

兆易创新（603986.SH）

1Q25 营收同环比增长，产品线与应用领域多维拓展

优于大市

核心观点

1Q25 营收实现同环比增长。公司主要产品包括存储器、微控制器和传感器；其中存储器分为 SPI NOR、SLC NAND 和 DRAM，微控制器包括 ARM 核和 RISC-V 开源内核 MCU，传感器包括触控和指纹识别芯片。受益于行业回暖，公司 24 年实现营收 73.56 亿元（YoY+27.7%），扣非归母净利润 10.3 亿元（YoY+3660.8%），毛利率为 38.0%（YoY+3.58pct）。1Q25 在国补政策等推动下公司存储与计算及网通市场持续增长，单季度实现营收 19.09 亿元（YoY+17.32%，QoQ+11.88%），扣非归母净利润 2.24 亿元（YoY+21.83%，QoQ-11.52%），4Q24 MCU 毛利率短期回落，进入 1Q25 各产品线毛利率改善，综合毛利率为 37.44%（YoY-0.72pct，QoQ+4.27pct）。

Nor Flash 保持优势，利基 DRAM 营收及出货量同比翻倍以上增长。24 年公司存储芯片业务营收 51.94 亿元（YoY+27.39%），毛利率 40.27%（YoY+7.28pct）。其中，NOR Flash 作为基本盘在全球 SPI NOR Flash 市场位列第二，55nm 工艺节点全系列产品均已量产；SLC NAND Flash 营收和出货量同比良好增长，车规产品搭配 Nor Flash 加速扩展。DRAM 自有品牌营收及出货量实现同比翻倍以上增长，预计随存储原厂陆续退出利基 DRAM 市场，公司利基 DRAM 有望加速提升；根据公司公告，24 年公司与长鑫存储的关联交易额度为 10.18 亿元，25 年预计金额提升至 11.61 亿（YoY+14%）。

MCU 出货量创历史新高，车规中高端产品持续布局。24 年公司 MCU 及模拟产品实现营收 17.06 亿元（YoY+29.56%），毛利率 36.50%（YoY-6.60pct）。MCU 产品营收及出货量均实现同比增长，出货量创历史新高。目前公司已量产 63 大系列、超过 700 款 MCU，工业与消费为前两大营收贡献领域。汽车应用领域，公司推出 GD32A7 系列高性能 MCU，新增募投项目“汽车电子芯片研发及产业化项目”（投资约 12 亿元）以完善公司汽车 MCU 产品布局。

传感器 PC 应用拓展，外延收购拓宽模拟产品线。24 年公司传感器营收 4.48 亿元（YoY+27.20%），毛利率 16.46%（YoY+0.46pct），其中手机市场份额持续增长，PC 领域进一步拓展：推出两款 PC 指纹识别解决方案并进入微软 AVL 准入供应商名单。此外，公司外延收购苏州赛芯以加强电池管理和锂电保护等领域技术储备，模拟产品线持续丰富。

投资建议：我们看好公司逐步构建的存储/MCU/传感器+模拟全面解决方案多维增长空间，根据 24 年及 1Q25 情况略调整费用率，预计 25-27 公司归母净利润 15.73/20.49/24.62 亿元（前值 16.27/20.47 亿元），当前股价对应 PE 倍数为 55/42/35 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新产品开发不及预期；国际关系恶化等。

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

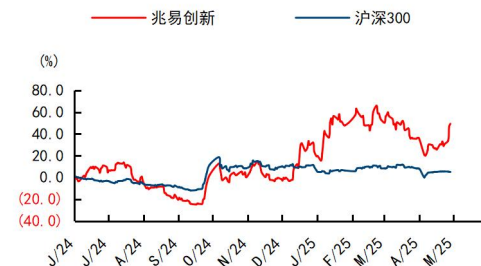
zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

基础数据

投资评级	优于大市（维持）
合理估值	
收盘价	128.69 元
总市值/流通市值	85458/85414 百万元
52 周最高价/最低价	147.56/64.13 元
近 3 个月日均成交额	2947.38 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《兆易创新（603986.SH）-外延收购补齐产品矩阵，内生增强汽车 MCU 与存储产品》——2024-11-14

