

公司研究

受益于存储周期上行，多元布局打开增量空间

——兆易创新（603986.SH）跟踪报告

要点

AI 驱动存储周期上行，存储产品价格持续上涨。 AI 浪潮下高效能推理服务需求增长，在传统大容量 HDD 供不应求的情况下，CSP 将储存需求转向 QLC Enterprise SSD。在 QLC 外溢效应驱动和整体供不应求的状态下，NAND Flash 各类产品价格上涨。由于三大 DRAM 原厂持续优先分配先进制程产能给高阶 Server DRAM 和 HBM，排挤 PC、Mobile 和 Consumer 应用的产能，同时受各终端产品需求分化影响，25Q4 旧制程 DRAM 价格涨幅可观。兆易创新 NOR Flash、SLC NAND Flash 产品 2024 年市场份额均为中国内地第一；利基型 DRAM 2024 年市场份额中国内地第二，受益于存储产业周期。

25 年前三季度营收利润双增长。 公司 2025 年前三季度营收 68.32 亿元，同比增长 20.92%；归母净利润 10.83 亿元，同比增长 30.18%。公司 2025 年前三季度毛利率为 38.59%，同比下降 0.87pct，净利率为 16.17%，同比增长 1.45pct。

产品线持续丰富，受益于供给格局改善带来的量价齐升。 NOR Flash 方面，公司推出了专为 1.2V SoC 应用打造的双电压供电 SPI NOR Flash 产品，可应用于智能可穿戴设备、医疗健康、物联网、数据中心及边缘人工智能等新兴领域。公司为率先实现 45nm 节点 SPI NOR Flash 大规模量产的公司之一。2025 年上半年，公司推出了兼备更快读取速度和坏块管理功能的高速 QSPI NAND Flash 产品，可应用于工业、IoT 等快速启动应用场景。在消费国补及第二季度消费旺季等因素催化下，消费领域需求增长明显。手机屏幕、AI PC 及服务器中 NOR Flash 存储容量的不断升级也拉动了公司 Flash 业务收入的增长。

利基型 DRAM 收入快速增长。 公司利基型 DRAM 产品广泛应用于网络通信、电视、机顶盒、智能家居、工业等领域。2025 年上半年，公司 8Gb 容量 DDR4 产品市场推广顺利进行，营收稳步增长；LPDDR4 产品开始贡献营收。随着海外大厂加快淡出利基型 DRAM 市场，市场供不应求。2025 年上半年，公司利基型 DRAM 产品量价齐升。DDR4 产品占比提升，其中新产品 DDR4 8Gb 在 TV、工业等领域客户导入成效显著，收入贡献快速提升，已成为利基型 DRAM 收入的重要组成部分。

盈利预测、估值与评级：兆易创新是国内利基型存储领先企业，受益于存储周期上行带来的量价提升，公司多元的产品布局有望进一步打开增量空间。我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 17.60 和 25.51 亿元（上调 9%和 22%），新增 2027 年归母净利润预测为 29.11 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：行业需求不及预期；自研 DRAM 产品市场推广不及预期；MCU 景气度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,761	7,356	9,490	12,472	15,969
营业收入增长率	-29.14%	27.69%	29.00%	31.43%	28.04%
归母净利润（百万元）	161	1,103	1,760	2,551	2,911
归母净利润增长率	-92.15%	584.21%	59.64%	44.95%	14.11%
EPS（元）	0.24	1.66	2.64	3.82	4.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.06%	6.68%	9.76%	12.72%	13.11%
P/E	911	133	84	58	51

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-12-30 注：2023/2024/2025 年及以后总股本分别为 667/664/668 百万股

买入（维持）

当前价：220.22 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：黄筱茜

执业证书编号：S0930524050001

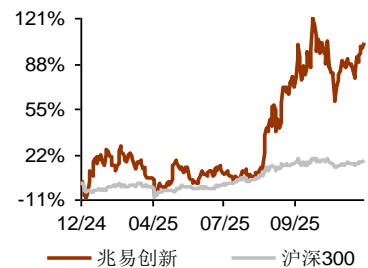
0755-25310400

huangxiaolian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	6.68
总市值(亿元):	1470.74
一年最低/最高(元):	98.35/254.44
近 3 月换手率:	305.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.84	3.02	77.72
绝对	3.48	3.24	94.03

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,761	7,356	9,490	12,472	15,969
营业成本	3,778	4,561	5,670	7,285	9,720
折旧和摊销	357	374	409	456	497
税金及附加	25	31	40	52	67
销售费用	270	371	389	499	607
管理费用	370	491	531	649	639
研发费用	990	1,122	1,442	1,808	2,236
财务费用	-258	-443	-226	-262	-281
投资收益	83	18	42	45	47
营业利润	120	1,117	1,682	2,529	2,914
利润总额	125	1,124	1,882	2,729	3,114
所得税	-36	23	122	177	202
净利润	161	1,101	1,760	2,551	2,911
少数股东损益	0	-2	0	0	0
归属母公司净利润	161	1,103	1,760	2,551	2,911
EPS(元)	0.24	1.66	2.64	3.82	4.36

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,187	2,032	1,932	2,083	2,383
净利润	161	1,103	1,760	2,551	2,911
折旧摊销	357	374	409	456	497
净营运资金增加	-1,117	1,018	1,086	2,109	2,445
其他	1,786	-462	-1,322	-3,034	-3,470
投资活动产生现金流	-295	-669	50	-605	-603
净资本支出	-348	-470	-432	-650	-650
长期投资变化	26	137	0	0	0
其他资产变化	28	-337	482	45	47
融资活动现金流	-573	480	-893	-263	-481
股本变化	0	-3	4	0	0
债务净变化	7	909	-898	0	0
无息负债变化	-211	384	98	320	508
净现金流	344	1,973	1,089	1,215	1,300

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	34.4%	38.0%	40.2%	41.6%	39.1%
EBITDA 率	24.6%	19.4%	20.6%	22.0%	21.9%
EBIT 率	17.7%	13.7%	16.3%	18.3%	18.8%
税前净利润率	2.2%	15.3%	19.8%	21.9%	19.5%
归母净利润率	2.8%	15.0%	18.5%	20.5%	18.2%
ROA	1.0%	5.7%	8.8%	11.4%	11.7%
ROE (摊薄)	1.1%	6.7%	9.8%	12.7%	13.1%
经营性 ROIC	18.4%	11.8%	15.7%	18.6%	19.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	8%	13%	9%	9%	10%
流动比率	11.77	5.34	8.92	8.56	7.78
速动比率	9.75	4.33	7.32	6.81	5.98
归母权益/有息债务	362.97	17.34	339.59	377.68	418.08
有形资产/有息债务	365.19	18.61	349.06	390.57	438.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	16,456	19,229	19,967	22,310	24,964
货币资金	7,266	9,128	10,217	11,432	12,732
交易性金融资产	1,806	120	120	120	120
应收账款	114	212	256	336	430
应收票据	13	20	109	143	184
其他应收款 (合计)	13	208	69	90	115
存货	1,991	2,346	2,445	3,222	4,235
其他流动资产	134	126	133	143	155
流动资产合计	11,603	12,435	13,639	15,788	18,289
其他权益工具	1,744	3,366	3,366	3,366	3,366
长期股权投资	26	137	137	137	137
固定资产	1,090	1,057	1,132	1,193	1,242
在建工程	4	5	5	4	4
无形资产	244	260	433	572	682
商誉	410	617	567	567	567
其他非流动资产	573	402	174	174	174
非流动资产合计	4,853	6,794	6,328	6,522	6,675
总负债	1,256	2,550	1,750	2,070	2,578
短期借款	0	898	0	0	0
应付账款	502	734	766	983	1,312
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4	20	21	21	22
流动负债合计	986	2,331	1,528	1,845	2,350
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	71	52	54	57	60
非流动负债合计	270	220	222	225	228
股东权益	15,200	16,679	18,217	20,240	22,386
股本	667	664	668	668	668
公积金	8,717	8,656	8,656	8,656	8,656
未分配利润	5,613	6,796	8,331	10,354	12,500
归属母公司权益	15,200	16,499	18,037	20,060	22,206
少数股东权益	0	180	180	180	180

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.70%	5.04%	4.10%	4.00%	3.80%
管理费用率	6.42%	6.68%	5.60%	5.20%	4.00%
财务费用率	-4.48%	-6.02%	-2.38%	-2.10%	-1.76%
研发费用率	17.18%	15.26%	15.20%	14.50%	14.00%
所得税率	-29%	2%	7%	7%	7%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.34	0.79	1.15	1.31
每股经营现金流	1.78	3.06	2.89	3.12	3.57
每股净资产	22.79	24.84	27.01	30.04	33.25
每股销售收入	8.64	11.08	14.21	18.67	23.91

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	911	133	84	58	51
PB	9.7	8.9	8.2	7.3	6.6
EV/EBITDA	102.4	102.9	72.6	51.9	40.8
股息率	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP