

电子行业|公司深度研究报告

证券研究报告

2025/12/23

兆易创新深度报告——

存储+MCU国内龙头，端侧AI与国产替代共驱增长

证券分析师： 张世杰
分析师登记编号： S1190523020001
证券分析师： 李珏晗
分析师登记编号： S1190523080001

报告摘要

全球领先Fabless芯片供应商，“感存算控连”多元布局。公司是全球领先的Fabless芯片供应商，在传统优势业务Flash的基础上，持续推进MCU、利基型DRAM、传感器及模拟芯片业务领域新产品线，通过外延并购和内部孵化等方式，新业务加速发展，形成“感存算控连”多元布局。受益下游需求回暖和海外大厂退出利基市场的机会，存储市场迎来周期向上，公司存储产品量价齐升，25年前三季度实现收入68.32亿元，同比增速20.92%，归母净利润10.83亿元，同比增速30.18%。

端侧AI驱动NOR Flash市场规模扩容，公司NOR Flash市场份额跃升至全球第二。根据弗若斯特沙利文数据，NOR Flash市场全球规模24年28亿美元，同比增速27%，预计在29年增长至42亿美元，年复合增速8.4%，主要得益于消费类终端设备如智能手机、PC、可穿戴、智能家居等AI化转型，以及新应用场景如AI眼镜落地和汽车三化推进。公司产品覆盖512Kb到2Gb的容量范围，支持等多种供电类型，为率先实现45nm节点SPI NOR Flash大规模量产的公司之一，24年以18.5%的市场份额跃升至全球第二、内地第一。

利基型DRAM供给端格局优化，定制化存储打开成长空间。为应对高性能计算对HBM、DDR5和LPDDR5产品的爆发性需求，三星、SK海力士、美光等海外原厂逐步退出DDR3市场，同时大幅削减DDR4等利基型产品的产能分配，海外大厂的退出为供给端带来缺口，国产厂商迎来历史性机遇。公司利基型DRAM产品线基本铺齐，DDR4 8Gb较快抢占份额，自研LPDDR4系列预计26年实现量产。伴随存储进入周期上行区间，公司产品迎来量价齐升，利基型DRAM业务有望成为第二大产品线。同时，公司前瞻性布局定制存储，陆续有部分项目进入客户送样、小批量试产阶段，26年有望在汽车座舱、AI PC、机器人等领域实现芯片量产。

报告摘要

盈利预测与投资建议：预计2025-2027 年营业总收入分别为94.23、119.46、149.62亿元，同比增速分别为28.09%、26.78%、25.25%；归母净利润分别为17.76、25.29、31.68亿元，同比增速分别为61.08%、42.38%、25.29%，对应25-27 年PE 分别为82X、57X、46X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；地缘政治风险。

图表1：盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,356	9,423	11,946	14,962
营业收入增长率(%)	27.69%	28.09%	26.78%	25.25%
归母净利（百万元）	1,103	1,776	2,529	3,168
净利润增长率(%)	584.21%	61.08%	42.38%	25.29%
摊薄每股收益（元）	1.66	2.66	3.79	4.74
市盈率（PE）	131.67	81.75	57.42	45.83

资料来源：携宁，太平洋证券

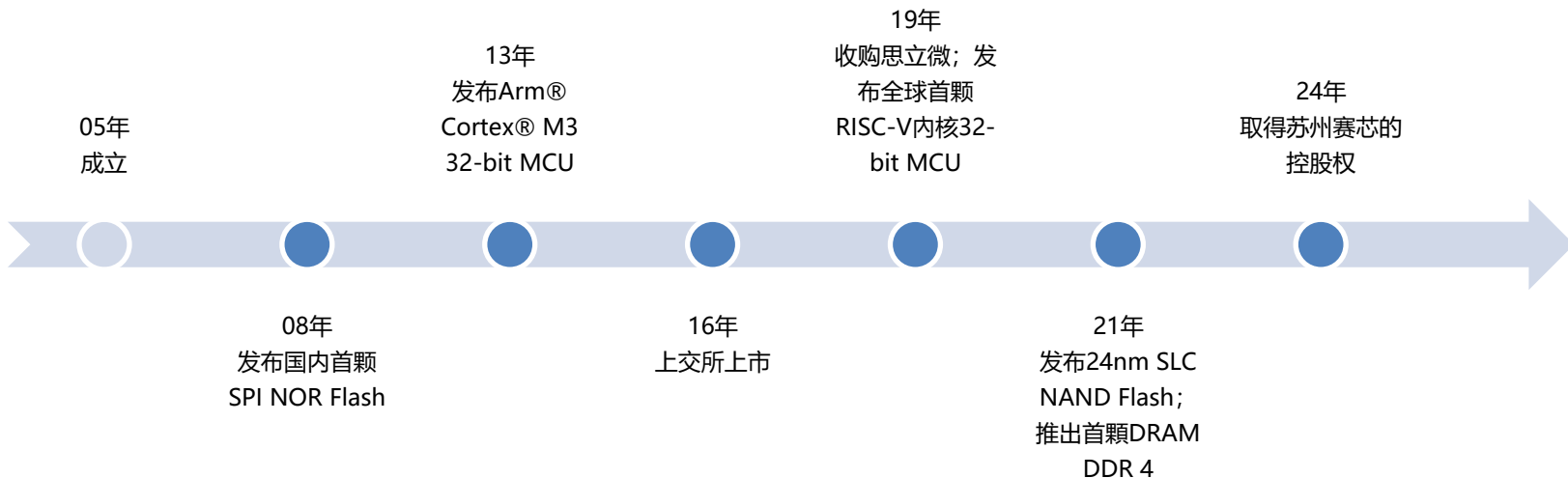
目录

- I 全球领先Fabless芯片供应商，“感存算控连”多元布局
- II 端侧AI驱动NOR规模扩容，公司份额跃升至全球第二
- III 利基型DRAM供给端格局优化，定制化存储打开成长空间
- IV 盈利预测与投资建议

1.1 公司概况：全球领先Fabless芯片供应商

➤全球领先的芯片设计公司，“感存算控连”布局不断深化。公司于05年创立，于16年上市，是全球领先的Fabless芯片供应商，主营产品包括Flash、利基型DRAM、MCU、模拟芯片和传感器芯片，以及完整的系统及解决方案等。公司08年发布国内首颗SPI NOR Flash，打破海外垄断格局；公司13年发布Arm® Cortex® M3 32-bit MCU，构建存储器+微控制器双轮驱动格局；公司19年收购上海思立微，切入传感器赛道，同年SPI NOR Flash产品通过AEC-Q100车规认证；公司24年收购苏州赛芯，补强模拟芯片业务，形成从单一产品线到存储+微控制器+传感器+模拟的完善产品线矩阵。

图表2：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

1.2 主营业务：“感存算控连”多元布局，下游应用领域广泛

►公司深耕存储芯片多年，产品覆盖NOR Flash、NAND Flash和利基型DRAM。公司是国内首家SPI NOR Flash容量覆盖512Kb至2Gb完整产品线的厂商，电压覆盖至1.2V低电压和超低功耗模式，NOR业务24年全球第二、国内第一，市场份额18.05%，并在25年率先实现45nm节点大规模量产。公司NAND产品主要为SLC NAND，应用于工控、汽车电子、通信设备等。公司利基型DRAM产品包DDR3L/DDR4/LPDDR4等，容量覆盖1Gb至8Gb，份额在全球市场加速成长，应用于机顶盒、电视、网络通讯、智慧家庭装置、智能可穿戴、信息娱乐等领域。

