

普冉股份（688766.SH）

拟间接控股 SHM 增加存储产品线，多元布局打开成长空间

核心观点

3Q25 公司营收实现同环比增长。公司主要从事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。1-3Q25 随着“存储+”系列产品加速推出，公司实现营收 14.33 亿元（YoY+4.89%）；25 年存储行业呈现前低后高趋势，受产品价格及成本、存货跌价准备和研发投入增加等因素影响，1-3Q25 归母净利润 0.59 亿元（YoY-73.73%）同比下降。3Q25 公司单季度实现营收 5.27 亿元（YoY+11.94%，QoQ+5.24%），扣非归母净利润 0.1 亿元（YoY-86.28%，QoQ+35.69%），毛利率 28.14%（YoY-4.51pct，QoQ-2.54pct），预计后续随存储行业回暖，产品价格修复，毛利率有望改善。

3Q25 存储产品单季度出货量同比上升，大容量 NOR Flash 等产品加速放量。公司 NOR Flash 产品通过 SONOS 与 ETOX 工艺互补，产品实现全容量系列覆盖，客户在消费电子基础上拓展工业、白电、PC、通讯和汽车等领域，大容量产品逐步起量。EEPROM 产品在摄像头领域份额稳步提升，拓展三表智能化、汽车电子等应用，SPD 及 TS 产品在客户端稳步推进。25 年下半年存储行业回暖，预计随行业修复，公司存储产品业务有望环比提升。

3Q25 “存储+”产品单季度出货量同比上升，MCU 客户份额加速提升。基于公司存储器设计优势，公司 MCU 产品成本与性能具备竞争力，通过料号与生态扩展，公司 MCU 产品在消费电子、工控等应用领域持续拓宽，客户数量与份额加速提升。此外，公司 Driver 产品通过与 EEPROM 产品线协同导入众多品牌手机客户；与 MCU 协同，推动 MCU 在电机市场份额持续拓展。

拟间接控股 SkyHigh Memory Limited，增加 2D NAND 产品线。公司拟以现金 1.44 亿元收购珠海诺亚长天存储技术有限公司 31%股权，交易完成后公司将间接控股其全资子公司 SkyHigh Memory Limited（SHM）。SHM 为 2D NAND、SLC NAND、eMMC、MCP 等高性能存储产品龙头，拥有韩国、日本工程中心及全球销售网络，25 年 1-8 月实现营收 6.87 亿元、净利润 4749 万元。预计本次交易后，SHM 将补齐公司存储产品线，拓宽公司海外销售网络，公司有望成为 2D NAND 领先企业。

投资建议：我们看好公司“存储+”多元布局与新增产品线的成长空间，预计 2025-2027 年归母净利润 1.14/3.51/4.29 亿元，当前股价对应 25-27 年 PE 162/53/43 倍，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游客户需求不及预期；产品线扩展不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,127	1,804	2,019	2,544	3,171
(+/-%)	21.9%	60.0%	11.9%	26.0%	24.7%
净利润(百万元)	-48	292	114	351	429
(+/-%)	-158.1%	705.7%	-61.0%	207.6%	22.3%
每股收益(元)	-0.64	2.77	0.77	2.37	2.90
EBIT Margin	-0.5%	13.6%	8.5%	12.8%	15.9%
净资产收益率(ROE)	-2.5%	13.2%	4.8%	13.0%	13.9%
市盈率(PE)	-194.7	45.0	161.5	52.5	42.9
EV/EBITDA	838.1	49.4	87.9	48.7	32.6
市净率(PB)	4.87	5.93	7.79	6.85	5.96

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

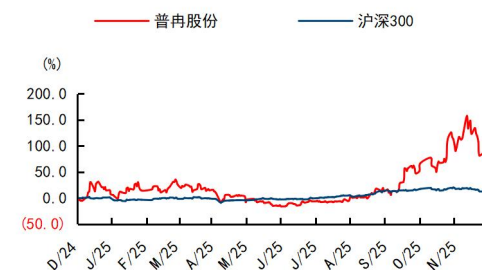
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市（首次评级）
合理估值	
收盘价	124.49 元
总市值/流通市值	18431/18431 百万元
52 周最高价/最低价	178.00/55.88 元
近 3 个月日均成交额	1409.50 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

