

DRAM 竞争格局改善，增强公司业绩弹性

——公司 25 年中报业绩点评

增持|维持

● 报告要点：

8 月 22 日，公司发布 2025 年中报。2025H1，公司营收实现 41.50 亿元，YoY+15.0%；归母净利实现 5.75 亿元，YoY+11.31%；毛利率和净利率分别为 37.21%和 14.16%。单季度 2Q25 来看，公司营收实现 22.41 亿元，YoY+13.09%，QoQ+17.40%；归母净利实现 3.41 亿元，YoY+9.17%，QoQ+45.27%；毛利率和净利率分别为 37.01%和 15.53%。

供应格局改善及产品结构优化，带动 DRAM 业务盈利能力修复。三大原厂逐步退出利基型 DRAM 市场，供应趋紧推动价格自 3 月起开始上行，且下半年涨势有望延续。公司同步优化产品结构，DDR4 系列收入占比提升，盈利能力有望增强。同时，子公司青耘科技紧抓端侧 AI 机遇，通过容量扩展、带宽提升及能效优化提供定制化存储方案，深度契合端侧 AI 需求。

需求回暖叠加供给趋紧带动 NOR Flash 价格上涨预期。公司 NOR Flash 业务受益于消费电子（国补刺激及手机/平板存储升级）、计算（AI PC 渗透率提升及容量升级+服务器需求提升）、工业（温和复苏带动拉货动能增强）及汽车电子四大领域需求共振，业务开始回暖。同时，预计在需求回暖与供给偏紧的双重驱动下，Nor Flash 价格将有望迎来温和上涨预期。

需求回暖提振 MCU 业绩预期。受益国补政策刺激及下游备货需求，公司 MCU 业务同比出现较大幅度提升：消费电子领域和网络通信领域同比增幅较为明显，工业领域则在温和复苏下稳步提升用量。此外，公司整合 MCU、传感器及存储产品链，为人形机器人提供闭环支持，已与多家头部具身智能企业建立合作。

我们预测公司 2025-2026 年归母净利为 14.52/16.05 亿元，对应 PE 为 72x/65x，给予公司 2026 年 65x 估值，维持“增持”评级。

财务数据和估值

	2024A	2025E		2026E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入（百万元）	7356	9389	9386	11,868	11513
增长率（%）	27.7%	27.6%	27.6%	26.4%	22.7%
归母净利（百万元）	1103	1,452	1555	1,605	2059
增长率（%）	584.2%	31.7%	41.1%	10.5%	32.4%
EPS（元/股）	1.66	2.19	2.34	2.42	3.10
市盈率（P/E）	64	72	67	65	51
市净率（P/B）	4.30	5.80	5.92	5.33	5.39

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：市场预期为 Wind 一致预期，股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价

● 风险提示

上行风险：下游景气度加速提升；海外大厂加速退出；新产品研发导入顺利
下行风险：下游需求不及预期；新产品研发导入不及预期；其他系统性风险

当前价：154.40 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：157.8 / 64.78

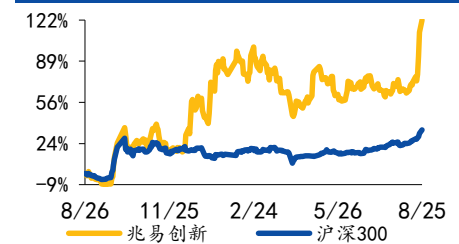
A 股流通股（百万股）：663.72

A 股总股本（百万股）：664.03

流通市值（百万元）：104734.39

总市值（百万元）：104783.93

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-存储行业报告：AI 需求和制程升级，行业加速步入新一轮增长周期》2025.06.21

《国元证券行业研究-2025 年电子行业策略报告：电子行业有望迎来新一轮大周期拐点》2025.01.26

报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 021-51097188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

1.主要观点

公司 2025 年上半年营收实现 41.50 亿元，YoY+15.00%，归母净利达到 5.75 亿元，YoY+11.31%，扣非归母净利为 5.44 亿元，YoY+14.99%，毛利率达到 37.21%，YoY-0.95 pct，净利率达到 14.16%，YoY-0.17 pct。

具体来看 25Q2，单季度营收实现 22.41 亿元，YoY+13.09%，QoQ+17.40%；归母净利达到 3.41 亿元，YoY+9.17%，QoQ+45.27%；扣非归母净利实现 3.21 亿元，YoY+10.66%，QoQ+43.21%；毛利率实现 37.01%，YoY-1.14 pct，QoQ-0.43 pct；净利率达到 15.53%，YoY-0.22 pct，QoQ+2.97 pct。

DRAM 业务：2025 年，三大原厂加速将产能转移至 DDR5 等主流产品，逐步退出利基型 DRAM 市场，导致行业出现较为明显的供给缺口，带动利基型 DRAM 价格自 3 月开始上涨，Q2 涨势尤为明显，在供不应求的状态下，预计下半年价格将有望保持上涨趋势，带动公司利基型 DRAM 盈利能力改善。

公司产品结构优化，新产品导入顺利。公司 DDR4 8GB 产品在年初量产，目前已在 TV、工业等领域上量，LPDDR4 小容量产品的营收比重在上半年也出现较大涨幅，带动 DDR4 产品营收占比提升，盈利能力有望增强。公司目前产品已全面覆盖 DDR3 2GB 和 4GB、DDR4 4GB 及 LPDDR4 的小容量产品，并积极推进 LPDDR4 自研料号的研发和流片，预计明年将有望推出自研 LPDDR4x 小容量产品。

随着端侧 AI 需求的兴起，对定制化存储方案提出新的要求，公司控股子公司青耘科技积极开拓包括定制化存储方案在内的新技术和新产品，从容量、带宽、能耗等方面为客户提供更好的定制化解决方案。目前公司定制化存储在 AI 手机、AI PC、汽车、机器人等诸多领域的客户拓展进展顺利，加速商业化落地。

Nor flash 业务：公司上半年 Nor Flash 业务回暖主要得益于汽车、消费电子、计算和工业领域的需求提升。汽车领域：凭借持续深耕形成的产品性能与客户覆盖优势，在汽车电动智能化趋势背景下，公司产品出货量持续提升；消费电子领域：受益于国补刺激带来的较好需求及手机、平板等设备存储升级需求，公司 Nor Flash 出货提升。计算领域：AI PC 渗透率提高及 Nor Flash 容量升级（256MB 向 512MB 升级），叠加服务器需求提升，多重驱动公司业务成长；工业领域：温和复苏进一步带动对 Nor Flash 产品的需求。

此外，需求回暖叠加供应趋紧，Nor Flash 价格有望迎来温和上涨预期。当前 Nor Flash 面临供应紧张局面，主要受两方面因素影响：1、上游晶圆制造端的产能处于相对紧张的状态，2、其他高需求芯片产能挤占 Nor Flash 产能，导致产品供给趋紧，产品价格有望在未来几个季度出现温和上涨趋势。

MCU 业务：25H1 受益于国补和下游客户备货，公司 MCU 业务同比出现较大幅度提升。其中，消费领域产品在去年同期高基数的基础上进一步增长，网通领域产品也同比实现较高幅度增长，工业领域产品在行业温和复苏背景下实现小幅回暖。

公司于 2025 年上半年推出国产首款基于 M7 内核的量产高性能 MCU—GD32H7 系列，适用于数字信号处理及电机控制等场景；基于该芯片开发的 AI 直流电弧检测方案显著提升检测精度，并依托无线 MCU 产品构建 AI 大语言模型方案，赋能智能陪伴玩具与智能家居应用。同时，通过整合 MCU、传感器及存储全栈产品链，公司为人形机器人提供“感知-决策-执行”全链路芯片级闭环支持，已与多家头部具身智能企业建立合作，深化 AIoT 生态布局。

