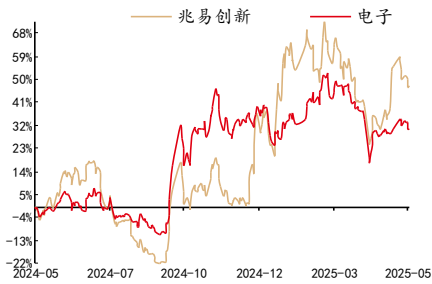


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	122.29
总股本/流通股本(亿股)	6.64 / 6.64
总市值/流通市值(亿元)	812 / 812
52周内最高/最低价	143.00 / 64.78
资产负债率(%)	13.3%
市盈率	73.67
第一大股东	朱一明

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

兆易创新(603986)

定制化存储多领域布局，利基 DRAM 向好发展

● 投资要点

以市占率为中心，整体产品出货量创出新高。2024 年，公司收入同比增长 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。进入 2025 年，尽管国际局势波谲云诡，外部环境挑战重重，但得益于国家出台增量政策呵护信心，以及部分下游需求有所前置，公司业绩延续了较好的增长势头。一季度收入同比增长 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。

定制化存储在手机旗舰机、AIPC、汽车、机器人等多个端侧 AI 应用有序推进。公司将控股子公司北京青耘科技有限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，在保证公司现有业务稳定发展的基础上，投资创新技术领域，可推动公司积极开拓包括定制化存储方案在内的新技术、新业务、新市场和新产品。公司有比较齐全的利基存储工艺平台，包括 NOR Flash、SLC NAND Flash 以及 DRAM，在市场开拓的过程中有客户提出非标准接口存储器产品的需求，应此需求，公司开展定制化方案业务。定制化存储器产品不是标准接口，也不是通用产品，项目开发周期长，业绩释放的周期也较慢，因此设立青耘科技并组建专门的团队来服务客户。与标准接口的存储产品相比，定制化存储产品的接口、容量等取决于客户对其具体应用的差异化需求。应用场景包括 IoT、智能终端等，产品定义来自客户产品的规格要求，通常客户会综合带宽、功耗等指标进行选择 and 定义。定制化存储在端侧 AI 领域有望赢得较多需求。目前，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，公司在手机旗舰机和 AIPC 领域的产品研发进度正常，预计未来一段时间可能会迎来积极进展。

利基型 DRAM 有望受益于行业头部公司减产甚至退出，公司持续推进 DDR4 8Gb 以及 LPDDR4 产品客户导入。受到大厂抛售生命周期尾部利基型产品的影响，一季度利基型 DRAM 总体上处于竞争相对激烈的局面中，收入同比出现小幅下降。但 3 月以来，行业涌现出边际

改善的迹象，特别是以 DDR4 8Gb、LPDDR4 等产品为代表的一些利基型产品，价格已经有所回升，这背后的主要原因是海外大厂更加坚定地 toward HBM、DDR5 等主流产品迁移，进一步淡出利基型市场，同时由于上述利基型产品的下游客户此前并未充分计入大厂减产/退出的预期，库存水位较低，因此在供给收缩的背景下价格上扬。DDR4 4Gb 及以下容量的利基型产品，Q1 价格总体稳定、近期温和上涨；进入 Q2，公司认为在市场消化完大厂的尾货后，在需求保持正常季节性的前提下，价格也有望进入回升的通道。一季度，扫地机、TV 等消费下游需求较好，工业也在温和复苏。2025 年，公司将持续推进 DDR4 8Gb 产品在 TV 等领域的客户导入，以及 LPDDR4 产品的客户导入，补齐利基型 DRAM 产品线，进一步覆盖网通、工业、TV、智能家居等领域的客户。在定制化存储业务方面，公司将继续推进产品研发及客户项目落地。

