



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)	227.50
总股本/流通股本(亿股)	6.67 / 6.67
总市值/流通市值(亿元)	1,518 / 1,518
52周内最高/最低价	246.95 / 83.22
资产负债率(%)	13.3%
市盈率	137.05
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
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

兆易创新(603986)

服务器推动 NOR 增长，推理加速 3D DRAM 商业落地

● 投资要点

AI 服务器搭载的 HBM 规格从 HBM3E 走向 HBM4，NOR Flash 用量持续提升。HBM4 作为 HBM3E 的迭代产品，在带宽、容量、功耗等核心性能指标及制造工艺上均实现跨越式升级，这种技术升级使得其对应的 AI 服务器对承担系统初始化等功能的 NOR Flash 用量大幅提升。一方面，HBM4 的复杂结构依赖 NOR Flash 适配。HBM4 采用 2048 位接口，传输速率提升至 8 Gb/s，总带宽达到 2 TB/s，较 HBM3 (1 TB/s) 实现翻倍增长；HBM4 还支持 4-18 层的 TSV 堆叠，芯片密度达到 24Gb 或 32Gb，单堆栈的最大容量可达 64GB；HBM4 的独立通道数从 HBM3 的 16 个增至 32 个。HBM4 物理结构和电源管理逻辑远复杂于 HBM3E，NOR Flash 承担着 AI 服务器系统初始化、安全启动和固件存储的核心功能，可满足 HBM4 每层 DRAM 独立电源管理与初始化的需求。另一方面，AI 服务器需求放量放大 NOR 用量缺口。11 月 11 日，据科创板日报援引台湾经济日报报道，随着 AI 服务器搭载的 HBM 规格从 HBM3E 走向 HBM4，堆叠层数增加的趋势下，NOR Flash 用量提升约 50%。

GPU/DPU 算力部件、BMC、RAID 控制器等管理与存储辅助部件推动 NOR Flash 用量。GPU 和 DPU 将是 SPI NOR Flash 应用增长最快的领域。在云端 AI 服务器的高密度 GPU 运算场景中，高频数据交互催生 SPI NOR Flash 的差异化需求，如 8 个英伟达 A100 组成的 GPU 模组中，有 4 种不同容量组合的 SPI NOR Flash 在使用，以保障高速数据传输与计算协同稳定性。与此同时，作为云端服务器标配的数据处理单元 DPU，因云端处理与 GPU 加速的异构计算特性，对存储方案提出分级需求：256Mb 至 2Gb 容量适配数据缓存与临时存储的高频交互场景，8Mb 至 32Mb 容量则满足轻量化控制代码的存储需求，通过精准匹配任务负载的分级策略，实现数据处理效率与硬件成本的优化平衡。AI 服务器的技术演进推动 SPI NOR Flash 需求持续升级：针对紧凑空间设计，需提供小尺寸封装与高容量集成的产品方案；耐高温性能适配数据中心高温环境；面对高速信号传输中的干扰与衰减问题，需强化驱动能力以保障信号完整性；针对高安全敏感市场，数据加密功能需求显著提升；同时，BMC 管理模块与 DPU 卡等场景对 8-32Mb 小型容量闪存的需求持续增多，推动产品向轻量化、定制化方向发展。

AI 大发展时代，定制化存储市场空间潜力巨大。AI 模型推理场景，除了算力芯片，数据存储的带宽和降本需求也是关键，基于先进封装的近存计算应运而生。3D DRAM 相较于 HBM 和传统 DDR，3D DRAM 比 HBM 的功耗更低，适合端侧低功耗场景，同时定制化可实现更高带宽，可通过定制更多 I/O 接口实现超高带宽，而传统

