

2025 年 10 月 30 日

普冉股份（688766.SH）

立足核心技术，多维拓展产品线

◆ 以先进工艺低功耗 NOR Flash 和高可靠性 EEPROM 为核心，构筑长期竞争力：

公司成立于 2016 年，2021 年 8 月在上海证券交易所科创板上市。公司目前主要产品包括 NOR Flash 和 EEPROM 两大非易失性存储器芯片、MCU 微控制器芯片及模拟产品。产品广泛应用于物联网、智能手机及周边、可穿戴、服务器、光模块、工业控制、汽车电子、安防等领域。公司聚焦领先的非易失性存储器芯片，凭借超低功耗和高可靠性的产品优势，积累了良好的品牌认可度，成为全球 NOR Flash 和 EEPROM 的主要供应商之一。公司是中國大陸主要的 NOR Flash 存储器芯片供应商之一。据 Web-Foot Research 报告显示，在 2023 年 NOR Flash 市场销售额排名中，公司位列全球第六。2024 年全年，公司 NOR Flash 产品线出货量突破历史新高，累计出货量超 49 亿颗。从工艺水平来看，公司作为行业首家采用电荷俘获的 SONOS 工艺设计 NOR Flash 的公司，充分发挥产品的性价比、体积、功耗、读写速度等优势。在工艺节点上，基于 SONOS 工艺的平台特点，公司第二代 40nm 制程产品已经成为量产交付主力，实现了升级替代。相对于行业主流的 ETOX 55nm 工艺制程，SONOS 40nm 节点下的 NOR Flash 产品具备更高的芯片集成度、更低的功耗水平，更优的性价比优势，处于行业领先水平。公司的核心技术可以分为设计及工艺技术和特定产品技术。公司通过自主研发和设计架构的配合，通过工艺复杂度的降低，有效减少所需掩膜版的数量，从而降低产品的成本，通过降低操作电压，降低了擦除和写入操作对单元结构的损耗，实现 NOR Flash 低功耗和高可靠性。同样，在 MCU 领域，公司 MCU 产品采用先进制程下的嵌入式 Flash 工艺和设计，使得版图优化，从而实现更小更有竞争力的芯片面积，同时通过工艺复杂度的降低，有效减少所需掩膜版的数量，从而降低产品的成本。我们认为，公司立足于设计及工艺技术等核心技术，持续构建核心产品竞争力，未来成长可期。

◆ **筹划收购珠海诺亚长天存储，丰富 SLCNAND 等产品线：**2025 年 9 月 15 日，公司发布《关于筹划收购珠海诺亚长天存储技术有限公司控股权的提示性公告》，公司拟通过收购珠海诺亚长天存储技术有限公司（标的公司）控股权，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。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年 SLC NAND 全球市场规模为 23.1 亿美元，受益于端侧 AI、汽车电子等领域的发展对存储容量提升的带动，至 2029 年 SLC NAND 市场规模有望增长至 34.4 亿美元，对应复合年增长率为 5.8%。对于中国大陆的存储芯片产业而言，完全自主研发并掌握先进节点的 2D NAND 技术是一个重要的阶段性成就和突破口，这有助于逐步实现国产替代，积累技术经验，并为后续向 3D NAND 等更先进技术迈进奠定基础。本次收购主要是为了增强公司在存储器芯片领域的核心竞争力，进一步丰富产品线，双方在设计及产品工程能力方面也能相互补充，预计将有望产生良好的业务协同效应。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2025 年至 2027 年分别实现营收 21.51 亿元、26.33 亿元、

电子 | 集成电路 III

买入(首次)

投资评级

股价(2025-10-30)

136.35 元

交易数据

总市值（百万元）	20,186.50
流通市值（百万元）	20,186.50
总股本（百万股）	148.05
流通股本（百万股）	148.05
12 个月价格区间	149.00/57.45

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	31.99	99.74	107.57
绝对收益	33.94	113.18	127.58

分析师

熊军

 SAC 执业证书编号：S0910525050001
 xiongjun@huajinsc.cn

分析师

王臣复

 SAC 执业证书编号：S0910523020006
 wangchenfu@huajinsc.cn

相关报告



32.28 亿元，实现归母净利润分别为 1.53 亿元、3.46 亿元、4.66 亿元，对应 PE 分别为 132.3 倍、58.3 倍、43.3 倍，考虑到公司具备较强的核心技术实力，且在持续通过内生和外延拓展产品线，未来业务具有较大成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**下游需求不及预期风险、同业竞争格局加剧风险、收购不及预期风险、新品研发不及预期风险

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,127	1,804	2,151	2,633	3,228
YoY(%)	21.9	60.0	19.3	22.4	22.6
归母净利润(百万元)	-48	292	153	346	466
YoY(%)	-158.1	705.7	-47.8	127.0	34.7
毛利率(%)	24.3	33.6	33.8	35.2	37.3
EPS(摊薄/元)	-0.33	1.98	1.03	2.34	3.15
ROE(%)	-2.5	13.2	6.6	13.2	15.2
P/E(倍)	-418.2	69.0	132.3	58.3	43.3
P/B(倍)	10.5	9.1	8.7	7.7	6.6
净利率(%)	-4.3	16.2	7.1	13.2	14.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、 盈利预测及业务分拆

1、存储芯片业务方面，根据 2025 上半年 Web-FeetResearch 数据统计，公司 NORFlash 全球市占率跻身全球第五位。公司已实现 SONOS 和 ETOX 双工艺平台全容量系列的产品覆盖，产品已在消费电子领域构建了一定的品牌力，公司正持续提升在高端工业、通讯、汽车等领域的市场拓展和产品推广。我们预计 2025 年~2027 年公司存储类业务营收增速分别为 15.00%、20.00%、20.00%，毛利率分别为 35.00%、37.00%、40.00%；

2、微控制器及其他业务方面，公司在快速推进 32 位通用 M0+及 M4 产品，持续推进生态环境建设等；此外也在积极拓展 Driver 产品线，延伸针对模拟领域的探索。我们预计 2025 年~2027 年公司微控制器及其他业务方面营收增速分别为 35.00%、30.00%、30.00%，毛利率分别为 30.00%、30.00%、30.00%。

表 1：普冉股份业务收入预测（百万元，%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存储芯片	871.83	1,011.69	1,417.41	1,630.02	1,956.02	2,347.22
同比 (%)		16.04%	40.10%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	29.65%	23.99%	34.61%	35.00%	37.00%	40.00%
微控制器及其他	52.99	115.36	385.96	521.05	677.36	880.57
同比 (%)		117.70%	234.58%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	33.19%	26.88%	29.63%	30.00%	30.00%	30.00%
业务合计	924.83	1,127.05	1,803.57	2,151.07	2,633.38	3,227.80
同比 (%)		21.87%	60.03%	19.27%	22.42%	22.57%
综合毛利率 (%)	29.85%	24.29%	33.55%	33.79%	35.20%	37.27%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、 估值分析

我们选取国内已上市的存储设计和 MCU 设计厂商作为可比公司，其中：兆易创新是一家致力于开发存储器技术、MCU、传感器和模拟产品及解决方案的领先的无晶圆厂半导体公司；北京君正专注于集成电路设计领域，坚持“计算+存储+模拟”的产品战略和“内外循环双轮驱动”的市场战略，积极推进技术与产品的研发；中颖电子专注于单片机(MCU)产品集成电路设计，MCU 母体包括 8-bit Flash MCU、8-bit OTP/Mask MCU、16-bit DSP、4-bit OTP/Mask MCU；中微半导以微控制器(MCU)研发与设计为核心，专注于芯片设计与销售，致力为消费电子、智能家电、工业控制及汽车电子等各类智能终端设备提供高性能、低功耗、高集成度的芯片产品及系统解决方案。

