

普冉股份 (688766)

证券研究报告

2022年04月27日

NOR FLASH+EEPROM 两翼齐飞，2022Q1 净利润稳中有升

事件: 公司发布 2022 年第一季度报告, 2022Q1 实现营业收入 2.24 亿元, 同比-4.91%; 实现归母净利润 0.42 亿元, 同比+8.07%; 实现扣非净利润 0.39 亿元, 同比+0.73%。

点评: 公司 2022Q1 营收同比下降主要归因于一季度存在春节假期, 为传统淡季, 需求偏弱; 此外受疫情影响, 部分地区物流运力受限, Q1 出货量同比略有下降。净利润同比上升主要由于毛利率提升带来的毛利增加, 弥补了因人员增长、研发投入增加带来的费用增长。

NOR Flash + EEPROM, 大容量高可靠市场打开第二增长曲线。公司近三年来业绩与净利润持续扩大, 产品技术壁垒的优势为其奠定了市场地位, 我们坚定看好公司在存储器芯片高景气以及国产替代逻辑推动下的成长动能。

下游消费电子+物联网市场需求繁荣看好公司收入持续高增长。 存储器芯片工艺制程和应用场景不断迭代升级, 下游客户对芯片性能的要求也日趋多样, 尤其是可穿戴设备、物联网设备的兴起提高了客户对芯片的功耗、面积等性能的要求。公司 NOR FLASH 采用 55nm、40nm 制程 Nor Flash, 容量从 512Kb-128Mb, 满足多数终端应用市场的需求, EEPROM 产品覆盖 2Kbit 到 1Mbit 容量, 终端客户包含众多手机+家电头部厂商。公司大客户供货占比不断扩大也从侧面印证了普冉股份产品策略的成功以及其产品出色的竞争力, 在消费电子及物联网终端应用市场需求持续景气的背景下, 我们看好公司同类产品替代能撬动存量市场, 带动未来公司营业收入持续高速增长。

产品和客户结构优化提升毛利率, 公司归母净利润快速增长。 公司不断优化产品和客户结构, 综合毛利率提升。2022Q1, 公司毛利率为 33.42%, 较上年同期增加 5.61 个百分点, 主要由于 (1) 公司持续调整产品结构和下游应用结构, 公司产品平均单价总体同比上升; (2) 公司 SONOS 工艺平台 40nm 工艺节点下的 NOR Flash 出货占比上升, 具有相较 55nm 工艺节点相同容量下更优的毛利水平。公司主要产品持续优化, 在产品差异化服务的基础上性能和规格不断提升, 公司 NOR FLASH 产品采用 SONOS 基础工艺技术, 相比主流工艺技术 ETOX, SONOS 在功耗上、生产成本上有较大优势; 公司 EEPROM 产品在可靠性 (包括擦写次数、保存时间)、工作电压等关键性能指标方面整体已达到国际竞争对手水平, 消费类 EEPROM 产品、车载 EEPROM 产品持续研发中, 产品的终端应用范围有望进一步扩大。

中小容量长板优势在握+切入大容量 NOR Flash 市场, 看好双技术路线打开第二增长空间。 公司目前从 SONOS 和 ETOX 两种技术路线同时推动中大容量 NOR Flash 研发。大容量 NOR Flash 市场具有客户粘性强、毛利率高等特点, 有利于公司长久的可持续发展及品牌积累。在 NOR 闪存芯片升级研发及产业化项目上, 公司以自身战略规划为导向, 瞄准高容量、高可靠性的产品市场进行技术研发规划战略。在研产品包括: 40nmNOR Flash 系列存储器芯片; New Gen NOR Flash 系列存储器芯片。切入汽车电子市场、5G 基站等工业市场和大规模物联网设备市场可以提高公司的 NOR Flash 业务发展空间, 我们看好公司经营业绩的长期稳定增长。

投资建议: 持续看好公司增长潜力, 预计 22-24 年归母净利润分别为 3.66/4.84/6.53 亿元; 对应 EPS 分别为 10.10/13.35/18.03 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争压力加剧、SONOS 工艺技术授权到期、应收账款风险、供应商集中度风险、NOR Flash 和 EEPROM 产品的技术迭代风险、晶圆及封测价格上涨风险

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	182.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	36.23
流通 A 股股本(百万股)	8.09
A 股总市值(百万元)	6,628.41
流通 A 股市值(百万元)	1,479.68
每股净资产(元)	54.64
资产负债率(%)	4.17
一年内最高/最低(元)	536.00/181.07

作者

潘曦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《普冉股份 - 公司点评: NOR FLASH+EEPROM 两翼齐飞, 2021 年业绩表现亮眼》 2022-02-23
- 《普冉股份 - 季报点评: 业绩超预期, 产品制程升级大客户供货占比持续突破》 2021-10-30
- 《普冉股份 - 首次覆盖报告: 非易失性存储赛道后起之秀, 大容量高可靠市场打开第二增长曲线》 2021-10-08

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	717.33	1,102.92	1,764.68	2,364.67	3,074.07
增长率(%)	97.62	53.75	60.00	34.00	30.00
EBITDA(百万元)	140.62	362.55	404.41	518.50	681.01
净利润(百万元)	86.04	291.15	365.96	483.53	653.17
增长率(%)	166.20	238.39	25.69	32.13	35.08
EPS(元/股)	2.37	8.04	10.10	13.35	18.03
市盈率(P/E)	77.04	22.77	18.11	13.71	10.15
市净率(P/B)	16.94	3.43	2.88	2.38	1.93
市销率(P/S)	9.24	6.01	3.76	2.80	2.16
EV/EBITDA	0.00	31.22	11.81	8.71	5.91

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	117.44	1,463.06	1,825.80	2,081.08	2,566.42
应收票据及应收账款	145.09	212.46	286.33	405.21	516.27
预付账款	0.30	1.77	2.40	2.01	4.22
存货	144.31	225.46	382.32	376.72	642.15
其他	33.38	18.09	24.36	25.61	24.92
流动资产合计	440.52	1,920.84	2,521.21	2,890.63	3,753.99
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19.26	27.19	17.04	6.89	0.00
在建工程	0.86	3.66	3.66	3.66	3.66
无形资产	4.02	8.57	6.83	5.08	3.33
其他	8.57	64.46	26.97	29.22	34.68
非流动资产合计	32.71	103.88	54.49	44.84	41.66
资产总计	473.23	2,024.72	2,575.70	2,935.47	3,795.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	64.80	72.09	207.09	117.41	309.71
其他	15.76	17.08	69.10	35.37	49.70
流动负债合计	80.56	89.17	276.19	152.78	359.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.15	2.05	1.63	1.28	1.65
非流动负债合计	0.15	2.05	1.63	1.28	1.65
负债合计	82.02	92.80	277.82	154.06	361.06
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	27.17	36.23	36.23	36.23	36.23
资本公积	281.72	1,522.22	1,522.22	1,522.22	1,522.22
留存收益	82.32	373.47	739.43	1,222.96	1,876.13
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	391.21	1,931.92	2,297.88	2,781.42	3,434.58
负债和股东权益总计	473.23	2,024.72	2,575.70	2,935.47	3,795.65

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	86.04	291.15	365.96	483.53	653.17
折旧摊销	7.88	12.32	11.90	11.90	8.63
财务费用	2.68	0.31	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	(0.27)	(0.09)	(0.12)	(0.16)
营运资金变动	(182.90)	(162.90)	(15.06)	(240.16)	(176.47)
其它	37.14	41.18	(0.05)	0.01	0.01
经营活动现金流	(49.15)	181.79	362.65	255.16	485.18
资本支出	21.55	23.32	0.42	0.35	(0.38)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(47.10)	(104.07)	(0.33)	(0.23)	0.54
投资活动现金流	(25.55)	(80.74)	0.09	0.12	0.16
债权融资	(2.99)	12.15	0.00	0.00	0.00
股权融资	129.37	1,249.56	0.00	0.00	0.00
其他	(43.48)	(17.25)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	82.90	1,244.46	0.00	0.00	0.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8.19	1,345.50	362.74	255.28	485.34

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	717.33	1,102.92	1,764.68	2,364.67	3,074.07
营业成本	546.66	703.29	1,129.39	1,512.21	1,952.03
营业税金及附加	1.05	2.63	3.53	4.61	6.49
销售费用	16.43	21.65	35.29	46.86	61.20
管理费用	18.25	25.18	47.51	59.27	76.67
研发费用	45.97	91.49	158.82	236.47	307.41
财务费用	(0.01)	(12.15)	0.00	0.00	0.00
资产/信用减值损失	(4.67)	(6.20)	(5.74)	(5.54)	(5.83)
公允价值变动收益	0.00	(0.08)	(0.05)	0.01	0.01
投资净收益	0.00	0.27	0.09	0.12	0.16
其他	2.03	(5.61)	0.00	0.00	0.00
营业利润	91.63	282.44	384.43	499.84	664.62
营业外收入	2.34	0.25	0.87	1.15	0.76
营业外支出	0.00	0.00	0.07	0.03	0.03
利润总额	93.96	282.69	385.22	500.97	665.34
所得税	7.92	(8.46)	19.26	17.43	12.17
净利润	86.04	291.15	365.96	483.53	653.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	86.04	291.15	365.96	483.53	653.17
每股收益(元)	2.37	8.04	10.10	13.35	18.03

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	97.62%	53.75%	60.00%	34.00%	30.00%
营业利润	154.95%	208.25%	36.11%	30.02%	32.96%
归属于母公司净利润	166.20%	238.39%	25.69%	32.13%	35.08%
获利能力					
毛利率	23.79%	36.23%	36.00%	36.05%	36.50%
净利率	11.99%	26.40%	20.74%	20.45%	21.25%
ROE	21.99%	15.07%	15.93%	17.38%	19.02%
ROIC	84.19%	104.97%	90.31%	108.39%	97.22%
偿债能力					
资产负债率	17.33%	4.58%	10.79%	5.25%	9.51%
净负债率	-30.02%	-75.73%	-79.46%	-74.82%	-74.72%
流动比率	5.38	21.17	9.13	18.92	10.44
速动比率	3.62	18.68	7.74	16.45	8.66
营运能力					
应收账款周转率	7.39	6.17	7.08	6.84	6.67
存货周转率	5.94	5.97	5.81	6.23	6.03
总资产周转率	1.91	0.88	0.77	0.86	0.91
每股指标(元)					
每股收益	2.37	8.04	10.10	13.35	18.03
每股经营现金流	-1.36	5.02	10.01	7.04	13.39
每股净资产	10.80	53.33	63.43	76.77	94.80
估值比率					
市盈率	77.04	22.77	18.11	13.71	10.15
市净率	16.94	3.43	2.88	2.38	1.93
EV/EBITDA	0.00	31.22	11.81	8.71	5.91
EV/EBIT	0.00	32.10	12.17	8.92	5.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com