

## 毛利率环比改善, 库存高点回落

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年一季报, 实现营收 10.35 亿元, 同比减少 30.11%, 环比减少 9.59%; 实现归母净利润 0.3 亿元, 同比减少 88.74%, 环比减少 34.47%。
- **收入利润短期承压, 毛利率环比改善。** 2023 年一季度受到全球宏观经济不确定等不利因素影响, 公司下游多媒体终端需求被抑制, 同时受到 2023 年一季度高基数影响, 公司短期业绩承压。但随着下游行业逐步走向复苏, 公司收入利润有望逐季走向改善。盈利能力方面, 2023 年一季度公司毛利率达到 37.4%, 环比提升 1.69 个百分点, 净利率受到股份支付与存货跌价准备增长等因素影响, 下滑至 2.94%。费用率方面, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.49%/3.08%/27.29%/0.54%。一季度存货下降至 13.1 亿元, 环比减少 13.5%。
- **首款 8K 超高清 SoC 发布, 高端 T982 出货量大幅增长。** 2022 年中国移动招标机顶盒约 0.43 亿台, 中国电信招标约 0.27 亿台, 合计公开招标约 0.7 亿台, 2023 年第四大运营商广电招标有望带来新增量。海外市场方面, 公司获得谷歌、亚马逊等多个流媒体认证与 CAS 认证, 同时进入北美、拉丁美洲、亚太和非洲等海外运营商。公司 9 月发布首款 8K 超高清智能机顶盒处理器 S928X SoC 芯片, 集成了 ARM A76、四核 A55 及自研 AI 处理器, 算力达到 3.2Tops。此外, T 系列方面, 公司新一代 T 系列高端芯片出货量大幅增长, T982 采用 12nm FinFET 工艺, 支持 8K 硬件解码, 具备 2.6Tops NPU 算力, 伴随搭载公司芯片的 TV 新品逐步上市, 智能电视业务有望持续增长。
- **二代 WiFi6 实现预量产, 汽车电子新客户量产商用。** W 系列芯片方面, 公司第一代自研的 Wi-Fi5+BT5.0 已实现规模销售, 第二代 Wi-Fi6 2x2+BT5.3 芯片已在 2022 年 12 月实现预量产, 即将进入商务阶段, 未来有望配套公司各系列 SoC 芯片形成规模化销售。汽车电子业务方面, 除宝马、林肯、Jeep 等客户外, 公司新增极氪、创维等新客户, 该系列芯片内置 5Tops 神经网络处理器, 支持多屏多系统显示, 覆盖影音娱乐、导航、360 环视等多项功能, 未来公司将持续导入国内多款车型。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.36 元、3.21 元、4.22 元, 未来三年归母净利润将保持 34.1% 的复合增长率, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧导致产品大幅降价风险; 原材料采购价格大幅上涨风险; 产品研发进度不及预期风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5544.91	6769.62	8435.40	10512.18
增长率	16.07%	22.09%	24.61%	24.62%
归属母公司净利润(百万元)	726.66	981.61	1334.37	1750.68
增长率	-10.47%	35.09%	35.94%	31.20%
每股收益 EPS(元)	1.75	2.36	3.21	4.22
净资产收益率 ROE	14.84%	17.07%	19.37%	20.91%
PE	48	35	26	20
PB	7.10	6.05	5.05	4.15

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@swsc.com.cn  
联系人: 张大为  
电话: 0755-23617478  
邮箱: zdw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.15
流通 A 股(亿股)	4.15
52 周内股价区间(元)	53.03-114.20
总市值(亿元)	347.45
总资产(亿元)	57.43
每股净资产(元)	11.98

### 相关研究

1. 晶晨股份(688099): 新品 SoC 陆续上市, 静待运营商招标落地 (2022-11-01)
2. 晶晨股份(688099): 营收净利双创新高, CW 新品量产在即 (2022-08-15)
3. 晶晨股份(688099): 业绩持续超预期, 新领域加速拓展 (2022-04-16)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：伴随公司 S 系列芯片海外业务持续拓展，T 系列高端芯片逐步放量，A 系列芯片下游库存逐步降低，且在 AI 发展趋势下，智能音箱等 AIoT 需求逐步修复起量，假设公司多媒体智能终端芯片销量 2023-2025 年分别为 19.2%、19.5%、19.8%，价格分别增长 1.1%、0.9%、0.8%，毛利率维持 40% 保持稳定。

假设 2：公司 W 系列 WiFi6 产品已于 2022 年 12 月实现预量产，2023 年有望配套公司 S/T/A 等多系列产品实现量产爬坡，假设公司其他类芯片 2023-2025 年销量增速分别达到 100%、250%、100%，价格分别增长 160%、0%、0%，毛利率维持 35% 保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
多媒体智能终端芯片	收入	5522.0	6650.3	8017.7	9676.7
	增速	16.5%	20.4%	20.6%	20.7%
	毛利率	37.1%	40.0%	40.0%	40.0%
其他芯片	收入	23.0	119.4	417.8	835.5
	增速	-39.0%	420.0%	250.0%	100.0%
	毛利率	33.2%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	5544.9	6769.7	8435.5	10512.2
	增速	16.1%	22.1%	24.6%	24.6%
	毛利率	37.1%	39.9%	39.8%	39.6%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 67.7 亿元 (+22.1%)、84.4 亿元 (+24.6%) 和 105.1 亿元 (+24.6%)，归母净利润分别为 9.8 亿元 (+35.1%)、13.3 亿元 (+35.9%)、17.5 亿元 (+31.2%)，EPS 分别为 2.36 元、3.21 元、4.22 元，对应 PE 分别为 35 倍、26 倍、20 倍。

我们选择芯片设计行业四家上市公司作为估值参考，2023 年四家公司平均 PE 为 49 倍。鉴于公司高端 S 系列与 T 系列占比持续提升，产品结构持续优化；下游需求稳步改善，且公司库存水平环比降低；W 系列产品即将进入商业化量产阶段，未来三年公司归母净利润复合增长率为 34.1%，优于行业，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603893.SH	瑞芯微	306.26	73.31	0.71	1.12	1.63	1.92	102.92	65.66	45.08	38.21
300458.SZ	全志科技	166.83	26.45	0.34	0.56	0.82	0.95	78.96	47.12	32.33	27.76
300613.SZ	富瀚微	137.08	59.61	1.73	2.39	3.12	3.40	34.38	24.94	19.09	17.53
688018.SH	乐鑫科技	94.29	116.80	1.21	2.01	2.91	3.73	96.58	58.19	40.12	31.29

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
平均值								78.21	48.98	34.16	28.70
688099.SH	晶晨股份	347.45	83.67	1.75	2.36	3.21	4.22	47.81	35.45	26.07	19.83

