

兆易创新 (603986)

利基/定制化 DRAM 大展宏图，国产存储龙头再腾飞

买入 (首次)

2025年03月20日

证券分析师 陈海进

执业证书: S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

研究助理 谢文嘉

执业证书: S0600125020003

xiewenjia@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8130	5761	7438	9563	11557
同比 (%)	(4.47)	(29.14)	29.11	28.58	20.84
归母净利润 (百万元)	2,052.88	161.14	1,052.06	1,648.63	2,231.36
同比 (%)	(12.15)	(92.15)	552.88	56.70	35.35
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.09	0.24	1.58	2.48	3.36
P/E (现价&最新摊薄)	42.36	539.64	82.66	52.75	38.97

投资要点

- **兆易创新致力于打造“感存算控连”一体化芯生态，拥抱智能互联“芯”时代。**兆易创新 2024 年业绩预计快速增长，2024 年前三季度持续展现强劲增长势头，收入和销量大幅增长。公司多产品线赛道布局，支撑业务稳健发展，目前主要产品线包括存储器、微控制器和传感器产品等。公司存储器产品分为三个部分，NOR Flash、SLC Nand Flash 和 DRAM。
- **Nor Flash: 兼具高性能和高安全性，满足多样化应用设计需求。**公司是全球排名第二的 SPI NOR Flash 公司。兆易创新 SPI NOR Flash 可提供多达 16 种容量选择，覆盖 512Kb 到 2Gb，可满足多种实时操作系统所需的不同存储空间。
- **NAND Flash: 为网通、安防、IOT、消费电子等应用提供大容量代码数据存储解决方案。**公司小容量 SPI NAND Flash 产品，可广泛应用于手机、机顶盒、数据卡、网通产品、通讯设备等消费类产品，公司在技术、产品以及市场应用方面都处于领先地位。随着公司车规级 SLC NAND Flash 的量产，将进一步拓展应用至汽车市场。
- **DRAM: 公司专注利基型 DRAM，产品涵盖网络通信、工业、车载等领域，已推出 DDR4、DDR3L，未来将补齐 DDR4/LPDDR4 小容量产品，并推进 LPDDR4 研发，同时布局高端产品如 HBM、DDR5。利基型产品仍是公司主流。此外，公司积极布局定制化存储业务，核心受益端侧 AI 机遇。**
- **MCU: MCU 产品线是公司重要战略方向，全领域多产品布局。**公司 MCU 涉及工业及其他应用领域，新推高性能 MCU，丰富内核产品阵容。车规领域发展迅速，24 年 11 月新增募投项目完善汽车 MCU 布局。AI 时代，公司加紧“MCU+AI”布局，市场对“MCU+AI”需求因行业而异，公司提供高性能 MCU 及电机控制解决方案助力客户开发。
- **传感器: 公司指纹识别芯片处于国内领先，为手机、智能门锁、笔记本提供方案，已拓展至 PC 领域，成为国内第二大指纹传感器。**
- **投资建议: 预计兆易创新将在 2024 年至 2026 年实现收入 74.4/95.6/115.6 亿元，归母净利润 10.52/16.49/22.31 亿元，对应当前 PE 估值为 83/53/39 倍。考虑公司 Nor 业务份额、市场竞争力逐渐提升；MCU 业务受益国产化进展；DRAM 业务 25 年有望实现高速增长，定制化 DRAM 深度受益端侧 AI 浪潮，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示: 宏观环境和行业波动风险、供应链风险、人才流失风险。**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	130.95
一年最低/最高价	64.13/147.56
市净率(倍)	5.45
流通 A 股市值(百万元)	86,818.19
总市值(百万元)	86,958.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	24.02
资产负债率(% ,LF)	11.93
总股本(百万股)	664.06
流通 A 股(百万股)	662.99

相关研究

内容目录

1. Fabless 厂商龙头，存储+MCU+传感器全方位布局	4
1.1. 股权结构：股权结构稳定，实控人产业链资源深厚	5
1.2. 财务分析：下游市场需求有所回暖，收入和销量明显恢复	5
2. 存储器：Nor Flash 国内龙头，DRAM 打开新空间	6
2.1. Nor Flash：兼具高性能和高安全性，满足多样化应用设计需求	6
2.2. NAND Flash：为网通、安防、IOT、消费电子等应用提供大容量代码数据存储解决方案	7
2.3. DRAM：利基快速发展，积极布局定制化存储	8
3. MCU+传感器：MCU 全领域布局，传感器赛道领先	9
3.1. MCU：国内龙头，全领域多产品快速布局	9
3.2. 传感器：指纹、触控双领先，国内排名位居第二	12
4. 盈利预测与估值分析	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 估值及投资建议	13
5. 风险提示	14