2. 公司估值及业绩图表

我们预测公司 25-26 年归母净利为 14.52 亿元和 16.05 亿元，目标股价为 158 元，维持“增持”评级。

图 1：公司未来股价上下行风险



目标股价 158 元/股

基于 1) 公司 2026 年营收增长 26% 以上，下游需求回暖带动公司全线业务增长。2) Nor Flash 供给偏紧带动价格进入上行通道。Nor 业务毛利率保持 45% 水平。3) 自研 DRAM 供给缺口带动价格上涨，新产品和定制存储进展顺利，全年营收实现较大幅度增长，毛利率达到 20% 以上。4) 公司整体毛利率稳定在 35%。给予 65x 2026e EPS 为合理估值。

上行风险场景 169 元/股

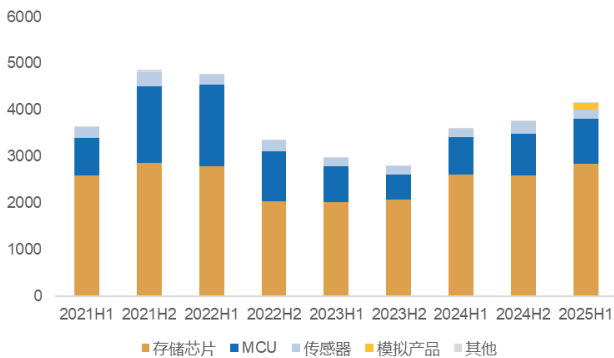
基于 1) 供需趋于紧张推动下，带动 Nor Flash 价格在 25H2 呈现 20% 以上的增长，业务毛利率达到 50% 以上。2) 三大原厂加速退出，自研 DRAM 产品进展顺利，需求超预期，毛利率达到 30% 以上；3) MCU 在消费、网通和工业领域继续维持较强增长态势，全年增长 30% 以上。给予 70x 2026e EPS 为合理估值。

下行风险场景 121 元/股

基于 1) H2 下游需求回暖低于预期。Nor Flash 价格并未出现明显涨价。2) DRAM 产品进展和客户导入未达预期，三大原厂尚未完全退出利基型 DRAM 市场，行业竞争加剧。3) 海外 MCU 供应商加大对国内工业 MCU 市场的价格竞争，H2 行业需求低于预期。给予 50x 2026e EPS 为合理估值。

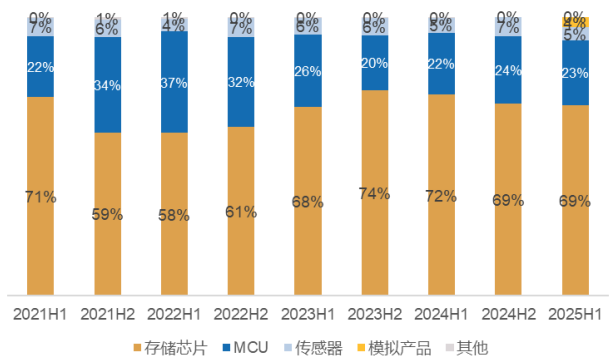
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司各业务营收（百万元）



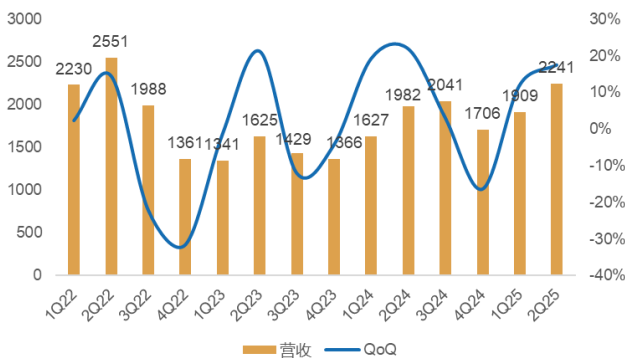
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：公司各业务营收占比



