

晶晨股份 (688099.SH)

国内和海外业务双轮驱动，业绩实现逐季增长

买入

核心观点

多媒体终端芯片需求旺盛，2021年业绩逐季上升。2021全年营收47.77亿元 (YoY 74.5%)，归母净利润8.12亿元 (YoY 606.7%)，扣非归母净利润7.16亿元 (YoY 742.7%)。其中四季度单季营收15.44亿元 (YoY 58.6%，QoQ 25.4%)，归母净利润3.10亿元 (YoY 141.8%，QoQ 22.9%)，扣非归母净利润2.85亿元 (YoY 154.1%，QoQ 43.6%)，均创季度历史新高。全年业绩大增主因：公司持续研发投入形成的技术优势和产品优势、成功的战略布局及优质的客户结构在全球多媒体终端芯片需求旺盛行情下的充分显现。

多媒体智能终端芯片销量大增，Wifi蓝牙芯片出货量显著提升。2021年公司芯片销售量达1.59亿颗 (58.6%)，其中多媒体智能终端芯片销售量达1.55亿颗 (YoY 54.2%)，实现营业收入47.39亿元 (YoY 73.44%)，毛利率同比提升8.57pct至41.5%，主因国内和海外机顶盒市场和AIoT芯片需求旺盛推动S系列和AI系列SoC芯片销量大增，公司应用于车载信息娱乐系统的V系列SoC芯片开始在海外高价值客户的销量稳步提升；其他芯片销售量451.8万颗 (17410.08%)，实现营业收入3763.29万元 (YoY 686.8%)，主因系公司于3Q21正式商业量产的Wifi蓝牙芯片出货量显著提升。

研发费用突破9亿元，各产品线研发协同推进。公司全年研发费用9.04亿元 (YoY 56.5%)，营收增长的规模效应致使研发费用率下降2.18pct至18.92%；研发人员数量增长45%至1131人。公司S系列已实现从28nm到12nm的突破，领先业界，被ZTE、创维、小米、阿里巴巴、Google、Amazon等采用，终端产品已广泛应用于国内和海外运营商设备；AI系列SoC芯片采用业内领先的12nm工艺，被小米、TCL、阿里巴巴、Google、Amazon、Sonos等国内外大客户采用，AI系列SoC芯片的应用领域有望进一步扩充；公司在量产W155S1后，持续加快下一代Wi-Fi蓝牙芯片研发；V系列车载芯片进一步扩充新技术，获得海外车厂订单；6nm测试芯片流片进展顺利。

投资建议：国内领先多媒体智能终端SoC设计公司，维持“买入”评级。

预计公司22-24年营收同比增长41.9%、29.3%、25.2%至67.8、87.7、109.8亿元 (22-23年前值为64.5、79.3亿元)，归母净利润同比增长55.1%、33.0%、28.8%至12.6、16.8、21.6亿元 (22-23年前值为11.1、14.7亿元)，当前股价对应2022-2024年34.6、26.0、20.2倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；芯片制造产能不及预期；新品不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,738	4,777	6,779	8,768	10,977
(+/-%)	16.1%	74.5%	41.9%	29.3%	25.2%
净利润(百万元)	115	812	1259	1675	2157
(+/-%)	-27.3%	606.8%	55.1%	33.0%	28.8%
每股收益(元)	0.28	1.97	3.06	4.07	5.25
EBIT Margin	5.6%	16.8%	18.8%	19.3%	19.8%
净资产收益率 (ROE)	3.9%	20.9%	24.6%	24.7%	24.2%
市盈率 (PE)	379.5	53.7	34.6	26.0	20.2
EV/EBITDA	170.0	48.2	34.0	25.9	20.3
市净率 (PB)	14.93	11.25	8.50	6.42	4.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

