现扣非归母净利 1.98 亿。

公司作为智能机顶盒芯片龙头企业，随着国内招标高峰恢复和海外市场进一步渗透，国内外出货量均大幅提升；借助公司客户群优势，AI 终端芯片快速导入品牌客户，尤其是在智能家居市场实现快速成长，市场空间广阔；公司新品研发成果不断显现，WiFi 蓝牙芯片和汽车电子芯片业务稳步增长，成为未来新增长点；我们看好公司各个产品线在旺盛需求下的持续增长。

多媒体智能终端 SoC 芯片需求旺盛，海内外出货量大幅提升。国内智能机顶盒招标开始恢复至高峰期，预计 2021 年国内智能机顶盒采购总量将显著增加，公司作为国内智能机顶盒芯片龙头将显著受益。同时，公司进一步拓展全球市场机会，海外市场成功实现进一步渗透，已覆盖北美、欧洲、拉丁美洲、亚太、俄罗斯和非洲等众多区域的运营商设备。

AI 音视频系统终端芯片快速导入品牌客户，市场空间广阔。借助公司客户群优势，AI 终端芯片快速导入品牌客户，该类芯片解决方案丰富多元，未来市场空间广阔；随着 2021 年搭载公司芯片的谷歌和亚马逊智能家居新品陆续推出，公司 AI 终端芯片未来业绩贡献有望持续增长。(1) 智能门铃：全球智能门铃市场 2020-2024 年预计年复合增速达 25%。(2) 智能音箱和智能显示器：公司 AI 芯片应用于亚马逊和谷歌的智能音箱和智能显示器产品中，两家 2021Q2 发货量合计约占全球总发货量的 40%。

新品研发成果不断显现，成为公司未来新增长点。(1) WiFi 蓝牙芯片：公司首款自主研发的 WiFi 蓝牙芯片于 2020Q3 量产后稳步推进其商业化进程；2021 年公司进一步推出了自主研发的高规格新产品，支持高吞吐视频传输的双频高速数传 WiFi 5+BT 5.2 单芯片，并成功量产商用。(2) 汽车电子芯片：得益于长期投入，公司汽车电子芯片取得进一步进展，收到部分客户订单，业务稳步增长。

盈利预测与投资建议：公司作为多媒体 SoC 龙头开启 AIOT 赛道打开长期市场空间，我们上调盈利预测，将 2021-2023 年净利润预测由 6.19/9.48/13.14 亿元调整为 7.01/10.04/13.05 亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品与技术迭代不及预期风险；客户拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,357.73	2,738.25	4,891.85	6,421.89	7,822.74
增长率(%)	(0.48)	16.14	78.65	31.28	21.81
EBITDA(百万元)	773.31	876.52	890.21	1,160.24	1,449.28
净利润(百万元)	158.04	114.83	700.54	1,004.35	1,305.28
增长率(%)	(44.06)	(27.34)	510.04	43.37	29.96
EPS(元/股)	0.38	0.28	1.70	2.44	3.17
市盈率(P/E)	281.88	387.94	63.59	44.36	34.13
市净率(P/B)	15.92	15.26	12.40	10.00	7.88
市销率(P/S)	18.89	16.27	9.11	6.94	5.69
EV/EBITDA	25.87	33.88	47.62	35.08	27.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	108.36 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	411.12
流通 A 股股本(百万股)	213.09
A 股总市值(百万元)	44,548.96
流通 A 股市值(百万元)	23,090.74
每股净资产(元)	8.54
资产负债率(%)	21.25
一年内最高/最低(元)	140.50/66.15

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
程如莹	联系人
chengruying@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

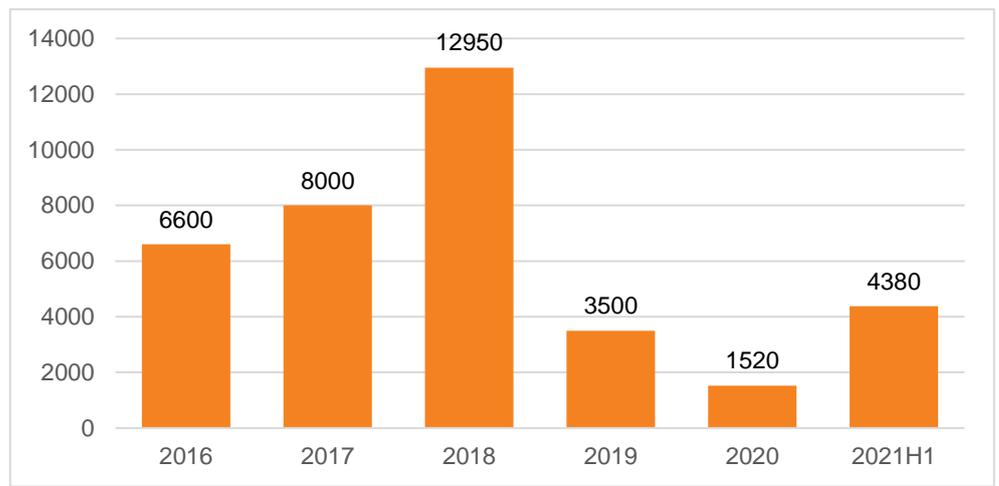
相关报告

1 《晶晨股份-首次覆盖报告:AIOT 打开第二增长曲线，获利能力突破拐点向上》
2021-07-25

1. 多媒体智能终端 SoC 芯片需求旺盛，海内外出货量大幅提升

公司加大市场开拓力度，智能机顶盒芯片国内外出货量均有大幅提升。国内智能机顶盒招标开始恢复至高峰期，据流媒体网统计数据显示，2021 上半年三大通信运营商智能机顶盒的招标数量约 4380 万台，这一招标采购量超过了 2020 年全年（约 1520 万台），甚至也超过了 2019 年全年（约 3500 万台）；预计 2021 年国内智能机顶盒采购总量将显著增加，公司作为国内智能机顶盒芯片龙头将显著受益。同时，公司进一步拓展全球市场机会，海外市场成功实现进一步渗透，已覆盖北美、欧洲、拉丁美洲、亚太、俄罗斯和非洲等众多区域的运营商设备，打入中高低市场。

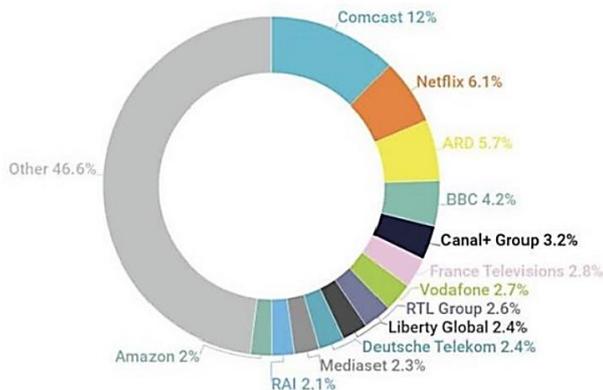
图 1：国内市场重启机顶盒招标高峰（万台）



资料来源：流媒体网，天风证券研究所

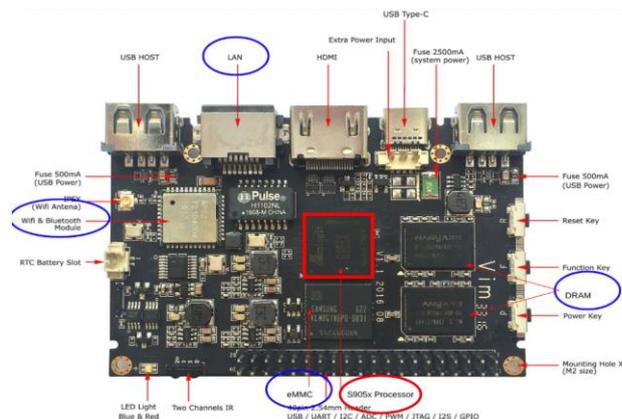
公司与海外大媒体集团合作，前期投入开花结果。根据中广互联的报道，2020 年从实际收入来看，第一名为 Comcast（康卡斯特，其拥有英国天空电视台 Sky 在欧洲的电视业务），第二名为 Netflix。Netflix 成功超越了德国公共广播公司 ARD，成为欧洲第二大电视媒体集团。公司通过出色的技术与良好的服务，已成功与 Netflix 和 Sky 展开合作，产品被应用于相关平台。目前，公司已成为 Hailstorm 计划（该计划旨在减少运营商在 Android TV 平台传送优质流媒体和浏览 Netflix 的集成时间和工作量）的 SoC 合作伙伴，其 S905X3/C1 芯片产品已被应用于 Netflix 与爱迪德的联合解决方案所包括的一款智能机顶盒平台，S905X4 芯片组被搭载于创维 RDK 盒子（超高清 IP 机顶盒），T962 系列芯片也凭借性能优势被应用于 Sky Glass（Sky 旗下的全新流媒体电视）。

