

2025 年 08 月 23 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

普冉股份（688766）

大容量产品导入加速，存储+协同多元成长

报告摘要

◆ 业绩稳步增长，加速市场开拓

普冉股份是国内 NOR Flash 和 EEPROM 的主要供应商之一，依托存储领域技术优势，实施“存储+”战略，积极拓展微控制器及模拟芯片领域。公司产品广泛应用于消费电子、工业控制、汽车电子、可穿戴设备、网络通信、家电等领域。业绩方面，2025H1 公司营收 9.07 亿元，同比增长 1.19%；归母净利润 0.41 亿元，同比减少 70.05%；毛利率 31.03%；2025Q2 单季度公司营收 5.00 亿元，同比增长 1.89%；归母净利润 0.22 亿元，同比减少 74.13%；毛利率 30.68%。公司营收稳步增长，利润有所减少主要原因为：1)公司期间费用有所增长，研发投入持续提升，同比合计增长 5908.74 万元；2) 公司基于谨慎原则对存货进行资产计提减值，同比增加 5744.09 万元，后续部分有望转回。

◆ 工艺优势据性价比，大容量产品持续导入

2025 上半年，公司实现存储系列芯片营业收入 6.73 亿元，同比下降 6.98%，毛利率 31.82%，同比下降约 3pct.。

1) NOR FLASH: SONOS 与 ETOX 工艺互补，SONOS 40nm SONOS 工艺制程下 4 Mbit 到 128 Mbit 容量的全系列产品均已实现量产，处于行业领先水平。40nm 为目前公司主要工艺节点，公司 SONOS 工艺的第三代 40E 平台 4Mbit~16Mbit 小容量系列已顺利量产，32Mbit~64Mbit 容量系列计划于 25 年底量产，进一步提升公司成本优势。

公司并行采用浮栅（ETOX）工艺结构，提供以中大容量为主、中小容量为辅的系列产品，目前 55nm 及 50nm 制程实现了 4Mbit~1Gbit 全容量系列产品量产出货，256Mbit~512Mbit 大容量产品已交付部分工控、通讯等客户，加快推动大容量市场导入。

2) EEPROM: 公司已形成覆盖 2Kbit 到 4Mbit 容量的产品系列，操作电压覆盖 1.2V-5.5V，主要采用 130nm 工艺制程，具有高可靠性、面积小、性价比高等优势。公司持续推进 EEPROM 产品在工业控制和车载领域的应用，工业控制上应用占比显著提升，有助稳定公司毛利率。公司超大容量 EEPROM 系列产品，支持 SPI/I2C 接口和最大 4Mbit 容量，其中 2Mbit

投资评级

买入
首次评级

2025 年 08 月 22 日

收盘价(元): 79.33

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	148.05
总市值(百万)	11,744.74
流通股本(百万股)	148.05
流通市值(百万)	11,744.74
12 月最高/最低价(元)	133.33/55.88
资产负债率(%)	10.27
每股净资产(元)	15.13
市盈率(TTM)	59.57
市净率(PB)	5.24
净资产收益率(%)	1.82

股价走势图



作者

刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
联系电话:
邮箱: liumy@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

产品批量用于高速宽带通信和数据中心。2025H1 公司 SPD (SerialOutlineDIMM) 及 TS (Temperature Sensor) 产品顺利量产出货, 主要配套新一代 DDR5 内存条, 目前正在推进重点客户导入, 后续有望受益于 DDR5 内存模组渗透率的提升。

