

公司点评 (R3)

兆易创新 (603986.SH)

电子 | 半导体

周期上行存储产品量价齐升，多元布局打开增量空间

兆易创新(603986.SH)2025 年三季报点评

2025 年 11 月 19 日

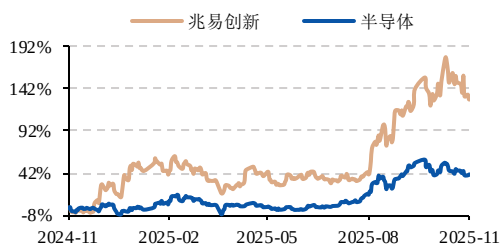
评级 买入

评级变动 首次

交易数据

当前价格 (元)	202.50
52 周价格区间 (元)	83.22-246.95
总市值 (百万)	135239.49
流通市值 (百万)	135231.55
总股本 (万股)	66784.94
流通股 (万股)	66781.01

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
兆易创新	0.64	64.77	126.89
半导体	0.54	22.73	41.73

周剑

分析师

执业证书编号:S0530525090001
zhoujian64@hncasing.com

相关报告

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万 元)	5,760.82	7,355.98	9,378.87	11,464.73	13,824.17
归母净利润 (百万 元)	161.14	1,102.54	1,541.28	2,009.27	2,504.44
每股收益 (元)	0.24	1.65	2.31	3.01	3.75
每股净资产 (元)	22.76	24.70	26.70	29.30	32.49
P/E	839.26	122.66	87.74	67.31	54.00
P/B	8.90	8.20	7.58	6.91	6.23

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2025 年三季报, 2025 年前三季度实现营收 68.32 亿元 (yoy+20.92%); 实现归母净利润 10.83 亿元 (yoy+30.18%); 实现扣非净利润 10.42 亿元 (yoy+34.04%)。单季度看, 公司 25Q3 实现营收 26.81 亿元 (yoy+31.4%, qoq+19.64%); 实现归母净利润 5.08 亿元 (yoy+61.13%, qoq+48.97%); 实现扣非归母净利润 4.98 亿元 (yoy+63.71%, qoq +55.25%)。
- 存储周期上行驱动产品量价齐升, 25Q3 营收创单季度历史新高。**2025 年前三季度, 公司营收同比增长 20.92%, 其中 Q3 单季度营收同比增长 31.4%, 创单季度历史新高。公司业绩大幅增长, 主要系本轮存储行业周期上行, 供需格局改善驱动产品量价齐升。具体来看, 利基型 DRAM 海外大厂退出造成供给紧缩叠加 AI 需求拉动, 形成“价量齐升”的良好态势; SLC NAND 方面, AI 拉动数据存储需求爆发, 叠加海外大厂重心从 2D NAND 向 3D NAND 迁移, 致使 2D NAND 供应缺口扩大, 公司 SLC NAND 产品开始涨价; NOR Flash 则受益于 AI 发展推动容量需求提升, 步入温和涨价周期。盈利能力方面, 2025 年前三季度毛利率 38.59% (yoy-0.87pp), 得益于存储产品涨价的拉动, 25Q3 单季毛利率环比提升 3.7pp 至 40.72%, 盈利能力大幅提升。
- 端侧 AI 星辰大海, 定制化存储业务持续推进。**相比于传统存储架构, 定制化存储由于高带宽、低功耗、小体积等特性, 匹配端侧 AI 对存储实时性、能效、小型化等需求, 在端侧有望取得较大的应用前景。公司通过与青耘智凌等共同投资设立控股子公司北京青耘科技有限公司, 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。目前公司定制化存储解决方案进展顺利, 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。凭借深厚研发实力和先发优势, 公司有望

在定制化存储领域占据重要地位。

- **MCU 业绩表现亮眼，持续拓宽产品矩阵及应用边界。**公司深耕 MCU 市场，已成功量产 64 大系列、超过 700 款 MCU 产品，2025 年上半年公司 MCU 产品营收同比增长接近 20%。公司继续强化深耕优质消费及工业市场，同时继续深耕工控、数字能源等细分领域。在新产品进展方面，公司围绕 AI 的产品布局逐渐深入，公司推出的基于 M7 内核的高性能 MCU GD32H7 系列新产品，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；基于 H7 系列开发出的 AI 应用，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；公司 GD32F5 系列新产品全面适配于能源电力、光伏储能、工业自动化、PLC 等应用场景，实现了大规模的应用。下游市场来看，公司光模块产品报告期内营收实现良好增长，机器人及服务器电源领域客户拓展稳步推进。车规级 MCU 方面，公司 2024 年推出首颗单核 ASIL-B A7 系列车规 MCU 产品，目前已实现在头部 Tier 1 客户以及下游 OEM 客户的多个项目定点，预计后续将继续推出一系列面向底盘、域控、BMS 等应用的多核产品，进一步丰富汽车领域产品布局。
- **首次覆盖，给予“买入”评级：**公司是国内领先的综合性芯片设计企业，主营业务为存储器、微控制器、传感器及模拟芯片的研发与销售，形成“存储+控制+传感+互联”的全方位产品布局。随着海外大厂退出利基型市场，以及 AI 带来存储行业旺盛需求，公司作为全球利基存储龙头，将有望充分受益存储行业上行周期。同时，公司定制化存储、车规级 MCU 等新业务持续推进，随着端侧 AI、汽车电子等领域需求持续释放，公司多元产品矩阵协同效应将进一步凸显，有望深度受益于下游市场成长及半导体国产化浪潮。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 15.41 亿元、20.09 亿元、25.04 亿元，EPS 分别为 2.31 元、3.01 元、3.75 元，对应 PE 分别为 88X、67X、54X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期；研发进度不及预期；市场竞争加剧。

报表预测(单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,760.82	7,355.98	9,378.87	11,464.73	13,824.17	营业收入	5,760.82	7,355.98	9,378.87	11,464.73	13,824.17
减: 营业成本	3,777.81	4,560.62	5,768.01	7,062.28	8,529.52	增长率(%)	-29.14	27.69	27.50	22.24	20.58
营业税金及附加	25.20	31.25	47.37	53.55	65.34	归属母公司股东净利润	161.14	1,102.54	1,541.28	2,009.27	2,504.44
营业费用	270.50	370.91	450.19	458.59	550.20	增长率(%)	-92.15	584.21	39.79	30.36	24.64
管理费用	369.88	491.16	582.43	638.59	735.45	每股收益(EPS)	0.24	1.65	2.31	3.01	3.75
研发费用	989.95	1,122.39	1,169.55	1,423.92	1,629.87	每股股利(DPS)	0.00	0.34	0.31	0.41	0.55
财务费用	-258.17	-442.52	-31.58	-34.97	-41.05	每股经营现金流	1.71	2.98	2.08	2.78	3.37
减值损失	-613.53	-175.80	25.21	30.43	36.50	销售毛利率	0.34	0.38	0.39	0.38	0.38
加: 投资收益	82.62	17.92	44.93	42.21	39.07	销售净利率	0.03	0.15	0.16	0.18	0.18
公允价值变动损益	-11.99	-0.28	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.01	0.07	0.09	0.10	0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	-0.03	0.14	0.27	0.33	0.39
营业利润	119.78	1,117.35	1,528.50	1,998.76	2,492.78	市盈率(P/E)	839.26	122.66	87.74	67.31	54.00
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	8.90	8.20	7.58	6.91	6.23
利润总额	124.75	1,123.66	1,540.12	2,007.50	2,502.08	股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	-36.39	22.78	0.00	0.00	0.00	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	161.14	1,100.88	1,540.12	2,007.50	2,502.08	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	-1.66	-1.16	-1.77	-2.36	毛利率	34.42%	38.00%	38.50%	38.40%	38.30%
归属母公司股东净利润	161.14	1,102.54	1,541.28	2,009.27	2,504.44	三费/销售收入	15.60%	17.74%	11.35%	9.87%	9.60%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT/销售收入	-2.32%	9.26%	16.08%	17.21%	17.80%
货币资金	7,265.86	9,128.01	9,374.67	10,880.74	12,695.55	EBITDA/销售收入	4.67%	15.01%	19.37%	19.95%	19.55%
交易性金融资产	1,805.56	120.00	120.00	120.00	120.00	销售净利率	2.80%	14.97%	16.42%	17.51%	18.10%
应收和预付款项	151.46	256.32	285.79	358.08	436.59	资产获利率					
其他应收款(合计)	12.63	207.65	141.64	198.64	254.39	ROE	1.06%	6.68%	8.64%	10.27%	11.54%
存货	1,990.87	2,346.37	2,983.59	3,657.97	4,411.02	ROA	0.98%	5.73%	7.75%	9.13%	10.19%
其他流动资产	376.58	376.44	503.33	628.11	743.90	ROIC	-2.88%	13.52%	26.98%	33.18%	38.69%
长期股权投资	25.73	137.07	131.29	125.20	118.96	资本结构					
金融资产投资	1,890.00	3,576.76	3,576.76	3,576.76	3,576.76	资产负债率	7.63%	13.26%	9.45%	10.27%	10.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	29.71%	28.79%	29.70%	28.76%	27.96%
固定资产和在建工程	1,200.96	1,155.48	975.14	794.66	614.05	带息债务/总负债	5.92%	37.11%	1.68%	0.73%	0.16%
无形资产和开发支出	814.37	1,095.98	1,046.50	990.96	929.35	流动比率	11.77	5.34	8.00	7.65	7.41
其他非流动资产	921.77	828.74	750.03	671.33	671.33	速动比率	9.34	4.16	5.90	5.56	5.34
资产总计	16,455.78	19,228.83	19,888.75	22,002.45	24,571.91	股利支付率	0.00%	20.46%	13.59%	13.61%	14.75%
短期借款	0.00	898.22	0.00	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	79.54%	86.41%	86.39%	85.25%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	851.95	1,264.53	1,476.46	1,822.04	2,222.23	总资产周转率	0.35	0.38	0.47	0.52	0.56
长期借款	74.39	48.02	31.65	16.49	4.30	固定资产周转率	4.81	6.40	9.66	14.49	22.61
其他负债	329.86	339.28	371.17	420.49	469.16	应收账款周转率	50.47	34.70	41.79	40.20	39.66
负债合计	1,256.21	2,550.05	1,879.27	2,259.01	2,695.70	存货周转率	1.90	1.94	1.93	1.93	1.93
股本	666.91	664.12	664.12	664.12	664.12	估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	8,383.17	8,321.83	8,321.83	8,321.83	8,321.83	EBIT	-133.42	681.14	1,508.54	1,972.54	2,461.03
留存收益	6,149.50	7,512.56	8,844.41	10,580.14	12,715.28	EBITDA	268.98	1,104.18	1,817.06	2,287.26	2,703.25
归属母公司股东权益	15,199.58	16,498.51	17,830.36	19,566.10	21,701.23	NOPLAT	-165.42	661.08	1,493.57	1,960.13	2,448.47
少数股东权益	0.00	180.27	179.11	177.34	174.98	归母净利润	161.14	1,102.54	1,541.28	2,009.27	2,504.44
股东权益合计	15,199.58	16,678.78	18,009.47	19,743.44	21,876.21	EPS	0.24	1.65	2.31	3.01	3.75
负债和股东权益合计	16,455.78	19,228.83	19,888.75	22,002.45	24,571.91	BPS	22.76	24.70	26.70	29.30	32.49
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	PE	839.26	122.66	87.74	67.31	54.00
经营性现金净流量	1,144.36	1,987.93	1,389.75	1,858.34	2,251.61	PEG	-9.11	0.21	2.21	2.22	2.19
投资性现金净流量	-294.90	-669.34	-50.65	-98.54	-96.36	PB	8.90	8.20	7.58	6.91	6.23
筹资性现金净流量	-572.60	480.38	-1,092.44	-253.73	-340.44	PS	23.48	18.38	14.42	11.80	9.78
现金流量净额	301.29	1,928.97	246.66	1,506.07	1,814.81	PCF	118.18	68.03	97.31	72.77	60.06

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本报告风险等级定为 R3，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R3 级（含 R3 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本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，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和人员追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438