

# 晶晨股份 (688099)

## 重塑 TV 产业新格局，筑牢全域连接底座，构筑端侧全场景 SoC 核心生态平台

买入 (维持)

2026 年 04 月 30 日

证券分析师 陈海进

执业证书: S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

证券分析师 李雅文

执业证书: S0600526010002

liyw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	5,926	6,793	9,038	10,808	13,010
同比 (%)	10.34	14.63	33.05	19.58	20.38
归母净利润 (百万元)	821.92	872.98	1,476.03	1,999.61	2,761.01
同比 (%)	65.03	6.21	69.08	35.47	38.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.95	2.07	3.50	4.75	6.56
P/E (现价&最新摊薄)	46.68	43.95	25.99	19.19	13.90

### 投资要点

- TV 芯片竞争格局发生结构性重塑，公司迎来份额迁移窗口。** 全球 TV/STB SoC 市场长期由少数国际头部厂商主导，但近年来行业龙头的战略重心普遍向手机 AI、数据中心 ASIC 等高毛利赛道迁移，TV/STB 产品线迭代速度出现边际放缓趋势。截至 25 年底，公司 T 系列产品已完成对 Google Android TV、Amazon Fire TV、Roku TV 等全球主流电视生态的全覆盖，客户涵盖全球前 20 大电视品牌中的 14 家。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球每 5 台智能电视即搭载一颗公司芯片，公司在全球智能电视 SoC 市场排名第二 (市占率 16.8%)。T 系列 2024 年全年销量同比提升超 30%，新品向中高端延伸，叠加 DDR 合封比例提升，量价齐升逻辑清晰。
- 6nm 通用平台芯片规模化放量，打开端侧 AI+汽车双赛道。** 公司 6nm 制程芯片 S905X5 系列于 2024 年下半年量产，集成新一代 Armv9 架构，NPU 算力可达 32TOPS。2025 年上半年 6nm 芯片累计销量已超 400 万颗，全年有望突破千万颗。该平台具备端侧 AI 能力，可实现本地同声翻译、同声字幕等功能，已取得多个国际 Top 级运营商订单。在汽车电子方面，公司产品已应用于宝马、林肯、Jeep 等品牌车型，可对标高通同类智能座舱方案。公司定位高性价比路线，对跟随中国车企出海的自主品牌具备吸引力。
- WiFi 业务独立价值被低估，路由器芯片有望打开第三增长极。** 公司 W 系列无线连接芯片 2024 年全年销量首次突破 1000 万颗，达到近 1400 万颗，累计出货已超 3000 万颗。2025 年上半年 W 系列销量超 800 万颗，其中 Q2 突破 500 万颗。Wi-Fi 6 芯片加速放量，Q2 销量超 150 万颗，占比升至近 30% (去年同期不足 5%)。WiFi 芯片当前营收占比仍较低，市场缺乏对标研究形成认知壁垒。全球 WiFi 芯片市场规模超 200 亿美元 (Global Market Insights 数据)，由博通、高通、联发科主导，国产替代空间广阔。公司已掌握 WiFi 6/7 核心技术，后续还将持续推出新产品拓展产品矩阵。
- 盈利预测与投资评级：** 三大成长曲线共振向上，业绩确定性与估值修复空间兼备。公司核心主业 TV 芯片份额稳步提升、6nm 先进制程平台打通端侧 AI 与汽车电子新赛道、WiFi 芯片业务崛起打造第三增长极，多维度成长逻辑持续兑现。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 90.38/108.08/130.10 亿元，归母净利润 14.76/20.00/27.61 亿元。对应 PE 倍数分别为 26/19/14 倍，价值低估优势明显。维持“买入”评级。
- 风险提示：** 利润增速不及收入增速；T 系列增长指引慢于预期；存储价格持续上涨；汽车芯片落地节奏不确定。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	101.85
一年最低/最高价	65.61/118.38
市净率(倍)	5.69
流通 A 股市值(百万元)	42,895.72
总市值(百万元)	42,895.72

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	17.89
资产负债率(% ,LF)	14.31
总股本(百万股)	421.17
流通 A 股(百万股)	421.17

### 相关研究

- 《晶晨股份(688099): 2025 年业绩快报点评: 2026 年业绩增长指引超预期, 重视低估值端侧 SoC 赛道龙头》**  
2026-02-13
- 《晶晨股份(688099): 2025 年三季度业绩点评: 业绩稳健增长, 产品放量与并购协同驱动长期成长》**  
2025-10-31

## 内容目录

<b>1. 除手机 PC 外的端侧全场景 SOC 覆盖平台</b> .....	<b>4</b>
1.1. 五大产品线覆盖端侧全品类终端，运营商与品牌双渠道构筑生态壁垒.....	4
1.2. 四大核心场景全维度覆盖，差异化聚焦非手机 PC 端侧赛道.....	4
1.3. 通信与 AI 双轮驱动，从芯片供应商向端侧 AI 平台服务商升级.....	6
1.4. 云边端侧协同架构：卡位本地算力趋势，解锁端侧 AI 核心赛道.....	7
<b>2. TV SoC：行业格局重塑驱动份额迁移与量价齐升</b> .....	<b>9</b>
2.1. 行业龙头战略收缩释放结构性份额空间，公司凭借三重差异化能力进入替代窗口.....	9
2.2. T 系列高端化推动均价上行，毛利率改善趋势提供财务验证.....	10
2.3. 客户导入遵循 12 至 18 个月的四阶段验证流程，当前覆盖范围仍在持续扩展.....	11
<b>3. 6nm 通用平台芯片：国产先进制程 SoC 规模化放量，端侧 AI 与汽车双赛道共振</b> .....	<b>12</b>
3.1. 国产先进制程通用型智能计算平台，跨场景复用能力是核心竞争力.....	12
3.2. 商用验证已完成关键节点，出货量进入加速爬坡期.....	13
3.3. 汽车座舱采取先消费级验证后车规化上车的务实路径，长期估值重构空间明确.....	13
<b>4. WiFi 业务：认知错位下的第三增长极，全栈能力打开成长空间</b> .....	<b>15</b>
4.1. 技术储备与出货节奏均已具备独立增长极的基础条件.....	15
4.2. 路由器芯片市场规模可观且国产渗透率低，可比公司估值提供空间锚点.....	16
4.3. 远期成长空间：出货量与营收占比双升，有望成为公司新增长曲线.....	17
<b>5. AIoT 业务：深度绑定谷歌生态，订单高能见度支撑业绩持续高增</b> .....	<b>18</b>
5.1. 端侧 AI 芯片出货量加速增长，全产品线 AI 能力覆盖构成竞争壁垒.....	18
5.2. 公司深度嵌入谷歌 Nest 生态十年，Gemini 端侧部署锚定远期增长.....	19
5.3. Camera 芯片：差异化布局卡位消费级多模态端侧场景.....	21
<b>6. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>21</b>
6.1. 盈利预测.....	21
6.2. 投资建议.....	23
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1:	S/T/A/W/C 产品矩阵	4
图 2:	公司核心研发项目（单位：万元）	5
图 3:	智能家庭应用落地	5
图 4:	截至 25 年，主流厂商市场定位与策略	6
图 5:	晶晨股份收购芯迈微前后通信技术能力覆盖对比	7
图 6:	典型智能设备 SoC 核心功能组件	7
图 7:	边缘计算逻辑结构	8
图 8:	全球智能家庭设备 SoC 市场规模	8
图 9:	2023~2025 前三大电视芯片出货及市占率趋势	9
图 10:	Monitor 系列产品	10
图 11:	高端全球智能电视解决方案 T966D5	11
图 12:	2026-2035 年全球机顶盒市场预测	12
图 13:	S905X5 应用场景	13
图 14:	性能对比	14
图 15:	2021-2025 年国产乘用车前装标配智能座舱 SoC 搭载量及本土供应商份额	15
图 16:	W 系列产品	16
图 17:	2033 年全球 Wi-Fi 芯片市场规模预测	17
图 18:	全球 Wi-Fi6 市场规模分析（亿美元）	17
图 19:	WiFi Sensing 技术应用场景	18
图 20:	产品线梳理	19
图 21:	机顶盒方案	19
图 22:	智能电视方案	19
图 23:	全球主要国家 5G 发展战略规划	20
图 24:	C 系列芯片性能	21
图 25:	公司分产品预测	22
图 26:	可比公司估值表	23