◆ “存储+”产品矩阵丰富, 模拟产品有效协同

2025 上半年, 公司实现“存储+”系列芯片营业收入 2.33 亿元, 同比上升 35.62%, 毛利率 28.69%, 同比下降 0.55pct。

- 1) MCU: 采用先进制程下的嵌入式 Flash 工艺和设计, 可有效降低产品成本, 发挥低功耗与高集成度优势。公司已成功量产 M0+及 M4 产品系列、百余款 MCU 产品, 其中 M0+产品主要应用于家电、灯控、无线麦克风、电子烟等消费电子领域, 电机专用型 M0+产品协同公司 Driver 出货, 公司基于 ARM 内核的 M4 MCU 产品目前已有 11 颗料号量产出货。公司不断拓展 MCU 产品线, 满足下游多样化需求, 提升市场占有率, 目前公司产品已覆盖 SKG、美的、小米、追觅、雅迪、学而思、美团等终端品牌客户。
- 2) VCM Driver: 公司内置非易失存储器的 PE 系列音圈马达驱动芯片 (二合一) 多颗产品量产, 支持下一代主控平台的 1.2V PD 系列驱动芯片亦完成量产出货, 凭借“降低功耗 + 缩小芯片面积”的核心优势, 精准匹配智能终端轻薄化发展需求。中置音圈马达驱动芯片放量, 依托 EEPROM 产品线积累的客户资源, 协同效应良好, 快速打通市场渠道。公司紧跟行业趋势并深度协同终端客户, 第三代 VOIS (光学防抖音圈马达驱动) 芯片成功量产, 进一步提升终端设备稳定性与使用体验; OIS 芯片已在手机、安防两大核心场景实现批量交付, 同时儿童电话手表、运动相机等新兴终端催生的防抖需求, 为公司产品打开更广阔的市场空间。

◆ 投资建议:

公司 NOR FLASH 具技术及成本优势, 推进大容量产品导入, 市场占有率提升, “存储+”系列产品多元发展、有效发挥协同效应, 我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入为 21.84/26.55/31.74 亿元, 同比增长 21.07%/21.56%/19.57%; 归母净利润为 2.36/3.25/4.38 亿元, 同比分别-19.15%/+37.63%/+34.66%; 对应当前 (2025 年 8 月 22 日) 收盘价的 PE 分别为 48/35/26 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

◆ 风险提示:

下游需求不足、新产品研发进展不及预期、市场竞争加剧的风险。

◆ 盈利预测：

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1127.05	1803.57	2183.66	2654.54	3174.08
增长率（%）	21.87%	60.03%	21.07%	21.56%	19.57%
归母净利润（百万元）	-48.27	292.42	236.43	325.39	438.18
增长率（%）	-158.06%	705.74%	-19.15%	37.63%	34.66%
毛利率（%）	24.29%	33.55%	31.75%	32.34%	33.17%
每股收益（元）	-0.33	1.98	1.60	2.20	2.96
市盈率 PE	-235.69	38.91	48.12	34.97	25.97
市净率 PB	5.90	5.13	4.69	4.19	3.67
净资产收益率 ROE（%）	-2.50%	13.19%	9.74%	11.99%	14.13%

资料来源：ifind，中航证券研究所

表1 分业务营收情况（百万元）

业务板块	指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
芯片收入	销售收入	1,127.04	1,803.37	2,183.34	2,654.03	3,173.25
	成本	853.30	1,198.43	1,490.07	1,795.57	2,120.46
	销售收入增长率	21.87%	60.01%	21.07%	21.56%	19.56%
	毛利率	24.29%	33.55%	31.75%	32.35%	33.18%
其他业务	销售收入	0.01	0.20	0.32	0.52	0.83
	成本	0.00	0.00	0.32	0.52	0.83
	销售收入增长率	-40.74%	2690.29%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	-	-	-	-	-
合计	收入	1,127.05	1,803.57	2,183.66	2,654.54	3,174.08
	成本	21.87%	60.03%	21.07%	21.56%	19.57%
	收入增长率	853.30	1,198.43	1,490.39	1,796.08	2,121.29
	毛利率	24.29%	33.55%	31.75%	32.34%	33.17%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

