

# 晶晨股份 (688099.SH) : 晶彩启晨, 芯动 视界

股票投资评级: 买入|维持

中邮证券研究所 电子团队

分析师: 吴文吉 S1340523050004

分析师: 万 玮 S1340525030001

中邮证券

2025年3月16日

## 三大主力



## 两个新芯

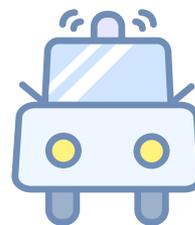
智能机顶盒  
S系列

智能电视  
T系列

AI 端侧  
A系列

无线连接  
W系列

汽车电子  
V系列



S805Y



S905X



T920L



T950X



A113D



A113L



S905Y2



S922X



T972



T982



T960X



T962



S905X2



S905X3

份额提升+新品起量

2016

2017

2018

2019

2020

2021

2022

2023

2024E

2025E

2026E

2

- **6纳米机顶盒芯片获得订单，全球运营商市场份额持续提升。** 全球范围内互联网化快速发展，导入智能机顶盒的海外运营商越来越多，全球OTT市场规模预计将从 2024年的700.8 亿美元增长到 2032 年的 2,299.7 亿美元。公司面向运营商市场的系列产品已获得多个流媒体系统认证及多个国际主流的条件接收系统认证；面向国内外非运营商的系列产品类型丰富，覆盖高、中、低市场。此外，公司基于新一代 ARM V9 架构和自主研发边缘 AI 能力的 6nm 商用芯片流片成功,并已获得了首批商用订单；8K 芯片在国内运营商的首次商用批量招标中表现优异。
- **电视机芯片销量持续攀升，国内外客户持续开拓。** 消费者娱乐偏好及AI技术发展推动着智能电视市场重塑，目前发达国家中有超过85%的家庭拥有至少一台智能电视，新兴市场的采用率每年增长30%。公司T系列产品目前主要有全高清系列芯片和超高清系列芯片，最高支持8K视频解码，已完成国际主流TV生态的全覆盖,包括 Google Android TV、Amazon Fire TV、Roku TV、RDK TV 等，未来T系列产品将进一步扩大国际市场份额。
- **AI芯片受益人工智能蓝海市场，摄像头显示等应用领域持续拓展。** 随着AI技术的发展，语音识别、智能家庭助手、增强现实家庭体验等技术使得家庭生活更加智能、便捷，智能家居将向更加智能化、生态化、场景化、可持续发展等方向发展。公司 A系列芯片提供通用硬件和软件平台，客户可根据实际的应用场景开发相应的产品和应用。目前产品已广泛应用于众多消费类电子领域，如智能音箱、智能门铃、智能影像、AR 终端、智能灯具、智能会议系统、学习机、跑步机、动感单车、健身镜、扫地机器人、冰箱、农业无人机、广告机、直播机、游戏机等。同时，公司还在持续拓展生态用户，扩大端侧布局。
- **W系列芯片业务版图进一步扩大，汽车芯片导入知名车企。** 公司Wi-Fi 6首款产品上市之后,迅速获得了市场认可，订单快速增长，2024年W系列全年销量近1,400万颗。此外，公司还将进一步推出三模组合新产品，W系列芯片业务版图将进一步扩大，除了与公司主控 SoC 平台适配并配套销售外，也面向公开市场独立销售。公司的汽车电子芯片目前主要有车载信息娱乐系统芯片和智能座舱芯片，已成功商用于多个车型，如宝马、林肯、Jeep 、沃尔沃、极氪、创维等，未来将充分发挥系统级平台优势及智能化 SoC 芯片领域的优势，不断扩充新技术、推出新产品。

- ▶ **盈利预测：**我们预计公司2024-2026年营业收入59.3/74.5/93.7亿元，实现归母净利润分别为8.2/10.7/13.9亿元，维持“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**技术迭代风险；研发未达预期风险；核心技术人才流失风险；客户集中风险；供应商集中风险；存货跌价和周转率下降风险；毛利率下降的风险；宏观环境风险。

## 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,371	5,926	7,447	9,370
增长率(%)	-3.14	10.34	25.67	25.81
EBITDA(百万元)	535	910	1,045	1,358
归属母公司净利润(百万元)	498	821	1,068	1,390
增长率(%)	-31.46	64.79	30.17	30.11
EPS(元/股)	1.19	1.95	2.54	3.31
市盈率(P/E)	68.64	41.65	32.00	24.59
市净率(P/B)	6.27	5.73	5.19	4.62
EV/EBITDA	44.24	34.26	29.52	22.34

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明



# 目录

- 一 多媒体SOC龙头，产品平台化布局
- 二 端侧AI持续渗透，赋能下游应用
- 三 多产品线齐发力，新品持续推出
- 四 盈利预测

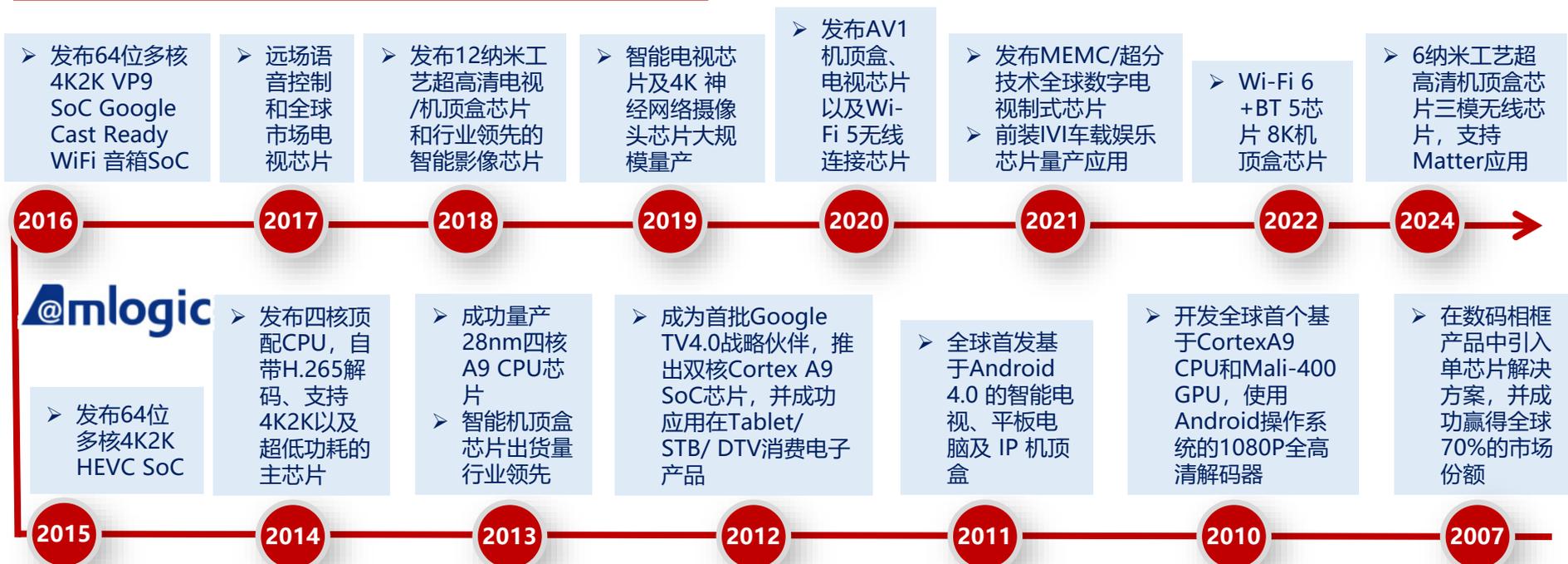
—

多媒体SOC龙头，产品平台化布局

# 多媒体SOC龙头，产品平台化布局

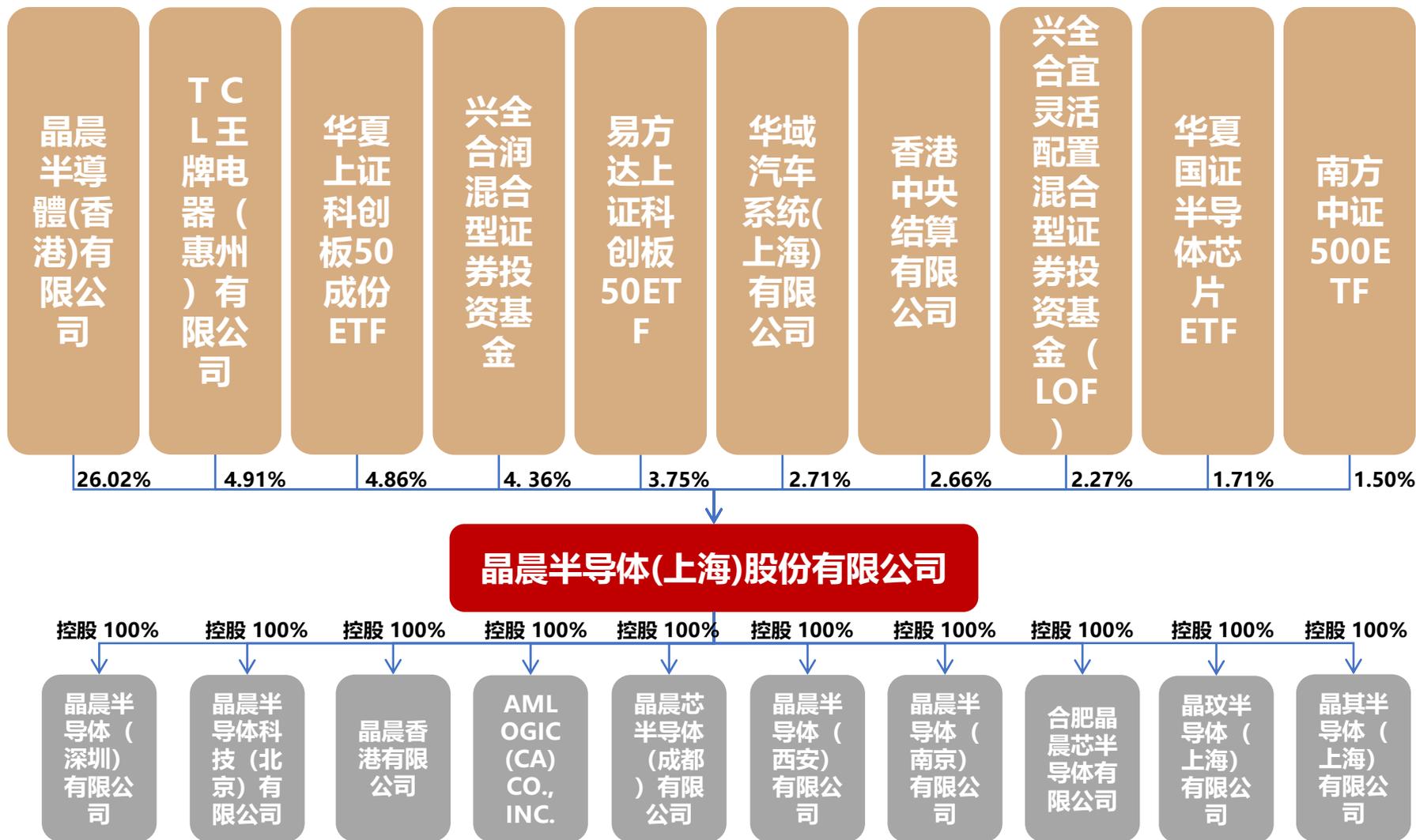
■ **多媒体SOC龙头，积累全球知名客户群。** 晶晨半导体拥有丰富的SoC全流程设计经验，坚持超高清多媒体编解码和显示处理、内容安全保护、系统IP等核心软硬件技术开发，整合业界领先的CPU/GPU技术和先进制程工艺，为智能机顶盒、智能电视、音视频系统终端、无线连接及车载信息娱乐系统等多个产品领域提供多媒体SoC芯片和系统级解决方案，业务覆盖全球主要经济区域，积累了全球知名的客户群，产品技术先进性和市场覆盖率位居行业前列。

