

【公司评论】

黄晨
+852 2532 1954
chen.huang@firstshanghai.com.hk

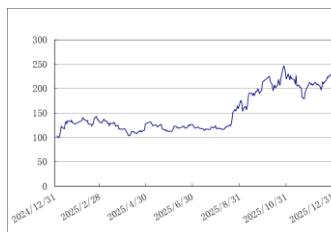
兆易创新 (603986.SH/3986.HK, 未评级): 国产存储+MCU 双龙头, 端侧 AI 打开成长空间

事件:

行业	半导体
股价	214.25 元人民币
A 股市值	1,430.9 亿元人民币
已发行股本	6.68 亿股
52 周高/低	254.44 元/98.35 元人民币
每股净现值	27.27 元人民币
股价表现	

2025 年 12 月 31 日,兆易创新拟在香港联交所发行 2,891.5 万股普通股(不包括 10% 调整权及 15%超额配售权),发行价区间为每股 132 港元至 162 港元,较 2025 年 12 月 31 日 A 股收市价 214.25 元人民币折价 32%~45%。该公司预计将募资至多 46.8 亿港元,招股日期为 2025 年 12 月 31 日至 2026 年 1 月 8 日,股票将于 1 月 13 日挂牌交易。

公司国际配售引入 17 家基石投资者,包括云峰基金、CPE 源峰、景林资产、Dymon Asia、奇点资产、3W Fund、华勤技术、TCL、OPPO 创始人陈明永、小米集团、新华资管、泰康人寿、Summit Ridge、工银理财、大湾区共同家园、观博资本等合计认购等值约 3 亿美元。



IPO 募资用途包括, 1) 约 40% 用于提升研发能力, 凸显其技术驱动的发展逻辑; 2) 35% 将投向战略性行业并购与投资, 强化产业链协同; 3) 9% 用于全球营销网络建设与海外布局, 进一步提升国际影响力。

评论:

兆易创新是中国 Fabless 模式芯片设计领军企业之一, 主营产品包括存储、微控制器 MCU、传感器芯片、模拟芯片。公司致力于打造“感存算控连”一体化芯片生态。经过 20 多年的发展,公司已发展成为一家在细分市场全球领先的 Fabless 芯片设计企业。Flash 存储领域,公司的 NOR Flash 市场份额排名全球第二,内地第一,在产业内的向上势头持续,行业地位稳固。微控制器领域,公司是排名第一的中国品牌 ARM 架构通用 MCU 供应商。2025 年前三季度,公司实现收入 68.32 亿元,同比增长 20.9%,归母净利润 10.83 亿元,同比增长 30.2%,继续延续 2024 年以来的稳健复苏态势。

我们认为,随着 AI 时代的到来,公司的存储和 MCU 业务均将迎来新机遇。

- 1) 存储: 消费类终端电子产品 AI 化转型, 带动 NOR Flash、定制化 DRAM 存储的需求高成长。另外, AI 眼镜、AI 耳机、机器人等新品类也将带来新应用场景的爆发。**定制化 DRAM 以其高速率、低功耗优势, 有望成为未来端侧 AI 设备的必备存储选项。**公司提前布局,设立子公司青耘科技开展定制化存储业务,与高通、Intel、字节等国际大厂积极合作,有望在 2026 年实现手机、AIPC、端侧 AI 设备、智能汽车机器人等领域落地。
- 2) MCU: 公司完善“MCU+AI”布局,将轻量化模型适配 MCU, 提供高性能 MCU 及智能电机控制等解决方案,在智慧工厂、安防、电机控制、智能汽车、端侧 AI 设备等场景落地。

我们认为，公司业务将从 2024 年的修复，2025 年的恢复成长，逐渐切换到 2026 年的 AI 驱动成长。存储业务在 AI 时代不仅受益于存储涨价周期、大厂撤出利基存储市场等利好，而且将显著受益于层出不穷的 AI 新应用的爆发。MCU 业务也将在 AI 时代迎来价值量的提升。公司业务上行周期将持续。

长鑫科技在 2025 年 12 月底交表，将在上海科创板 IPO 上市。公司与长鑫科技的合作包括 1) 公司持有长鑫科技 1.88% 股权，长鑫科技上市后，这一部分股权价值将重估；2) 公司自有品牌 DRAM 由长鑫科技负责生产，公司的未来产能将更有保障。

估值：

彭博一致预期 25-27 年收入 94.9 亿/121.1 亿/147.2 亿元，归母净利润 16.2 亿/23.5 亿/29.8 亿元。按照发行 2,891.5 万股，每股 132 港元~162 港元计算，上市后公司港股市值将在 **920~1129 亿港元之间，对应 2026 年 PE 35 倍~43 倍，2027 年 PE 28~34 倍**。

公司竞争对手 2026/2027 年 PE，普冉股份 (688766) 为 56/42 倍，北京君正 (300223) 为 78/60 倍，中颖电子 (300327) 75/50 倍。港股竞争对手 Fortior (1304.HK) 为 38/27 倍。

我们认为，公司的业绩在存储价格上行周期有望进一步上修，端侧 AI 带动的业务增量也还未被充分预期。不同于云端算力时代，受益的主要是海外巨头。端侧 AI 时代，中国不仅拥有全球领先的产业链，更拥有巨大的市场空间。我们认为中国公司将在端侧 AI 时代拥有更强的产业话语权。建议投资者积极关注公司。

公司简介

兆易创新是中国 Fabless 模式芯片设计领军企业之一，主营产品包括存储、微控制器 MCU、传感器芯片、模拟芯片。存储产品方面，公司主要供应 NOR Flash、NAND Flash、利基型 DRAM；微控制器 MCU 方面，公司主要提供基于 ARM Cortex-M、以及基于 RISC-V 内核的通用 MCU 产品；传感器方面，公司产品包括触控芯片和指纹识别芯片。公司产品广泛应用于消费电子、工控、服务器及网通、汽车电子、安防等下游行业。

公司致力于打造“感存算控连”一体化芯片生态。经过 20 多年的发展，公司已发展成为一家在细分市场全球领先的 Fabless 芯片设计企业。Flash 存储领域，公司的 NOR Flash 市场份额排名全球第二，内地第一，在产业内的向上势头持续，行业地位稳固。微控制器领域，公司是排名第一的中国品牌 ARM 架构通用 MCU 供应商。此外，公司还在不断开拓新的市场，在 NAND Flash、利基 DRAM、RISC-V 架构 MCU、定制化存储领域均取得不俗发展。

随着 AI 时代的到来，服务器及网通设备行业高速发展，以消费电子为代表的端侧 AI 应用也有望迎来新一轮的繁荣。公司的芯片业务有望充分受益这一轮 AI 爆发浪潮。

图表 1：公司发展历程

2005	公司前身——北京芯技佳易成立，主攻存储器产品
2008	量产国内首款 180nm SPI NOR Flash 产品
2009	正式更名为北京兆易创新科技有限公司
2013	量产首款基于 ARM Cortex-M3 架构的 32 位通用 MCU，正式进军 MCU 市场；量产 65nm SPI NOR Flash
2016	公司成功在上交所 IPO 上市，股票代码 603986
2017	联合合肥产投推动 DRAM 产业；量产 38nm SPI NAND Flash
2019	收购思立威，进军触控和指纹识别芯片市场；SPI NOR Flash 产品通过 AEC-Q100 车规级认证；发布全球首颗 RISC-V 通用型 MCU
2021	发布 SLC NAND Flash；发布首款自有品牌 DDR4 DRAM 产品
2024	发起设立北京青耘科技有限公司，专注于定制化存储业务；收购苏州赛芯 70% 股权，补强模拟芯片业务，其为锂电池保护芯片龙头厂商

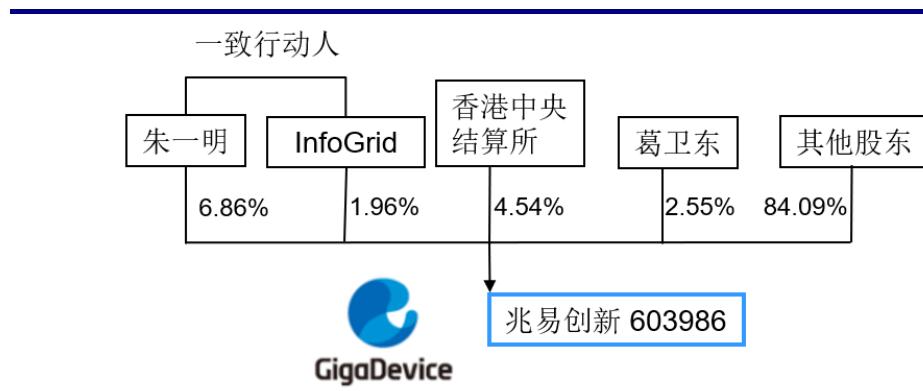
资料来源：公司资料、第一上海

股权结构及管理层

公司第一大股东为创始人、董事长朱一明，直接持有公司 6.86% 股权，其与持股 1.96% 的香港 InfoGrid Limited 构成一致行动关系，进一步巩固了其对公司的控制权。香港中央结算有限公司持有公司 4.54% 的股份。著名投资人葛卫东先生直接持有公司 2.55% 的股份。公司其余前十股东主要为公募基金，持股较为分散。

公司实际控制人为董事长朱一明，具有深厚的学术和产业链背景，分别在清华大学物理系和美国纽约州立大学石溪分校电子工程系取得学位，先后在美国 iPolicy Networks 任工程师和 Monolithic System 任项目主管。2024 年回国后积极推动国产存储和 MCU 事业发展。其自 2021 年起同时担任国内 DRAM 领军企业长鑫科技董事长，有望对公司存储业务发展形成助益。副董事长何卫曾在中芯国际任职，产业从业经验丰富。存储产业负责人胡洪、MCU 产业负责人李宝魁均科班出身，有丰富的研发经验。整体上公司管理层具备过硬的技术和产业背景。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司资料、第一上海

主营业务

公司主营产品包括存储、微控制器 MCU、传感器芯片、模拟芯片。公司致力于打造“感存算控连”一体化芯片生态，为客户提供“高性能、低功耗”的产品及解决方案。

1、存储：

Flash——NOR Flash 及 NAND Flash：

1) NOR Flash

公司在全球 SPI NOR Flash 市场中位列第二，产品覆盖 512Mb 到 2Gb 的容量范围，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，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 55nm 工艺节点全系列 NOR Flash 产品均已量产，并将持续开展工艺制程迭代。车规级产品也完成了 2Mb~2Gb 容量铺齐，满足客户多样化需求。

针对低功耗应用，公司 GD25UF 系列低功耗 SPI NOR Flash，以 1.2V 低电压和超低功耗模式，显著提升小容量电池设备续航能力，充分满足穿戴设备、健康检测、物联网及电池供电等市场需求。针对汽车应用，公司的 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，为新一代汽车系统提供业界领先的安全性与稳定性。公司车规级产品已被 Tier 1 及整车厂采用，支持关键汽车应用如车载信息娱乐系统、智能座舱、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。

根据 Frost & Sullivan，2024 年全球 NOR Flash 市场规模约为 28 亿美元，并将温和增长至 2029 年的接近 42 亿美元，需求驱动因素主要来自于消费类终端设备的 AI 化转型，新应用场景如 AI 眼镜的落地，提升对数据处理和存储能力的需求。此外，汽车智能化也驱动了车规级存储需求。市场份额呈现高度集中格局，由中国台湾的华邦和旺宏以及中国大陆的兆易创新三大巨头主导，2024 年华邦市场份额 27%，兆易创新占 18%，旺宏占 17%，前三大厂商合计占比 63%。公司产品充分受益于端侧 AI 和汽车智能化发展，有望实现份额进一步提升。

