

兆易创新（603986.SH）

存储周期上行，3Q25 扣非归母净利润环比增长 55.25%

优于大市

核心观点

3Q25 受益于存储价格上涨，归母净利润同环比增加。公司主要产品包括存储器、微控制器和传感器；其中存储器分为 SPI NOR、SLC NAND 和 DRAM，微控制器包括 ARM 核和 RISC-V 开源内核 MCU，传感器包括触控和指纹识别芯片。受益于存储价格上涨，公司 3Q25 单季度实现营收 26.81 亿元（YoY+31.4%，QoQ+19.64%），扣非归母净利润 4.98 亿元（YoY+63.71%，QoQ+55.25%），综合毛利率为 40.72%（YoY-1.04pct，QoQ+3.71pct）。

利基型 DRAM 景气度持续，DDR4 收入占比持续提升。利基型 DRAM 持续缺货，行业头部厂商不同程度的停产或减产导致利基型 DRAM 产能缺口较大，公司预计涨价趋势有望持续到今年第四季度，并在明年全年维持相对较高的价格水平。在此基础上，公司 DDR4 产品的收入占比逐季提升，目前占比超 50%，新产品 DDR4 8Gb 加速应用。得益于涨价与产品结构升级，公司利基 DRAM 毛利率逐季度提升，预计有望保持健康水平。

AI 推动 Nor Flash 需求增长，定制化存储方案持续推广。AI 应用推广带来代码量持续上升，推动 NOR Flash 容量需求提升，行业增长预期持续上调，产品价格温和上涨。定制化存储进展顺利，公司聚焦端侧推理应用，目前不同的下游厂商陆续推出基于公司定制化存储解决方案的产品，未来公司凭借在该领域的先发优势，有望在端侧 AI 推理市场中占据重要地位。

MCU 应用持续打开，汽车 BU 打通产品定义、研发及市场推广全链条。公司 MCU 除机器人、汽车等领域，在数字能源领域近期和 Navitas、南瑞等公司达成合作，产品应用于碳化硅、氮化镓的 AI 电源方案，未来随着数据中心耗电量增加电源需求加速提升，MCU 用量有望持续增长。在汽车电子端，公司成立汽车事业部以提升运营效率，车规 MCU A7 系列（M7 单核）已完成研发，并已取得项目定点，车规 Nor Flash 保持高速增长。

投资建议：我们看好公司构建的存储/MCU/传感器+模拟全面解决方案的多维增长空间，根据存储景气度略上调毛利率，预计 25-27 公司归母净利润 15.73/21.52/27.04 亿元（前值 25-27 年 15.25/20.05/25.08 亿元），当前股价对应 PE 倍数为 67/49/39 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新产品开发不及预期；国际关系恶化等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,761	7,356	9,641	11,814	14,569
(+/-%)	-29.1%	27.7%	31.1%	22.5%	23.3%
净利润(百万元)	161	1103	1573	2152	2704
(+/-%)	-92.1%	584.2%	42.6%	36.8%	25.7%
每股收益(元)	0.24	1.66	2.36	3.23	4.06
EBIT Margin	5.7%	10.6%	15.1%	17.5%	18.9%
净资产收益率(ROE)	1.1%	6.7%	8.7%	10.7%	11.8%
市盈率(PE)	653.1	95.1	66.9	48.9	38.9
EV/EBITDA	155.5	93.0	62.8	45.7	35.1
市净率(PB)	6.92	6.35	5.83	5.22	4.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

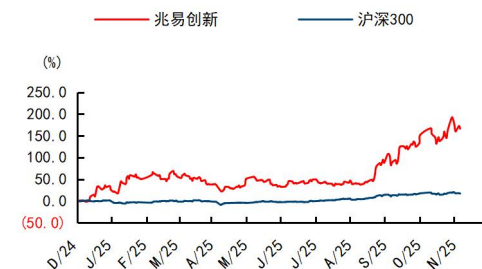
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	224.99 元
总市值/流通市值	150131/150122 百万元
52 周最高价/最低价	254.44/81.90 元
近 3 个月日均成交额	7972.82 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《兆易创新（603986.SH）-2025 归母净利润环比增长 45%，产品多元化布局打开增长空间》——2025-08-27

《兆易创新（603986.SH）-1Q25 营收同环比增长，产品线与应用领域多维拓展》——2025-05-04

《兆易创新（603986.SH）-外延收购补齐产品矩阵，内生增强汽车 MCU 与存储产品》——2024-11-14

《兆易创新（603986.SH）-2Q24 营收与利润同环比增长，各产品线持续改善》——2024-09-09

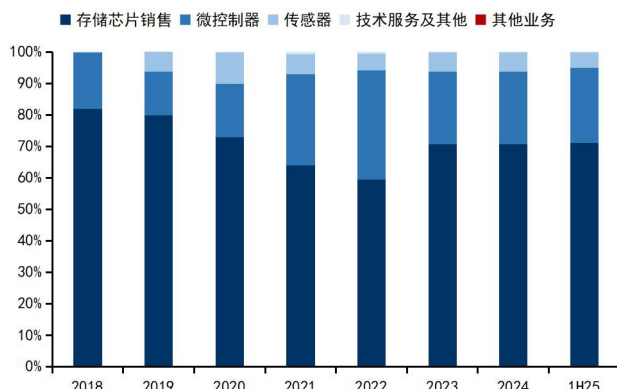
《兆易创新（603986.SH）——季度业绩企稳反弹，股权激励明确业绩目标》——2024-04-22

图1: 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)



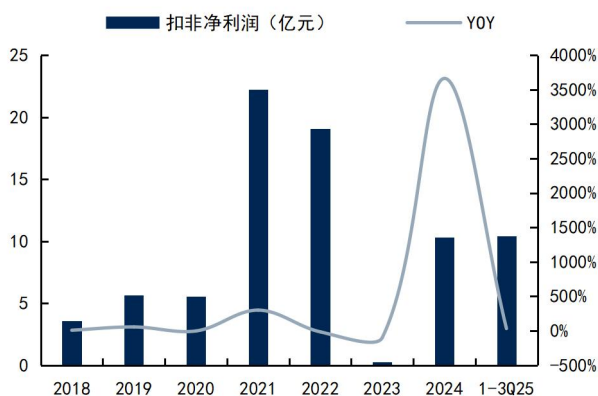
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司营收结构变化 (%)



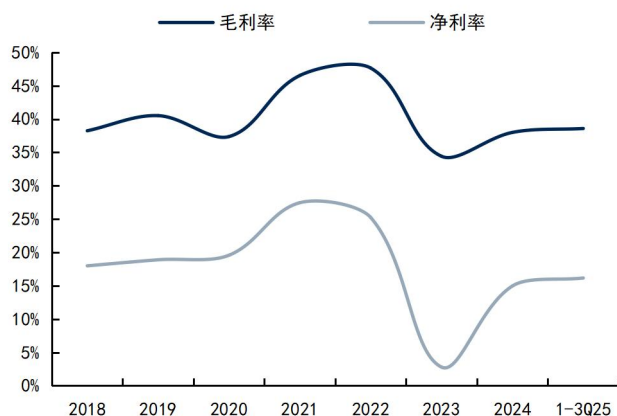
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司扣非净利润及同比增速 (亿元, %)



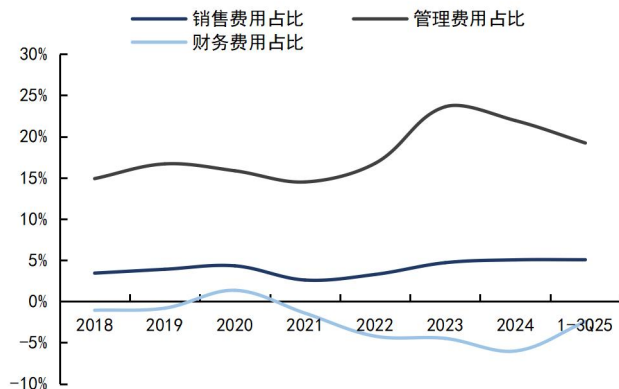
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司毛利率与净利率情况 (% , %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司研发投入及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7266	9128	9362	10896	12855	营业收入	5761	7356	9641	11814	14569
应收款项	140	439	576	706	870	营业成本	3778	4561	5833	7100	8835
存货净额	1991	2346	2972	3620	4506	营业税金及附加	25	31	29	46	54
其他流动资产	2206	521	563	602	655	销售费用	270	371	428	461	497
流动资产合计	11603	12435	13472	15823	18886	管理费用	370	491	541	582	627
固定资产	1094	1062	1375	1622	1857	研发费用	990	1122	1354	1557	1800
无形资产及其他	244	260	236	212	188	财务费用	(258)	(443)	(202)	(235)	(274)
其他长期资产	3489	5335	5335	5335	5335	投资收益	83	18	50	50	40
长期股权投资	26	137	137	137	137	资产减值及公允价值变动	(625)	(172)	(149)	(178)	(314)
资产总计	16456	19229	20556	23129	26403	其他	76	50	75	76	75
短期借款及交易性金融负债	42	951	343	445	580	营业利润	120	1117	1635	2252	2831
应付款项	502	734	969	1180	1469	营业外净收支	5	6	17	10	11
其他流动负债	442	646	836	1003	1230	利润总额	125	1124	1653	2261	2842
流动负债合计	986	2331	2147	2628	3279	所得税费用	(36)	23	83	113	142
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(2)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	270	220	182	154	116	归属于母公司净利润	161	1103	1573	2152	2704
长期负债合计	270	220	182	154	116	现金流量表（百万元）					
负债合计	1256	2550	2328	2783	3394	净利润	161	1101	1570	2148	2700
少数股东权益	0	180	178	174	170	资产减值准备	613	172	144	172	310
股东权益	15200	16499	18049	20171	22838	折旧摊销	357	374	257	296	336
负债和股东权益总计	16456	19229	20556	23129	26403	公允价值变动损失	12	0	5	6	4
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	(78)	(202)	(235)	(274)
每股收益	0.24	1.66	2.36	3.23	4.06	营运资本变动	849	(2174)	(422)	(471)	(630)
每股红利	0.63	0.02	0.03	0.04	0.06	其它	(798)	2637	58	64	(36)
每股净资产	22.79	24.84	27.06	30.25	34.25	经营活动现金流	1187	2032	1410	1979	2410
ROIC	4%	6%	9%	12%	15%	资本开支	(348)	(499)	(546)	(518)	(548)
ROE	1%	7%	9%	11%	12%	其它投资现金流	53	(170)	0	0	0
毛利率	34%	38%	40%	40%	39%	投资活动现金流	(295)	(669)	(546)	(518)	(548)
EBIT Margin	6%	11%	15%	18%	19%	权益性融资	0	4	0	0	0
EBITDA Margin	12%	16%	18%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-29%	28%	31%	23%	23%	支付股利、利息	(421)	(15)	(22)	(30)	(37)
净利润增长率	-92%	584%	43%	37%	26%	其它融资现金流	(151)	491	(609)	103	134
资产负债率	8%	14%	12%	13%	14%	融资活动现金流	(573)	480	(630)	73	97
息率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	344	1973	234	1534	1959
P/E	653.1	95.1	66.9	48.9	38.9	货币资金的期初余额	6787	7131	9104	9338	10872
P/B	6.9	6.4	5.8	5.2	4.6	货币资金的期末余额	7131	9104	9338	10872	12831
EV/EBITDA	155.5	93.0	62.8	45.7	35.1	企业自由现金流	1281	(1535)	673	1271	1777
						权益自由现金流	1130	(1044)	256	1598	2171

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032