普冉股份：高性能存储器设计企业

公司目前主营业务为非易失性存储器芯片及基于存储芯片衍生芯片的设计与销售，主要产品包括：NOR Flash 和 EEPROM 两大类非易失性存储器芯片、微控制器芯片以及模拟产品。公司是国内 NOR Flash 和 EEPROM 的主要供应商之一，在此基础上，公司实施“存储+”战略，拓展微控制器及模拟芯片领域以实现多元化发展。其中非易失性存储器芯片属于通用型芯片（包括 NOR Flash 和 EEPROM），可广泛应用于手机、计算机、网络通信、家电、工业控制、汽车电子、可穿戴设备和物联网等领域。微控制芯片（Micro Control Unit，简称 MCU）广泛应用于智能家电、可穿戴设备、物联网、计算机网络、玩具、安防等消费类及各类工业控制、车载领域；模拟产品主要为音圈马达驱动芯片（Voice Coil Motor Driver，简称 VCM Driver），主要用于手机摄像头、安防摄像头、运动相机和儿童手表等有防抖需求的领域。

图1：公司产品布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

存储产品是公司主力产品（包含 NOR Flash 及 EEPROM），1H25 实现收入 6.73 亿元（占 74%）。NOR Flash 主要功能是数据的存储和读取，公司 NOR Flash 产品采用电荷俘获（SONOS）及浮栅（ETOX）工艺结构，目前可提供 512Kbit 到 1Gbit 容量的系列产品，覆盖 1.1V-3.6V 的操作电压区间，具备低功耗、高可靠性、快速擦除和快速读取的优异性能。SONOS 工艺为公司优势领域，相比行业主流工艺制程 50nm-55nm，公司 40nm SONOS 工艺制程下已实现 4Mbit 到 128Mbit 容量的全系列产品量产，技术水平处于行业内领先，成本相比同行具备竞争力。此外，公司拓展浮栅（ETOX）工艺以覆盖中大容量为主、中小容量为辅的系列产品，与 SONOS 工艺形成互补。目前公司 ETOX 工艺产品 55nm 及 50nm 制程已实现 4Mbit-1Gbit 全容量系列产品量产出货；未来随着大容量市场快速导入，汽车电子领域加速拓宽，该产品线有望加速增长。

EEPROM 是非易失性存储器芯片，相较于 NOR Flash 容量更小、擦写次数高，因此适用于各类电子设备的小容量数据存储和反复擦写的需求。公司目前已覆盖 2Kbit-4Mbit 容量，操作电压 1.2V-5.5V 的系列产品。产品从消费类应用逐步向工业控制和车载等领域拓展：一方面，公司 EEPROM 工控应用占比显著提升；另一方面，公司车载产品在车身摄像头、车载中控、娱乐系统等应用实现了海内外客户的批量交付，汽车电子占比持续提升。此外，SPD（Serial Outline DIMM，串行存在检测，一种访问内存模块有关信息的标准化方式）产品线顺利量产出货并于重点客户验证，未来随着产品推广，SPD 产品将一定程度受益于 DDR5 内存模组渗透率的提升。

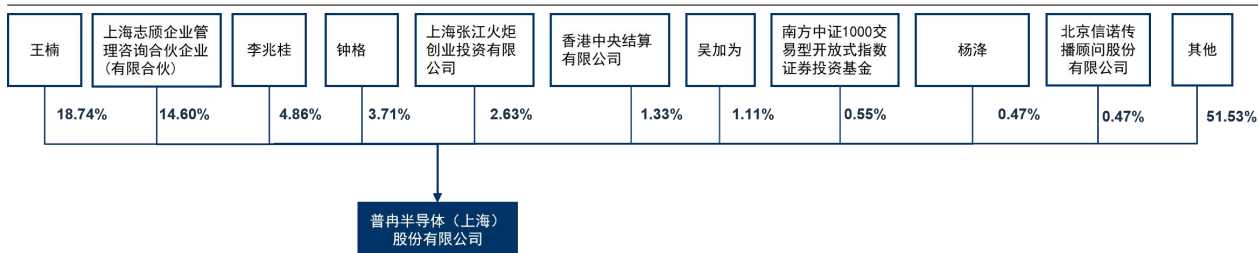
图2：公司“存储+”系列芯片应用领域



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

“存储+”系列芯片是公司多元拓展方向，1H25 公司实现收入 2.33 亿元，同比上升 35.62%。主要产品包含 MCU 产品和模拟产品：MCU 产品基于公司自有设计存储器优势，布局 ARM Cortex-M 内核系列 32 位通用型 MCU 产品。截止 2024 年末公司已成功量产 5 大产品系列、百余款 MCU 产品，覆盖 55nm、40nm 工艺制程，逐步导入消费电子、工业控制等应用。模拟产品包括音圈马达驱动芯片，主要用于控制音圈马达来实现自动聚焦功能，应用于手机摄像头、安防摄像头、运动相机和儿童手表等有防抖需求的领域。

