

## 兆易创新（603986）

### 利基 DRAM 量利双增，定制化存储前景可期

#### 报告正文

##### ◆ 利基 DRAM 量利齐升，有望持续受益

利基型 DRAM 产品方面，公司具备全面的料号布局。目前已有 DDR32Gb 和 4Gb、DDR4 4Gb 和 8Gb 以及 LPDDR4 的小容量颗粒，并正在推进 LPDDR4 自研料号的研发和流片，预计明年将会有自研产品进展，并储备 LPDDR5 产品的研发。随着海外大厂加快淡出利基型 DRAM 市场，市场呈现供不应求的局面，公司利基 DRAM 产品线的毛利率 Q1 开始爬升，达到两位数以上水平，预计行业涨价趋势延续，公司有望持续受益。收入结构上，DDR4 产品贡献明显提升，占比超过 60%，其中新产品 DDR4 8Gb 在 TV、工业等领域客户导入顺利，LPDDR4 产品也开始贡献收入。

##### ◆ 定制化存储持续发力，端侧 AI 应用广泛

定制化存储空间广阔，在端侧 AI 领域有望赢得较多需求。公司与青松智凌等共同投资设立控股子公司北京青松科技有限公司，计划将该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。公司积极与逻辑芯片客户合作，覆盖了多种端侧的应用。目前已经有一些项目落地，均体现出公司堆叠 DRAM 在带宽、功耗、能效等方面的优势和成果。明年以后有望看到定制化存储解决方案，在包括 AIPC、手机、端侧智能设备、汽车等领域实现样品推出和芯片的积极进展。公司在定制化存储方面具有一定先发优势，并于战略供应商保持稳定良好关系，处于行业领先地位，具有长期竞争力。

##### ◆ MCU 需求旺盛，持续拓展新兴领域

目前公司已成功量产 64 大系列、超过 700 款 MCU 产品。公司持续深化优质消费及工业市场，2025 上半年 MCU 产品营收同比增长近 20%，保持较快发展态势。公司围绕 AI 的产品布局持续落地，光模块产品营收实现良好增长，机器人及服务器电源领域的客户拓展工作稳步推进。在 AI 算法及解决方案上，公司直流拉弧检测方案以高性能 GD32H7 系列 MCU 为强大算力硬件基础，并提供整套 AI 算法工具，使检测准确率大幅提升。公司基于无线 MCU 产品打造的 AI 大语言模型方案，支持 AI 智能语音对话、翻译、故事生成等功能，可广泛应用于智能陪伴 AI 玩具、智能家居等场景。公司

投资评级

买入

维持评级

2025 年 10 月 27 日

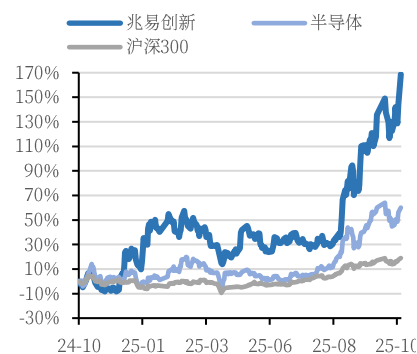
收盘价(元): 243.19

目标价(元):

#### 公司基本数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本(百万股)      | 667.28       |
| 总市值(百万)       | 162,275.33   |
| 流通股本(百万股)     | 667.24       |
| 流通市值(百万)      | 162,265.79   |
| 12 月最高/最低价(元) | 243.19/81.90 |
| 资产负债率(%)      | 11.94        |
| 每股净资产(元)      | 25.96        |
| 市盈率(TTM)      | 139.77       |
| 市净率(PB)       | 9.37         |
| 净资产收益率(%)     | 3.34         |

#### 股价走势图



#### 作者

刘一楠 分析师  
SAC 执业证书: S0640524100002  
联系电话:  
邮箱: liuyn@avicsec.com

#### 相关研究报告

公司点评：多元布局行稳致远，技术创新打造端侧智能引擎 —2025-05-05

2024 年半年报点评：存储周期向上需求回暖，公司盈利能力稳步提升 —2024-08-28

国内利基存储+MCU 龙头，修炼内功穿越周期 —2024-06-28

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦  
中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

