

兆易创新 (603986.SH)

25Q3 利润同环比高增，利基产品全面涨价

兆易创新发布 25Q3 季报。公司 25Q1-Q3 实现营业收入 68.3 亿元，同比+20.9%，实现归母净利润 10.8 亿元，同比+30.2%，毛利率 38.6%，同比-0.9pcts，净利率 16.2%，同比+1.5pcts。从 25Q3 单季度来看，兆易创新 25Q3 实现营收 26.8 亿元，同比+31.4%，环比+19.6%，实现归母净利润 5.1 亿元，同比+61.1%，环比+49.0%，毛利率 40.7%，同比-1.1pcts，环比+3.7pcts，净利率 19.3%，同比+3.9%，环比+3.8%。公司业绩增长主要系利基型存储的全面涨价及下游需求回暖。

利基 DRAM 延续涨价，公司产品结构不断优化。DRAM 产业因去年中 AI 大爆发，带动 HBM 旺盛需求，目前非 AI 应用的服务器、PC、智能手机和网通也开始回温，消费性产品也因部分区域刺激方案，需求升温，整体 DRAM 市况趋向正向发展，主要大厂停产 DDR3、DDR4，资源押注 HBM，带动 DDR4 价格攀升。根据 TrendForce，第四季旧制程 DRAM 价格涨幅依旧可观，新世代产品涨势相对温和，预估整体 DRAM (Conventional DRAM) 价格将季增 8-13%。25H1 公司 DDR4 的收入占比已经超过 60%，其中 DDR4 8Gb 的收入贡献快速提升，有望占 DRAM 产品线收入三分之一，LPDDR4 小容量产品也开始贡献营收，有望占 DRAM 产品线收入的两位数百分比。

NOR 需求稳中有增，价格有望维持较长周期温和上涨。需求端方面，NOR Flash 总 bit 数多年来一直保持稳定增长，所有电子产品累加总和的代码量持续上升，PC 的板载、服务器的板载以及一些 AI 智能终端推动 NOR Flash 总容量需求持续上涨。供应端方面，受消费市场需求旺盛及工业领域回暖推动，上游晶圆制造产能持续紧张，2025 年行业内部分 IDM 企业产能已实现满产，叠加主流头部企业业务转型，共线供应商产能亦全面满产，对 NOR Flash 产能形成一定挤占，短期内 NOR Flash 暂无明确供应增量来源，供给短缺局面未显现改善迹象，因此 NOR Flash 价格温和上涨的态势预计可维持较长周期。目前公司 45nm NOR Flash 的产能在持续爬坡中，预计占全年的收入的 15% 左右，2026 年补齐 45nm NOR Flash 的产品线，32Mb 及以上的容量都将实现 45nm 产品的量产。

定制化存储领域优势显著，项目进展顺利。一方面凭借先发优势立足，公司在团队组建、项目开发及联合客户推出产品上稳居行业前列，且能随在研项目扩容与客户产品迭代巩固优势、形成良性循环，另一方面依托与战略供应商的长期稳定合作获得产能保障与制程优势。目前公司先导客户已发布并落地先导产品，其优异性能不仅印证了定制化存储技术提升产品性能的实际价值，也证实该技术路径具备工程可行性与量产能力。

盈利预测与投资建议：兆易创新产品主要覆盖存储、MCU、传感器三大领域，其中 2024 年存储收入占比 70% 以上，公司在 NOR Flash 领域全球市场占有率第二，SLC NAND 也逐步占据一定份额，DRAM 业务随着三大原厂逐步退出+端侧定制化方案的顺利推进有望实现较大增长。我们预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 93.6/114.6/135.5 亿元，同比增长 27.3%/22.4%/18.2%，实现归母净利润 14.6/19.4/23.8 亿元，同比增长 32.5%/33.0%/22.4%。当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 113/85/69X，维持公司“买入”评级。

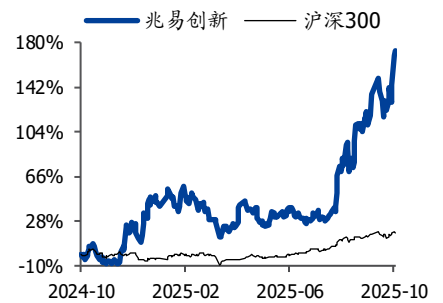
风险提示：产品推广不及预期；下游需求不及预期；贸易摩擦加剧。

买入（维持）

股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价（元）	246.95
总市值（百万元）	164,784.30
总股本（百万股）	667.28
其中自由流通股（%）	99.99
30 日日均成交量（百万股）	44.65

股价走势



作者

分析师 郑震湘
执业证书编号：S0680524120005
邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星
执业证书编号：S0680525010004
邮箱：shelingxing1@gszq.com

相关研究

- 1、《兆易创新 (603986.SH)：25Q2 利润环比高速增长，定制化存储进展顺利》 2025-08-23
- 2、《兆易创新 (603986.SH)：存储龙头多元布局，深度受益 AI+国产替代》 2025-06-12

