

2025 年 04 月 29 日

证券研究报告|公司研究|公司深度报告

兆易创新（603986）

公司点评：

多元布局行稳致远，技术创新打造端侧智能引擎

◆ 需求好转，市场开拓顺利

2025 年 1 季度公司实现收入 19.09 亿元（同比增速 17.32%，环比增速 11.88%），归母净利润 2.35 亿元（同比增速 14.57%，环比增速-13.24%）。公司利润增长主要是营业收入同比增加所致，其中受益于国家一揽子刺激措施等原因，消费领域需求得以提振；受益于 AIPC 等终端对存储容量需求的带动，公司产品在存储与计算领域实现收入和销量大幅增长；网通市场也实现较好增长。

◆ 聚焦技术创新，打造端侧智能引擎

定制化存储在端侧 AI 领域有望赢得较多需求。公司与青耘智凌等共同投资设立控股子公司北京青耘科技有限公司，兆易创新计划将该公司作为针对定制化存储解决方案等创新性业务的子公司进行孵化。进入 2025Q1，公司定制化存储业务在手机旗舰机、AIPC、汽车、机器人等多个端侧 AI 应用场景中有序推进，预计未来一段时间在手机和 AIPC 可能会迎来积极进展。

公司 2024 年参与投资端侧 AI 芯片公司上海光羽芯辰科技有限公司，光羽芯辰由兆易创新和燧原科技等合资成立，专注研发大模型端侧芯片。该公司采用创新的 3D 堆叠技术，整合燧原的 AI 专长与兆易的 DRAM 技术，以提升存储性能。据董事长周强介绍，光羽芯辰的芯片性能较主流产品提升 10 倍，成本更低，竞争优势明显。

端侧 AI 的优势主要体现在实时性、可靠性、定制化、低成本和隐私保护等方面。然而，个人智能体在性能、私有化和成本上仍面临挑战，亟需提升性能以满足日益增长的需求。针对这一需求，光羽芯辰的近存计算解决方案，作为应对端侧 AI 性能提升的有效路径。

投资评级

买入

维持评级

2025 年 04 月 28 日

收盘价(元):

115.20

公司基本数据

总股本(百万股)	664.06
总市值(百万)	76,499.62
流通股本(百万股)	662.99
流通市值(百万)	76,376.14
12 月最高/最低价(元)	147.56/64.13
资产负债率(%)	12.76
每股净资产(元)	25.29
市盈率(TTM)	67.56
市净率(PB)	4.55
净资产收益率(%)	1.40

股价走势图



作者

刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
邮箱: liumy@avicsec.com

相关研究报告

2024 年半年报点评: 存储周期向上需求回暖, 公司盈利能力稳步提升 —2024-08-28
国内利基存储+MCU 龙头, 修炼内功穿越周期 —2024-06-28
2023 年半年报点评: 出货量环比增长, Q2 营收环比改善毛利率持续承压 —2023-09-08

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

2025 年 4 月，上海市集成电路行业协会组织召开《端侧 AI 芯片的 3D DRAM 集成技术标准》团体标准立项评审会，旨在推进集成电路核心领域标准制定，筑牢产业基础，推动企业参与分工协作。标准主要起草单位上海光羽芯辰科技有限公司解决方案与市场副总陈苑锋详细汇报了标准草案，内容涵盖 存算一体、3D 堆叠封装技术要求、接口规范及在智能手机、自动驾驶、具身智能等端侧设备应用场景的适配方案。

◆ 投资建议

公司业务向多赛道多产品线布局，不断开拓新的应用领域。看好国家促消费政策带来的需求增长，以及公司 LPDDR4、车规 Flash、AI 端侧芯片等高端新品的前景。预计公司在 2025 至 2027 年分别实现归母净利润 14.75 亿元、20.46 亿元、26.30 亿元，当前股价对应 PE 分别为 57.95、41.76、32.49 倍。维持“买入”评级。

◆ 风险提示

国家消费补贴力度不及预期；行业复苏不及预期；新品研发进度不及预期；供应链风险。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5760.82	7355.98	9445.93	11626.37	14010.31
增长率（%）	-29.14	27.69	28.41	23.08	20.50
归母净利润（百万元）	161.14	1102.54	1474.62	2046.32	2630.17
增长率（%）	-92.15	584.21	33.75	38.77	28.53
毛利率（%）	34.42	38.00	38.33	38.90	39.11
每股收益	0.24	1.66	2.22	3.08	3.96
市盈率 PE	530.33	77.51	57.95	41.76	32.49
市净率 PB	5.62	5.18	4.78	4.32	3.84
净资产收益率 ROE（%）	1.06	6.68	8.25	10.34	11.83