表 2：可比公司估值（亿元）

上市公司	市值（亿）	归母净利润（亿）			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
兆易创新	1,548	15.72	21.00	26.56	98.5	73.7	58.3
北京君正	444	5.06	6.51	8.23	87.6	68.2	53.9
中颖电子	94	1.21	1.74	2.43	77.4	53.7	38.6
中微半导	142	1.71	2.23	2.98	82.7	63.4	47.5
均值					86.5	64.8	49.6
普冉股份	202	1.53	3.46	4.66	132.3	58.3	43.3

资料来源：Wind 一致预期，普冉股份盈利预测来自华金证券研究所，注：股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

以 2026 年 PE 来对比，根据可比公司估值来看，公司目前的估值低于可比公司估值的均值。考虑到公司具备较强的核心技术实力，且在持续通过内生和外延拓展产品线，未来业务具有较大成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1947	2193	2235	2905	3185
现金	1107	995	1118	1248	1530
应收票据及应收账款	322	413	463	609	705
预付账款	5	5	6	7	9
存货	363	718	566	972	853
其他流动资产	151	63	81	68	87
非流动资产	168	385	379	369	370
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	43	41	75	96	107
无形资产	36	64	66	68	70
其他非流动资产	89	280	238	204	193
资产总计	2115	2579	2613	3274	3555
流动负债	180	359	287	647	488
短期借款	3	1	1	193	93
应付票据及应付账款	128	276	205	371	312
其他流动负债	48	83	81	82	83
非流动负债	6	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	2	2	2	2
负债合计	186	361	289	648	490
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	76	106	148	148	148
资本公积	1519	1506	1463	1463	1463
留存收益	369	641	784	1111	1546
归属母公司股东权益	1929	2217	2325	2625	3065
负债和股东权益	2115	2579	2613	3274	3555

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22	107	210	-18	420
净利润	-48	292	153	346	466
折旧摊销	33	51	46	63	65
财务费用	-28	-19	-20	-15	-15
投资损失	-1	-40	20	-40	-40
营运资金变动	-76	-271	12	-373	-56
其他经营现金流	142	92	0	0	0
投资活动现金流	-87	-196	-59	-13	-26
筹资活动现金流	-39	-26	-27	-31	-12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.33	1.98	1.03	2.34	3.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.72	1.42	-0.12	2.84
每股净资产(最新摊薄)	13.03	14.98	15.70	17.73	20.70

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1127	1804	2151	2633	3228
营业成本	853	1198	1424	1706	2025
营业税金及附加	2	3	4	4	6
营业费用	40	57	77	84	94
管理费用	46	59	77	84	90
研发费用	191	242	293	350	403
财务费用	-28	-19	-20	-15	-15
资产减值损失	-111	-8	-111	-74	-128
公允价值变动收益	9	-35	0	0	0
投资净收益	1	40	-20	40	40
营业利润	-70	305	165	385	537
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	1	0
利润总额	-70	305	165	384	536
所得税	-22	13	12	38	70
税后利润	-48	292	153	346	466
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-48	292	153	346	466
EBITDA	-70	326	179	418	568

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.9	60.0	19.3	22.4	22.6
营业利润(%)	-184.9	537.2	-46.0	133.3	39.5
归属于母公司净利润(%)	-158.1	705.7	-47.8	127.0	34.7
获利能力					
毛利率(%)	24.3	33.6	33.8	35.2	37.3
净利率(%)	-4.3	16.2	7.1	13.2	14.5
ROE(%)	-2.5	13.2	6.6	13.2	15.2
ROIC(%)	-3.7	11.9	5.3	11.3	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	8.8	14.0	11.0	19.8	13.8
流动比率	10.8	6.1	7.8	4.5	6.5
速动比率	8.4	4.0	5.6	2.9	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	3.9	4.9	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	3.4	5.9	5.9	5.9	5.9
估值比率					
P/E	-418.2	69.0	132.3	58.3	43.3
P/B	10.5	9.1	8.7	7.7	6.6
EV/EBITDA	-271.3	58.8	106.7	45.8	33.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

熊军、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn