

集成电路

晶晨股份（688099.SH）

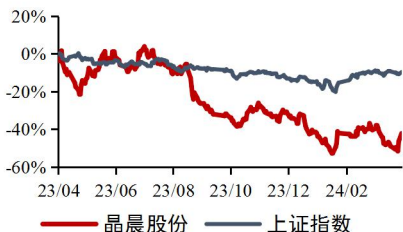
买入-A(首次)

业绩逐季修复，新品驱动第二成长曲线

2024年4月15日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年4月15日

收盘价（元）：	53.18
总股本（亿股）：	4.18
流通股本（亿股）：	4.18
流通市值（亿元）：	222.47

基础数据：2023年12月31日

每股净资产（元）：	13.18
每股资本公积（元）：	6.54
每股未分配利润（元）：	5.07

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

投资要点：

公司发布 2023 年年报，以及 2024 年一季度业绩预告。2023 年公司实现营业收入 53.71 亿元，同比-3.14%；归母净利润 4.98 亿元，同比-31.46%；扣非后归母净利润 3.85 亿元，同比-42.39%。2023 年四季度营收 15.13 亿元，同比+32.17%，归母净利润 1.84 亿元，同比+296.79%，扣非归母净利润 1.18 亿元，同比+331.96%。预计 2024 年一季度营收 13.78 亿元左右，同比增长 33.12%左右；归母净利润 1.25 亿元左右，同比增长 310.68%左右；扣非归母净利润 1.17 亿元左右，同比+390.97%左右。

事件点评：

➤ **营收端 2023 年半导体行业下行影响公司收入增长，营收出现下滑，下半年逐季修复，24 年一季度同比修复明显。**2023 年受宏观因素影响，公司层面主要受下游机顶盒、智能电视等行业需求疲软，影响公司需求，全年芯片销售量 1.34 亿颗，同比-5.11%，营收 53.71 亿元，同比-3.14%。公司保持新品研发推广，2023 年实现智能白电领域国际重要客户的重量级产品上市，前装车规级智能座舱芯片规模量产并出海，Wi-Fi 芯片 6、8K 等新产品商业量产等，为公司长期成长提供持续动力。

➤ **盈利端 2023 年前低后高逐季复苏，23 年四季度环比修复明显，毛净利率分别达到 39.08%/12.22%，预计 24 年修复趋势有望持续。**2023 年受行业影响，行业价格下行影响毛利率，同时在收入下滑的背景下，公司坚持逆周期研发投入，影响净利率，同时行业趋势逐季修复，23 年四季度利润率已明显上行，24 年一季度预告延续上行趋势，预计 24 年全年在行业复苏及公司新品驱动下，利润水平有望逐步提升。

➤ **展望未来，公司技术壁垒深厚，新品放量叠加行业复苏，公司有望重回成长周期。**公司坚持研发战略，新产品不断取得阶段性进展，近期公司 T 系列产品导入，收入同比增长超过 100%；6nm 商用芯片流片成功；Wi-Fi 三模组新产品流片成功；8K 芯片通过运营商招标认证等，为公司长期发展提供源源不断动力。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



盈利预测、估值分析和投资建议： 预计公司 2024-2026 年净利润 7.60/10.66/13.94 亿元，同比增长 52.7%/40.2%/30.8%，对应 EPS 为 1.82/2.55/3.33 元，PE 为 29.3/20.9/16.0 倍，考虑公司技术壁垒国内领先，新产品陆续放量，业绩逐季修复，因此首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示：