图表3：存储产品

存储器	NOR	<ul style="list-style-type: none">容量范围覆盖从512Kb到2Gb，满足不同市场和应用场景的需求，支持多种供电电压类型，包括3V、1.8V、1.65V~3.6V、1.8V VCC & 1.2V VIO、以及1.2V，提供高性能、低功耗、高可靠性与小封装等高度可定制特性，适配各类嵌入式系统需求。针对汽车应用，GD25/55系列车规级Flash已通过AEC-Q100认证，并符合ISO 26262:2018 ASIL D功能安全标准。
	NAND	<ul style="list-style-type: none">13年率先推出低引脚数的8脚SPI NAND Flash，现已形成完善的产品线。Parallel NAND Flash涵盖1Gb至8Gb四个容量范围，支持3V和1.8V供电，提供x8及x16 I/O接口选择，封装形式包括主流的TSOP48和BGA63。
	DRAM	<ul style="list-style-type: none">DDR3L兼容1.5V/1.35V电压供电，读写速率为1866Mbps，最高可达2133Mbps，能提供1Gb/2Gb/4Gb容量，x8/x16数据接口。DDR4采用1.2V低电压供电，读写速率为2666Mbps，最高可达3200Mbps，能提供4Gb/8Gb容量，x8/x16数据接口。LPDDR4X产品，电压兼容1.8V/1.1V/0.6V，读写速率可高达4266Mbps，容量覆盖2GB/3GB/4GB。

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

1.2 主营业务：“感存算控连”多元布局，下游应用领域广泛

► **公司微控制器、模拟、传感器产品线多维拓展。**公司是国内微控制器行业龙头，业务主要包括ARM和RISC-V内核的32位通用MCU产品，下游应用覆盖工业（工业自动化、能源电力及医疗设备等）、消费电子及手持设备、汽车电子（汽车导航、T-BOX、汽车仪表、汽车娱乐系统等）。公司模拟芯片包括通用电源（DCDC、LDO）、专用电源（耳机充电仓电源、扫地机器人电源）、电机驱动产品以及温度传感器等。公司传感器芯片业务包括指纹识别芯片和触控芯片，并将进一步拓展在PC、可穿戴、移动健康、物联网等领域布局。

图表4：微控制器产品

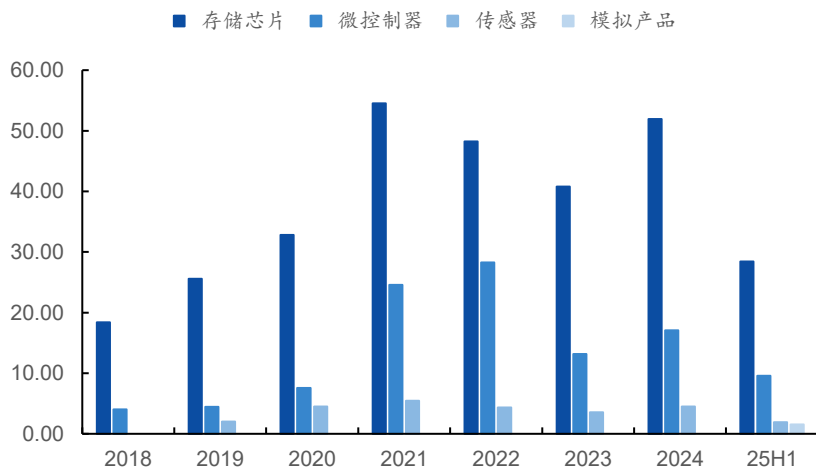
MCU	<ul style="list-style-type: none">公司GD32 MCU凭借多年来行业领先的设计经验，基于Arm® Cortex®-M内核和RISC-V内核，推出多个系列32位通用微控制器。公司现有63大系列，700余款MCU产品。	应用于工业、消费电子和手持设备、汽车电子等
模拟	<ul style="list-style-type: none">通用电源、专用电源管理、电机驱动、充电管理、高性能电源、模数转换器（ADC）、锂电池管理芯片等	应用于工业、网络通信、消费电子等
传感器	指纹识别芯片 <ul style="list-style-type: none">14年推出第一款6*6mm电容指纹，2018年推出第一款OLED屏下镜头式指纹，多年来已在多款旗舰/高/中阶智能手机商用前置/后置/侧边电容和光学方案，成为市场主流方案商。为智能门锁提供8*8mm到更小面积的嵌入式电容方案，为笔记本提供与电源键集成的Windows电容方案。	应用于手机、平板、智能家居、可穿戴等，未来也会提供更多服务于物联网/工业/车载等应用场景的识别精准/安全可靠指纹软硬方案。
	触控芯片 <ul style="list-style-type: none">支持ITO大阻抗、单层多点、超窄边框功能，是OGS最大的供应商；通道数可包含从最小26通道到最大72通道，也是市面上通道最全的触控芯片厂家，同时，从1英寸~20英寸的屏幕尺寸实现了全面覆盖。	

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

1.2 主营业务：“感存算控连”多元布局，下游应用领域广泛

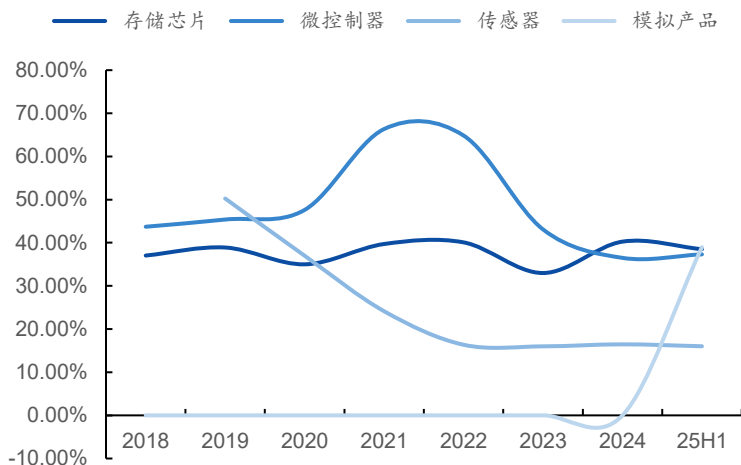
► **存储+MCU贡献主要收入来源。**分产品品类来看，存储芯片贡献公司第一大营收来源，收入规模从18年的18.39亿元增长至24年的51.94亿元，年复合增速19%，25年上半年受益于海外大厂产能退出，公司利基型DRAM业务迎来量价齐升，实现营收28.45亿元，同比增长9%。MCU业务营收从18年的4.04亿元增长至24年的17.06亿元，年复合增速27%，25年上半年实现营收9.59亿元，同比增速19%，网通领域大幅增长。传感器和模拟芯片补充多元化产品线矩阵，传感器收入由19年2.03亿元增长至24年4.48亿元，年复合增速17%，模拟芯片24年收入1.52亿元。

