

兆易创新 (603986 CH, 买入, 目标价: RMB226.50)

买入

持有

卖出

短期看 DDR4 涨价；中长期看存算一体存储

目标价: RMB226.50 当前股价: RMB186.60

股价上行/下行空间 +21%

52 周最高/最低价 (RMB) 196.80/64.13

市值 (US\$mn) 17,527

当前发行数量(百万股) 667

三个月平均日交易额 (US\$mn) 613

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

朱一明 7

香港中央结算有限公司 6

葛卫东 3

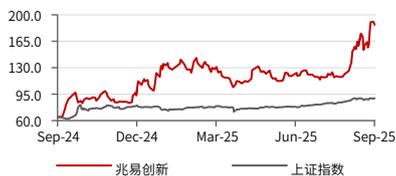
按 2025 年 9 月 17 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	N/A	N/A
目标价 (RMB)	226.50	N/A	N/A
2025E EPS (RMB)	2.84	N/A	N/A
2026E EPS (RMB)	4.23	N/A	N/A
2027E EPS (RMB)	5.39	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	9,429 (+2%)	11,656 (+5%)
EPS (RMB)	2.35 (+21%)	3.22 (+31%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

海外 DDR4 控产和提价有望拉动公司 2025-26 年 DDR4 收入。

存算一体存储有望 2027-28 年逐步贡献收入。

首次覆盖公司并给予"买入"评级; 目标价 226.50 元。

DDR4 控产涨价有望拉动 2025-26 年 DDR4 收入。一方面, 根据半导体产业纵横, 美光 2025 年 6 月正式宣布停产 PC 和数据中心 DDR4 产品。三星电子和 SK 海力士 2025 年 4-6 月停产部分 DDR4 产品, 并逐步向 DDR5 切换。随着三星电子、SK 海力士和美光科技退出 DDR4 和 LPDDR4X 市场, 我们看好兆易创新全球 DDR4 和 LPDDR4X 市占率 2025-26 年提升之趋势。另一方面, 利基型 DDR3-DDR4 产品价已出现明显上涨。根据 TrendForce 报道, 2Q25 的 DDR4 和 LPDDR4X 产品价格出现暴涨, DDR4 合约价 1H25 上涨 40%, 若 2H25 期间 DDR4 合约价较 1H25 环比上涨 25%, 我们预计 DDR4 合约价在 2025 年或同比提升 75%, 相应地, 我们预计兆易创新利基存储产品 2025/26/27 年收入分别是 19.9、33.4 和 47.4 亿元。

存算一体存储产品有望在 2027-28 年逐步贡献收入。我们预计兆易创新 2026 年的收入是 122 亿人民币, 其中并不包括存算一体收入。兆易创新通过长鑫发力 AI 手机大模型的 DRAM 存算一体芯片, 有望在 2027-28 年逐步贡献。按每部手机存算一体存储价值量 18 美金及兆易创新占据 20% 全球市占率估算, 我们预计兆易创新 DRAM 存算一体业务在 2028 年的市场空间是 98 亿人民币。

我们看好公司在 NOR Flash 和 SLC NAND 行业的市占率提升。公司 2024 年 NOR Flash 收入达到 512 百万美元, 全球市占率达到 18.5%。得益于公司在 NOR Flash 和 SLC NAND 推出更多新品, 我们预计公司 NOR Flash 以及 SLC NAND 业务的全球市占率有望在 2029 年分别达到 26.2% 和 5.2%。我们预计兆易创新 2025/26/27 年 NOR Flash 和 SLC NAND 相关收入分别是 50.9、58.7 和 67.0 亿元。

我们首次覆盖兆易创新, 给予"买入"评级, 目标价 226.50 元。我们目标价基于 42 倍 2027 年 P/E, 基本和兆易创新过去五年的 24 个月动态 P/E 估值中值相当。考虑到兆易创新 2025-27 财年净利 CAGR 是 38%, 高于行业平均水平 (28%), 这是我们给予 42.0 倍 2027 年 P/E 估值的基础。风险提示: DDR4 停产对于 DDR4 价格和兆易创新收入拉动不及预期; 存算一体存储产业进度慢于预期; NOR Flash 和 SLC NAND 行业增速慢于预期; 美国新一轮制裁或影响兆易新产品研发和生产。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	5,761	7,356	9,593	12,221	15,002
每股收益 (RMB)	0.24	1.65	2.84	4.23	5.39
市盈率 (x)	440.6	49.6	65.6	44.1	34.6
市净率 (x)	4.7	3.3	6.9	6.2	5.5
股本回报率 (%)	1.1	6.6	10.5	14.1	16.0

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: FactSet, 华兴证券预测

研究团队

王国略, 分析师

证书编号: S1680524080001

电话: +86 21 6015 6827

电邮地址: ghwang@huaxingsec.com

目录

为什么是“买入”评级?	3
DDR4 控产叠加涨价有望拉动公司 DDR4 在 2025-2026 年收入	4
美光, SK 海力士和三星电子预计停产部分 DDR4 产品	4
海外停产趋势下, 兆易创新有望提升 DDR4 全球市占率	5
DDR4 提价明显, 叠加 DDR5 温和上涨, 有助兆易创新 2025-2026 年 DDR4 收入	5
存算一体存储业务有望逐步贡献收入	6
存算一体概念-从近存计算到存内计算	6
海外厂商布局存算一体	7
兆易创新推出存算一体存储	8
NOR Flash 和 SLC NAND 业务仍维持基本盘	9
财务预测	11
利基型存储收入 2026 年有望达到 27.6 亿元	11
NOR Flash 及 SLC NAND 收入在 2026 年有望分别达到 52.2 亿元和 6.4 亿元	12
净利率有望在 2026-27 年逐步提升	12
估值	14
兆易创新近五年 24 个月动态 P/E 估值中端为 41.6 倍, 近五年 12 个月动态 P/S 估值中端为 11.1 倍	14
我们认为兆易创新具备估值重塑的上行空间	14
风险提示	15
附录	17
公司背景	17

为什么是“买入”评级？

我们预计公司 2025-2027 年以 DDR4 为核心的存储业务收入有望超市场预期，支撑 2025-2027 年净利润 CAGR 为 38%（FactSet 上市场一致预期是 28%）。我们首次覆盖兆易创新，给予“买入”评级，目标价为 226.50 元。

为什么是现在？ 我们看好 DDR4 控产叠加涨价有望拉动公司 2025-2026 年收入。由于 3Q25 的 DDR4 合约价超出我们和市场预期，有望提升市场对 DDR4 涨价拉动兆易创新 2025-2026 年收入的预期。进入 2026 年，市场或逐步交易存算一体存储业务放量对兆易创新的收入拉动。我们认为 DDR4 在 4Q25 合约价进一步延续上涨是公司股价的催化剂。我们买入公司基于以下三个原因：

- **DDR4 控产叠加涨价有望拉动公司 2025-2026 年收入。** 根据半导体产业纵横，美光科技和 SK 海力士从 2025 年 6 月开始通知客户 DDR4 产品将进入停产阶段，总体 DDR4 供应量将大幅减少。随着三星电子、SK 海力士和美光科技退出 DDR4 和 LPDDR4X 市场，我们看好兆易创新在 2025-2026 年市占率提升的逻辑。我们同时看到利基型 DDR3-DDR4 价格已出现明显上涨。TrendForce 指出考虑 PC、服务器和手机存储需求仍然坚挺，原厂控产或直接拉动利基型 DDR3-DDR4 及 PC、服务器和手机在 3Q24 的存储价格。我们预计 DDR4 合约价 2025 年或同比上涨 75%，并预计兆易创新 2025 年 DRAM 收入可达 19.9 亿元。
- **存算一体存储收入或贡献收入。** 随着 AI 端侧和大模型应用成熟，我们认为存算一体行业有望 2025 至 2028 年间迎来爆发式增长。根据 QYResearch 研究显示，2022 年全球存算一体市场规模为 4383 万美元，该机构预计到 2029 年全球存算一体市场规模有望达到 306.28 亿美元，2022-2029 年复合增长率高达 154.68%。根据中国招标网，兆易创新通过长鑫发力 AI 手机大模型推理场景的 DRAM 存算一体芯片，我们相应看好兆易创新在 AI 手机大模型的 DRAM 存算一体芯片中市场空间。按照每部手机存算一体存储价值量 18 美金（US\$3*6GB）以及兆易创新占据全球 20%的市占率估算，我们预计兆易创新 DRAM 存算一体业务空间在 2028 年或达 98 亿人民币。
- **NOR Flash 和 SLC NAND 业务仍维持基本盘，市占率稳步扩张。** 根据 Frost & Sullivan，全球 NOR Flash 市场规模在 2024 年达到 28 亿美元，并预计 2025-2029 年 CAGR 达到 7.6%。全球 SLC NAND 市场规模在 2024 年达到 23 亿美元，并预计 2025-2029 年 CAGR 达到 5.8%。我们认为公司在 NOR Flash 和 SLC NAND 有望推出更多新品，并认为公司在 NOR Flash 上市占率有望在 2029 年达到 26.2%。我们预计公司在 NOR Flash 上市占率有望在 2029 年达到 5.2%。
- 我们认为催化剂主要包括：1) 兆易创新 2H25 和 2026 年收入或充分受益于 DDR4 涨价以及 DDR5 产品价格上涨。2) 公司正通过长鑫项目积极发力面向 AI 手机大模型推理场景的 DRAM 存算一体芯片。该项目预计到 2027 年底，销售 DRAM 存算一体芯片不低于 1000 颗，推动 AI 手机大模型技术应用落地。3) 我们认为市场有望提振对于兆易创新在 DRAM 存算一体的信心和潜力。

首次覆盖并给予买入评级，目标价 226.5 元： 我们目标价基于 42.0 倍的公司 2027 年 P/E 估值，大概有 3%的行业平均估值（40.74 倍）溢价。我们给予兆易创新估值溢价的原因兆易创新 2025-27 财年净利 CAGR 是 38%，高于行业平均水平（28%）。我们目标价对应的估值是 42 倍 2027 年 P/E，基本和兆易创新过去五年的 24 个月动态 P/E 估值中值相当。

DDR4 控产叠加涨价有望拉动公司 DDR4 在 2025-2026 年收入

美光, SK 海力士和三星电子预计停产部分 DDR4 产品

手机侧：美光科技、SK 海力士和三星电子陆续停产 LPDDR4X。根据中国台湾省科技媒体 technews 报道，三星电子已通知客户于 2025 年 4 月终止 1z 制程的 8Gb LPDDR4 内存生产，并要求客户 2025 年 6 月前完成最后买进订单（这批最后买进订单预计最迟在 2025 年 10 月前出货）。根据旺材芯片报道，美光执行副总裁暨业务执行长 Sumit Sadana 接受 DIGITIMES 专访表示，美光 LPDDR4 DRAM 仅会针对三大领域长期客户（PC、手机和服务器）持续供应。根据半导体产业纵横 2025 年 7 月 13 日的报道，SK 海力士明确通知客户停止 DDR4 生产，并将最终订购截止时间设定在 2025 年 6 月初。

PC 和数据中心服务器侧：美光科技、SK 海力士和三星电子逐步停产 DDR4。根据半导体产业纵横报道，2025 年 6 月，美光确认 DDR4 停产计划并向客户通知 DDR4 产品将进入停产阶段，涉及 PC 和数据中心客户。根据半导体产业纵横 2025 年 6 月 11 日报道，三星电子将仅向汽车或某些长期客户维持 1z 纳米 DDR4 工艺，总体 DDR4 供应量有望大幅减少。根据半导体产业纵横在 2025 年 6 月 11 日的报道，分销商和内存模块供应商也几乎无法获得三星电子 DDR4 芯片。根据迅丰达存储，在 2025 年 4 月上旬三星电子传出停产通知后，SK 海力士也向供应商发出 DDR4 颗粒的 EOL 通知，SK 海力士计划开始逐步减少 DDR4 产能，并且预计将 DDR4 产能压缩到 20% 左右。我们整体看到美光科技、SK 海力士和三星电子逐步停产 DDR4，并向 DDR5 切换。

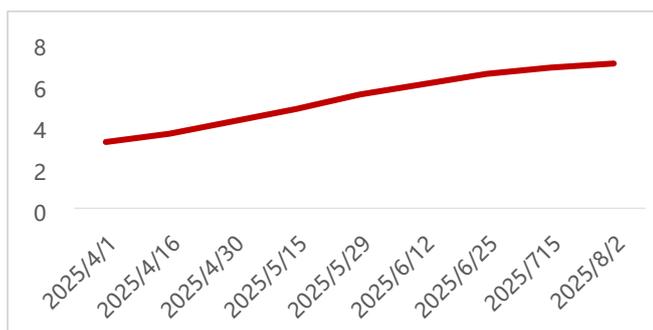
图表 1: SK 海力士、美光和三星电子 DDR4 停产计划汇总

手机	2025 年 5 月	2025 年 7 月	2025 年 12 月	2026 年 12 月
三星电子		逐步停产 LPDDR4X，手机 DDR4 涨价有望继续持续		完全停产 LPDDR4X
美光科技	美光决定陆续停产手机侧 LPDDR4X，在 2Q26 之前供应完			完全停产 LPDDR4X
SK 海力士		宣布 25 年底前陆续绝大部分停产 LPDDR4X	2026 年只有 (4-6-8GB) 的 LPDDR4X	LPDDR4X (4-6-8GB) 停产

PC/服务器	2025 年 5 月	2025 年 7 月	2025 年 12 月	2026 年 12 月
三星电子	公告 2025 年底前停产 DDR4 颗粒		停产 DDR4 颗粒	
美光科技	公告 2025 年底前停产 DDR4 颗粒		停产 DDR4 颗粒	
SK 海力士	公告 2025 年底前停产 DDR4 颗粒		停产 DDR4 颗粒	

资料来源：半导体行业联盟，华兴证券整理

图表 2: DDR4 16Gb (3200) 现货均价 (US\$)



图表 3: 3Q25 PC/服务器/消费类 DDR4 和手机 DRAM 合约价涨幅预估 (%)

产品型号	3Q25E
PC DDR4	up 38-43%
Server DDR4	up 28-33%
Consumer DDR4	up 85-90%
Mobile LPDDR4X	up 38-43%
Mobile LPDDR5X	up 10-15%

资料来源：TrendForce，华兴证券整理

资料来源：TrendForce，华兴证券整理

海外停产趋势下，兆易创新有望提升 DDR4 全球市占率

随着三星电子、SK 海力士和美光科技退出 DDR4 和 LPDDR4X 市场，我们看好兆易创新在服务器和 PC 手机 LPDDR4X 的市占率提升。针对 SK 海力士，半导体纵横 2025 年 7 月 13 日报道 SK 海力士明确通知客户停止 DDR4 生产，并将最终订购截止时间设定在 2025 年 6 月初。我们预测 SK 海力士的 DDR4 产量有望从 2025 年 2 月的 94k WPM 下降到 2025 年底的 39k WPM，并进一步在 2026 年底缩减到 19k WPM。针对美光科技，根据半导体产业纵横报道，2025 年 6 月，美光高管确认 DDR4 的停产计划并已向客户发出通知，DDR4 产品将进入停产阶段，涉及 PC 和数据中心等客户。我们预测美光的 DDR4 产量有望从 2025 年 2 月的 56k WPM 下降到 2025 年底的 27k WPM，并进一步缩减到 18k WPM。针对三星电子，根据中国台湾省科技媒体 technews 报道，三星电子已正式通知客户将于 2025 年 4 月终止 1z 制程的 8Gb LPDDR4 内存生产，并要求客户在 2025 年 6 月前完成最后买进订单。相应地，我们预测三星电子 DDR4 产量有望从 2025 年 2 月的 142k WPM 下降到 2025 年底的 61k WPM，并进一步在 2026 年底缩减到 29k WPM。

图表 4：SK 海力士、美光和三星电子 DDR3/DDR4/DDR5 供应 (K WPM)

Samsung	2024 年 7 月	2024 年 11 月	2024 年 12 月	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2026 年初	2026 年末
DDR3	19	12	6	3	3	0	0
DDR4	219	198	177	162	142	61	29
DDR5	388	408	407	413	424	451	457
SK hynix							
DDR3	9	9	4	4	4	4	4
DDR4	138	129	115	107	94	39	19
DDR5	284	307	306	318	328	349	366
美光							
DDR3	8	8	8	8	8	7	7
DDR4	88	81	70	64	56	27	18
DDR5	179	190	181	183	190	193	202
合肥长鑫							
DDR4	110	124	131	137	138	177	216
DDR5	7	11	11	14	15	31	54
兆易创新							
DDR3	10	10	10	10	10	10	10
DDR4	13	15	17	17	17	21	21
全球供给量 (分产品品类) (K WPM)							
DDR3	66	60	48	43	40	36	36
DDR4	628	607	570	546	507	386	365
DDR5	859	918	910	933	963	1,030	1,086
国产化率							
整体 DDR3	15.2%	16.8%	20.9%	23.3%	25.2%	28.0%	28.0%
兆易创新	15.2%	16.8%	20.9%	23.3%	25.2%	28.0%	28.0%
整体 DDR4	19.7%	23.0%	26.0%	28.1%	30.6%	51.3%	65.2%
兆易创新	2.1%	2.5%	2.9%	3.1%	3.3%	5.6%	5.9%
整体 DDR5	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	3.0%	5.0%
合肥长鑫	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	3.0%	5.0%
兆易创新	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
整体 DRAM	9.2%	10.3%	11.3%	11.9%	12.2%	16.9%	20.7%

