

股票投资评级

买入 | 维持

普冉股份(688766)

拟收购 SkyHigh，积极布局 2D NAND

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)	109.70
总股本/流通股本(亿股)	1.48 / 1.48
总市值/流通市值(亿元)	162 / 162
52周内最高/最低价	128.00 / 56.66
资产负债率(%)	14.0%
市盈率	39.46
第一大股东	王楠

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

● 投资要点

拟收购 SHM 布局 2D NAND。根据 9 月 16 日公告，公司正在筹划以现金方式收购公司参股公司珠海诺亚长天存储技术有限公司（标的公司）控股权，本次交易完成后公司预计将实现对标的公司的控股，从而间接控股 SkyHigh Memory Limited (SHM)。SHM 为一家注册在中国香港的半导体企业，专注于提供中高端应用的高性能 2D NAND 及衍生存储器（SLC NAND，eMMC，MCP）产品及方案，核心竞争力为固件算法开发、存储芯片测试方案、集成封装设计、存储产品定制。SHM 在韩国和日本设有工程中心，并在亚洲、欧洲、北美等地设有销售办事处，在全球范围内建立了较为成熟的销售网络，可为客户提供高质量闪存解决方案，具有完整的业务体系和直接面向市场独立持续经营的能力。普冉股份专注于 NOR Flash、EEPROM 两大类非易失性存储器芯片及基于存储芯片的衍生芯片的设计与销售。若完成本次交易，公司将取得标的公司控股权并间接控股 SHM，预计公司与 SHM 将在以下方面产生良好的业务协同效应：

1) 产品互补：公司主营产品为 NOR Flash、EEPROM、MCU 等，SHM 的主营产品为 SLC NAND、eMMC、MCP 等，双方在主营产品范围方面有效互补，可形成完整的非易失性存储产品布局；

2) 市场互补：公司主营业务收入主要来源于中国市场，而 SHM 主营业务收入主要来源于海外市场，双方在销售渠道方面有效互补，可形成覆盖全球范围的销售网络；

3) 技术互补：公司作为 IC 设计企业，拥有较强的集成电路产品的自主研发设计能力，SHM 在产品性能优化、核心量产流程建立与系统优化等方面积累了丰富的产品工程及制造工程能力，双方在设计及工程能力方面有效互补。

坚持存储和“存储+”并行战略。AIoT、汽车电子、工业控制等下游领域对存储芯片的持续需求，以及技术迭代和国产化替代的机遇，为公司长期发展提供了广阔的市场前景。公司坚持存储和“存储+”并行战略，一方面巩固 NOR Flash 和 EEPROM 在现有市场的优势，拓展工业、车规等增量市场；另一方面大力发展 MCU 和模拟产品，MCU、Driver 等模拟芯片与存储产品的协同发展，有望开拓更广阔的应用场景和客户群体。若成功收购 SHM，公司将纳入新的 2D NAND 及衍生存储器产品，进一步丰富“存储+”战略下的产品矩阵，完善非易失性存储产品布局，增强在存储器芯片领域的核心竞争力，助力公司在全球存储市场取得更有利的竞争地位。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 20/26/35 亿元，

实现归母净利润分别为 1/3/4.9 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

产品研发风险；基础工艺技术授权到期风险；主营业务市场规模相对较小，公司竞争实力有待提高的风险；市场竞争加剧的风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1804	2004	2606	3472
增长率(%)	60.03	11.09	30.09	33.20
EBITDA（百万元）	338.29	168.51	361.94	558.92
归属母公司净利润（百万元）	292.42	103.99	295.20	485.66
增长率(%)	705.74	-64.44	183.87	64.52
EPS(元/股)	1.98	0.70	1.99	3.28
市净率（P/B）	7.32	6.92	6.42	5.59
市销率（P/S）	9.00	8.11	6.23	4.68
EV/EBITDA	28.68	91.06	42.24	27.49

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

.1 相对估值

公司专注于集成电路设计领域的科技创新，围绕非易失存储器领域，以先进工艺低功耗 NOR Flash 和高可靠性 EEPROM 为核心，完善和优化产品，满足客户对高性能存储器需求，实现对工业和车载应用的支持。在立足于存储芯片领域的基础上，实施基于先进工艺和存储器优势的“存储+”战略，积极拓展通用微控制器和存储结合模拟的全新产品线。