图表5：公司2018-2025H1各业务营业收入（单位：亿元）



资料来源：iFind，太平洋证券

图表6：公司2018-2025H1各业务毛利率（单位：%）

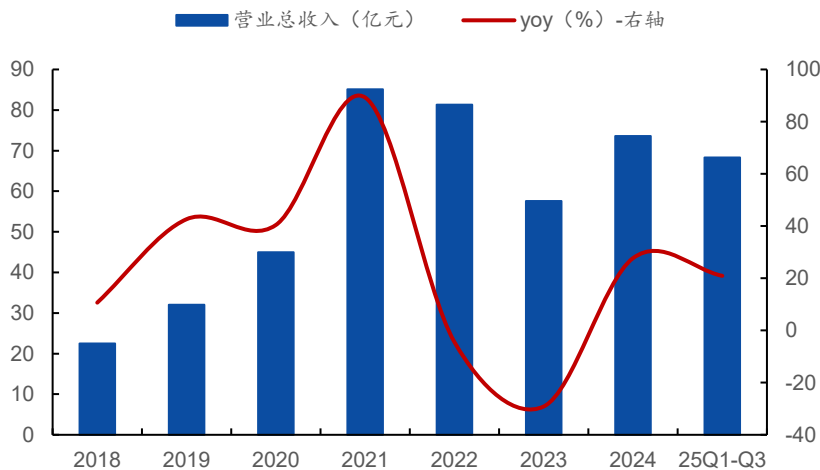


资料来源：iFind，太平洋证券

1.3 财务分析：存储周期上行，公司业绩持续增长

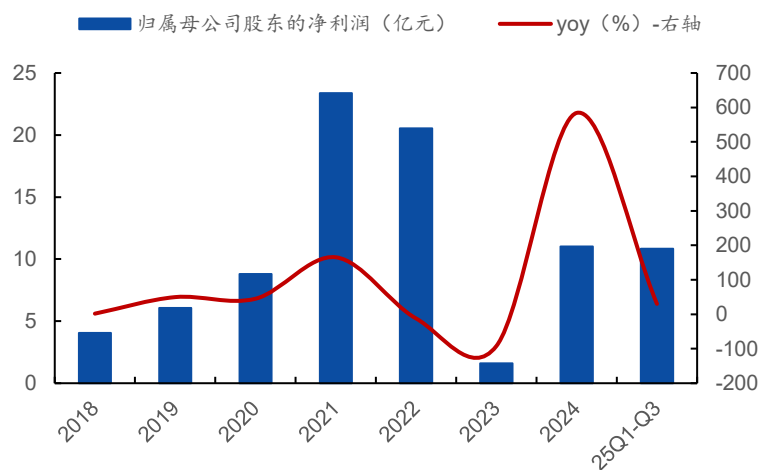
►下游需求景气度回暖，公司营收、利润增速靓丽。公司21-23年受下游市场景气度低迷影响，收入分别为81.50/81.30/57.61亿元，同比增速分别为89.25%/-4.47%/-29.14%，归母净利润分别为23.37/20.53/1.61亿元，同比增速分别为165.3%/-12.16%/92.15%，24年行业迎来回暖，公司销售大幅提升，实现营业收入73.56亿元，同比增速27.69%，归母净利润11.03亿元，同比增速584.21%，公司25年受益下游需求旺盛，以及海外大厂退出利基市场，延续量价齐升趋势，25年前三季度实现收入68.32亿元，同比增速20.92%，归母净利润10.83亿元，同比增速30.18%。

图表7：公司2018-2025前三季度营业收入



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表8：公司2018-2025前三季度归母净利润

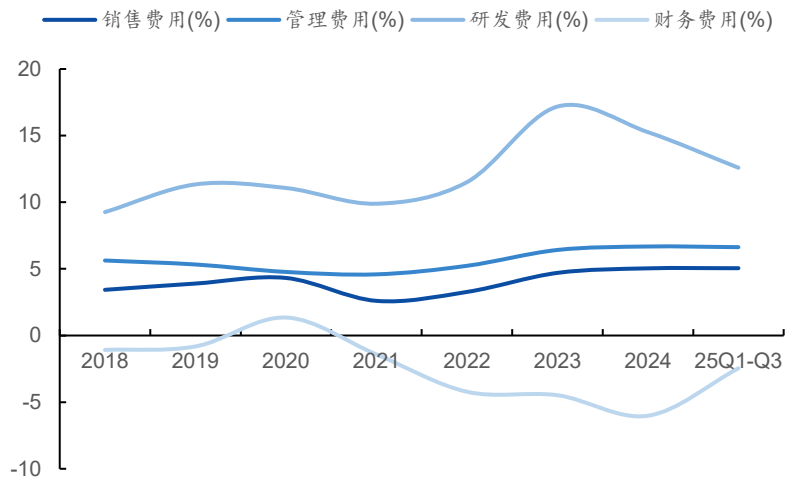


资料来源：iFind, 太平洋证券

1.3 财务分析：存储周期上行，公司业绩持续增长

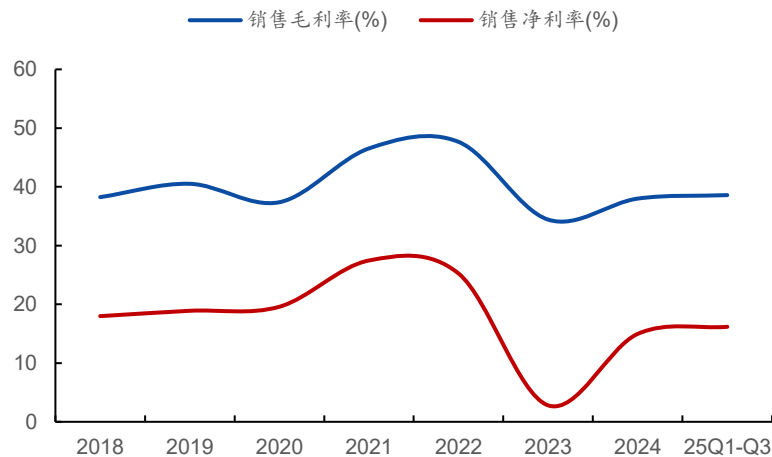
► **存储产品量价齐升，产品结构优化，带动毛利率提升。**公司自24年以来毛利率不断优化，24年毛利率38.00%，同比增加15.38pct，25年三季度单季度毛利率达到40.72%，环比增长3.7pct，主要得益于存储行业迈入周期向上区间，供需格局好转，公司存储产品量价齐升，带动毛利率整体增长。公司25年前三季度净利率16.17%，同比增加1.44pct，公司期间费用率管控能力优异，销售、管理、研发、财务费用率分别为5.05%、6.63%、12.59%、-2.46%，同比变动+0.14、+0.73、-2.38、+0.50pct。

图表9：公司2018-2025前三季度期间费用率



资料来源：iFind，太平洋证券

图表10：公司2018-2025前三季度毛利率及净利率



资料来源：iFind，太平洋证券

目录

I 全球领先Fabless芯片供应商，感存算控连”多元布局

II 端侧AI驱动NOR规模扩容，公司份额跃升至全球第二

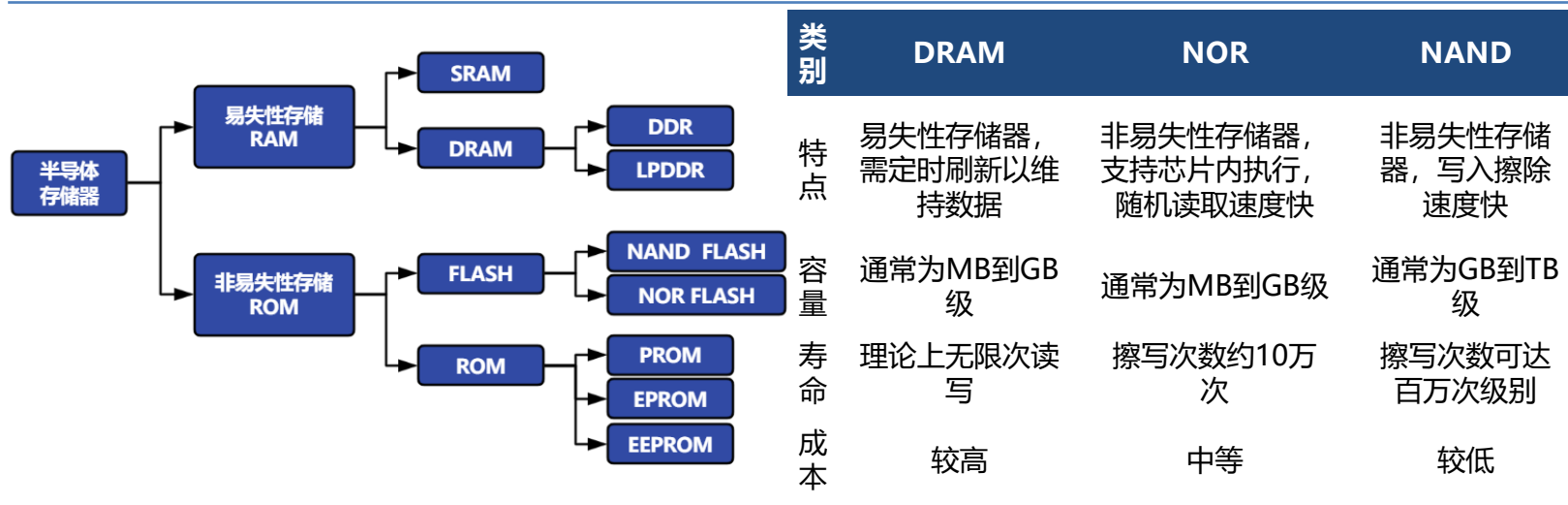
III 利基型DRAM供给端格局优化，定制化存储打开成长空间

IV 盈利预测与投资建议

2.1.1 伴随端侧AI发展，NOR Flash市场规模扩容

➤存储根据断电后数据是否保留，划分为易失性存储器与非易失性存储器两大类。易失性存储器包括动态随机存储器（DRAM）、静态随机存储器（SRAM）等，非易失性存储器包括NAND Flash、NOR Flash和只读存储器（ROM）等。NOR主要用于代码存储/执行，读取速度快，写入擦除速度较慢，存储密度更低，主要用于智能手机、可穿戴、汽车、工控等终端领域需要快速启动和高可靠场景；NAND主要用于大容量数据存储，连续读取速度快，写入擦除速度极快，存储密度高，主要用于工业、网通、消费电子、汽车等需要大容量和高可靠场景。

图表11：存储分类

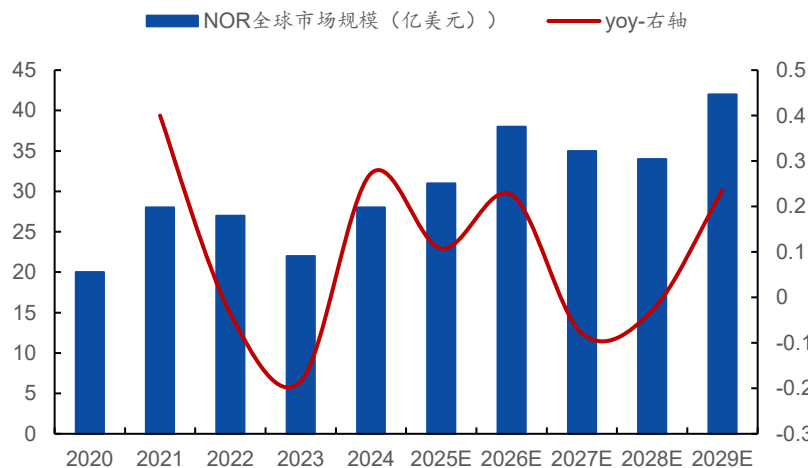


资料来源：公司公告，太平洋证券

2.1.1 伴随端侧AI发展，NOR Flash市场规模扩容

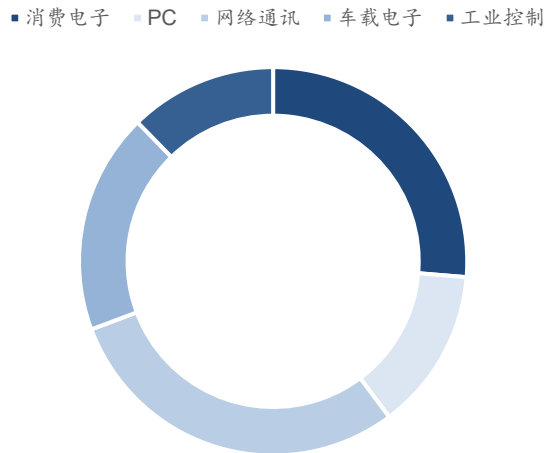
➤端侧AI+汽车电子推动NOR市场规模持续扩容，预计29年市场规模将达到42亿美元。NOR Flash市场迎来AI智能终端驱动的上行周期，根据弗若斯特沙利文数据，NOR Flash全球市场规模23年22亿元，24年开启新一轮上行周期，市场规模增长至28亿美元，同比增速27%，并预计在29年增长至42亿美元，年复合增速8.4%，需求端扩容主要得益于消费类终端设备如智能手机、PC、可穿戴、智能家居AI化转型，新应用场景如AI眼镜的落地，对数据处理和存储能力需求显著提升，叠加汽车三化推进，驱动车规级存储需求激增。

图表12: NOR Flash全球市场规模



资料来源: IMF, 弗若斯特沙利文, 太平洋证券

图表13: NOR Flash应用市场占比

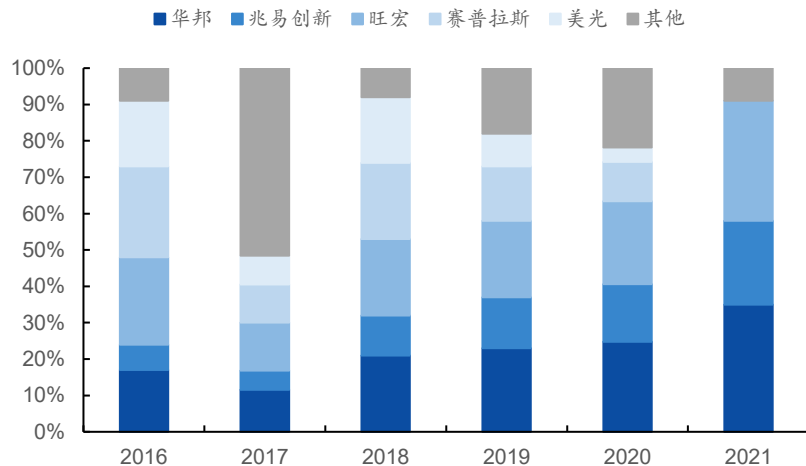


资料来源: Maia Research, 太平洋证券

2.1.2 公司份额全球领先，端侧AI+汽车电子等多场景发力

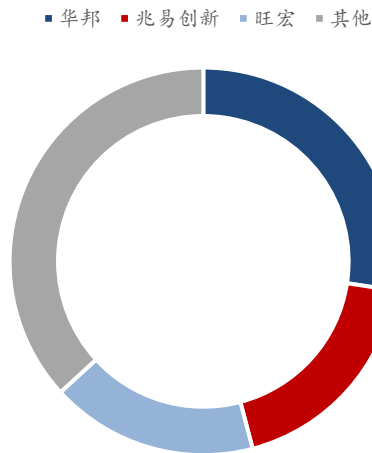
►前三大厂商市场份额60%以上，兆易创新份额迅速提升。随着10年三星开始撤出NOR Flash市场、17年美光科技、赛普拉斯退出中低容量NOR Flash市场，国际大厂已逐步淡出NOR Flash市场，产业链逐步转移至中国台湾及中国大陆，全球NOR Flash市场呈现高度集中的竞争格局，由中国台湾的华邦电子和旺宏电子以及中国大陆的兆易创新三大巨头主导。根据弗若斯特沙利文数据，24年全球前三大厂商合计约占市场规模63.2%，华邦电子占比27.4%，兆易创新跃升至全球第二、内地第一，市场份额18.5%，旺宏电子市场份额17.3%。

图表14：全球NOR Flash市场格局



资料来源：GIRNO Research, 太平洋证券

图表15：24年NOR Flash市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文, 太平洋证券

2.1.2 公司份额全球领先，端侧AI+汽车电子等多场景发力

►公司产品在大容量、高性能、高安全性、低功耗、小封装及高可靠性等多个应用领域矩阵丰富。

公司针对不同市场应用需求，分别提供多个产品系列，产品覆盖512Kb到2Gb的容量范围，支持1.2V、1.8V、3V、1.65~3.6V以及1.8V VCC&1.2V VIO等多种供电类型，提供高达200MHz的数据读取频率，以及200MB/s和400MB/s的数据吞吐量，提供4通道和8通道选择，可满足客户在不同应用领域多种产品应用中对容量、电压以及封装形式的需求。公司为率先实现45nm节点SPI NOR Flash大规模量产的公司之一，存储密度得到显著改善，持续保持技术和市场的领先。

图表16：公司SPI NOR Flash产品

电压	3V	1.8V	1.65V~3.6V	1.2V	1.8V VCC· 1.2V VIO
容量	512Kb-2Gb	512Kb-2Gb	512Kb-256Mb	8Mb-256Mb	64Mb-512Mb
速度	104MHz~200M Hz	50MHz~200MH Z	50MHz~104MH Z	120MHz	133MHz~200M Hz
运行温度范围	-40°C-125°C	-40°C-125°C	-40°C-125°C	-40°C-125°C	-40°C-125°C