图 2：2020 年欧洲电视媒体商市占率



资料来源：Ampere Analysis，天风证券研究所

图 3：Netflix Hailstorm Hybrid 计划采用晶晨的主芯片



资料来源：Netflixtch，天风证券研究所

2. AI 音视频系统终端芯片快速导入品牌客户，市场空间广阔

借助公司客户群优势，AI 终端芯片快速导入品牌客户。公司在多媒体音视频领域拥有长期技术积累，叠加各种人工智能技术，开发出适用于多样化应用场景的 AI 音视频系统终端芯片，目前已应用于智能音箱、智能影像、智慧教育、智能显示、智能冰箱等终端产品；该类芯片解决方案丰富多元，未来市场空间广阔。公司借助现有客户群资源优势，AI 音视频系统终端芯片快速导入品牌客户终端产品，公司已拥有小米、联想、TCL、Google、Amazon、JBL、Harman Kardon 等海内外知名客户；随着 2021 年搭载公司芯片的谷歌和亚马逊智能家居新品陆续推出，公司 AI 终端芯片未来业绩贡献有望持续增长。

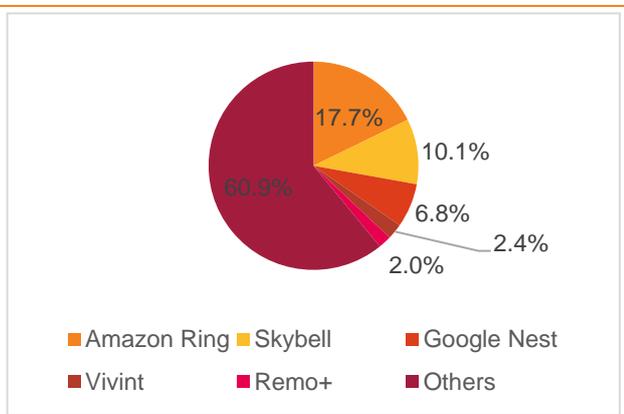
表 1：晶晨 AI 终端芯片导入海内外知名品牌智能家居产品

产品	主控芯片
Google Home Hub 2nd Gen	Amlogic S905D
Amazon Echo show 15	Amlogic PocomA octa-core chipset
百度小度音箱	晶晨 A113X
百度小度智能音箱 Pro	晶晨 A113X
小米 AI 音箱	晶晨 A112
小米小爱智能音箱 HD	晶晨 A113X
天猫精灵魔盒	晶晨 S905X2
双 AI 系统 Yeelight 语音助手	晶晨 A112

资料来源：流媒体网、crifan，天风证券研究所

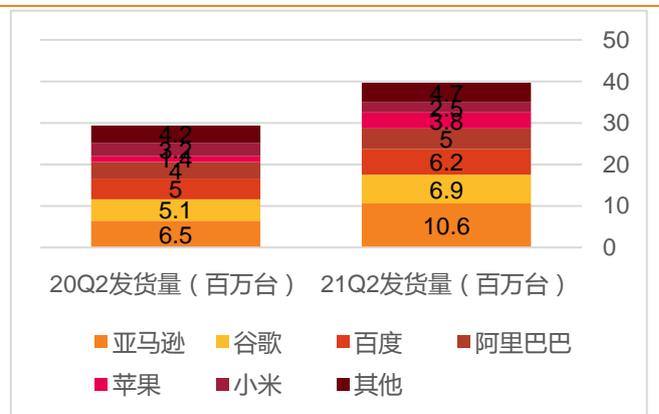
公司 AI 音视频系统终端芯片海外出货量大幅提升。2021 年，集成电路行业呈现出逐步复苏态势，消费电子需求持续回暖，公司 AI 音视频系统终端芯片海外出货量大幅提升，公司芯片已应用于众多境内外知名企业的终端产品，包括但不限于 Google、Sonos、Keep、Zoom、Fiture、Marshall、小米、联想、阿里巴巴等，同时进一步积极扩充生态用户。据 Mordor Intelligence 统计，2020 年全球智能家居市场规模为 79.13 亿美元，2026 年预计达到 313.95 亿美元，以 25.3% 的年复合增长率快速增长，公司产品在各品牌智能家居产品中广泛应用，将持续受益。以智能门铃以及智能音箱和智能显示器为例，1) 智能门铃：根据 technavio 的数据，全球智能门铃市场 2020-2024 年预计年复合增速达 25%；根据 2020 年的市场份额，前三大品牌商分别为 Amazon Ring、Skybell、Google Nest 占整体市场的 34.7%；2) 智能音箱和智能显示器：公司 AI 芯片应用于亚马逊和谷歌的智能音箱和智能显示器产品中，两家 2021Q2 发货量合计约占全球总发货量的 40%，亚马逊同比增长 63%，谷歌同比增长 34%。随着产品在海外厂商渗透率的提升，公司出货量有望进一步增长，并带动业绩提升。