积极投入汽车领域业务，推出功能安全 ASIL B 的 M7 单核产品，并且在战略客户实现了产品导入，预计明年将有新产品推出，并持续推动产品高端化。

#### ◆ 投资建议

公司存储产品技术领先、客户资源广泛、不断开拓新的应用领域。我们看好公司在存储行业涨价，定制化存储快速发展以及下游需求增长背景下的长期投资价值。预计 2025-2027 年分别实现归母净利润 15.26 亿元、20.88 亿元、25.53 亿元，对应 PE 分别为 97、71、58 倍，维持“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

新产品研发进度不及预期；行业竞争加剧的风险；地缘政治的风险；业绩短期承压的风险。

| 财务数据与估值       | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
|---------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 5760.82 | 7355.98 | 9457.50 | 11641.74 | 13754.60 |
| 增长率（%）        | -29.14% | 27.69%  | 28.57%  | 23.10%   | 18.15%   |
| 归母净利润（百万元）    | 161.14  | 1102.54 | 1526.64 | 2088.38  | 2552.52  |
| 增长率（%）        | -92.15% | 584.21% | 38.47%  | 36.80%   | 22.23%   |
| 毛利率（%）        | 34.42%  | 38.00%  | 40.43%  | 40.62%   | 40.67%   |
| 每股收益（元）       | 0.24    | 1.65    | 2.29    | 3.13     | 3.83     |
| 市盈率 PE        | 915.48  | 133.80  | 96.63   | 70.64    | 57.79    |
| 市净率 PB        | 9.71    | 8.94    | 8.28    | 7.52     | 6.76     |
| 净资产收益率 ROE（%） | 1.06%   | 6.68%   | 8.57%   | 10.64%   | 11.69%   |