资料来源：半导体行业联盟，华兴证券预测

DDR4 提价明显，叠加 DDR5 温和上涨，有助兆易创新 2025-2026 年 DDR4 收入

利基 DDR3-DDR4 产品价格已出现明显上涨。传统 PC 和服务器 DDR4 产品价格 2Q25 出现增长。根据 TrendForce 数据，DDR4 8Gb 产品现货价格 2025 年 6 月 13 日单日涨幅达 7.8%、16Gb 涨幅达 7.9%。TrendForce 指出此轮暴涨与美光科技宣布停产 DDR4 直接有关。

PC DDR4 方面：TrendForce 指出因 PC OEM 要求 ODM 提高整机组装量，并提高 DRAM 库存水位，叠加供给产能至服务器 DRAM，压缩 PC DDR4 供应，预计 3Q25 PC DDR4 价格涨幅将扩大至 8%至 13%。

服务器 DDR4 方面：TrendForce 指出 2Q25 的 DDR4 需求激增，促使部分原厂延长产品周期，相应产品短期供给结构出现调整空窗期。当前预计服务器 DRAM 需求受到数据中心和 AI 服务器支撑，价格上涨 3-8%。

手机 DDR4 方面：TrendForce 预期手机 LPDDR4X 在 3Q25 价格有望按季环比上涨 23%-28%。LPDDR5X 短期供给较紧张，叠加原厂有意缩小和其他存储器产品价差，预估 3Q25 合约价按季环比上涨 5%至 10%。

根据 TrendForce，DDR4 合约价在 1H25 已上涨 40%，若 2H25 较 1H25 环比提升 25%，我们预计 DDR4 合约价 2025 年或同比上涨 75%。我们预计 2025 年公司利基型 DRAM 收入可达 19.9 亿元。

图表 5：兆易创新 DRAM 收入测算（百万人民币）

收入测算	2024	2025E	2026E	2027E
DDR3/DDR4 (<4Gb) 收入	1,000	1,150	1,511	1,745
DDR4 8Gb 收入	13	823	1,944	3,241
定制化 DRAM 收入	0	0	150	560
合计收入（百万人民币）	1,013	1,973	3,605	5,546
DDR3/DDR4 位元出货量(1Gb equivalent, 百万 Gbs)	639	786	982	1,080
同比增速（%）	141%	23%	25%	10%
DDR3/DDR4 价格(美元/Gb)	0.22	0.2	0.21	0.22
环比增速（%）	4%	-8%	5%	5%
汇率	7.3	7.3	7.3	7.3
单价（人民币）	1.59	1.46	1.54	1.62
同比增速（%）	4%	-8%	5%	5%
8Gb DDR4 位元出货量(百万个)	1	46	81	117
同比增速（%）	0%	3580%	75%	45%
8Gb DDR4 单价(美元/Chip)				
价格/Gb(美元)	1.4	2.45	3.31	3.8
同比增速（%）	0%	75%	35%	15%
汇率	7.3	7.3	7.3	7.3
单价（人民币）	10.22	17.89	24.14	27.77
同比增速（%）		75%	35%	15%

资料来源：半导体行业联盟，华兴证券预测

存算一体存储业务有望逐步贡献收入

存算一体概念-从近存计算到存内计算

根据半导体行业观察，存算一体是一种突破性计算架构创新，从根本上改变传统计算系统中存储与计算分离的设计方式。存算一体技术核心在于将计算功能直接集成到存储单元中，通过消除数据在处理器和存储器之间的频繁搬运，解决困扰计算机系统的“存储墙”和“功耗墙”问题。根据存储与计算单元的融合程度，存算一体分为三个阶段：1) **近存计算**：通过 2.5D/3D 等先进封装技术缩短存储与计算单元之间的物理距离（例如 HBM）；2) **存内处理**：在存储芯片内部嵌入计算单元；3) **存内计算**：打破传统架构界限，直接利用存储单元物理特性来完成计算操作。我们认为这种技术演进路径正在推动计算架构发生革命性变革。

随着 AI 端侧和大模型应用逐步成熟，我们认为存算一体行业有望 2025 至 2028 年间迎来爆发式增长。根据 QYResearch 研究显示，2022 年全球存算一体市场规模为 4383 万美元，该机构预计到 2029 年全球存算一体市场规模有望达到 306.28 亿美元，2022-2029 年复合增长率高达 154.68%。QYResearch 研究显示中国市场在存算一体领域表现突出，2022 年市场规模达到 1596 万美元，占全球总量的 36.41%，预计到 2029 年将增长至 108.93 亿美元，占全球市场约 35% 以上。我们认为该增速主要得益于：1) 大模型训练和推理需求；2) 边缘计算发展；3) 新型存储 DRAM 推出。

图表 6：几种存算一体

名称	组成/模块	说明
中央处理单元 + 存储单元	算术逻辑单元、SRAM、DRAM、总线	传统冯·诺依曼架构，CPU 与存储单元分离，通过总线传输
近存计算	算术逻辑单元、SRAM、eNVM	将计算单元靠近存储单元，减少数据传输开销
基于 SRAM 的存内计算	eNVM、SRAM、外围电路	在 SRAM 内部进行计算，结合 eNVM 提供支持
基于 eNVM 的存内计算	eNVM、外围电路	利用非易失性存储器完成计算与存储一体化

资料来源：半导体行业观察，华兴证券整理

海外厂商布局存算一体

三星电子、美光科技和 SK 海力士布局存算一体。首先，根据半导体行业观察，三星电子不仅推出具备划时代意义的 HBM 内存产品，还在积极探索 MRAM（磁性随机存储器）等新型存储器存算一体解决方案。其次，海力士开发出集成计算引擎 GDDR6-AiM 显存。最后美光科技则通过持续优化 DRAM 制程工艺来提升存算效能。我们认为随着这些海外厂商逐步探索存算一体存储，存算一体产品有望随着新型存储器件技术成熟和制造工艺进步，在 AI 推理、边缘计算、自动驾驶等方面得到充分应用。

全球海外和国内参与厂商的技术路线存在不同。根据半导体行业观察，海外厂商（Syntiant 和 Mythic）等在商业化进程上领先国内 3-5 年，已实现产品量产。其中 Syntiant 模拟神经网络处理器已应用于亚马逊等巨头的智能设备，Mythic 则专注于 Nor Flash 存算一体方案。三星、海力士和美光也在积极布局存算一体技术：三星通过 HBM-PIM 将 AI 计算单元嵌入高带宽内存，实现 1.2TB/s 带宽，适合云端大模型推理；海力士开发 GDDR6-AiM 方案，在现有 GDDR6 内存中集成计算单元，面向自动驾驶和 AI 加速卡市场；美光则基于 1β 纳米制程 DRAM 研发存内计算原型，与 IBM 合作开发低功耗 AI 加速内存。

相比之下，虽然中国厂商起步较晚，但是已形成完整产业生态。根据半导体行业观察，知存科技量产了全球首颗基于 Flash 的存算一体 SoC 芯片 WTM2101，九天睿芯神经形态感存算一体架构芯片在视觉处理领域表现出色，后摩智能则推出了面向智能驾驶的大算力存算一体芯片。从技术路线来看，海外厂商更倾向于采用模拟计算方案，而中国厂商则在存算和存储器应用方面积极进行了布局。

存算一体存储介质分几种。根据芯师爷，存算一体芯片存储介质分为两大类：一种是易失性存储器，即在正常关闭系统或者突然性、意外性关闭系统的时候，数据会丢失，如 SRAM 和 DRAM 等。另一种是非易失性存储器，在上述情况下数据不会丢失，如传统的闪存 NOR Flash 和 NAND Flash，以及新型存储器：阻变存储器 RRAM（ReRAM）、磁性存储器 MRAM、铁变存储器 FRAM（FeRAM）、相变存储器 PCRAM（PCM）等。当前存算一体应用在两类场景：1) 小算力场景：边缘侧对成本、功耗、时延、开发难度非常敏感；2) 大算力场景：GPU 在算力和能效上都无法同时与专用加速芯片竞争。

图表 7: 不同种类存储器介质

分类	存储器类型	材料	特点	适合场景
易失性存储器	DRAM	硅晶体	工艺成熟度较高, 存储密度较大	边缘端和云端
	SRAM	硅晶体	SRAM 读写速度高于 DRAM, 但存储密度低于 DRAM	终端、边缘端和云端
	NOR Flash	硅晶体	容量较小且写入速度极低, 但读速度较快	终端和边缘端
非易失性存储器	NAND Flash	硅晶体	容量大, 但读写速度较低	终端和边缘端
	RRAM	非导电材料	读写性能较好, 但存储容量较小, 难以存放偏大的 AI 模型	终端和边缘端
	MRAM	铁磁材料	读写性能整体要优于 RRAM	终端和边缘端
	PCM	相变材料	读写速度较慢, 计算时延更长, 相应的密度也较大	终端和边缘端

资料来源: 半导体行业观察, 华兴证券整理

兆易创新推出存算一体存储

国内企业逐步发力端侧低功耗 AIOT 存算一体产品。国内企业, 我们看到存算一体芯片企业 2021 年后逐步实现量产和产业化。闪易、新忆科技、苹芯科技、知存科技等均是专注物联网、可穿戴设备和智能家居等边缘小算力场景存算一体公司。

兆易创新通过长鑫存储发力 AI 手机大模型推理场景的 DRAM 存算一体芯片业务。根据中国招标网, 长鑫存储计划投入 AI 端侧手机的大模型推理场景项目。该项目拟在厂区现有设施基础上, 新增 TSV 回火化学铜电镀机台、物理化学气相沉积机、干法刻蚀机、回火化学铜电镀机台等 DRAM 存算一体芯片研发和测试所需设备, 开展兼容 LPDDR6 标准高带宽高存储密度 DRAM 晶粒设计、面向 AI 大模型推理的计算单元与逻辑晶粒设计、高效 DRAM-逻辑晶粒定制化接口设计及先进混合键合工艺开发, 完成升级产品 DRAM 存算一体芯片开发。该项目预计到 2027 年底, 销售 DRAM 存算一体芯片不低于 1000 颗, 推动 AI 手机大模型技术应用落地, 实现新型人工智能芯片自主安全可控。

我们看好兆易创新中长期在 AI 手机大模型对应的 DRAM 存算一体市场中的发展空间。根据 IDC 数据, 2025 年全球手机预计出货 12.3 亿部, 按照中性假设旗舰手机占据其中的 20%, 并且到 2028 年具备 AI 端侧大模型和 DRAM 存算一体存储, 则对应 2.4 亿部。按照兆易创新的 (6GB) 方案, 每部手机的存算一体存储价值量约 25.2 美金 (US\$4.2*6GB), 按照兆易创新占据全球 20% 市占率估算, 我们预计兆易创新 DRAM 存算一体业务对应的市场空间在 2028 年或达 98 亿人民币。

图表 8: 国内初创存算一体芯片设计公司

公司	场景	架构类型	存储器类型	主力产品	算力(TOPs)	具体应用场景	
亿铸科技	边缘为主大算力(ADAS)	全数字存算一体	RRAM	——	——	数据中心、边缘计算、自动驾驶	
云和边缘大算力企业	千芯科技	云和边缘大算力	存内计算/存内逻辑	RRAM/SRAM	云计算卡, G40710E、G41210E、F11610E、F12010	>1000-4000@INT8	数据中心、边缘 AI
	后摩智能	边缘为主大算力(ADAS)	模拟存内计算	SRAM/MRAM/RRAM	智能感知芯片	20TOPS	边缘计算、智能驾驶
中科声龙	云为主大算力	近存计算	SRAM	矿机	——	物联网、元宇宙、云计算	
知存科技	端侧小算力	模拟存内计算	闪存/SF	语音 WTM2101	0.05@INT8(50GOPS)	低功耗 AIoT 等	
每刻深思	端侧小算力	模拟存内计算	SRAM	——	——	物联终端等	
九天睿芯	端侧小算力	模拟存内计算	SRAM	图像 ADA20X	0.3-200@INT8	端侧低功耗、中小算力	
端侧边缘小算力企业	恒烁半导体	端侧小算力	模拟存内计算	闪存/ETOX	CiNOR	——	边缘计算、AIoT 及智能穿戴设备
	新忆科技	端侧小算力	模拟存内计算	RRAM	xuanwu	——	物联网、可穿戴设备、智能家居
莘芯科技	端侧小算力	存内计算	SRAM	图像 PIMCHIP-S200、语音 PIMCHIP-S100	——	智能语音、视觉	

资料来源: 半导体行业观察, 华兴证券整理

图表 9: 兆易创新存算一体存储业务市场空间预测 (RMB m)

AI 大模型存算一体市场空间	2025	2026E	2027E	2028E
手机出货量 (m units)	1,230.0	1,266.9	1,304.9	1,344.1
YoY		3%	3%	3%
旗舰手机出货量占比	20%	20%	20%	20%
旗舰手机出货量 (具备存算一体存储) (m units)	246.0	253.4	261.0	268.8
存算一体存储单机容量	0.0	2.0	4.0	6.0
价格 (\$US/GB)	3.0	3.5	3.9	4.2
YoY		0%	10%	10%
市场空间估算 (\$US m)	0.0	1,773.7	4,019.1	6,830.5
兆易创新市占率	0%	15%	18%	20%
兆易创新的存算一体市场空间估算 (\$US m)	0.0	266.0	723.4	1,366.1
兆易创新的存算一体市场空间估算 (RMB m)	0.0	1,915.6	5,208.8	9,835.9
兆易创新预测收入	9,592.8	12,221.2	15,001.6	17,401.9
YoY		27%	23%	16%

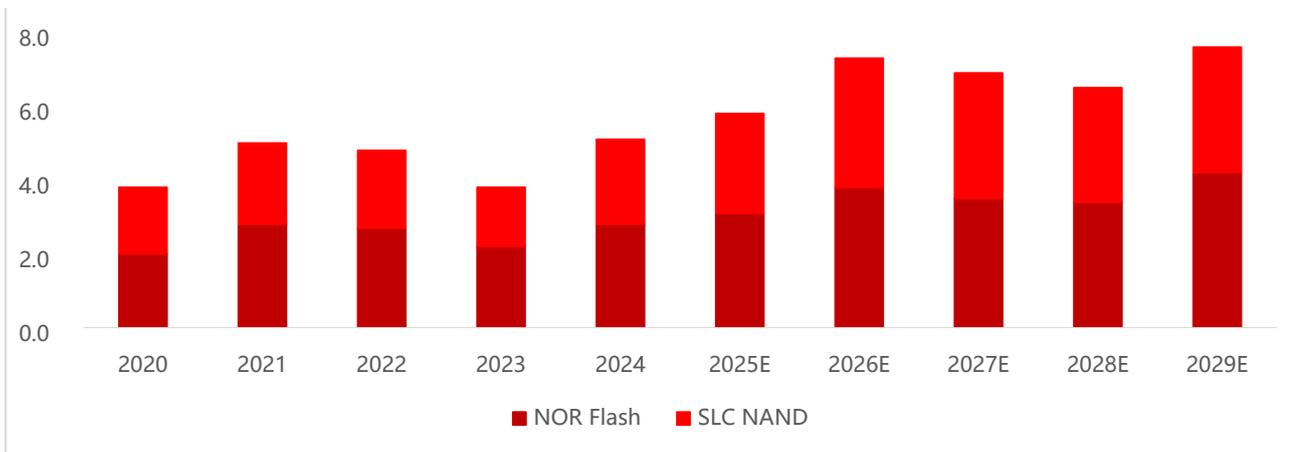
资料来源: IDC, 华兴证券预测

NOR Flash 和 SLC NAND 业务仍维持基本盘

根据兆易创新香港 IPO 招股书及 Frost & Sullivan，全球 NOR Flash 市场规模 2024 年达到 28 亿美元，并预计 2025-2029 年 CAGR 达到 7.6%。全球 SLC NAND 市场规模 2024 年达到 23 亿美元，并预计 2025-2029 年 CAGR 达到 5.8%。NOR Flash 层面：根据兆易创新香港 IPO 招股书，在 2019 年推出中国内地首个高速 8 通道 SPI NOR Flash 产品后，2024 年公司推出中国内地首个低功耗 SPI NOR Flash，主要针对汽车电子、工业控制以及通信设备。SLC NAND 层面：根据兆易创新香港 IPO 招股书，SLC NAND 相对 NOR Flash 具备容量更大，写入速度快特点，适用于大量数据存储。相比多级 NAND Flash，SLC NAND 在数据擦写速度和数据安全性上具备显著优势，截至 2024 年底，公司已经推出工业边缘存储、网通和消费电子大容量和高可靠性场景。