资料来源：ifind，中航证券研究所

报表与财务指标（百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7265.86	9128.01	9688.27	11646.32	14027.27	营业收入	5760.82	7355.98	9445.93	11626.37	14010.31
应收票据及账款	127.28	231.79	236.14	290.65	350.25	营业成本	3777.81	4560.62	5824.86	7104.22	8530.39
预付账款	24.18	24.53	37.31	45.92	55.33	税金及附加	25.20	31.25	54.90	67.57	81.43
其他应收款	12.63	207.65	100.65	123.88	149.28	销售费用	270.50	370.91	425.07	465.05	490.36
存货	1990.87	2346.37	3004.91	3664.90	4400.63	管理费用	369.88	491.16	519.53	581.32	630.46
其他流动资产	2182.14	496.44	605.78	717.91	840.51	研发费用	989.95	1122.39	1275.20	1511.43	1821.34
流动资产总计	11602.96	12434.80	13673.05	16489.58	19823.27	财务费用	-258.17	-442.52	-237.39	-292.55	-353.06
长期股权投资	25.73	137.07	137.07	137.07	137.07	资产减值损失	-612.71	-172.14	-94.46	-116.26	-140.10
固定资产	1196.69	1150.23	795.38	440.40	85.28	信用减值损失	-0.82	-3.67	-2.31	-2.84	-3.42
在建工程	4.27	5.25	4.38	3.50	2.63	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	244.44	260.48	173.51	80.46	-18.64	投资收益	82.62	17.92	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	78.98	157.41	78.71	0.00	0.00	公允价值变动损益	-11.99	-0.28	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3302.72	5083.59	5047.20	5010.82	4974.43	资产处置收益	0.10	0.34	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4852.83	6794.04	6236.25	5672.25	5180.77	其他收益	76.93	53.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	16455.78	19228.83	19909.30	22161.83	25004.04	营业利润	119.78	1117.35	1487.00	2070.23	2665.87
短期借款	0.00	898.22	0.00	0.00	0.00	营业外收入	6.66	8.69	20.08	20.08	20.08
应付票据及账款	501.84	733.60	788.92	962.20	1155.36	营业外支出	1.69	2.38	2.70	2.70	2.70
其他流动负债	484.33	698.69	869.06	1059.99	1272.30	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	986.18	2330.51	1657.98	2022.19	2427.66	利润总额	124.75	1123.66	1504.38	2087.62	2683.25
长期借款	74.39	48.02	26.17	6.64	-8.83	所得税	-36.39	22.78	30.50	42.33	54.40
其他非流动负债	195.64	171.52	171.52	171.52	171.52	净利润	161.14	1100.88	1473.88	2045.29	2628.85
非流动负债合计	270.03	219.55	197.70	178.16	162.69	少数股东损益	0.00	-1.66	-0.74	-1.03	-1.32
负债合计	1256.21	2550.05	1855.68	2200.35	2590.36	归属母公司股东净利润	161.14	1102.54	1474.62	2046.32	2630.17
股本	666.91	664.12	664.12	664.12	664.12	EBITDA	311.37	1148.48	1824.78	2359.05	2821.67
资本公积	8383.17	8321.83	8321.83	8321.83	8321.83	NOPLAT	-345.10	596.73	1224.27	1741.64	2265.91
留存收益	6149.50	7512.56	8888.14	10797.02	13250.55	EPS(元)	0.24	1.66	2.22	3.08	3.96
归属母公司权益	15199.58	16498.51	17874.09	19782.98	22236.50	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	180.27	179.53	178.50	177.18	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	15199.58	16678.78	18053.62	19961.48	22413.68	成长能力					
负债和股东权益合计	16455.78	19228.83	19909.30	22161.83	25004.04	营收增长率	-29.14%	27.69%	28.41%	23.08%	20.50%
现金流量表						营业利润增长率	-94.61%	832.84%	33.08%	39.22%	28.77%
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-106.95%	610.53%	86.01%	41.68%	29.81%
税后经营利润	161.14	1100.88	1456.85	2028.26	2611.82	EBITDA增长率	-86.43%	268.85%	58.89%	29.28%	19.61%
折旧与摊销	444.78	467.34	557.79	563.99	491.49	归母净利润增长率	-92.15%	584.21%	33.75%	38.77%	28.53%
财务费用	-258.17	-442.52	-237.39	-292.55	-353.06	经营现金流增长率	24.96%	71.24%	-33.95%	35.79%	21.81%
投资损失	-82.62	-17.92	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
营运资金变动	-20.54	229.36	-452.30	-494.27	-547.27	毛利率	34.42%	38.00%	38.33%	38.90%	39.11%
其他经营现金流	942.16	695.10	17.38	17.38	17.38	净利率	2.80%	14.97%	15.60%	17.59%	18.76%
经营性现金净流量	1186.75	2032.23	1342.33	1822.81	2220.35	营业利润率	2.08%	15.19%	15.74%	17.81%	19.03%
资本支出	325.69	523.14	-0.00	-0.00	0.00	ROE	1.06%	6.68%	8.25%	10.34%	11.83%
长期投资	-75.68	-222.83	0.00	0.00	0.00	ROA	0.98%	5.73%	7.41%	9.23%	10.52%
其他投资现金流	106.47	76.62	-0.35	-0.35	-0.35	ROIC	-3.25%	7.15%	12.30%	15.40%	17.75%
投资性现金净流量	-294.90	-669.34	-0.35	-0.35	-0.35	估值倍数					
短期借款	0.00	898.22	-898.22	0.00	0.00	P/E	530.33	77.51	57.95	41.76	32.49
长期借款	-15.51	-26.37	-21.85	-19.54	-15.47	P/S	14.83	11.62	9.05	7.35	6.10
普通股增加	-0.12	-2.78	0.00	0.00	0.00	P/B	5.62	5.18	4.78	4.32	3.84
资本公积增加	87.42	-61.34	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.12%	0.16%	0.21%
其他筹资现金流	-644.39	-327.35	138.35	155.12	176.42	EV/EBIT	-410.45	94.52	62.27	43.70	33.35
筹资性现金净流量	-572.60	480.38	-781.72	135.59	160.95	EV/EBITDA	175.87	56.06	43.23	33.25	27.54
现金流量净额	343.68	1973.27	560.26	1958.05	2380.95	EV/NOPLAT	-158.68	107.89	64.44	45.04	34.29

资料来源：ifind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637