资料来源：公司公告，太平洋证券

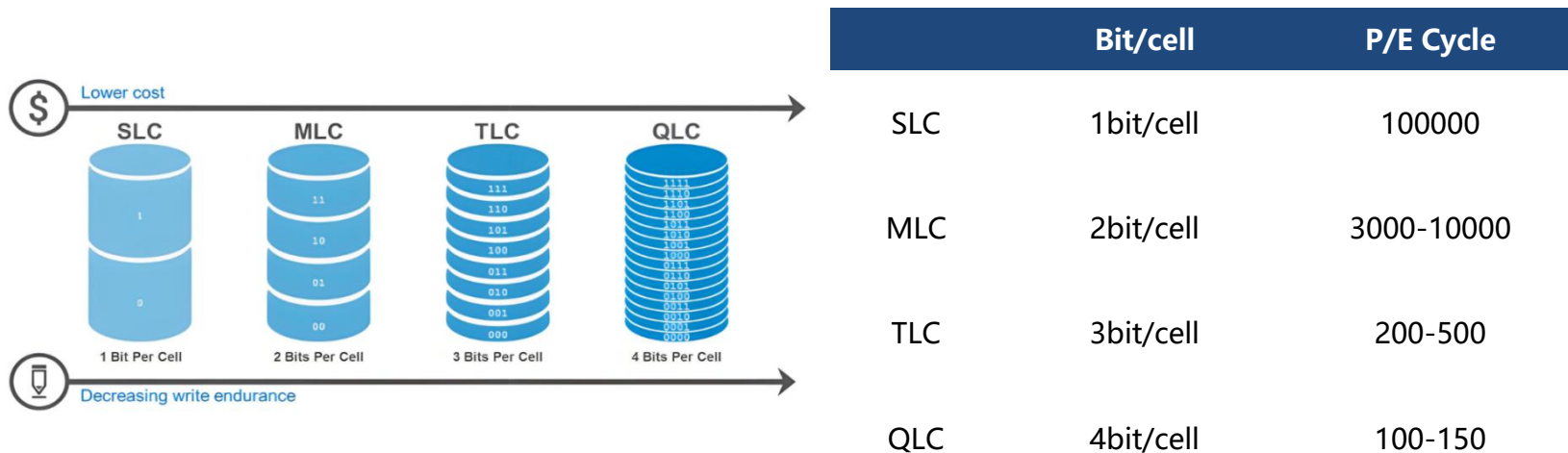
2.1.2 公司份额全球领先，端侧AI+汽车电子等多场景发力

- **多应用场景产品完备，新兴市场战略性布局。** GD25UF系列SPI NOR Flash工作电压极低，仅为1.14V至1.26V，特别适用于采用1.2V核心电压的先进SoC和处理器，能效表现优异，电池续航时间长，为可穿戴设备、智能家居及其他电池供电IoT应用场景提供适配的解决方案。
- **车规NOR业务进展显著，保持高速增长趋势。** 公司SPI NOR Flash车规级产品2Mb~2Gb容量已全线铺齐，为市场提供全国产化车规级闪存产品。GD25/55车规级SPI NOR Flash产品已被Tier 1供应商及整车厂广泛采用，支持关键汽车应用，包括车载信息娱乐系统、智能座舱、联网汽车系统、先进驾驶辅助系统、自动驾驶、电池管理系统、域控制器、中央计算单元、中央网关及分区控制系统等。公司GD55LX02GE系列车规级SPI NOR Flash以出色的产品性能与可靠的产品质量，获得“2025汽车电子·金芯奖卓越产品奖”。

2.2.1 海外大厂淡出SLC NAND，为国产替代带来广阔空间

►NAND可分为SLC、MLC、TLC和QLC NAND四种类型，SLC NAND具备高可靠性、寿命更长等特点。NAND Flash按存储单元密度可划分为SLC、MLC、TLC和QLC四类，其核心差异在于每个存储单元所能存储的bit分别为1、2、3、4bit。SLC每个单元存储1bit数据，具备10万次擦写寿命和高速读写特性，且每位元成本高，因此在需要对高性能、高可靠有需求的工业控制、汽车电子等领域优势显著；MLC在性能与成本间取得平衡，适用于汽车电子与主流工业场景；TLC和QLC拥有更高的存储容量和更低的成本，因此适用于消费级固态硬盘与移动设备等大容量存储市场。

图表17：不同类型NAND Flash对比

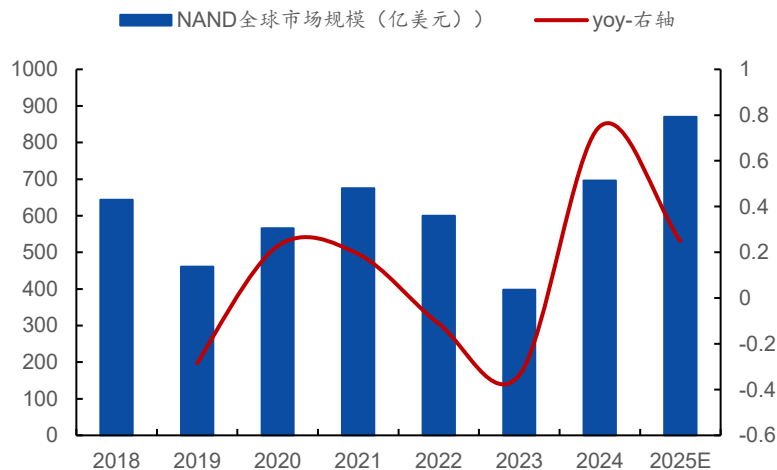


资料来源：Micron，太平洋证券

2.2.1 海外大厂淡出SLC NAND，为国产替代带来广阔空间

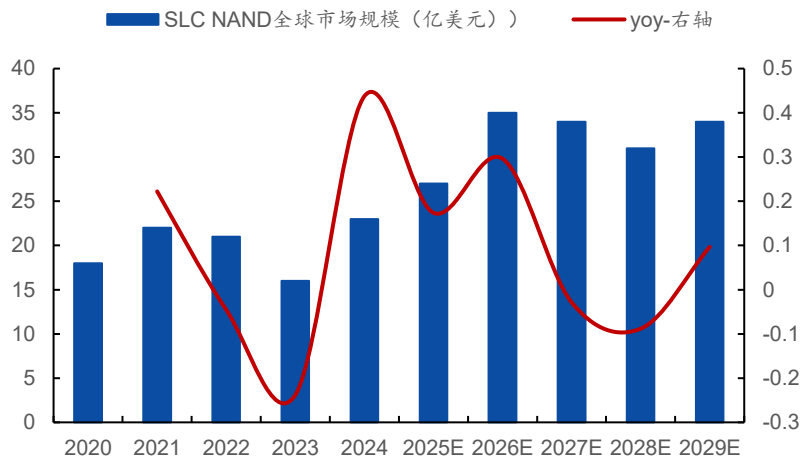
► **SLC NAND预计29年市场规模达34亿美元。**根据弗若斯特沙利文数据，24年全球NAND市场规模约656亿美元，其中，SLC NAND市场规模为23.1亿美元，受益于端侧AI、汽车电子、工业控制及5G通讯等领域对高可靠性存储需求的持续拉动，预计至29年SLC NAND的市场规模将增长至34.4亿美元，对应复合年增长率达5.8%。端侧AI落地的对存储芯片的容量和性能提出更高需求，推动SLC NAND的用量提升，叠加汽车电子的智能化升级对具备高可靠性、长寿命的存储解决方案需求旺盛，为SLC NAND打开增量空间。