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,761	7,356	9,363	11,459	13,549
增长率 yoy（%）	-29.1	27.7	27.3	22.4	18.2
归母净利润（百万元）	161	1,103	1,461	1,944	2,381
增长率 yoy（%）	-92.2	584.2	32.5	33.0	22.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.24	1.65	2.19	2.91	3.57
净资产收益率（%）	1.1	6.7	8.3	10.1	11.3
P/E（倍）	1,022.6	149.5	112.8	84.8	69.2
P/B（倍）	10.8	10.0	9.3	8.6	7.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11603	12435	14462	16714	19352
现金	7266	9128	10540	12043	13961
应收票据及应收账款	127	232	227	283	357
其他应收款	13	208	100	157	237
预付账款	24	25	38	43	49
存货	1991	2346	2961	3591	4152
其他流动资产	2182	496	596	596	596
非流动资产	4853	6794	6326	6068	5805
长期投资	26	137	152	162	162
固定资产	1090	1057	859	659	438
无形资产	244	260	225	190	155
其他非流动资产	3493	5340	5090	5057	5050
资产总计	16456	19229	20787	22781	25157
流动负债	986	2331	2552	2895	3274
短期借款	0	898	903	908	913
应付票据及应付账款	502	734	779	995	1182
其他流动负债	484	699	870	992	1179
非流动负债	270	220	412	517	622
长期借款	0	0	200	300	400
其他非流动负债	270	220	212	217	222
负债合计	1256	2550	2964	3412	3896
少数股东权益	0	180	180	178	176
股本	667	664	664	664	664
资本公积	8383	8322	8322	8322	8322
留存收益	5947	7130	8310	9857	11752
归属母公司股东权益	15200	16499	17644	19191	21085
负债和股东权益	16456	19229	20787	22781	25157

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1187	2032	1432	1797	2269
净利润	161	1101	1461	1943	2378
折旧摊销	445	467	324	305	262
财务费用	-7	-78	51	58	63
投资损失	-83	-18	-72	-93	-82
营运资金变动	77	388	-321	-430	-347
其他经营现金流	594	171	-11	15	-6
投资活动现金流	-295	-669	127	52	88
资本支出	-348	-470	-62	-27	6
长期投资	-76	-196	-23	-15	0
其他投资现金流	129	-4	212	93	82
筹资活动现金流	-573	480	-164	-345	-439
短期借款	0	898	5	5	5
长期借款	0	0	200	100	100
普通股增加	0	-3	0	0	0
资本公积增加	87	-61	0	0	0
其他筹资现金流	-660	-354	-369	-450	-544
现金净增加额	344	1973	1412	1504	1918

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5761	7356	9363	11459	13549
营业成本	3778	4561	5754	6953	8073
营业税金及附加	25	31	54	55	67
营业费用	270	371	406	538	635
管理费用	370	491	609	688	745
研发费用	990	1122	1358	1719	2032
财务费用	-258	-443	-40	-47	-57
资产减值损失	-613	-172	-8	-10	0
其他收益	77	53	94	117	124
公允价值变动收益	-12	0	0	0	0
投资净收益	83	18	72	93	82
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	120	1117	1373	1744	2259
营业外收入	7	9	7	8	9
营业外支出	2	2	2	3	3
利润总额	125	1124	1378	1750	2265
所得税	-36	23	-82	-193	-113
净利润	161	1101	1461	1943	2378
少数股东损益	0	-2	-1	-1	-2
归属母公司净利润	161	1103	1461	1944	2381
EBITDA	612	1124	1662	2008	2470
EPS (元/股)	0.24	1.65	2.19	2.91	3.57

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-29.1	27.7	27.3	22.4	18.2
营业利润(%)	-94.6	832.8	22.9	27.0	29.5
归属母公司净利润(%)	-92.2	584.2	32.5	33.0	22.4
获利能力					
毛利率(%)	34.4	38.0	38.5	39.3	40.4
净利率(%)	2.8	15.0	15.6	17.0	17.6
ROE(%)	1.1	6.7	8.3	10.1	11.3
ROIC(%)	1.4	3.6	7.4	9.1	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	7.6	13.3	14.3	15.0	15.5
净负债比率(%)	-47.0	-48.7	-52.3	-55.3	-58.9
流动比率	11.8	5.3	5.7	5.8	5.9
速动比率	9.3	4.2	4.3	4.4	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	45.0	45.1	45.5	50.7	47.4
应付账款周转率	7.7	7.4	7.6	7.8	7.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	1.65	2.19	2.91	3.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	3.05	2.15	2.69	3.40
每股净资产(最新摊薄)	22.78	24.73	26.44	28.76	31.60
估值比率					
P/E	1022.6	149.5	112.8	84.8	69.2
P/B	10.8	10.0	9.3	8.6	7.8
EV/EBITDA	89.0	55.9	93.5	76.7	61.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com