

688123.SH

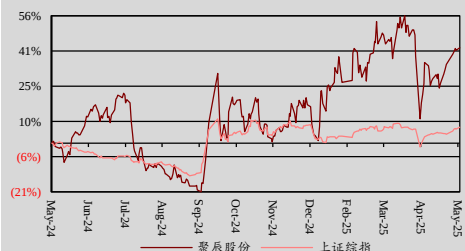
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 76.51

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	36.4	4.5	5.2	42.5
相对上证综指	33.1	0.4	4.6	35.7

发行股数 (百万)	158.12
流通股 (百万)	158.12
总市值 (人民币 百万)	12,097.44
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	438.28
主要股东 (%)	
上海天壕科技有限公司	21.13

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 5 月 12 日收市价为标准

相关研究报告

《聚辰股份》20240724

《聚辰股份》20240521

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：半导体

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

联系人：李圣宣

shengxuan.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123050020

聚辰股份

多元产品线持续完善，SPD 及车规级产品稳健增长

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现经营佳绩，1Q25 延续同比向好态势，公司不断完善布局 DDR5 内存模组配套 SPD、汽车电子等高附加值应用领域，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2024 年聚辰股份经营取得佳绩，1Q25 延续同比向好态势。公司 2024 年全年实现收入 10.28 亿元，同比+46.17%，实现归母净利润 2.90 亿元，同比+189.23%，实现扣非归母净利润 2.64 亿元，同比+198.88%。单季度来看，公司 25Q1 实现营收 2.61 亿元，同比+5.6%/环比+0.72%，实现归母净利润 0.99 亿元，同比+94.71%/环比+26.07%，实现扣非归母净利润 0.81 亿元，同比+22.34%/环比+26.76%。盈利能力方面，公司 2024 年毛利率 54.81%，同比+8.22pcts，归母净利率 28.23%，同比+13.96pcts，扣非归母净利率 25.67%，同比+13.11pcts。单季度来看，公司 2025Q1 实现毛利率 60.29%，同比+5.67pcts/环比+5.62pcts，归母净利率 38.11%，同比+17.44pcts，扣非归母净利率 30.98%，同比+4.24pcts。
- SPD、汽车级 EEPROM 以及 NOR Flash 业务高速增长。1) DDR5 SPD：随着 DDR5 内存模组渗透率的持续提升，以及下游内存模组厂商库存水位的改善，公司配套 DDR5 内存模组的 SPD 产品的销量同比实现大幅度增长，成为公司业绩增长的重要驱动力。个人电脑和服务市场规模的增长将相应带动对内存模组需求量的提升，有望为公司 SPD 业务的扩张创造更大的空间。2) EEPROM：工业级产品方面，随着产品性能与技术水平逐步获得客户端的认可，公司应用于工业控制领域的高可靠性 EEPROM 产品出货量实现高速增长。汽车级产品方面，2024 年公司汽车级 EEPROM 产品成功导入多家全球领先的汽车电子 Tier1 供应商，产品的销量和收入同比高速增长，并加速向汽车核心部件应用领域渗透。随着汽车电动化、智能化、网联化趋势的不断发展，汽车电子产品的渗透率快速提升，有望进一步带动汽车级 EEPROM 市场规模增长。3) NOR FLASH：公司不断完善在 NOR 工艺结构下的 NOR Flash 产品布局，覆盖 512Kb-32Mb 容量的 NOR Flash 产品已实现大批量出货，其中 512Kb-8Mb 容量的 NOR Flash 产品通过第三方权威机构的 AECQ100 Grade 1 车规电子可靠性试验验证；覆盖 64Mb-128Mb 容量的 NOR Flash 产品已成功完成流片，并提供给合作伙伴进行测试验证；覆盖更高容量的 NOR Flash 产品也已完成立项，正在进行电路设计开发。
- 25Q1 下游需求分化不改经营韧性，研发持续加码巩固核心壁垒。2025 年以来，公司各下游应用市场需求分化明显，不同产品的市场销售情况存在较大差异。受益于近年来持续完善在存储芯片市场的布局，公司 DDR5 SPD、汽车级 EEPROM、工业控制 EEPROM 以及 NOR Flash 产品的出货量较上年同期实现快速增长，有效降低了智能手机摄像头 EEPROM、开环类音圈马达驱动芯片与智能卡芯片产品销量下滑对公司业绩造成的影响，成为公司收入规模扩张和盈利能力提升的重要驱动力。与此同时，公司进一步提升研发水平，在完善和升级现有产品的基础上，不断丰富核心技术储备和产品种类，持续优化产品结构，25Q1 的研发投入达 0.41 亿元，为历史同期最高水平。

估值

- 考虑存储及数据中心需求持续景气，公司完善布局 DDR5 内存模组配套 SPD、汽车电子等高附加值应用领域，同时考虑公司研发持续投入，我们调整盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 13.74/17.19/20.49 亿元，实现归母净利润分别为 4.54/5.97/7.14 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 26.7/20.3/16.9 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 存储市场周期波动、DDR5 渗透率不及预期、新产品开拓不及预期、行业竞争加剧、国际贸易摩擦加剧。

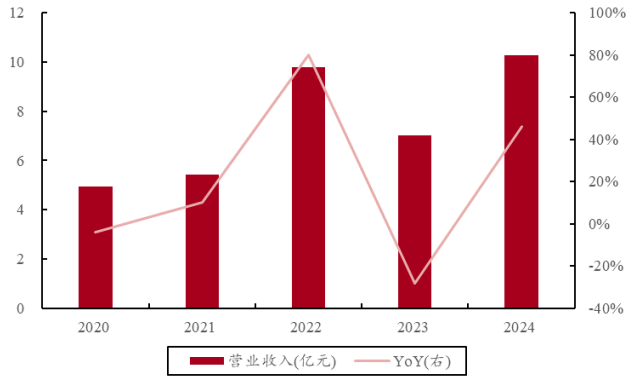
投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	703	1,028	1,374	1,719	2,049
增长率(%)	(28.2)	46.2	33.7	25.1	19.2
EBITDA(人民币 百万)	79	278	479	630	771
归母净利润(人民币 百万)	100	290	454	597	714
增长率(%)	(71.6)	189.2	56.4	31.6	19.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.63	1.84	2.87	3.78	4.52
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	3.04	4.00	-
调整幅度(%)	-	-	(5.44)	(5.61)	-
市盈率(倍)	120.5	41.7	26.7	20.3	16.9
市净率(倍)	6.1	5.5	4.7	3.9	3.3
EV/EBITDA(倍)	114.7	31.1	24.0	17.7	14.3
每股股息 (人民币)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7
股息率(%)	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

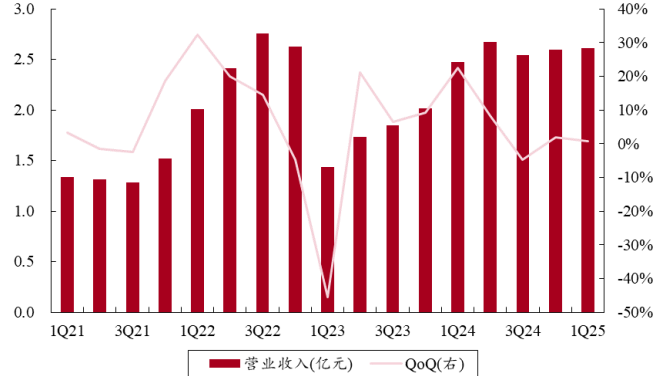
附：公司财务数据概览

图表 1. 公司年度营业收入 (2020-2024)