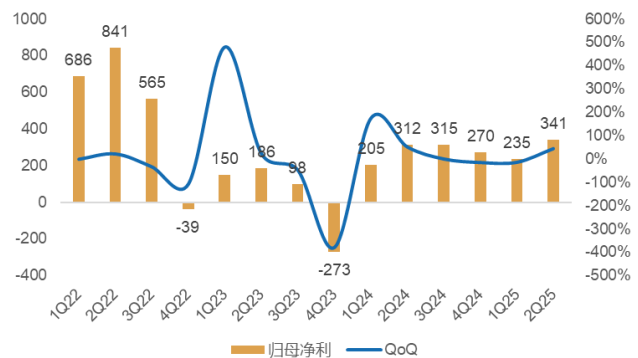
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司各季度营收及增速（百万元）



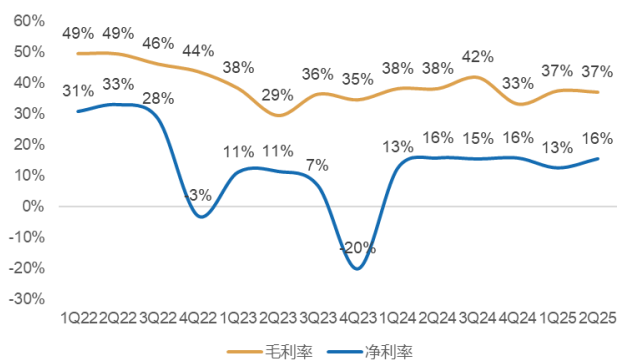
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司各季度归母净利润及增速（百万元）



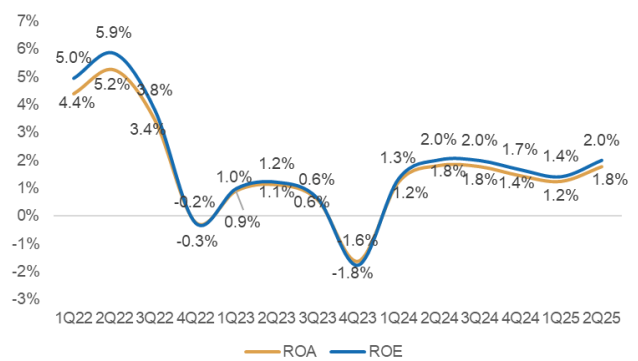
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司各季度毛利率及净利率



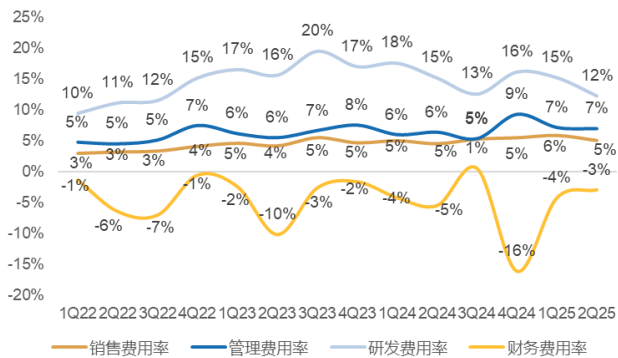
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：公司各季度 ROA/ROE 变动



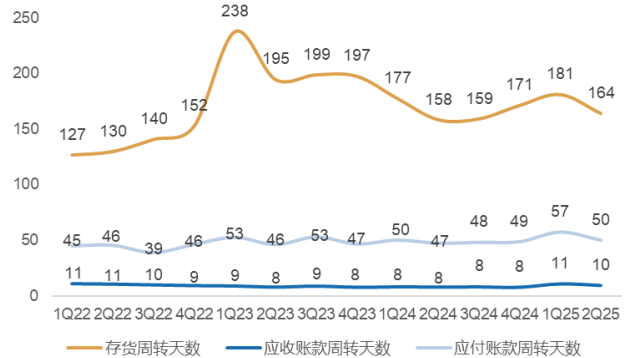
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：公司各季度费用率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：公司各季度运营情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.风险提示

上行风险：

下游景气度加速提升：目前全球宏观经济持续改善，将带动各行业发展，宏观环境进一步改善将对公司业绩产生利好。

海外大厂加速退出：三大原厂加速减少利基型 DRAM 产能，若海外大厂加速退出，公司产品需求则会增加，公司业绩加速成长。

新产品研发导入顺利：公司 DDR4 8GB 和 LPDDR4 小容量产品处于客户导入期，并正在积极推进自研 LPDDR4x 产品。若新产品研发和导入客户顺利，将扩大公司业绩弹性。