图 4：2020 年全球智能门铃销量不同品牌占比



资料来源：Strategy Analytics，天风证券研究所

图 5：全球智能音箱和智能显示器发货量（2020Q2，2021Q2）



资料来源：Strategy Analytics，天风证券研究所

3. 新品研发成果不断显现，成为公司未来新增长点

公司积极把握市场机遇，研发布局的成果不断显现。公司产品创新方面取得积极成效，现有主营产品线不断升级、演进，新产品线进一步量化、产业化，新产品业务线稳步提升。

(1) WiFi 蓝牙芯片：公司首款自主研发的 WiFi 蓝牙芯片于 2020Q3 量产后，借助 SoC 优势配套出货，稳步推进其商业化进程。2021 年公司 WiFi 蓝牙芯片持续优化、升级，进一步推出了自主研发的高规格新产品，支持高吞吐视频传输的双频高速数传 WiFi 5+BT 5.2 单芯片，并成功量产商用。(2) 汽车电子芯片：得益于长期投入，公司汽车电子芯片取得进一步进展，收到部分客户订单，业务稳步增长；该类芯片目前主要应用于车载信息娱乐系统，产品采用业内领先 12 纳米制程工艺。公司在汽车电子方面有长远规划，未来将持续加大投入，研发高级辅助驾驶（ADAS）芯片等新产品。

表 2：晶晨汽车电子芯片布局

车载芯片	研发布局
车载信息娱乐系统芯片	车载信息娱乐系统芯片将采用 12/16nm CMOS 工艺，研发出高度集成，可支援图形、视频、影像处理和语音功能，能够满足安全认证和高能效方面的需求，在技术指标、稳定性、能耗、成本等方面都达到市场需求。
高级辅助驾驶（ADAS）芯片	本项目的芯片支持高性能 CPU 和 GPU(GC3000)，以及图像识别处理(ISP)的异构计算。通过 MIPI-CSI 能同时支持汽车摄像头抽取图像并分类，同时 GPU 能实时 3D 建模，神经网络处理器(NPU)能够在本地对于输入图像进行识别和推断。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,702.41	1,928.95	1,461.93	3,205.84	3,397.32
应收票据及应收账款	241.56	222.39	648.97	531.26	854.25
预付账款	8.00	2.20	15.76	9.55	19.39
存货	462.66	330.15	1,276.35	870.00	1,702.43
其他	447.05	642.53	697.64	690.51	712.23
流动资产合计	2,861.69	3,126.23	4,100.63	5,307.17	6,685.62
长期股权投资	11.21	42.23	42.23	42.23	42.23
固定资产	223.87	229.94	199.73	166.29	116.40
在建工程	0.00	0.00	4.80	7.08	4.25
无形资产	95.85	122.24	31.76	0.00	0.00
其他	130.87	164.50	106.71	51.01	31.72
非流动资产合计	461.79	558.91	385.23	266.61	194.60
资产总计	3,323.47	3,685.68	4,486.05	5,574.02	6,880.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	211.58	407.55	524.34	760.20	810.22
其他	246.96	295.71	318.18	302.96	367.41
流动负债合计	458.54	703.27	842.52	1,063.15	1,177.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.47	59.14	49.91	57.17	55.41
非流动负债合计	62.47	59.14	49.91	57.17	55.41
负债合计	521.01	762.41	892.42	1,120.33	1,233.04
少数股东权益	3.75	4.35	1.65	(3.28)	(9.11)
股本	411.12	411.12	411.12	411.12	411.12
资本公积	1,987.95	2,064.11	2,064.11	2,064.11	2,064.11
留存收益	2,411.55	2,553.21	3,180.85	4,045.86	5,245.50
其他	(2,011.91)	(2,109.52)	(2,064.11)	(2,064.11)	(2,064.11)
股东权益合计	2,802.46	2,923.28	3,593.62	4,453.69	5,647.51
负债和股东权益总计	3,323.47	3,685.68	4,486.05	5,574.02	6,880.55