图表18: NAND全球市场规模



资料来源: CFM闪存市场, 太平洋证券

图表19: SLC NAND全球市场规模

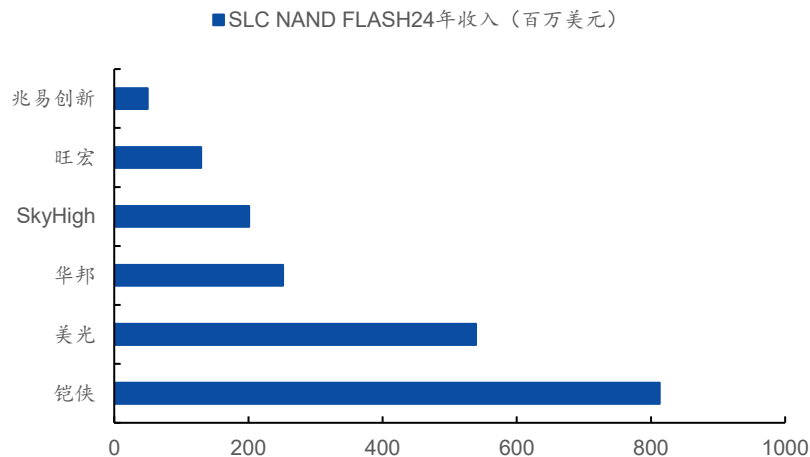


资料来源: IMF, 弗若斯特沙利文, 太平洋证券

2.2.1 海外大厂淡出SLC NAND，为国产替代带来广阔空间

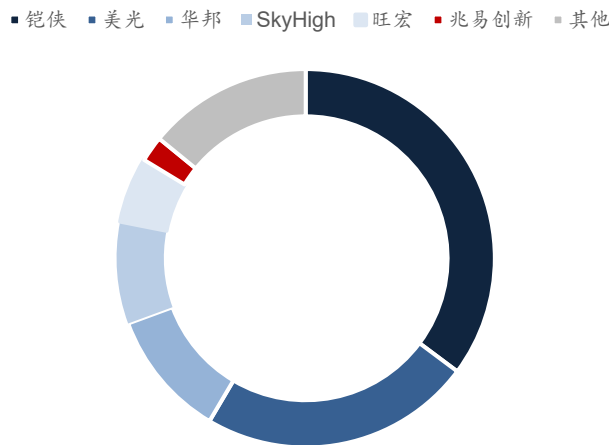
➤海外大厂逐步淡出，为国产替代带来广阔空间。全球SLC NAND市场份额高度集中于海外及中国台湾厂商，根据弗若斯特沙利文数据，24年铠侠市场份额35.2%，美光市场份额23.3%，华邦市场份额10.9%，前三大厂商合计占比69.4%，市场呈现高度集中格局。伴随近年来海外大厂产能向3D NAND倾斜，SLC NAND业务战略性收缩，中国大陆厂商把握国产替代机遇，在多个下游应用市场如工控、汽车电子等实现份额崛起，兆易创新24年全球市场份额达到2.2%，全球排名第六、内地排名最高。

图表20：全球前六SLC NAND Flash企业相关收入



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券

图表21：全球SLC NAND Flash竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券

2.2.2 公司SLC NAND在消费电子、工业、汽车等多领域实现全品类覆盖

➤公司38nm和24nm两种制程的产品全面量产，以24nm为主要工艺制程。公司产品容量覆盖1Gb~8Gb，采用3V/1.8V两种电压供电，具有高速、高可靠性、低功耗的特点，其中SPI NAND Flash在消费电子、工业、汽车电子等领域已经实现全品类的产品覆盖。公司25年上半年推出采用24nm工艺节点的GD5F1GM9系列高速QSPI NAND Flash，凭借突破性的读取速度和创新的坏块管理功能，有效解决传统SPI NAND Flash响应速度慢、易受坏块干扰的行业痛点，并融合NOR Flash高速读取优势与NAND Flash大容量、低成本优势的新型解决方案，满足工业、IoT等快速启动应用场景的需求。

图表22：公司NAND Flash产品

接口类型	SPI		并行	
电压	3V	1.8V	3V	1.8V
容量	1Gb-4Gb	1Gb-4Gb	1Gb-8Gb	1Gb-8Gb
速度	频率： 104MHz~166MHz	频率： 80MHz~133MHz	tRC/tWC： 12ns~20ns	tRC/tWC： 20ns~25ns
运行温度范围	-40°C-105°C	-40°C-105°C	-40°C-105°C	-40°C-105°C

资料来源：公司公告，太平洋证券

目录

- I 全球领先Fabless芯片供应商，感存算控连”多元布局
- II 端侧AI驱动NOR规模扩容，公司份额跃升至全球第二
- III 利基型DRAM供给端格局优化，定制化存储打开成长空间
- IV 盈利预测与投资建议

3.1 三大厂削减利基型DRAM产能，国产厂商迎来历史性机遇

►利基型DRAM下游市场分散，存在定制化需求。主流型DRAM主要聚焦在大容量、高传输速率的DDR5、LPDDR5，以及8Gb以上的DDR4等，聚焦先进制程，广泛应用于服务器、PC、智能手机等场景，需求与全球宏观经济及云基建投资周期高度相关，价格波动性较为显著。利基型DRAM主要包括8Gb及以下容量的DDR4/LPDDR4以及前代产品DDR3、DDR2、LPDDR2/3等，聚焦于成熟制程，提供长期稳定供应、高可靠性、更优性价比及定制化能力，满足下游场景对长产品生命周期的需求，因此其市场更为分散和稳定，受尖端技术迭代的直接冲击较小，市场波动相对温和。

图表23：主流型DRAM与利基型DRAM对比

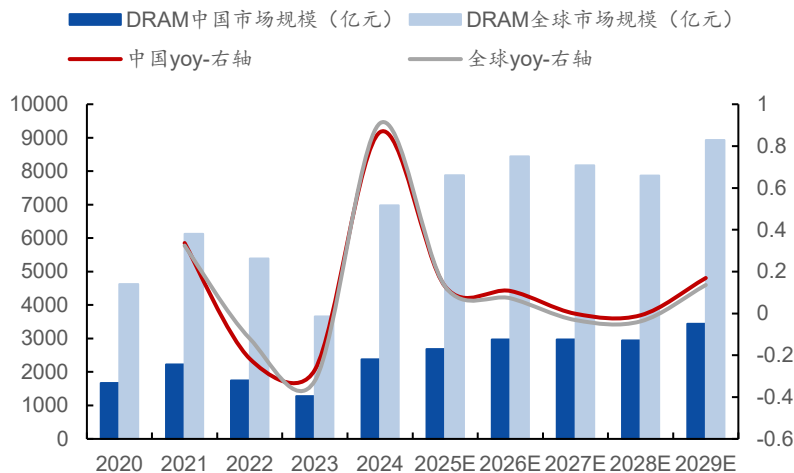
产品	应用	价格	特点	
主流型DRAM	HBM、GDDR、DDR5、8Gb以上DDR4	服务器、PC、智能手机	价格高、价格波动大	高性能、产品标准化程度高、下游市场高度集中、周期性波动高、技术迭代快
利基型DRAM	8GB以下DDR4、DDR3、DDR2、DDR1、SDR	电视机顶盒、智能家电、机器人、网络通信、工业控制系统、汽车电子	价格低、价格波动小	高性价比、存在产品定制化需求、下游市场高度分散、周期性波动低、技术相对成熟

资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券

3.1 三大厂削减利基型DRAM产能，国产厂商迎来历史性机遇

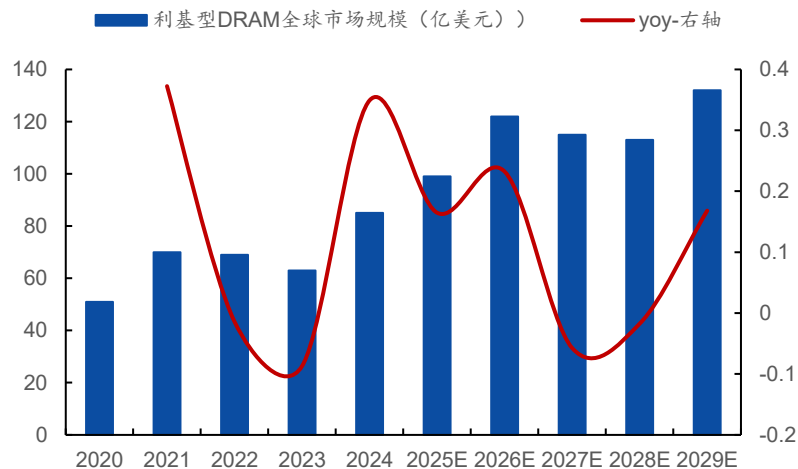
►端侧AI浪潮兴起，全球利基型DRAM市场规模29年有望达到132亿美元。根据弗若斯特沙利文，全球DRAM市场规模在24年达到约6979亿元，同比增速90.9%，主要受到下游市场景气度回暖以及AI爆发驱动，预计到29年将增长至8935亿元，年复合增长率约为5.1%。全球利基型DRAM市场规模预计将从24年的85亿美元增长至29年的132亿美元，年复合增长率约9.2%，工控及网络通信等传统优势领域对稳定性和宽温工作的诉求、AI浪潮下端侧AI设备的出货、以及汽车电子ADAS、智能座舱等的强劲需求共驱，显著拉动了利基型DRAM的需求。