财务报表与财务指标（百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1107	995	1115	1202	1405	营业收入	1127	1804	2184	2655	3174
应收票据及账	340	448	532	641	767	营业成本	853	1198	1490	1796	2121
预付账款	5	5	6	7	9	税金及附加	2	3	4	5	6
其他应收款	16	2	6	7	9	销售费用	40	57	71	84	95
存货	363	718	694	861	1017	管理费用	46	59	70	82	94
其他流动资产	117	26	42	49	57	研发费用	191	242	273	330	386
流动资产总计	1947	2193	2396	2767	3263	财务费用	-28	-19	-4	-4	-5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损	-106	-4	-33	-27	-25
固定资产	49	45	83	129	175	信用减值损	-5	-5	-5	-7	-8
在建工程	5	185	221	200	148	其他经营损	-0	0	0	0	0
无形资产	36	64	50	37	23	投资收益	1	40	5	7	8
长期待摊费用	35	43	21	0	0	公允价值变	9	-35	-2	3	5
其他非流动资	42	47	55	59	65	资产处置收	0	0	0	0	0
非流动资产合	168	385	431	424	410	其他收益	9	45	5	5	5
资产总计	2115	2579	2826	3192	3673	营业利润	-70	305	249	343	462
短期借款	3	1	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0	0
应付票据及账	128	276	306	369	448	营业外支出	0	0	1	1	1
其他流动负债	48	83	90	106	124	其他非经营	0	0	0	0	0
流动负债合计	180	359	396	475	572	利润总额	-70	305	249	343	461
长期借款	6	2	4	2	0	所得税	-22	13	12	17	23
其他非流动负	0	0	0	0	0	净利润	-48	292	236	325	438
非流动负债合	6	2	4	2	0	少数股东损	0	0	0	0	0
负债合计	186	361	400	478	572	归属母公司	-48	292	236	325	438
股本	76	106	106	106	106	EBITDA	-57	343	307	414	527
资本公积	1519	1506	1506	1506	1506	NOPLAT	-79	252	235	319	430
留存收益	334	606	815	1103	1490	EPS(元)	-0	2	2	2	3
归属母公司权	1929	2217	2426	2714	3102						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益合计	1929	2217	2426	2714	3102						
负债和股东权	2115	2579	2826	3192	3673						
现金流量表						主要财务比					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-48	292	229	312	422	成长能力					
折旧与摊销	41	57	62	75	70	营收增长率	21.87%	60.03%	21.07%	21.56%	19.57%
财务费用	-28	-19	-4	-4	-5	营业利润增	-184.92%	537.21%	-18.34%	37.55%	34.61%
投资损失	-1	-40	-5	-7	-8	EBIT 增长率	-304.18%	392.73%	-14.22%	38.02%	34.89%
营运资金变动	-76	-271	-36	-204	-193	EBITDA 增	-178.63%	705.36%	-10.30%	34.73%	27.24%
其他经营现金	134	87	10	12	13	归母净利润	-158.06%	705.74%	-19.15%	37.63%	34.66%
经营性现金净	22	107	255	183	298	经营现金流	116.74%	388.11%	139.63%	-28.19%	62.73%
资本支出	73	289	100	65	50	盈利能力					
长期投资	-15	94	0	0	0	毛利率	24.29%	33.55%	31.75%	32.34%	33.17%
其他投资现金	1	0	-12	3	3	净利率	-4.28%	16.21%	10.83%	12.26%	13.81%
投资性现金净	-87	-196	-112	-62	-47	营业利润率	-6.20%	16.93%	11.42%	12.92%	14.55%
短期借款	0	-3	-1	0	0	ROE	-2.50%	13.19%	9.74%	11.99%	14.13%
长期借款	-8	-4	2	-1	-2	ROA	-2.28%	11.34%	8.36%	10.20%	11.93%
普通股增加	25	30	0	0	0	ROIC	-10.16%	29.14%	17.25%	21.60%	24.96%
资本公积增加	1	-14	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金	-56	-36	-24	-34	-46	P/E	-235.69	38.91	48.12	34.97	25.97
筹资性现金净	-39	-26	-23	-35	-48	P/S	10.10	6.31	5.21	4.29	3.58
现金流量净额	-104	-112	120	86	203	P/B	5.90	5.13	4.69	4.19	3.67
						股息率	0.00%	0.57%	0.24%	0.33%	0.45%
						EV/EBIT	-64.84	34.40	42.51	30.67	22.39
						EV/EBITDA	-111.93	28.72	33.94	25.08	19.41
						EV/NOPLA	-80.21	39.05	44.37	32.52	23.80

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637