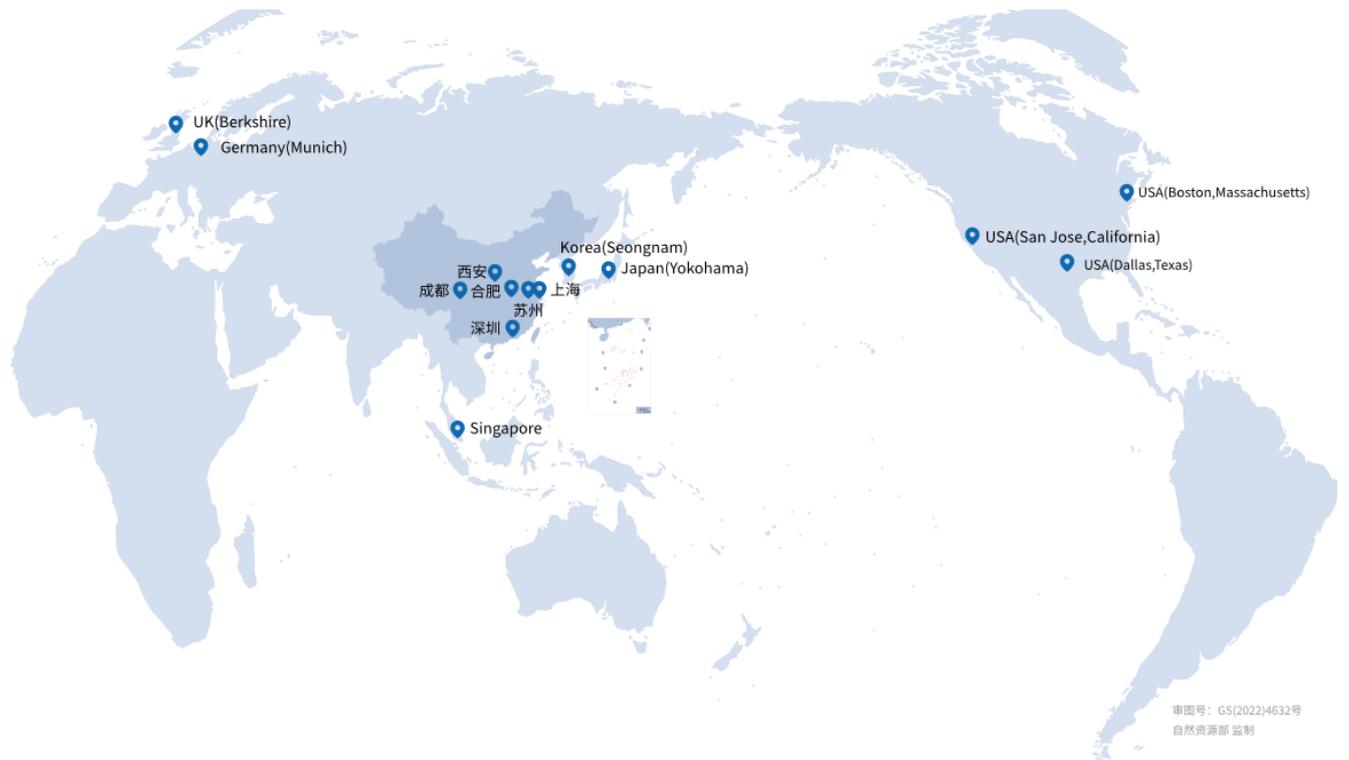
图表目录

图 1:	兆易创新的全球销售网络.....	4
图 2:	兆易创新的市场地位.....	4
图 3:	公司股权架构 (截至 2025 年 2 月)	5
图 4:	公司管理层简历.....	5
图 5:	公司营业收入及增速 (亿元)	6
图 6:	公司归母净利润及增速 (亿元)	6
图 7:	公司毛利率及净利率.....	6
图 8:	公司研发费用及研发费用率.....	6
图 9:	公司 NOR Flash 重点产品介绍	7
图 10:	公司 NAND Flash 器件介绍	7
图 11:	2024 年 Q3 全球主要 DRAM 供应商市场份额.....	8
图 12:	HBM、类 CUBE 方案、普通 DRAM 产品定位对比.....	9
图 13:	全球 MCU 市场规模 (百万美元) 统计预测	10
图 14:	2022 年全球主要 MCU 供应商市场份额	10
图 15:	全球 MCU 下游应用占比	10
图 16:	车规级 MCU 在新能源车中的应用	11
图 17:	公司 MCU 产品矩阵	12
图 18:	公司指纹锁解决方案应用举例 (PC MoH 指纹锁)	12
图 19:	兆易创新营收(亿元)、同比增速 (%)、毛利率 (%) 预测	13
图 20:	可比公司估值 (采用 2025/3/19 收盘价)	14
表 1:	公司利基型 DRAM 产品布局.....	8

1. Fabless 厂商龙头，存储+MCU+传感器全方位布局

兆易创新是全球领先的 Fabless 芯片供应商。公司成立于 2005 年 4 月，总部设于中国北京，在中国上海、深圳、合肥、西安、成都、苏州、美国、韩国、日本、英国、德国、新加坡等多个国家和地区均设有分支机构和办事处，营销网络遍布全球。

图1：兆易创新的全球销售网络



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

兆易创新致力于打造“感存算控连”一体化芯生态，拥抱智能互联“芯”时代。公司的核心产品线为存储器（Flash、利基型 DRAM）、32 位通用型 MCU、智能人机交互传感器、模拟产品及整体解决方案。公司产品以“高性能、低功耗”著称，技术实力备受行业认可。公司多产品线赛道布局，支撑业务稳健发展，目前主要产品线包括存储器、微控制器和传感器产品等。

图2：兆易创新的市场地位



**全球排名第一的
无晶圆厂Flash供应商**

在SPI NOR Flash领域，市场占有率全球第二、中国第一，累计出货量超237亿颗



**中国品牌排名第一的
Arm®通用型MCU供应商**

提供超过51个系列、600+款型号选择，累计出货量超15.7亿颗



指纹芯片行业领先

深耕传感器、信号链、算法及解决方案，全生态的重要贡献者

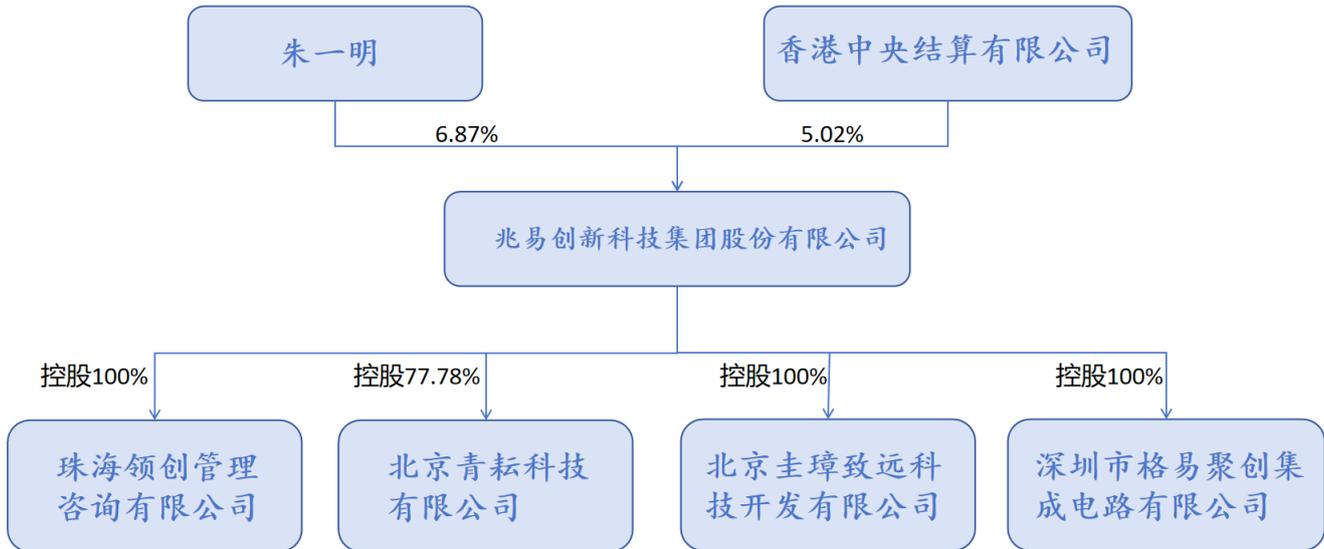
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