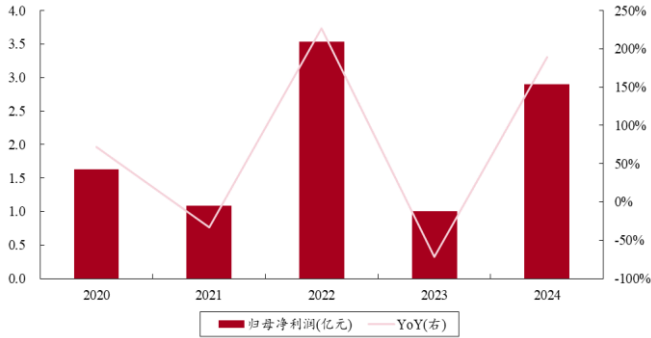
资料来源: ifind, 中银证券

图表 2. 公司分季度营业收入 (1Q21-1Q25)



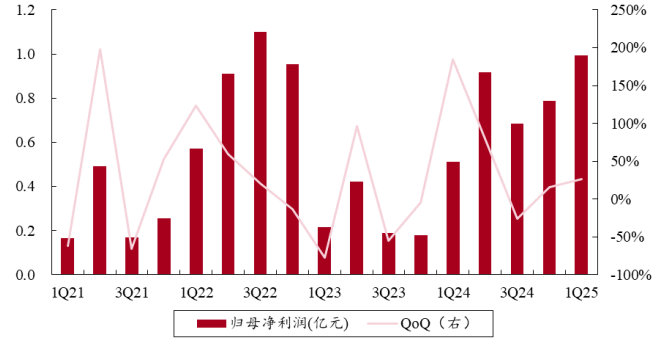
资料来源: ifind, 中银证券

图表 3. 公司年度归母净利润 (2020-2024)



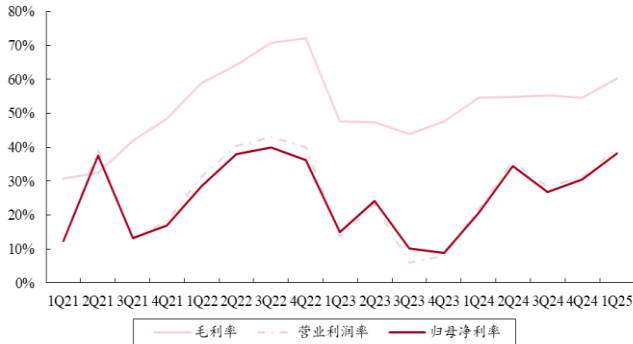
资料来源: ifind, 中银证券

图表 4. 公司分季度归母净利润 (1Q21-1Q25)



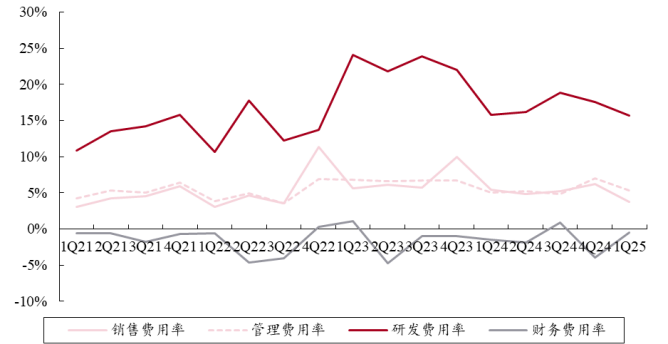
资料来源: ifind, 中银证券

图表 5. 公司盈利能力 (1Q21-1Q25)



资料来源: ifind, 中银证券

图表 6. 公司期间费用率 (1Q21-1Q25)



资料来源: ifind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	703	1,028	1,374	1,719	2,049
营业收入	703	1,028	1,374	1,719	2,049
营业成本	376	465	612	735	871
营业税金及附加	6	7	10	13	14
销售费用	49	56	69	86	102
管理费用	45	57	69	86	102
研发费用	161	176	151	189	225
财务费用	(10)	(17)	(15)	(18)	(22)
其他收益	15	12	12	12	12
资产减值损失	(8)	(17)	(17)	(14)	(16)
信用减值损失	1	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(7)	12	0	0	0
投资收益	11	10	10	10	10
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	87	302	485	637	761
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	85	299	481	633	757
所得税	2	23	36	48	57
净利润	83	276	445	586	700
少数股东损益	(18)	(14)	(9)	(12)	(14)
归母净利润	100	290	454	597	714
EBITDA	79	278	479	630	771
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.63	1.84	2.87	3.78	4.52

