

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)	202.01
总股本/流通股本(亿股)	6.67 / 6.67
总市值/流通市值(亿元)	1,348 / 1,348
52周内最高/最低价	225.49 / 82.39
资产负债率(%)	13.3%
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)

利基 DRAM 量价齐升，定制化存储多领域进展顺利

● 投资要点

NOR Flash：市占率与结构双优。目前公司 NOR Flash 的全球市场份额为 20% 左右，连续两年排名第二，今年将继续站稳第二名的位置，并且推动长期持续的业务增长。得益于汽车、存储和计算、工业等领域的拉动，今年以来 Flash 的下游需求更加多元化，结构亦得到良好调整。今年 Flash 在存储与计算、汽车板块的收入占比明显提升，预计这个趋势将延续。展望未来，公司仍然坚持以市占率为核心目标，在以下领域持续深耕：1) 工业方面，公司在国内工业市场已经占据主要份额，未来将积极向外拓展欧洲、日本等海外市场。2) 公司持续看好汽车市场的发展趋势，因为汽车的电动化以及电动汽车的增长市场主要在国内，增长的引擎主要为国内客户，所以公司保持了与国内外主要 Tier 1 和车企的良好合作关系。目前公司车规 Flash 已经在国内市场占据一定份额，未来将国内外双线并举，积极推动车规 Flash 的出海和海外市场的拓展。3) 积极把握端侧 AI 带来的容量提升和新终端涌现的机遇。

利基型 DRAM：预计涨价趋势延续。2024 年及以前的利基 DRAM 市场主要由海外大厂主导，主要三大海外厂商占据了利基 DRAM 市场的主要份额。今年以来，行业供应格局出现了显著变化，海外大厂把产能往包括 DDR5 在内的主流产品迁移，逐渐淡出了利基 DRAM 市场，使得行业出现明显的供应缺口。利基 DRAM 产品的价格从三月开始出现上涨，至第二季度出现了明显上涨。公司利基 DRAM 产品线的毛利率也从第一季度开始爬升。在行业供不应求的状态下，公司预计涨价趋势至少在下半年会得到延续。目前新产品导入推广顺利，DDR4 8Gb 在年初量产以后，又恰逢供应短缺，公司迅速在 TV、工业等领域实现了产品的导入和在客户端的量产，目前已经成为 DRAM 部门重要的收入组成部分；LPDDR4 小容量产品营收贡献占比也达到了两位数。公司正在积极推进自研料号的流片和测试导入。在定制化存储方面，公司积极与逻辑芯片客户合作，覆盖了多种端侧的应用，目前已有一些项目落地。

MCU：新产品收入贡献加速增长。2025H1 公司 MCU 的收入同比增长接近 20%，受益于国补和备货的因素，下游需求旺盛。新产品) 公司的高性能 MCU GD32H7 系列，采用 M7 内核，主频达到 600MHz，是国内率先基于 M7 内核实现量产的 MCU，广泛用于数字信号处理、电机变频、电源储能等各类应用场景。公司基于 H7 的系列开发出 AI 的应用，比如用 H7 实现 AI 直流拉弧检测的方案在客户端得到了广泛的欢迎和产品的导入。2) 包括 GD32F5 系列，采用 M33 内核，主频 200MHz，全面适配于能源电力、光伏储能、工业自动化、PLC 等应用场景，也实现了大规模应用。其中，光模

块产品上半年收入同比实现高速增长，全年来看对整个部门的营收贡献有望达到高个位数。未来，公司将继续构建产品力的护城河，今年公司新产品的收入贡献有望达到 10% 以上，未来这一比例将继续提升。同时，公司持续加强在汽车 MCU 方面的资源投入和能力提升。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 96/119/145 亿元，实现归母净利润分别为 16/21/27 亿元，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，汇率风险。

■ 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	9623	11904	14468
增长率(%)	27.69	30.82	23.71	21.54
EBITDA（百万元）	1124.18	1940.08	2507.64	2962.52
归属母公司净利润（百万元）	1102.54	1608.23	2100.02	2698.63
增长率(%)	584.21	45.87	30.58	28.50
EPS(元/股)	1.65	2.41	3.15	4.04
市销率（P/S）	18.32	14.01	11.32	9.32
市净率（P/B）	8.17	7.57	6.92	6.23
EV/EBITDA	55.86	64.80	49.52	41.30

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

.1 相对估值

我们参考 A 股存储与 MCU 公司进行相对估值分析，参考公司 2025 年 iFind 一致预期 PS 均值为 16.49x。公司始终坚持多级成长，多元化布局的业务发展战略。目前公司 NOR Flash 的全球市场份额为 20% 左右，连续两年排名第二，今年预计将继续站稳第二名的位置，并且推动长期持续的业务增长。MCU 和利基 DRAM 业务作为成长性业务，将贡献未来重要的收入和利润增量。此外公司制定和实施了 AI 战略，除了广泛使用新的技术和工具以外，公司积极投入资源发展包括定制化存储、AI MCU 等新业务，并且广泛与优秀的 AI 伙伴共建生态。未来，公司产品结构将趋于多元化，从目前较高程度依赖 Flash 的局面，变成 Flash、MCU、利基 DRAM、汽车、模拟等多产品线共同发展多点开花。同时公司将加大对国际市场的布局，力争做到产、研、供、销、服的全面覆盖。维持“买入”评级。

图表1：相对估值表（可比公司数据来自 iFind 一致性预期，兆易创新营业收入预测值采用中邮证券研究所预测值）

2025/10/15										
证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
			TTM	2025E	2026E	2027E	TTM	2025E	2026E	2027E
东芯股份	688110.SH	477	7.18	8.53	11.06	13.90	66.46	55.89	43.14	34.31
普冉股份	688766.SH	162	18.14	21.67	26.28	31.17	8.95	7.50	6.18	5.21
北京君正	300223.SZ	431	43.55	49.79	58.70	69.17	9.89	8.66	7.34	6.23
聚辰股份	688123.SH	232	10.88	13.83	18.01	22.52	21.28	16.75	12.86	10.28
联芸科技	688449.SH	266	12.56	13.53	16.71	20.66	21.14	19.64	15.90	12.86
国芯科技	688262.SH	98	4.83	7.81	11.50	17.03	20.34	12.59	8.55	5.77
乐鑫科技	688018.SH	295	23.32	26.77	34.74	44.19	12.65	11.02	8.49	6.68
中颖电子	300327.SZ	88	13.42	15.14	17.52	20.26	6.52	5.78	5.00	4.32
复旦微电	688385.SH	437	36.35	41.25	49.22	58.66	12.03	10.60	8.88	7.45
均值								16.49	12.93	10.35
兆易创新	603986.SH	1348	78.97	96.23	119.04	144.68	17.07	14.01	11.32	9.32

资料来源：iFind，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	9623	11904	14468	营业收入	27.7%	30.8%	23.7%	21.5%
营业成本	4561	5897	7221	8774	营业利润	832.8%	46.2%	34.8%	28.6%
税金及附加	31	40	50	61	归属于母公司净利润	584.2%	45.9%	30.6%	28.5%
销售费用	371	452	536	608	获利能力				
管理费用	491	630	714	796	毛利率	38.0%	38.7%	39.3%	39.4%
研发费用	1122	1251	1429	1678	净利率	15.0%	16.7%	17.6%	18.7%
财务费用	-443	-229	-225	-263	ROE	6.7%	9.0%	10.8%	12.5%
资产减值损失	-172	-70	-100	-110	ROIC	3.6%	7.4%	9.2%	10.9%
营业利润	1117	1633	2202	2831	偿债能力				
营业外收入	9	10	10	10	资产负债率	13.3%	12.3%	13.2%	13.4%
营业外支出	2	3	3	3	流动比率	5.34	5.96	5.82	5.92
利润总额	1124	1640	2209	2838	营运能力				
所得税	23	33	110	142	应收账款周转率	45.11	43.54	44.31	43.75
净利润	1101	1607	2099	2696	存货周转率	2.10	2.21	2.20	2.24
归母净利润	1103	1608	2100	2699	总资产周转率	0.41	0.48	0.55	0.61
每股收益(元)	1.65	2.41	3.15	4.04	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.65	2.41	3.15	4.04
货币资金	9128	9810	11355	13171	每股净资产	24.73	26.68	29.19	32.40
交易性金融资产	120	60	60	60	估值比率				
应收票据及应收账款	232	254	338	391	PE	122.26	83.82	64.19	49.95
预付款项	25	35	41	51	PB	8.17	7.57	6.92	6.23
存货	2346	3001	3568	4275	现金流量表				
流动资产合计	12435	13807	16121	18716	净利润	1101	1607	2099	2696
固定资产	1057	992	868	725	折旧和摊销	467	529	523	388
在建工程	5	4	3	2	营运资本变动	388	-465	-423	-500
无形资产	260	267	228	304	其他	76	47	89	99
非流动资产合计	6794	6705	6511	6454	经营活动现金流净额	2032	1718	2288	2683
资产总计	19229	20512	22633	25170	资本开支	-470	-395	-323	-322
短期借款	898	618	618	618	其他	-200	-48	30	29
应付票据及应付账款	734	866	1111	1319	投资活动现金流净额	-669	-443	-293	-294
其他流动负债	699	834	1041	1226	股权融资	5	3	0	0
流动负债合计	2331	2319	2770	3163	债务融资	806	-266	0	0
其他	220	209	209	209	其他	-330	-314	-450	-573
非流动负债合计	220	209	209	209	筹资活动现金流净额	480	-577	-450	-573
负债合计	2550	2528	2980	3373	现金及现金等价物净增加额	1973	682	1545	1816
股本	664	667	667	667					
资本公积金	8322	8322	8322	8322					
未分配利润		7819	9174	10916					
少数股东权益	180	179	178	176					
其他	716	997	1312	1717					
所有者权益合计	16679	17984	19653	21797					
负债和所有者权益总计	19229	20512	22633	25170					

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	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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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