工业机器人等终端对 MCU 需求持续增长，公司积极把握机器人等端侧 AI 发展带来的直接、间接受益机会。 MCU 应用广泛，特别是随着汽车电动化、智能化、网联化转型，从发动机到智能座驾等相关领域的 MCU 需求量剧增。此外，具备小型化、低功耗、高实时性的 MCU 在智能家居、智能穿戴等物联网设备中的需求持续增长。同时，随着工业控制设备复杂度的提升，诸如工业机器人等终端对 MCU 的需求将持续增长。MCU 产品线是公司重要的战略方向之一，截至 24 年报告期末，公司已成功量产 63 大系列、超过 700 款 MCU 产品供市场选择。面向数字能源、充电桩、储能逆变、变频器、伺服电机及光通信等应用场景，推出 GD32G5 系列高性能 MCU 产品；面向伺服控制、变频驱动、工业 PLC、工业通讯模块、人形机器人等应用场景，推出 GD32H75E 超高性能工业互联 MCU 产品；面向电机运动控制、数据采集、工业自动化、通讯模块及传感器等应用场景，推出 GD32N832 系列从站控制器；面向能源电力、光伏储能、工业自动化、工业 PLC、网络通讯设备及图形显示等应用场景，推出 GD32F5 系列高性能 MCU；面向车身域控、远程通信终端、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。在机器人领域，依托此前在伺服电机等领域积攒的工规技术优势，与多家优秀的机器人公司开展合作，公司此前已在 MCU、flash 等多个产品线积累了性能、工艺、解决方案等方面的优势。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 93/120/145 亿元，实现归母净利润分别为 15/20/25 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 54 倍、40 倍、32 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观环境和行业波动风险，供应链风险，人才流失风险，汇兑损益风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7356	9330	12004	14501
增长率(%)	27.69	26.83	28.67	20.80
EBITDA(百万元)	1124.18	1803.62	2395.14	2794.85
归属母公司净利润(百万元)	1102.54	1501.69	2039.26	2521.05
增长率(%)	584.21	36.20	35.80	23.63
EPS(元/股)	1.66	2.26	3.07	3.80
市盈率(P/E)	73.66	54.08	39.82	32.21
市净率(P/B)	4.92	4.59	4.21	3.81
EV/EBITDA	55.86	39.75	29.25	24.35

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	7356	9330	12004	14501	营业收入	27.7%	26.8%	28.7%	20.8%
营业成本	4561	5740	7301	8680	营业利润	832.8%	36.4%	40.2%	27.7%
税金及附加	31	37	48	61	归属于母公司净利润	584.2%	36.2%	35.8%	23.6%
销售费用	371	434	552	667	获利能力				
管理费用	491	611	732	841	毛利率	38.0%	38.5%	39.2%	40.1%
研发费用	1122	1208	1441	1682	净利率	15.0%	16.1%	17.0%	17.4%
财务费用	-443	-198	-234	-275	ROE	6.7%	8.5%	10.6%	11.8%
资产减值损失	-172	-90	-150	-240	ROIC	3.6%	6.9%	8.8%	10.0%
营业利润	1117	1525	2138	2731	偿债能力				
营业外收入	9	10	10	10	资产负债率	13.3%	13.8%	14.8%	14.8%
营业外支出	2	3	3	3	流动比率	5.34	5.52	5.41	5.60
利润总额	1124	1532	2145	2738	营运能力				
所得税	23	31	107	219	应收账款周转率	45.11	42.90	45.06	43.62
净利润	1101	1501	2038	2519	存货周转率	2.10	2.19	2.27	2.29
归母净利润	1103	1502	2039	2521	总资产周转率	0.41	0.47	0.55	0.60
每股收益(元)	1.66	2.26	3.07	3.80	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.66	2.26	3.07	3.80
货币资金	9128	10619	12259	14266	每股净资产	24.84	26.62	29.06	32.08
交易性金融资产	120	100	100	100	估值比率				
应收票据及应收账款	232	246	341	392	PE	73.66	54.08	39.82	32.21
预付款项	25	34	41	50	PB	4.92	4.59	4.21	3.81
存货	2346	2899	3539	4026	现金流量表				
流动资产合计	12435	14526	17027	19589	净利润	1101	1501	2038	2519
固定资产	1057	866	665	454	折旧和摊销	467	470	484	332
在建工程	5	4	3	2	营运资本变动	388	-401	-498	-451
无形资产	260	136	11	5	其他	76	68	149	240
非流动资产合计	6794	6183	5821	5611	经营活动现金流净额	2032	1638	2173	2640
资产总计	19229	20709	22848	25200	资本开支	-470	-146	-115	-114
短期借款	898	978	978	978	其他	-200	249	30	29
应付票据及应付账款	734	843	1123	1305	投资活动现金流净额	-669	103	-85	-85
其他流动负债	699	810	1048	1214	股权融资	5	0	0	0
流动负债合计	2331	2631	3149	3497	债务融资	806	102	0	0
其他	220	222	222	222	其他	-330	-369	-448	-547
非流动负债合计	220	222	222	222	筹资活动现金流净额	480	-267	-448	-547
负债合计	2550	2853	3371	3719	现金及现金等价物净增加额	1973	1491	1640	2008
股本	664	664	664	664					
资本公积金	8322	8322	8322	8322					
未分配利润	6796	7783	9100	10729					
少数股东权益	180	180	178	176					
其他	716	906	1212	1590					
所有者权益合计	16679	17855	19477	21481					
负债和所有者权益总计	19229	20709	22848	25200					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048