

普冉股份 (688766.SH)

增持 (维持)

22Q2 环比改善明显, 新品拓展和产品升级加速推进

公司发布 2022 上半年业绩预告, 预计收入 5.63~5.8 亿元, 同比+10%~13.4%; 预计归母净利润 1.03~1.13 亿元, 同比-8.96%~-0.45%。点评如下:

- 22H1 收入同比小幅增长, 经营性净利润基本持平。公司 22H1 预计收入 5.63~5.8 亿元, 同比+10%~13.4%; 归母净利润 1.03~1.13 亿元, 同比-8.96%~-0.45%; 扣非归母净利润 1~1.1 亿元, 同比-8.89%~-0.13%。公司净利润同比增速略低于收入增速, 主要系 ①22H1 支付股权激励费用 1105 万元, 去年同期为 0; ②22H1 公司增大研发投入, 同时 2021 全年享受免征企业所得税优惠政策而自 2022 年起税率调整至 10%。考虑加回股权激励费用后真实经营性扣非归母净利润预计同比基本持平。
- 22Q2 单季物流问题缓解, 收入和利润环比改善明显。公司 22Q2 预计收入 3.39~3.56 亿元, 同比+22.8%~+28.9%/环比+51.2%~+58.8%; 扣非归母净利润 0.62~0.71 亿元, 同比-14%~-0.5%/环比+60.4%~+85.4%。上海 3 月底开始封控, 而公司发货集中在月底, 因此影响 Q1 部分收入, 自 4、5 月开始物流问题得到缓解, 发货情况改善, 叠加 Q1 淡季因素, 因此 22Q2 收入和利润环比提升明显。
- 价格疲软带来消费类毛利率承压, 产品结构升级等有望平滑整体毛利率。2021 年受缺芯影响, 公司产品价格调涨, 在 21Q3 达到价格和毛利率高点, 自 21Q4 开始, 消费类 NOR 产品价格和毛利率有所回落; 自 22Q1 开始, 尽管下游消费类 NOR 需求依然疲软, 但公司产品跌价以中小容量 NOR 为主, EEPROM 价格在 22Q1 调涨, 同时 40nm SONOS 和大容量 (128M 以上) ETOX NOR 占比提升, 预计对毛利率有拉动作用, 因此我们预计 22Q2 整体毛利率已达到相对稳态水平, 远期毛利率有望维持 30~35% 区间。
- NOR: 大容量 ETOX 产品放量顺利, 40nm SONOS 产品占比不断提升。2021 年, 公司 NOR 以中小容量 SONOS 工艺为主, 但公司加强产品结构升级, 凭借独特性能和工艺优势, 中大容量 ETOX 产品持续放量, 低功耗、TWS 蓝牙耳机 NOR 也逐步向大容量切换; 40nm SONOS 产品出货量占比提升, 该产品晶圆切割效率提升, 带来毛利率改善。
- EEPROM: 产能逐步向工控、家电、车载等倾斜, 部分产品通过汽车 AEC-Q100 认证。①价格端: 公司于 1 月上调手机摄像头模组 EEPROM 价格 20%, 长期看, 下游对 EEPROM 高安全性和可靠性要求不断增长, 产品附加值有望不断提升; ②产品结构: 22Q1 公司消费类 EEPROM 占比同比明显下降, 产能更多向车载、工控、家电等倾斜。EEPROM 实现了 95nm 及以下制程的量产, 部分车规产品通过 AEC-Q100 认证。
- 公司原有产品市场份额不断提升, 新产品持续完善产品矩阵。公司 NOR 和 EEPROM 持续强化公司产品优势并提升市场份额, 全球市场份额均进入前六, 公司深耕产品性能和工艺, 未来主营 NOR 和 EEPROM 市场份额仍有较大提升空间; 新品方面, “Memory+” 产品不断推出, 截至 2021 年底, 第一颗 M0+ MCU 实现量产, 以消费类客户为主、工业类客户为辅, 在白电、工控、IoT 等市场持续国产替代; 第一颗 VCM Driver (音圈马达驱动, 用于手机摄像头) 实现量产; 1.2V 接口内置非易失存储器产品完成客户送样和认证。
- 投资建议。尽管当前消费类需求疲软, 公司中低容量 NOR 价格和毛利率有一定压力, 但 EEPROM 处于价格和毛利率上升阶段, MCU、VCM 等新品放量, 40nm SONOS 和高容量 ETOX 产品等产品占比提升, 对毛利率有一定拉动作用, 因此我们预计公司收入和经营性净利润依旧呈现稳健增长态势, 同时考虑到 2022 年公司有一部分股权激励费用同时所得税率提高, 我们预计公司 22/23/24 年收入为 14.5/21.0/28.6 亿元, 归母净利润为 2.92/4.01/5.21 亿元, 对应 EPS 为 5.76/7.91/10.26 元, 对应 PE 为 23.9/17.4/13.4 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 市场竞争加剧、行业需求下滑、产品技术迭代、基础工艺技术授权到期等风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 717 | 1103 | 1450 | 2100 | 2855 |
| 同比增长 | 98% | 54% | 31% | 45% | 36% |
| 营业利润(百万元) | 92 | 282 | 324 | 446 | 578 |
| 同比增长 | 155% | 208% | 15% | 37% | 30% |
| 归母净利润(百万元) | 86 | 291 | 292 | 401 | 521 |
| 同比增长 | 166% | 238% | 0% | 37% | 30% |
| 每股收益(元) | 1.70 | 5.74 | 5.76 | 7.91 | 10.26 |
| PE | 81.3 | 24.0 | 23.9 | 17.4 | 13.4 |
| PB | 17.9 | 3.6 | 3.2 | 2.8 | 2.3 |