## 1. 除手机 PC 外的端侧全场景 SOC 覆盖平台

### 1.1. 五大产品线覆盖端侧全品类终端，运营商与品牌双渠道构筑生态壁垒

公司围绕 S/T/A/W/C 五大系列构建了覆盖端侧全品类终端的产品矩阵，并通过运营商与消费品牌双渠道建立了广泛的客户生态。S 系列面向机顶盒，T 系列面向智能电视，A 系列面向 AIoT 终端，W 系列提供无线连接能力，C 系列服务于智能摄像头场景。截至 25 年底，公司芯片累计出货量已突破 10 亿颗，覆盖超过 100 个国家和地区。在 To B 端，公司已与全球近 270 家运营商建立合作关系，覆盖北美、欧洲、拉丁美洲、亚太和非洲等主要经济区域，S 系列在多个国际运营商招标中脱颖而出；在 To C 端，公司与全球前 20 大电视品牌中的 14 家建立稳定合作。

图1：S/T/A/W/C 产品矩阵



数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

### 1.2. 四大核心场景全维度覆盖，差异化聚焦非手机 PC 端侧赛道

晶晨是国内在手机与 PC 之外实现端侧 SoC 场景广泛覆盖的芯片设计头部企业，已形成智慧家庭、智慧办公、智慧出行、AIoT 泛终端四大核心场景的完整产品线。

图2: 公司核心研发项目 (单位: 万元)

项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
智能家居影像 SoC 芯片升级	16,000.00	1,336.48	10,961.67	取得阶段性成果, 处于研发升级及试产阶段	研发实现更高性价比的智能家居影像芯片, 集成多种具有竞争力的自研 IP, 满足客户及市场的需求	国际先进水平	可应用于智能家居影像等领域
T 系列 SoC 芯片升级	19,500.00	6,086.94	14,057.31	取得阶段性成果, 处于研发升级及试产阶段	研发满足全球智能显示市场的芯片, 采用新工艺以降低生产成本以及拓宽应用, 从而进一步加强智能显示的市场竞争力	国际先进水平	可应用于智能显示等领域
高端智能终端 SoC 芯片升级	11,000.00	2,945.82	6,124.73	取得阶段性成果, 处于研发升级及试产阶段	研发主要是针对高端智能显示等方面的应用	国际先进水平	可应用智能显示、智能会议系统等
S 系列 SoC 芯片升级	27,000.00	9,499.95	24,742.17	取得阶段性成果, 处于研发升级及试产阶段	研发采用新工艺降低生产成本以及提升性能, 从而进一步加强 S 系列芯片在各个相关领域的市场竞争力	国际先进水平	可应用于智能机顶盒等领域
全球版高性能低功耗 S 系列 SoC 芯片	20,000.00	10,180.12	15,875.75	处于研发升级及试产阶段	研发新一代高性能低功耗 S 系列芯片, 采用先进工艺, 支持最新的影音技术	国际先进水平	可应用全球高性能机顶盒领域

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

智慧家庭是公司的核心基本盘。S 系列机顶盒 SoC 覆盖 IPTV 和 OTT 全品类终端, T 系列智能电视 SoC 已实现对 Google TV、Roku、Xumo、Fire TV 及 Coolita 等全球顶尖电视生态的深度支持, W 系列 WiFi 芯片提供家庭组网能力, 三者协同构成家庭智能终端的完整芯片底座。

图3: 智能家庭应用落地



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**智慧办公与商显场景是 T 系列的重要延伸方向。**芯片已拓展至商业显示器和数字标牌终端，A 系列覆盖智能白板和会议终端等交互设备，下游客户包括 Maxhub、希沃等头部商显品牌。智慧出行场景是公司基于 6nm 平台切入的新赛道，A9 系列车载 SoC 面向智能座舱应用，支持多系统多屏幕显示，部分产品已通过车规认证并实际应用于宝马、林肯、Jeep 等品牌车型。

**AIoT 泛终端场景为公司提供了丰富的增量市场。**A 系列覆盖智能音箱、服务机器人、健身设备等品类，C 系列智能摄像头 SoC 搭载轻量化多模态端侧模型，面向消费级视觉终端市场，出货量已达百万级。与综合型芯片厂商多线分散布局不同，公司始终聚焦非手机 PC 端侧赛道并集中资源快速迭代，这一差异化战略使其在每个垂直场景中均能维持较高的产品竞争力和客户响应速度。

图4：截至 25 年，主流厂商市场定位与策略

厂商	市场定位	客户结构	价格策略
晶晨股份	高端智能电视芯片，聚焦 8K 解码与 AI 音视频处理	国内品牌 (TCL、小米) 占比 40%，海外客户 (百思买、亚马逊) 占比 60%	中高端定价，6nm 芯片 (S905X5) 价格较联发科低 15%-20%
联发科	全场景覆盖，从 4K 到 8K 全价位段芯片	国际品牌 (三星、LG、索尼) 占比 60%，国内品牌 (海信、TCL) 占比 40%	高端芯片 (Pentonic 800) 价格超 \$15，中端芯片 (Pentonic 700) 主打性价比
海思	国产替代，政策驱动下的高端市场	华为智慧屏占比 80%，运营商定制机型占比 20%	价格较联发科低 5%-10%，依赖供应链政策支持
瑞芯微	性价比与垂直市场渗透，AIoT 与车载芯片为主	安防 (市占率 28%)、工业视觉 (19%)、车载 (RK3588M)	RK3566 价格不足晶晨 A 系列 50%，主打边缘计算市场
全志科技	低功耗与长尾市场，聚焦智能家居与工业控制	智能音箱 (市占率 30%)、工业控制 (25%)、机器人芯片 (20%)	价格较竞品低 20%-30%，H616 芯片不足 \$5

数据来源：与非研究院、东吴证券研究所

### 1.3. 通信与 AI 双轮驱动，从芯片供应商向端侧 AI 平台服务商升级

**公司已搭建全域完备技术体系，实现连接技术与 AI 算力双向布局。**在连接技术层面形成局域网、广域网全覆盖的完整通信技术栈，AI 领域则搭建起适配全功率区间的端侧算力梯队。

**多维通信能力全面补齐，全域连接版图持续拓宽。**连接技术方面，公司通过内生研发积累了 WiFi 6/7 和蓝牙等短距无线通信技术，自研 WiFi 芯片与 SoC 主控具有高度兼容性；2025 年通过收购芯迈微核心研发团队，补齐了蜂窝通信能力，形成“蜂窝通信+光通信+Wi-Fi”的多维通信技术栈，将连接能力从家庭局域网延伸至户外智慧城市和车载等广域场景。