注：数据于 2025/03/19 截图自公司官网

1.1. 股权结构：股权结构稳定，实控人产业链资源深厚

公司股权结构分散，结构稳定。截至 2025 年 2 月，公司创始人、董事长朱一明持股比例为 6.87%，为控股股东。除此之外，第二股东为香港中央结算有限公司，持股比例为 5.02%，公司的其他股东持股相对分散，这有助于增加公司的透明度和公平性，同时也有利于股东之间的制衡和监督。

图3：公司股权架构（截至 2025 年 2 月）



数据来源：iFind、东吴证券研究所

公司实际控制人为朱一明，具有深厚的产业链背景。公司董事长自 2021 年起同时担任长鑫科技董事长，或对公司存储业务形成有利优势；副董事长具有中芯国际工作履历。公司管理层整体具备过硬的技术和产业背景。

图4：公司管理层简历

姓名	主要工作经历
朱一明	中国国籍，拥有新加坡永久居留权。曾任 ipolicy Networks Inc. 资深工程师、Monolithic System Technologies Inc. 项目主管。2018 年 7 月至 2022 年 2 月，任长鑫存储技术有限公司董事；2018 年 12 月至 2022 年 2 月，任长鑫存储董事长；2018 年 7 月至 2023 年 4 月，任长鑫存储首席执行官。2020 年 5 月至 2023 年 4 月，任长鑫科技集团股份有限公司首席执行官；2021 年 2 月至今，任长鑫科技集团股份有限公司董事长。2005 年 4 月至 2018 年 7 月，任公司总经理；2005 年 4 月至今，任公司董事长。
何卫	曾先后任北京微电子技术研究所集成电路部副主任；中芯国际集成电路制造有限公司北京销售部副处长。2009 年加入公司，曾任公司副总经理；2018 年 7 月至 2023 年 4 月任公司代理总经理；2023 年 4 月起任公司总经理；2021 年 6 月起任公司董事；2023 年 7 月起任公司副董事长。
王志伟 (WANG ZHIWEI)	2005-2006 担任 Intrawest 公司投资经理，从事投资并购；2007-2008 担任高盛高华经理，从事投资银行工作；2009-2017 年 9 月担任北京清石华山资本投资咨询有限公司投资总监、合伙人；2017 年 9 月至今担任前海清石华山投资管理 (深圳) 有限公司总经理。2015 年 12 月至今担任公司董事。
胡洪	2007 年 7 月加入公司工作至今，历任工程师、部门经理、总监、事业部负责人等职务，精通集成电路芯片设计和测试，领导过公司多个存储器产品系列的研制。2022 年 10 月起至今任公司副总经理，2022 年 12 月起至今任公司董事。

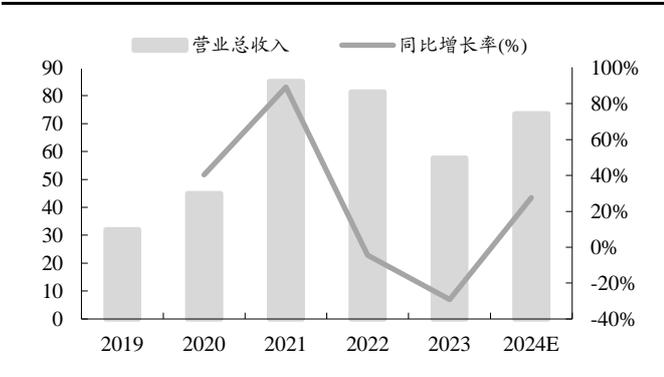
数据来源：iFind、东吴证券研究所

1.2. 财务分析：下游市场需求有所回暖，收入和销量明显恢复

公司 2024 年业绩预计快速增长，需求回暖带动公司业绩。公司 2024 年度业绩预增

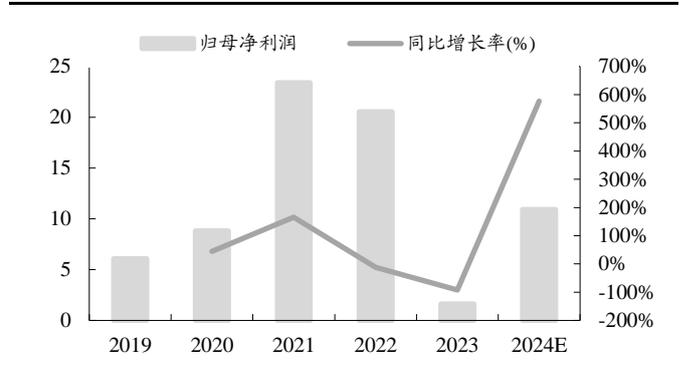
公告指出，公司预计 2024 年度实现营业收入 73.5 亿元左右，同比增长 28% 左右；预计 2024 年归母净利润为 10.9 亿元左右，同比增长 576% 左右。2024 年行业下游市场需求有所回暖，客户增加备货，公司产品在消费、网通、计算等多个领域均实现收入和销量大幅增长。我们看好行业持续回暖带动公司业绩进一步向上。

图5：公司营业收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告、iFind、东吴证券研究所

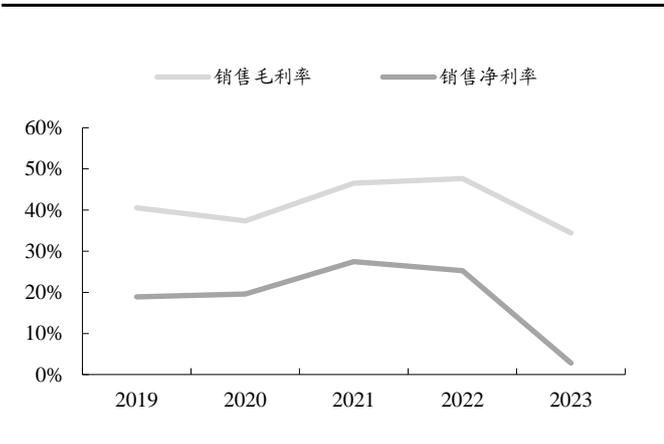
图6：公司归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告、iFind、东吴证券研究所

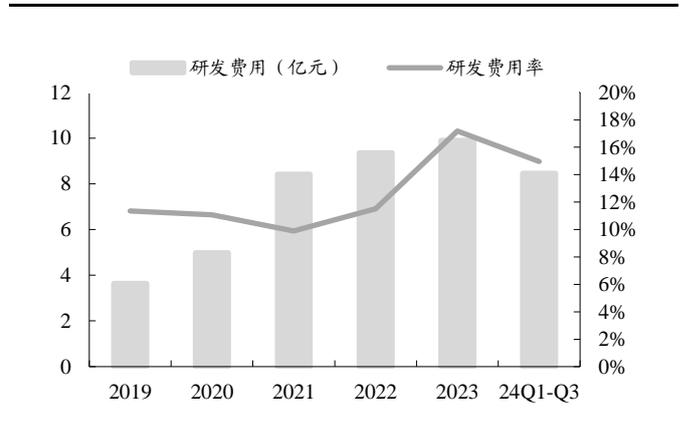
盈利能力 23 年触底后，24 年逐渐回升。2023 年，终端市场需求疲弱，同行业竞争激烈，产品价格下降明显。2023 年前三季度公司所有产品线单价都呈下滑态势，到第四季度多条产品线价格接近或触达底部区域。产品价格下降导致了公司毛利下滑明显，综合毛利率由 22 年的 47.66% 下降到 23 年的 34.42%。24H1 消费、网通市场出现需求回暖，24Q3 工业、存储与计算市场库存有效去化，公司积极跟进市场需求变化，营业收入同比实现显著增长，净利率也随之触底回升。

图7：公司毛利率及净利率



数据来源：公司公告、iFind、东吴证券研究所

图8：公司研发费用及研发费用率



数据来源：公司公告、iFind、东吴证券研究所

2. 存储器：Nor Flash 国内龙头，DRAM 打开新空间

2.1. Nor Flash：兼具高性能和高安全性，满足多样化应用设计需求

公司是全球排名第二的 SPI NOR Flash 公司。兆易创新 SPI NOR Flash 可提供多达 16 种容量选择，覆盖 512Kb 到 2Gb，可满足多种实时操作系统所需的不同存储空间；

并且，拥有四种不同电压范围，分别为 3V、1.8V、1.2V 以及针对电池供电应用推出的 1.65V~3.6V 宽压供电的产品系列；同时，提供多达 20 种不同的封装选项，可满足客户不同应用领域对容量、电压以及封装形式的需求。

图9：公司 NOR Flash 重点产品介绍

<p>大容量</p> <p>2Gb超大容量，支持高速4通道以及JEDEC xSPI和Xccela规格的高速8通道，大容量、高性能应用的理想之选。</p>	<p>高性能</p> <p>高达200MHz的数据读取频率，以及200MB/s和400MB/s的数据吞吐量，提供4通道和8通道选择。</p>	<p>高安全性</p> <p>支持RPMC+MAC功能，在IOT设备及关键应用场景中，保护Flash核心程序，大幅提升安全性。</p>

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2.2. NAND Flash: 为网通、安防、IOT、消费电子等应用提供大容量代码数据存储解决方案

公司通过差异化产品需求切入该细分领域市场，以实现局部应用领先。如小容量 SPI NAND Flash 产品，可广泛应用于手机、机顶盒、数据卡、网通产品、通讯设备等消费类产品，公司在技术、产品以及市场应用方面都处于领先地位。随着公司车规级 SLC NAND Flash 的量产，将进一步拓展应用至汽车市场。

公司在 2013 年推出业界第一颗 SPI NAND Flash，经过多年的发展，在消费电子、工业、汽车电子等领域已经实现了全品类的产品覆盖。2023 年，公司新一代 24nm 工艺的 NAND Flash 存储器产品 GD5F1GM7 获得 2023 年度中国 IC 设计成就奖之“年度最佳存储器”；公司推出 GD25UF 系列 1.2V 低电压超低功耗 SPINOR Flash 产品，在针对智能可穿戴设备、健康监测、物联网设备或其它单电池供电的应用中，能显著降低运行功耗，有效延长设备的续航时间，可以满足主控新工艺演进趋势的低电压、低功耗要求。

图10：公司 NAND Flash 器件介绍

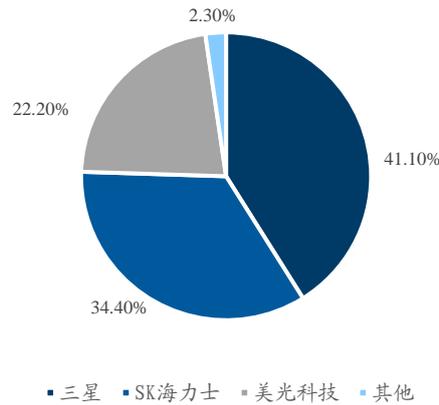
型号	状态	电压	容量	IO总线	页面大小	ECC要求	顺序存取时间	主要特性	主要封装	温度
GD9FS2GxF2A	MP	1.8V	2Gb	x8,x16	2K+128B	4bit-ECC	25ns	N/A	TSOP48 20*12mm, BGA63 9*11mm	-40°C~85°C, -40°C~105°C
GD9FS2GxF3A	MP	1.8V	2Gb	x8,x16	2K+64B	4bit-ECC	25ns	N/A	TSOP48 20*12mm, BGA63 9*11mm	-40°C~85°C, -40°C~105°C
GD9AS2GxF3A	MP	1.8V	2Gb	x8,x16	2K+64B	ECC-free	25ns	Internal ECC	TSOP48 20*12mm, BGA63 9*11mm	-40°C~85°C, -40°C~105°C

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2.3. DRAM: 利基快速发展, 积极布局定制化存储

DRAM(动态随机存取存储器)作为计算系统中的核心组件,在服务器、移动设备、PC及消费电子等领域具有广泛应用,是当前市场中最关键的系统内存。然而,由于技术和资金壁垒极高,DRAM市场呈现出高度集中甚至垄断的格局,主要被韩国三星、SK海力士以及美国美光科技等巨头主导,而排名靠后的企业多来自中国台湾地区。相比之下,中国大陆的DRAM供应商市场份额较低,但随着近年来国内DRAM技术的逐步发展,国产替代的潜力巨大,头部化效应显著,未来发展空间广阔。

图11: 2024年Q3全球主要DRAM供应商市场份额



数据来源: Trendforce, 中商产业研究院, 东吴证券研究所

公司主打DRAM利基存储器。公司DRAM产品可广泛应用在网络通信、电视、机顶盒、智慧家庭、工业、车载影音系统等领域。公司不断丰富自研DRAM产品组合,通过可靠的品质表现及产品力满足市场需求,并已推出DDR4、DDR3L产品,还将持续推进规划中的其他自研产品。

公司着重补齐DDR4/LPDDR4小容量产品。公司目前还是以利基型产品为主,研发端推进LPDDR4的产品,完善产品线。除此之外,公司计划未来着眼于DDR4、LPDDR4小容量产品,增加对HBM、DDR5等高端产品的投入。

表1: 公司利基型DRAM产品布局

类型	容量	架构	速率	电压	温度	应用领域
DDR3L	1Gb/2Gb/4Gb/8Gb	x8/x16	1866Mbps/2133Mbps	1.35V/1.5V	0~95℃ -40~95℃ -40~105℃	网络通信、电视、 监控、机顶盒、工 业、智慧家庭等
DDR4	4Gb/8Gb	x8/x16	2666Mbps/3200Mbps	1.2V	0~95℃ -40~95℃ -40~105℃	机顶盒、电视、监 控、网络通信、智 慧家庭、车载影音 系统等

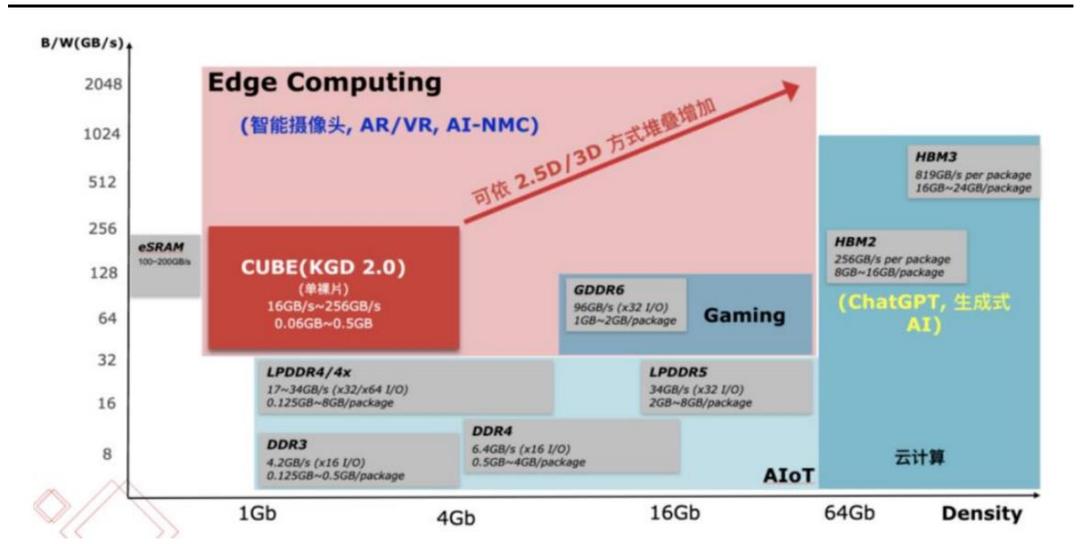
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

25年“存力”或将成为国产AI产业瓶颈, 国产HBM与类CUBE方案将分别进军

云端算力与端侧算力。24 年国内 DRAM 龙头或已量产 HBM2，并同步实现 DDR5 内存芯片的量产，HBM2E 有望在 25 年实现量产。国产 GPU 存储对 HBM 需求基本对标 HBM2E，叠加海外 HBM 管制，下游客户导入意愿强劲，HBM 产业迎国产机遇。

此外 25 年端侧 AI 有望放量，其对存储的要求更倾向于低功耗、高带宽、小容量，有望催化 CUBE 等堆叠 DRAM 需求。兆易创新等国产厂商有望借助定制化服务优势，深度受益产业趋势。

图12: HBM、类 CUBE 方案、普通 DRAM 产品定位对比



数据来源：半导体芯闻，东吴证券研究所

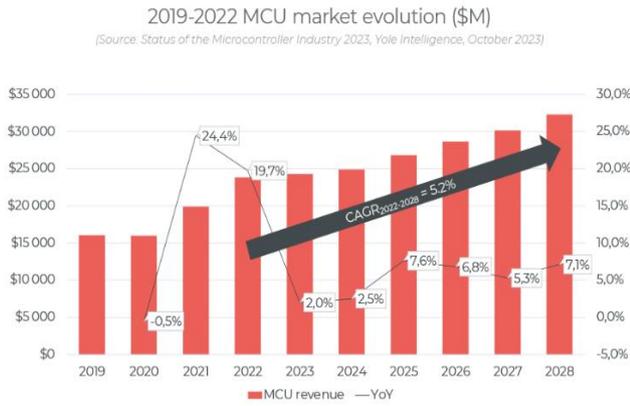
3. MCU+传感器：MCU 全领域布局，传感器赛道领先

3.1. MCU：国内龙头，全领域多产品快速布局

全球 MCU 市场广阔，中国市场潜力巨大。根据 Yole 显示，2022 年至 2028 年间，MCU 预计将以 5.2% 的复合年均增长率增长，到 2028 年市场规模将达到 320 亿美元。国内市场同样前景广阔，根据智研咨询的数据，2023 年我国 MCU 芯片行业市场规模约为 419.8 亿元，产量约为 56.14 亿片，需求量约为 91.7 亿片。

全球 MCU 市场高度集中，美国、欧洲和日本主导。根据 Yole 的数据，2022 年全球前六大 MCU 厂商（英飞凌、瑞萨电子、恩智浦、意法半导体、微芯科技和德州仪器）合计占据了 88% 的市场份额。相比之下，国内 MCU 市场的竞争格局则大不相同，智研咨询调查显示，2021 年，国内企业市场份额占比靠前的主要有兆易创新、中颖电子、乐鑫科技、国名技术、复旦微电，占比分别为 4.4%、4.1%、1.5%、1.8%、0.8%，集中度低，发展空间大，且国内大部分厂商仍集中在小家电和消费电子等中低端市场，汽车和工业板块渗透率不足。

图13: 全球 MCU 市场规模 (百万美元) 统计预测



数据来源: Yole、东吴证券研究所整理
注: 23-29 年为预测数据

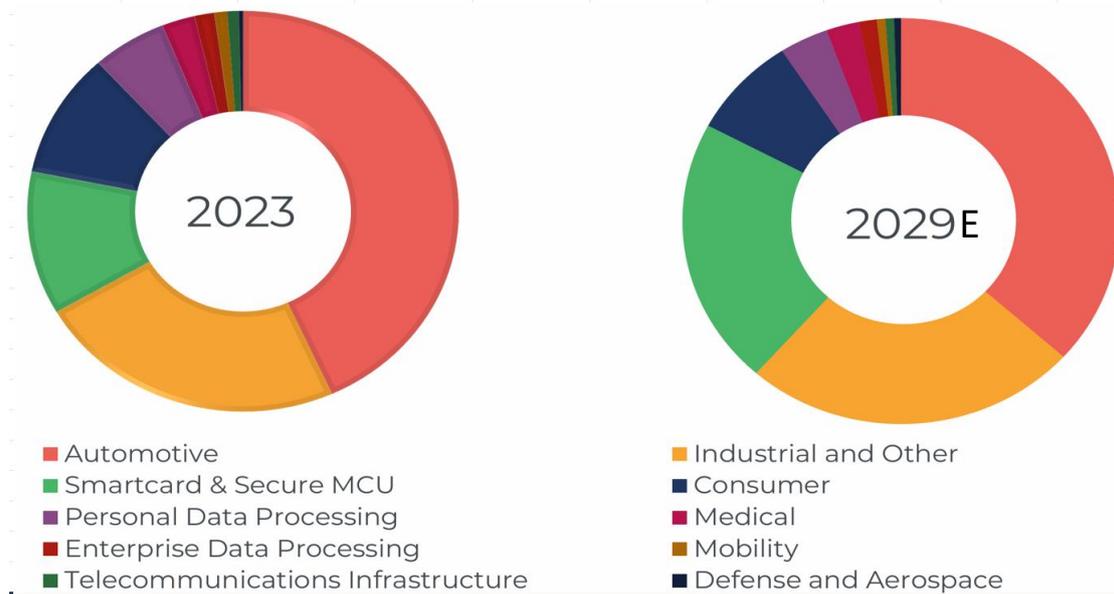
图14: 2022 年全球主要 MCU 供应商市场份额



数据来源: Yole , 东吴证券研究所

从全球范围来看, 汽车电子是 MCU 最大的下游应用市场。MCU 的应用领域极为广泛, 涵盖汽车电子、工业控制、消费电子等市场。根据 Yole 的数据, 2023 年汽车电子在全球 MCU 市场中占据了 39% 的份额, 并且这一比例呈现逐年上升的趋势。紧随其后的是工业控制领域, 占据了全球 24% 的市场份额。

图15: 全球 MCU 下游应用占比



数据来源: Yole, 东吴证券研究所整理

电动化+智能化, 同步促进车规 MCU 快速发展。根据《汽车动力与底盘 MCU 市场现状研究报告》, 全球汽车 MCU 市场会在 2027 年达到 155.6 亿美金, 2021-2027 年复合增长率约 8.31%, 并可能维持 37% 的 MCU 下游份额占比。由于汽车领域电动化进程还在持续, 对于车规 MCU 的需求同样与日俱增。与此同时, 智能驾驶的普及也为车规 MCU 带来广阔的空间。如今, 绿色节能、安全性攀升等等汽车发展趋势同样对 MCU 的性能提出了更高的要求, 包括要求更好地实现实时数据处理、引擎能效优化、燃油效率提升、

节能减排等。

图16: 车规级 MCU 在新能源车中的应用



数据来源：国际电子信息产业，东吴证券研究所

MCU 产品线作为公司重要的战略方向，全领域多产品布局。在工业及其他应用领域，公司新推出了基于 Arm Cortex-M33 内核的 GD32F5 系列高性能 MCU，同时针对工业和消费电子等领域，推出了 GD32E235 系列超值型 MCU，进一步丰富了 Cortex-M23 内核的产品阵容。在车规领域，公司发展迅速，并于 24Q3 推出了重要的车规产品 GD32A7。该芯片在功能丰富度和性能上较第一代产品实现了显著升级，采用 M7 内核，并符合 ASIL-B 和 ASIL-D 标准，应用领域扩展至域控、车灯、电池管理及底盘等方面。此外，公司在 24 年 11 月新增了募投项目“汽车电子芯片研发及产业化项目”，未来将逐步完善汽车 MCU 的产品布局。

AI 时代，公司加紧布局“MCU+AI”。随着“MCU+AI”技术的快速发展，市场需求呈现显著变化，不同行业侧重点各异：工业自动化注重实时性和稳定性，家电领域则聚焦成本与用户体验的平衡。市场希望通过 AI 技术赋能传统 MCU 硬件，提升智能化水平，例如在电机驱动调试中，AI 可实现自适应优化，大幅缩短调试时间。同时，市场预期通过“MCU+AI”技术简化开发流程，并依赖厂商提供成熟工具链和预训练 AI 模型等支持。基于此，公司不仅提供高性能 MCU，还推出 FOC/Servo 电机控制、BLDC 电机控制等解决方案，助力客户快速实现开发目标。

图17: 公司 MCU 产品矩阵

GD32微控制器 (MCU) 家族

	Cortex®-M23	Cortex®-M3	Cortex®-M4	Cortex®-M33	Cortex®-M7	RISC-V
高性能		GD32F2xx	GD32F4xx	GD32G5xx GD32F5xx GD32E5xx	GD32H7xx	
中高端		GD32F10x	GD32F30x GD32C1x3 GD32E1x3	GD32E502		GD32VF03
入门级	GD32E23x	GD32F1x0	GD32F3x0			
低功耗	GD32L23x					
无线				GD32W515		GD32VW53
车规				GD32A5xx GD32A490	GD32A7xx	
专用	GD32E232		GD32FPPK	GD32E501 GD32EPR1		

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

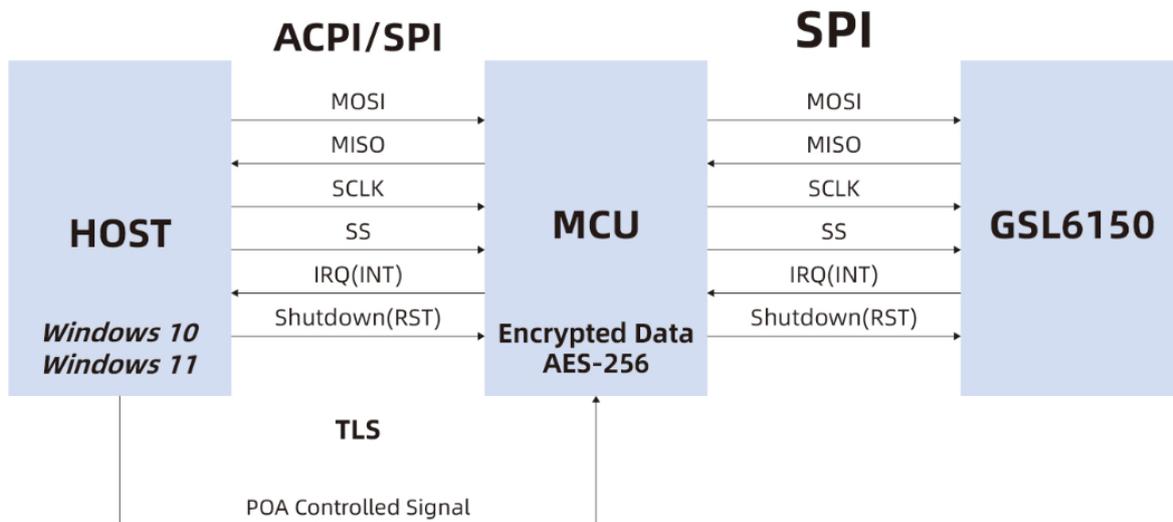
3.2. 传感器: 指纹、触控双领先, 国内排名位居第二

公司指纹识别芯片为国内领先。公司指纹芯片为手机等市场提供主流选择方案, 同时为智能门锁和笔记本提供定制化方案。目前公司指纹识别解决方案进一步拓展至 PC 领域, 且已成为国内排名第二的指纹传感器。未来公司还将继续推动产品的优化升级, 进一步拓宽在 PC、手机、可穿戴、移动健康、IoT 等领域的多元布局。

公司触控芯片发展强劲。包含自容和互容两大品类, 涵盖手机、平板及智能家居等人机交互领域。公司触控芯片支持 ITO 大阻抗、单层多点、超窄边框功能, 广泛应用于 OGS 触摸屏; 产品通道数可包含从最小 26 通道到最大 72 通道, 同时实现了从 1 英寸~20 英寸的屏幕尺寸全面覆盖。

图18: 公司指纹锁解决方案应用举例 (PC MoH 指纹锁)

MoH-SPI Solution



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

4.1. 盈利预测

存储器产品线：公司是全球排名第二的 SPINOR Flash 公司。SPINOR Flash 料号覆盖全面，持续提升份额。利基型 DRAM 价格的下行空间已较为有限。公司正积极布局 DRAM 存储器的利基市场，目前已推出 DDR4、DDR3L 等产品，并在消费电子、工业及网络通信等领域实现了可观的营收表现。未来 DRAM 研发潜力巨大，盈利能力仍可观。考虑未来存储周期复苏，我们预计公司毛利率整体呈现提升趋势。我们预计公司存储产品线 2024-2026 年实现营收 55.3/72.4/85.8 亿元，对应的毛利率分别为 39%/41%/42%。

MCU 产品线：公司 MCU 业务持续在工业领域深耕，不断提升产品竞争力，此外车规类 MCU 的发展已进入快车道。除了传统领域的飞速发展，AI 场景的 MCU 将为公司带来更好的盈利。考虑 25 年或为 MCU 行业出清时期，毛利率略有下滑。26 年 MCU 行业复苏，毛利率向上修复。我们预计公司 MCU 产品线 2024-2026 年实现营收 14.9/17.9/23.5 亿元，对应的毛利率分别为 40%/38%/40%。

传感器产品线：公司触控及指纹传感器在国内份额都具有领先地位，且研发成果丰硕。考虑 24 年传感器行业逐渐走出下行周期，毛利率有所修复，此后毛利率逐渐维持稳定。我们预计公司传感器产品线 2024-2026 年实现营收 4.0/5.2/6.2 亿元，对应的毛利率分别为 20%/21%/22%。

图19：兆易创新营收(亿元)、同比增速(%)、毛利率(%)预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	45.0	85.1	81.3	57.6	74.4	95.6	115.6
存储芯片	32.8	54.5	48.3	40.8	55.3	72.4	85.8
MCU	7.5	24.6	28.3	13.2	14.9	17.9	23.5
传感器	4.5	5.5	4.4	3.5	4.0	5.2	6.2
技术服务及其他	0.1	0.5	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
营收同比	40%	89%	-4%	-29%	29%	29%	21%
存储芯片	28%	66%	-11%	-16%	36%	31%	18%
MCU	70%	225%	15%	-53%	13%	20%	31%
传感器	122%	21%	-20%	-19%	14%	29%	19%
毛利率	37%	47%	48%	34%	38%	39%	41%
存储芯片	35%	40%	40%	32%	39%	41%	42%
MCU	48%	66%	65%	43%	40%	38%	40%
传感器	37%	24%	16%	16%	20%	21%	22%
技术服务及其他	66%	64%	85%	60%	60%	60%	61%

数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 估值及投资建议

我们选取了普冉股份、东芯股份、北京君正、中颖电子作为可比公司。普冉股份主营存储 nor 产品以及 MCU 行业；东芯股份主营存储产品中的 NAND、DRAM、nor；北京君正主营 DRAM 产品；中颖电子主营 MCU 产品，均与兆易创新产品有所重合。预计兆易创新将在 2024 年至 2026 年实现收入 74.4/95.6/115.6 亿元，归母净利润 10.52/16.49/22.31 亿元，对应当前 PE 估值为 83/53/39 倍。考虑公司 Nor 业务份额、市场竞争力逐渐提升；MCU 业务受益国产化进展；DRAM 业务 25 年有望实现高速增长，定制化 DRAM 深度受益端侧 AI 浪潮，首次覆盖，给予“买入”评级。

图20: 可比公司估值 (采用 2025/3/19 收盘价)

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	营收 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
			2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
688766.SH	普冉股份	126	18.0	22.7	27.9	2.9	3.4	4.1	43	37	31
688110.SH	东芯股份	140	6.4	9.3	12.4	0.7	0.7	2.0	211	211	70
300223.SZ	北京君正	375	43.7	51.8	60.3	-1.7	5.7	6.8	-216	66	55
300327.SZ	中颖电子	86	14.0	16.8	20.2	1.1	1.9	2.9	78	45	30
	平均								127	124	50
603986.SH	兆易创新	870	74.4	95.6	115.6	10.5	16.5	22.3	83	53	39

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 盈利预测中, 普冉股份、东芯股份 24 年营收、归母净利润取自公司业绩快报; 兆易创新 24-26 年营收、归母净利润取自东吴证券预测; 其余数据取自 Wind 一致预期。

5. 风险提示

宏观环境和行业波动风险: 半导体行业面临全球化的竞争与合作, 会受到国内外宏观经济、行业法规和国际贸易摩擦等宏观环境因素的影响。同时, 半导体行业具有一定周期性波动特点。

供应链风险: 公司的产品特点适合采用无晶圆厂 (Fabless) 运营模式。晶圆代工厂和封装测试厂等供应链各环节的产能能否保障采购需求以及合理成本, 存在不确定风险。

人才流失风险: 作为集成电路设计企业, 拥有稳定的高素质管理及技术团队, 对公司保持行业领先地位至关重要。若公司出现管理不善问题, 可能面临人才流失风险。

兆易创新三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,603	12,076	13,139	14,560	营业总收入	5,761	7,438	9,563	11,557
货币资金及交易性金融资产	9,071	9,476	10,138	11,253	营业成本(含金融类)	3,778	4,596	5,798	6,872
经营性应收款项	151	332	385	429	税金及附加	25	37	48	58
存货	1,991	1,913	2,236	2,472	销售费用	270	350	430	497
合同资产	0	0	0	0	管理费用	370	446	526	578
其他流动资产	389	354	380	406	研发费用	990	1,138	1,387	1,618
非流动资产	4,853	6,171	6,241	6,425	财务费用	(258)	(218)	(284)	(304)
长期股权投资	26	126	176	226	加:其他收益	77	89	96	104
固定资产及使用权资产	1,197	1,266	1,288	1,272	投资净收益	83	97	77	81
在建工程	4	5	6	7	公允价值变动	(12)	(12)	(10)	(8)
无形资产	244	184	122	108	减值损失	(614)	(134)	(54)	(24)
商誉	410	210	110	110	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	79	109	139	169	营业利润	120	1,128	1,767	2,391
其他非流动资产	2,893	4,271	4,401	4,533	营业外净收支	5	3	6	8
资产总计	16,456	18,246	19,380	20,985	利润总额	125	1,131	1,773	2,399
流动负债	986	2,397	2,145	1,863	减:所得税	(36)	79	124	168
短期借款及一年内到期的非流动负债	42	847	447	47	净利润	161	1,052	1,649	2,231
经营性应付款项	502	894	966	1,050	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	88	97	115	127	归属母公司净利润	161	1,052	1,649	2,231
其他流动负债	354	560	616	639	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	1.58	2.48	3.36
非流动负债	270	210	200	190	EBIT	167	913	1,488	2,095
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	612	1,325	1,939	2,534
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.42	38.20	39.37	40.54
租赁负债	74	64	54	44	归母净利率(%)	2.80	14.15	17.24	19.31
其他非流动负债	196	146	146	146	收入增长率(%)	(29.14)	29.11	28.58	20.84
负债合计	1,256	2,607	2,345	2,053	归母净利润增长率(%)	(92.15)	552.88	56.70	35.35
归属母公司股东权益	15,200	15,639	17,035	18,932					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	15,200	15,639	17,035	18,932					
负债和股东权益	16,456	18,246	19,380	20,985					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,187	1,901	1,773	2,401	每股净资产(元)	22.79	23.55	25.65	28.51
投资活动现金流	(295)	143	(448)	(542)	最新发行在外股份(百万股)	664	664	664	664
筹资活动现金流	(573)	227	(663)	(745)	ROIC(%)	1.41	5.33	8.12	10.66
现金净增加额	344	2,211	661	1,115	ROE-摊薄(%)	1.06	6.73	9.68	11.79
折旧和摊销	445	411	451	439	资产负债率(%)	7.63	14.29	12.10	9.78
资本开支	(348)	(241)	(305)	(403)	P/E(现价&最新股本摊薄)	539.64	82.66	52.75	38.97
营运资本变动	77	411	(308)	(212)	P/B(现价)	5.75	5.56	5.10	4.59

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>