

分析师: 邹臣
登记编码: S0730523100001
zouchen@ccnew.com 021-50581991

端侧 AI 带动利基存储需求增长, 利基 DRAM 供给格局改善

——兆易创新(603986)24 年报及 25Q1 季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(维持)

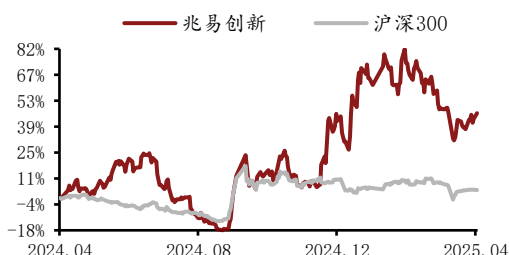
市场数据(2025-04-28)

收盘价(元)	115.20
一年内最高/最低(元)	143.00/64.78
沪深 300 指数	3,781.62
市净率(倍)	4.55
流通市值(亿元)	763.76

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	25.29
每股经营现金流(元)	0.51
毛利率(%)	37.44
净资产收益率_摊薄(%)	1.40
资产负债率(%)	12.76
总股本/流通股(万股)	66,405.92/66,298.73
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《兆易创新(603986)中报点评: DRAM 市场拓展顺利, MCU 不断丰富产品矩阵》
2024-08-22

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 04 月 29 日

事件: 近日公司发布 2024 年度报告及 2025 年一季度报告, 2024 年公司实现营收 73.56 亿元, 同比+27.69%; 归母净利润 11.03 亿元, 同比+584.21%; 扣非归母净利润 10.30 亿元, 同比+3660.79%; 2025 年第一季度公司实现营收 19.09 亿元, 同比+17.32%, 环比+11.88%; 归母净利润 2.35 亿元, 同比+14.57%, 环比-13.24%; 扣非归母净利润 2.24 亿元, 同比+21.83%, 环比-11.52%。

投资要点:

- **营收持续增长, 毛利率逐步回升。**2024 年下游市场需求有所回暖, 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; 2025 年第一季度, 受益于国家一揽子刺激措施提振消费需求, 以及 AIPC 等终端对存储容量需求带动等因素影响, 公司营收持续增长。公司不断优化产品成本, 多条产品线竞争力不断增强, 推动毛利率增长, 公司 2024 年实现毛利率为 38.00%, 同比提升 3.58%, 25Q1 毛利率为 37.44%, 同比下降 0.72%, 环比提升 4.27%; 公司 2024 年实现净利率为 14.97%, 同比提升 12.17%, 25Q1 净利率为 12.56%, 同比下降 0.02%, 环比下降 3.19%。
- **端侧 AI 带动利基存储需求增长, 利基 DRAM 供给格局改善。**公司存储器产品包括 NOR Flash、SLC NAND Flash 和利基型 DRAM 三大品类, 并拥有较完善的产品线布局。公司在全球 SPI NOR Flash 市场中位列第二, 2024 年, 公司 GD25UF 系列低功耗 SPI NOR Flash 产品以 1.2V 低电压和超低功耗模式, 显著提升小容量电池设备续航能力, 充分满足穿戴设备、健康检测、物联网及电池供电等市场需求; GD25/55 系列车规级 SPI NOR Flash 产品获得由国际公认的测试、检验和认证机构 SGS 授予的 ISO 26262:2018 ASIL D 汽车功能安全认证, 进一步巩固了公司在 SPI NOR Flash 领域的领导地位。公司 Flash 产品在巩固消费、网通、计算等优势领域的基础上, 持续拓展并深耕工业和汽车等市场, 并有望受益于 AI 耳机、AI 眼镜、AIPC 等端侧 AI 领域新需求所带来的增长。目前公司 DRAM 产品包括 DDR3L 和 DDR4 两个品类, DDR3L 产品提供市场通用的 1Gb/2Gb/4Gb 产品; DDR4 产品在已有 4Gb 产品基础上, 进一步实现了 8Gb 产品的量产出货, 主要应用于 TV、工业、安防等领域。由于三星、美光、海力士等头部公司为了加速向新制程节点的 HBM、DDR5 等产品迁移, 逐渐退出利基 DRAM 市场, 公司利基型 DRAM 有望受益于行业供给格局改善, 并持续提升市场份额。