资料来源：ifind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（百万元）

| 资产负债表     |          |          |          |          |          |          | 利润表       |         |          |         |         |          |          |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------|----------|---------|---------|----------|----------|
| 会计年度      | 2022     | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    | 会计年度      | 2022    | 2023     | 2024    | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
| 货币资金      | 6874.85  | 7265.86  | 9128.01  | 9388.13  | 11124.36 | 13136.12 | 营业收入      | 8129.99 | 5760.82  | 7355.98 | 9457.50 | 11641.74 | 13754.60 |
| 应收票据及账款   | 173.93   | 127.28   | 231.79   | 310.93   | 318.95   | 376.84   | 营业成本      | 4255.36 | 3777.81  | 4560.62 | 5633.96 | 6913.12  | 8160.46  |
| 预付账款      | 35.08    | 24.18    | 24.53    | 37.35    | 45.98    | 54.32    | 税金及附加     | 71.66   | 25.20    | 31.25   | 35.94   | 40.75    | 44.01    |
| 其他应收款     | 12.56    | 12.63    | 207.65   | 285.02   | 350.85   | 414.52   | 销售费用      | 265.88  | 270.50   | 370.91  | 444.50  | 523.88   | 667.10   |
| 存货        | 2153.88  | 1990.87  | 2346.37  | 2469.68  | 2651.61  | 2906.46  | 管理费用      | 425.17  | 369.88   | 491.16  | 595.82  | 675.22   | 784.01   |
| 其他流动资产    | 2164.35  | 2182.14  | 496.44   | 936.37   | 1198.70  | 1407.36  | 研发费用      | 935.58  | 989.95   | 1122.39 | 1305.14 | 1466.86  | 1609.29  |
| 流动资产总计    | 11414.64 | 11602.96 | 12434.80 | 13427.48 | 15690.45 | 18295.63 | 财务费用      | -342.70 | -258.17  | -442.52 | -232.96 | -280.41  | -332.40  |
| 长期股权投资    | 11.80    | 25.73    | 137.07   | 132.07   | 126.07   | 120.07   | 资产减值损失    | -418.91 | -612.71  | -172.14 | -160.78 | -197.91  | -233.83  |
| 固定资产      | 1115.79  | 1196.69  | 1150.23  | 1010.38  | 871.93   | 734.78   | 信用减值损失    | -0.74   | -0.82    | -3.67   | -4.73   | -5.82    | -6.88    |
| 在建工程      | 6.15     | 4.27     | 5.25     | 12.71    | 18.50    | 22.63    | 其他经营损益    | -0.00   | -0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 无形资产      | 300.34   | 244.44   | 260.48   | 215.17   | 204.08   | 217.47   | 投资收益      | 50.60   | 82.62    | 17.92   | 25.00   | 26.00    | 29.00    |
| 长期待摊费用    | 82.88    | 78.98    | 157.41   | 128.71   | 60.00    | 75.00    | 公允价值变动损益  | -6.97   | -11.99   | -0.28   | -1.00   | -2.00    | -2.50    |
| 其他非流动资产   | 3713.46  | 3302.72  | 5083.59  | 5297.20  | 5502.48  | 5649.43  | 资产处置收益    | 0.19    | 0.10     | 0.34    | 0.21    | 0.21     | 0.21     |
| 非流动资产合计   | 5230.42  | 4852.83  | 6794.04  | 6796.24  | 6783.06  | 6819.38  | 其他收益      | 78.36   | 76.93    | 53.00   | 55.00   | 57.00    | 60.00    |
| 资产总计      | 16645.07 | 16455.78 | 19228.83 | 20223.73 | 22473.51 | 25115.01 | 营业利润      | 2221.56 | 119.78   | 1117.35 | 1588.80 | 2179.80  | 2668.13  |
| 短期借款      | 0.00     | 0.00     | 898.22   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 营业外收入     | 44.88   | 6.66     | 8.69    | 20.08   | 20.08    | 20.08    |
| 应付票据及账款   | 479.27   | 501.84   | 733.60   | 926.13   | 1136.40  | 1341.45  | 营业外支出     | 4.02    | 1.69     | 2.38    | 2.70    | 2.70     | 2.70     |
| 其他流动负债    | 717.40   | 484.33   | 698.69   | 1089.52  | 1334.18  | 1573.76  | 其他非经营损益   | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 流动负债合计    | 1196.67  | 986.18   | 2330.51  | 2015.65  | 2470.58  | 2915.21  | 利润总额      | 2262.43 | 124.75   | 1123.66 | 1606.18 | 2197.19  | 2685.52  |
| 长期借款      | 89.90    | 74.39    | 48.02    | 38.54    | 28.75    | 19.89    | 所得税       | 209.86  | -36.39   | 22.78   | 80.31   | 109.86   | 134.28   |
| 其他非流动负债   | 172.97   | 195.64   | 171.52   | 171.52   | 171.52   | 171.52   | 净利润       | 2052.57 | 161.14   | 1100.88 | 1525.88 | 2087.33  | 2551.24  |
| 非流动负债合计   | 262.87   | 270.03   | 219.55   | 210.07   | 200.27   | 191.41   | 少数股东损益    | 0.00    | 0.00     | -1.66   | -0.77   | -1.05    | -1.28    |
| 负债合计      | 1459.53  | 1256.21  | 2550.05  | 2225.72  | 2670.85  | 3106.62  | 归属母公司股东净利 | 2052.57 | 161.14   | 1102.54 | 1526.64 | 2088.38  | 2552.52  |
| 股本        | 667.03   | 666.91   | 664.12   | 664.12   | 664.12   | 664.12   | EBITDA    | 2295.26 | 311.37   | 1148.48 | 1776.02 | 2403.95  | 2820.80  |