我们参考 A 股存储芯片公司（兆易创新、北京君正、东芯股份、聚辰股份）进行相对估值分析，参考公司 2025 年 iFind 一致预期 PS 均值为 23.91x。在 AIoT、汽车电子、工业控制等下游领域对存储芯片的持续需求，以及技术迭代和国产化替代的机遇的市场前景下，公司未来的成长主要源于以下几个方面：1) 产品结构优化与高端市场渗透：大容量 NOR Flash 在工控、车载、通讯等领域的导入，以及汽车电子等高附加值产品占比的提升，有助于改善盈利能力和市场空间。2) “存储+”战略的协同效应：MCU、Driver 等模拟芯片与存储产品的协同发展，有望开拓更广阔的应用场景和客户群体。3) 潜在收购带来的战略机遇：若成功收购 SHM，公司将补全 SLC NAND 等产品线，SHM 的海外渠道和工程能力，有助于公司加速全球化布局，形成新的增长点。维持“买入”评级。

图表1：相对估值表（可比公司数据来自 iFind 一致性预期，普冉股份营业收入预测值采用中邮证券研究所预测值）

2025/10/15										
证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
			TTM	2025E	2026E	2027E	TTM	2025E	2026E	2027E
兆易创新	603986.SH	1348	78.97	94.02	115.70	139.29	17.07	14.34	11.65	9.68
北京君正	300223.SZ	431	43.55	49.79	58.70	69.17	9.89	8.66	7.34	6.23
东芯股份	688110.SH	477	7.18	8.53	11.06	13.90	66.46	55.89	43.14	34.31
聚辰股份	688123.SH	232	10.88	13.83	18.01	22.52	21.28	16.75	12.86	10.28
均值								23.91	18.75	15.13
普冉股份	688766.SH	162	18.14	20.04	26.06	34.72	8.95	8.11	6.23	4.68

资料来源：iFind，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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1804	2004	2606	3472	营业收入	60.0%	11.1%	30.1%	33.2%
营业成本	1198	1372	1730	2253	营业利润	537.2%	-61.7%	180.4%	65.2%
税金及附加	3	4	5	7	归属于母公司净利润	705.7%	-64.4%	183.9%	64.5%
销售费用	57	78	81	95	获利能力				
管理费用	59	78	81	97	毛利率	33.6%	31.5%	33.6%	35.1%
研发费用	242	299	365	451	净利率	16.2%	5.2%	11.3%	14.0%
财务费用	-19	-18	-17	-18	ROE	13.2%	4.4%	11.7%	16.7%
资产减值损失	-4	-125	-100	-100	ROI	12.2%	3.8%	11.1%	16.2%
营业利润	305	117	328	542	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	14.0%	13.1%	15.8%	16.7%
营业外支出	0	1	0	0	流动比率	6.11	6.46	5.46	5.24
利润总额	305	116	328	542	营运能力				
所得税	13	12	33	56	应收账款周转率	5.22	4.62	4.89	5.01
净利润	292	104	295	486	存货周转率	2.22	1.82	2.03	2.11
归母净利润	292	104	295	486	总资产周转率	0.77	0.76	0.91	1.07
每股收益(元)	1.98	0.70	1.99	3.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.98	0.70	1.99	3.28
货币资金	995	899	955	881	每股净资产	14.98	15.84	17.08	19.63
交易性金融资产	12	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	413	510	623	853	PE	55.54	156.18	55.02	33.44
预付款项	5	6	7	10	PB	7.32	6.92	6.42	5.59
存货	718	789	919	1215	现金流量表				
流动资产合计	2193	2264	2574	3051	净利润	292	104	295	486
固定资产	41	81	106	139	折旧和摊销	57	70	51	35
在建工程	185	158	126	102	营运资本变动	-257	-316	-237	-546
无形资产	64	68	71	73	其他	14	112	85	85
非流动资产合计	385	433	428	438	经营活动现金流净额	107	-31	193	59
资产总计	2579	2697	3001	3490	资本开支	-289	-61	-45	-45
短期借款	1	0	0	0	其他	94	-26	21	21
应付票据及应付账款	276	261	364	451	投资活动现金流净额	-196	-87	-24	-25
其他流动负债	83	90	108	132	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	359	351	472	583	债务融资	1	-2	0	0
其他	2	1	1	1	其他	-26	-23	-66	-109
非流动负债合计	2	1	1	1	筹资活动现金流净额	-26	-25	-66	-109
负债合计	361	352	473	584	现金及现金等价物净增加额	-112	-142	103	-75
股本	106	148	148	148					
资本公积金	1506	1464	1464	1464					
未分配利润	588	700	839	1144					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	18	33	78	150					
所有者权益合计	2217	2345	2528	2906					
负债和所有者权益总计	2579	2697	3001	3490					

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，我们不对这些信息准确性和完整性负责。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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，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等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.co

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