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5544.91	6769.62	8435.40	10512.18	净利润	731.78	988.35	1343.23	1762.11
营业成本	3487.67	4067.74	5082.13	6349.08	折旧与摊销	246.90	84.26	84.26	84.26
营业税金及附加	18.67	22.79	28.40	35.39	财务费用	-147.62	29.18	35.42	42.65
销售费用	92.06	101.54	126.53	157.68	资产减值损失	-113.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	1327.66	1590.86	1855.79	2207.56	经营营运资本变动	-689.85	-241.81	-336.50	-428.96
财务费用	-147.62	29.01	34.90	41.77	其他	503.60	-70.03	-115.31	41.39
资产减值损失	-113.44	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>531.36</b>	<b>789.95</b>	<b>1011.09</b>	<b>1501.44</b>
投资收益	23.21	0.00	0.00	0.00	资本支出	-145.86	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	17.03	17.03	17.03	17.03	其他	-93.64	26.70	17.03	17.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-239.50</b>	<b>-73.30</b>	<b>-82.97</b>	<b>-82.97</b>
<b>营业利润</b>	<b>721.76</b>	<b>974.71</b>	<b>1324.69</b>	<b>1737.73</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.81	-0.81	-0.81	-0.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>720.95</b>	<b>973.90</b>	<b>1323.88</b>	<b>1736.92</b>	股权融资	253.36	0.00	0.00	0.00
所得税	-10.83	-14.63	-19.88	-26.09	支付股利	0.00	-145.33	-196.29	-266.77
净利润	731.78	988.52	1343.76	1763.00	其他	-193.37	-73.81	-35.42	-42.65
少数股东损益	5.12	6.91	9.39	12.32	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>59.99</b>	<b>-219.14</b>	<b>-231.71</b>	<b>-309.41</b>
归属母公司股东净利润	726.66	981.61	1334.37	1750.68	<b>现金流量净额</b>	<b>339.68</b>	<b>497.52</b>	<b>696.41</b>	<b>1109.06</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2186.76	2784.46	3581.37	4791.21	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	160.37	368.50	416.86	501.31	销售收入增长率	16.07%	22.09%	24.61%	24.62%
存货	1517.55	1849.21	2433.78	2982.88	营业利润增长率	-14.76%	35.02%	35.88%	31.17%
其他流动资产	834.14	835.49	850.48	869.17	净利润增长率	-11.61%	35.06%	35.91%	31.18%
长期股权投资	51.83	51.83	51.83	51.83	EBITDA 增长率	-21.21%	32.51%	32.71%	29.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	254.17	235.36	216.54	197.73	毛利率	37.10%	39.91%	39.75%	39.60%
无形资产和开发支出	149.31	103.35	57.39	11.44	三费率	1.56%	25.43%	23.92%	22.91%
其他非流动资产	710.94	691.46	671.97	652.49	净利率	13.20%	14.60%	15.92%	16.76%
<b>资产总计</b>	<b>5865.08</b>	<b>6919.65</b>	<b>8280.23</b>	<b>10058.04</b>	ROE	14.84%	17.07%	19.37%	20.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.48%	14.28%	16.22%	17.52%
应付和预收款项	619.35	942.52	1132.84	1386.03	ROIC	34.11%	45.63%	49.69%	53.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.81%	16.07%	17.12%	17.73%
其他负债	314.13	187.60	210.42	238.91	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>933.48</b>	<b>1130.12</b>	<b>1343.25</b>	<b>1624.94</b>	总资产周转率	1.02	1.06	1.11	1.15
股本	413.50	415.26	415.26	415.26	固定资产周转率	22.59	27.82	37.57	51.11
资本公积	2467.50	2465.74	2465.74	2465.74	应收账款周转率	23.87	29.37	24.11	25.86
留存收益	2027.36	2863.64	4001.69	5485.50	存货周转率	2.50	2.25	2.32	2.32
归属母公司股东权益	4893.62	5744.65	6882.69	8366.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.55%	—	—	—
少数股东权益	37.98	44.89	54.28	66.60	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4931.59</b>	<b>5789.53</b>	<b>6936.97</b>	<b>8433.10</b>	资产负债率	15.92%	16.33%	16.22%	16.16%
负债和股东权益合计	5865.08	6919.65	8280.23	10058.04	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.61	5.55	5.68	5.78
					速动比率	3.80	3.76	3.73	3.83
					股利支付率	0.00%	14.81%	14.72%	15.25%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.75	2.36	3.21	4.22
					每股净资产	11.78	13.83	16.57	20.14
					每股经营现金	1.28	1.90	2.43	3.62
					每股股利	0.00	0.35	0.47	0.64
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	821.03	1087.97	1443.84	1863.75					
PE	47.81	35.40	26.04	19.85					
PB	7.10	6.05	5.05	4.15					
PS	6.27	5.13	4.12	3.31					
EV/EBITDA	37.98	28.19	20.69	15.38					
股息率	0.00%	0.42%	0.57%	0.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	