- **宏观经济波动风险：** 国内经济活力和需求开始回暖，但国际地缘政治冲突以及中美贸易摩擦仍有较大变数，全球经济复苏依旧面临挑战，公司下游客户及上游供应链全球化程度较高，有受到国际环境影响的风险。
- **市场竞争风险：** 核心产品机顶盒芯片和电视机芯片属于电视机产业链，其行业属性较差，竞争激烈，非高速增长行业，行业技术迭代快，产品订单稳定性易受到技术竞争及价格竞争的影响。
- **投资风险：** 公司坚持内涵式和外延式发展并举，将积极通过投资、并购等方式拓展新业务，探索发展新模式，在投资并购过程中，由于企业管理风格及文化差异，可能产生整合进展不及预期风险。
- **汇率风险：** 公司出口业务主要以美元等货币计价，在中美贸易摩擦持续反复背景下，人民币对美元汇率可能产生波动，人民币汇率波动对于公司的经营状况和盈利变动可能带来一定的影响。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,545	5,371	6,647	8,058	9,872
同比 (%)	16.1	-3.1	23.8	21.2	22.5
净利润	727	498	760	1,066	1,394
同比 (%)	-10.5	-31.5	52.7	40.2	30.8
毛利率 (%)	37.1	36.4	37.6	38.4	38.1
EPS (摊薄)	1.74	1.19	1.82	2.55	3.33
ROE (%)	14.8	9.1	12.2	14.7	16.1
P/E (倍)	30.6	44.7	29.3	20.9	16.0
P/B (倍)	4.5	4.1	3.6	3.1	2.6
净利率 (%)	13.1	9.3	11.4	13.2	14.1

资料来源：Wind，山西证券研究所

目录

1. 晶晨股份：多媒体智能终端 SoC 芯片龙头.....	4
2. 下游需求触底回升，新产品线驱动二次成长曲线.....	7
3. 风险提示.....	10

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司主要产品.....	6
图 4：公司营收及同比.....	7
图 5：公司归母净利润及同比.....	7
图 6：公司内外销比例.....	8
图 7：公司内外销毛利率(单位：%).....	8
图 8：公司毛利率净利率(单位：%).....	9
图 9：公司期间费用率(单位：%).....	9