下行风险：

下游需求不及预期：目前工业处于温和复苏时期，若下游需求不及预期，对公司销量和 ASP 产生不利影响。

新产品研发导入不及预期：公司 DDR4 处于客户导入期，LPDDR4x 处于研发期，若导入研发不及预期，则削弱公司盈利能力，影响公司业绩。

其他系统性风险：中美贸易摩擦、边缘政治摩擦等

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,128	10,631	11,801	13,385
交易性金融资产	120	120	120	120
应收账款及应收票据	232	282	353	397
存货	2,346	2,927	3,884	4,476
预付账款	25	30	40	46
其他流动资产	584	737	806	851
流动资产合计	12,435	14,727	17,004	19,275
长期股权投资	137	137	137	137
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,057	912	737	532
无形资产	260	310	360	410
商誉	617	617	617	617
递延所得税资产	269	270	270	270
其他非流动资产	4,454	4,154	4,164	4,175
资产总计	19,229	21,127	23,290	25,416
短期借款	898	898	898	898
应付票据及应付账款	734	827	1,107	1,285
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	291	357	478	555
应交税费	48	75	95	108
其他流动负债	359	521	659	747
流动负债合计	2,331	2,678	3,237	3,593
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	120	105	105	105
其他非流动负债	100	100	100	100
负债合计	2,550	2,883	3,441	3,798
归属于母公司的所有者权益	16,499	18,063	19,668	21,438
少数股东权益	180	180	180	180
股东权益	16,679	18,244	19,848	21,618
负债及股东权益	19,229	21,127	23,290	25,416

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	2,032	1,474	1,469	1,879
投资	-196	0	0	0
资本性支出	-470	-310	-322	-322
其他	-4	216	24	27
投资活动现金流净额	-669	-94	-299	-295
债权融资	806	9	0	0
股权融资	5	81	0	0
支付股利及利息	-15	0	0	0
其他	-315	47	0	0
筹资活动现金流净额	480	138	0	0
现金净流量	1,973	1,503	1,171	1,584

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,356	9,389	11,868	13,479
%同比增速	28%	28%	26%	14%
营业成本	4,561	5,954	7,968	9,251
毛利	2,795	3,435	3,900	4,228
%营业收入	38%	37%	33%	31%
税金及附加	31	41	50	54
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	371	460	546	607
%营业收入	5%	5%	5%	5%
管理费用	491	610	724	809
%营业收入	7%	7%	6%	6%
研发费用	1,122	1,192	1,365	1,429
%营业收入	15%	13%	12%	11%
财务费用	-443	-319	-372	-413
%营业收入	-6%	-3%	-3%	-3%
资产减值损失	-172	-50	-50	-50
信用减值损失	-4	-5	-5	-5
其他收益	53	47	59	67
投资收益	18	19	24	27
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	1	1
营业利润	1,117	1,462	1,616	1,783
%营业收入	15%	16%	14%	13%
营业外收支	6	8	8	8
利润总额	1,124	1,470	1,624	1,791
%营业收入	15%	16%	14%	13%
所得税费用	23	18	19	21
净利润	1,101	1,452	1,605	1,770
%营业收入	15%	15%	14%	13%
归属于母公司的净利润	1,103	1,452	1,605	1,770
%同比增速	584%	32%	11%	10%
少数股东损益	-2	0	0	0
EPS (元/股)	1.66	2.19	2.42	2.66

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.66	2.19	2.42	2.66
BVPS	24.84	27.20	29.62	32.28
PE	64.34	72.16	65.31	59.21
PEG	0.11	2.28	6.22	5.76
PB	4.30	5.80	5.33	4.89
EV/EBITDA	55.86	60.78	55.37	49.85
ROE	7%	8%	8%	8%
ROIC	4%	6%	6%	6%

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027