

持续受益存储涨价，推进端侧 AI 布局

核心观点

- **利基存储供不应求持续，公司有望充分受益涨价周期。**部分投资者担忧海外存储原厂以推迟利基存储停产等方式应对当前供不应求的局面，导致利基存储供应紧张局面缓解。我们认为，海外存储巨头整体产能释放有限，数据中心和 AI 应用等需求有望持续挤占利基型 DRAM 产能，供不应求有望持续。在价格方面，兆易创新预计未来 2 年左右利基型 DRAM 市场仍将处于供应相对紧张的环境，价格有望在明年维持相对较好的水平。在产品方面，兆易创新持续推动 DRAM 新产品布局，LPDDR4 预计在 26 年上半年推出产品，在下半年实现量产，并着手规划 LPDDR5 小容量产品的研发；基于新产线的 DDR4 产品预计在 26 年下半年推出样品。在产能方面，兆易创新与核心供应商积极协商，争取得到产能和价格上的支持，有望充分受益存储涨价周期。
- **推进端侧 AI 领域布局，定制化存储解决方案进展顺利。**公司坚定看好定制化存储技术方案，并作为行业的最早参与者积极进行技术和市场推广。部分投资者担忧公司方案在客户端的落地能力，我们认为公司有望凭借定制化存储导入端侧 AI 核心客户，充分享受端侧 AI 领域需求。公司定制化存储解决方案适用于推理应用场景，聚焦在端侧推理应用，目前不同的下游厂商在推出基于公司定制化存储解决方案的产品。当前，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，26 年有望在汽车座舱、AIPC、机器人等领域实现芯片量产。
- **NOR Flash 受益端侧 AI 需求，公司继续推动市场份额提升。**NOR Flash 行业的增长主要来源于代码量的提升，当前端侧 AI 的发展进一步推动 NOR Flash 容量需求的提升，近期三方咨询机构已经把行业 CAGR 从 5~7%上调至 8%。长期来看，公司将继续推动 NOR Flash 市场份额的提升，包括推动 NOR Flash 在工业、汽车、端侧 AI 和海外市场市占率的提升，并坚持全球化布局。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 2.47、3.96、5.00 元（原 25-26 年预测为 2.38、3.04 元），主要调整了营业收入与费用率。根据可比公司 26 年平均 65 倍 PE 估值，给予 257.40 元目标价，维持买入评级。

风险提示

需求复苏不及预期、价格上涨不及预期、新产品进展不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,761	7,356	9,452	12,461	15,871
同比增长(%)	-29.1%	27.7%	28.5%	31.8%	27.4%
营业利润(百万元)	120	1,117	1,678	2,751	3,585
同比增长(%)	-94.6%	832.8%	50.2%	63.9%	30.3%
归属母公司净利润(百万元)	161	1,103	1,653	2,646	3,340
同比增长(%)	-92.2%	584.2%	49.9%	60.1%	26.2%
每股收益(元)	0.24	1.65	2.47	3.96	5.00
毛利率(%)	34.4%	38.0%	39.7%	43.2%	44.2%
净利率(%)	2.8%	15.0%	17.5%	21.2%	21.0%
净资产收益率(%)	1.1%	7.0%	9.6%	14.0%	15.5%
市盈率	940.7	137.5	91.7	57.3	45.4
市净率	10.0	9.2	8.5	7.5	6.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年12月26日）	226.97元
目标价格	257.40元
52周最高价/最低价	254.44/98.35元
总股本/流通A股（万股）	66,785/66,784
A股市值（百万元）	151,582
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年12月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	7.97	15.51	19.33	97.92
相对表现%	6.02	12.42	16.97	81.12
沪深300%	1.95	3.09	2.36	16.8



证券分析师

薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

相关报告

持续推进存储和 MCU 业务，重视端侧 AI 应用机会 2025-01-23

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 2.47、3.96、5.00 元（原 25-26 年预测为 2.38、3.04 元），主要调整了营业收入与费用率。根据可比公司 26 年平均 65 倍 PE 估值，给予 257.40 元目标价，维持买入评级。

表 1: 可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/12/26	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
普冉股份	688766	132.29	1.98	1.18	2.29	3.02	66.98	111.98	57.79	43.79
北京君正	300223	111.38	0.76	0.95	1.36	1.77	146.77	116.81	81.69	63.08
瑞芯微	603893	176.56	1.41	2.58	3.44	4.41	124.94	68.34	51.29	40.05
德明利	001309	239.00	1.55	2.41	3.75	5.13	154.68	99.00	63.78	46.59
芯海科技	688595	32.65	-1.20	0.06	0.44	0.97	-27.22	570.80	73.62	33.59
	最大值						154.68	570.80	81.69	63.08
	最小值						-27.22	68.34	51.29	33.59
	平均数						93.23	193.39	65.64	45.42
	调整后平均						112.89	109.26	65.06	43.47