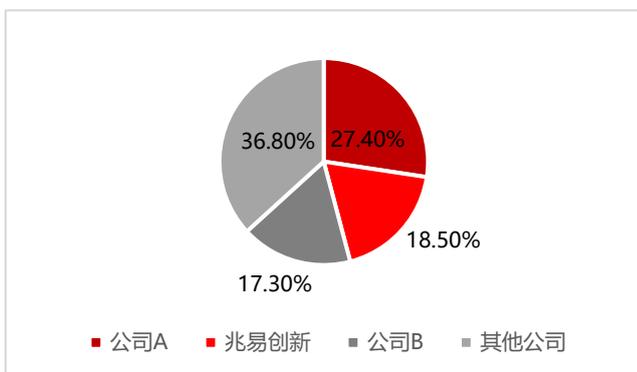
我们看好公司在 NOR Flash 和 SLC NAND 行业的市占率提升。公司 2024 年 NOR Flash 收入达到 512 百万美元，全球市占率达到 18.5%。得益于公司在 NOR Flash 和 SLC NAND 有望推出更多新品，我们预计公司在 NOR Flash 上市占率有望在 2029 年达到 26.2%。我们预计公司在 SLC NAND 上市占率有望在 2029 年达到 5.2%。

图表 10：全球 NOR Flash & SLC NAND 市场规模测算（十亿美元）



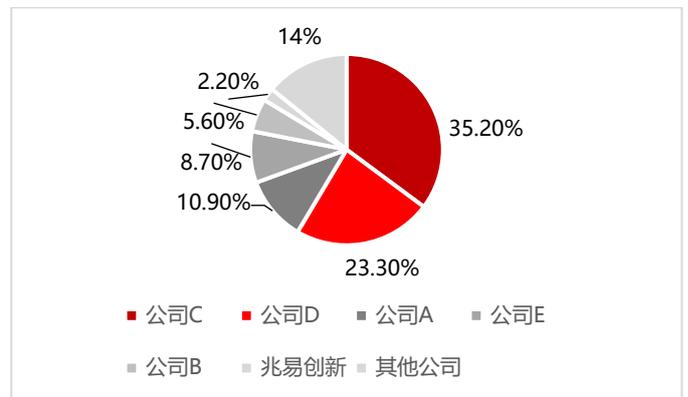
资料来源：兆易创新香港上市招股书，华兴证券预测

图表 11：2024 年全球 NOR Flash 企业市占率排名 (%)



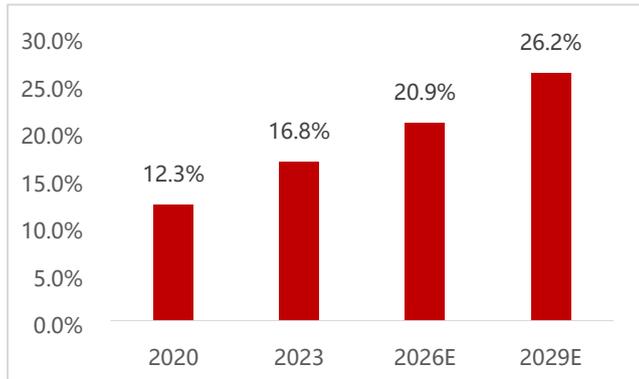
资料来源：兆易创新香港上市招股书，华兴证券整理

图表 12：2024 年全球 SLC NAND Flash 企业市占率排名 (%)



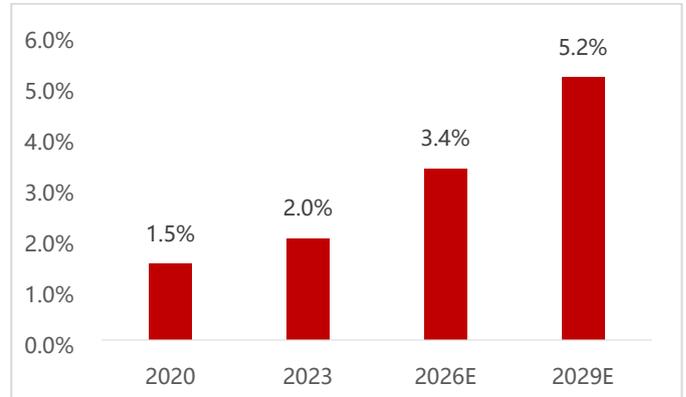
资料来源：兆易创新香港上市招股书，华兴证券整理

图表 13: 2020-2029E 兆易创新在全球 NOR Flash 市场中市占率(%)



资料来源: 兆易创新香港上市招股书, 华兴证券预测

图表 14: 2020-2029E 兆易创新在全球 SLC NAND 市场中市占率(%)



资料来源: 兆易创新香港上市招股书, 华兴证券预测

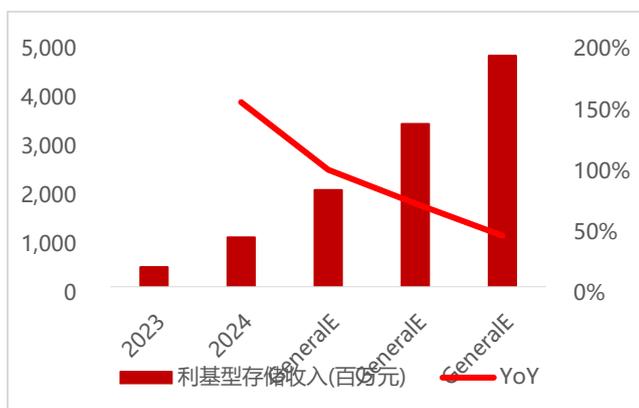
财务预测

利基型存储收入 2026 年有望达到 33.4 亿元

根据兆易创新 2024 年报, 公司存储业务分为 DDR3/DDR4 (<4Gb)、DDR4 8Gb 以及定制化存储产品。针对利基存储市场, 公司 DDR3/DDR4 位元量 2024 年达到 639 百万 Gb, 我们预计 2025 年公司 DDR3/DDR4 位元量有望达到 786 百万 Gb。价格方面, 我们预计 DDR3/DDR4 的价格在 2025 和 2026 年分别达到 1.46/1.54 元。针对 DDR4(8Gb)产品, 根据 Trendforce, 利基型 DDR4(8Gb)有望 3Q25 价格上涨超 70%。由于供给侧收缩, 利基型 DDR4(8Gb)价格 4Q25 有望继续上涨 40%。我们认为由于当前三大原厂退出利基型存储市场, 利基 DDR4 价格涨幅有望延续至 2025 年底。考虑国内利基型 DDR4(8Gb)价格略低于三大原厂给出的利基型 DDR4(8Gb)价格, 我们预计公司利基型 DDR4(8Gb)产品价格有望 2025/2026 年分别上涨 78%/15%。

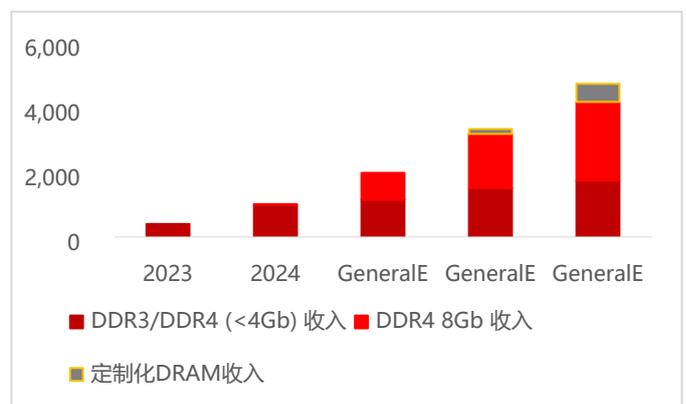
我们看好定制化存储未来营收潜力。根据中国招标网, 兆易创新预计通过长鑫存储在 AI 端侧手机的大模型推理项目上投入更多资源, 用于 DRAM 存算一体芯片产品的开发。该项目预计到 2027 年底, 销售 DRAM 存算一体芯片不低于 1000 颗, 推动 AI 手机大模型技术应用落地, 实现新型人工智能芯片自主安全可控。我们看好兆易创新在 AI 手机大模型的 DRAM 存算一体芯片中市场空间。根据 IDC 数据, 2025 年全球手机预计出货 12.3 亿部, 按照中性假设旗舰手机占据其中的 20%, 并且到 2028 年具备 AI 端侧大模型和 DRAM 存算一体存储, 则对应 2.4 亿部。按照兆易创新的 (6GB) 方案, 每部手机的存算一体存储价值量约 18 美金 (US\$3*6GB), 按照兆易创新占据全球 20%市占率估算, 兆易创新 DRAM 存算一体业务对应市场空间在 2028 年或达 98 亿人民币。

图表 15: 利基型存储收入 (百万元)