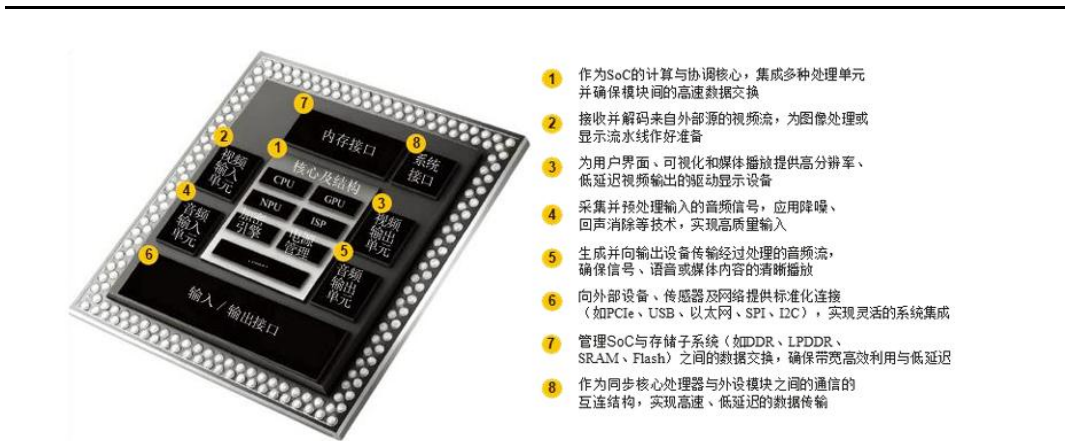
图5: 晶晨股份收购芯迈微前后通信技术能力覆盖对比

通信技术类型	收购前覆盖情况	收购后覆盖情况	芯迈微核心支撑技术
蜂窝通信	空白	覆盖物联网车联网蜂窝通信需求	6款流片芯片技术、1款商用芯片
光通信	基础能力（局部场景）	强化端-云高速互联能力	/
Wi-Fi	支持Wi-Fi 6覆盖基础连接	升级Wi-Fi 7（320MHz带宽） Wi-Fi 1x1（低功耗）	Wi-Fi / 蓝牙团队技术融合

数据来源：数聚势能、东吴证券研究所

全梯度端侧 AI 算力落地量产，软硬件协同完成战略升级。AI 能力方面，公司自研模块化 NPU 支持从不足 4 TOPS 的低功耗 MCU 到 30 TOPS 以上的高性能边缘 SoC，全面兼容 Transformer 等主流 AI 架构。截至 25 年，公司已有超过 20 款商用芯片搭载自研端侧智能算力单元，25 年全年相关芯片出货量超过 2000 万颗。AI 能力将在四大核心领域率先实现端侧落地：语音交互、视觉感知、语言转换以及实时设备控制，公司在每个领域均有对应的产品和技术储备。

图6: 典型智能设备 SoC 核心功能组件



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

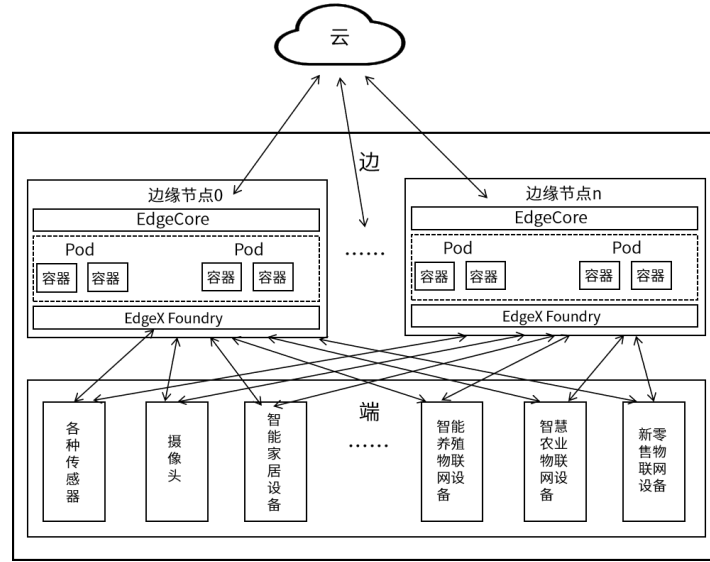
"Attach Beat"绑定策略是公司实现软硬件协同的关键机制，该策略将自研 WiFi 模块内置于全系列主控芯片中，实现通信与计算的系统级融合，使公司从单纯的芯片供应商升级为面向多场景的端侧 AI 全栈平台服务商。

#### 1.4. 云边端侧协同架构：卡位本地算力趋势，解锁端侧 AI 核心赛道

端侧 AI 的完整落地并非单纯将模型部署到终端设备，而是依赖云、边、端三层架构的协同运转，公司的产品线恰好覆盖了其中"边"和"端"两层的硬件底座需求。云端负

责大模型的训练、参数更新与版本推送，终端设备受功耗和算力限制无法独立完成这些任务；边缘端在家庭场景中扮演本地计算枢纽的角色，承担中间层推理、数据聚合和隐私保护等功能；终端设备则负责实时感知与低时延交互，包括语音识别、图像处理、动作检测等即时反馈任务。

图7：边缘计算逻辑结构



数据来源：KOWIN 康盈公众号、东吴证券研究所

在这一架构下，家庭场景正成为 AI 端侧落地的重要领域，家庭场景未来可能出现类似小型服务器的本地 AI 计算节点，处理部分日常推理任务，这意味着绝大多数涉及隐私保护和低时延需求的家庭 AI 任务将在本地完成，仅将模型更新和高复杂度任务上传至云端。公司 6nm 高算力 SoC 的 NPU 算力可达 32TOPS，具备充当家庭边缘计算节点的能力；各品类终端 SoC 提供感知执行层能力；W 系列 WiFi 芯片保障设备间低时延互联。

图8：全球智能家庭设备 SoC 市场规模



数据来源：IDC、Omdia、弗若斯特沙利文、东吴证券研究所

这一“边+端”双层覆盖正是公司“平台型”定位的核心含义，而非依靠单颗芯片的性能参数。据弗若斯特沙利文统计，全球智能家庭设备 SoC 市场至 2029 年将增长至 77 亿美元，2024 至 2029 年复合增长率为 15.2%，云-边-端协同架构的渗透是核心驱动力之一。

## 2. TV SoC：行业格局重塑驱动份额迁移与量价齐升

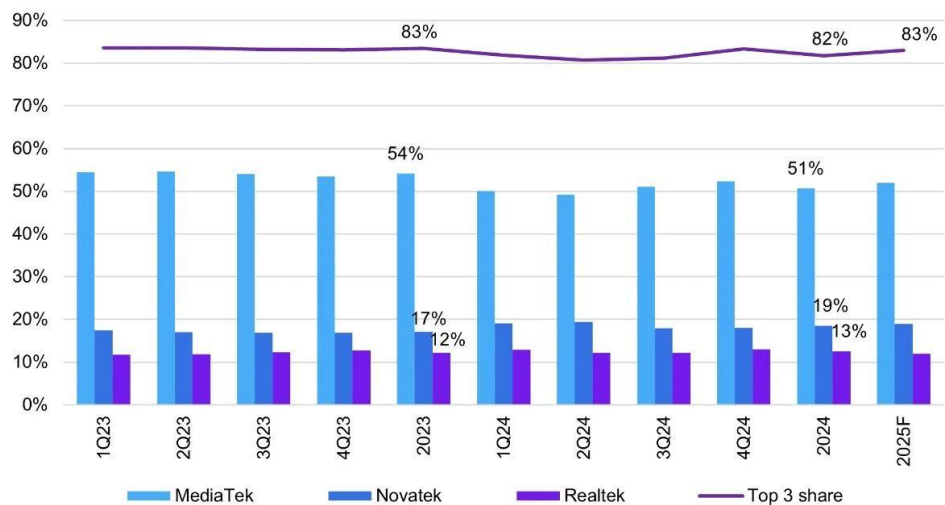
### 2.1. 行业龙头战略收缩释放结构性份额空间，公司凭借三重差异化能力进入替代窗口

当前全球 TV/STB SoC 行业迎来供给侧格局重塑，传统国际龙头受高毛利赛道资源倾斜影响，电视芯片产品线研发迭代节奏放缓，叠加下游品牌出于供应链安全与成本优化需求加速供应商多元化，为国产芯片厂商带来明确替代机遇。凭借更快的产品迭代效率、深度定制服务与全天候全球技术响应能力，以及同性能下的成本优势，公司充分承接行业格局变动释放的市场份额，2024 年 T 系列产品销量同比增长超 30%，实现全球主流 TV 生态全覆盖，根据弗若斯特沙利文，以 2024 年销售金额算，公司是智能机顶盒 SoC 领域全球第一厂商；在智能电视 SoC 领域，是全球第二、中国大陆第一大厂商。

依托产品、成本与服务的综合竞争力，公司海内外市场同步突破，增长逻辑稳固。国内已顺利导入 TCL、海信、创维等一线电视品牌并实现批量供货，持续承接竞品收缩让出的存量市场；海外与三星等头部企业合作深化，叠加欧美运营商供应链自主化诉求，进一步打开海外增量空间，同时 T 系列新品性能对标行业中端主力产品，兼具高性价比，为份额持续提升筑牢基础。

图9：2023~2025 前三大电视芯片出货及市占率趋势

Top3 TV SoC shipment market share (thousand units)



Source: Omdia

© 2025 Omdia

数据来源：Omdia，东吴证券研究所

行业高端化趋势下，公司产品结构升级成效显著，持续拉动均价上行。截至 2026 年 Q1，目前国内 TV 芯片均价约 8 美元，伴随高端 T 系列产品出货占比提升、DDR 合封方案渗透，行业均价有望提升至 10 美元，其中高端合封 TV 芯片均价可达 20 美元；同时全新 Monitor 系列芯片在电竞和体育转播等高动态场景中满足消费者对高清画质和流畅体验的追求，完善高端产品布局，为 ASP 增长持续赋能。

图10: Monitor 系列产品

	M602X1	M603X1
工艺	22nm	22nm
CPU	RISC-V 32bit	RISC-V 32bit
输入接口	3D, HDMI2.1 TMDS, DP1.4 HBR2, HDCP1.4/2.3	3D, HDMI2.1 TMDS, DP1.4 HBR3, HDCP1.4/2.3
输出接口	LVDS 4 端口	eDP HBR2 8 通道
屏接口	FHD@240Hz, QHD@100Hz	QHD@220Hz
信号处理	HDR10, Free-Sync, MPRT	HDR10, Free-Sync, MPRT
外设接口	SAR-ADC, UART, I2C, PWM, GPIO	SAR-ADC, UART, I2C, PWM, GPIO
音频接口	Line out L/R, Earphone L/R, SPDIF	Line out L/R, Earphone L/R, SPDIF
电源	3.3v/0.9v, 支持低功耗待 机模式	3.3v/0.9v, 支持低功耗待机 模式

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

随着高端化落地与内部成本优化推进，公司 TV 业务盈利水平迎来实质性突破，2025 年第四季度综合毛利率已突破 40%。后续依托产品结构持续升级及精细化降本举措，公司有望站稳 40%-45% 的长期毛利率目标区间，TV 板块整体盈利成长性全面兑现。

## 2.2. T 系列高端化推动均价上行，毛利率改善趋势提供财务验证

公司 T 系列高端产品的出货占比持续提升，带动产品结构向高价值方向迁移，毛利率改善趋势为高端化策略提供了财务层面的验证。国内市场，T 系列高端芯片已完成多家头部电视品牌的导入，部分客户进入批量采购阶段。海外市场，受益于国际运营商供应链多元化诉求，公司与多家全球头部电视品牌的合作持续深化。随着存储涨价和新一代高端型号产品推出，产品均价呈上行趋势。全新 Monitor 系列芯片在电竞和体育转播等高动态场景中满足消费者对高清画质和流畅体验的追求，完善高端产品布局，为 ASP 持续上行提供新增量。

图11：高端全球智能电视解决方案 T966D5



数据来源：公司公众号、东吴证券研究所

在毛利率层面，公司 2025 年综合毛利率达 37.97%，较上年同期持续改善。持续的高端化产品布局和运营效率优化是毛利率提升的核心驱动力，高端 T 系列产品的利润贡献率显著高于中低端型号，产品结构的升级将持续释放利润弹性。

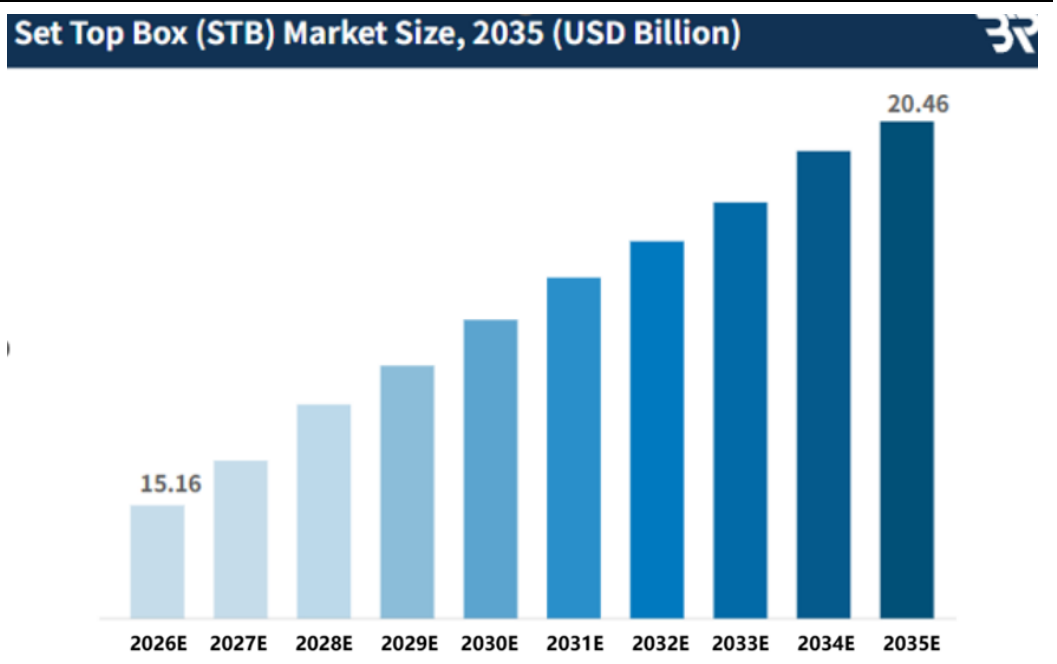
### 2.3. 客户导入遵循 12 至 18 个月的四阶段验证流程，当前覆盖范围仍在持续扩展

TV SoC 行业的客户切换存在严格的验证导入流程，整个周期通常为 12 至 18 个月，这既是新进入者的壁垒，也是存量客户粘性的保障。第一阶段为生态认证，耗时约 6 至 12 个月，芯片需通过目标操作系统的平台认证方可进入客户评估范围。截至 26 年 Q1，公司 T 系列已完成 Google Android TV、Amazon Fire TV、Roku TV、Xumo TV、TIVO TV 等全球主流 TV 生态的认证覆盖，这一前置壁垒已经突破。第二阶段为样片验证与平台适配，耗时约 3 至 6 个月，客户在此期间完成硬件兼容性测试、软件平台适配及稳定性验证。公司通过开源 SDK 平台和全球技术支持体系可有效缩短这一周期，开发效率的提升是客户愿意启动切换评估的重要前提。第三阶段为小批量试产导入，同样耗时约 3 至 6 个月，客户在量产环节验证良率与供应链稳定性。第四阶段为规模放量，标志着客户正式将公司芯片纳入主力供应体系。这一四阶段流程意味着客户一旦完成导入即具备较高的切换成本，为公司后续的持续供货提供了粘性保障。

从当前客户覆盖范围来看，公司 T 系列的导入广度仍在持续扩展，潜在增量空间明确。据公司 2024 年年报，T 系列客户已涵盖小米、海尔、TCL、创维、海信、长虹、联想、Maxhub、Seewo（希沃）、百思买、沃尔玛、亚马逊、Epson、Sky、星巴克等境内外品牌，覆盖全球知名电视品牌。潜在增量客户空间主要来自两个方向：一是尚未导入的

全球头部品牌，这些品牌正处于供应商多元化评估的不同阶段，部分已进入样片验证环节；二是国际运营商渠道的供应链多元化需求，运营商在采购机顶盒和智能终端时对国产芯片方案持日益开放的态度。由于客户导入存在 12 至 18 个月的验证周期，当前处于验证阶段的客户将在未来 1 至 2 年内逐步转化为实际出货量，构成 T 系列增长的可见管线。