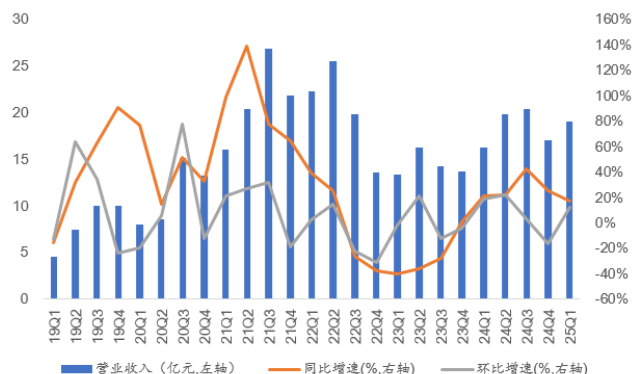
- **不断丰富 MCU 产品线，完善汽车 MCU 产品布局。**公司持续推出 MCU 新产品系列和新料号，丰富产品线，截止 2024 年末，公司已成功量产 63 大系列、超过 700 款 MCU 产品供市场选择。2024 年，公司面向数字能源、充电桩、储能逆变等应用场景，推出 GD32G5 系列高性能 MCU 产品；面向伺服控制、变频驱动、人形机器人等应用场景，推出 GD32H75E 超高性能工业互联 MCU 产品；面向车身域控、车灯控制、电池管理、车载充电机、底盘应用及直流变换器等应用场景，推出 GD32A7 系列车规 MCU 产品。2024 年，公司新增募投项目计划总投资金额约 12 亿元用于汽车 MCU 芯片的研发及产业化，该项目的实施将进一步完善公司汽车 MCU 产品布局，增强公司竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**公司为国内利基存储器及 MCU 领先企业，公司 Flash 产品在巩固消费、网通、计算等优势领域的基础上，持续拓展并深耕工业和汽车等市场，并有望受益于端侧 AI 领域新需求所带来的增长，公司利基型 DRAM 有望受益于行业供给格局改善，并持续提升市场份额，公司不断丰富 MCU 产品线，完善汽车 MCU 产品布局，我们预计公司 25-27 年营收为 91.61/110.44/131.92 亿元，25-27 年归母净利润为 15.08/19.93/24.60 亿元，对应的 EPS 为 2.27/3.00/3.70 元，对应 PE 为 49.61/37.53/30.40 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；下游需求复苏不及预期风险；新产品研发进展不及预期风险；新产品市场拓展不及预期风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,761	7,356	9,161	11,044	13,192
增长比率（%）	-29.14	27.69	24.53	20.56	19.45
净利润（百万元）	161	1,103	1,508	1,993	2,460
增长比率（%）	-92.15	584.21	36.74	32.19	23.44
每股收益(元)	0.24	1.66	2.27	3.00	3.70
市盈率(倍)	464.15	67.84	49.61	37.53	30.40

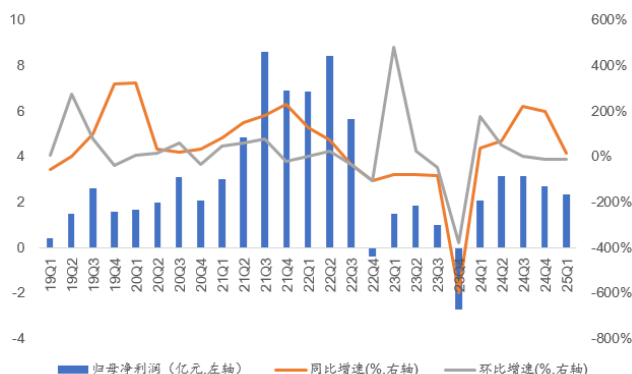
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司单季度营业收入及增速情况



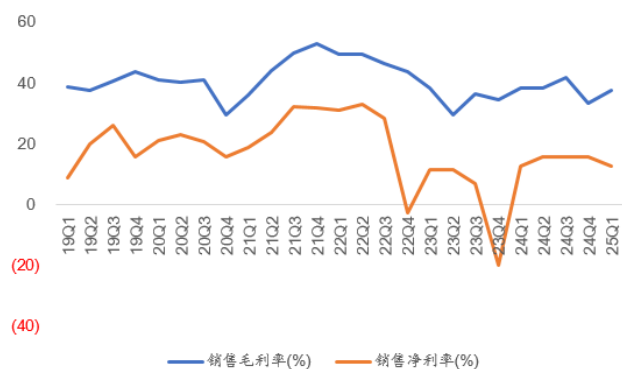
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速情况



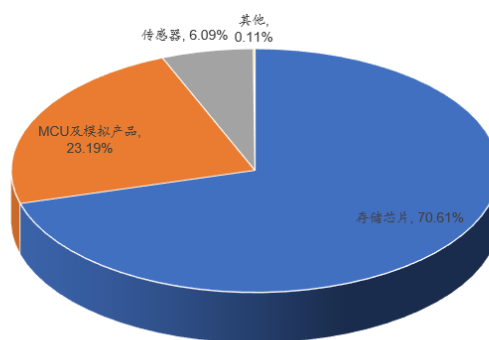
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司 2024 年产品结构情况