图表1：发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

图表2：公司股权结构（2024年三季度报）

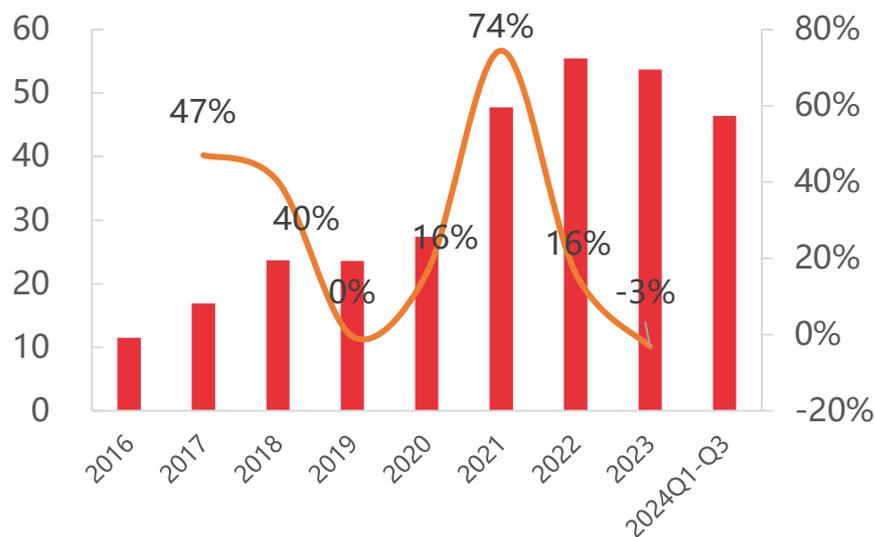


资料来源：Wind，中邮证券研究所整理

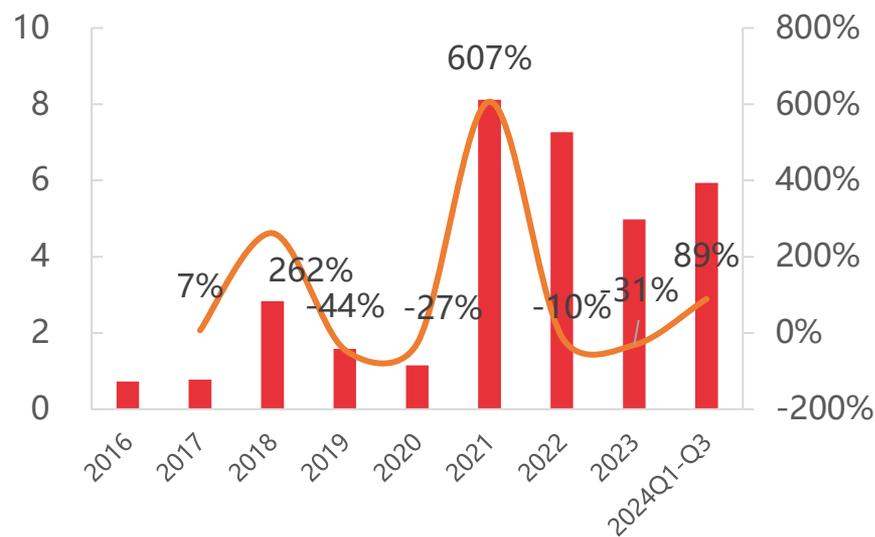
# 业务全球化布局，海内外营收稳步攀升

- **公司营收与利润持续增长**，2016~2023年营收从11.50亿元增长到53.71亿元，年均复合增速高达21.25%，24Q3业绩历史同期新高；归母净利润从0.73亿元增长到4.98亿元，年均复合增速达27.13%，公司第三季度实现归母净利润2.32亿元，同比增加1.03亿元，同比增长79.52%。
- 公司在消费电子领域实现中国大陆、北美、欧洲、拉丁美洲、亚太、非洲等全球主要经济区域的全面覆盖，持续加强全球化运营体系建设和品牌推广，其中，海外市场是晶晨股份核心收入来源。2024上半年海外收入为27.74亿元，占总营收比重为91.99%，国内市场上半年营收同比增长27.92%，海外同比增长28.36%，实现了海内外同步增长。

图表3：2016-2024前三季度营业收入（亿元）



图表4：2016-2024前三季度归母净利润（亿元）



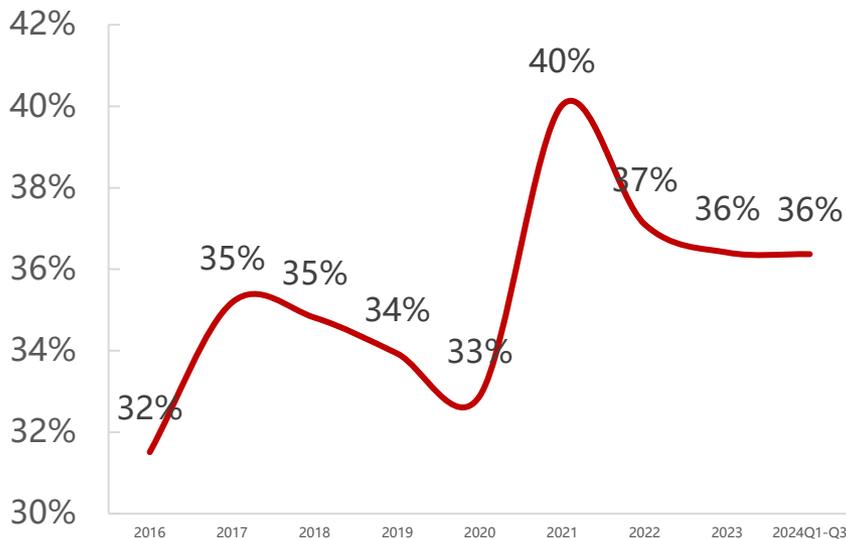
资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

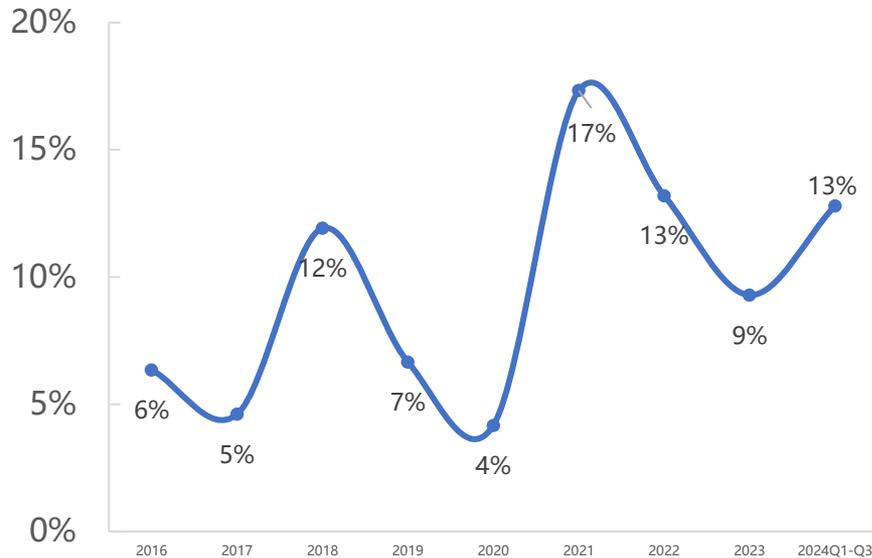
# 对内提升运营效率，对外积极开拓市场

- **运营效率提升效果逐步显现**，2024年上半年实现综合毛利率35.37%，下半年实现综合毛利率37.59%。由于全球“缺芯”影响，全球半导体行业供需失衡，2020-2021年毛利率显著提升。
- **公司所处领域市场逐步恢复，对外采用积极的销售策略，扩大销售规模**。公司通过抓住智能家居和流媒体设备爆发的机会，优化产品组合，扩展了其产品线，使多媒体智能终端芯片在智能电视、机顶盒和其他消费电子设备中的应用得到了进一步推广，同时借助行业缺芯窗口期提升定价权，实现盈利能力的跃升。

图表5：2016-2024Q3毛利率走势（%）



图表6：2016-2024Q3净利率走势（%）



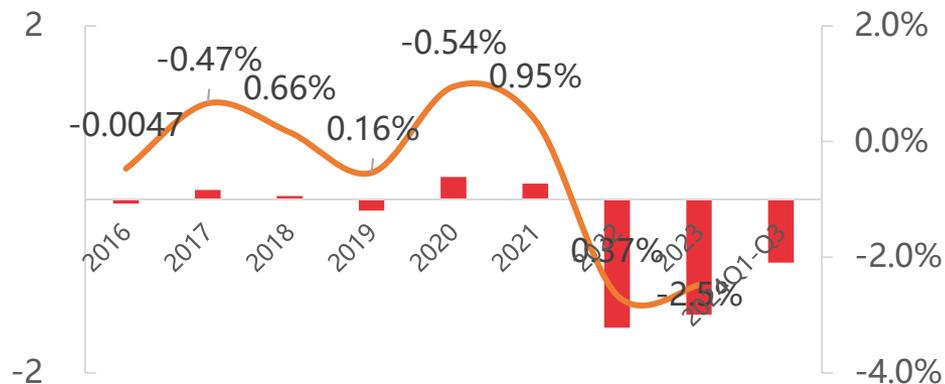
资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

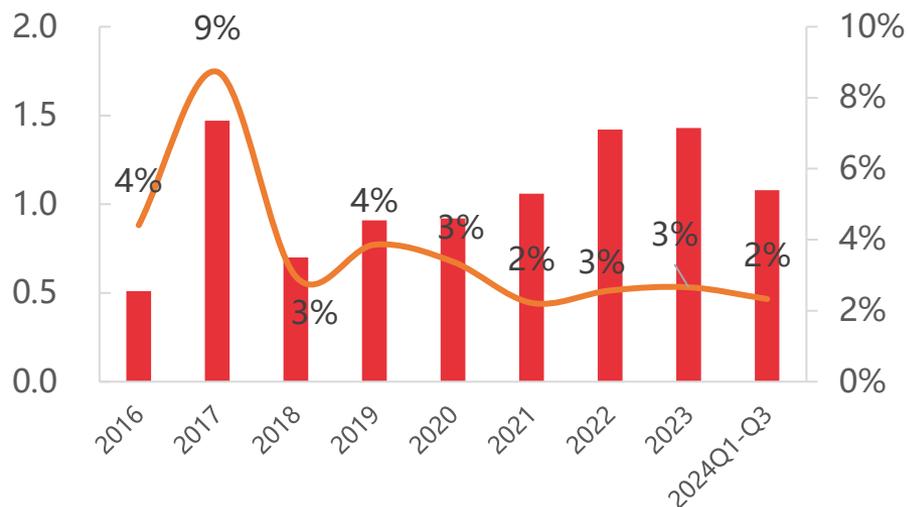
# 全面优化三费，提升运营效率

■ **公司销售、管理、财务费用全面优化，助力高效增长。**2024年第三季度，公司共发生期间费用4.09亿元，期间费率25.19%，同比下降0.72%。公司全面聚焦产品运营的全流程与全链条优化，系统性挖掘内部效率提升潜力，涵盖供应链、生产及资源配置等关键环节，预计将显著提升运营效能，进一步强化产品市场竞争力。

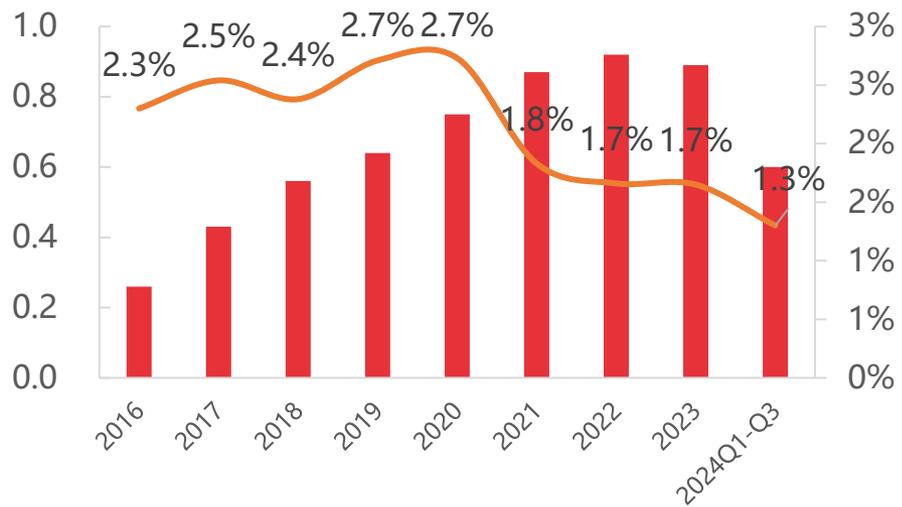
图表7：逐年财务费用及收入占比（亿元/%）



图表8：逐年管理费用及收入占比（亿元/%）



图表9：逐年销售费用及收入占比（亿元/%）



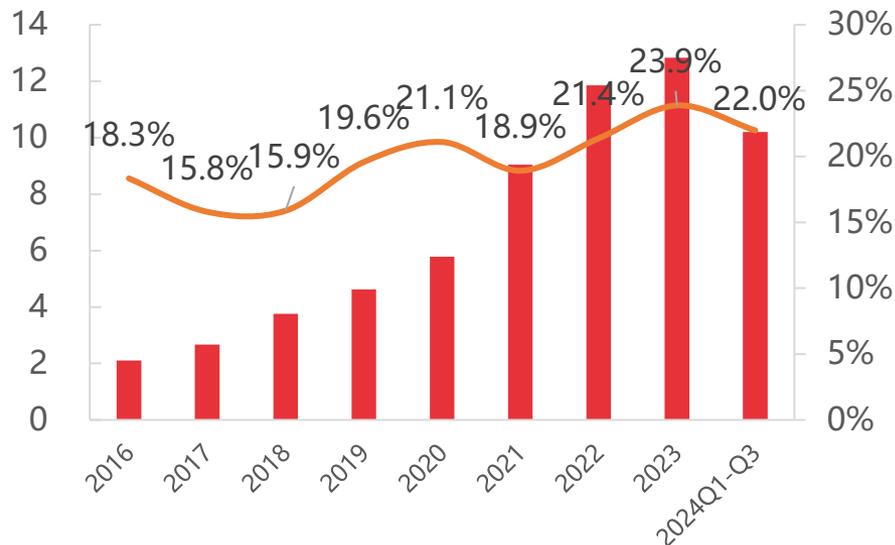
资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

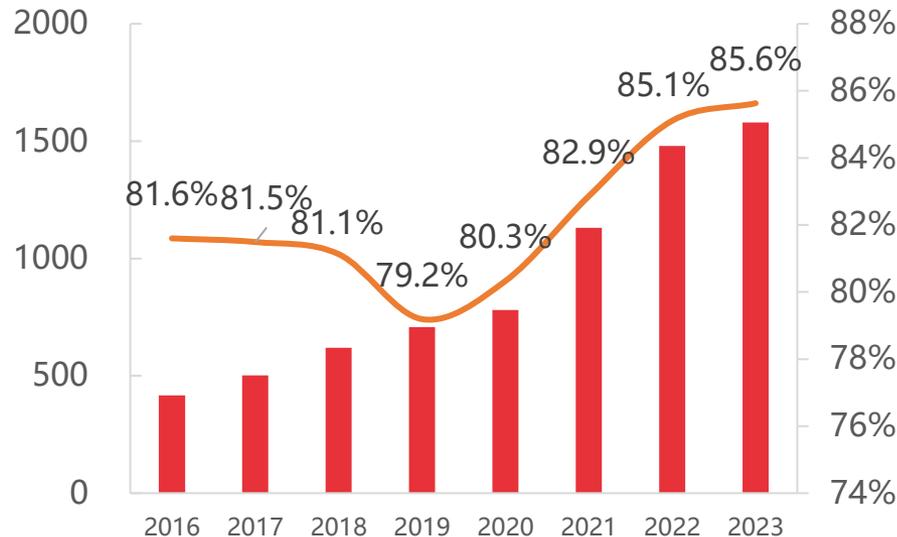
# 研发投入及研发成果均呈稳步上升态势

- **历年来，公司研发投入及研发成果均呈稳步上升态势。**公司自2022年以来，连续3年研发费用超过10亿元，近三年累计研发费用约38.20亿元；2024年前三季度，晶晨研发人员较去年同期增加约60人，研发费用约10.2亿元，同比增加约0.7亿元。公司持续保持高强度的研发投入，推动战略新产品商用上市。
- **公司坚持多产品线策略，新产品新市场顺利突破。**2024年,公司多个产品线的市场表现取得积极进展：S系列中基于新一代ARM V9架构和自主研发边缘AI能力的6nm商用芯片流片成功,并获得首批商用订单；T系列与全球主流电视生态系统深度合作，市占率持续扩大；W系列全年销量首次突破1,000万颗；汽车电子芯片逐步从高价位车型向中低价位车型渗透；公司智能座舱芯片成功应用于商用车型并出海。