DDR 的带宽偏低;另外,3D DRAM 成本更低,对比海外存储大厂 HBM 颗粒十几美元/GB 的价格,国产定制化存储有望实现显著的降本,更加适合端侧海量设备的普及。3D DRAM 潜在限制为存储容量,相较于 HBM,3D DRAM 能做到几十 GB 的水平,能够适用于部分云端的场景。3D DRAM 凭借高带宽、低功耗、适配定制化的特性,契合端侧与边缘侧 AI 推理对数据传输效率和功耗控制的核心需求,当前已通过多家芯片厂商合作实现商业化落地,在边缘计算、机器人、智能座舱等多推理场景形成突破,同时国内产业链已构建起从技术研发到量产供应的完整落地体系。公司定制化存储解决方案进展顺利,进入年末,陆续有部分项目进入客户送样、小批量试产阶段,明年有望在汽车座舱、AIPC、机器人等领域实现芯片量产。长期来看,公司坚信这一技术路线在端侧 AI 会得到广泛应用,在 AI 大发展的时代,定制化存储的市场空间潜力非常大。在这一领域,公司凭借自身的研发实力和先发优势,有望占据重要地位。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 95/120/150 亿元,实现归母净利润分别为 16/25/33 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	9537	12001	15038
增长率(%)	27.69	29.65	25.84	25.30
EBITDA(百万元)	1124.18	1987.49	2889.16	3593.42
归属母公司净利润(百万元)	1102.54	1584.42	2458.24	3308.50
增长率(%)	584.21	43.71	55.15	34.59
EPS(元/股)	1.65	2.37	3.68	4.96
市盈率(P/E)	137.69	95.81	61.75	45.88
市净率(P/B)	9.20	8.56	7.71	6.80
EV/EBITDA	55.86	71.94	48.88	38.72

资料来源:公司公告,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	9537	12001	15038	营业收入	27.7%	29.6%	25.8%	25.3%
营业成本	4561	5824	7055	8912	营业利润	832.8%	44.0%	57.0%	34.7%
税金及附加	31	40	50	63	归属于母公司净利润	584.2%	43.7%	55.2%	34.6%
销售费用	371	467	528	586	获利能力				
管理费用	491	615	684	752	毛利率	38.0%	38.9%	41.2%	40.7%
研发费用	1122	1202	1402	1624	净利率	15.0%	16.6%	20.5%	22.0%
财务费用	-443	-158	-171	-210	ROE	6.7%	8.9%	12.5%	14.8%
资产减值损失	-172	-20	-30	-40	ROIC	3.6%	7.7%	11.1%	13.5%
营业利润	1117	1609	2526	3401	偿债能力				
营业外收入	9	10	10	10	资产负债率	13.3%	12.3%	12.9%	12.2%
营业外支出	2	3	3	3	流动比率	5.34	5.90	5.90	6.51
利润总额	1124	1616	2533	3408	营运能力				
所得税	23	32	76	102	应收账款周转率	45.11	43.36	44.63	44.33
净利润	1101	1584	2457	3306	存货周转率	2.10	2.17	2.13	2.19
归母净利润	1103	1584	2458	3308	总资产周转率	0.41	0.48	0.56	0.62
每股收益(元)	1.65	2.37	3.68	4.96	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.65	2.37	3.68	4.96
货币资金	9128	9561	11301	13103	每股净资产	24.73	26.57	29.50	33.44
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	252	341	407	PE	137.69	95.81	61.75	45.88
预付款项	25	34	40	51	PB	9.20	8.56	7.71	6.80
存货	2346	3013	3602	4537	现金流量表				
流动资产合计	12435	13566	16106	18937	净利润	1101	1584	2457	3306
固定资产	1057	993	906	796	折旧和摊销	467	529	527	396
在建工程	5	5	5	5	营运资本变动	388	-478	-404	-596
无形资产	260	267	228	304	其他	76	-11	24	24
非流动资产合计	6794	6848	6693	6669	经营活动现金流净额	2032	1624	2604	3129
资产总计	19229	20414	22799	25606	资本开支	-470	-477	-365	-364
短期借款	898	618	618	318	其他	-200	-66	24	30
应付票据及应付账款	734	855	1085	1340	投资活动现金流净额	-669	-543	-341	-334
其他流动负债	699	825	1026	1250	股权融资	5	3	0	0
流动负债合计	2331	2299	2730	2908	债务融资	806	-268	0	-300
其他	220	207	207	207	其他	-330	-311	-524	-693
非流动负债合计	220	207	207	207	筹资活动现金流净额	480	-576	-524	-993
负债合计	2550	2506	2936	3115	现金及现金等价物净增加额	1973	433	1740	1802
股本	664	667	667	667					
资本公积金	8322	8322	8322	8322					
未分配利润	6796	7747	9333	11469					
少数股东权益	180	179	178	175					
其他	716	993	1362	1858					
所有者权益合计	16679	17909	19862	22491					
负债和所有者权益总计	19229	20414	22799	25606					

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	预期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。

本报告所载的盈利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