图3：公司股权结构（截至 25 年 11 月 10 日）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司核心团队在技术研发、市场销售、工程管理等领域均有丰富经验。公司创始团队和技术团队曾经在 NEC、华虹 NEC、中芯国际、Integrated Device Technology, Inc.（IDT）、旺宏、SiliconStorageTechnology, Inc.、SONY、瑞萨等国内外知名公司有多年研发和管理经历，核心技术人员平均工作超过十五年，具备深厚的 IDM、Foundry 和 Fabless 行业经验。

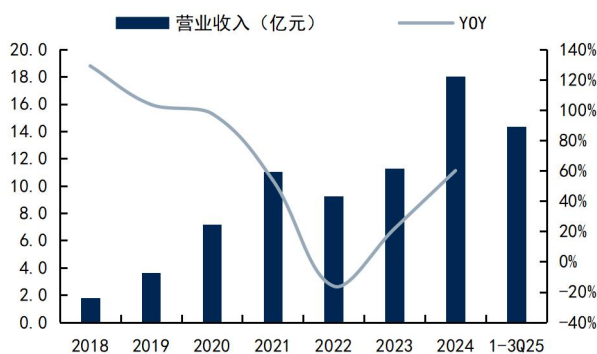
表1: 公司主要成员介绍 (截至 25 年 6 月 30 日)

姓名	职务	出生年份	个人简介
王楠	总经理	1976	毕业于上海交通大学应用物理系, 获得物理学和应用电子学双学士学位, 2011 年获得美国圣路易斯华盛顿大学 Olin 商学院 EMBA 学位。98 年至 12 年就职于上海华虹 NEC 电子有限公司, 从事半导体集成电路设计研发和运营管理, 历任设计工程师, 主管工程师, 部门经理和资深总监, 12 年担任无锡普雅执行董事, 16 年担任普冉有限执行董事, 19 年至今担任公司董事长, 总经理。
曹余新	副总经理	1973	华东师范大学电子学与信息系统学士学位。96 年 9 月至 97 年 7 月就职于上海华虹微电子有限公司, 担任工程师, 97 年 7 月至 16 年 4 月就职于上海华虹 NEC 电子有限公司及上海华虹宏力半导体制造有限公司, 历任工程师, 专家工程师, 16 年 4 月至今担任公司副总经理, 分管产品设计 II 部。
李兆桂	副总经理	1972	毕业于吉林大学电子工程系, 获得半导体专业硕士学位。98 年至 00 年就职于深圳中兴通讯股份有限公司, 担任硬件工程师, 00 年至 05 年就职于艾迪悌新涛科技(上海)有限公司, 担任资深工程师, 05 年至 06 年就职于美国莱迪思半导体公司, 担任项目经理, 06 年至 12 年就职于上海华虹 NEC 电子有限公司, 历任部门经理和专家工程师, 12 年就职于无锡普雅, 历任副总经理, 总经理, 16 年担任普冉有限总经理, 19 年至今担任公司董事, 副总经理。
孙长江	副总经理	1974	浙江大学电子工程专业学士, 高级工程师。97 年就职于华虹半导体有限公司, 担任工程师, 97 年至 12 年就职于上海华虹 NEC 电子有限公司, 历任设计总监和部门经理, 13 年至 15 年就职于上海华虹宏力半导体有限公司, 担任设计支持总监, 15 年至 16 年就职于无锡普雅, 担任销售总监, 16 年至今就职于公司, 担任副总经理, 分管销售部 19 年至今担任公司董事。
董红亮	副总经理	1979	西安电子科技大学光电子技术学士学位。00 年至 13 年就职于上海华虹 NEC 电子有限公司, 历任工程师, 后端设计经理, 13 年至 16 年就职于无锡普雅, 担任产品经理, 16 年加入普冉半导体, 19 年至今担任公司副总经理, 分管产品设计 I 部。
徐小祥	副总经理	1978	浙江大学信电系电子工程专业学士学位。00 年至 03 年就职于新思科技股份有限公司, 担任资深工程师, 03 至 07 年就职于芯原微电子(上海)有限公司, 担任资深工程师, 08 年至 17 年就职于上海爱信诺航芯电子科技有限公司, 担任总经理助理, 17 年至今担任公司副总经理, 分管工程运营中心。
钱佳美	财务负责人, 董 事会秘书	1985	上海财经大学会计学专业学士学位。07 年至 10 年, 就职于毕马威华振会计师事务所上海分所, 担任审计助理经理, 10 年至 13 年, 就职于上海华虹 NEC 电子有限公司资产财务科, 担任副科长, 13 年至 16 年, 就职于上海华虹宏力半导体制造有限公司财务部, 担任副科长, 16 年至 19 年, 就职于上海华虹计通智能系统股份有限公司财务部, 担任经理, 19 年至今担任公司财务负责人兼董事会秘书。
汪齐方	高级专家工程 师, 资深经理	1975	华东理工大学化学工程硕士。01 年至 12 年就职于旺宏微电子(苏州)有限公司, 历任工程师, 部门经理; 12 年就职于苏州抱壹微电子有限公司, 担任技术总监, 12 年至 18 年就职于芯成半导体(上海)有限公司苏州分公司, 担任设计经理, 18 年至今担任公司高级专家工程师兼资深经理。