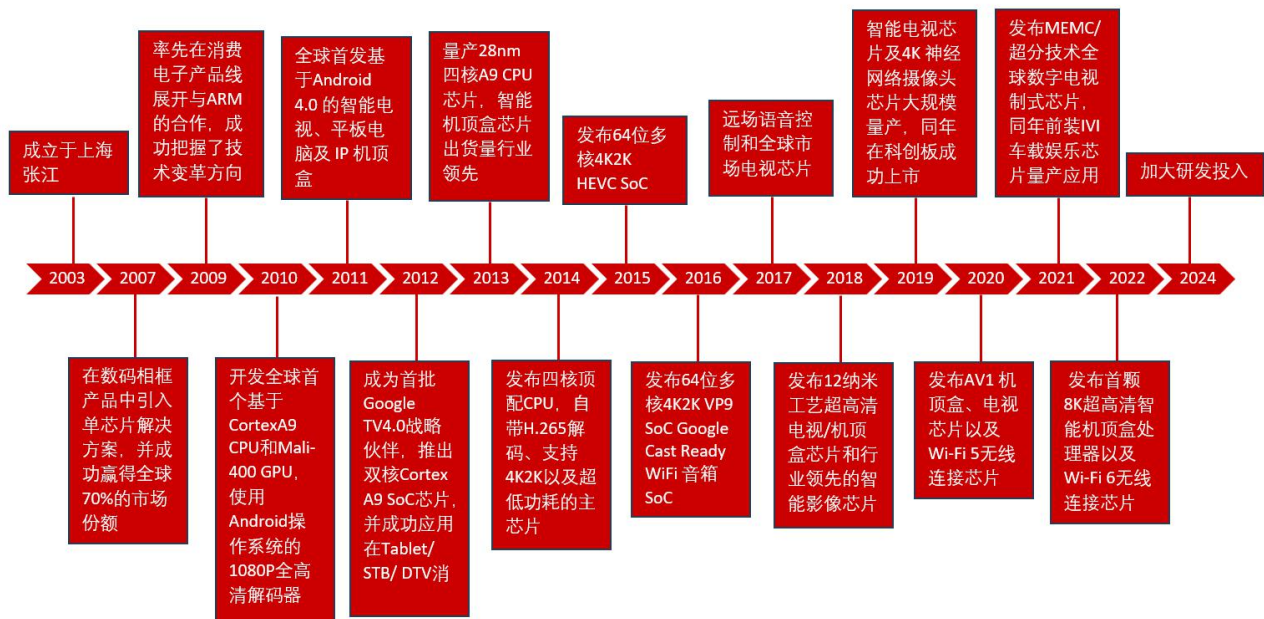
1. 晶晨股份：多媒体智能终端 SoC 芯片龙头

晶晨股份，前身 AMLogic，于 1995 年创立于美国硅谷，2003 年，晶晨半导体（上海）股份有限公司在上海自贸区注册成立，2019 在科创板上市。公司是国内市场处于领先地位的半导体设计公司，专注于为智能机顶盒、智能电视、音视频终端、无线通信和车载娱乐信息系统等多种产品提供先进的多媒体 SoC 芯片和系统级解决方案，业务遍及全球主要经济区域，并建立了广泛的全球客户网络。公司在产品技术创新性和市场占有率方面均位居行业前列，是智能机顶盒芯片、智能电视芯片以及音视频系统终端芯片等领域的龙头公司。

凭借在 SoC 全流程设计的丰富经验，公司在音视频编解码智能芯片领域形成了明显的优势。公司通过持续在超高清多媒体编解码、显示处理技术、内容安全保护以及系统 IP 的核心软硬件技术开发上投入，整合业内领先的 CPU/GPU 技术和采用先进的制程技术，成功实现成本、性能及功耗方面的优化，形成了基于多种开放平台的完整系统解决方案，支持全球顶尖运营商、OEM 和 ODM 客户快速进入终端市场，加速产品部署。

公司目前在全球多地，包括圣克拉拉、上海、深圳、北京、西安、成都、合肥、南京、青岛、香港、新加坡、首尔、孟买、伦敦、慕尼黑、印第安纳波利斯、米兰等城市设立了公司主体或代表机构。

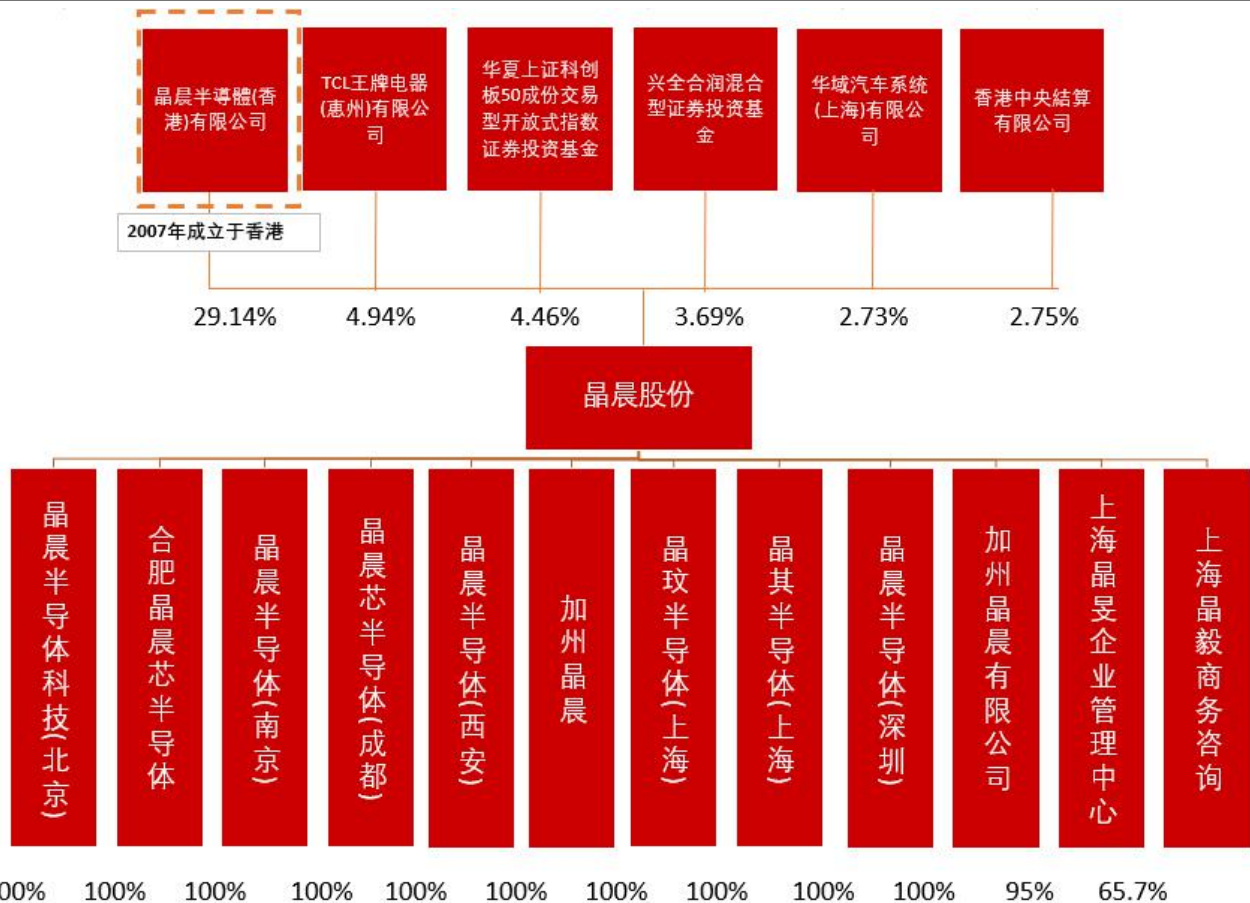
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司股权结构稳定，管理层行业经验丰富。公司控股股东晶晨半导体(香港)有限公司，持股 29.15%，第二大股东 TCL 王牌电器(惠州)持股 4.94%。从股权穿透来看，公司实际控制人为公司创始人 John Zhong(钟培峰)和 Yeeping Chen Zhong(陈奕冰)，分别直接或间接持股 8.17%和 1.19%。公司董事长及总经理 John Zhong(钟培峰)拥有三十余年 IC 设计、项目管理经验，行业经验丰富。首席技术官 Michael Yip 曾在 IBM、美国国家半导体担任工程师。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind，山西证券研究所

公司主要业务集中在多媒体 IC 芯片的研发、设计和销售环节，在智能机顶盒、智能电视、智能汽车、AR 终端等数十种行业领域均有应用。公司业务覆盖面广泛，依托长期技术积累，公司在全球积累了稳定优质的客户群体。公司芯片根据产品线具体分为 S 系列 SoC、T 系列 SoC、A 系列 SoC、W 系列 SoC、汽车电子芯片等几个大类。

S 系列 SoC 芯片主要是全高清、4K 超高清、8K 超高清系列芯片，主要应用于各类机顶盒终端领域。S 系列芯片依靠核心数字信号的编解码能力，不断创新完善和延伸其在 IPTV 机顶盒和 OTT 智能机顶盒等终端中的应用，实现了对高、中、低端应用场景的全面覆盖。目前 S 系列芯片已应用于中兴通讯、创维、小米、阿里巴巴、Google、Amazon 等国内外客户，终端产品应用于国内三大运营商及北美、欧洲、拉丁美洲、亚太和非洲等众多运营商。

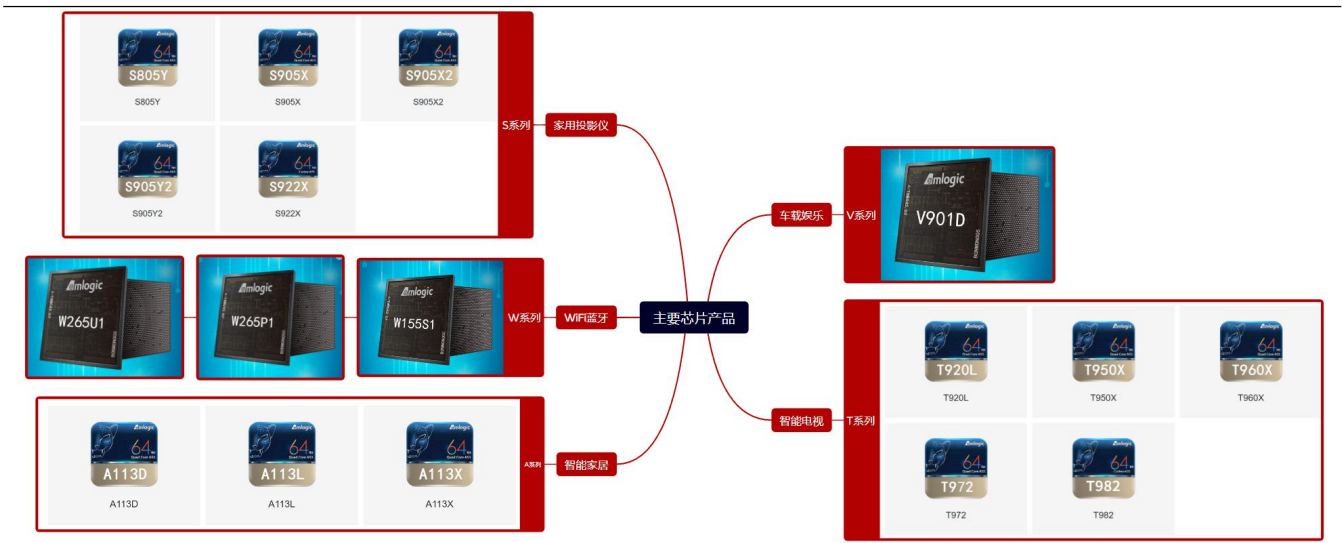
T 系列 SoC 芯片是智能显示终端的核心芯片，包含全高清系列芯片和超高清系列芯片。公司拥有较为完整的 AI 音视频芯片产品线，产品广泛应用于智能电视、投影仪、商显、会议系统等领域。最新代 T 系列芯片采用 12nm FinFET 工艺，最高支持 8K 硬件解码和 4K144Hz 输出，广泛兼容各类视频格式和电视标准。

A 系列 SoC 芯片，是基于公司传统音视频技术，叠加人工智能算法等逻辑推理能力的多样化应用场景的智能 SoC 芯片。A 系列芯片广泛应用于消费电子领域，在智能家居、智能家电、智能办公、AR 终端等众多领域均有应用。公司 A 系列产品根据不同应用场景特性，最高可支持 5Tops 算力，最高 1600 万像素高动态范围影像输入和超高清编码等功能。

W 系列芯片是公司自主研发的高速数传 Wi-Fi 蓝牙二合一芯片，应用于高吞吐视频传输。公司已推出第一代、第二代产品，分别支持 Wi-Fi 5、Wi-Fi 6 标准，未来伴随更多产品落地，2024 年将推出三模组合新产品（Wi-Fi 6+ BT 5.4.+ 802.15.4），支持 Thread / Zigbee，未来 W 系列将不仅配套 SoC 芯片配套销售，同时也会面向市场单独销售。

汽车电子芯片，目前公司有车载信息娱乐系统芯片和智能座舱芯片。在这一市场中，公司的车载 SoC 主要用于车载信息娱乐系统，内置高算力神经网络处理器，功能覆盖多屏幕显示、影音娱乐、导航、360 全景等车规功能，部分产品已通过车规认证，2023 年搭载公司产品的前装车型已实现量产出货。

图 3：公司主要产品



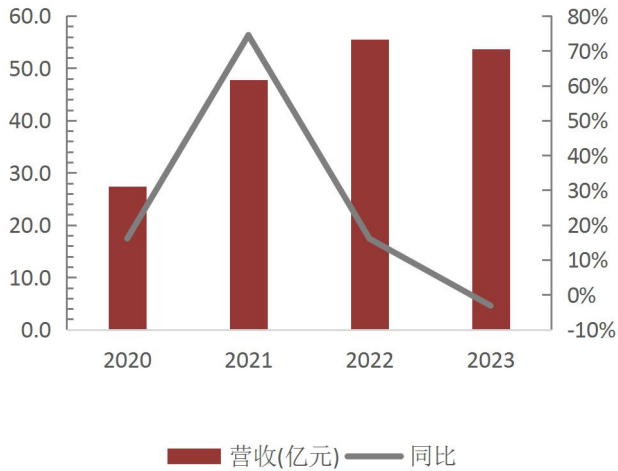
资料来源：公司官网，山西证券研究所

2. 下游需求触底回升，新产品线驱动二次成长曲线

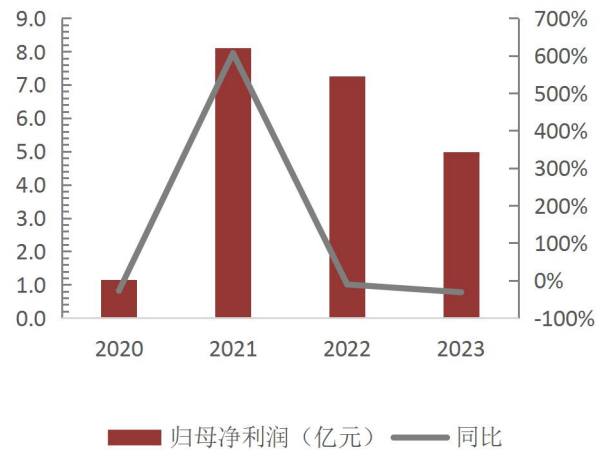
营收端受下游行业需求影响，23 年营收出现下滑，净利润受价格影响同比下滑。2020-2023 年公司营收分别 27.38/47.77/55.45/53.71 亿元，同比分别 16.14%/74.46%/16.07%/-3.14%；2020-2023 年归母净利润分别 1.15/8.12/7.27/4.98 亿元，同比分别-27.34%/606.76%/-10.47%/-31.46%。2023 年半导体行业整体需求较弱，机顶盒、TV 等行业国内外均处于去库存阶段，行业价格竞争压力较大，产品降价影响整体盈利能力，净利润出现较大降幅。23 年下半年开始行业逐渐修复，2023 年四季度收入 15.13 亿元，同比+32.17%，归母净利润 1.84 亿元，同比+296.79%，公司收入及利润端已开始逐季修复。

图 4：公司营收及同比

图 5：公司归母净利润及同比



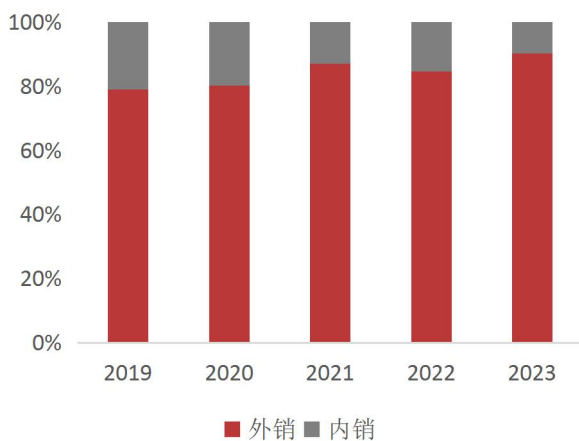
资料来源: wind, 山西证券研究所



资料来源: wind, 山西证券研究所

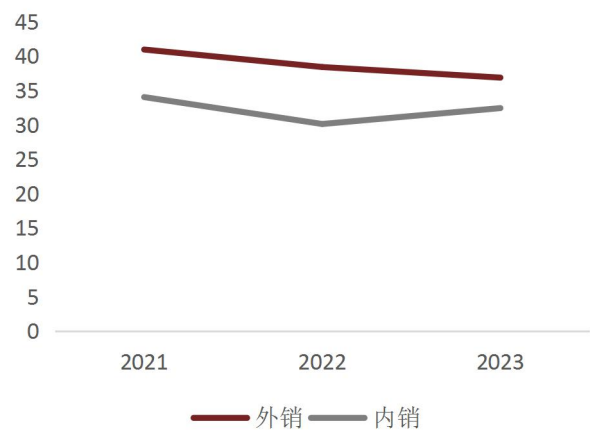
分区域来看,公司以外销为主,且外销产品毛利率较高。由于半导体行业特性,产品交付大部分在海外,因此公司收入外销比例较高,而公司终端客户遍布国内外,客户结构较为分散,23年由于国内运营商招标较少,因此内销比例有所下滑。毛利率方面,海外毛利率高于国内,由于国内运营商等大客户采购量大,产品价格低于行业均价,因此内销产品毛利率较低。

图 6: 公司内外销比例



资料来源: wind, 山西证券研究所

图 7: 公司内外销毛利率(单位: %)



资料来源: wind, 山西证券研究所

盈利能力来看,21年达到高点后,公司毛利率净利率均出现下滑。2020-2023年公司毛利率分别 32.89%/40.03%/37.10%/36.41%,公司作为半导体设计公司,产品价格波动对毛利率影响较大,21年处于半导体周期高点,公司毛利率达到峰值,而在22-23年半导体下行周期,毛

利率出现一定幅度下滑；2020-2023 年公司净利率分别 4.17%/17.33%/13.20%/9.29%，净利率同样在 21 年为高点，后续由于毛利率下降，以及研发投入加大，净利率出现明显下滑。期间费用率方面，公司加大研发投入，研发费用率有所提升，2020-2023 年公司研发费率分别 21.10%/18.92%/ 21.38%/23.88%，公司研发目标基于长期产品先进性，在产业下行期依然保持高投入，因此研发费率近两年有所上行，后续新品逐渐产生收入，研发费率将趋于稳定。

图 8：公司毛利率净利率(单位：%)

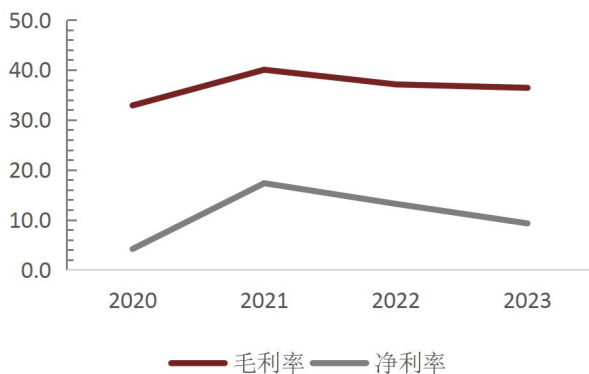
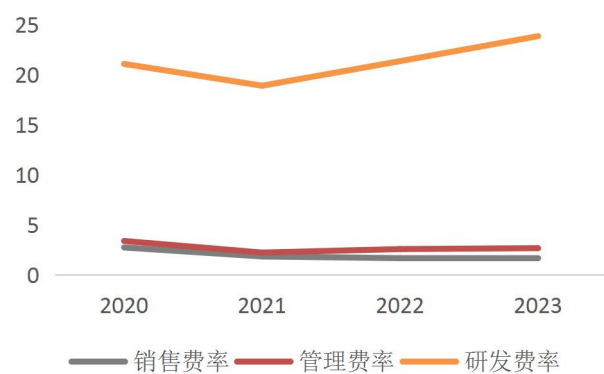


图 9：公司期间费用率(单位：%)



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

2024 年一季度预告同比高增，24 年行业复苏叠加公司新品，公司有望开启新成长曲线。公司发布一季度业绩预告，一季度营收 13.78 亿元左右，同比增长 33.12%左右；归母净利润 1.25 亿元左右，同比增长 310.68%左右；扣非归母净利润 1.17 亿元左右，同比+390.97%左右。收入端公司依赖长期研发投入，产品矩阵逐渐多元化，T 系列产品导入实现阶段性突破，24 年一季度收入同比超过 100%。后续公司其他新品持续推出，包括 6nm 芯片流片成功，Wi-Fi 三模组合产品流片成功，8K 芯片通过运营商招标认证等，将陆续贡献增量收入，另一方面行业需求复苏，双重因素推动全年营收同比进一步增长。

公司系统级 SoC 设计能力形成高壁垒，长期研发积累国内领先。公司所处 SoC 芯片行业对芯片设计的综合能力要求高，其芯片集成中央处理器、图形处理器、视频编解码器、音频解编码器、显示控制器、内存系统、网络接口、输入输出子系统等多功能模块，是智能终端的“大脑”，难以通过短期高投入或外延并购等方式切入，后进入者劣势较大。而公司较早从事系统 SoC 芯片研发，经过二十余年积累，形成较高技术壁垒，公司目前拥有丰富的 SoC 全流程设计经验，掌握 11 项关键核心技术，同时积累了全球稳定优质的客户群，在技术和客户资源方面国内领先。截至 23 年年报，公司研发人员数量 1579 人，占全公司 85.63%，研发人员总数

在国内设计公司中位于第一梯队，且核心团队从业超过 20 年，团队稳定，研发竞争力国内领先。

3. 风险提示

宏观经济波动风险：国内经济活力和需求开始回暖，但国际地缘政治冲突以及中美贸易摩擦仍有较大变数，全球经济复苏依旧面临挑战，公司下游客户及上游供应链全球化程度较高，有受到国际环境影响的风险。