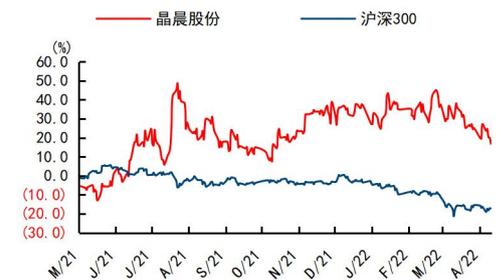
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	106.00元
总市值/流通市值	43566/22578百万元
52周最高价/最低价	140.50/78.61元
近3个月日均成交额	292.94百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《晶晨股份(688099.SH)-不惧传统淡季及制造成本上涨,1Q22业绩同比大增》——2022-04-08

《晶晨股份-688099-2021年业绩预告点评:4Q21业绩环比继续提升,再创单季历史新高》——2022-01-18

《晶晨股份-688099-2021年三季报点评:3Q21业绩接近预告上限,智能机顶盒、AIoT芯片双轮驱动延续高增长》——2021-10-29

《晶晨股份-688099-深度报告:国内领先的SoC芯片设计公司》——2021-10-26

《晶晨股份-688099-2021年三季报报告:紧抓高景气机遇,3Q21业绩高增长》——2021-10-18

成长驱动力#1：国内和海外智能机顶盒市场重启成长

国内：受益于 IPTV 换机周期开启+主要竞争对手退出。2021 年国内运营商 IPTV 集采量大幅反弹，晶晨有望充分受益。根据流媒体网统计，2021 年，运营商招标智能机顶盒招标总量达到 5500 万台，其中中国移动从集团层面统一集采，采购量达 3570 万台，据中国移动发布的部分公开中选公示，创维、烽火、中兴通讯等晶晨机顶盒芯片主要客户中选份额名列前茅。

海外：发展中国家运营商推动 IPTV 机顶盒+发达国家智能化渗透提升。一方面，随东南亚、南美、印度等发展中国家互联网设施提升，互联网 IPTV 开始快速渗透；另一方面，欧美发达国家流媒体商如 Google、Amazon、Roku、Netflix 极力推动智能 OTT 机顶盒市场。根据格兰研究数据，2014 年至 2019 年全球 IPTV/OTT 智能机顶盒出货量从 6250 万台增长至 2.6 亿台，经历 2020 年下滑，2021 年重启成长。公司 S 系列已实现从 28nm 到 12nm 的突破，领先业界，被 ZTE、创维、小米、阿里巴巴、Google、Amazon 等采用，终端产品已广泛应用于国内和海外运营商设备

图1：国内运营商 IPTV 机顶盒集采数量



资料来源：流媒体网、国信证券经济研究所整理

图2：全球机顶盒出货量

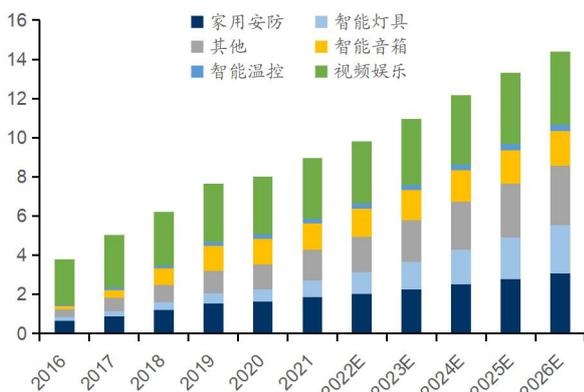


资料来源：格兰研究、国信证券经济研究所整理

成长驱动力#2：与全球 AIoT 生态伙伴共成长

AIoT 场景不断扩展，晶晨 AI 产品线与全球主要智能生态客户深度合作有利于实现快速成长。我们认为，与全球顶级客户深度合作优点如下：1. 有利于公司提升芯片设计能力及品控能力；2. 早期设计时期了解市场未来需求动向，有利于公司精准定义产品以及把控市场；3. 顶级生态客户单一产品出货量大、产品线拓展广，有利于公司产品提升销量。因此，我们认为与 Google、Amazon、小米、Sonos 等客户深度合作的晶晨有望充分受益于 AIoT 引入的市场增量。