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

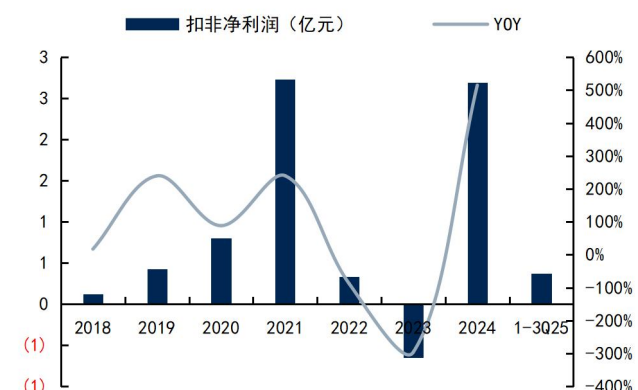
2020-2024 年公司收入 CAGR 约为 26%, 1-3Q25 营收同比增长 5%。受益于公司持续拓展市场份额, 3Q25 公司单季度实现营收 5.27 亿元 (YoY+11.94%, QoQ+5%), 创单季度历史新高。此前, 1H25 公司实现存储系列芯片营业收入 6.73 亿元, 受存储景气度影响同比下降 6.98%, 进入 3Q25, 存储周期逐步回暖, 存储产品价格有望重回上升通道; 此外, “存储+”系列芯片保持快速拓展, 1H25 营业收入 2.33 亿元, 同比上升 35.62%, 客户数量持续增加。

图4: 公司营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

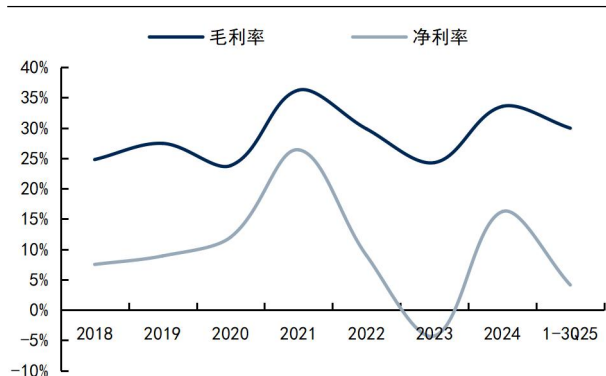
图5: 公司扣非归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020-2024 年扣非净利润 CAGR 约为 35%。存储受行业景气度波动较大，受终端消费市场需求量恢复放缓影响，25 年前期公司部分产品市场价格面临一定压力影响毛利率，产品成本也受到历史库存采购成本不同的影响整体略微有所上升，费用投入有所增加。进入 4Q25，随着利基存储产品价格修复，存储周期上行，公司盈利能力有望进入改善阶段。

图6: 公司毛利率结构 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发投入情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

研发投入持续增加，3Q25 产品出货量同比上升。1-3Q25 随着公司人员规模尤其是研发人员团队扩大，随着各项研发项目推进，研发费用、管理费用和销售费用同比增长 2843.05 万元。在存储芯片部分，3Q25 实现出货量同比增长，预计 Nor Flash 价格上涨有望带动公司毛利率持续环比改善。在“存储+”芯片部分，MCU 产品及 Driver 等新产品推出，3Q25 亦实现出货量同比增长。