市场竞争风险：核心产品机顶盒芯片和电视机芯片属于电视机产业链，其行业属性较差，竞争激烈，非高速增长行业，行业技术迭代快，产品订单稳定性易受到技术竞争及价格竞争的影响。

投资风险：公司坚持内涵式和外延式发展并举，将积极通过投资、并购等方式拓展新业务，探索发展新模式，在投资并购过程中，由于企业管理风格及文化差异，可能产生整合进展不及预期风险。

汇率风险：公司出口业务主要以美元等货币计价，在中美贸易摩擦持续反复背景下，人民币对美元汇率可能产生波动，人民币汇率波动对于公司的经营状况和盈利变动可能带来一定的影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4699	5148	6349	7172	8978
现金	2187	2507	3082	3808	4711
应收票据及应收账款	131	218	360	341	518
预付账款	7	6	10	9	15
存货	1518	1245	1718	1828	2539
其他流动资产	856	1172	1179	1185	1196
非流动资产	1166	1209	1178	1234	1403
长期投资	52	82	122	165	213
固定资产	253	263	330	386	444
无形资产	149	118	47	69	101
其他非流动资产	712	746	679	614	645
资产总计	5865	6356	7528	8406	10381
流动负债	837	800	1204	1007	1581
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	411	358	749	575	1055
其他流动负债	427	442	456	432	526
非流动负债	96	67	67	67	67
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	67	67	67	67
负债合计	933	867	1272	1075	1648
少数股东权益	38	39	43	52	60
股本	413	416	418	418	418
资本公积	2468	2722	2722	2722	2722
留存收益	2027	2317	3082	4157	5559
归属母公司股东权益	4894	5450	6213	7279	8673
负债和股东权益	5865	6356	7528	8406	10381

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	531	948	709	840	1084
净利润	732	499	765	1075	1402
折旧摊销	247	231	231	207	193
财务费用	-148	-133	-84	-103	-128
投资损失	-23	-61	-30	-34	-38
营运资金变动	-703	-23	-162	-293	-330
其他经营现金流	427	435	-11	-13	-15
投资活动现金流	-240	-1174	-160	-216	-309
筹资活动现金流	60	-128	26	103	128
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.74	1.19	1.82	2.55	3.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	2.27	1.69	2.01	2.59
每股净资产(最新摊薄)	11.70	13.03	14.85	17.40	20.73

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5545	5371	6647	8058	9872
营业成本	3488	3415	4148	4965	6114
营业税金及附加	19	26	20	29	36
营业费用	92	89	131	143	174
管理费用	142	143	180	205	258
研发费用	1185	1283	1417	1652	1876
财务费用	-148	-133	-84	-103	-128
资产减值损失	-113	-172	-100	-129	-178
公允价值变动收益	17	21	11	13	15
投资净收益	23	61	30	34	38
营业利润	722	501	776	1086	1416
营业外收入	0	9	2	3	3
营业外支出	1	7	3	3	3
利润总额	721	503	775	1086	1416
所得税	-11	4	10	11	14
税后利润	732	499	765	1075	1402
少数股东损益	5	1	4	9	8
归属母公司净利润	727	498	760	1066	1394
EBITDA	902	659	922	1190	1481

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.1	-3.1	23.8	21.2	22.5
营业利润(%)	-14.8	-30.5	54.7	40.0	30.4
归属于母公司净利润(%)	-10.5	-31.5	52.7	40.2	30.8
获利能力					
毛利率(%)	37.1	36.4	37.6	38.4	38.1
净利率(%)	13.1	9.3	11.4	13.2	14.1
ROE(%)	14.8	9.1	12.2	14.7	16.1
ROIC(%)	13.2	7.6	10.9	13.2	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	15.9	13.6	16.9	12.8	15.9
流动比率	5.6	6.4	5.3	7.1	5.7
速动比率	3.7	4.7	3.7	5.1	4.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	23.9	30.8	23.0	23.0	23.0
应付账款周转率	6.8	8.9	7.5	7.5	7.5
估值比率					
P/E	30.6	44.7	29.3	20.9	16.0
P/B	4.5	4.1	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	21.6	28.7	19.8	14.8	11.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