图3: 全球智慧家庭设备出货量



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图4: 公司主要客户



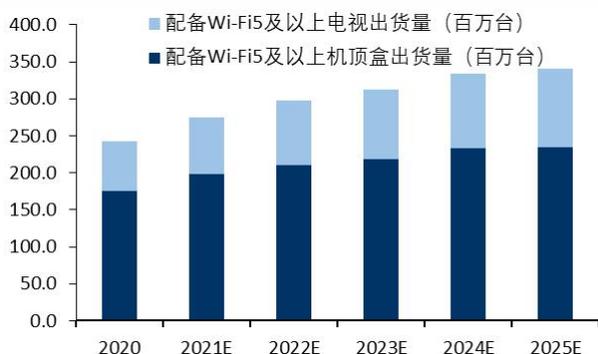
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

成长驱动力#3: Wifi+BT 芯片产品线协同主芯片增厚业绩

随着电视、智慧影像 4K、8K 等超高清视频流普及以及智能汽车、智能家居等 AIoT 领域对传输性能及组网能力要求的提升，基于 22nm 及以下较先进制程、支持低功耗、远距离、大带宽和高速率 Wi-Fi 芯片有望实现量价齐升。根据 IDC 数据，仅在晶晨传统主营的机顶盒和电视领域，全球 2021-2025 年年均 WiFi5 及以上芯片需求量合计超过 2.5 亿颗。

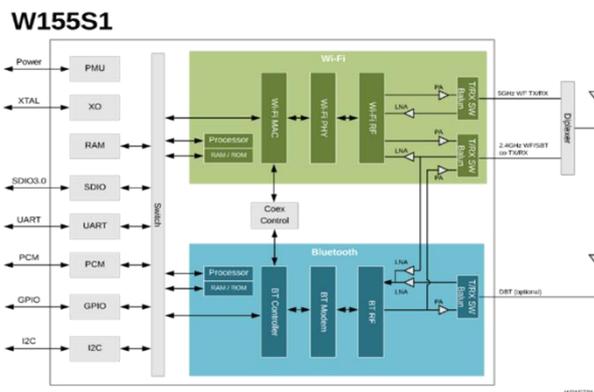
主芯片+Wi-Fi 蓝牙芯片配售策略，晶晨有望创二十亿级新增收入。目前，晶晨主营的智能机顶盒 SoC 芯片、智能电视 SoC 芯片及 AI 音视频系统终端 SoC 芯片的下游终端设备皆需要配置高速 Wi-Fi 蓝牙芯片，自研 W155S1 已完成晶晨智能机顶盒平台、智能家居平台、智能音箱平台适配，同时已完成 Wi-Fi 联盟 Wi-Fi 5、蓝牙技术联盟 BQB Bluetooth 5.2 和 Android TV 相关认证，在 3Q21 开启销售。考虑到公司在全球主要头部竞争对手均实行主芯片+无线连接芯片搭售的成功策略，结合公司 2021 年超过 1.5 亿颗 SoC 主芯片出货量，我们乐观预计晶晨 W155S1 及后续在研迭代产品和下一代产品有望在未来带来超过 20 亿级的年营收增量。

图5: 全球电视及机顶盒对高速 Wi-Fi 需求



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图6: 晶晨 W155S1 Wifi5+BT5.2 单芯片