表2: SkyHigh Memory Limited (SHM) 财务情况

	2025 年 1-8 月/2025 年 8 月 31 日	2024 年度/2024 年 12 月 31 日
资产总额	52184.34	55874.99
负债总额	17346.78	10153.71
净资产	34837.56	45721.28
营业收入	68716.74	86329.95
净利润	4749.34	2374.74

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

拟间接控股 SkyHigh Memory Limited，增加 2D NAND 产品线。近期，公司发布公告拟以现金 1.44 亿元收购珠海诺亚长天存储技术有限公司 31% 股权，交易完成后公司将持有诺亚长天 51% 股权，实现对诺亚长天的控股，并间接控股其全资子公司 SkyHigh Memory Limited (SHM)。SHM 为 2D NAND、SLC NAND、eMMC、MCP 等高性能存储产品龙头，拥有韩国、日本工程中心及全球销售网络，25 年 1-8 月实现营收 6.87 亿元、净利润 4749 万元。预计本次交易后，SHM 将补齐公司存储产品线，拓宽公司海外销售网络，公司有望成为 2D NAND 领先企业。

盈利预测

目前公司业务矩阵主要包括存储系列芯片与“存储+”系列芯片，参考公司 25 年前三季度情况，业务收入预期如下：

存储系列芯片：主要包含 NOR Flash 产品与 EEPROM 产品。公司 NOR Flash 产品采用电荷俘获（SONOS）及浮栅（ETOX）工艺结构，覆盖 512Kbit 到 1Gbit 容量的系列产品，主要应用领域品应用领域集中在蓝牙、IOT、BLE、AMOLED、工业控制等相关市场。目前公司中大容量产品加速拓展，NOR Flash 产品收入 26-27 年有望保持稳步增长。公司 EEPROM 产品主要用于消费电子、工业控制和车载领域的应用，随着工业控制应用、汽车电子产品营收占比持续提升，预计 EEPROM 产品有望保持加速增长。考虑 25 年存储行业前低后高趋势，当前利基存储产品开启涨价，公司产品份额及应用场景拓宽，我们预计 25-27 年公司存储产品收入有望实现 14.93/18.05/21.34 亿元，对应毛利率 33.41%/35.41%/36.61%。

“存储+”系列芯片：主要包括 MCU 和音圈马达驱动芯片。公司 MCU 产品基于存储器工艺优势具备成本及性能竞争力，产品主要应用于智能家居、小家电、BMS、无人机、驱动电机、逆变器、电子烟等下游领域，份额加速提升。此外，公司音圈马达驱动芯片主要应用于手机摄像头模组等领域，随着运动相机等应用拓宽，高附加值产品扩展，该产品线有望保持稳定增长。结合公司 1-3Q25 经营情况，预计 25-27 年该部分收入约 5.26/7.38/10.36 亿元，对应毛利率 29.13%/30.13%/30.63%。

表3：公司营业收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	11.27	18.03	20.18	25.43	31.70
YoY	22%	60%	12%	26%	25%
存储系列芯片	10.12	14.17	14.93	18.05	21.34
YoY	16.1%	40.0%	5.33%	20.92%	18.26%
占比	90%	79%	74%	71%	67%
毛利率	23.99%	34.61%	33.41%	35.41%	36.61%
“存储+”系列芯片	1.15	3.86	5.26	7.38	10.36
YoY	117.7%	234.6%	36.2%	40.5%	40.4%
占比	10.2%	21.4%	26.0%	29.0%	32.7%
毛利率	26.88%	29.63%	29.13%	30.13%	30.63%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收分别为 20.18/25.43 /31.70 亿元，同比 +12%/26%/25%，综合毛利率为 31.61%/33.20%/34.02%。

未来 3 年业绩预测

研发费率：随着公司产品放量收入增长，我们认为研发费率将逐步下降，假设 2025-2027 年研发费率分别为 14.97%/13.43% /12.10%。

管理费率：随着规模逐步扩大，人员规模增长将逐步放缓，我们认为管理费率将逐步下降，假设 2025-2027 年管理费率分别为 4.05%/3.49%/3.14%。

销售费率：随着公司客户拓展逐步完善后，我们认为销售费率将逐步下降，假设 2025-2027 年销售费率分别为 3.81%/3.28%/2.62%。

表4: 公司未来 3 年盈利预测表 (单位: 亿元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1127	1804	2019	2544	3171
营业成本	853	1198	1381	1699	2093
销售费用	40	57	77	83	83
管理费用	46	59	82	89	100
研发费用	191	242	302	342	384
财务费用	(28)	(19)	(23)	(21)	(20)
营业利润	(70)	305	120	370	452
利润总额	(70)	305	119	369	452
归属于母公司净利润	(48)	292	114	351	429
EPS (元)	-0.64	2.77	0.77	2.37	2.90
ROE (%)	-2.5%	13.2%	4.8%	13.0%	13.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 我们预计 2025-2027 年营收分别为 20.225.4/31.7 亿元, 同比+12%/26%/25%; 归母净利润分别为 1.14/3.51/4.29 亿元, 同比-61%/208%/22%。

盈利预测情景分析

我们对盈利预测进行情景分析, 以前述假设为**中性情形**, 则预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.14/3.51/4.29 亿元。

悲观情形: 若行业涨价低于预期及公司产品价格下跌, 假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形下降 5%, 营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升 5%, 则预计公司 25-27 年归母净利润为 0.16/2.33/2.78 亿元。

乐观情形: 若行业涨价超预期或公司业务拓展超预期, 假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形上升 5%, 营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形下降 5%, 则预计公司 25-27 年归母净利润为 2.14/4.72/5.86 亿元。

表5: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,127	1,804	2,029	2,584	3,253
(+/-%)	21.9%	60.0%	12.5%	27.3%	25.9%
净利润(百万元)	-48	292	214	472	586
(+/-%)	-158.1%	705.7%	-27.0%	121.0%	24.1%
摊薄 EPS	-0.64	2.77	1.44	3.19	3.96
中性预测					
营业收入(百万元)	1,127	1,804	2,019	2,544	3,171
(+/-%)	21.9%	60.0%	11.9%	26.0%	24.7%
净利润(百万元)	-48	292	114	351	429
(+/-%)	-158.1%	705.7%	-61.0%	207.5%	22.2%
摊薄 EPS	-0.64	2.77	0.77	2.37	2.90
悲观预测					
营业收入(百万元)	1,127	1,804	2,008	2,504	3,091
(+/-%)	21.9%	60.0%	11.3%	24.7%	23.4%
净利润(百万元)	-48	292	16	233	278
(+/-%)	-158.1%	705.7%	-94.5%	1349.6%	19.1%
摊薄 EPS	-0.64	2.77	0.11	1.58	1.88
总股本(百万股)	76	106	148	148	148

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 12%/26%/25%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利为 31.61%/33.20%/34.02%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受下周期影响较大，我们预计在 AI 拉动下存储周期有望保持回暖，若存储需求不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

产品研发及市场推广风险：存储器芯片产品的标准化程度较高，差异化竞争较小，因此技术升级是存储器芯片公司间竞争的主要策略，存储器芯片的技术升级主要体现在工艺制程和产品性能两方面。如未来下游客户继续对存储器芯片性能提出新的需求，而公司在现有产品体系基础上未能进一步实现产品的性能升级，或公司在产品的工艺制程升级上落后于同行业竞争对手导致单位成本不具备优势，将对公司的经营业绩增长造成不利影响。

基础工艺技术授权到期风险。公司已付费购买赛普拉斯的 40E、40nm 和 55nm SONOS 工艺的授权，授权截止时间为 2038 年 12 月 31 日，用于公司 NOR Flash 产品的研发设计。2025 年 5 月，公司与英飞凌签署修订协议，工艺授权时间延长到 2038 年 12 月 31 日。如在授权有效期截止前赛普拉斯终止该授权合作或到期后赛普拉斯不再与公司就该授权合作进行续期，公司将无法进行 SONOS 工艺下的 NOR Flash 研发设计及生产，将对公司的正常经营造成不利影响。

供应商集中度较高与其产能利用率周期性波动的风险。公司的晶圆代工主要委托华力和中芯国际进行，公司的晶圆测试和封装测试主要委托紫光宏茂、伟测科技和盛合晶微、华天科技、通富微电等厂商进行，供应商集中度较高。产能利用率随市场周期波动显著，或因市场需求旺盛产能紧张等因素，晶圆代工、晶圆测试和封装产能无法满足需求，将对公司经营业绩产生不利影响。