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

需求复苏不及预期、价格上涨不及预期、新产品进展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,266	9,128	10,799	12,231	14,301	营业收入	5,761	7,356	9,452	12,461	15,871
应收票据及应收账款	127	232	312	411	524	营业成本	3,778	4,561	5,701	7,076	8,858
预付账款	24	25	32	42	53	销售费用	270	371	467	603	769
存货	1,991	2,346	2,851	3,184	3,543	管理费用	370	491	593	757	965
其他	2,195	704	643	728	824	研发费用	990	1,122	1,229	1,595	2,031
流动资产合计	11,603	12,435	14,637	16,597	19,246	财务费用	(258)	(443)	(268)	(343)	(396)
长期股权投资	26	137	137	137	137	资产、信用减值损失	614	176	45	49	53
固定资产	1,090	1,057	1,001	1,152	1,481	公允价值变动收益	(12)	(0)	0	0	0
在建工程	4	5	284	864	1,179	投资净收益	83	18	(20)	27	8
无形资产	244	260	269	282	299	其他	52	22	13	0	(14)
其他	3,489	5,335	3,517	3,477	3,437	营业利润	120	1,117	1,678	2,751	3,585
非流动资产合计	4,853	6,794	5,208	5,911	6,532	营业外收入	7	9	9	8	9
资产总计	16,456	19,229	19,844	22,507	25,778	营业外支出	2	2	1	2	1
短期借款	0	898	0	0	0	利润总额	125	1,124	1,687	2,757	3,592
应付票据及应付账款	502	734	917	1,138	1,425	所得税	(36)	23	34	111	252
其他	484	699	760	821	888	净利润	161	1,101	1,653	2,646	3,340
流动负债合计	986	2,331	1,678	1,959	2,313	少数股东损益	0	(2)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	161	1,103	1,653	2,646	3,340
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.24	1.65	2.47	3.96	5.00
其他	270	220	218	218	218						
非流动负债合计	270	220	218	218	218	主要财务比率					
负债合计	1,256	2,550	1,895	2,177	2,531		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	180	180	180	180	成长能力					
股本	667	664	668	668	668	营业收入	-29.1%	27.7%	28.5%	31.8%	27.4%
资本公积	8,089	8,077	8,318	8,318	8,318	营业利润	-94.6%	832.8%	50.2%	63.9%	30.3%
留存收益	5,947	7,130	8,783	11,164	14,081	归属于母公司净利润	-92.2%	584.2%	49.9%	60.1%	26.2%
其他	496	627	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	15,200	16,679	17,949	20,331	23,247	毛利率	34.4%	38.0%	39.7%	43.2%	44.2%
负债和股东权益总计	16,456	19,229	19,844	22,507	25,778	净利率	2.8%	15.0%	17.5%	21.2%	21.0%
						ROE	1.1%	7.0%	9.6%	14.0%	15.5%
						ROIC	-1.2%	4.0%	7.8%	12.0%	13.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	7.6%	13.3%	9.6%	9.7%	9.8%
净利润	161	1,101	1,653	2,646	3,340	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	391	425	243	287	373	流动比率	11.77	5.34	8.72	8.47	8.32
财务费用	(258)	(443)	(268)	(343)	(396)	速动比率	9.40	4.17	6.78	6.61	6.57
投资损失	(83)	(18)	20	(27)	(8)	营运能力					
营运资金变动	(134)	(243)	(450)	(296)	(279)	应收账款周转率	45.0	45.0	37.9	37.5	37.0
其它	1,109	1,210	1,193	49	53	存货周转率	1.6	1.8	1.9	2.0	2.3
经营活动现金流	1,187	2,032	2,391	2,317	3,084	总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
资本支出	(280)	(333)	(435)	(990)	(995)	每股指标(元)					
长期投资	(14)	(111)	0	0	0	每股收益	0.24	1.65	2.47	3.96	5.00
其他	(1)	(225)	100	27	8	每股经营现金流	1.78	3.06	3.58	3.47	4.62
投资活动现金流	(295)	(669)	(335)	(963)	(987)	每股净资产	22.76	24.70	26.61	30.17	34.54
债权融资	7	11	0	0	0	估值比率					
股权融资	84	(15)	245	0	0	市盈率	940.7	137.5	91.7	57.3	45.4
其他	(664)	484	(630)	79	(28)	市净率	10.0	9.2	8.5	7.5	6.6
筹资活动现金流	(573)	480	(385)	79	(28)	EV/EBITDA	564.9	130.0	86.4	53.0	40.1
汇率变动影响	24	130	-0	-0	-0	EV/EBIT	-1,032.6	211.7	101.3	59.4	44.8
现金净增加额	344	1,973	1,671	1,432	2,070						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。