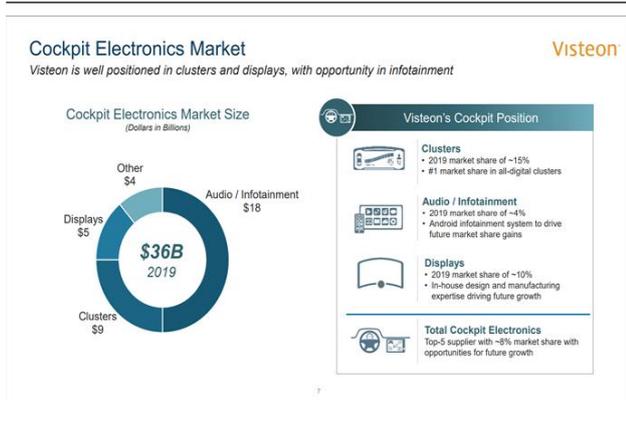
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

成长驱动力#4：车载芯片研发和推广顺利，在海外大厂销量提升

车载信息娱乐系统是智能座舱最重要的组成部分。智能座舱是汽车内人机交互技术系统的集合空间，包含液晶仪表、中控大屏、车载信息娱乐系统、ADAS 高级驾驶辅助系统、集成 HUD 或增强型现实系统等一套完整体系。根据伟世通数据，2019 年全球智能座舱市场规模 360 亿美元，其中车载信息娱乐系统市场规模 180 亿美元，仪表盘市场规模 90 亿美元，显示屏市场规模 50 亿美元。在汽车自动化、智能化、网联化趋势的带动下，智能座舱功能不断升级、复杂度不断提升，具备广阔的发展空间。

公司 V901D 在海外大厂的销量稳步提升，积极推进新产品。2020 年公司与海外高端高价值客户的合作取得了积极进展，并收到部分客户订单。2021 年，公司持续加大研发投入，V 系列 SoC 芯片销量稳步提升。V901D 目前主要应用于车载信息娱乐系统，产品采用业内领先的 12 纳米制程工艺，内置神经网络处理器、支持图形、视频、影像处理和远场语音功能，支持 AV1 解码，符合车规级要求。公司将持续加大投入，发挥公司在智能化 SoC 芯片领域的优势，进一步扩充新技术、推出新产品。

图7：车载信息娱乐系统是智能座舱重要组成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司 V 系列车载芯片研发布局顺利

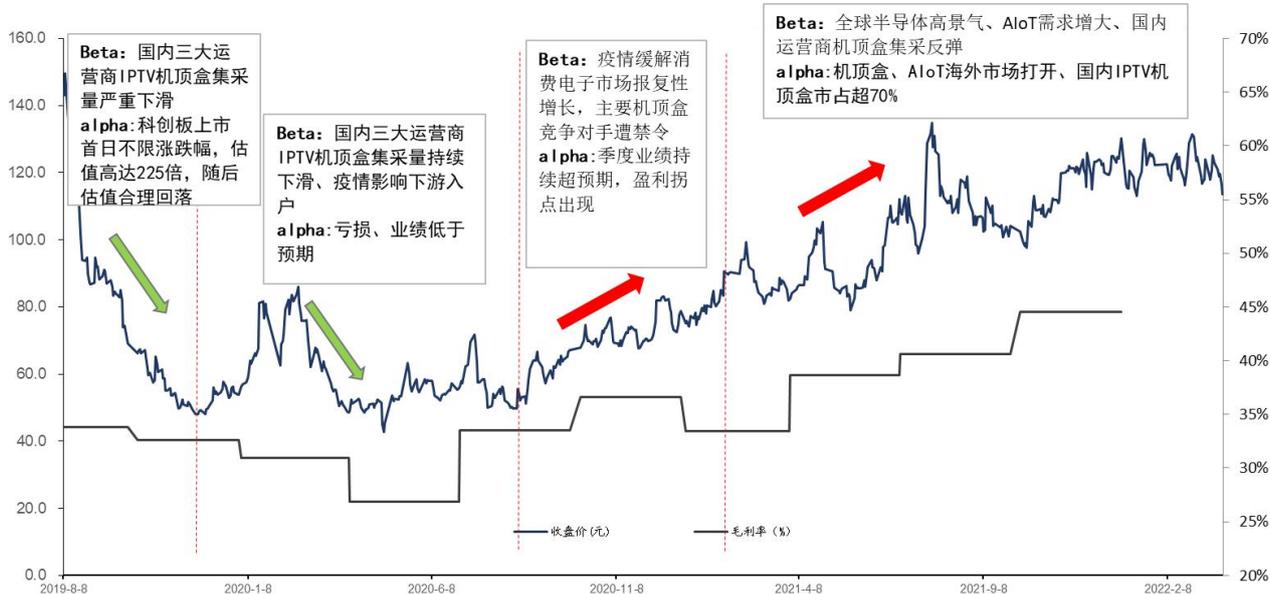


资料来源：公司公告、BMW、林肯、国信证券经济研究所预测

股价复盘：业绩反转并持续提升、价值再发现推动股价平稳向上

晶晨上市以来四个重要区间：2019.7-2019.12（估值、业绩戴维斯双杀）：作为科创板芯片第一股，上市当日 TTM PE 估值达 225 倍，由于 2019 年国内 IPTV 机顶盒集采量锐减（从 2018 年超 1.2 亿下降至 4000 万）造成行业竞争加剧，利润下降。
2019.12-2020.8（疫情导致亏损）：经历 2020 年初半导体行情带动下估值有所修复，但上半年疫情导致电视、机顶盒等需入户安装电子设备市场进入沉寂，公司 1Q20-2Q20 出现亏损，股价迅速下跌。
2020.8-2021.1（业绩反弹、海思替代概念行情）：2020 年下半年随国内疫情好转及海外刺激消费，电视等消费电子需求报复性反弹，业绩迎拐点；华为禁令引发海思替代概念行情。
2021.1-至今（业绩逐季提升，长期成长确定性被市场认可）：“五大产品线”助力国内和海外同时业绩放量，各季度业绩皆超市场预期，得到市场认可，股价稳定向上。

图9：公司上市以来走势复盘



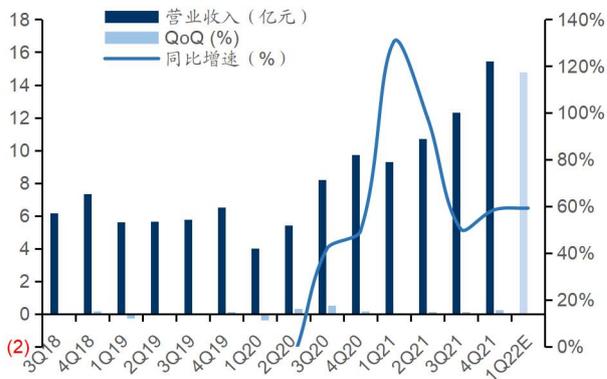
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司营业收入及增速



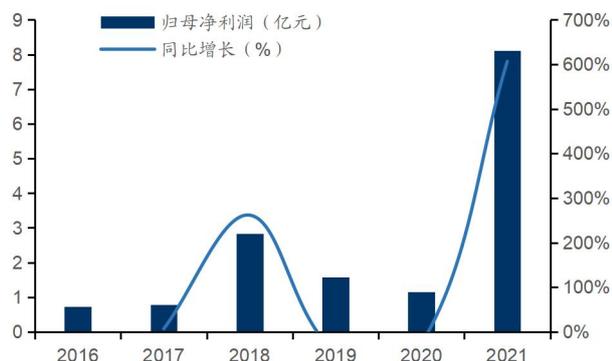
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司单季营业收入及增速