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	157.06	114.30	700.54	1,004.35	1,305.28
折旧摊销	136.67	157.71	138.89	83.92	52.72
财务费用	(12.16)	8.34	18.55	36.50	44.40
投资损失	1.98	(10.95)	(3.14)	(4.04)	(6.04)
营运资金变动	74.31	636.93	(1,245.91)	823.47	(1,052.62)
其它	(17.24)	20.68	(0.03)	(1.93)	(2.14)
经营活动现金流	340.61	927.02	(391.10)	1,942.27	341.59
资本支出	80.94	174.98	32.24	13.73	1.77
长期投资	1.55	31.02	0.00	0.00	0.00
其他	(1,907.42)	(146.00)	(57.07)	(36.76)	(3.19)
投资活动现金流	(1,824.93)	60.01	(24.84)	(23.03)	(1.42)
债权融资	25.79	34.33	29.29	29.80	31.14
股权融资	1,531.68	28.79	26.85	(36.50)	(44.40)
其他	(45.90)	(199.90)	(107.22)	(168.63)	(135.44)
筹资活动现金流	1,511.56	(136.79)	(51.09)	(175.32)	(148.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	27.25	850.24	(467.03)	1,743.92	191.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,357.73	2,738.25	4,891.85	6,421.89	7,822.74
营业成本	1,557.79	1,837.62	3,092.29	4,055.19	4,933.02
营业税金及附加	3.64	2.81	11.26	10.43	12.91
营业费用	64.00	74.88	107.30	138.07	166.62
管理费用	90.97	92.46	117.52	147.70	172.10
研发费用	461.75	577.75	831.61	1,027.50	1,173.41
财务费用	(12.65)	25.93	18.55	36.50	44.40
资产减值损失	(38.69)	(26.52)	(13.65)	(26.29)	(22.15)
公允价值变动收益	3.93	0.40	2.67	3.00	3.69
投资净收益	(1.98)	10.95	3.14	4.04	6.04
其他	59.95	20.23	(11.64)	(14.07)	(19.46)
营业利润	169.04	121.75	732.77	1,039.82	1,352.16
营业外收入	0.36	0.09	0.38	0.27	0.25
营业外支出	0.27	3.04	10.00	4.44	5.83
利润总额	169.12	118.79	723.15	1,035.66	1,346.58
所得税	12.07	4.49	25.31	36.25	47.13
净利润	157.06	114.30	697.84	999.41	1,299.45
少数股东损益	(0.99)	(0.53)	(2.70)	(4.93)	(5.83)
归属于母公司净利润	158.04	114.83	700.54	1,004.35	1,305.28
每股收益(元)	0.38	0.28	1.70	2.44	3.17

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-0.48%	16.14%	78.65%	31.28%	21.81%
营业利润	-43.16%	-27.98%	501.87%	41.90%	30.04%
归属于母公司净利润	-44.06%	-27.34%	510.04%	43.37%	29.96%
获利能力					
毛利率	33.93%	32.89%	36.79%	36.85%	36.94%
净利率	6.70%	4.19%	14.32%	15.64%	16.69%
ROE	5.65%	3.93%	19.50%	22.53%	23.08%
ROIC	22.35%	23.25%	290.85%	72.27%	222.24%
偿债能力					
资产负债率	15.68%	20.69%	19.89%	20.10%	17.92%
净负债率	-59.83%	-64.81%	-39.87%	-71.31%	-59.60%
流动比率	6.24	4.45	4.87	4.99	5.68
速动比率	5.23	3.98	3.35	4.17	4.23
营运能力					
应收账款周转率	9.81	11.80	11.23	10.88	11.29
存货周转率	4.75	6.91	6.09	5.98	6.08
总资产周转率	0.95	0.78	1.20	1.28	1.26
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.28	1.70	2.44	3.17
每股经营现金流	0.83	2.25	-0.95	4.72	0.83
每股净资产	6.81	7.10	8.74	10.84	13.76
估值比率					
市盈率	281.88	387.94	63.59	44.36	34.13
市净率	15.92	15.26	12.40	10.00	7.88
EV/EBITDA	25.87	33.88	47.62	35.08	27.96
EV/EBIT	29.34	38.65	56.43	37.81	29.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com