

## 公司研究

## 22H1 业绩高增长，SPD、车规 EEPROM 持续放量

## ——聚辰股份（688123.SH）跟踪报告之五

## 买入（维持）

当前价：97.72 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.21
总市值(亿元)	118.08
一年最低/最高(元)	37.46/119.00
近3月换手率	97.03%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.17	4.59	117.02
绝对	3.08	7.35	100.88

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

公司发布 2022 年半年报，22H1 公司实现营业收入 4.42 亿元，同比增长 67.05%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.65 亿元，同比增长 436.97%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.48 亿元，同比增长 125.73%。

## 点评：

**22H1 业绩高增长。**在 DDR5 内存技术商用、汽车级 EEPROM 产品的性能与技术水平逐步获得客户端认可等因素的驱动下，公司 SPD 产品及汽车级 EEPROM 产品于 22H1 大批量供货，带动营业收入快速增长。截至 2022 年 6 月 30 日，公司通过聚源芯星间接持有中芯国际约 355.02 万股股份，按照出资份额确认的公允价值变动收益增加上期业绩约 2231.56 万元，减少本期业绩约 2482.36 万元。受此影响，公司上半年实现归属于上市公司股东的净利润 1.48 亿元，同比增长 125.73%，低于扣除非经常性损益的净利润增幅。扣除前述因素影响后，22H1 公司归属于上市公司股东的净利润为 1.73 亿元，同比增长 298.84%。

## 一、SPD 业务高速增长

根据 JEDEC 组织的定义，在 DDR5 世代，服务器内存模组 RDIMM/LRDIMM 搭配一颗寄存时钟驱动器（RCD）、一颗串行检测芯片（SPD）、一颗电源管理芯片（PMIC）及两颗温度传感器（TS），此外 LRDIMM 还需要配置 10 颗数据缓冲器（DB）；普通台式机及笔记本电脑常用的内存模组 UDIMM/SODIMM 搭配一颗 SPD 及一颗 PMIC。相较于 DDR4，DDR5 相关芯片的市场规模有望实现大幅度增长。

公司与澜起科技共同研发了 DDR5 第一子代串行检测集线器（SPD），芯片内部集成了 8Kbit EEPROM、I2C/I3C 总线集线器（Hub）和温度传感器（TS），适用于 DDR5 系列内存模组（如 LRDIMM、RDIMM、UDIMM、SODIMM 等），应用范围包括服务器、台式机及笔记本内存模组。SPD 是 DDR5 内存模组不可或缺的组件，也是内存管理系统的关键组成部分。

**澜起科技是全球 SPD 核心供应商。**目前全球量产 DDR5 第一子代内存接口芯片的厂商共有三家，分别为澜起科技、瑞萨电子和 Rambus，量产 DDR5 第一子代 SPD 和 TS 的厂商共有两家，分别为澜起科技和瑞萨电子，澜起科技是目前全球可以提供 DDR5 内存接口及模组配套芯片全套解决方案的两家供应商之一。

**聚辰股份在 DDR5 EEPROM 领域积累深厚。**当前内存条市场处于 DDR4 内存模组普及年代，公司已向 Adata、Avant、记忆科技、G.skill 等下游终端客户销售 DDR4 中的 EEPROM 产品，并形成了良好的业务合作关系，这为公司应用于 DDR5 的 SPD EEPROM 产品的市场推广提供了便利性。

**新一代 DDR5 内存模组已于 21Q4 正式导入市场, 成为 22H1 公司业绩主要增长动力。**相比 DDR4 内存, 新一代 DDR5 内存具有速度更快、功耗更低、带宽更高等优势, 有望在未来实现对 DDR4 内存的更新和替代。针对最新的 DDR5 内存技术, 公司与澜起科技合作开发配套新一代 DDR5 内存条的 SPD 产品, 该产品系列内置 SPD EEPROM, 用于存储内存模组的相关信息以及模组上内存颗粒和相关器件的所有配置参数, 并集成了 I2C/I3C 总线集线器 (Hub) 和高精度温度传感器 (TS), 主要应用于计算机领域的 UDIMM、SODIMM 内存模组和服务器领域的 RDIMM、LRDIMM 内存模组, 为 DDR5 内存模组不可或缺的组件, 也是内存管理系统的关键组成部分。22H1, 公司在 DDR5 内存技术商用的驱动下, 应用于 DDR5 内存模组的 SPD 产品需求量迅速增长。作为业内少数拥有完整的 SPD 产品组合和技术储备的企业, 公司抓住 SPD 市场发展的机遇, SPD 产品的销量及收入于 22H1 快速增长, 成为 22H1 业绩增长的重要驱动力。