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

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	11,603	12,435	13,693	15,259	17,083
现金	7,266	9,128	9,839	10,717	11,704
应收票据及应收账款	127	232	280	325	398
其他应收款	13	208	138	191	243
预付账款	24	25	31	37	44
存货	1,991	2,346	2,807	3,317	3,949
其他流动资产	2,182	496	598	671	746
非流动资产	4,853	6,794	7,027	7,445	7,959
长期投资	26	137	164	196	232
固定资产	1,090	1,057	1,100	1,157	1,214
无形资产	244	260	275	292	362
其他非流动资产	3,493	5,340	5,488	5,800	6,151
资产总计	16,456	19,229	20,720	22,703	25,042
流动负债	986	2,331	2,665	3,074	3,470
短期借款	0	898	1,021	1,135	1,245
应付票据及应付账款	502	734	818	940	1,053
其他流动负债	484	699	826	999	1,172
非流动负债	270	220	196	185	172
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	270	220	196	185	172
负债合计	1,256	2,550	2,860	3,260	3,642
少数股东权益	0	180	179	177	175
股本	667	664	664	664	664
资本公积	8,383	8,322	8,322	8,322	8,322
留存收益	5,947	7,130	8,347	9,933	11,891
归属母公司股东权益	15,200	16,499	17,680	19,266	21,224
负债和股东权益	16,456	19,229	20,720	22,703	25,042

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,187	2,032	1,662	2,122	2,381
净利润	161	1,101	1,506	1,991	2,458
折旧摊销	445	467	478	522	486
财务费用	-7	-78	36	40	45
投资损失	-83	-18	-73	-88	-106
营运资金变动	77	388	-263	-343	-501
其他经营现金流	594	171	-22	0	0
投资活动现金流	-295	-669	-711	-901	-944
资本支出	-348	-470	-497	-525	-569
长期投资	-76	-196	-323	-350	-371
其他投资现金流	129	-4	109	-26	-4
筹资活动现金流	-573	480	-257	-343	-450
短期借款	0	898	123	115	110
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-3	0	0	0
资本公积增加	87	-61	0	0	0
其他筹资现金流	-660	-354	-380	-458	-560
现金净增加额	344	1,973	711	877	987

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,761	7,356	9,161	11,044	13,192
营业成本	3,778	4,561	5,553	6,634	7,897
营业税金及附加	25	31	37	44	53
营业费用	270	371	431	519	620
管理费用	370	491	577	663	792
研发费用	990	1,122	1,283	1,436	1,649
财务费用	-258	-443	-101	-107	-116
资产减值损失	-613	-172	0	0	0
其他收益	77	53	82	88	106
公允价值变动收益	-12	0	0	0	0
投资净收益	83	18	73	88	106
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	120	1,117	1,538	2,032	2,509
营业外收入	7	9	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	125	1,124	1,538	2,032	2,509
所得税	-36	23	31	41	51
净利润	161	1,101	1,506	1,991	2,458
少数股东损益	0	-2	-1	-2	-2
归属母公司净利润	161	1,103	1,508	1,993	2,460
EBITDA	612	1,124	1,914	2,447	2,878
EPS (元)	0.24	1.66	2.27	3.00	3.70

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-29.14	27.69	24.53	20.56	19.45
营业利润 (%)	-94.61	832.84	37.61	32.18	23.43
归属母公司净利润 (%)	-92.15	584.21	36.74	32.19	23.44
获利能力					
毛利率 (%)	34.42	38.00	39.38	39.93	40.14
净利率 (%)	2.80	14.99	16.46	18.05	18.65
ROE (%)	1.06	6.68	8.53	10.34	11.59
ROIC (%)	1.41	3.64	7.42	9.13	10.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.63	13.26	13.80	14.36	14.55
净负债比率 (%)	8.26	15.29	16.02	16.76	17.02
流动比率	11.77	5.34	5.14	4.96	4.92
速动比率	9.34	4.16	3.89	3.70	3.62
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.41	0.46	0.51	0.55
应收账款周转率	44.96	45.11	39.28	40.13	40.08
应付账款周转率	7.70	7.38	7.16	7.55	7.93
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.24	1.66	2.27	3.00	3.70
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.79	3.06	2.50	3.20	3.59
每股净资产 (最新摊薄)	22.89	24.84	26.62	29.01	31.96
估值比率					
P/E	464.15	67.84	49.61	37.53	30.40
P/B	4.92	4.53	4.23	3.88	3.52
EV/EBITDA	89.04	55.86	34.51	26.68	22.38

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。