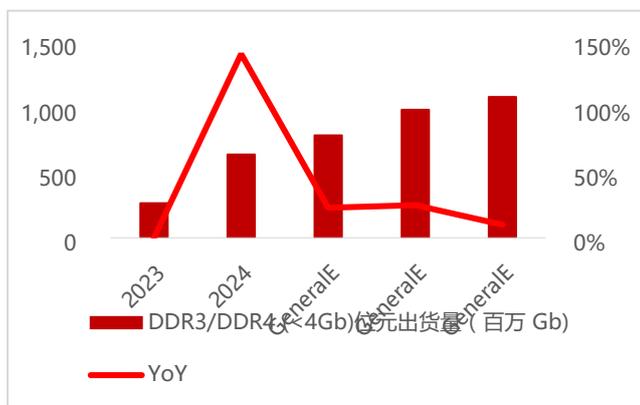
资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 16: 利基型存储收入拆分 (百万元)



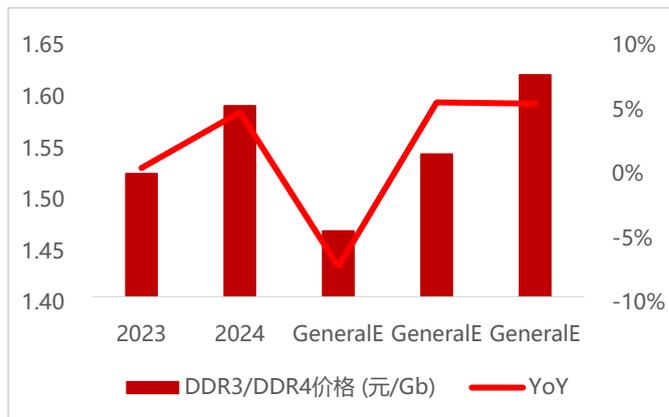
资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 17: DDR3/DDR4 (<4Gb)位元出货量 (百万 Gb)



资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 18: DDR3/DDR4 (<4Gb)价格 (元/Gb)

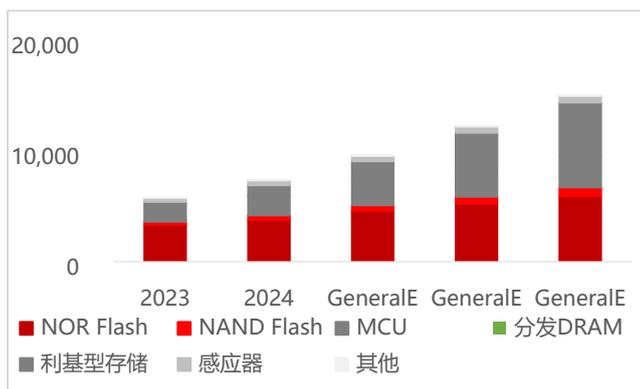


资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

NOR Flash 及 SLC NAND 收入在 2026 年有望分别达到 52.2 亿元和 6.4 亿元

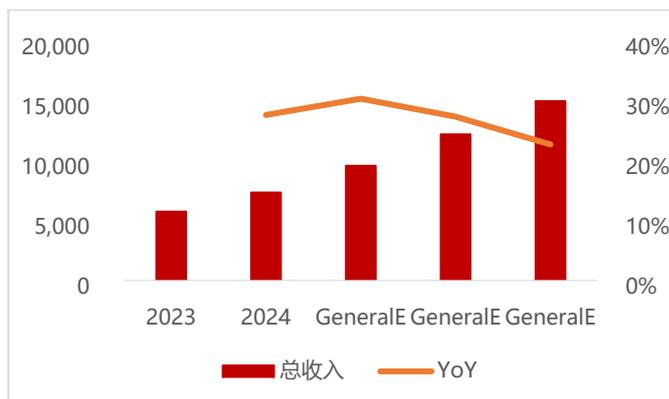
根据兆易创新香港上市招股书, 公司在 NOR Flash 领域在中国大陆地区具备明显竞争优势。根据弗若斯特沙利文的报告, 公司是中国内地首家推出容量高达 2GbSPI NOR Flash 产品的公司。公司在 NAND Flash 上面专注于 SLC NAND Flash, 容量较 MLC 和 TLC NAND Flash 小, 但是具备更高的可靠性和耐用性。公司的车规级 NAND Flash 和 NOR Flash 搭配应用于智能驾驶舱以及电动汽车的动力系统中。我们看好公司在 NOR Flash 和 SLC NAND 行业的市占率提升。根据兆易创新香港上市招股书, 公司 2024 年 NOR Flash 收入达到 512 百万美元, 全球市占率达到 18.5%。得益于公司在 NOR Flash 和 SLC NAND 有望推出更多新品, 我们预计公司在 NOR Flash 上市占率有望在 2029 年达到 26.2%。我们预计公司在 NOR Flash 上市占率有望在 2029 年达到 5.2%。相应地, 我们预计公司 NOR Flash 及 SLC NAND 收入在 2026 年有望分别达到 52.2 亿和 6.4 亿。公司总收入在 2026 年有望达到 122 亿元。

图表 19: NOR Flash, NAND Flash, MCU, 感应器以及其他收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 20: 2023-2027E 公司总收入预测 (百万元)



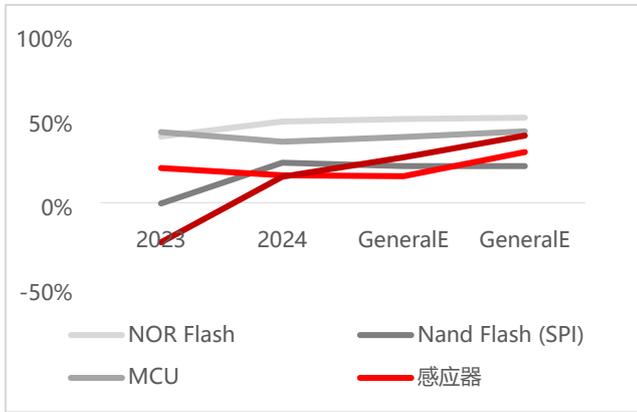
资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

净利率有望在 2026-27 年逐步提升

我们认为公司毛利率有望在 2024-2027 年逐步提升, 从 2024 年的 37.6%提升到 2027 年的 43.2%。首先, 我们认为随着 DDR4 的涨价, 利基型存储业务利率有望提升。我们预计利基型存储业务的毛利率有望从 2024 年的 15%提升到 2027 年的 40%。其次, 我们看到利基型存储业务在公司整体中的收入占比在提升。我们预计利基型存储业务在公司整体收入占比有望从 2024 年的 13.8%提升到 2027 年的 31.6%。

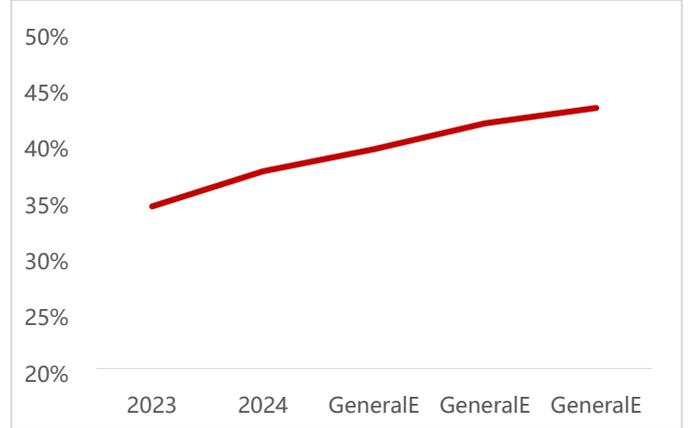
我们认为影响公司净利率主要因素包括：1) 毛利率水平；2) 研发和营销投入。在 2023-25 财年大量投入研发之后，我们认为公司 2026-27 财年将控制研发支出和销售人员规模，并提升效率。由此，我们预计净利率有望从 2025 年的 19.8% 提升至 2027 年的 24.0%。

图表 21: 分产品毛利率预测(%)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 22: 2023-2027E 公司整体毛利率预测 (%)



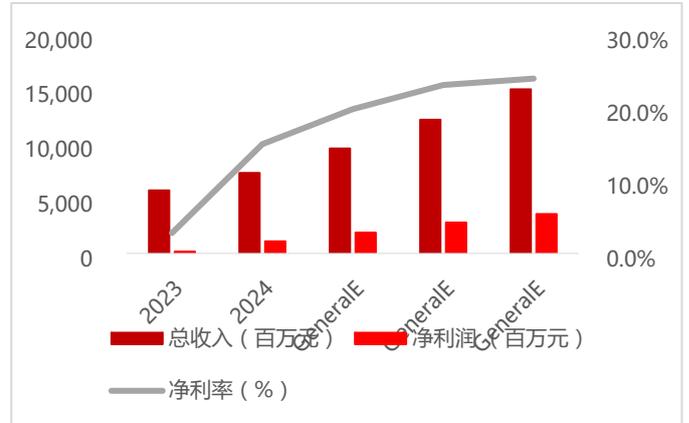
资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 23: 营销和研发费用占收入比例 (%)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 24: 兆易创新 2023-27 年总收入 (百万元)、归母净利润 (百万元) 和净利率 (%)