图 12: 2026-2035 年全球机顶盒市场预测



数据来源: Business Research Insight, 东吴证券研究所

### 3. 6nm 通用平台芯片: 国产先进制程 SoC 规模化放量, 端侧 AI 与汽车双赛道共振

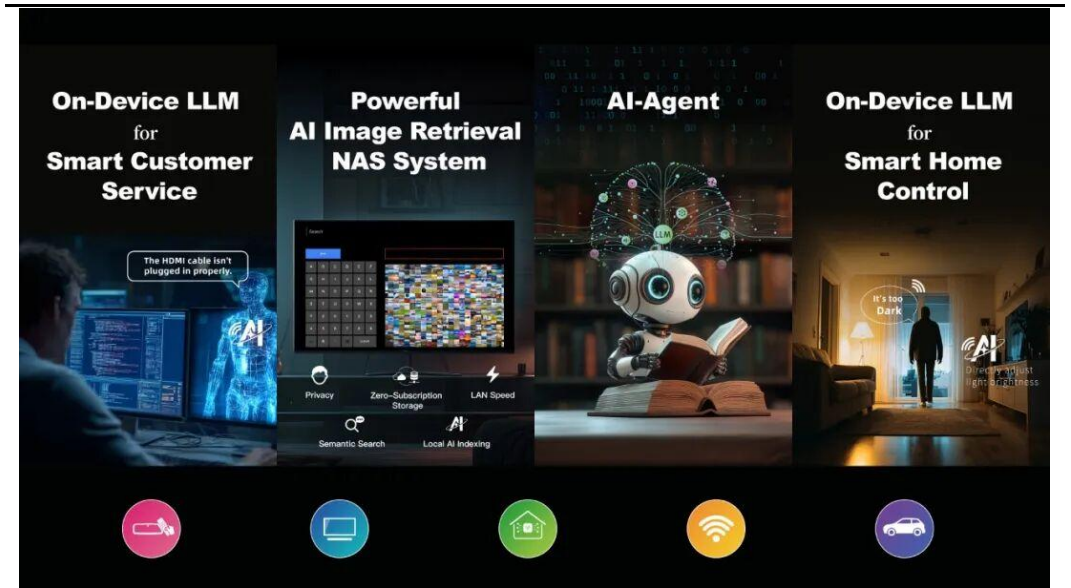
#### 3.1. 国产先进制程通用型智能计算平台, 跨场景复用能力是核心竞争力

公司 6nm 通用平台芯片是国内稀缺的先进制程通用型智能计算平台, 其核心竞争力在于一套平台覆盖多个垂直场景的跨场景复用能力。基于 6nm 先进制程的 S905X5 SoC 芯片集成新一代 Armv9 CPU 架构与公司自研模块化 NPU, 算力可配置至 32TOPS, 全面支持 Transformer 等主流 AI 架构。从行业坐标来看, 该产品在功能集与性能水平上可对标国际头部厂商广泛部署的车规级智能座舱平台, 公司产品定价约 10 美元以上, 而国际同类产品定价约 40 美元, 价差约三倍, 为终端品牌和整车厂提供了明确的降本路径。

该芯片并非面向单一应用场景的定制产品: 在机顶盒场景中, 它利用端侧 AI 能力实现本地多语言字幕翻译和同声字幕生成功能, 已取得多个国际头部运营商订单; 在 AIoT 场景中, 可支持自然语言搜索、实时广告植入等创新应用; 在汽车座舱场景中, 新一代集成更高算力 NPU 的 6nm 芯片已成功流片, 正在推进面向智能座舱的车规级认证。

一套平台覆盖多个垂直场景的能力，使其出货量具备交叉叠加的增长逻辑。

图13: S905X5 应用场景



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 商用验证已完成关键节点，出货量进入加速爬坡期

6nm 芯片的商用放量已形成清晰的时间节奏，每个关键节点均经过市场验证，出货量正进入加速爬坡阶段。2024 年下半年，S905X5 系列正式量产，标志着公司在先进制程 SoC 领域从研发阶段跨入商用阶段。量产后的首个完整半年度即 2025 年上半年，该芯片累计销量即超过 400 万颗，原有客户导入顺利完成，并取得多个国际头部运营商的新增订单，产品在不同地区和不同客户环境下的稳定性与兼容性得到了充分验证。

基于上半年的导入进度和客户管线，公司 2025 全年实现销量近 900 万颗，已通过大规模商用验证。进入 2026 年，客户导入的滞后效应意味着 2025 年完成验证的客户将在 2026 年进入规模采购阶段，叠加新客户持续导入，2026 年公司预计出货量有望突破 3,000 万颗。

在推广策略层面，公司采取“大客户直供+运营商渠道”的双轮驱动模式，一方面深化与头部终端品牌的直接合作，另一方面通过成熟运营商的渠道网络快速覆盖智能家居、商显、机器人等广泛 AIoT 应用场景。在技术迭代层面，公司已将 6nm 制程技术进一步应用于即将推出的更高算力、更广应用范围的通用端侧平台产品，为中长期增长储备了产品弹药。

### 3.3. 汽车座舱采取先消费级验证后车规化上车的务实路径，长期估值重构空间明确

公司在汽车座舱赛道的策略是先在消费级 SoC 上验证 6nm 平台的可靠性，再逐步

衍生车规级产品，这一路径兼顾了技术风险控制和商业化效率。A9 系列芯片内置高算力神经网络处理器，支持多系统多屏幕显示，部分产品已通过车规认证，性能上可对标国际头部厂商的主流座舱平台，同时具备显著价差优势。

图14：性能对比

	晶晨 V901D	高通 SA8155P
制造工艺	12nm	7nm
产品定位	入门级车载信息娱乐 (IVI)	旗舰级智能座舱平台
CPU	四核 ARM Cortex-A55	八核高通 Kryo 484
GPU	ARM Mali-G31 MP2	高通 Adreno 640
NPU	1 Tops	异构计算 AI 算力：>10 TOPS
内存规格	32-bit DDR3/4, LPDDR3/4	4×16bit LPDDR4X
存储规格	eMMC 5.0, SLC NAND	UFS 3.0, QSPI
视频解码	4K@60fps 10bit: AV1/H. 265/VP9 P-2/AVS2 4K@30fps: H. 264	最高 4K@120fps 支持格式: HEVC/H. 264 等
视频编码	1080p@30fps H. 264	最高 4K@60fps 支持格式: HEVC/H. 264

数据来源：公司公告，高通官网，东吴证券研究所

公司提供从芯片到算法的全栈自研支持，目前产品已应用于宝马、林肯、Jeep 等品牌车型，同时重点关注积极推进出海战略的中国自主汽车品牌。汽车芯片业务短期对营收的贡献有限，该业务处于 3 至 5 年的布局期，多款产品正在流片和测试阶段。但一旦实现规模化导入，车载芯片的 ASP 和毛利率均显著高于消费类芯片，将对公司的收入结构和估值体系产生结构性影响。从消费级到车规级的路径具备可复制性，6nm 平台在消费级场景积累的量产经验和客户验证将降低车规化的技术风险和时间成本。

图15: 2021-2025 年国产乘用车前装标配智能座舱 SoC 搭载量及本土供应商份额







数据来源: 高工智能汽车研究院, 东吴证券研究所

#### 4. WiFi 业务: 认知错位下的第三增长极, 全栈能力打开成长空间

##### 4.1. 技术储备与出货节奏均已具备独立增长极的基础条件

WiFi 业务展现出领先技术实力与强劲增长潜力, 有望向独立的增长极演进。2025 年通信与连接业务营收约 2.0 亿元, 主要受益于 Wi-Fi 芯片的销量增加 44.3%, 占总营收比重约 3%, 截至 26 年 Q1, 仍处于微利或战略性投入期, 其价值主要附着于主控 SoC 销售。然而, 公司在无线连接技术上的积累与产品进展远超市场认知: 集成公司多项 SoC 技术的 Wi-Fi 路由芯片及 Wi-Fi6E 高速低功耗芯片, 均已成功回片, 目前处于测试阶段, Wi-Fi 7 产品性能处于国内领先地位; 出货量直接印证增长动能, Wi-Fi 6 芯片在 2025 年出货量达 700 万颗, 占其 W 系列产品比重提升至 37% 以上, Wi-Fi 芯片总出货量已从 2023 年的约 2000 万颗快速增长至 2024 年的约 3000 万颗, 彰显出强劲的市场接受度与明确的放量趋势。