《兆易创新（603986.SH）-2Q24 营收与利润同环比增长，各产品线持续改善》——2024-09-09

《兆易创新（603986.SH）-一季度业绩企稳反弹，股权激励明确业绩目标》——2024-04-22

《兆易创新（603986.SH）-毛利率环比改善，存储和 MCU 回暖在即》——2023-10-26

《兆易创新（603986.SH）-股权激励方案发布，中长期成长目标确立》——2023-07-06

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,761	7,356	9,314	11,457	13,789
(+/-%)	-29.1%	27.7%	26.6%	23.0%	20.4%
净利润(百万元)	161	1103	1573	2049	2462
(+/-%)	-92.1%	584.2%	42.7%	30.3%	20.1%
每股收益(元)	0.24	1.66	2.36	3.07	3.69
EBIT Margin	5.7%	10.6%	15.1%	17.1%	17.9%
净资产收益率 (ROE)	1.1%	6.7%	8.7%	10.2%	10.9%
市盈率 (PE)	532.6	77.5	54.6	41.9	34.9
EV/EBITDA	127.2	76.3	53.0	39.4	31.8
市净率 (PB)	5.65	5.18	4.75	4.28	3.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

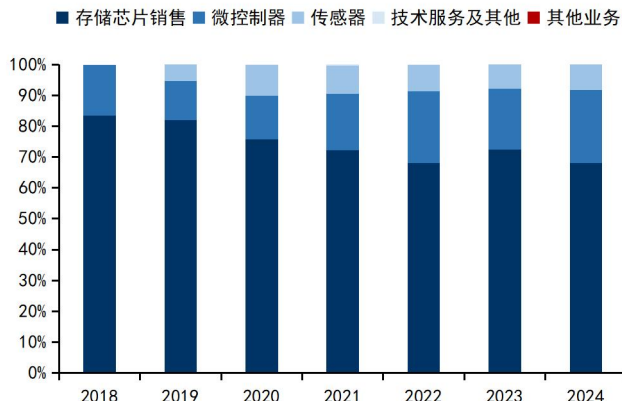
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司年度营业收入及同比增速 (亿元, %)



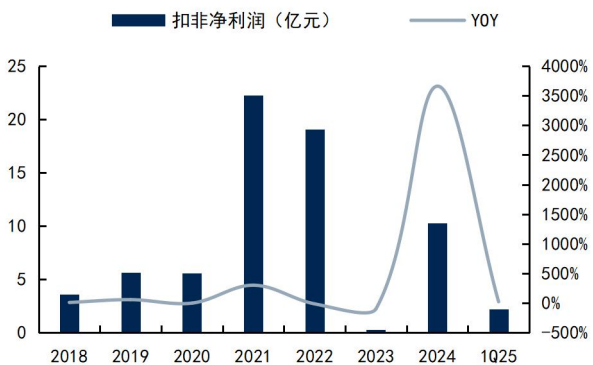
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司营收结构变化 (%)



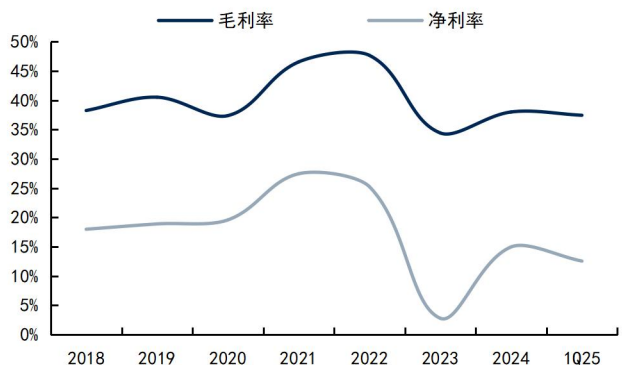
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司年扣非净利润及同比增速 (亿元, %)



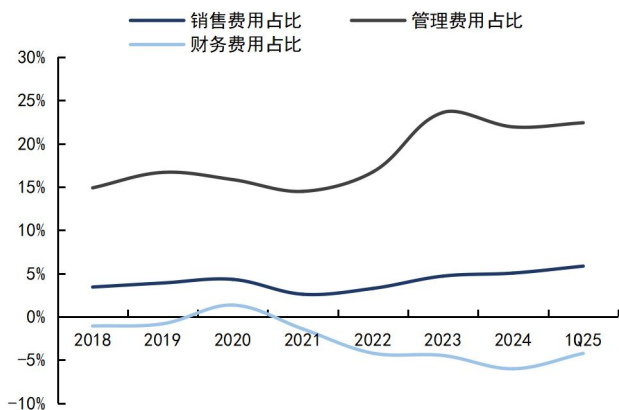
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司毛利率与净利率情况 (% , %)