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,728	1,917	2,289	2,770	3,284
货币资金	593	578	613	949	1,100
应收账款	128	130	215	216	298
应收票据	16	11	25	20	34
存货	225	243	373	368	511
预付账款	32	58	61	81	87
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	734	898	1,002	1,136	1,255
非流动资产	322	388	420	454	560
长期投资	76	120	120	120	120
固定资产	205	224	218	213	207
无形资产	2	5	47	85	120
其他长期资产	40	40	35	36	113
资产合计	2,050	2,305	2,709	3,224	3,845
流动负债	97	133	165	192	228
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	66	65	107	100	145
其他流动负债	31	68	58	92	83
非流动负债	11	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	10	10	10	10
负债合计	108	143	175	202	239
股本	158	158	158	158	158
少数股东权益	(29)	(43)	(52)	(64)	(78)
归属母公司股东权益	1,971	2,205	2,585	3,086	3,683
负债和股东权益合计	2,050	2,305	2,709	3,224	3,845

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	83	276	445	586	700
折旧摊销	20	26	31	33	54
营运资金变动	(41)	(5)	(201)	15	(207)
其他	41	5	(23)	(29)	(31)
经营活动现金流	103	302	253	604	516
资本支出	(33)	(48)	(66)	(66)	(161)
投资变动	(109)	(195)	(104)	(133)	(119)
其他	9	17	10	10	10
投资活动现金流	(133)	(225)	(160)	(189)	(269)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(103)	(112)	(73)	(97)	(116)
其他	10	16	15	18	22
筹资活动现金流	(93)	(97)	(58)	(79)	(94)
净现金流	(124)	(20)	35	336	152

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(28.2)	46.2	33.7	25.1	19.2
营业利润增长率(%)	(77.3)	247.1	60.4	31.4	19.4
归属于母公司净利润增长率(%)	(71.6)	189.2	56.4	31.6	19.6
息税前利润增长率(%)	(84.7)	326.5	77.8	33.4	20.1
息税折旧前利润增长率(%)	(80.1)	250.3	72.3	31.6	22.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(71.6)	189.2	56.4	31.6	19.6
获利能力					
息税前利润率(%)	8.4	24.5	32.6	34.7	35.0
营业利润率(%)	12.4	29.4	35.3	37.1	37.2
毛利率(%)	46.6	54.8	55.5	57.3	57.5
归母净利润率(%)	14.3	28.2	33.0	34.7	34.9
ROE(%)	5.1	13.2	17.6	19.4	19.4
ROIC(%)	2.9	10.7	16.3	18.2	18.3
偿债能力					
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
净负债权益比	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
流动比率	17.9	14.4	13.9	14.5	14.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	5.1	8.0	8.0	8.0	8.0
应付账款周转率	11.8	15.7	16.0	16.7	16.7
费用率					
销售费用率(%)	7.0	5.4	5.0	5.0	5.0
管理费用率(%)	6.5	5.5	5.0	5.0	5.0
研发费用率(%)	22.9	17.1	11.0	11.0	11.0
财务费用率(%)	(1.4)	(1.6)	(1.1)	(1.0)	(1.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	1.8	2.9	3.8	4.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	1.9	1.6	3.8	3.3
每股净资产(最新摊薄)	12.5	13.9	16.4	19.5	23.3
每股股息	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	120.5	41.7	26.7	20.3	16.9
P/B(最新摊薄)	6.1	5.5	4.7	3.9	3.3
EV/EBITDA	114.7	31.1	24.0	17.7	14.3
价格/现金流(倍)	117.8	40.0	47.8	20.0	23.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371