图16: W系列产品

产品类别	产品图片	主要特征
WiFi-5 1x1	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wi-Fi 5 + BT 5.0</li> <li>• 1x1 2.4G/5G, HT80</li> </ul>
WiFi-6 1x1 三合一模式	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wi-Fi 6 + BT 5.4 + 802.15.4 三模式</li> <li>• 1x1, 2.4G/5G, HE80</li> <li>• 15.4 / Thread / Zigbee</li> </ul>
WiFi-6 2x2	  	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Class Combo</li> <li>• Wi-Fi 6 + BT 5.4</li> <li>• 2x2 2.4G/5G, HE80</li> </ul>
WiFi-6 2x2 三合一模式	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wi-Fi 6 + BT 5.4 + 802.15.4 三模式</li> <li>▪ 2x2 2.4G/5G HE80</li> <li>▪ 15.4 / Thread / Zigbee</li> </ul>

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 4.2. 路由器芯片市场规模可观且国产渗透率低，可比公司估值提供空间锚点

路由器是 WiFi 芯片最大的单体应用市场之一，全球规模近 200 亿美元，但国产芯片厂商的渗透率长期处于低位，公司正通过自研路由器主控芯片切入这一赛道。据 Fundamental Business Insights 报告，全球 WiFi 芯片市场 2023 年规模约 210 亿美元，预计 2033 年将增长至 345 亿美元。其中路由器和网关是 WiFi 芯片出货量占比较高的终端类别之一，每年全球路由器出货量超过 3 亿台。在芯片供应端，该市场长期由少数国际头部厂商主导，国产芯片的渗透率较低。路由器主控芯片需要同时具备高速网络处理能力、WiFi 射频前端集成能力和完善的软件协议栈支持，技术门槛显著高于终端 WiFi 连接芯片。国内在该领域的代表性厂商主要集中在通信设备企业的自研芯片部门，独立芯片设计公司中具备完整路由器主控能力的参与者有限。公司 WiFi 路由芯片已成功完成流片回片，产品瞄准运营商网络设备国产替代趋势，依托覆盖全球 270 余家运营商的成熟渠道网络与全栈通信技术积淀，有望切入中高端家用路由器、企业级无线 AP 及智能网关等场景。

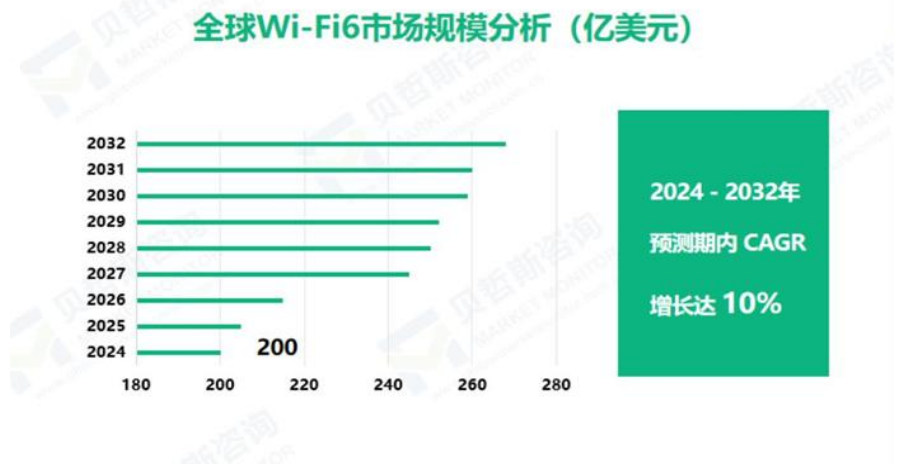
图17: 2033 年全球 Wi-Fi 芯片市场规模预测



数据来源: Fundamental Business Insights, 东吴证券研究所

可比公司的业务规模和市值水平为公司 WiFi 业务的远期空间提供了估值参考。以瑞昱半导体为例，网络通信芯片业务是瑞昱的第一大收入来源，覆盖 WiFi 路由器主控和以太网控制器等品类，年营收规模达数百亿新台币，Wi-Fi 7 芯片出货量位居全球前列。瑞昱作为独立芯片设计公司在路由器主控领域的市场地位，为公司 WiFi 业务的成长天花板提供了可比参考。国内层面，乐鑫科技专注于 IoT WiFi MCU 芯片，2025 年营收约 25 亿元人民币，其产品主要覆盖 IoT 短距连接场景。公司 WiFi 业务的产品定位覆盖从终端连接芯片到路由器主控芯片的更广泛价值链，随着路由器芯片商用推进和出货量爬坡，该业务有潜力成为贡献独立营收增量的新增长曲线。

图18: 全球 Wi-Fi6 市场规模分析 (亿美元)

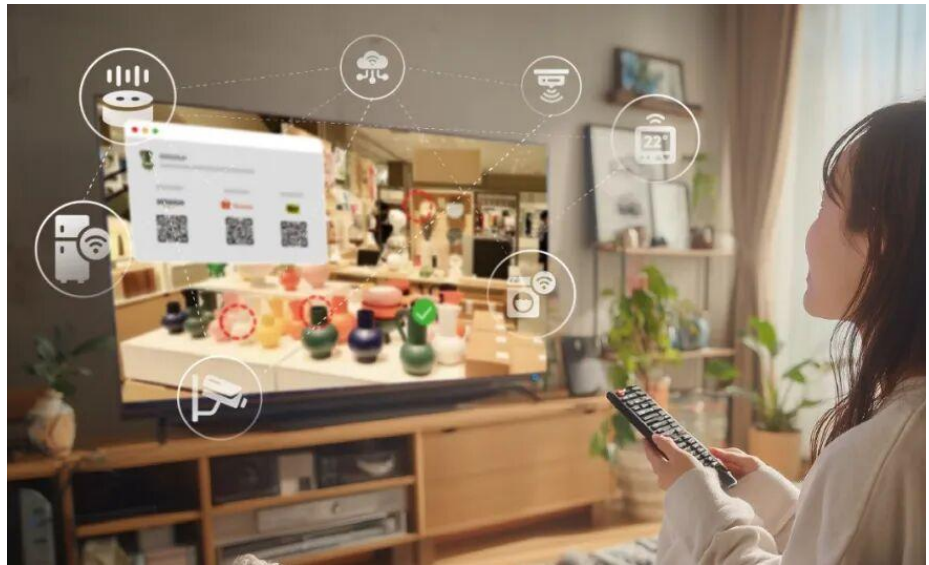


数据来源: 贝哲斯咨询, 东吴证券研究所

#### 4.3. 远期成长空间: 出货量与营收占比双升, 有望成为公司新增长曲线

WiFi 业务的增长路径分为短期依托绑定策略和中长期依托独立产品放量两个阶段，当前营收占比仅约 3%，上行空间明确。短期来看，依托"Attach Beat"绑定策略，WiFi 芯片出货量与公司 SoC 出货量高度正相关，SoC 出货量的增长将自然带动 WiFi 芯片出货量同步上行。中长期来看，随着 WiFi 路由器主控芯片的商用落地和运营商渠道的导入推进，WiFi 业务将逐步形成独立于 SoC 绑定之外的增量收入来源。