收购珠海诺亚长天存储技术有限公司股权风险。SHM 所处存储行业受宏观经济、政策、市场周期影响，存在业绩不及预期可能；公司与 SHM 在企业文化、管理制度方面存在差异，协同效应释放存在不确定性；若未来宏观经济、行业政策或竞争格局发生重大变化，可能导致收购估值与实际价值偏离。

财务风险

税收优惠政策变动的风险：截止目前公司已取得高新技术企业证书，公司 2025 年度企业所得税税率按照 15% 执行。若公司未来不能继续享受高新技术企业税收优惠政策，或者国家有关税收政策发生变化，则公司经营业绩可能会受到影响。

毛利率水平波动的风险：产品毛利率受到市场需求、产能供给等多方面因素影响，公司需根据市场需求不断进行产品的迭代升级和创新，以维持公司较强的盈利能力。若公司未来营业收入规模出现显著波动，或受市场竞争影响导致产品单价进一步下降，或受产能供应影响导致产品单位成本上升，公司将面临毛利率波动或下降的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1107	995	1104	1069	1056	营业收入	1127	1804	2019	2544	3171
应收款项	338	415	465	585	730	营业成本	853	1198	1381	1699	2093
存货净额	363	718	712	866	1063	营业税金及附加	2	3	6	6	7
其他流动资产	139	65	67	72	74	销售费用	40	57	77	83	83
流动资产合计	1947	2193	2348	2593	2923	管理费用	46	59	82	89	100
固定资产	48	227	349	476	617	研发费用	191	242	302	342	384
无形资产及其他	36	64	118	173	227	财务费用	(28)	(19)	(23)	(21)	(20)
其他长期资产	84	94	94	94	94	投资收益	1	40	14	18	24
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(96)	(38)	(163)	(70)	(172)
资产总计	2115	2579	2909	3335	3861	其他	4	41	75	76	75
短期借款及交易性金融负债	3	3	129	141	156	营业利润	(70)	305	120	370	452
应付款项	128	276	318	387	475	营业外净收支	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
其他流动负债	48	80	94	113	137	利润总额	(70)	305	119	370	452
流动负债合计	180	359	541	641	768	所得税费用	(22)	13	5	18	23
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	2	2	2	2	归属于母公司净利润	(48)	292	114	351	429
长期负债合计	6	2	2	2	2	现金流量表（百万元）					
负债合计	186	361	543	643	770	净利润	(48)	292	114	351	429
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	106	4	158	60	155
股东权益	1929	2217	2366	2692	3091	折旧摊销	17	29	45	66	84
负债和股东权益总计	2115	2579	2909	3335	3861	公允价值变动损失	(9)	35	5	10	17
关键财务与估值指标						财务费用	0	(2)	(23)	(21)	(20)
每股收益	(0.64)	2.77	0.77	2.37	2.90	营运资本变动	(30)	(531)	6	(202)	(247)
每股红利	0.00	0.20	0.05	0.17	0.21	其它	(15)	280	(135)	(39)	(135)
每股净资产	25.54	21.00	15.98	18.18	20.88	经营活动现金流	22	107	170	225	282
ROIC	-0%	12%	8%	12%	17%	资本开支	(73)	(289)	(221)	(248)	(279)
ROE	-3%	13%	5%	13%	14%	其它投资现金流	(14)	94	0	0	0
毛利率	24%	34%	32%	33%	34%	投资活动现金流	(87)	(196)	(221)	(248)	(279)
EBIT Margin	-1%	14%	8%	13%	16%	权益性融资	0	0	42	0	0
EBITDA Margin	1%	15%	11%	15%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	22%	60%	12%	26%	25%	支付股利、利息	(0)	(21)	(8)	(25)	(30)
净利润增长率	-158%	706%	-61%	208%	22%	其它融资现金流	(38)	(5)	126	12	15
资产负债率	9%	14%	19%	19%	20%	融资活动现金流	(39)	(26)	160	(13)	(16)
息率	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	现金净变动	(104)	(112)	109	(35)	(13)
P/E	(194.7)	45.0	161.5	52.5	42.9	货币资金的期初余额	1211	1107	995	1104	1069
P/B	4.9	5.9	7.8	6.8	6.0	货币资金的期末余额	1107	995	1104	1069	1056
EV/EBITDA	838.1	49.4	87.9	48.7	32.6	企业自由现金流	(89)	(557)	(6)	(75)	37
						权益自由现金流	(127)	(562)	142	(43)	71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032