

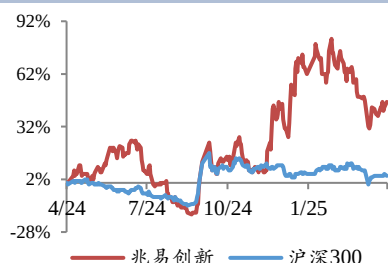
多元化助力稳健经营，技术和产品优势不断增强

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-29

收盘价（元） 126.72
近 12 个月最高/最低（元） 147.56/64.13
总股本（百万股） 664
流通股本（百万股） 663
流通股比例（%） 99.84
总市值（亿元） 841
流通市值（亿元） 840

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：刘志来

执业证书号：S0010523120005

邮箱：liuzhilai@hazq.com

相关报告

1. 存储业务砥砺前行，MCU 业务方兴未艾 2024-12-20

主要观点：

● 事件

2025 年 4 月 26 日，兆易创新公告 2024 年度报告以及 2025 年一季度报告，公司 2024 年实现营业收入 73.6 亿元，同比增长 27.7%，归母净利润 11.0 亿元，同比增长 584.2%，扣非归母净利润 10.3 亿元，同比增长 3660.8%。1Q25 单季度营业收入 19.1 亿元，同比增长 17.3%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 14.6%，扣非归母净利润 2.2 亿元，同比增长 21.8%。

● 多元化布局助力稳健经营，技术和产品优势不断增强

兆易创新 2024 年收入同比增长 27.7% 至 73.6 亿元，归母净利润同比增长 584% 至 11.03 亿元。公司以市占率为核心的策略取得了显著成效，整体产品出货量创出新高，达到 43.62 亿颗，同比增长 39.72%。主要产品上，NOR Flash 继续在消费、网通、计算、汽车等领域实现较快增长，总出货容量创历史新高，2024 年度公司 Serial NOR Flash 市占率稳居全球第二位。在 DRAM 产品上，营收及出货量实现了同比超过翻倍的增长幅度。MCU 及模拟产品上，年销售量达到 5.4 亿颗，创历史新高，同比增长 87.84%，相比 2021 年行业极度供不应求的高点出货量（约 3.94 亿颗）亦成长 37%，继续保持国内通用 32 位 MCU 的市场领先地位。

公司 1Q25 收入同比增长 17.3% 至 19.09 亿元，环比增长 11.9%；归母净利润同比增长 14.6% 至 2.35 亿元，环比回落 13.2%。公司毛利率为 37.44%，同比小幅回落 0.7ppt，主要源于利基型 DRAM 产品较去年同期竞争有所加剧。分业务来看：Flash 收入延续稳健增长，利基型 DRAM 收入同比小幅下滑，MCU 收入增长强劲。展望后续市场情况：

1) Flash，国内需求依然向好，公司积极拥抱端侧 AI 发展的机遇，有望在 AI 眼镜、AI PC 以及服务器领域取得较快增长，另外公司积极拓展 Flash 在工业和汽车领域的发展机会。

2) 利基型 DRAM，在 2025 年 3 月开始，已经有边际改善的迹象，以 DDR4 8Gb、LPDDR4 等产品为代表的利基型产品价格已经有所回升，预计后续市场消化完大厂尾货后，需求回归正常的前提下，价格有望进入回升通道。

3) MCU 方面，国内需求依然坚挺，特别是在消费领域，符合正常的季节性规律。兆易积极把握国产替代的机遇，坚持大客户策略，在光伏、工控、白电等领域持续深耕，积极在机器人、光模块等端侧 AI 领域获取市场份额，向前布局 AI MCU 等新业务方向。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年归母净利润为 15.5、20.7、25.9 亿元，对应 EPS 为 2.34、3.12、3.90 元/股，对应 2025 年 4 月 29 日收盘价 PE 为 54.3、40.7、32.5 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

市场复苏不及预期；产品价格不及预期；费用端控制不及预期；地缘政治影响超预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7356	9407	11518	13898
收入同比 (%)	27.7%	27.9%	22.4%	20.7%
归属母公司净利润	1103	1551	2069	2589
净利润同比 (%)	584.2%	40.7%	33.4%	25.1%
毛利率 (%)	38.0%	38.4%	38.3%	38.1%
ROE (%)	6.7%	8.8%	10.7%	12.1%
每股收益 (元)	1.66	2.34	3.12	3.90
P/E	64.34	54.25	40.68	32.50
P/B	4.30	4.75	4.35	3.93
EV/EBITDA	55.86	42.31	31.91	27.60

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12435	14448	16744	19551	营业收入	7356	9407	11518	13898	营业收入	7356	9407	11518	13898	营业收入	7356	9407	11518	13898
现金	9128	8923	11092	12389	营业成本	4561	5791	7110	8597	营业成本	4561	5791	7110	8597	营业成本	4561	5791	7110	8597
应收账款	212	261	320	386	营业税金及附加	31	38	46	56	营业税金及附加	31	38	46	56	营业税金及附加	31	38	46	56
其他应收款	208	21	26	31	销售费用	371	423	461	486	销售费用	371	423	461	486	销售费用	371	423	461	486
预付账款	25	35	43	52	管理费用	491	564	633	764	管理费用	491	564	633	764	管理费用	491	564	633	764
存货	2346	2776	3315	3938	财务费用	-443	-395	-388	-453	财务费用	-443	-395	-388	-453	财务费用	-443	-395	-388	-453
其他流动资产	516	2432	1948	2755	资产减值损失	-172	-120	-120	-120	资产减值损失	-172	-120	-120	-120	资产减值损失	-172	-120	-120	-120
非流动资产	6794	6373	6013	5684	公允价值变动收益	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	137	137	137	137	投资净收益	18	42	50	50	投资净收益	18	42	50	50	投资净收益	18	42	50	50
固定资产	1057	1032	846	533	营业利润	1117	1565	2101	2642	营业利润	1117	1565	2101	2642	营业利润	1117	1565	2101	2642
无形资产	260	134	7	0	营业外收入	9	20	12	0	营业外收入	9	20	12	0	营业外收入	9	20	12	0
其他非流动资产	5340	5070	5024	5014	营业外支出	2	3	2	0	营业外支出	2	3	2	0	营业外支出	2	3	2	0
资产总计	19229	20821	22757	25235	利润总额	1124	1583	2111	2642	利润总额	1124	1583	2111	2642	利润总额	1124	1583	2111	2642
流动负债	2331	2718	3009	3426	所得税	23	32	42	53	所得税	23	32	42	53	所得税	23	32	42	53
短期借款	898	928	928	928	净利润	1101	1551	2069	2589	净利润	1101	1551	2069	2589	净利润	1101	1551	2069	2589
应付账款	734	885	988	1194	少数股东损益	-2	0	0	0	少数股东损益	-2	0	0	0	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	699	905	1093	1304	归属母公司净利润	1103	1551	2069	2589	归属母公司净利润	1103	1551	2069	2589	归属母公司净利润	1103	1551	2069	2589
非流动负债	220	207	207	207	EBITDA	1124	1802	2322	2638	EBITDA	1124	1802	2322	2638	EBITDA	1124	1802	2322	2638
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.66	2.34	3.12	3.90	EPS（元）	1.66	2.34	3.12	3.90	EPS（元）	1.66	2.34	3.12	3.90
其他非流动负债	220	207	207	207															
负债合计	2550	2925	3216	3633															
少数股东权益	180	180	180	180															
股本	664	664	664	664															
资本公积	8322	8322	8322	8322															
留存收益	7513	8729	10376	12436															
归属母公司股东权益	16499	17715	19361	21422															
负债和股东权益	19229	20821	22757	25235															
现金流量表					单位:百万元					主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2032	2146	2301	2725	成长能力					成长能力					成长能力				
净利润	1101	1551	2069	2589	营业收入	27.7%	27.9%	22.4%	20.7%	营业收入	27.7%	27.9%	22.4%	20.7%	营业收入	27.7%	27.9%	22.4%	20.7%
折旧摊销	467	614	599	449	营业利润	832.8%	40.1%	34.2%	25.7%	营业利润	832.8%	40.1%	34.2%	25.7%	营业利润	832.8%	40.1%	34.2%	25.7%
财务费用	-78	29	29	29	归属于母公司净利润	584.2%	40.7%	33.4%	25.1%	归属于母公司净利润	584.2%	40.7%	33.4%	25.1%	归属于母公司净利润	584.2%	40.7%	33.4%	25.1%
投资损失	-18	-42	-50	-50	获利能力					获利能力					获利能力				
营运资金变动	388	-87	-457	-413	毛利率（%）	38.0%	38.4%	38.3%	38.1%	毛利率（%）	38.0%	38.4%	38.3%	38.1%	毛利率（%）	38.0%	38.4%	38.3%	38.1%
其他经营现金流	884	1720	2636	3122	净利率（%）	15.0%	16.5%	18.0%	18.6%	净利率（%）	15.0%	16.5%	18.0%	18.6%	净利率（%）	15.0%	16.5%	18.0%	18.6%
投资活动现金流	-669	-2029	320	-870	ROE（%）	6.7%	8.8%	10.7%	12.1%	ROE（%）	6.7%	8.8%	10.7%	12.1%	ROE（%）	6.7%	8.8%	10.7%	12.1%
资本支出	-470	-371	-207	-100	ROIC（%）	3.6%	6.1%	8.2%	9.5%	ROIC（%）	3.6%	6.1%	8.2%	9.5%	ROIC（%）	3.6%	6.1%	8.2%	9.5%
长期投资	-196	-1800	500	-800	偿债能力					偿债能力					偿债能力				
其他投资现金流	-4	143	27	30	资产负债率（%）	13.3%	14.1%	14.1%	14.4%	资产负债率（%）	13.3%	14.1%	14.1%	14.4%	资产负债率（%）	13.3%	14.1%	14.1%	14.4%
筹资活动现金流	480	-340	-452	-558	净负债比率（%）	15.3%	16.3%	16.5%	16.8%	净负债比率（%）	15.3%	16.3%	16.5%	16.8%	净负债比率（%）	15.3%	16.3%	16.5%	16.8%
短期借款	898	30	0	0	流动比率	5.34	5.31	5.57	5.71	流动比率	5.34	5.31	5.57	5.71	流动比率	5.34	5.31	5.57	5.71
长期借款	0	0	0	0	速动比率	4.16	4.10	4.28	4.40	速动比率	4.16	4.10	4.28	4.40	速动比率	4.16	4.10	4.28	4.40
普通股增加	-3	0	0	0	营运能力					营运能力					营运能力				
资本公积增加	-61	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.47	0.53	0.58	总资产周转率	0.41	0.47	0.53	0.58	总资产周转率	0.41	0.47	0.53	0.58
其他筹资现金流	-354	-370	-452	-558	应收账款周转率	45.11	39.75	39.63	39.37	应收账款周转率	45.11	39.75	39.63	39.37	应收账款周转率	45.11	39.75	39.63	39.37
现金净增加额	1973	-205	2170	1297	应付账款周转率	7.38	7.16	7.60	7.88	应付账款周转率	7.38	7.16	7.60	7.88	应付账款周转率	7.38	7.16	7.60	7.88
					每股指标（元）					每股指标（元）					每股指标（元）				
					每股收益	1.66	2.34	3.12	3.90	每股收益	1.66	2.34	3.12	3.90	每股收益	1.66	2.34	3.12	3.90
					每股经营现金流（摊薄）	3.06	3.23	3.47	4.10	每股经营现金流（摊薄）	3.06	3.23	3.47	4.10	每股经营现金流（摊薄）	3.06	3.23	3.47	4.10
					每股净资产	24.84	26.68	29.16	32.26	每股净资产	24.84	26.68	29.16	32.26	每股净资产	24.84	26.68	29.16	32.26
					估值比率					估值比率					估值比率				
					P/E	64.34	54.25	40.68	32.50	P/E	64.34	54.25	40.68	32.50	P/E	64.34	54.25	40.68	32.50
					P/B	4.30	4.75	4.35	3.93	P/B	4.30	4.75	4.35	3.93	P/B	4.30	4.75	4.35	3.93
					EV/EBITDA	55.86	42.31	31.91	27.60	EV/EBITDA	55.86	42.31	31.91	27.60	EV/EBITDA	55.86	42.31	31.91	27.60

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。