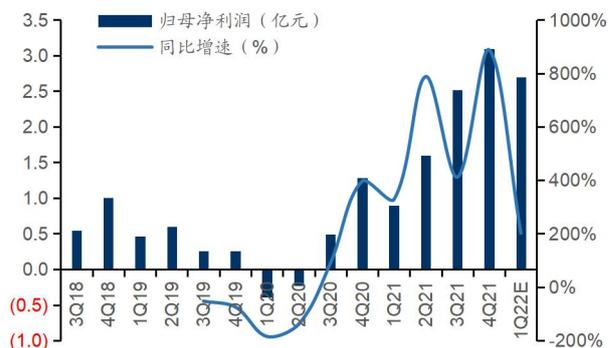
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1929	2259	3244	4635	6522	营业收入	2738	4777	6779	8768	10977
应收款项	239	354	502	650	813	营业成本	1838	2865	4014	5176	6459
存货净额	330	1072	1504	1936	2415	营业税金及附加	3	14	12	17	25
其他流动资产	14	27	39	50	63	销售费用	75	87	112	142	176
流动资产合计	3127	4147	5723	7705	10247	管理费用	92	106	143	180	221
固定资产	230	254	405	560	688	研发费用	578	904	1220	1561	1921
无形资产及其他	122	180	173	166	159	财务费用	26	18	(18)	(26)	(38)
投资性房地产	164	431	431	431	431	投资收益	11	59	23	31	38
长期股权投资	42	44	44	44	44	资产减值及公允价值变动	(26)	(19)	(27)	(24)	(23)
资产总计	3686	5056	6777	8906	11570	其他收入	10	23	23	23	24
短期借款及交易性金融负债	34	35	32	34	34	营业利润	122	847	1314	1748	2251
应付款项	408	611	856	1103	1375	营业外净收支	(3)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	261	441	633	814	1015	利润总额	119	847	1313	1747	2250
流动负债合计	703	1086	1521	1951	2424	所得税费用	4	19	29	38	50
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	16	25	34	43
其他长期负债	59	62	74	78	84	归属于母公司净利润	115	812	1259	1675	2157
长期负债合计	59	62	74	78	84	现金流量表 (百万元)					
负债合计	762	1149	1595	2028	2508	净利润	114	828	1284	1708	2201
少数股东权益	4	33	58	91	134	资产减值准备	(12)	(3)	13	11	12
股东权益	2919	3875	5124	6786	8928	折旧摊销	108	127	51	72	94
负债和股东权益总计	3686	5056	6777	8906	11570	公允价值变动损失	26	19	27	24	23
关键财务与估值指标						财务费用	26	18	(18)	(26)	(38)
每股收益	0.28	1.97	3.06	4.07	5.25	营运资本变动	380	(754)	(129)	(149)	(164)
每股红利	0.12	0.01	0.02	0.03	0.04	其它	284	342	5	15	26
每股净资产	7.10	9.42	12.46	16.51	21.72	经营活动现金流	927	577	1232	1655	2154
ROIC	33%	61%	71%	87%	100%	资本开支	(264)	(263)	(234)	(254)	(250)
ROE	4%	21%	25%	25%	24%	其它投资现金流	324	(729)	0	0	0
毛利率	33%	40%	41%	41%	41%	投资活动现金流	60	(992)	(234)	(254)	(250)
EBIT Margin	6%	17%	19%	19%	20%	权益性融资	(46)	20	0	0	0
EBITDA Margin	10%	19%	20%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	16%	74%	42%	29%	25%	支付股利、利息	(50)	(6)	(9)	(13)	(16)
净利润增长率	-27%	607%	55%	33%	29%	其它融资现金流	(41)	(11)	(3)	2	(0)
资产负债率	21%	23%	24%	24%	23%	融资活动现金流	(137)	2	(13)	(11)	(16)
息率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	805	(436)	985	1391	1887
P/E	379.5	53.7	34.6	26.0	20.2	货币资金的期初余额	422	1226	790	1775	3166
P/B	14.9	11.2	8.5	6.4	4.9	货币资金的期末余额	1226	790	1775	3166	5053
EV/EBITDA	170.0	48.2	34.0	25.9	20.3	企业自由现金流	371	(107)	936	1324	1808
						权益自由现金流	330	(118)	950	1351	1844

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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