2) NAND Flash

公司 38nm 和 24nm 两种制程产品全面量产，主要为 SLC NAND Flash，容量覆盖 1Gb 至 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、汽车电子等领域实现了全品类覆盖。

基于 24nm 制程的 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，融合了 NOR Flash 的高速读取与 NAND Flash 的大容量、低成本优势，成为安防监控、工业控制、AIoT 设备等快启应用的理想选择。

根据 Frost & Sullivan，2024 年全球 SLC NAND Flash 市场规模约为 26 亿美元，并将温和增长至 2029 年的接近 35 亿美元。市场份额高度集中于海外及中国台湾厂商，2024 年铠侠市场份额 35%，美光占 23%，华邦占 10.9%，前三大厂商合计占比接近 70%。兆易创新在 2024 年全球市场份额达到 2.2%，全球排名第六、内地排名最高。伴随近年来海外大厂产能向 3D NAND 倾斜，对 SLC NAND 业务进行战略性收缩，中国大陆厂商把握国产替代机遇，在多个下游应用领域如工控、汽车电子等实现份额扩张。

DRAM：利基型 DRAM 及定制化存储

1) 利基型 DRAM

DRAM 产业分为大宗 DRAM 和利基型 DRAM。大宗 DRAM，聚焦在大容量、高

传输速率的主流需求，采用先进制程工艺，广泛应用于服务器、个人电脑、智能手机等应用场景，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，主要玩家为海力士、三星、美光等行业巨头。利基型 DRAM 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，满足下游客户对长生命周期、高可靠性的需求，因此其市场更为分散，技术迭代较慢，价格波动相对温和，主要玩家包括海力士、三星、美光、华邦、南亚等公司，其中三星、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，中国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 2%。

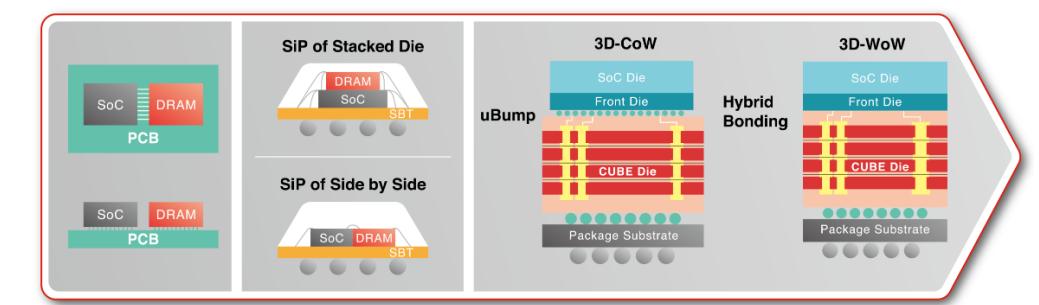
公司利基型 DRAM 产品品类持续扩张，已能量产 DDR3L/DDR4/DDR4X 等产品类型，并在研发端继续推进 LPDDR4 产品，继续补齐产品品类。公司产品主要应用于机顶盒、智能电视、网络通讯、智能家居、智能穿戴、信息娱乐系统等领域。

根据 Frost & Sullivan，全球利基型 DRAM 市场规模预计将从 2024 年的 85 亿美元增长至 2029 年的 132 亿美元，年复合增长率约 9.2%，AI 浪潮下端侧设备及网通设备需求的爆发，自动驾驶汽车、智能座舱等智能汽车类需求提升，将显著拉动利基型 DRAM 的需求。