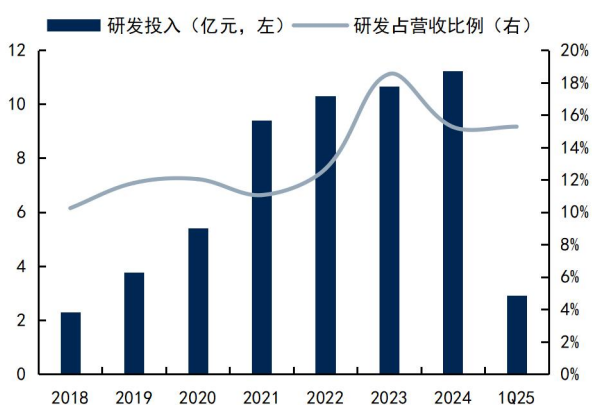
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7266	9128	9432	10870	12681	营业收入	5761	7356	9314	11457	13789
应收款项	140	439	556	684	824	营业成本	3778	4561	5622	6875	8352
存货净额	1991	2346	2862	3502	4254	营业税金及附加	25	31	28	44	51
其他流动资产	2206	521	556	594	639	销售费用	270	371	403	435	464
流动资产合计	11603	12435	13406	15652	18397	管理费用	370	491	534	575	614
固定资产	1094	1062	1375	1622	1857	研发费用	990	1122	1320	1574	1841
无形资产及其他	244	260	236	212	188	财务费用	(258)	(443)	(203)	(236)	(271)
其他长期资产	3489	5335	5335	5335	5335	投资收益	83	18	50	50	40
长期股权投资	26	137	137	137	137	资产减值及公允价值变动	(625)	(172)	(149)	(172)	(277)
资产总计	16456	19229	20489	22957	25914	其他	76	50	75	76	75
短期借款及交易性金融负债	42	951	343	445	580	营业利润	120	1117	1585	2144	2576
应付款项	502	734	933	1142	1387	营业外净收支	5	6	17	10	11
其他流动负债	442	646	805	970	1162	利润总额	125	1124	1603	2154	2588
流动负债合计	986	2331	2080	2557	3129	所得税费用	(36)	23	32	108	129
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(2)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	270	220	182	154	116	归属于母公司净利润	161	1103	1573	2049	2462
长期负债合计	270	220	182	154	116	现金流量表（百万元）					
负债合计	1256	2550	2262	2712	3245	净利润	161	1101	1571	2046	2458
少数股东权益	0	180	178	175	171	资产减值准备	613	172	144	166	273
股东权益	15200	16499	18050	20071	22499	折旧摊销	357	374	257	296	336
负债和股东权益总计	16456	19229	20489	22957	25914	公允价值变动损失	12	0	5	6	4
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	(78)	(203)	(236)	(271)
每股收益	0.24	1.66	2.36	3.07	3.69	营运资本变动	849	(2174)	(352)	(465)	(540)
每股红利	0.63	0.02	0.03	0.04	0.05	其它	(798)	2637	59	70	(2)
每股净资产	22.79	24.84	27.07	30.10	33.74	经营活动现金流	1187	2032	1480	1882	2258
ROIC	4%	6%	9%	12%	14%	资本开支	(348)	(499)	(546)	(518)	(548)
ROE	1%	7%	9%	10%	11%	其它投资现金流	53	(170)	0	0	0
毛利率	34%	38%	40%	40%	39%	投资活动现金流	(295)	(669)	(546)	(518)	(548)
EBIT Margin	6%	11%	15%	17%	18%	权益性融资	0	4	0	0	0
EBITDA Margin	12%	16%	18%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-29%	28%	27%	23%	20%	支付股利、利息	(421)	(15)	(22)	(28)	(34)
净利润增长率	-92%	584%	43%	30%	20%	其它融资现金流	(151)	491	(609)	103	134
资产负债率	8%	14%	12%	13%	13%	融资活动现金流	(573)	480	(631)	74	100
息率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	344	1973	304	1439	1811
P/E	532.6	77.5	54.6	41.9	34.9	货币资金的期初余额	6787	7131	9104	9408	10847
P/B	5.6	5.2	4.8	4.3	3.8	货币资金的期末余额	7131	9104	9408	10847	12658
EV/EBITDA	127.2	76.3	53.0	39.4	31.8	企业自由现金流	1281	(1535)	736	1169	1592
						权益自由现金流	1130	(1044)	326	1496	1985

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032