图表10：逐年研发费用及收入占比（亿元/%）



图表11：逐年研发人员及人员占比（人/%）



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

# 实控人及核心技术人员

职位	姓名	经历
实控人	John Zhong	1987年12月毕业于佐治亚理工大学电子工程专业，硕士研究生学历。1988.3 -1989.12 担任 Amitech Inc 项目经理，1990.2至1992.12担任 Northern Telecom Limited 研发工程师，1993.1 至1999.3担任 Sun Valley International Limited 总经理。1999 年至今历任晶晨 CA、晶晨 DE、晶晨集团董事、晶晨控股董事长；自 2003年担任公司董事长及总经理。
实控人	Yeeping Chen Zhong	1988年12月和1989年12月先后毕业于佐治亚州立大学物理学专业和佐治亚理工大学电子工程专业，硕士研究生学历。1990.1-1994.4担任National Semiconductor Corporation高级工程师，1994.4-2000.3担任3Com Corporation部门经理，2000.3至2001.8担任Cosine Communications Inc.高级经理，2001.8至2004.5担任Extreme Networks,Inc.高级经理。2006.5-2015.10担任公司董事，2017.3至2018.6，担任公司副总经理。现担任晶晨集团董事，以及晶晨加州董事、执行副总裁
副总经理、核心技术人员	Michael Yip	1989年毕业于哥伦比亚大学电子工程专业，硕士研究生学历。1988年-1989年，就职于IBM公司，担任工程师，1990年-1992年，就职于美国国家半导体（National Semiconductor Corp），担任工程师；1992年-1995年，就职于Centillion Networks Private Limited，担任高级工程师；1996年-2006年，就职于Extreme Networks Inc，担任高级工程师、首席架构师；2006年加入本公司，历任工程副总裁、首席技术官，2017年3月至今，任公司副总经理。
核心技术人员	潘照荣	1997年7月和2000年7月毕业于上海交通大学计算机及应用专业和上海大学法学专业，本科学历。1997.7-1998.1，就职于创统计算机有限公司，担任软件工程师；1998.1-2000.7，就职于华邦电子（香港）有限公司，担任副理；2000.8-2001.7，就职于微软全球技术中心，担任工程师；2001年8月加入本公司，2017.3-2018.2，担任公司副总经理，现任公司客户支持中心总经理。
核心技术人员	钟富尧	2004年7月毕业于大连海事大学网络安全专业，研究生学历。2003年12月加入本公司，现任公司高级技术总监。
核心技术人员	石铭	2006年6月毕业于北京大学微电子专业，研究生学历。2006年6月至今，就职于本公司模拟设计部，现任公司技术总监。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

二

端侧AI持续渗透，赋能下游应用

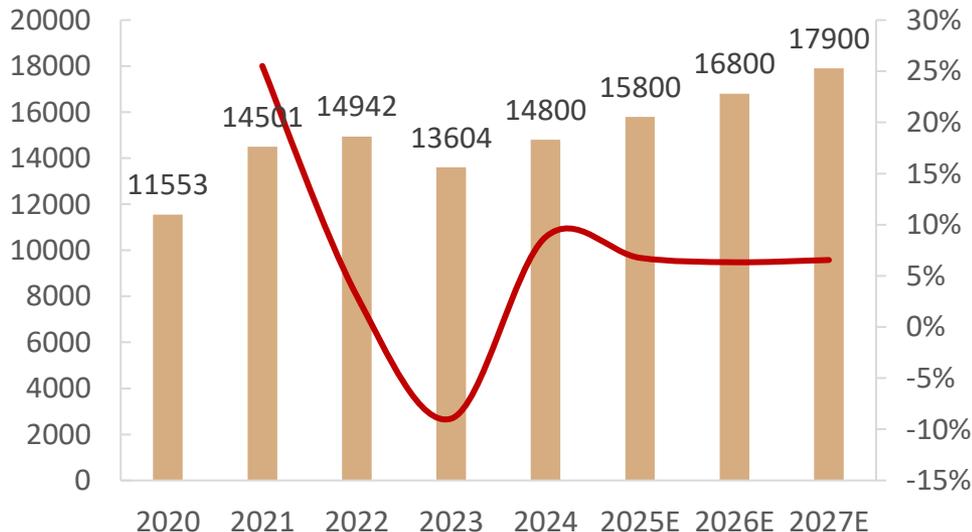
# 机顶盒：渗透率提升+产品迭代双轮驱动

- **渗透率提升+产品迭代双轮驱动，智能机顶盒市场需求增长。**全球互联网视频渗透在不同地区差异较大，其中东南亚、非洲等地区渗透率较低，智能机顶盒出货目前占比较低，未来增长空间较大；北美、欧洲、南美洲等地区虽然渗透率较高，但随着4K/8K超高清视频内容不断丰富，产品持续迭代、娱乐生态不断完善，将推动智能机顶盒产品持续处于“智能换机潮”。
- **全球智能机顶盒市场将长期保持增长势头。**2022年全球智能机顶盒出货量为1.49亿台，2020-2022年复合增长率为13.72%；2023年，受全球宏观经济环境、行业下行周期等不利因素影响，出货量短期下降至1.36亿台，同比下降8.95%，但随着全球宏观经济企稳以及“智能换机潮”稳步推进，预计到2027年，全球智能机顶盒出货量将达到1.79亿台，2023-2027年复合增长率为7.1%。

图表12：全球部分地区互联网视频渗透率及预测

地区	2022	2023	2024	2025E
美国	82.7%	85.2%	87.4%	89.0%
欧洲	61.0%	69.7%	72.7%	75.3%
东南亚	42.1%	43.7%	45.4%	47.1%
南美洲	60.2%	61.7%	63.4%	64.8%
非洲	32.0%	35.0%	37.6%	40.0%

图表13：2020-2027年全球智能机顶盒出货量（万台）及增速预测

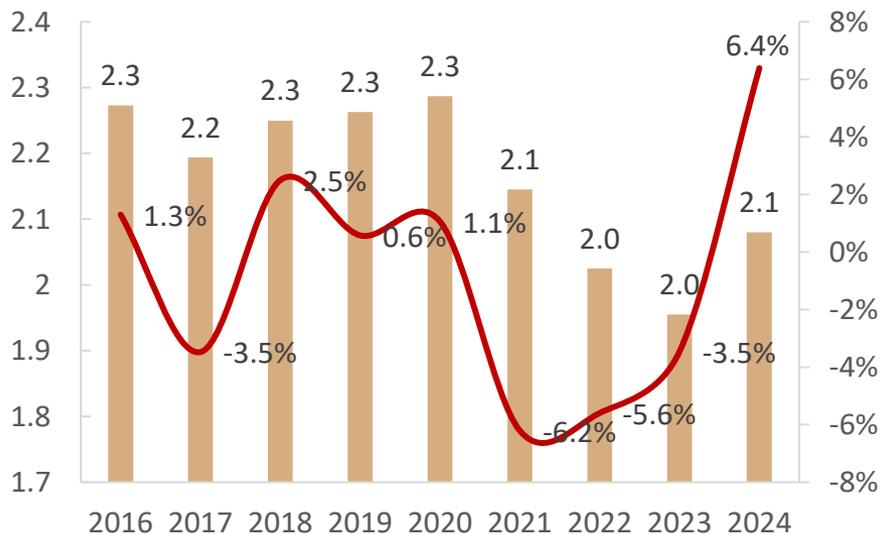


资料来源：公司公告，赛迪顾问，中邮证券研究所整理

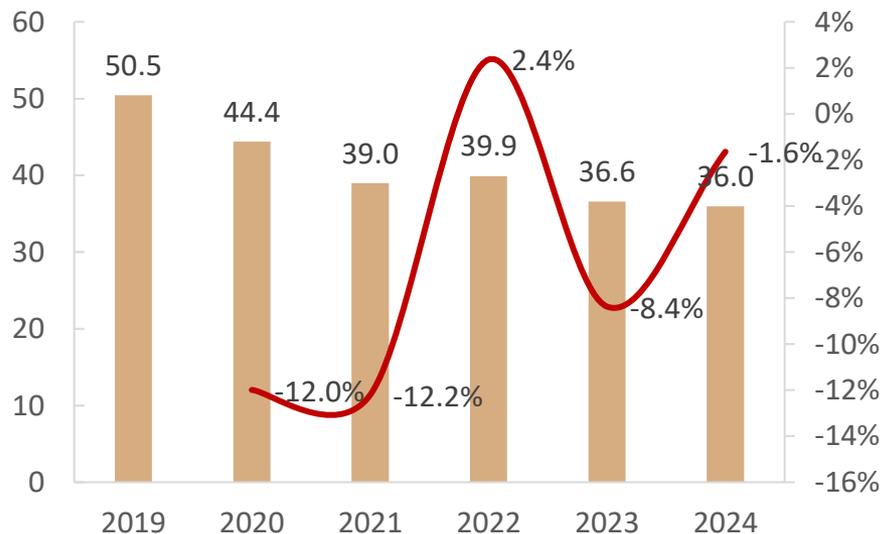
请参阅附注免责声明

- 科技进步加速+消费者对高品质娱乐体验的持续需求，电视行业将迎来更多的机遇。**受全球经济下行的影响，消费电子行业呈收缩态势，2023年全球电视市场品牌整机出货量降至2.0亿台，2024年是欧洲杯、美洲杯、奥运会齐聚的体育大年，全球电视市场出货量达到2.08亿台。随着AI技术的发展，智能电视将被深度重构，未来AI电视品类在新技术加持下会爆发出更大的能力。
- 受益国补，国内TV品牌整机出货量开始回升。**24Q1国内品牌整机的出货量下降了0.9%，24Q2扩大跌幅至7.5%，8月24日，商务部等4部门发布了《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》，可补贴产品存在上市滞后性，24Q3出货量下降6.6%，进入Q4后，市场开始受益于“国补”，单季度出货量增长6.5%，全年来看，同比下滑1.6%。

图表14：全球TV出货量及同比（亿台/%）



图表15：中国TV出货量及同比（百万台/%）



资料来源：奥维睿沃，Omida，洛图科技，中邮证券研究所整理

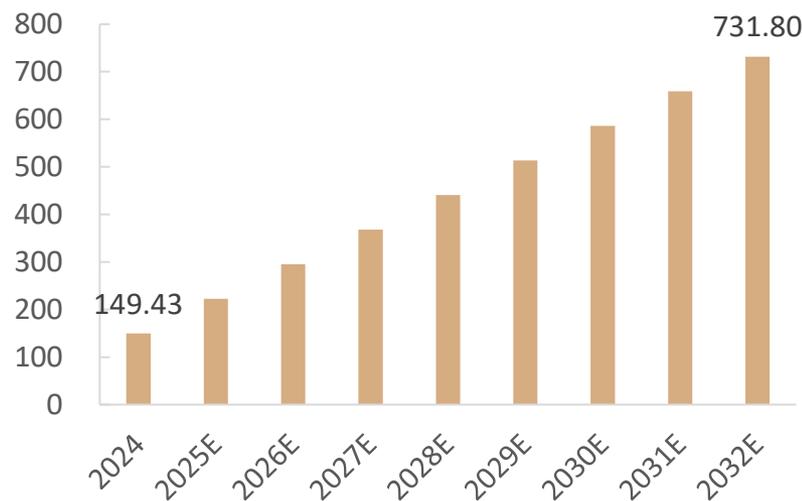
请参阅附注免责声明

- **智能家居市场持续增长。** 伴随新一代智能技术的突破和人们生活方式的改变，智能家居越来越成为世界许多地方人们生活的主流，消费者越来越期待有新的应用和设备来提升家中及其他地方的用户体验。2024年，全球智能家居市场规模约为1494.3亿美元，智能家居设备出货量预计为892.3百万台，其中家庭监控/安防设备和影音娱乐设备分别占据27.4%和30.2%的市场份额，预计到2032年将达到7318亿美元，从2024年到2032年的复合年增长率约为24.7%。
- 从细分产品来看，家庭监控/安防设备和智能吸尘器预计将在未来几年内保持稳定的增长，而影音娱乐设备和智能音箱的增长速度相对较慢，且市场份额有所下降。不同设备类别的增长速度和市场份额有所差异，但全球智能家居市场整体预计将实现显著增长，反映出智能家居技术的广泛接受和应用前景。

图表16：全球智能家居设备出货量（百万）、市场份额和增长率预测

设备类别	2024 出货量*	2024 市场份额*	2028 出货量*	2028 市场份额*	2024-2028 复合增长率
家庭监控/安防	244.4	27.4%	308.6	27.8%	6.0%
影音娱乐	269.7	30.2%	287.9	26.0%	1.6%
智能音箱	87.4	9.8%	95.3	8.6%	2.2%
智能吸尘器	19.9	2.2%	24.8	2.2%	5.7%
其他	270.9	30.4%	391.7	35.3%	9.7%
<b>总计</b>	<b>892.3</b>	<b>100.00%</b>	<b>1108.2</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.6%</b>

图表17：全球智能家居市场空间（十亿美元）



资料来源：Business Research Insights, IDC, 中邮证券研究所整理

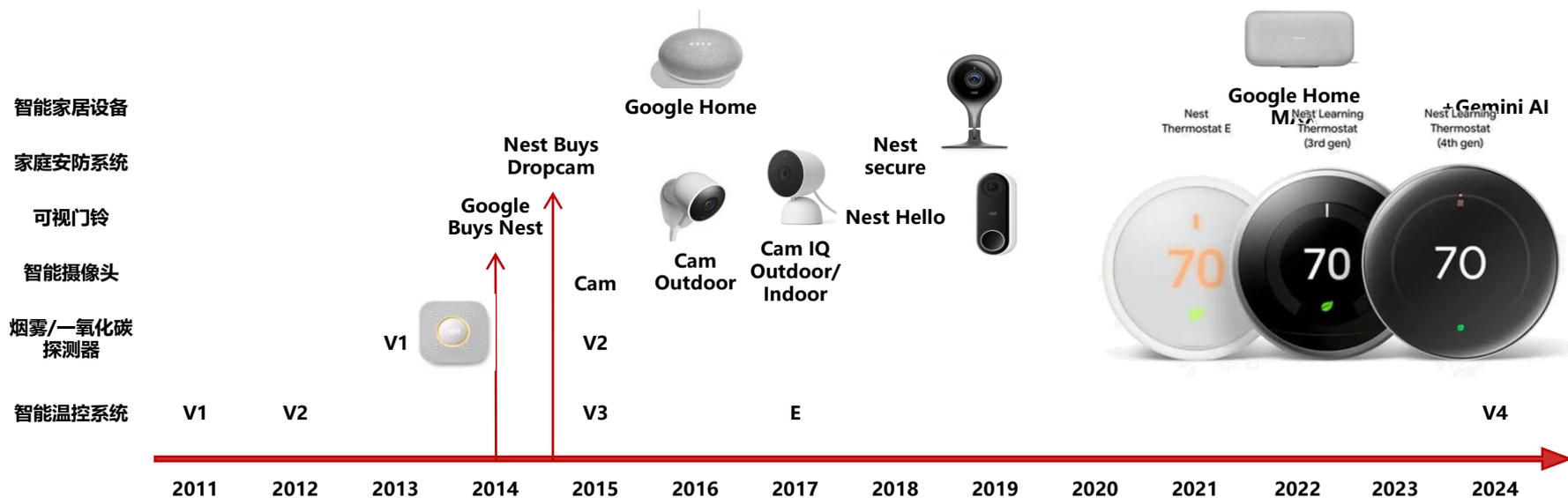
- **陪伴机器人主要服务于家庭陪伴场景，兼顾老年人情感支持需求。**情感陪伴机器人搭载了AI情感引擎，能够在聊天中精准感知用户情绪，倾听用户心声，共情用户的喜怒哀乐，是用户贴心的“聊天搭子”。此外，其特有的长期记忆功能可记录用户偏好与对话历史，是用户的知心朋友，为用户提供更加个性化、千人千面的温馨陪伴体验。在未来智能生态场景丰富成熟时，陪伴机器人还可以与更多的智能硬件、智能服务应用进行连接，实现家庭场景服务功能，成为家庭场景AI Agent核心中枢。据统计，2023年全球陪伴机器人市场规模为750亿元，预计2029年达到3043亿元，呈现快速增长。AI陪伴型机器人消费群体从儿童到成人再到老人，具备较强的市场增长潜力，随着AI技术的不断进步和终端应用场景的拓展，AI陪伴机器人有望实现更高速的增长。

图表18：AI 陪伴机器人实物



- 谷歌Nest家居生态以2014年对Nest Labs的32亿美元收购为起点，早期通过智能温控器、烟雾报警器、烟雾报警器等硬件切入家庭场景，并依托Google的AI技术实现用户习惯学习与自动化控制，如温度调节、安防联动等。
- 谷歌智能家居生态以深度整合AI技术与硬件设备为核心优势。Nest系列产品，如智能温控器、家庭安防系统以及智能摄像头等，可通过自适应算法实现环境动态调节（离家节能、归家快速恢复温度），并依托Google Assistant语音助手提供多语言自然交互能力；同时兼容Matter协议及飞利浦Hue等第三方设备，形成跨品牌设备联动能力，而Trueplay声学校准技术与Gemini AI驱动的场景化指令，如“客厅阳光刺眼”自动关窗帘等，进一步强化了人机交互的精准性与自动化水平，配合云端数据存储与低功耗设计——温控器节能模式降低20%能耗，构建了兼具兼容性、智能化与可持续性的家居解决方案。

图表19: 谷歌 Nest 产品发展历史

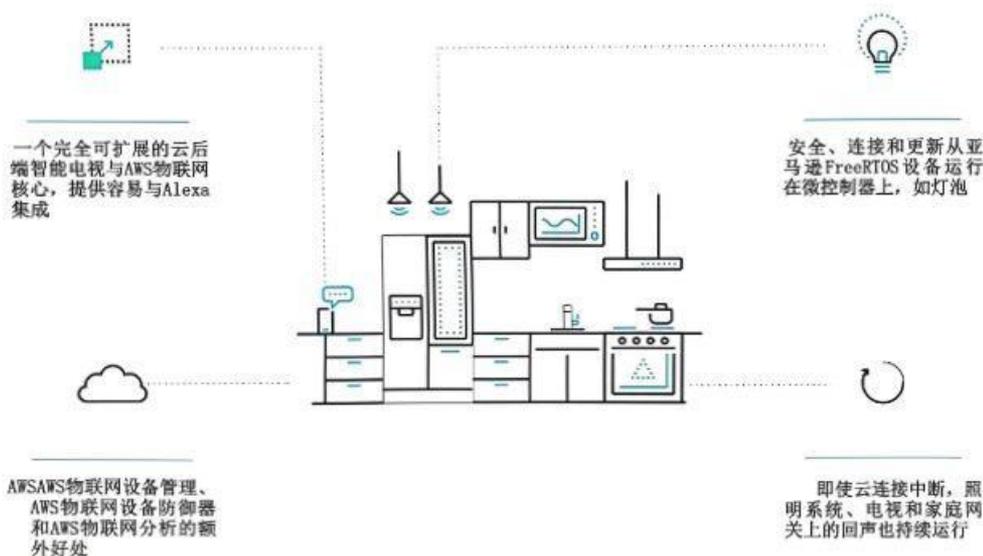


资料来源: 智能头条, 亿欧网, IT之家, 中邮证券研究所整理

- 亚马逊智能家居生态以Alexa语音助手为核心，通过Echo系列智能音箱等中枢设备连接并控制各类智能家居设备，旨在构建一个开放的物联网生态系统。Alexa支持超过100,000种设备，涵盖照明、温控、安防、娱乐等领域，兼容自有品牌（如Ring、Echo）和第三方设备，并通过支持Matter标准进一步扩展兼容性。



图表20：亚马逊物联网应用



- 随着科技的不断发展，为提升用户体验，亚马逊时隔十一年推出重新设计的版本——Alexa+，其构建了新架构和大规模协调API，使其能够无缝连接GrubHub、OpenTable等日常服务以及Philips Hue等智能设备。例如，Alexa+可与Ring安防摄像头联动，当用户询问“Alexa，我家周围今天发生了些什么事”时，Alexa+会提取摄像头关键信息进行回答。

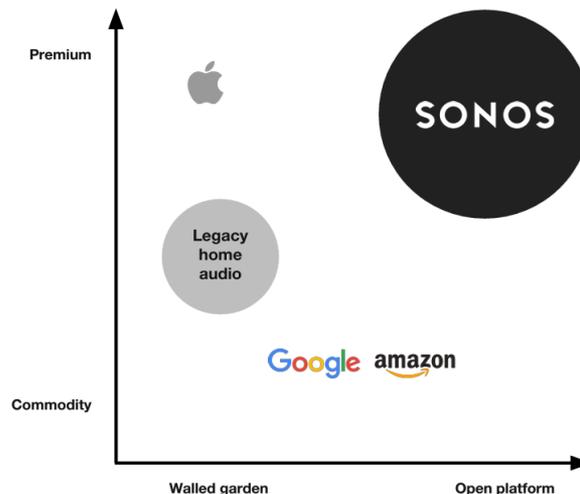
资料来源：三易生活，亚马逊公司公告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

# Sonos: 智能音频与家居互联领域的创新引领者

- Sonos作为全球领先的无线智能音响系统制造商，凭借其卓越的音质技术、智能互联功能以及对智能家居生态的深度整合，持续巩固其在行业中的领导地位。
- Sonos的业务范围涵盖无线家庭智能音响系统的研发、生产与销售，产品线包括扬声器、条形音箱、放大器及外围设备等。其音响系统不仅支持家居互联和多人共享，还能以高保真音质呈现音乐、电视节目等内容。通过与各类流媒体服务、智能助手（如Alexa、Google Assistant）及智能设备的深度兼容，Sonos实现了语音控制与智能家居生态的无缝整合。其在智能家居生态中的布局表现突出，拥有2000多项专利技术，业务覆盖全球60多个国家和地区，并与130多个第三方应用建立了合作关系。其产品的高兼容性和技术创新能力，使其在竞争激烈的智能音频市场中保持了显著的竞争优势。

图表21: Sonos部分产品

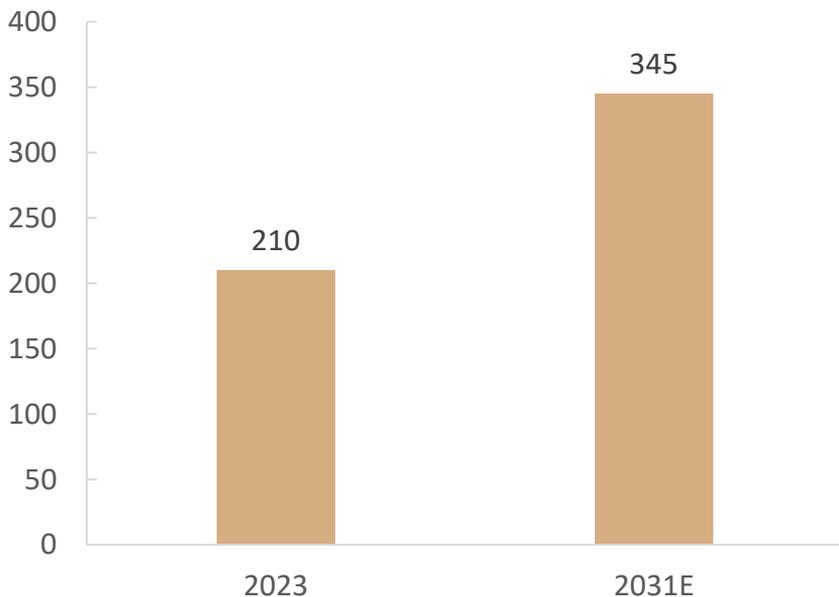


资料来源：公司公告，SONOS官网，搜狐新闻，中邮证券研究所整理

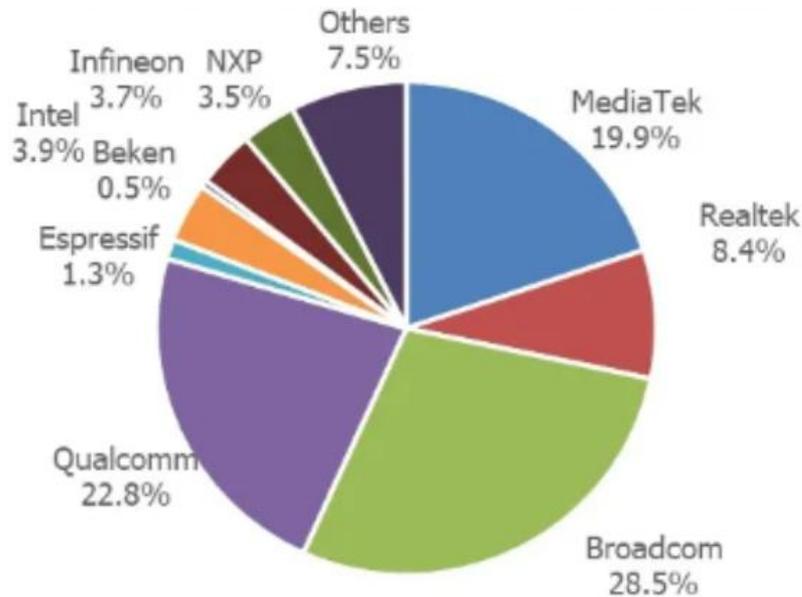
请参阅附注免责声明

- **万物互联时代，应用场景扩展带动数据量及传输量的高速增长。** 信息时代的背景下，无线连接技术的发展为信息高效传递提供了强大的技术支持。Wi-Fi是全球应用最广的局域网连接通信协议，并持续朝着更快速度、更低延迟、更高数据传输质量等方向演进，全球Wifi芯片组市场规模预计将从 2023 年的210亿美元增至 2031年的345亿美元，预计2023-2031年期间市场复合年增长率将超过4.4%。
- **Wi-Fi 市场集中度高。** 从出货量口径统计来看，全球Wi-Fi芯片市场前四大供应商占据了63%的市场份额，从收入口径统计来看，前四大供应商占据80%的市场份额，其中博通占据最大份额，随后是高通、联发科、瑞昱、英特尔、英飞凌、恩智浦、乐鑫科技。

图表22：Wi-Fi 芯片组市场规模（亿美元）



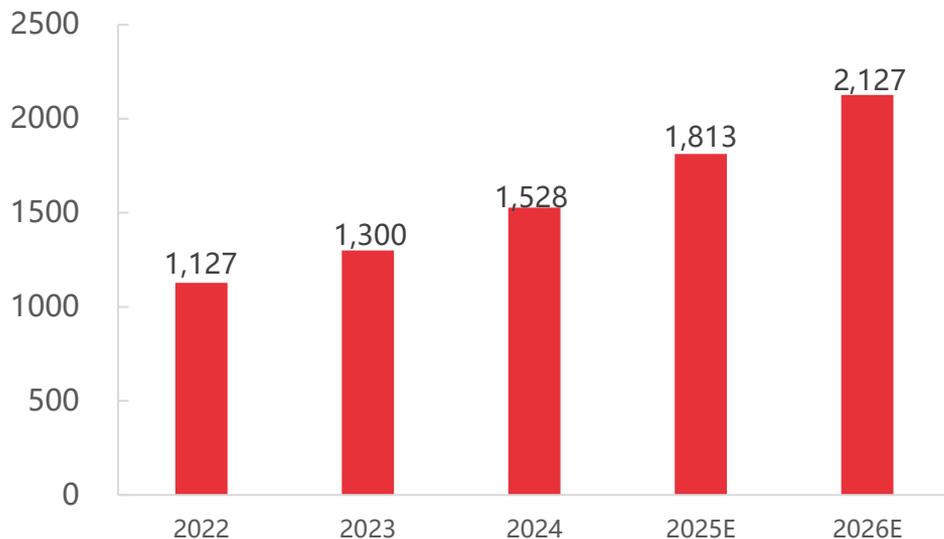
图表23：Wi-Fi芯片市场份额（2023年按照收入口径统计）



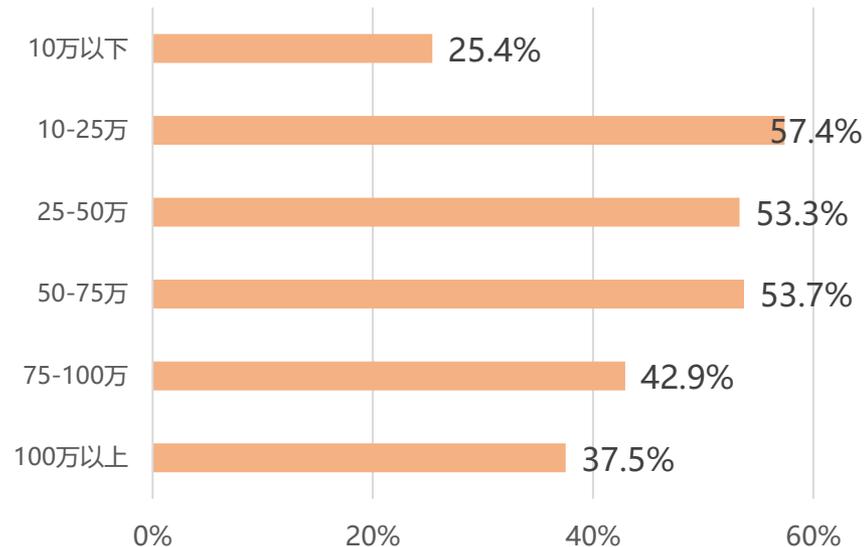
资料来源：Fundamental Business Insights，芯语，中邮证券研究所整理

- **智能座舱构建智能化出行场景下的新人机交互关系。**智能汽车产业的迅速发展带动了智能座舱需求的提升，智能座舱依托智能交互系统、智能显示硬件、智能域控硬件、智能计算解决方案，重构出行体验，满足用户在用车场景下的个性需求，为用户提供安全舒适，轻松便利的出行体验。据统计，2023年我国智能座舱市场规模1300亿元，预计2026年中国汽车智能座舱市场规模将达到2127亿元。
- 随着国家政策扶持力度的不断加大、相关技术的日趋成熟，我国智能汽车进入快速发展通道，越来越多的车企对智能座舱重要性的感知度越来越高，智能座舱逐步成为乘用车标配，目前10-75万车型智能座舱装配率超过50%，75万-100万、100万以上的装配率分别为42.9%/37.5%，10万以下车型智能座舱装配率25.4%。随着智能座舱成本进一步的降低、旧款车型换代，智能座舱装配率提升空间可期。

图表24：2022-2026中国智能座舱市场规模及趋势预测（亿元）



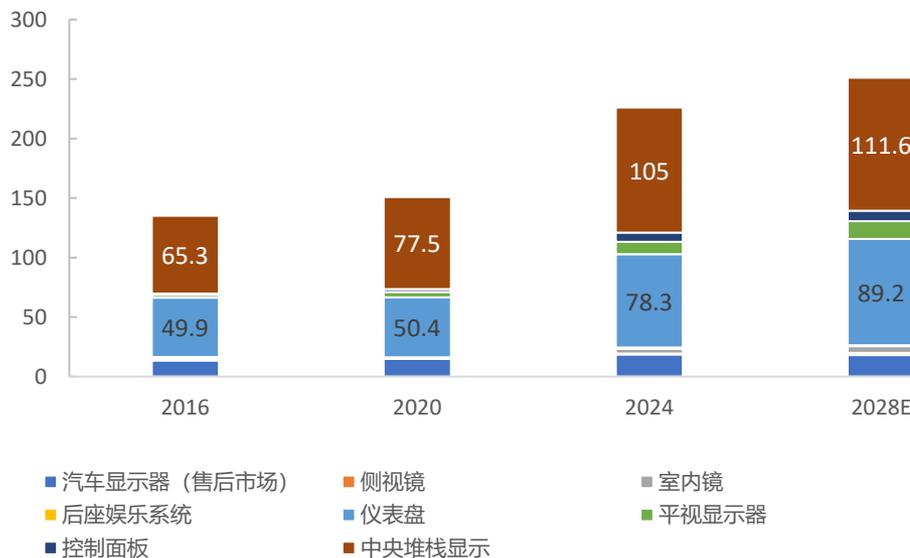
图表25：2023年中国智能座舱装配率



资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所整理

- **智能车载显示屏是人车交互的主要界面。** 智能车载显示屏作为智能座舱的重要载体，是用户感知汽车智能化最直接的触点。随着汽车电子技术的进步，车载显示屏需求不断增长，并进一步朝着高清化、大屏化、多屏化、互动性和多样化方向发展。
- **智能车载显示屏市场稳健增长。** 据统计，2024年全球汽车用显示屏出货量达到了2.3亿片，其中大多数为中控显示屏，出货1.1亿片；电子仪表盘占比第二，出货0.8亿片。除了这两大类，还有电子后视镜、HUD 抬头显示以及后排娱乐用显示屏。预计到2028年，车用显示屏市场将保持平均每年个位数稳定增长，达到2.5亿片，从车载面板的细分应用来看，中控台显示器的搭载率高，所以未来几年的增长幅度较小，但后视镜、HUD等类别将迎来更高增长。

**图表26：车载显示的细分应用市场出货量（百万片）**



	CAGR 2016-2028	total
汽车显示器 (售后市场)	+5.4%	+2.5%
侧视镜	+47.9%	
室内镜	+20.2%	
后座娱乐系统	+0.1%	
仪表盘	+5.0%	
平视显示器	+16.4%	
控制面板	+20.0%	
中央堆栈显示	+4.6%	

资料来源：电子工程专辑，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

三

多产品线齐发力，新品持续推出

- **6nm新品发布，性能提升的同时加入端侧AI功能。** 2024年公司发布了业界首款集成4K和AI功能的6nm商用芯片。该芯片基于新一代ARM V9架构，相较前代产品，CPU性能提高了60%以上，GPU性能提高了230%以上，功耗相较12nm降低了50%。性能上，加入了端侧AI功能、本地字幕翻译、实时翻译、实时会议记录、游戏体感识别、画质增强、内容搜索、人脸识别、手势识别、体态识别等。
- **创维数字人工智能机顶盒搭载晶晨半导体最新的先进制程AI主芯片平台，** 结合其强大的数据处理能力以及人工智能运动引擎的深度协同，用户无需任何穿戴设备，即可通过AI动作捕捉技术，在客厅实现零延迟的手势操控以及体感游戏和专业级AI健身课程。此外，用户可以访问Netflix、Amazon Prime Video、Disney+、Hotstar、YouTube等海外主流流媒体平台，享受无缝的4K HDR观影体验。同时，设备内置的AI摄像头不仅用于健身跟踪，还能用于视频通话和个性化内容推荐。

图表27：搭载晶晨股份芯片的创维数字AI机顶盒



资料来源：公司公告，创维数字官网，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

# T系列：与全球主流电视生态系统深度合作

- **T系列SoC芯片是智能显示终端的核心关键部件。**公司目前主要有全高清系列芯片和超高清系列芯片，最高支持8K视频解码，具有超高清解码、高动态画面处理、MEMC 运动补偿、实时动态插帧、迭代的画质处理引擎、支持全球数字电视标准、支持 AV1解码等技术特点。
- **公司已与全球主流电视生态系统深度合作，**包括Google Android TV、Amazon Fire TV、Roku TV、RDK TV等，2023年新增了Xumo TV、TIVO TV的生态合作，产品解决方案广泛应用于小米、海尔、TCL、创维、海信、长虹、联想、腾讯、Maxhub、Seewo（希沃）、百思买、亚马逊、Epson、Sky 等境内外知名企业及运营商的智能终端产品。

**图表28：晶晨股份部分T系列产品**

 <p>mlogic 64 Bit Cortex-A55 <b>T982</b></p>	 <p>高性能32位/64位多核CPU和3DGPU</p>	 <p>强大的多媒体处理性能，最高支持8K/4K 10比特 AV1/H.265/VP9和AVS2等所有主流格式视频解码</p>	 <p>支持包括Dolby Vision, HDR10和HLG所有主流高动态范围格式</p>	 <p>特有的Trulife画质增强引擎，提供影院级视觉效果</p>	 <p>量产级别安全解决方案，支持安全启动，安全操作系统和主流DRM</p>
 <p>mlogic 64 Bit Quad Core A55 <b>T972</b></p>	 <p>超高性能，超低功耗</p>	 <p>超高芯片集成度和丰富的外围接口</p>	 <p>完备的IP储备，包括杜比，DTS等</p>	 <p>支持DLNA，Miracast等屏幕投射技术</p>	 <p>提供成熟的分体式 and 一体式交钥匙方案</p>

资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

# A系列：具备深度机器学习和高速的逻辑推理能力

- **A系列产品具备深度机器学习和高速的逻辑推理能力，下游应用领域广泛。**公司的A系列产品支持远场语音升级版和RTOS 系统（Real-Time Operating System,即实时操作系统），内置神经网络处理器，支持最高 5 Tops 神经网络处理器，支持最高 1600 万像素高动态范围影像输入和超高清编码，支持超低功耗毫秒级拍摄、高分辨率屏显以及丰富的外围接口，广泛应用于众多消费类电子领域，包括但不限于智能家居、智能办公、智慧教育应用（大屏教育机）、智能健身、智能家电、智慧农机、智慧商业、边缘计算终端分析盒（菜鸟仓储、驿站后端分析盒）、智慧娱乐、AR终端等。

图表29：A系列产品部分应用



高性能多核CPU或DSP支持远场拾音算法	丰富的I2S/TDM/PDM音频输入接口，支持多路麦克风阵列	量产级别安全解决方案，支持安全启动，安全操作系统和主流 DRM	超高性能，超低功耗	超高芯片集成度
----------------------	--------------------------------	---------------------------------	-----------	---------

资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

- **产品持续升级迭代，销售速度进一步提升。**公司第一代Wi-Fi蓝牙芯片于2020年首次量产，之后稳步推进商业化进程，第二代Wi-Fi蓝牙芯片（Wi-Fi 6 2T2R，BT 5.4）在第一代产品基础上进一步技术演进、升级，于2023年8月规模量产并商用。Wi-Fi 6首款产品上市之后，迅速获得了市场认可，2024年在国内运营商招标中，搭配公司SoC芯片获得大比例份额，预计2024年W系列销量将突破全年1千万颗。
- **三模组合新品即将上市，W系列芯片业务版图进一步扩大。**公司将进一步推出三模组合新产品（Wi-Fi 6 + BT 5.4. + 802.15.4），支持Thread/Zigbee，可赋予终端产品Matter控制器、IoT网关等应用。随着公司新产品持续推出，W系列芯片业务版图将进一步扩大，除了与公司主控SoC平台适配并配套销售外，还将面向公开市场独立销售。

图表30：W系列产品应用领域



资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

图表31：V901D产品参数

工艺	12纳米
CPU	四核 ARM Cortex-A55
GPU	ARM Mali-G31 MP2
NPU	1 Tops
内存	32-bit DDR3/4, LPDDR3/4
存储	eMMC 5.0, SLC NAND
视频处理	4Kp60 10bit: AV1/H.265/VP9 P-2/AVS2, 4Kp30: H.264 解码 4Kp60 10bit: AV1/H.265/VP9 P-2/AVS2, 4Kp30: H.264 解码 1080p30 H.264编码
HDR	Dolby Vision, HDR10/10+,HLG, Prime HDR
PQ 引擎	第10代TruLife 画质增强引擎
以太网	10/100/1000MAC w/ AVB + 10/100 PHY
USB/PCI-e	1x USB2(OTG) + 1x USB3 or 2x USB2(OTG,HOST) + 1x PCIe-2
音频接口	Stereo DACs, SPDIF输入输出,8通道PDM, 多通道 I2S输入输出
音频处理	VAD, EQ/DRC, eARC, HiFi4 DSP
视频输出	V-by-1, LVDS, CVBS, 4K TCON
视频输入	HDMI 2.1 x3 w/ EMP, ALLM, CVBS x2

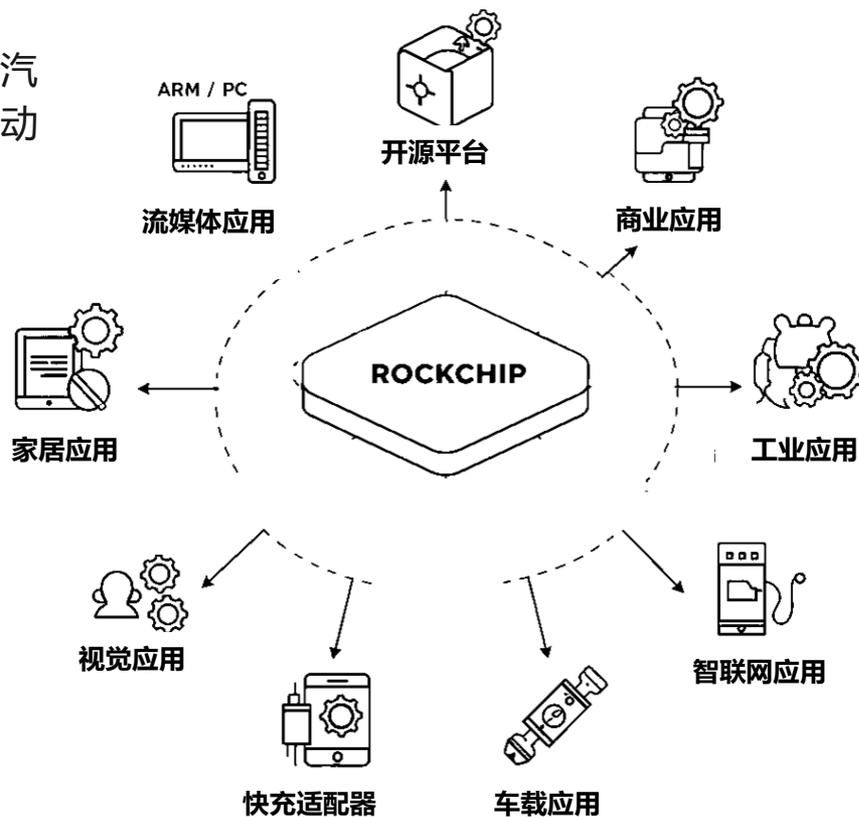
资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

- **公司的汽车电子芯片目前有车载信息娱乐系统芯片和智能座舱芯片。**目前汽车电子芯片已进入多个国内外知名车企，并成功量产、商用（包括但不限于宝马、林肯、Jeep、沃尔沃、极氪、创维等）。该系列芯片采用先进制程工艺，内置高算力神经网络处理器，支持多系统多屏幕显示，功能覆盖影音娱乐、导航、360全景、个性化体验、人机交互、个人助理、DMS（Driver Monitor System,驾驶员监测系统）等，符合车规级要求，部分产品已通过车规认证。
- **坚持汽车电子长期战略，不断扩充新技术、推出新产品。**公司的汽车电子芯片已逐步从高价位车型向中低价位车型渗透，搭载公司前装车规级智能座舱芯片的车型在2023年实现规模量产、商用并出海。汽车电子是公司的长期战略，未来将持续投入研发，充分发挥系统级平台优势及智能化SoC芯片领域的优势，不断扩充新技术、推出新产品。

- 公司专注于智能应用处理器SoC及配套芯片的研发与销售，采用Fabless模式，专注于设计创新，生产外包。主要产品包括RK3588、RK3576、RK3568等系列智能应用处理器芯片，内置不同性能的CPU、GPU和自研NPU，算力覆盖0.2TOPs至6TOPs，满足从低功耗到高性能的多样化需求，特别适合边缘计算和端侧大模型部署。此外，公司还提供电源管理、接口转换、无线连接、快充协议等数模混合芯片，形成完整的硬件解决方案。
- 通过“梯队式”产品布局，公司在AIoT市场，尤其是汽车电子、机器视觉及工业应用领域表现突出，持续推动行业数字化与智能化转型。

专用版本产品	特点
RK3588J RK3568J	可在高低温环境下良好运行，可靠性高、抗干扰性强、可扩展性好
RK3588M	广泛应用于汽车智能座舱，具备卓越的运算性能和强大的多媒体处理能力，集成丰富的外设接口，单芯片可支持“一芯多屏”显示和AVM（全景环视影像）等先进功能。



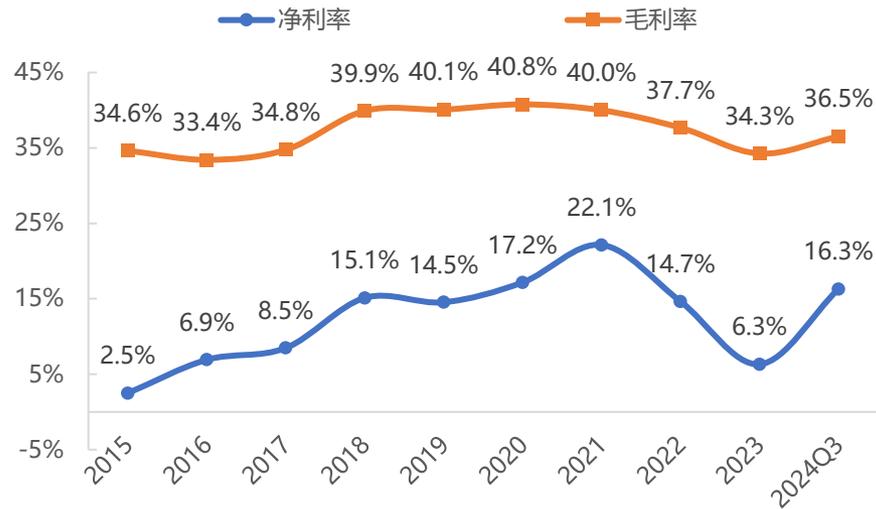
资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所整理

- 下游需求全面回升，毛利率有望进一步提升。** 下游景气度全面回暖，尤其是在汽车电子、工业、行业类、消费类等市场的AIoT需求的持续增长，叠加Q3为双十一、黑五、圣诞等备货的传统旺季，公司24Q3单季度营收实现了历史最高水平。公司24Q3单季度毛利率为37.34%，同比+1.26%，环比+0.48%，从23Q4至今已实现连续3个季度环比回升，随着后续通过产品结构调整及供应链的支持，公司毛利率有望进一步提升。且由于规模效应的显现，公司净利率提升明显，公司24Q3单季度净利率达到18.54%，同比+9.82%，环比+2.23%。
- 新品快速上量，多条线市占率有望进一步提升。** 公司新品RK3576、RK2118、RV1103B等已经快速导入目标领域的头部客户，其中RK3576已导入目标场景头部客户，RK2118正全力配合头部车企的上车测试工作并积极推进和一线音频大厂的合作项目落地，下半年以及明年将逐步形成新的增长点，持续释放增量价值。

图表32：2015-2024Q3营收及净利润（亿元）



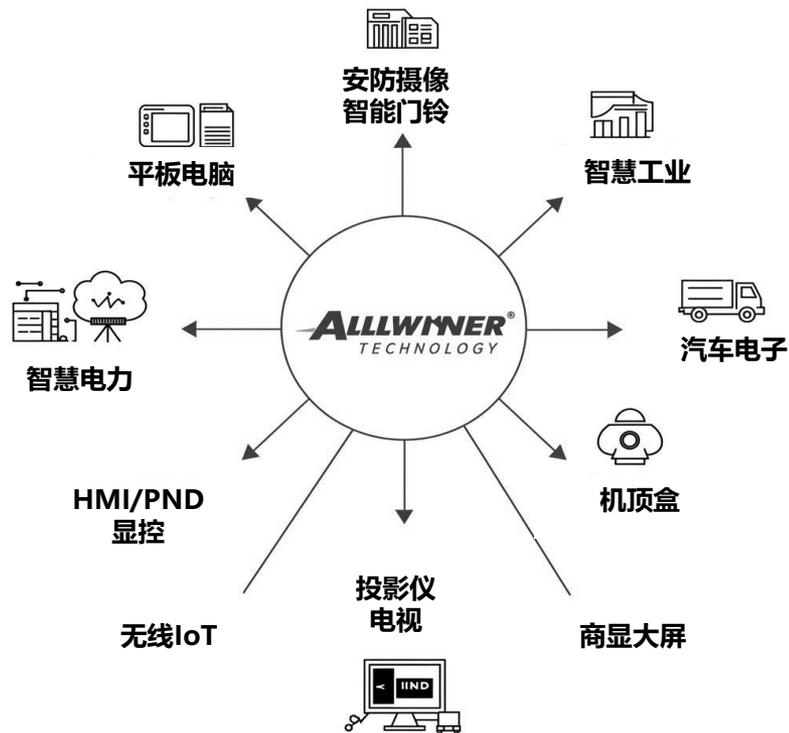
图表33：2015-2024Q3毛利率及净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

- 公司专注于智能应用处理器SoC、高性能模拟器件和无线互联芯片的研发与设计，产品广泛应用于工业、车载及消费领域。在算力方面，公司推出了多款高性能芯片，满足多样化需求。其产品线涵盖智能硬件、机器人、家电、物联网、汽车电子、平板电脑及网络设备等多个市场，提供从终端处理器到电源管理和无线通信的全面解决方案。
- 此外，公司持续加大研发投入，重点布局8K视频解码AI SoC、车规级SoC及智能机器人芯片等领域，进一步扩展产品线，提升市场竞争力。这些创新产品在算力、视频处理及接口扩展方面表现卓越，为行业数字化与智能化转型提供了强有力的支持。

产品	CPU	GPU	NPU	主要特点	适用场景
T527	8核Cortex-A55 主频1.8GHz	G57	2 TOPS	支持4K视频处理， 丰富接口	车载 工业场景
A523	8核Cortex-A55 主频2.0GHz	G57	-	AI优化技术，图像 处理能力提升	多媒体 AIoT应用
V853	Cortex-A7 主频 1.2GHz	-	1 TOPS	高性能ISP图像处 理器	智能门锁 智能考勤门禁

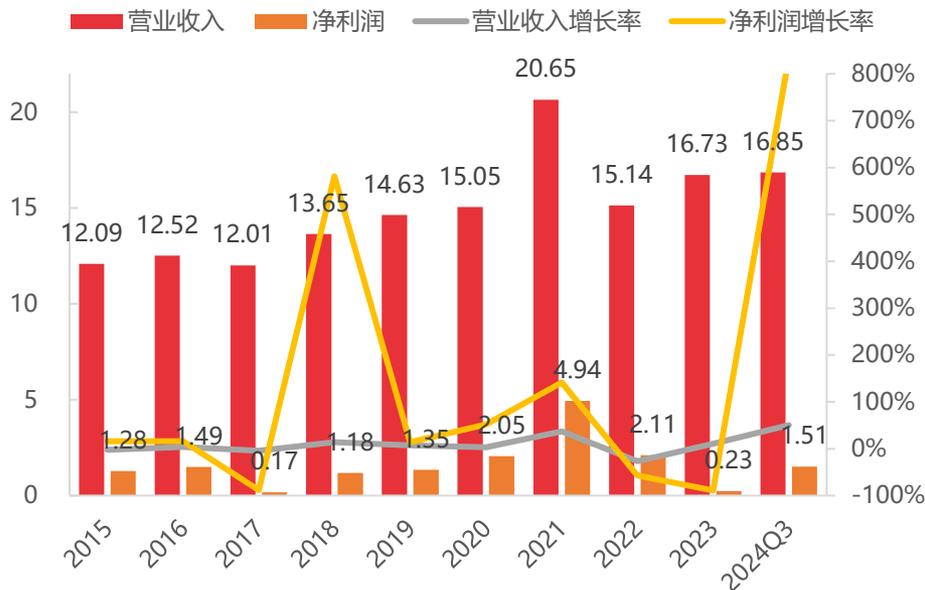


资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

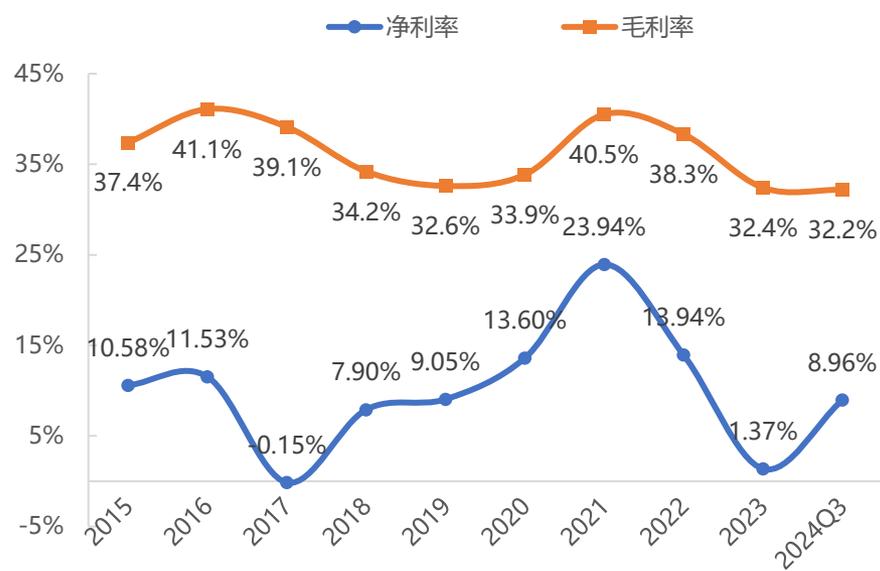
请参阅附注免责声明

- **端侧AI应用落地，SoC高性能计算需求提升。**端侧AI正步入快速发展期，具备隐私安全、低延时、可靠性、低成本等优势，智能手机、PC、可穿戴产品将开启新一轮成长期，拉动SoC高性能计算需求提升。公司在智能终端领域紧跟安卓最新生态的升级迭代，推出A523/A527系列高性能八核架构计算平台，相关产品已稳定量产，并获得了海内外众多终端平板品牌的认可和青睐。此外，公司基于智慧屏芯片H713系列，针对单片LCD光机特点进行深度优化和调校，提升了智能投影产品的画质体验，获得终端消费者高度认可，并成为主流的智能投影主控芯片供应商。2024年前三季度实现营业收入16.85亿元，同比增长50.36%；实现归母净利润1.51亿元，同比增长834.56%；

图表34：2015-2024Q3营收及净利润（亿元）



图表35：2015-2024Q3毛利率及净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

- 公司致力于打造综合性物联网平台，整合芯片硬件、软件方案及云端技术，为全球客户提供一站式AIoT产品与服务。其云平台ESP RainMaker集成芯片硬件、第三方语音助手及云端服务，构建完整AIoT生态，助力客户快速实现产品智能化，缩短开发周期。通过持续技术创新与生态建设，公司在全球物联网市场中展现出强劲竞争力，未来增长潜力显著。
- 截至2023年9月，乐鑫物联网芯片全球累计出货量突破10亿颗，凸显其技术实力与市场认可。产品矩阵涵盖高性能与高性价比两大类，满足多样化需求。其中，ESP32-S系列强化边缘AI能力，ESP32-C系列支持Wi-Fi 6技术，ESP32-H系列新增Thread/Zigbee支持并升级至蓝牙5.4，ESP32-P4则搭载高性能RISC-V处理器，专注于多媒体市场的高边缘计算需求。

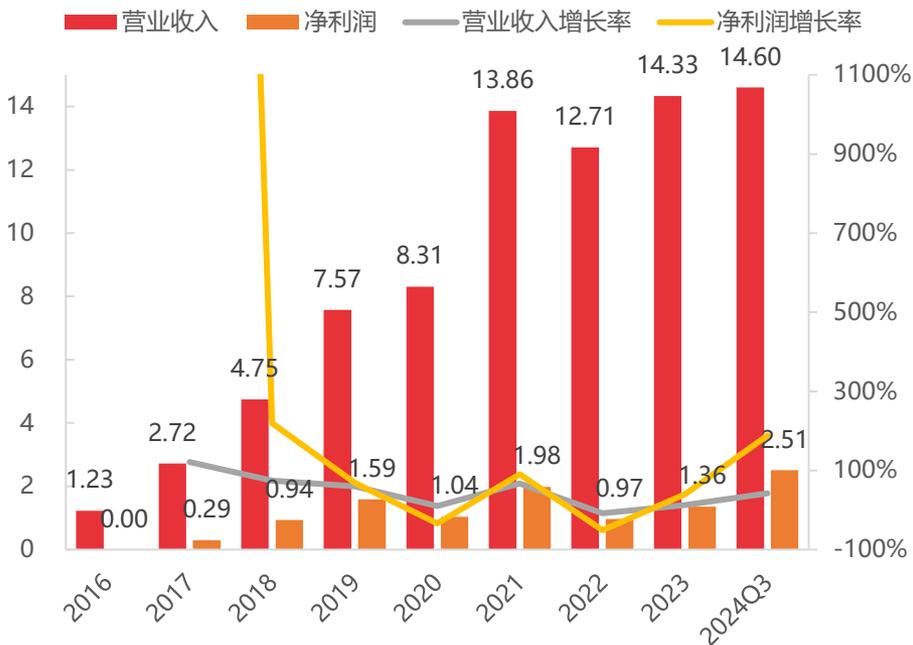


资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所整理

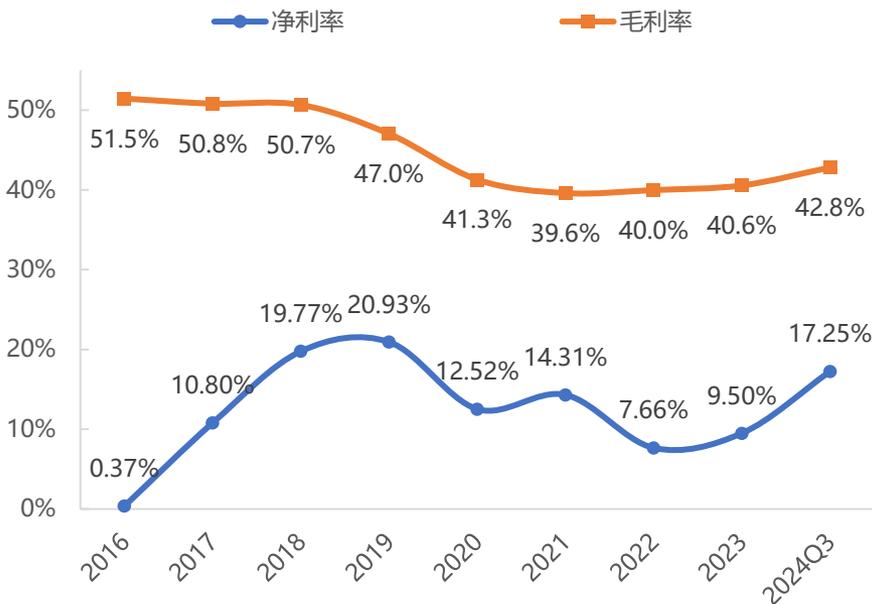
请参阅附注免责声明

■ **Ai赋能产品拥抱物联网时代。** 处理器是核心部件，根据客户应用场景的复杂度来不断进行演化，连接会作为搭配。对于物联网市场来说，带连接功能的处理器是刚需，基于这个洞察，公司来做所有产品的规划。公司S3和ESP32-P4产品线都有添加边缘AI的功能，主要体现为设备端语音唤醒与控制，以及图像处理的功能。这两个系列的芯片在硬件设计上增加了AI加速指令；而在软件层面，也提供图像识别和语音唤醒、控制等方案。公司前三季度累计实现营业收入14.60亿，同比增长42.17%；实现归母净利润2.51亿元，同比增长188.08%。

图表36：2016-2024Q3营收及净利润（亿元）

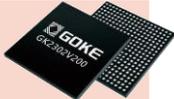
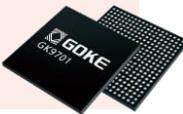


图表37：2016-2024Q3毛利率及净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

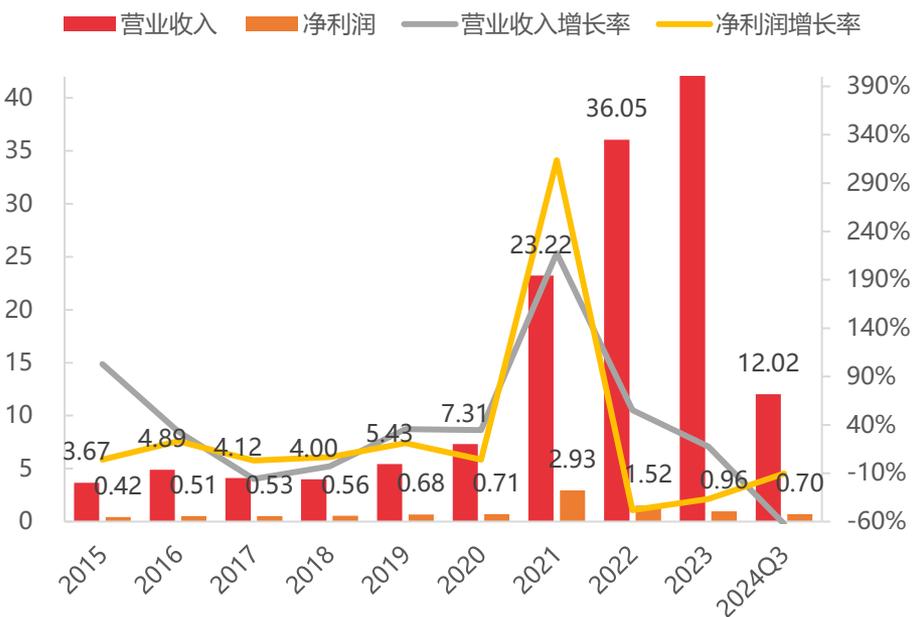
- 公司是国内领先的集成电路设计企业，专注于人工智能、多媒体、数据存储及物联网等领域的芯片解决方案。采用Fabless模式运营，公司将晶圆生产、切割及封装测试等环节委托专业代工厂完成，主要面向电子信息行业的企业客户。凭借自主研发能力，公司在音视频编解码、SoC芯片、北斗导航、固态存储控制器等关键技术领域积累了丰富的知识产权，产品涵盖直播卫星高清解码芯片、智能4K/8K解码芯片、智慧视觉芯片及端侧人工智能芯片等，广泛应用于机顶盒、商显、网络摄像机及固态硬盘等领域。
- 此外，公司积极拓展新兴市场，布局车载电子、边缘AI及物联网等领域。基于无线连接技术，公司已进入无线局域网网卡芯片市场，并逐步向AI PC、机器人及车载数据传输等前沿领域延伸。通过持续创新，公司致力于为智能显示、智慧视觉、固态存储及物联网等行业提供高性能芯片解决方案，推动产业升级。

领域	应用场景	主营产品
智慧超高清	卫星/有线/IPTV/OTT机顶盒、TV/商显	8K超高清解码芯片 
智慧视觉	网络摄像机、后端视觉处理	4K智能视觉处理芯片 
智慧存储	固态硬盘、无线局域网网卡	存储主控芯片 
物联网	车载导航、无人机、AI PC、机器人、车载数据传输	卫星导航定位芯片 

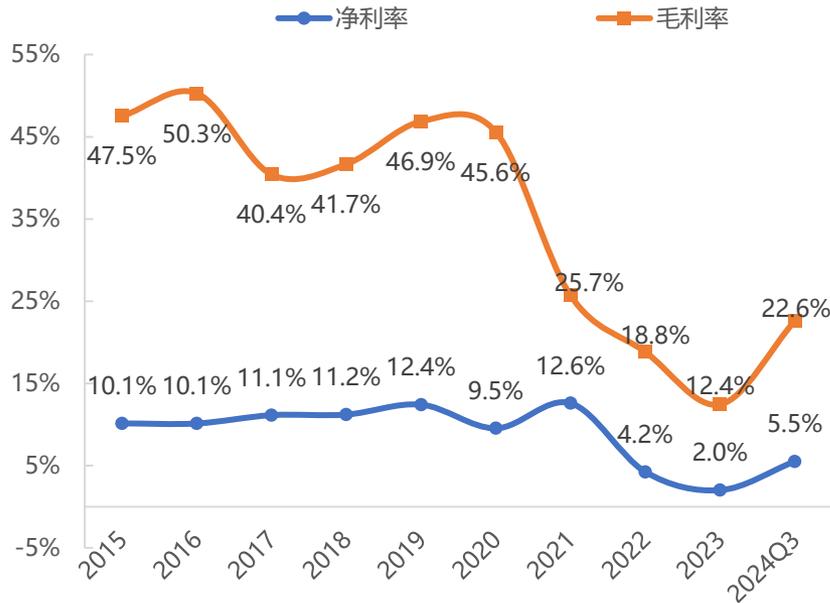
资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所整理

■ **布局多个端侧AI场景，毛利率改善明显。**公司产品主要应用于卫星智能机顶盒、有线智能机顶盒、IPTV、OTT机顶盒、TV/商显、网络摄像机、后端NVR/DVR视觉处理产品、固态硬盘产品相关拓展领域以及车载定位与导航、无人机等对导航/定位有需求的领域。基于公司在无线连接领域的技术积累，公司物联网业务已拓展至无线局域网网卡芯片领域。同时，公司正积极拓展AI PC、机器人等端侧人工智能领域、车载数据传输等领域。2024年前三季度，公司实现营业总收入12.02亿元，同比下降62.32%；实现归母净利润0.7亿元，同比下降10.47%，前三季度销售毛利率为22.61%。

图表38：2015-2024Q3营收及净利润（亿元）



图表39：2015-2024Q3毛利率及净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

- 公司专注于无线通讯集成电路芯片的研发与销售，作为全球信息产业的基础，集成电路行业是推动传统产业迈向数字时代的引擎。公司在无线连接芯片领域处于领先地位，产品涵盖Wi-Fi、蓝牙、2.4GHz、5.8GHz、ETC、DECT、NFC、GPS、北斗等多种协议，其中国标ETC、Wi-Fi MCU、2.4GHz收发器及SoC等产品市场份额领先。凭借强大的技术研发能力、资金实力、客户资源和产业链整合能力，公司持续引领行业创新，赋能智慧未来。

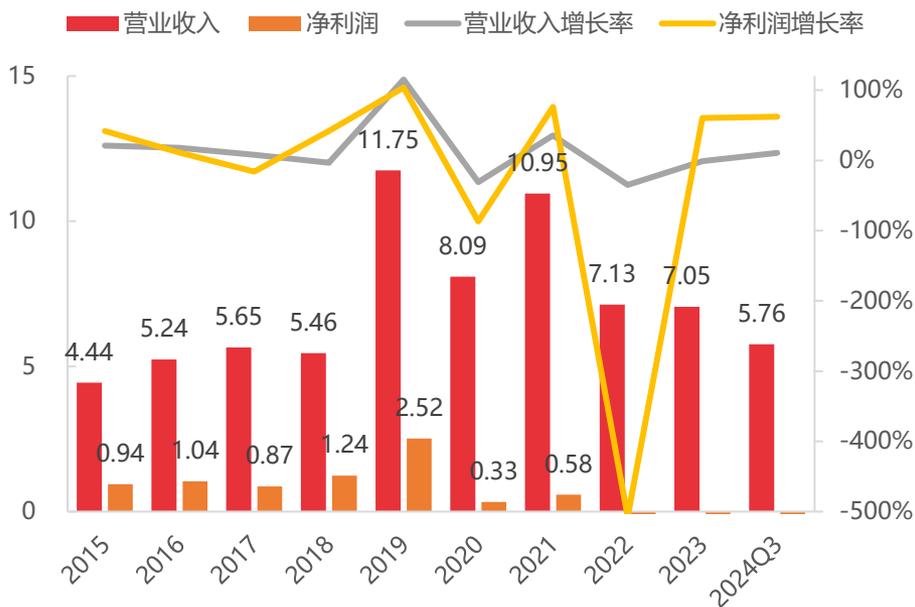
领域	关键内容	
Wi-Fi 应用领域	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 2021年推出全球首颗Wi-Fi 6物联网芯片</li><li>✓ 推出全球最小面积Wi-Fi MCU芯片、最低功耗Wi-Fi 6 MCU芯片</li><li>✓ 启动Wi-Fi 7研发</li><li>✓ 多款芯片通过鸿蒙认证，Wi-Fi MCU开发板代码合入OpenHarmony主干</li><li>✓ 全球首批通过Matter认证，拥有Matter暨Wi-Fi联盟双认证芯片</li><li>✓ Wi-Fi MCU芯片出货量市场领先，应用于智能家电、无人机、新能源车等领域</li></ul>	
蓝牙TWS领域	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 推出新一代22nm超低功耗蓝牙音频SoC</li><li>✓ 提供卓越蓝牙连接、先进音频处理及超低功耗性能</li><li>✓ 填补高音质、长续航、低成本TWS耳机芯片市场空白</li><li>✓ 已导入多家国内外知名客户，应用于TWS耳机、无线耳机及多媒体领域</li></ul>	
汽车电子领域	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 多款芯片通过AEC-Q100车规认证</li><li>✓ 国标ETC SoC芯片进入汽车前装市场，技术领先</li><li>✓ “工业级第三代北斗基-射一体化SOC芯片”项目进展顺利，突破多项技术难题</li><li>✓ 达到民用导航芯片领先水平</li><li>✓ 在国内消费电子和工业应用无线IC细分领域保持市场领先地位</li></ul>	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

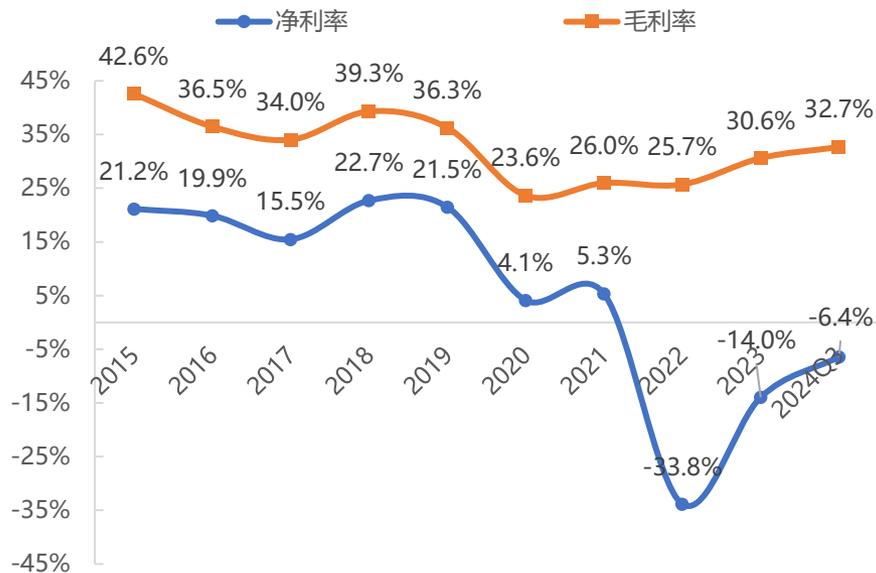
请参阅附注免责声明

■ **把握AIoT发展的历史机遇，完善产品布局。**在Wi-Fi应用领域，继2021年推出全球首颗Wi-Fi 6物联网芯片后，公司把握AIoT发展的历史机遇，陆续推出了全市场面积最小的Wi-Fi MCU芯片，最低接收功耗的Wi-Fi 6 MCU芯片，在平台安全领域通过PSA Level 2认证、达到行业领先水平的Wi-Fi 6 MCU，高集成度音视频的低功耗Wi-Fi SoC芯片，公司已启动Wi-Fi 7芯片产品的研发；在蓝牙领域，公司推出新一代高度集成的蓝牙音频SoC产品，能够提供超低功耗性能、卓越的蓝牙连接以及先进的音频处理能力，填补市场上应对更高音质需求、更长续航时间、更好连接性能及更低成本的TWS蓝牙耳机芯片的市场空白，为TWS耳机、无线耳机、控制和多媒体混合应用等音频应用提供先进的音频处理和最低功耗方案。

图表40：2015-2024Q3营收及净利润（亿元）



图表41：2015-2024Q3毛利率及净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

# 四

## 盈利预测

- **S系列**：S系列在国内多个运营商招标中均取得最大份额，国际市场继续突破多个发达国家或主要经济体的运营商，全球市场份额继续扩大国内机顶盒招标节奏及市场份额保持稳定，此外，公司基于新一代ARM V9架构和自主研发边缘AI能力的6nm商用芯片流片成功,并已获得了首批商用订单。基于此，我们假设该业务2024/2025/2026年的营收增速分别为-16%/5%/5%，毛利率分别为40%/40%/40%。
- **T系列**：公司的T系列芯片主要分为全高清系列芯片和超高清系列芯片，最高支持8K视频解码，2024年T系列全年销量同比提升超过30%，持续扩大市场占有率，当前产品已完成国际主流TV生态的全覆盖，未来T系列产品将进一步扩大国际市场份额。基于此，我们假设该业务2024/2025/2026年的营收增速分别为50%/32%/30%，毛利率分别为33%/35%/36%。
- **A系列**：A系列芯片的应用场景丰富多元，已广泛应用于众多国内外知名企业的终端产品，未来将携手国内外Top级智能终端厂商，持续拓展A系列在端侧的应用场景。基于此，我们假设该业务2024/2025/2026年的营收增速分别为11%/54%/45%，毛利率分别为39%/39%/39%。
- **W系列**：2024年W系列全年销量首次突破 1,000 万颗,达到近 1,400 万颗，三模组合新产品（Wi-Fi 6 + BT 5.4. + 802.15.4）即将推出，支持Thread/Zigbee，可赋予终端产品Matter控制器、IoT网关等应用。随着新产品持续推出，W系列芯片业务版图将进一步扩大，除了与公司主控SoC平台适配并配套销售外，还将面向公开市场独立销售。基于此，我们假设该业务2024/2025/2026年的营收增速分别为100%/100%/50%，毛利率分别为36%/38%/38%。
- **汽车电子芯片**：公司汽车电子芯片已逐步从高价位车型向中低价位车型渗透，智能座舱芯片成功应用于商用车型并出海。基于此，我们假设该业务2024/2025/2026年的营收增速分别为100%/100%/100%，毛利率分别为55%/55%/55%。

# 盈利预测 (业务拆分)

产品线 (单位: 亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>S系列</b>						
销售收入	28	30	27	23	24	25
增长率		9%	-9%	-16%	5%	5%
毛利	12	12	11	9	10	10
毛利率	45%	40%	40%	40%	40%	40%
<b>T系列</b>						
销售收入	9	14	17	25	33	43
增长率		54%	20%	50%	32%	30%
毛利	3	4	5	8	12	15
毛利率	29%	29%	31%	33%	35%	36%
<b>A系列</b>						
销售收入	11	11	8	9	14	20
增长率	-63%	1%	-25%	11%	54%	45%
毛利	4	4	3	3	5	8
毛利率	39%	39%	39%	39%	39%	39%
<b>W系列</b>						
销售收入		0	1	1	2	3
增长率			150%	100%	100%	50%
毛利		0	0	0	1	1
毛利率			35%	36%	38%	38%
<b>汽车电子</b>						
销售收入	0	0	0	1	1	2
增长率		100%	25%	100%	100%	100%
毛利		0	0	0	1	1
毛利率		55%	55%	55%	55%	55%
<b>其他</b>						
销售收入	0	0	1	1	1	1
增长率		-39%	243%	0%	0%	0%
毛利	0	0	0	0	0	0
毛利率	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>合计</b>						
销售收入	48	55	54	59	74	94
增长率		16%	-3%	10%	26%	26%
毛利	19	21	20	22	28	35
毛利率	40%	37%	36%	36%	37%	38%

资料来源: iFind, 公司公告, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2025/3/14										
证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			TTM	2024E	2025E	2026E	TTM	2024E	2025E	2026E
瑞芯微	603893.SH	685	4.09	5.24	7.61	10.38	167.45	130.85	90.06	66.01
恒玄科技	688608.SH	419	2.95	4.07	6.10	8.33	142.15	103.03	68.77	50.34
乐鑫科技	688018.SH	255	3.00	3.45	4.60	6.05	84.95	73.94	55.37	42.11
星辰科技	301536.SZ	305	2.13	2.53	3.51	4.83	143.17	120.64	86.93	63.15
中科蓝讯	688332.SH	150	2.61	2.92	3.83	4.80	57.28	51.16	39.05	31.19
<b>均值</b>								<b>95.93</b>	<b>68.04</b>	<b>50.56</b>
晶晨股份	688099.SH	342	7.78	8.21	10.68	13.90	43.93	41.65	32.00	24.59

注：晶晨股份的归母净利润预测值采用中邮证券研究所预测值；其他公司的归母净利润预测值均采用iFind一致预期值。

- 技术迭代风险;
- 研发未达预期风险;
- 核心技术人才流失风险;
- 客户集中风险;
- 供应商集中风险;
- 存货跌价和周转率下降风险;
- 毛利率下降的风险;
- 宏观环境风险。

# 公司财务报表和主要财务比率

## 财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	5,370.94	5,926.21	7,447.25	9,369.66	营业收入	-3.14%	10.34%	25.67%	25.81%
营业成本	3,415.35	3,765.43	4,674.02	5,830.26	营业利润	-30.54%	65.22%	29.82%	30.30%
税金及附加	25.88	23.83	31.11	39.65	归属于母公司净利润	-31.46%	64.79%	30.17%	30.11%
销售费用	88.82	82.97	113.79	141.13	<b>获利能力</b>				
管理费用	143.08	130.38	179.89	223.48	毛利率	36.41%	36.46%	37.24%	37.78%
研发费用	1,282.69	1,355.44	1,622.01	2,033.22	净利率	9.27%	13.85%	14.34%	14.83%
财务费用	-133.18	-100.28	-122.06	-135.79	ROE	9.14%	13.76%	16.22%	18.80%
资产减值损失	-171.55	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.10%	11.97%	14.22%	16.80%
营业利润	501.35	828.34	1,075.36	1,401.18	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	8.60	0.00	0.00	0.00	资产负债率	13.64%	14.15%	14.73%	15.82%
营业外支出	6.92	0.00	0.00	0.00	流动比率	6.44	6.30	6.08	5.70
利润总额	503.03	828.34	1,075.36	1,401.18	<b>营运能力</b>				
所得税	4.34	2.46	1.99	4.70	应收账款周转率	30.79	26.12	28.99	29.25
净利润	498.69	825.88	1,073.37	1,396.48	存货周转率	2.47	2.78	2.85	2.87
归母净利润	498.04	820.70	1,068.28	1,389.94	总资产周转率	0.88	0.89	1.01	1.13
每股收益(元)	1.19	1.95	2.54	3.31	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.19	1.95	2.54	3.31
货币资金	2,506.95	3,051.58	3,394.68	3,903.51	每股净资产	12.98	14.20	15.68	17.61
交易性金融资产	974.84	974.84	974.84	974.84	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	218.03	235.66	278.14	362.56	PE	68.64	41.65	32.00	24.59
预付款项	6.02	7.75	9.16	11.43	PB	6.27	5.73	5.19	4.62
存货	1,244.55	1,467.06	1,817.23	2,244.66	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	5,147.52	5,862.47	6,606.89	7,639.13	净利润	498.69	825.88	1,073.37	1,396.48
固定资产	262.77	263.98	258.25	245.61	折旧和摊销	248.00	182.34	91.81	92.66
在建工程	89.89	85.39	81.12	77.07	营运资本变动	134.59	-83.68	-245.69	-269.49
无形资产	118.46	69.27	117.35	171.26	其他	67.04	-40.83	-67.30	-88.52
非流动资产合计	1,208.54	1,135.51	1,173.59	1,210.80	经营活动现金流净额	948.32	883.72	852.19	1,131.13
资产总计	6,356.06	6,997.99	7,780.48	8,849.93	资本开支	-404.16	-129.85	-129.84	-129.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-769.59	133.30	67.26	88.48
应付票据及应付账款	357.54	478.65	551.90	692.98	投资活动现金流净额	-1,173.75	3.45	-62.58	-41.36
其他流动负债	441.97	451.66	534.03	646.87	股权融资	98.55	58.00	0.00	0.00
流动负债合计	799.51	930.31	1,085.93	1,339.85	债务融资	0.00	-33.84	0.00	0.00
其他	67.49	59.89	59.89	59.89	其他	-226.77	-354.17	-446.50	-580.94
非流动负债合计	67.49	59.89	59.89	59.89	筹资活动现金流净额	-128.22	-330.00	-446.50	-580.94
负债合计	867.00	990.20	1,145.83	1,399.74	现金及现金等价物净增加额	-348.71	544.62	343.11	508.83
股本	416.39	419.94	419.94	419.94					
资本公积金	2,721.97	2,776.43	2,776.43	2,776.43					
未分配利润	2,109.04	2,451.07	2,912.61	3,513.12					
少数股东权益	38.63	43.81	48.90	55.43					
其他	203.02	316.53	476.78	685.27					
所有者权益合计	5,489.06	6,007.79	6,634.65	7,450.19					
负债和所有者权益总计	6,356.06	6,997.99	7,780.48	8,849.93					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

**吴文吉 (首席分析师)**

**SAC编号: S1340523050004**

**邮箱: wuwenji@cnpsec.com**

**万玮 (分析师)**

**SAC编号: S1340525030001**

**邮箱: wanwei@cnpsec.com**

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下		

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