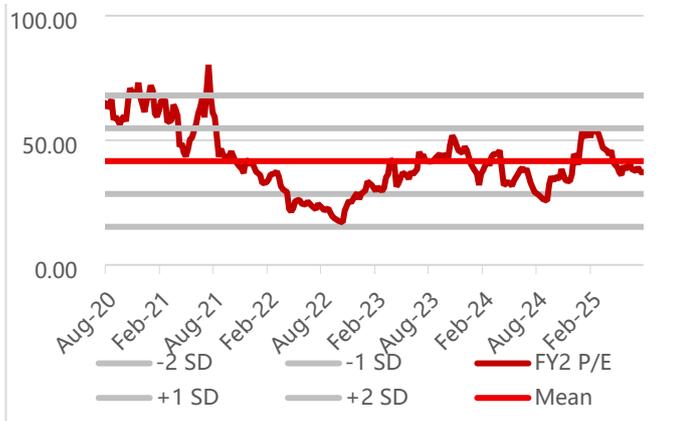
资料来源：公司公告，华兴证券预测

估值

兆易创新近五年 24 个月动态 P/E 估值中端为 41.6 倍

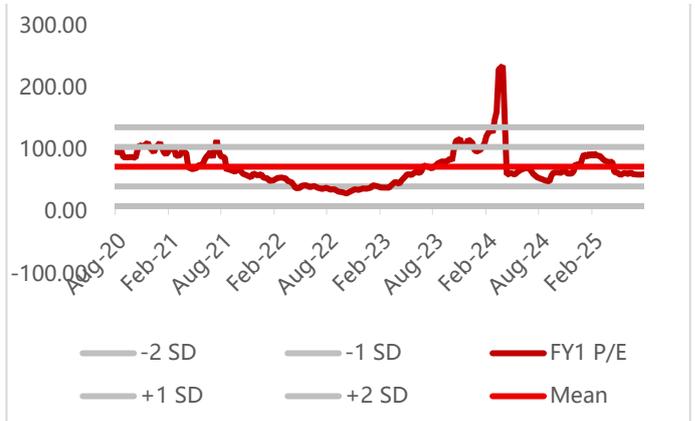
根据 FactSet，兆易创新估值从 2021 年 7 月至 2022 年 10 月不断下跌，我们认为是受到两方面原因推动：1) 存储价格从 3Q21 开启下跌趋势，其中 SK 海力士和美光在 2021 年 9 月的存储价格出现环比转负，市场同时加深了对于 2022 年开始存储市场供给过剩的担忧；2) 2021 年 9 月-2022 年 8 月，A 股出现明显下跌，期间上证指数跌幅是 15.6%。从 2022 年 10 月到 2023 年 11 月，兆易创新估值抬升的原因是：1) 2022 年 9 月 24 日，央行、金融监管总局、证监会联合推出超预期政策，包括降准降息释放 1 万亿元长期流动性，A 股情绪开启改善；2) 存储价格下跌预期已经反映在兆易创新股价中，从 4Q22 开始，市场开启了存储价格反弹的预期。从 2024 年 9 月到 2025 年 2 月，兆易创新估值出现提升，我们认为主要原因 2024 年 9 月，中国政府出台了一系列支持资本市场发展的政策措施。其中在 2024 年 9 月 1 日，证监会宣布降低股票交易印花税；2024 年 9 月 15 日，国务院发布了《关于进一步优化资本市场发展环境的若干意见》，2024 年 9 月 25 日，央行宣布降低存款准备金率。

图表 25：兆易创新近五年 24 个月动态 P/E 估值



资料来源：FactSet，华兴证券整理

图表 26：兆易创新近五年 12 个月动态 P/E 估值



资料来源：FactSet，华兴证券整理

我们认为兆易创新具备估值重塑的上行空间

我们采用市盈率法 (P/E) 对兆易创新进行估值，因为我们认为兆易创新有着清晰的净利润增长。我们认为市场关注的是公司 DDR4、DDR5 及相关存储产品的盈利潜力，并将逐步转化为每股收益的增长，从而为股东创造价值。

A 股存储公司平均估值比海外公司高。根据 FactSet，主要中国大陆存储公司预计 2025-2027 年的净利增速在 28%，对应 2.21 倍的 PEG。我们观察到 A 股公司 2026/2027 年的估值分别是 47 倍和 41 倍的 PE。

我们采用 2027 年预期市盈率的原因是因为：1) 我们预计 PIM 将从 2027 年开始对营收和盈利做出重大贡献，使用 2027 年预期市盈率能够体现这个方面影响；2) 与 2024 至 2026 年预期相比，我们认为采用 2025 至 2027 年的盈利复合年增长率更能体现利基型 DRAM (DDR4、DDR5 及相关产品) 的营收和盈利增长潜力，因为我们预计 2025 至 2027 年 DDR4 价格将大幅上涨。我们目标价基于 42.0 倍的公司 2027 年 P/E 估值，大概有 3% 的行业平均估值 (40.74 倍) 溢价。我们给予兆易创新估值溢价的原因兆易创新 2025-27 财年净利 CAGR 是 38%，高于行业平均水平 (28%)。我们目标价对应的估值是 42 倍 2027 年 P/E，基本和兆易创新过去五年的 24 个月动态 P/E 估值中值相当。

我们首次覆盖兆易创新，**给予买入评级**。催化剂包括：1) 兆易创新 2H25 和 2026 年收入或充分受益于 DDR4 涨价以及 DDR5 产品价格上涨。2) 公司正通过长鑫项目积极发力面向 AI 手机大模型推理场景的 DRAM 存算一体芯片。该项目预计到 2027 年底，销售 DRAM 存算一体芯片不低于 1000 颗，推动 AI 手机大模型技术应用落地。3) 我们认为市场有望提振对于兆易创新在 DRAM 存算一体的信心和潜力。

图表 27: 存储行业海外公司 P/E 比较

公司	代码	股价 (本币)	市值 (百万美元)	净利润 (US\$m)			P/E (倍)			2025-27 财年 净利润 CAGR	PEG (26 财年)
				25 财年	26 财年	27 财年	25 财年	26 财年	27 财年		
美光科技	MU US	159.99	179,049	8,020	11,708	7,075	22.32	15.29	25.31	-6%	(2.52)
SK 海力士	000660 KS	333,500.0 0	173,000	20700	20900	21200	8.36	8.28	8.16	1%	6.89
三星电子	005940 KS	80,050	359,565	27,391	31,294	34,000	13.13	11.49	10.58	11%	1.01
海外存储公司均值				18,704	21,301	20,758	14.60	11.69	14.68	2%	1.79

注: 股价截至 2025 年 9 月 17 日。美光科技和 SK 海力士基于华兴预测。其他公司来自 FactSet 预测。

资料来源: FactSet, 华兴证券预测

图表 28: 存储行业 A 股可比公司 P/E 比较

公司	代码	股价 (本币)	市值 (百万元)	净利润 (RMBm)			P/E (倍)		
				25 财年	26 财年	27 财年	25 财年	26 财年	27 财年
兆易创新	603986 CH	186.6	129,800	1,898	2,823	3,597	68.38	45.99	36.09
北京君正	300223 CH	82.23	40,000	654	767	850	61.16	52.15	47.06
普冉股份	688766 CH	105.1 1	15,200	340	450	500	44.71	33.78	30.40
恒烁股份	688416 CH	46.01	3,798	100	150	200	37.98	25.32	18.99
聚辰股份	688123 CH	94	14,800	200	320	400	74.00	46.25	37.00
东芯股份	688110 CH	126.2 5	55,500	550	700	790	100.91	79.29	70.25
A 股公司 均值				369	477	548	63.75	47.36	40.74

注: 股价截至 2025 年 9 月 17 日。兆易创新数据基于华兴预测。其他公司来自 FactSet 预测。

资料来源: FactSet, 华兴证券预测

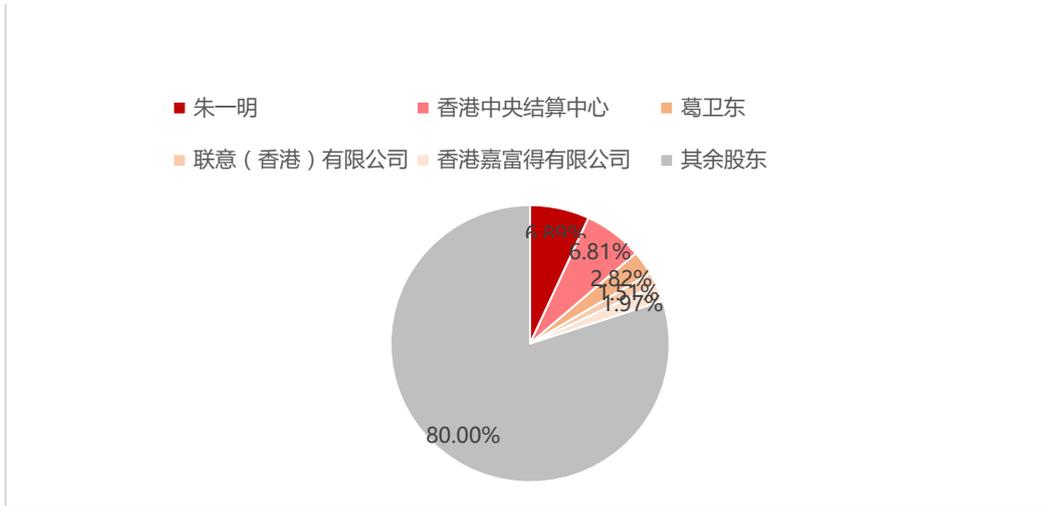
风险提示

- **DDR4 停产对 DDR4 价格和兆易创新收入拉动不及预期：**我们认为 DDR4 退出市场供应或是主要存储制造商 DDR4 涨价的重要积极催化剂。但是若 DDR4 停产进度慢于预期，则 DDR4 价格提升对兆易创新的收入拉动或不及预期。
- **存算一体存储产业进度慢于预期：**当前国内存算一体芯片企业正在发力可穿戴设备和智能家居等边缘小算力场景的存算一体。若存算一体实际产业化速度慢于预期，则存算一体产品商业化对于兆易创新的拉动作用则小于预期。
- **NOR Flash 和 SLC NAND 行业增速慢于预期：**根据 Frost& Sullivan，全球 NOR Flash 市场规模在 2024 年达到 28 亿美元，并预计 2025-2029 年 CAGR 达到 7.6%。全球 SLC NAND 市场规模在 2024 年达到 23 亿美元，并预计 2025-2029 年 CAGR 达到 5.8%。若由于全球宏观经济疲弱导致 NOR Flash 和 SLC NAND 行业需求变缓，则 NOR Flash 和 SLC NAND 行业增速慢于预期。
- **美国新一轮制裁或影响兆易新产品研发和生产：**根据兆易创新 2025 年半年报，兆易创新从关联公司合肥长鑫科技采买的原材料是 4.33 亿元，兆易创新依托长鑫科技产能生产 DDR3 和 DDR4 等产品。若美国对大陆半导体制造产业的制裁持续加码，不排除长鑫科技获取不到最新的产线设备，相应影响兆易创新新产品的研发和生产。

附录

公司背景

兆易创新科技集团股份有限公司（股票代码：603986）成立于 2005 年，是中国领先的半导体设计企业。根据兆易创新 2024 年报，该公司于 2024 年推出了中国首款低功耗 SPI NOR 闪存产品，主要面向汽车电子、工业控制和通信设备领域。在 SLC NAND 领域，截至 2024 年底，公司已推出适用于工业边缘存储、网络和消费电子应用的高容量、高可靠产品。我们认为兆易创新的微控制器业务也体现了其针对细分市场的策略。根据 Omdia 2023 年的排名，该公司在中国 32 位微控制器市场中排名第一，市场份额为 23%，这得益于其精准针对差异化需求的产品组合。2023 年，兆易创新微控制器业务实现了同比增长 75% 的收入增长。在细分的 DRAM 市场中，得益于海外产能的撤离，该公司 DRAM 的收入预计将在 2025 - 2028 财年保持稳健的增长，而 NOR 闪存和微控制器在汽车和工业细分领域的渗透率将继续加深。

图表 29：持股结构


资料来源：FactSet，华兴证券整理

图表 30：管理层介绍

姓名	职位	背景
朱一明	董事长	中国国籍，拥有新加坡永久居留权。曾任 iPolicy Networks Inc. 资深工程师 2017 年 7 月至 2022 年 2 月，任长鑫存储技术有限公司董事；2018 年 12 月至 2022 年 2 月，任长鑫存储首席执行官。2020 年 5 月至 2023 年 4 月，任长鑫科技集团股份有限公司董事长。2005 年 4 月至 2018 年 7 月，任长鑫存储技术有限公司副总经理；2018 年 7 月至 2023 年 4 月任公司代理总经理；2023 年 4 月起任公司副董事长。
何卫	副董事长、总经理	2007 年 7 月加入公司工作至今，历任工程师、部门经理、总监、事业部负责人，今任公司董事。
胡洪	董事、副总经理	1990 年 12 月至 2006 年 5 月在中科院微电子所工作，其间 2001 年 9 月至 2006 年 5 月任三星半导体(中国)研究所工作，任所长；2009 年 1 月起任数字清华大学。曾任有研半导体硅材料股份公司、北京亿恒创源科技股份有限公司。
钱鹤	独立董事	2006 年 3 月至 2011 年 11 月，在电力北方微电子技术有限公司历任芯片设计 MCU 芯片设计总监、现任 MCU 事业部负责人。
李宝魁	副总经理	

资料来源：FactSet，华兴证券整理

附：财务报表

年结：12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
NOR Flash and NAND Flash	4,181	5,093	5,865	6,704
MCU	1,706	1,985	2,433	2,918
DRAM和其他业务	1,469	2,516	3,923	5,380
营业收入	7,356	9,593	12,221	15,002
营业成本	(4,561)	(5,802)	(7,110)	(8,522)
毛利润	2,795	3,791	5,111	6,479
管理及销售费用	(1,493)	(1,919)	(2,444)	(3,000)
息税前利润	1,271	1,823	2,606	3,404
息税折旧及摊销前利润	1,645	2,073	2,902	3,737
利息收入	334	318	320	320
利息支出	(19)	(20)	(16)	(16)
税前利润	1,124	1,987	2,910	3,708
所得税	(23)	(83)	(87)	(111)
净利润	1,103	1,898	2,823	3,597
基本每股收益 (RMB)	1.65	2.84	4.23	5.39

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,435	13,589	15,458	17,758
货币资金	9,128	10,144	11,060	12,242
应收账款	232	294	443	544
存货	2,346	2,422	3,227	4,245
其他流动资产	729	729	729	729
非流动资产	6,794	7,054	7,258	7,475
固定资产	1,057	1,326	1,538	1,761
无形资产	260	251	243	237
商誉	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
资产	19,229	20,643	22,716	25,233
流动负债	1,685	1,775	1,880	1,890
短期借款	951	951	951	951
预收账款	0	0	0	0
应付账款	734	824	929	939
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	220	220	220	220
负债	2,550	2,641	2,745	2,755
股份	664	664	664	664
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	7,130	8,454	10,422	12,929
归属于母公司所有者权益	16,679	18,002	19,970	22,478
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	19,229	20,643	22,716	25,233

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,103	1,898	2,823	3,597
折旧摊销	374	250	296	333
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	6	7	0	0
其他	778	0	0	0
营运资本变动	(228)	(47)	(849)	(1,109)
经营活动产生的现金流量	2,032	2,108	2,270	2,821
资本支出	(499)	(510)	(500)	(550)
收购及投资	(214)	0	0	0
处置固定资产及投资	144	0	0	0
其他	(101)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(669)	(510)	(500)	(550)
股利支出	(15)	(575)	(855)	(1,089)
债务筹集（偿还）	909	0	0	0
发行（回购）股份	(3)	0	0	0
其他	(411)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	480	(575)	(855)	(1,089)
现金及现金等价物净增加额	1,862	1,016	916	1,182
自由现金流	1,533	1,598	1,770	2,271

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
NOR and NAND Flash 收入（百万人民币）	4,181	5,093	5,865	6,704
DRAM和其他业务收入（百万人民币）	1,469	2,516	3,923	5,380

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	27.7	30.4	27.4	22.8
毛利润	41.0	35.6	34.8	26.8
息税折旧及摊销前利润	56.0	26.0	40.0	28.7
净利润	584.2	72.2	48.7	27.4
稀释每股调整收益	584.2	72.2	48.7	27.4
盈利率 (%)				
毛利率	38.0	39.5	41.8	43.2
息税折旧摊销前利润率	22.4	21.6	23.7	24.9
息税前利润率	17.3	19.0	21.3	22.7
净利率	15.0	19.8	23.1	24.0
净资产收益率	6.6	10.5	14.1	16.0
总资产收益率	5.7	9.2	12.4	14.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	7.4	7.7	8.2	9.4
速动比率	6.0	6.3	6.5	7.1
估值比率 (x)				
市盈率	49.6	65.6	44.1	34.6
市净率	3.3	6.9	6.2	5.5
市销率	16.9	13.0	10.2	8.3

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。