图表24：DRAM全球市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券

图表25：利基型DRAM全球市场规模



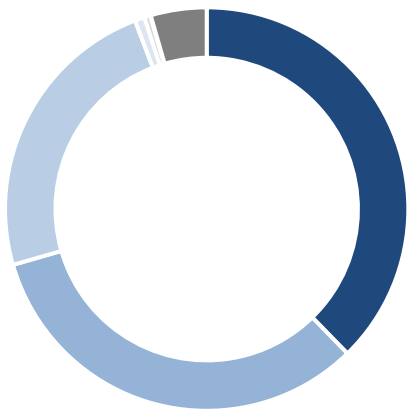
资料来源：IMF，弗若斯特沙利文，太平洋证券

3.1 三大厂削减利基型DRAM产能，国产厂商迎来历史性机遇

►海外大厂产能分配削减，国产厂商突围。为应对高性能计算对HBM、DDR5和LPDDR5产品的爆发性需求，三星、SK海力士、美光等海外大厂自23年开始陆续将传统DRAM产能战略性转向高价值量产品领域，逐步退出DDR3市场，同时大幅削减DDR4等利基型产品的产能分配。海外大厂的退出使得供给端出现缺口，为中国台湾及中国大陆厂商突围带来历史性机遇。三星、SK海力士、美光合计占据约69%的市场份额，中国台湾厂商华邦和南亚承接三大厂产能转向高端产品后留下的市场空间，大陆厂商如北京君正、兆易创新等整体份额加速成长，兆易创新市场份额约1.7%。

图表26：DRAM25Q2全球市场份额

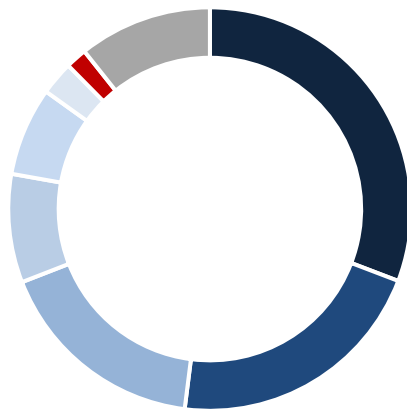
■ SK海力士 ■ 三星 ■ 美光 ■ 南亚 ■ 华邦 ■ 力积电 ■ 其他



资料来源：Trendforce，太平洋证券

图表27：利基型DRAM全球市场规模

■ 三星 ■ 美光 ■ SK海力士 ■ 南亚 ■ 华邦 ■ 北京君正 ■ 兆易创新 ■ 其他



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券

3.2 利基型DRAM价格自25Q2企稳回升

►受供给端缺口影响，利基型DRAM价格自25Q2持续走高。三星、SK海力士以及美光因战略性转向HBM和DDR5等高端产品，持续削减利基型产品产能，算力基建带来的巨大需求导致利基型DRAM供给端出现收缩，自25Q1末，利基型产品库存去化处于尾声，迎来价格企稳回升。叠加需求侧受益于端侧AI、汽车电子领域高景气，以及工业控制领域稳健增长形成持续拉动，利基型DRAM价格自25Q2开始进入快速上行通道。预计供需错配有望延续，利基型DRAM产品价格Q4预计进一步上行，并在26年维持相对较好水平。

图表28：DRAM25Q4价格预测

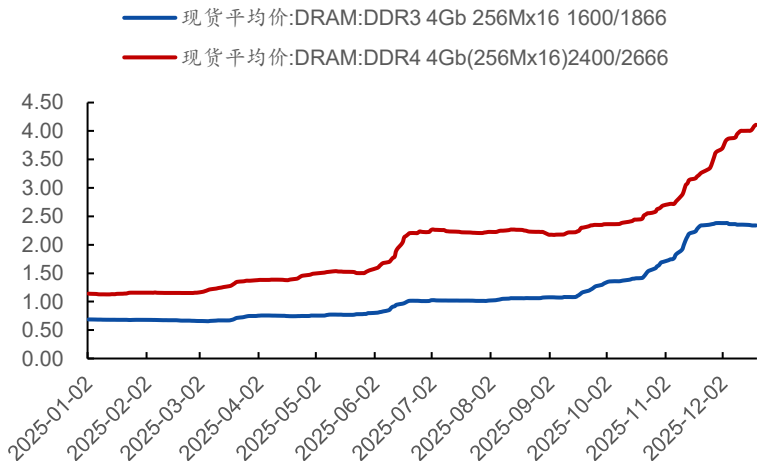
Updated Forecast for 4Q25 DRAM Pricing

	Total DRAM
Revised Version	Conventional DRAM: up 18~23% HBM Blended: up 23~28%
Original Version	Conventional DRAM: up 8~13% HBM Blended: up 13~18%

Source: TrendForce, Oct. 2025

TrendForce

图表29：利基型DRAM价格



资料来源：Trendforce，太平洋证券

资料来源：iFind，太平洋证券

3.3 公司DRAM业务成为第二增长曲线，定制化存储进展显著

►公司持续丰富DRAM产品矩阵，预计26年量产LPDDR4。公司利基型DRAM产品线基本铺齐，产品品类持续扩张，已包括DDR3L/DDR4/LPDDR4等，具备低功耗、体积小的特点，主要应用于机顶盒、电视、网络通讯、智能家庭装置、智能穿戴、信息娱乐系统等多个领域。公司DDR4 8Gb较快抢占份额，进入25Q3销量已经与DDR4 4Gb基本相当，预计26年将实现自研LPDDR4系列产品的量产，并着手规划LPDDR5小容量产品的研发。25年公司利基型DRAM业务营收有望超预期达成年初计划同比增长50%的目标，25年下半年利基型DRAM收入有明显增长，有望超越MCU业务成为公司第二大产品线。

图表30：公司DRAM产品

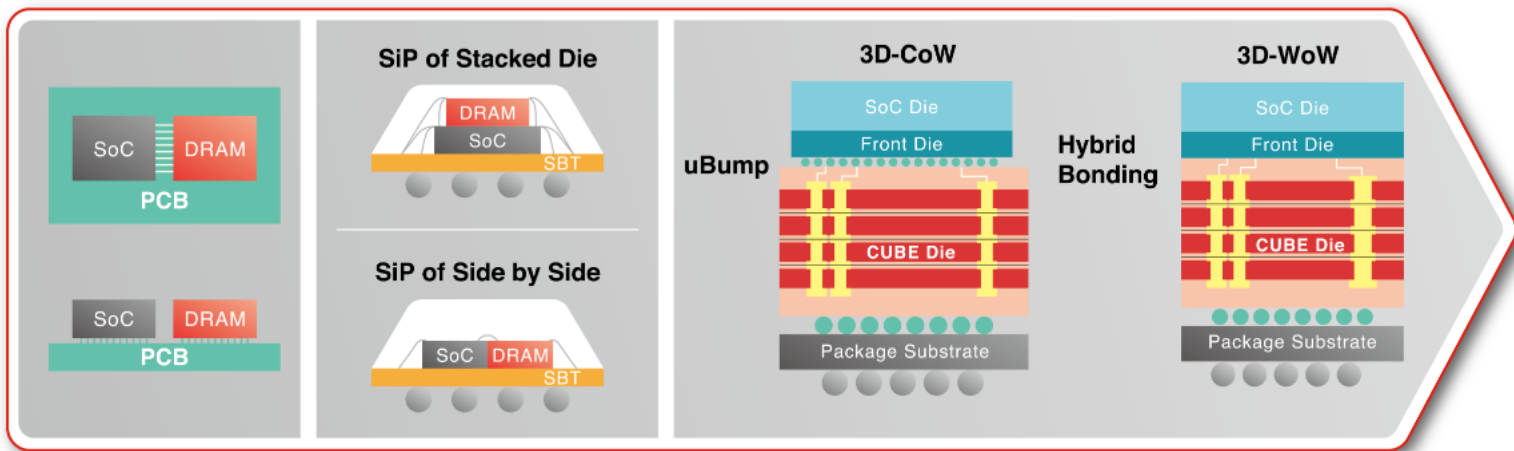
	DDR3L	DDR4	LPDDR4
容量	1Gb/2Gb/4Gb/8Gb	4Gb/8Gb	16Gb/32Gb
速度	1866/2133Mbps	2666/3200Mbps	3200/3733/4266Mbps
运行温度范围	-40°C~95°C	-40°C~95°C	-25°C~85°C
应用	网络通信、安防、机顶盒、智能家居、工业应用、娱乐	电视、安防、网络通信、智慧家居、工业应用、平板、娱乐	电视、平板电脑、智慧家居、智能穿戴、移动模组、物联网、8K IPTV

资料来源：公司公告，太平洋证券

3.3 公司DRAM业务成为第二增长曲线，定制化存储进展显著

► **端侧AI催生存储新需求。**随着边缘计算平台AI应用需求大幅增长，对内存芯片和模组的带宽、能耗、尺寸、散热等方面提出更高的诉求。华邦推出CUBE（Customized Ultra-Bandwidth Elements）技术，I/O速度于1K I/O可高达2Gbps，提供从16GB/s至256GB/s的总带宽，通过增加I/O数量、提高数据速度、支持TSV（可选）、提供散热优秀的3D架构，解决传统内存IC和模组解决方案的痛点。CUBE将SoC置上（无TSV）堆栈在CUBE（有TSV），有机会最小化SoC芯片尺寸，从而省下TSV面积损失，为边缘AI设备带来更明显的成本优势。

图表31：KGD2.0演进



资料来源：华邦官网，太平洋证券

3.3 公司DRAM业务成为第二增长曲线，定制化存储进展显著

►公司前瞻性布局定制化存储，有望充分受益端侧AI浪潮。公司设立控股子公司青耘科技，前瞻性布局定制化存储领域。公司积极与逻辑芯片客户合作，覆盖多种端侧的应用，公司堆叠DRAM在带宽、功耗、能效等方面优势显著，即使用相对成熟的逻辑制程，通过架构创新也能带来算力和效率方面的显著提升，对现有的SoC+DRAM架构形成明显的优势。公司26年有望在包括AIPC、手机、端侧智能设备、汽车等领域实现样品推出和芯片的量产。

图表32：股东拟出资比例

股东名称	出资方式	认缴出资额 (万元)	认缴出资比例
兆易创新科技集团股份有限公司	货币	2100	77.78%
北京青耘智凌企业管理合伙企业（有限合伙）	货币	225	8.33%
北京青耘智帆企业管理合伙企业（有限合伙）	货币	225	8.33%
北京青耘智阔企业管理合伙企业（有限合伙）	货币	150	5.56%
合计		2700	100%

资料来源：Trendforce，太平洋证券

目录

- I 全球领先Fabless芯片供应商，感存算控连”多元布局
- II 端侧AI驱动NOR规模扩容，公司份额跃升至全球第二
- III 利基型DRAM供给端格局优化，定制化存储打开成长空间
- IV 盈利预测与投资建议

4. 盈利预测及投资建议

盈利预测与投资建议：预计2025-2027 年营业总收入分别为94.23、119.46、149.62亿元，同比增速分别为28.09%、26.78%、25.25%；归母净利润分别为17.76、25.29、31.68亿元，同比增速分别为61.08%、42.38%、25.29%，对应25-27 年PE 分别为82X、57X、46X，维持“买入”评级。

图表33：主营业务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存储芯片					
收入（百万元）	4077	5194	6833	8957	11624
yoy	-15.51%	27.39%	31.56%	31.08%	29.78%
微控制器					
收入（百万元）	1317	1706	2091	2445	2752
yoy	-53.46%	29.56%	22.57%	16.93%	12.56%
传感器					
收入（百万元）	352	448	490	535	577
yoy	-18.97%	27.20%	9.25%	9.27%	7.80%

资料来源：携宁，太平洋证券

图表32：盈利预测

资产负债表 (百万)						利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,266	9,128	10,350	12,004	13,954	营业收入	5,761	7,356	9,423	11,946	14,962
应收和预付款项	151	256	285	367	464	营业成本	3,778	4,561	5,689	7,057	8,810
存货	1,991	2,346	2,821	3,446	4,277	营业税金及附加	25	31	48	56	71
其他流动资产	2,195	704	718	790	864	销售费用	270	371	418	547	674
流动资产合计	11,603	12,435	14,174	16,607	19,559	管理费用	370	491	580	737	905
长期股权投资	26	137	137	137	137	财务费用	-258	-443	-150	-175	-208
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-613	-172	-121	-88	-70
固定资产	1,090	1,057	1,062	1,011	878	投资收益	83	18	66	80	91
在建工程	4	5	5	4	4	公允价值变动	-12	0	-2	-3	-3
无形资产开发支出	404	479	510	457	563	营业利润	120	1,117	1,649	2,338	2,981
长期待摊费用	79	157	146	143	153	其他非经营损益	5	6	7	6	7
其他非流动资产	14,853	17,394	18,943	21,452	24,492	利润总额	125	1,124	1,656	2,344	2,988
资产总计	16,456	19,229	20,803	23,205	26,228	所得税	-36	23	-119	-182	-177
短期借款	0	898	898	898	898	净利润	161	1,101	1,775	2,526	3,165
应付和预收款项	502	734	816	1,041	1,307	少数股东损益	0	-2	-1	-2	-3
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	161	1,103	1,776	2,529	3,168
其他负债	754	918	1,027	1,196	1,435	预测指标					
负债合计	1,256	2,550	2,742	3,135	3,641		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	667	664	668	668	668	毛利率	34.42%	38.00%	39.63%	40.92%	41.12%
资本公积	8,383	8,322	8,322	8,322	8,322	销售净利率	2.80%	14.99%	18.85%	21.17%	21.17%
留存收益	5,947	7,130	8,470	10,482	13,001	销售费用增长率	-29.14%	27.69%	28.09%	26.78%	25.25%
归母公司股东权益	15,200	16,499	17,882	19,893	22,413	EBIT 增长率	-91.96%	308.15%	121.14%	44.03%	28.12%
少数股东权益	0	180	179	177	174	净利润增长率	-92.15%	584.21%	61.08%	42.38%	25.29%
股东权益合计	15,200	16,679	18,061	20,070	22,587	ROE	1.06%	6.68%	9.93%	12.71%	14.13%
负债和股东权益	16,456	19,229	20,803	23,205	26,228	ROA	0.97%	6.17%	8.87%	11.48%	12.81%
现金流量表 (百万)						ROIC	1.41%	3.77%	8.48%	11.11%	12.50%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EPS (X)	0.24	1.66	2.66	3.79	4.74
经营性现金流	1,187	2,032	2,021	2,675	3,058	PE (X)	900.93	131.67	81.75	57.42	45.83
投资性现金流	-295	-669	-359	-462	-421	PB (X)	9.55	8.80	8.12	7.30	6.48
融资性现金流	-573	480	-368	-559	-687	PS (X)	25.20	19.74	15.41	12.15	9.70
现金增加额	344	1,973	1,222	1,654	1,950	EV/EBITDA (X)	89.04	54.68	66.04	48.85	40.99

资料来源：携宁，太平洋证券

风险提示

- 下游需求不及预期风险；
- 行业竞争加剧风险；
- 地缘政治风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。