| 资本公积      | 8295.75  | 8383.17  | 8321.83  | 8321.83  | 8321.83  | 8321.83  | NOPLAT    | 1611.88 | -345.10  | 596.73  | 1288.80 | 1806.12  | 2221.12  |
| 留存收益      | 6222.76  | 6149.50  | 7512.56  | 8832.55  | 10638.25 | 12845.27 | EPS(元)    | 3.08    | 0.24     | 1.65    | 2.29    | 3.13     | 3.83     |
| 归属母公司权益   | 15185.53 | 15199.58 | 16498.51 | 17818.51 | 19624.20 | 21831.22 | 主要财务比率    |         |          |         |         |          |          |
| 少数股东权益    | 0.00     | 0.00     | 180.27   | 179.50   | 178.45   | 177.17   | 会计年度      | 2022    | 2023     | 2024    | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
| 股东权益合计    | 15185.53 | 15199.58 | 16678.78 | 17998.01 | 19802.66 | 22008.39 | 成长能力      |         |          |         |         |          |          |
| 负债和股东权益合计 | 16645.07 | 16455.78 | 19228.83 | 20223.73 | 22473.51 | 25115.01 | 营收增长率     | -4.47%  | -29.14%  | 27.69%  | 28.57%  | 23.10%   | 18.15%   |
| 现金流量表     |          |          |          |          |          |          | 营业利润增长率   | -3.61%  | -94.61%  | 832.84% | 42.19%  | 37.20%   | 22.40%   |
| 会计年度      | 2022     | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    | EBIT增长率   | -20.10% | -106.95% | 610.53% | 101.61% | 39.58%   | 22.76%   |
| 税后经营利润    | 2052.57  | 161.14   | 1100.88  | 1434.12  | 1993.67  | 2452.36  | EBITDA增长率 | -14.69% | -86.43%  | 268.85% | 54.64%  | 35.36%   | 17.34%   |
| 折旧与摊销     | 375.53   | 444.78   | 467.34   | 402.80   | 487.18   | 467.68   | 归母净利润增长率  | -12.16% | -92.15%  | 584.21% | 38.47%  | 36.80%   | 22.23%   |
| 财务费用      | -342.70  | -258.17  | -442.52  | -232.96  | -280.41  | -332.40  | 经营现金流增长率  | -58.02% | 24.96%   | 71.24%  | -8.62%  | 26.70%   | 11.19%   |
| 投资损失      | -50.60   | -82.62   | -17.92   | -25.00   | -26.00   | -29.00   | 盈利能力      |         |          |         |         |          |          |
| 营运资金变动    | -1910.40 | -20.54   | 229.36   | 180.79   | 78.21    | -48.80   | 毛利率       | 47.66%  | 34.42%   | 38.00%  | 40.43%  | 40.62%   | 40.67%   |
| 其他经营现金流   | 825.29   | 942.16   | 695.10   | 97.38    | 100.38   | 106.38   | 净利率       | 25.25%  | 2.80%    | 14.97%  | 16.13%  | 17.93%   | 18.55%   |
| 经营性现金净流量  | 949.69   | 1186.75  | 2032.23  | 1857.12  | 2353.02  | 2616.22  | 营业利润率     | 27.33%  | 2.08%    | 15.19%  | 16.80%  | 18.72%   | 19.40%   |
| 资本支出      | 603.54   | 325.69   | 523.14   | 410.00   | 480.00   | 510.00   | ROE       | 13.52%  | 1.06%    | 6.68%   | 8.57%   | 10.64%   | 11.69%   |
| 长期投资      | 450.70   | -75.68   | -222.83  | 0.00     | 0.00     | 0.00     | ROA       | 12.33%  | 0.98%    | 5.73%   | 7.55%   | 9.29%    | 10.16%   |
| 其他投资现金流   | 109.12   | 106.47   | 76.62    | -305.62  | -124.72  | -72.50   | ROIC      | 41.13%  | -6.01%   | 12.21%  | 23.28%  | 32.44%   | 39.01%   |
| 投资性现金净流量  | -43.73   | -294.90  | -669.34  | -715.62  | -604.72  | -582.50  | 估值倍数      |         |          |         |         |          |          |
| 短期借款      | 0.00     | 0.00     | 898.22   | -898.22  | 0.00     | 0.00     | P/E       | 71.87   | 915.48   | 133.80  | 96.63   | 70.64    | 57.79    |
| 长期借款      | -17.98   | -15.51   | -26.37   | -9.48    | -9.79    | -8.86    | P/S       | 18.15   | 25.61    | 20.05   | 15.60   | 12.67    | 10.73    |
| 普通股增加     | -0.44    | -0.12    | -2.78    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | P/B       | 9.71    | 9.71     | 8.94    | 8.28    | 7.52     | 6.76     |
| 资本公积增加    | 173.17   | 87.42    | -61.34   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 股息率       | 0.28%   | 0.00%    | 0.15%   | 0.14%   | 0.19%    | 0.23%    |
| 其他筹资现金流   | -935.06  | -644.39  | -327.35  | 26.32    | -2.27    | -13.11   | EV/EBIT   | 30.69   | -384.54  | 88.04   | 98.51   | 69.70    | 55.96    |
| 筹资性现金净流量  | -780.31  | -572.60  | 480.38   | -881.38  | -12.06   | -21.97   | EV/EBITDA | 25.66   | 164.77   | 52.21   | 76.17   | 55.57    | 46.68    |
| 现金流量净额    | 240.21   | 343.68   | 1973.27  | 260.12   | 1736.24  | 2011.76  | EV/NOPLAT | 36.55   | -148.67  | 100.49  | 104.96  | 73.97    | 59.29    |

数据来源：同花顺iFind

资料来源：ifind，中航证券研究所

## 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

## 研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

## 销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

## 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637