资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 136.17 元

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 总股本 (万股) | 5072 |
| 已上市流通股 (万股) | 1132 |
| 总市值 (亿元) | 69 |
| 流通市值 (亿元) | 15 |
| 每股净资产 (MRQ) | 39.0 |
| ROE (TTM) | 14.9 |
| 资产负债率 | 4.2% |
| 主要股东 | 王楠 |
| 主要股东持股比例 | 18.73% |

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《普冉股份 (688766) 一业绩大超预期, 毛利率环比改善显著》 2021-10-31
- 《普冉股份 (688766) 新股分析—特色工艺助力低功耗和成本优势, 小容量存储行业翘楚》 2021-08-22

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
曹辉 S1090521060001
caohui@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 441 | 1921 | 2191 | 2590 | 3097 |
| 现金 | 117 | 1463 | 1609 | 1746 | 1759 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 12 | 16 | 23 | 32 |
| 应收款项 | 145 | 200 | 239 | 347 | 571 |
| 其它应收款 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 存货 | 144 | 225 | 301 | 435 | 683 |
| 其他 | 33 | 19 | 25 | 36 | 49 |
| 非流动资产 | 33 | 104 | 105 | 106 | 107 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 19 | 27 | 32 | 35 | 37 |
| 无形资产商誉 | 4 | 9 | 8 | 7 | 6 |
| 其他 | 9 | 68 | 66 | 65 | 63 |
| 资产总计 | 473 | 2025 | 2296 | 2696 | 3204 |
| 流动负债 | 82 | 91 | 120 | 169 | 225 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 65 | 72 | 100 | 144 | 196 |
| 预收账款 | 1 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 其他 | 16 | 17 | 19 | 21 | 24 |
| 长期负债 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 负债合计 | 82 | 93 | 123 | 171 | 227 |
| 股本 | 27 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 资本公积金 | 282 | 1522 | 1522 | 1522 | 1522 |
| 留存收益 | 82 | 373 | 616 | 967 | 1418 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 391 | 1932 | 2174 | 2525 | 2977 |
| 负债及权益合计 | 473 | 2025 | 2296 | 2696 | 3204 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | (49) | 182 | 163 | 175 | 89 |
| 净利润 | 86 | 291 | 292 | 401 | 521 |
| 折旧摊销 | 8 | 13 | 13 | 15 | 15 |
| 财务费用 | 3 | 0 | (35) | (20) | 0 |
| 投资收益 | 0 | (0) | (15) | (10) | (10) |
| 营运资金变动 | (145) | (122) | (102) | (228) | (470) |
| 其它 | (0) | (0) | 9 | 17 | 33 |
| 投资活动现金流 | (26) | (81) | (3) | (8) | (8) |
| 资本支出 | (26) | (30) | (18) | (18) | (18) |
| 其他投资 | 0 | (50) | 15 | 10 | 10 |
| 筹资活动现金流 | 83 | 1244 | (15) | (30) | (69) |
| 借款变动 | (1) | 90 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 2 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 127 | 1241 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (43) | (109) | (50) | (50) | (69) |
| 其他 | (3) | 14 | 35 | 20 | 0 |
| 现金净增加额 | 8 | 1346 | 146 | 137 | 13 |

利润表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 717 | 1103 | 1450 | 2100 | 2855 |
| 营业成本 | 547 | 703 | 972 | 1407 | 1913 |
| 营业税金及附加 | 1 | 3 | 3 | 5 | 7 |
| 营业费用 | 16 | 22 | 30 | 46 | 63 |
| 管理费用 | 18 | 25 | 39 | 56 | 76 |
| 研发费用 | 46 | 91 | 132 | 170 | 228 |
| 财务费用 | (0) | (12) | (35) | (20) | 0 |
| 资产减值损失 | (5) | (6) | 1 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 7 | 18 | 15 | 10 | 10 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 92 | 282 | 324 | 446 | 578 |
| 营业外收入 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 94 | 283 | 324 | 446 | 578 |
| 所得税 | 8 | (8) | 32 | 45 | 58 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 86 | 291 | 292 | 401 | 521 |

主要财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 98% | 54% | 31% | 45% | 36% |
| 营业利润 | 155% | 208% | 15% | 37% | 30% |
| 归母净利润 | 166% | 238% | 0% | 37% | 30% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 23.8% | 36.2% | 33.0% | 33.0% | 33.0% |
| 净利率 | 12.0% | 26.4% | 20.1% | 19.1% | 18.2% |
| ROE | 28.5% | 25.1% | 14.2% | 17.1% | 18.9% |
| ROIC | 27.7% | 24.0% | 12.7% | 16.3% | 18.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 17.3% | 4.6% | 5.3% | 6.3% | 7.1% |
| 净负债比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 5.4 | 21.2 | 18.2 | 15.3 | 13.8 |
| 速动比率 | 3.6 | 18.7 | 15.7 | 12.8 | 10.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.9 | 0.9 | 0.7 | 0.8 | 1.0 |
| 存货周转率 | 4.5 | 3.8 | 3.7 | 3.8 | 3.4 |
| 应收账款周转率 | 7.4 | 6.2 | 6.2 | 6.7 | 5.9 |
| 应付账款周转率 | 9.9 | 10.3 | 11.3 | 11.5 | 11.2 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 1.70 | 5.74 | 5.76 | 7.91 | 10.26 |
| 每股经营净现金 | -0.97 | 3.58 | 3.22 | 3.45 | 1.76 |
| 每股净资产 | 7.71 | 38.09 | 42.86 | 49.79 | 58.69 |
| 每股股利 | 1.24 | 0.99 | 0.99 | 1.36 | 1.76 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 81.3 | 24.0 | 23.9 | 17.4 | 13.4 |
| PB | 17.9 | 3.6 | 3.2 | 2.8 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 36.0 | 12.5 | 11.6 | 8.0 | 5.9 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，13年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

卢志奇：复旦大学电子工程本科、资产评估硕士，3年Synopsys工作经验，2019年在东方阿尔法基金，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300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指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。