图19: WiFi Sensing 技术应用场景



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

无线感知技术（WiFi Sensing）是公司在该领域的差异化创新方向，该技术利用 WiFi 信号实现非接触式人体感知，可检测呼吸、动作等人体特征感知，应用于智能互动、老人身体监测等家庭场景。其核心优势能够利用现有的无线信号检测移动和人体存在，无需额外硬件，即可实现全新的安全防护、自动化控制和能源管理。公司已将该技术推进至头部电视品牌的项目验证阶段。随着 WiFi 6/7 产品持续放量、路由器芯片从测试走向商用以及 WiFi Sensing 带来的增值收入，该业务的营收规模和占比均有上行空间。

## 5. AIoT 业务：深度绑定谷歌生态，订单高能见度支撑业绩持续高增

### 5.1. 端侧 AI 芯片出货量加速增长，全产品线 AI 能力覆盖构成竞争壁垒

AI 芯片出货量显著增长，全产品线 AI 能力覆盖构筑端侧 AI 核心竞争力。2025 年上半年，携带自研智能端侧算力单元的芯片出货量超过 900 万颗，已超过 2024 年全年该类芯片的销售总量。公司已有超过 20 款商用芯片搭载自研 NPU，覆盖从低功耗 MCU

到高性能 6nm SoC 的完整算力梯队。低功耗 MCU 凭借无需 DDR、仅用 Flash 即可运行轻量模型的技术优势，叠加端侧智能+算力+通信能力的全栈能力，在智能家居和 IoT 终端市场构建了多层次的产品供给能力。这一全产品线 AI 能力覆盖使公司能够根据客户需求定制化提供软硬件融合的全套生态解决方案，从而与客户深度绑定，构建起牢固的竞争壁垒。

图20: 产品线梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5.2. 公司深度嵌入谷歌 Nest 生态十年，Gemini 端侧部署锚定远期增长

公司与谷歌建立了超过十年的深度合作关系，作为 Nest 生态的核心芯片供应商覆盖智能摄像头、机顶盒、智能电视、智能音箱、Home Hub 等全品类终端。公司作为谷歌、亚马逊两大全球科技巨头的生态核心合作伙伴，是谷歌端侧 AI 硬件生态布局中的核心芯片合作伙伴。当前谷歌正全面加码 Smart Home 智能家居生态建设，将 Gemini 大模型的端侧落地作为核心战略方向，Gemini 将全面取代 Google Assistant，通过生态硬件规模化实现大模型能力变现。其变现路径清晰：一方面通过订阅服务收取增值费用，另一方面开放软硬件生态接口，吸引沃尔玛等第三方品牌接入适配，降低用户接入门槛，构建智能家居生态闭环。

图21: 机顶盒方案

图22: 智能电视方案



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

截至 2024 年，Google Nest 品牌已覆盖超过 3500 万活跃用户，占全球智能家居市场约 18% 份额。依托长期积累的生态绑定优势，公司产品率先完成 Gemini 大模型的端侧适配，成为谷歌端侧 AI 战略落地的关键硬件载体。

图23：全球主要国家 5G 发展战略规划



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

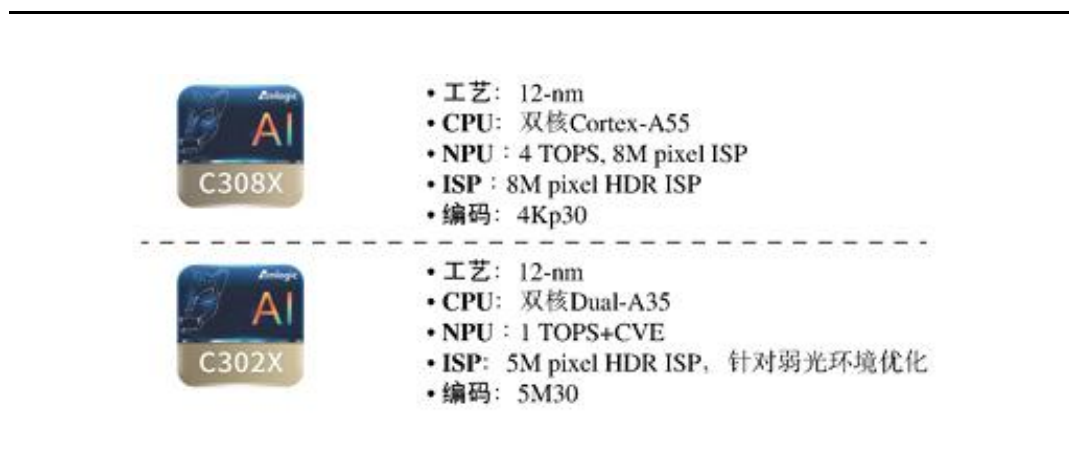
合作模式不限于单纯的芯片供需关系，而是延伸至技术协同与联合营销，搭载 Gemini 模型的相关 Nest 产品已成功上市并进入批量出货阶段。公司已成为谷歌新一代 Gemini AIoT 硬件的唯一芯片供应商，这一地位意味着谷歌未来五年规划的 3 亿颗端侧芯片采购订单将由公司承接，合作具备较强的排他性，为 AIoT 业务的中长期增长提供了高可见度的订单支撑。

在区域维度上，印度市场正成为重要的增量催化来源。印度 Reliance Jio 的 5G 用户数在 2025 年底同比增长近 50% 至 2.53 亿，超过中国联通跃居全球第三，这一用户基数的快速扩大直接带动了公司在印度市场的出货量增长，随着 Jio 网络覆盖的持续深化和智能终端渗透率的提升，印度市场有望为公司贡献持续的增量收入。

### 5.3. Camera 芯片：差异化布局卡位消费级多模态端侧场景

Camera 芯片差异化聚焦消费级市场，卡位多模态端侧模型落地趋势，打开新的增长空间。当前 C 系列智能视觉芯片的订单增长，主要得益于公司在全球范围内的智能摄像头、智能门铃、打猎机、城市安防等领域持续收获新订单，消费级和工业级智能视觉设备需求持续释放。公司与谷歌在消费级 Camera 领域深度合作，产品搭载轻量化多模态端侧模型，2025 年实现销量超 400 万颗，同比增长超 80%；不同于大华、海康聚焦的安防红海市场，公司专注消费级+谷歌生态的差异化定位，有效规避同质化竞争，充分受益于多模态 AI 在视觉终端的渗透红利。

图24：C 系列芯片性能



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 盈利预测

TV 份额迁移、6nm 平台放量、WiFi 业务独立化三条增长曲线已进入共振阶段，业绩增长的确切性与估值修复的空间并存。公司 TV 芯片在行业格局重塑中持续获取份额，6nm 先进制程通用平台同步切入端侧 AI 与汽车电子赛道，WiFi 芯片从配套业务向独立增长极演进，多条产品线的放量节奏形成梯次衔接。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 **90.38/108.08/130.10** 亿元，核心假设如下：

TV 系列：T 系列受益于高端芯片 T966D5 上市、DDR 合封涨价落地及海外市场渗

透率提升，2026 年有望实现量价齐升驱动的高速增长，公司在 2025 年年度业绩预告中明确给出 T 系列翻倍增长的收入指引。我们预计 2026-2028 年公司 T 系列营业收入分别为 40.50/44.55/51.23 亿元。

S 系列：6nm 芯片 2025 年已出货近 900 万颗，2026 年将进入规模化放量阶段，公司预计 S 系列 2026 年增速不低于 2025 年 20% 的水平，8K 智能机顶盒芯片已通过运营商招标认证测试并开启批量商用。我们预计 2026-2028 年公司 S 系列营业收入分别为 24.36/24.60/25.26 亿元。

WiFi 芯片：WiFi 6 芯片 2025 年出货量已达 700 余万颗，占 WiFi 产品线销量比重接近 40%，2026 年仍将维持高速增长态势。WiFi 路由芯片已于 2025 年一次性流片成功，预计 2027 年前后进入商用阶段，届时 WiFi 业务将从 SoC 绑定销售模式向独立产品放量模式切换，收入贡献有望显著放大。我们预计公司 2026-2028 年 WiFi 及汽车电子芯片营业收入分别为 3.25/6.51/13.36 亿元。

A 系列：搭载 Gemini 端侧大模型的谷歌 Nest 新品已上市并进入批量出货，新一代高算力智能视觉芯片即将完成回片，Camera 芯片 2025 年销量已超 400 万颗且同比增长超 80%，后续有望晋升为主力产品线。我们预计 2026-2028 年公司 AIoT 系列营业收入分别为 23.00/29.90/40.24 亿元。

汽车电子方面：新一代面向智能座舱的 6nm 芯片已送样流片，现有产品已搭载于宝马、林肯、Jeep 等品牌车型，但该业务仍处于 3 至 5 年的布局期，短期收入贡献有限。整体而言，WiFi 和汽车电子的核心赋能期集中在 2027 年及以后，路由器芯片商用和车规级产品放量将构成中长期增量的主要来源。

图25：公司分产品预测

688099.SH	单位	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营收	亿元	55.45	53.71	59.26	67.93	90.38	108.08	130.10
机顶盒芯片 (S系列)		25.20	23.10	19.00	20.30	24.36	24.60	25.26
智能电视芯片 (T系列)		15.68	16.81	24.64	27.00	40.50	44.55	51.23
WiFi芯片 (W系列)		0.21	0.73	1.09	2.17	3.25	6.51	13.36
AIOT系列 (A+C+V)		14.34	13.02	14.42	18.40	23.00	29.90	40.24
营收同比		16%	-3%	10%	15%	33%	20%	20%
机顶盒芯片 (S系列)		15%	-8%	-18%	7%	20%	1%	1%
智能电视芯片 (T系列)		37%	7%	47%	10%	50%	10%	5%
WiFi芯片 (W系列)		-38%	248%	49%	100%	50%	100%	100%
AIOT系列 (A+C+V)		2%	-9%	11%	28%	25%	30%	30%
毛利率		37.1%	36.4%	36.5%	38.0%	39.0%	40.0%	41.0%

数据来源：公司公告，ifind，东吴证券研究所

## 6.2. 投资建议

我们选取数字 SoC 芯片领域的炬芯科技、恒玄科技、瑞芯微、全志科技、乐鑫科技作为可比上市公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 倍数分别为 48/36/31x。我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 90.38/108.08/130.10 亿元，归母净利润为 14.76/20.00/27.61 亿元，对应 PE 倍数分别为 26/19/14。考虑到公司多媒体智能终端芯片业务未来仍有增长潜力，且 Wi-Fi 芯片和汽车电子芯片有望打开第二成长空间，维持“买入”评级。

图26: 可比公司估值表

单位: 亿元	股票代码/股票简称	总市值	归母净利润			PE (X)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
	688049.SH 炬芯科技	84	2.8	3.8	5	30	22	17
	688608.SH 恒玄科技	300	9.2	12.4	14	33	24	22
	603893.SH 瑞芯微	781	14	18	22	56	43	35
	300458.SZ 全志科技	359	4.8	6.2	6	75	58	57
	688018.SH 乐鑫科技	295	6.8	8.9	11	44	33	26
	平均值					48	36	31
	688099.SH 晶晨股份	429	14.76	20	28	26	19	14

数据来源: 各公司公告, ifind, 东吴证券研究所

注: 收盘价信息截至 2026 年 4 月 28 日, 除晶晨股份采用东吴预测外, 其他 A 股上市公司均采用 2026 年 4 月 29 日 Wind 一致预期。

## 7. 风险提示

**利润增速不及收入增速风险:** 公司当前处于 6nm 高算力、WiFi AP、A9 汽车、Monet 芯片研发四线并行流片阶段, 研发投入刚性较强, 费用率下行难度较大, 2026 年利润端存在不及市场预期的风险。

**T 系列增长指引慢于预期风险:** T 系列后续份额迁移节奏或高端化进程慢于预期, 公司业绩存在不及预期的可能性。

**存储价格持续上涨风险:** DDR 价格上涨可能影响下游运营商和终端客户的采购意愿, 存储影响可能延续至 2027 年。虽然公司已采取涨价措施, 但传导效果有待观察。

**汽车芯片落地节奏不确定:** 车载业务处于 3-5 年布局期, 实际起量时间和规模存在不确定性。多款产品处于流片和测试阶段, 落地节奏可能慢于预期。

## 晶晨股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>6,683</b>	<b>7,908</b>	<b>9,847</b>	<b>12,522</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,793</b>	<b>9,038</b>	<b>10,808</b>	<b>13,010</b>
货币资金及交易性金融资产	2,993	5,363	7,045	9,371	营业成本(含金融类)	4,214	5,513	6,485	7,676
经营性应收款项	726	251	300	369	税金及附加	20	29	35	42
存货	2,528	1,868	2,071	2,345	销售费用	86	98	108	117
合同资产	0	0	0	0	管理费用	135	149	153	163
其他流动资产	437	426	431	437	研发费用	1,552	1,900	2,205	2,472
<b>非流动资产</b>	<b>1,961</b>	<b>2,024</b>	<b>2,081</b>	<b>2,133</b>	财务费用	(29)	(65)	(124)	(166)
长期股权投资	95	95	95	95	加:其他收益	21	37	39	48
固定资产及使用权资产	404	387	364	336	投资净收益	57	75	87	107
在建工程	78	78	78	78	公允价值变动	28	0	0	0
无形资产	151	201	251	301	减值损失	(12)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	1
长期待摊费用	224	254	284	314	<b>营业利润</b>	<b>909</b>	<b>1,526</b>	<b>2,073</b>	<b>2,862</b>
其他非流动资产	1,009	1,009	1,009	1,009	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8,644</b>	<b>9,932</b>	<b>11,928</b>	<b>14,655</b>	<b>利润总额</b>	<b>909</b>	<b>1,526</b>	<b>2,073</b>	<b>2,862</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,201</b>	<b>1,193</b>	<b>1,387</b>	<b>1,626</b>	减:所得税	38	54	79	108
短期借款及一年内到期的非流动负债	36	36	36	36	<b>净利润</b>	<b>870</b>	<b>1,473</b>	<b>1,994</b>	<b>2,754</b>
经营性应付款项	570	567	666	789	减:少数股东损益	(3)	(3)	(5)	(7)
合同负债	121	90	108	130	<b>归属母公司净利润</b>	<b>873</b>	<b>1,476</b>	<b>2,000</b>	<b>2,761</b>
其他流动负债	474	500	576	671	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.07	3.50	4.75	6.56
<b>非流动负债</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	EBIT	795	1,462	1,949	2,696
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,060	1,539	2,032	2,784
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.97	39.00	40.00	41.00
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	12.85	16.33	18.50	21.22
其他非流动负债	58	58	58	58	收入增长率(%)	14.63	33.05	19.58	20.38
<b>负债合计</b>	<b>1,268</b>	<b>1,260</b>	<b>1,454</b>	<b>1,693</b>	归母净利润增长率(%)	6.21	69.08	35.47	38.08
归属母公司股东权益	7,346	8,646	10,453	12,949					
少数股东权益	30	26	21	14					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,376</b>	<b>8,672</b>	<b>10,474</b>	<b>12,962</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,644</b>	<b>9,932</b>	<b>11,928</b>	<b>14,655</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(230)	2,610	1,927	2,625	每股净资产(元)	17.44	20.53	24.82	30.74
投资活动现金流	586	(64)	(52)	(33)	最新发行在外股份(百万股)	421	421	421	421
筹资活动现金流	19	(162)	(192)	(266)	ROIC(%)	10.97	17.47	19.49	22.05
现金净增加额	361	2,370	1,682	2,327	ROE-摊薄(%)	11.88	17.07	19.13	21.32
折旧和摊销	265	77	83	88	资产负债率(%)	14.67	12.68	12.19	11.55
资本开支	(343)	(110)	(110)	(110)	P/E (现价&最新股本摊薄)	43.95	25.99	19.19	13.90
营运资本变动	(1,309)	1,136	(63)	(110)	P/B (现价)	5.22	4.44	3.67	2.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>