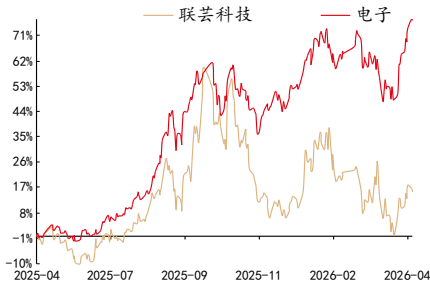




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|------------------|
| 最新收盘价(元) | 47.48 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 4.60 / 2.93 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 218 / 139 |
| 52周内最高/最低价 | 65.80 / 37.05 |
| 资产负债率(%) | 19.1% |
| 第一大股东 | 杭州弘菱投资合伙企业(有限合伙) |

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
研究助理: 陈天瑜
SAC 登记编号: S1340125090015
Email: chentianyu@cnpsec.com

联芸科技(688449)

企业级 SSD 主控加速推进

● 投资要点

业绩稳步提升，核心盈利能力实现大幅改善。公司披露 2025 年年度报告，实现营业总收入 13.27 亿元，同比增长 13.06%；实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 20.41%；实现扣非归母净利润 1.02 亿元，同比大幅增长 130.43%。公司净利润及扣非净利润实现较快增长，核心源于行业景气度回升与自身经营拓展的双向共振。其一，存储行业景气度持续回升，为公司业务发展提供了有利的市场环境；其二，产品端放量成效显著，公司 PC-OEM 市场实现持续突破，PCIe 3.0、PCIe 4.0 及企业级 SATA 主控芯片出货量明显增长，直接带动公司营收规模与综合毛利率稳步提升；其三，公司依托核心技术优势与一站式解决方案能力，持续推进新客户开发与存储主控芯片产品导入，核心的存储主控芯片业务经营业绩同比稳步增长，为公司盈利增长提供了坚实支撑。

发布定增预案，前瞻布局高端存储主控赛道。近日，公司披露向特定对象发行股票预案，拟向不超过 35 名特定对象发行股票募集资金总额不超过 20.62 亿元，募集资金将重点用于新一代数据存储主控芯片研发及补充流动资金，本次募投项目精准锚定 AI 数据中心与智能终端高端存储需求，全面覆盖企业级 PCIe Gen6/Gen7 SSD 主控芯片、消费级 PCIe Gen6 SSD 主控芯片、UFS 5.0 嵌入式存储主控芯片三大高端产品方向；本次定增将为公司高端核心技术攻关提供充足资金支撑，助力公司把握 AI 技术迭代驱动的企业级存储需求爆发机遇，持续完善高端产品矩阵、夯实核心技术壁垒，进一步巩固国产存储主控龙头地位，长期利好公司技术迭代升级与全球市场拓展。

企业级 PCIe 5.0 SSD 主控芯片加速推进。公司长期深耕数据存储主控专用技术研发，在 主控架构、固件算法、接口控制器、数据可靠性管理及低功耗设计等核心领域积淀深厚，先后实现 SATA、PCIe 全系列接口固态硬盘主控芯片的核心技术突破，产品全面覆盖消费级、工业级及企业级固态硬盘全场景应用。公司在 SSD 主控芯片领域已完成 SATA、PCIe 3.0、PCIe 4.0、PCIe 5.0 的全代际接口布局，累计推出超 10 款 SSD 主控芯片并实现规模量产，是国内 SSD 主控领域产品组合最完整的厂商之一。公司企业级 PCIe 5.0 固态硬盘主控芯片目前已进入量产测试阶段并获客户选用，技术迭代节奏行业领先，在完成企业级技术布局的同时，为下一代 PCIe Gen6/7 主控研发筑牢了技术基础。随着行业全面转向 PCIe 5.0 方案，公司凭借深厚技术积累可提供高性能、高可靠、低功耗的 PCIe 5.0 主控产品，产业链适配能力突出，有望充分受益行业换代红利，持续扩大市场份额，提升国产存储在全球产业链的核心竞争力。

● **投资建议**

我们预计公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 16.5/20.2/27.0 亿元，实现归母净利润分别为 0.8/2.5/4.0 亿元，维持“买入”评级。

● **风险提示**

国际出口管制和贸易摩擦风险；市场竞争加剧风险；客户集中度较高风险；供应商集中风险；存货跌价风险。

■ **盈利预测和财务指标**

| 项目\年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 1327 | 1647 | 2016 | 2698 |
| 增长率(%) | 13.06 | 24.09 | 22.39 | 33.87 |
| EBITDA（百万元） | 211.01 | 176.78 | 317.45 | 424.87 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 142.16 | 80.71 | 251.86 | 396.13 |
| 增长率(%) | 20.41 | -43.22 | 212.05 | 57.28 |
| EPS(元/股) | 0.31 | 0.18 | 0.55 | 0.86 |
| 市销率(P/S) | 16.46 | 13.26 | 10.84 | 8.09 |
| 市净率(P/B) | 11.46 | 11.08 | 10.01 | 8.69 |
| EV/EBITDA | 93.45 | 117.37 | 64.82 | 48.15 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 主要财务比率 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|------------|------------|------------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 1327 | 1647 | 2016 | 2698 | 营业收入 | 13.1% | 24.1% | 22.4% | 33.9% |
| 营业成本 | 645 | 784 | 945 | 1240 | 营业利润 | 20.3% | -43.3% | 212.0% | 57.3% |
| 税金及附加 | 7 | 9 | 10 | 12 | 归属于母公司净利润 | 20.4% | -43.2% | 212.0% | 57.3% |
| 销售费用 | 32 | 43 | 48 | 59 | 获利能力 | | | | |
| 管理费用 | 72 | 91 | 107 | 138 | 毛利率 | 51.4% | 52.4% | 53.1% | 54.0% |
| 研发费用 | 503 | 700 | 758 | 998 | 净利率 | 10.7% | 4.9% | 12.5% | 14.7% |
| 财务费用 | 10 | 7 | 11 | 13 | ROE | 7.5% | 4.1% | 11.5% | 15.8% |
| 资产减值损失 | -3 | -3 | -2 | -2 | ROIC | 7.2% | 4.1% | 11.2% | 15.2% |
| 营业利润 | 142 | 81 | 252 | 396 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 19.1% | 20.6% | 20.9% | 21.3% |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 5.31 | 4.92 | 4.84 | 4.69 |
| 利润总额 | 142 | 81 | 252 | 396 | 营运能力 | | | | |
| 所得税 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 3.51 | 4.68 | 4.71 | 5.04 |
| 净利润 | 142 | 81 | 252 | 396 | 存货周转率 | 1.46 | 1.33 | 1.53 | 1.80 |
| 归母净利润 | 142 | 81 | 252 | 396 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.68 | 0.77 | 0.91 |
| 每股收益(元) | 0.31 | 0.18 | 0.55 | 0.86 | 每股指标(元) | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 每股收益 | 0.31 | 0.18 | 0.55 | 0.86 |
| 货币资金 | 1189 | 1235 | 1425 | 1562 | 每股净资产 | 4.14 | 4.29 | 4.74 | 5.47 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 应收票据及应收账款 | 312 | 392 | 464 | 606 | PE | 153.64 | 270.60 | 86.72 | 55.14 |
| 预付款项 | 9 | 9 | 9 | 10 | PB | 11.46 | 11.08 | 10.01 | 8.69 |
| 存货 | 577 | 607 | 625 | 751 | 现金流量表 | | | | |
| 流动资产合计 | 2133 | 2295 | 2578 | 2986 | 净利润 | 142 | 81 | 252 | 396 |
| 固定资产 | 73 | 62 | 74 | 102 | 折旧和摊销 | 66 | 89 | 55 | 16 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资本变动 | -46 | -71 | -47 | -188 |
| 无形资产 | 37 | 14 | 0 | 0 | 其他 | -6 | 2 | 1 | 2 |
| 非流动资产合计 | 222 | 188 | 180 | 207 | 经营活动现金流净额 | 155 | 101 | 261 | 226 |
| 资产总计 | 2355 | 2482 | 2758 | 3193 | 资本开支 | -60 | -54 | -46 | -42 |
| 短期借款 | 100 | 120 | 140 | 160 | 其他 | -94 | 0 | 1 | 2 |
| 应付票据及应付账款 | 127 | 144 | 163 | 193 | 投资活动现金流净额 | -154 | -54 | -45 | -40 |
| 其他流动负债 | 175 | 202 | 230 | 284 | 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 402 | 466 | 533 | 637 | 债务融资 | 17 | 18 | 18 | 19 |
| 其他 | 48 | 45 | 43 | 42 | 其他 | -21 | -16 | -44 | -68 |
| 非流动负债合计 | 48 | 45 | 43 | 42 | 筹资活动现金流净额 | -4 | 2 | -26 | -49 |
| 负债合计 | 449 | 511 | 576 | 679 | 现金及现金等价物净增加额 | -4 | 46 | 190 | 137 |
| 股本 | 460 | 460 | 460 | 460 | | | | | |
| 资本公积金 | 1227 | 1227 | 1227 | 1227 | | | | | |
| 未分配利润 | 165 | 219 | 392 | 665 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他 | 54 | 66 | 103 | 163 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1906 | 1971 | 2182 | 2514 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 2355 | 2482 | 2758 | 3193 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048