我们按照 2022-2025 年, DDR5 的渗透率为 20%、50%、80%和 100%进行假设, 考虑到 DDR5 SPD EEPROM 的供应商仅有澜起科技 (聚辰股份) 和瑞萨 (IDT), 且澜起科技在 RCD 的份额约 40%-50%, 我们假设澜起科技和聚辰股份的份额为 55%; 聚辰股份和澜起科技合作开发的 DDR5 SPD EEPROM 在 2022-2025 年的年出货量为 0.55、1.37、2.21、2.78 亿只。

**图表 1: 聚辰股份 DDR SPD EEPROM 出货量预测**

	2022E	2023E	2024E	2025E
服务器出货量 (百万)	14.2	14.5	14.8	15.0
每台服务器内存条数量 (只)	11	11	11	11
服务器总内存条 (百万只) (A)	156.2	159.5	162.8	165.0
PC/NB 数量 (百万)	340	340	340	340
每个 PC/NB 内存条数量 (只)	1	1	1	1
PC/NB 总内存条 (百万只) (B)	340	340	340	340
DDR SPD EEPROM 年需求量 (百万只) (A+B)	496.2	499.5	502.8	505.0
DDR4 年底渗透率 (%)	80%	50%	20%	0%
DDR5 年底渗透率 (%)	20%	50%	80%	100%
DDR5 SPD EEPROM 年需求量 (百万只)	99.2	249.8	402.2	505.0
澜起科技和聚辰股份份额 (%)	55%	55%	55%	55%
澜起科技和聚辰股份出货量 (百万只)	54.6	137.4	221.2	277.8

资料来源: IDC, 光大证券研究所预测

## 二、汽车 EEPROM 产品边界持续拓展

随着汽车智能网联、电动化趋势的不断发展, 汽车电子产品的渗透率将快速提升, 进一步拉动了 EEPROM 市场规模增长, 根据赛迪顾问数据, 预计到 2023 年汽车电子领域对 EEPROM 的需求量将达到 23.87 亿颗。

**积极布局汽车级 EEPROM 产品。**根据不同的温度适应能力, 汽车级 EEPROM 产品可分为以下等级: A3 等级 (-40°C~85°C), A2 等级 (-40°C~105°C), A1 等级 (-40°C~125°C), A0 等级 (-40°C~145°C)。作为国内领先的汽车级 EEPROM 产品供应商, 公司基于对行业发展的判断, 在业务发展过程中侧重了对汽车电子应用领域的技术积累和产品开发, 目前已拥有 A1 及以下等级的全系列汽车级 EEPROM 产品。随着汽车智能网联、电动化趋势的不断发展, 汽车电子产品的渗透率快速提升, 在全球汽车 “缺芯” 的背景下, 公司凭借较高的产品质量、高效的市场响应能力、较为完整的应用产品线和稳定的供货能力, 及时把握住了

市场的发展机遇，汽车级 EEPROM 产品于 22H1 大批量供货，终端客户包括众多国内外主流汽车厂商。

**车载产品边界逐渐拓宽。**公司汽车级 EEPROM 产品现已广泛应用于车载摄像头、液晶显示、娱乐系统等外围部件，并逐步延伸至车身控制模块、底盘传动及微特电机、智能座舱、新能源汽车的三电系统等核心部件。为进一步提升公司在汽车电子应用领域的市场竞争力，公司将积极完善在 A0 等级汽车级 EEPROM 的技术积累和产品布局，并制定更高的产品目标，开发满足不同等级的 ISO 26262 功能安全标准的汽车级 EEPROM 产品。

### 三、持续发力 NOR Flash 产品

**持续研发 NOR Flash 产品。**公司现有客户群体中，有较多客户同时提出 EEPROM 及中低容量、低功耗 NOR Flash 的产品需求，考虑到此类产品具有良好的客户基础，推广成本相对可控，公司基于现有技术基础、研发成果和客户资源，向具有一定技术共通性的 NOR Flash 领域拓展。相较于市场同类产品，公司研发的 NOR Flash 产品具有更可靠的性能和更强的温度适应能力，耐擦写次数提升到 20 万次以上，数据保持时间超过 50 年，适应的温度范围达 -40°C-125°C，并在功耗、数据传输速度、ESD 及 LU 等关键性能指标方面达到业界领先水平。22H1 公司开发的 NOR Flash 产品已实现向部分应用市场和客户群体批量供货。未来，公司将依托技术水平与客户资源优势，持续提升该领域的市场份额和品牌影响力，并进一步开发更高容量的 NOR Flash 产品，完善在 NOR Flash 领域的产品布局。

**盈利预测、估值与评级：**公司作为国内 EEPROM 的龙头公司，我们看好 DDR5 在 2022 年的快速渗透对于公司 EEPROM 业务的拉动效应，我们维持公司 2022-2024 年的归母净利润预测为 3.60/5.10/6.50 亿元，对应 PE33/23/18X，维持“买入”评级。

**风险提示：**消费电子增速放缓，需求疲软风险；材料成本上涨风险。

图表 2：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	494	544	923	1,420	1,876
营业收入增长率	-3.80%	10.17%	69.65%	53.87%	32.08%
归母净利润 (百万元)	163	108	360	510	650
归母净利润增长率	71.33%	-33.57%	232.69%	41.69%	27.39%
EPS (元)	1.35	0.90	2.98	4.22	5.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.15%	7.10%	19.44%	22.70%	23.75%
P/E	72	109	33	23	18
P/B	8.1	7.7	6.4	5.3	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-24

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	494	544	923	1,420	1,876
营业成本	327	333	343	510	732
折旧和摊销	1	3	3	6	9
税金及附加	1	1	2	3	4
销售费用	20	24	42	71	75
管理费用	24	29	65	114	150
研发费用	52	74	92	185	234
财务费用	5	-5	-10	-11	-13
投资收益	14	19	10	10	10
营业利润	175	112	392	555	700
利润总额	178	113	399	558	711
所得税	15	10	33	46	59
净利润	163	104	366	511	652
少数股东损益	0	-5	6	1	2
归属母公司净利润	163	108	360	510	650
EPS(元)	1.35	0.90	2.98	4.22	5.38

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	93	56	288	395	537
净利润	163	108	360	510	650
折旧摊销	1	3	3	6	9
净营运资金增加	13	33	99	151	146
其他	-84	-88	-174	-272	-267
投资活动产生现金流	-920	88	-142	-162	-162
净资本支出	-21	-172	-172	-172	-172
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-899	260	30	10	10
融资活动现金流	-39	-55	-28	-104	-148
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	3	-6	0	0
无息负债变化	8	20	11	52	64
净现金流	-880	87	118	129	228

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	33.7%	38.8%	62.8%	64.1%	61.0%
EBITDA 率	15.7%	16.6%	41.4%	38.3%	36.7%
EBIT 率	15.1%	15.6%	41.1%	37.9%	36.3%
税前净利润率	36.0%	20.8%	43.3%	39.3%	37.9%
归母净利润率	33.0%	19.9%	39.0%	35.9%	34.7%
ROA	10.5%	6.3%	18.5%	21.1%	21.9%
ROE (摊薄)	11.2%	7.1%	19.4%	22.7%	23.8%
经营性 ROIC	45.3%	22.0%	56.0%	52.6%	50.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	6%	7%	6%	7%	8%
流动比率	19.93	14.21	15.34	12.07	10.34
速动比率	19.07	13.22	14.36	11.10	9.34
归母权益/有息债务	619.84	264.45	-	-	-
有形资产/有息债务	657.26	282.87	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,556	1,639	1,978	2,426	2,982
货币资金	346	434	552	680	908
交易性金融资产	1,016	773	773	773	773
应收账款	59	83	133	205	271
应收票据	40	21	35	55	72
其他应收款 (合计)	17	4	7	11	15
存货	67	101	104	154	221
其他流动资产	0	7	7	7	7
流动资产合计	1,546	1,438	1,628	1,910	2,302
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3	7	50	74	96
在建工程	0	152	107	79	51
无形资产	2	4	3	3	3
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	14	14	14	14
非流动资产合计	11	201	350	517	680
总负债	96	119	124	176	241
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	57	60	62	92	131
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	78	101	106	158	223
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9	9
非流动负债合计	18	18	18	18	18
股东权益	1,461	1,520	1,854	2,250	2,741
股本	121	121	121	121	121
公积金	1,139	1,155	1,175	1,175	1,175
未分配利润	202	249	556	951	1,441
归属母公司权益	1,461	1,524	1,852	2,247	2,737
少数股东权益	0	-5	1	2	4

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.10%	4.47%	4.50%	5.00%	4.00%
管理费用率	4.92%	5.30%	7.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.96%	-0.89%	-1.07%	-0.78%	-0.71%
研发费用率	10.52%	13.66%	10.00%	13.00%	12.50%
所得税率	8%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.41	0.27	0.95	1.33	1.70
每股经营现金流	0.77	0.46	2.39	3.27	4.45
每股净资产	12.09	12.62	15.33	18.60	22.65
每股销售收入	4.09	4.50	7.64	11.75	15.52

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	72	109	33	23	18
PB	8.1	7.7	6.4	5.3	4.3
EV/EBITDA	139.6	120.7	27.7	19.3	15.0
股息率	0.4%	0.3%	1.0%	1.4%	1.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE