

2025 年 02 月 10 日

## 兆易创新 (603986.SH)

投资评级：买入（首次）

——传统业务稳步增长，DRAM 业务推动公司再上新台阶

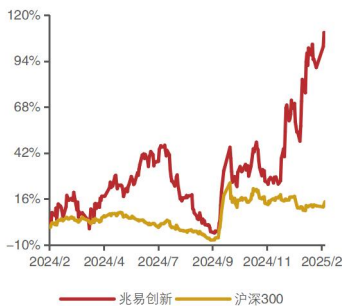
## 投资要点：

## 证券分析师

葛星甫  
SAC: S1350524120001  
gexingfu@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 02 月 07 日

收盘价 (元)	138.56
一年内最高/最低 (元)	143.55/64.13
总市值 (百万元)	92,012.04
流通市值 (百万元)	91,863.52
总股本 (百万股)	664.06
资产负债率 (%)	11.93
每股净资产 (元/股)	24.02

资料来源：聚源数据

兆易创新是一家专注于存储器件、MCU 及传感器解决方案领域的半导体设计类公司。公司的核心产品线包括闪存 (Nor、SLC NAND)、内存 (DRAM)、微电子控制芯片 (MCU)、智能人机交互传感器芯片等。

**基本盘产品持续丰富，市占率稳重有升。**公司在 Nor 领域市占率持续爬升，据 Web-Feet Research 报告显示，公司 2023 年 Serial NOR Flash 市占率排名进一步提升至全球第二位。产品战略上，公司核心拓展大容量、高性能、低功耗、低电压等产品系列。公司目前是中国排名第一的 32 位 ARM 通用型 MCU 供应商，已成功量产 51 个产品系列、超过 600+ 款 MCU 产品，实现对高性能、主流性、入门级、低功耗、无线、车规、专用产品的全面覆盖。公司 NAND Flash 产品方面已经实现 38nm 和 24nm 两种制程全面量产，并正在以 24nm 为主要工艺制程，容量覆盖 1Gb~8Gb，其中 SPI NAND Flash 在消费电子、工业、汽车电子等领域实现了全品类的产品覆盖。

**利基 DRAM 内存业务依托产品扩张持续增长。**公司 DRAM 产品品类持续扩张，陆续推出 DDR3L、DDR4、LPDDR4x 产品，目前已经覆盖 DDR 3L 1Gb~8Gb、DDR4 4Gb/8Gb、LPDDR 4x 16~32 Gb，覆盖度持续提升。根据公司于 2024 年 11 月发布的《兆易创新关于调整部分募投项目、新增募投项目并将部分募集资金永久补充流动资金的公告》，公司将“DRAM 芯片研发及产业化项目”进行调整，未来将持续推动 DDR3、DDR4、LPDDR4 和 LPDDR5 的研发工作，根据闪存市场资讯，公司在陆续补齐小容量 DDR 4 和 LPDDR4 后将开启 LPDDR 5 的研发工作。根据公司日常关联交易预计额度的公告，公司 2022 年年度自研 DRAM 交易金额为 2.75 亿元，2024 年达到 9.22 亿元，增幅达到 235.3%。2024 年上半年预计交易额度 3.84 亿元，根据最新发布的预计额度公告，预计 2025 年上半年将达到 5.89 亿元，同比增长 53.4%。随着公司产品品类的持续扩张，公司业绩有望实现长期持续增长。

**多层 DRAM 市场方兴未艾，公司有望受益本次行业性技术变革。**多层 DRAM 存储器件是一类将多层 DRAM 存储芯片堆叠在一起的技术，可以实现容量、带宽的显著提升，以扩张高容量、高带宽的场景，其中 HBM、CUBE 方案均为典型多层 DRAM。目前先进的 DDR 5、LPDDR 5 DRAM 存储器，受限于其接口数量，带宽难以大幅提升。HBM 通过大幅提升接口数（64 个至 HBM 3 的 1024 个，未来可以达到 2048 个）实现了带宽的跃升，HBM 3 带宽可达到 819 GB/s，远高于传统 DDR 5 51.2 GB/s 的带宽。同时，在进行堆叠之后，产品容量可以实现大幅提升，该类型产品已经被广泛用于数据中心中。CUBE 是“半定制化紧凑型超高带宽 DRAM”的缩写，其主要面向低功耗、高带宽，以及稍微中低容量内存需求场景。通过多个 I/O 接口与 SoC 结合，预计传输速度可以达到 25 s6GB/s，远高于传统 DDR 5 带宽。由于该方式存在一定定制化，CUBE 在时钟传播延迟方面也优于一般的 DRAM，因此可以缩小 L3 缓存、放大 L4 缓存，芯片整体成本也实现了下降。长鑫科技集团是国内稀缺的内存 IDM 企业，目前长鑫与兆易创新已建立持续稳定的业务合作关系，长鑫科技开放部分产能为兆易创新的 DRAM 产品提供代工服务。随着 DRAM 行业的持续创新以及多层 DRAM 市场的发展，兆易创新 DRAM 业务有望受益

于本次行业性技术变革。

**盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 11.14/17.74/24.25 亿元，同比增速分别为 591.29%/59.25%/36.71%，当前股价对应的 PE 分别为 82.60/51.87/37.94 倍。我们选取澜起科技/瑞芯微/乐鑫科技/恒玄科技/北京君正为可比公司，可比公司平均估值为 98.6 倍，鉴于公司在存储芯片及 32 位 MCU 芯片的龙头地位以及长期成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**新兴市场发展及下游需求不及预期风险；新业务开拓不及预期风险；市场竞争加剧风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,130	5,761	7,391	9,669	12,446
同比增长率（%）	-4.47%	-29.14%	28.30%	30.81%	28.73%
归母净利润（百万元）	2,053	161	1,114	1,774	2,425
同比增长率（%）	-12.16%	-92.15%	591.29%	59.25%	36.71%
每股收益（元/股）	3.09	0.24	1.68	2.67	3.65
ROE（%）	13.52%	1.06%	6.91%	10.08%	12.36%
市盈率（P/E）	44.83	571.00	82.60	51.87	37.94

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,266	8,706	9,811	11,319
应收票据及账款	127	303	396	510
预付账款	24	26	34	44
其他应收款	13	28	37	47
存货	1,991	1,776	2,302	2,983
其他流动资产	2,182	2,082	2,168	2,272
<b>流动资产总计</b>	<b>11,603</b>	<b>12,921</b>	<b>14,747</b>	<b>17,175</b>
长期股权投资	26	22	18	15
固定资产	1,197	1,103	1,010	915
在建工程	4	12	19	27
无形资产	244	248	273	257
长期待摊费用	79	89	89	80
其他非流动资产	3,303	3,432	3,563	3,808
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,853</b>	<b>4,906</b>	<b>4,972</b>	<b>5,101</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,456</b>	<b>17,827</b>	<b>19,719</b>	<b>22,276</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	502	691	896	1,161
其他流动负债	484	750	971	1,256
<b>流动负债合计</b>	<b>986</b>	<b>1,441</b>	<b>1,867</b>	<b>2,417</b>
长期借款	74	64	54	44
其他非流动负债	196	196	196	196
<b>非流动负债合计</b>	<b>270</b>	<b>260</b>	<b>250</b>	<b>240</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,256</b>	<b>1,701</b>	<b>2,117</b>	<b>2,657</b>
股本	667	664	664	664
资本公积	8,383	8,386	8,386	8,386
留存收益	6,150	7,076	8,552	10,570
归属母公司权益	15,200	16,126	17,602	19,620
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>15,200</b>	<b>16,126</b>	<b>17,602</b>	<b>19,620</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>16,456</b>	<b>17,827</b>	<b>19,719</b>	<b>22,276</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	161	894	1,554	2,205
折旧与摊销	445	243	281	317
财务费用	-258	-25	-30	-35
投资损失	-83	-59	-59	-59
营运资金变动	-21	577	-295	-370
其他经营现金流	942	223	223	223
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1,187</b>	<b>1,852</b>	<b>1,674</b>	<b>2,281</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-295</b>	<b>-240</b>	<b>-290</b>	<b>-390</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-573</b>	<b>-173</b>	<b>-279</b>	<b>-383</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>344</b>	<b>1,440</b>	<b>1,105</b>	<b>1,508</b>

**利润表（百万元）**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>5,761</b>	<b>7,391</b>	<b>9,669</b>	<b>12,446</b>
<b>营业成本</b>	<b>3,778</b>	<b>4,443</b>	<b>5,758</b>	<b>7,463</b>
税金及附加	25	43	56	73
销售费用	270	384	454	535
管理费用	370	436	503	560
研发费用	990	1,094	1,257	1,494
财务费用	-258	-25	-30	-35
资产减值损失	-613	-111	-97	-124
信用减值损失	-1	0	0	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	83	59	59	59
公允价值变动损益	-12	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	77	76	76	76
<b>营业利润</b>	<b>120</b>	<b>1,039</b>	<b>1,707</b>	<b>2,366</b>
营业外收入	7	94	94	94
营业外支出	2	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>125</b>	<b>1,127</b>	<b>1,795</b>	<b>2,454</b>
所得税	-36	13	21	29
<b>净利润</b>	<b>161</b>	<b>1,114</b>	<b>1,774</b>	<b>2,425</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>161</b>	<b>1,114</b>	<b>1,774</b>	<b>2,425</b>
EPS(元)	0.24	1.68	2.67	3.65

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-29.14%	28.30%	30.81%	28.73%
营业利润增长率	-94.61%	767.56%	64.28%	38.60%
归母净利润增长率	-92.15%	591.29%	59.25%	36.71%
经营现金流增长率	24.96%	56.08%	-9.64%	36.29%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.42%	39.89%	40.45%	40.04%
净利率	2.80%	15.07%	18.35%	19.48%
ROE	1.06%	6.91%	10.08%	12.36%
ROA	0.98%	6.25%	9.00%	10.89%
<b>估值倍数</b>				
P/E	571.00	82.60	51.87	37.94
P/S	15.97	12.45	9.52	7.39
P/B	6.05	5.71	5.23	4.69
股息率	0.00%	0.20%	0.32%	0.44%
EV/EBITDA	165	60	39	29

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。