2) 定制化存储

随着 AI 边缘计算需求兴起，设备对内存芯片和模组的带宽、能耗、尺寸、散热等各方面提出更高的诉求。中国台湾的华邦电子推出 Customized Ultra-Bandwidth Elements (CUBE) 方案，凭借 3D 堆叠技术，实现近存计算，使内存模块能够在运行 AI 大模型时保持无缝、高效的性能，满足传统内存模块无法提供的带宽需求。CUBE 通过增加 I/O 数量、提高数据传输速度、支持 TSV (可选)、采用 3D 架构提升散热能力，解决了传统存储解决方案的痛点，不仅提升了带宽，还有效降低功耗。

图表 3：华邦 KGD2.0 封装用于 CUBE



资料来源：公司资料、第一上海

公司紧贴客户需求，积极探索定制化的存储解决方案。公司的端侧定制化存储业务主要在控股子公司青耘科技展开，已经推出类 CUBE 方案架构，通过堆叠 DRAM 在带宽、功耗、能效等方面优势显著，通过架构创新带来算力和能效方面的显著提升。公司在手机、AIPC、端侧 AI 设备、智能汽车等领域的产品研发进展积极，预计将在 2026 年迎来突破，实现产品送样和量产的双突破。

图表 4：青耘科技股权结构

股东名称	出资方式	认缴出资额 (万元)	股权占比
兆易创新 (603986)	货币	2100	77.78%
北京青耘智凌企业管理	货币	225	8.33%
北京青耘智帆企业管理	货币	225	8.33%
北京青耘智阔企业管理	货币	150	5.56%

资料来源：公司资料、第一上海

2、MCU

公司是中国排名第一的基于 ARM 架构的通用型 MCU 供应商，在产品系列和工艺制程等方面都处于行业领先地位。公司已构建起庞大且完善的产品矩阵。截至 2024 年末，公司 GD32 系列 MCU 产品已突破 63 个产品系列、超 700 款产品的成功量产，全面覆盖高性能、主流型、入门级、低功耗、无线、车规、专用等细分市场。公司目前已实现 110nm、55nm、40nm、22nm 多制程工艺覆盖，在行业内处于领先水平。

根据 Yole 数据，2022 年至 2028 年间，MCU 市场将以 5.2% 的年复合增长率增长，到 2028 年市场规模将达到 320 亿美元。2022 年全球前六大 MCU 厂商——英飞凌、瑞萨、恩智浦、意法半导体、微芯科技和德州仪器合计占据了 88% 的市场份额。中国企业在市占率普遍在低个位数，保持追赶状态，玩家除了兆易创新，还包括中颖电子、乐鑫科技、国名技术、复旦微电、峰昭科技等企业。下游应用领域来看，MCU 主要应用于汽车电子、工业控制、消费电子等市场，其中汽车电子约占 40%，工业控制约占 25%。

MCU 产品线作为公司重要的战略方向，正朝着全领域、多产品布局迈进，未来将在车规级 MCU、高性能工控产品、MCU+AI 等领域实现更多突破。

3、传感器

公司通过收购思立微完成传感器业务拓展，主要提供指纹识别和触控用芯片。指纹识别芯片业务，公司是国内排名第二的指纹传感器芯片厂商，业务稳健发展。公司未来将继续推动产品的优化升级，进一步拓宽在 PC、手机、可穿戴、移动健康、IoT 等领域的多元布局。触控芯片业务，公司产品也广泛应用于手机、平板及智能家居等机交互领域。

财务表现

公司 2021-2023 年受下游市场景气度逐年走弱，以及 2020 年疫情缺货导致短期量价波动影响，实现收入 81.50/81.30/57.61 亿元，同比增速为 +89.3%/-4.5%/-29.1%。24 年行业回暖，公司销售快速提升，全年收入 73.56 亿元，同比增长 27.7%，归母净利润 11.0 亿元，同比增长 584.2%。2025 年前三季度，行业恢复趋势延续，存储产品受益于竞争对手的退出而迎来量价齐升，收入和利润进一步增长，2025 年前三季度实现收入 68.3 亿元，同比增长 20.9%，归母净利润 10.8 亿元，同比增长 30.2%。

图表 5：公司收入及增速（2022-2025 前三季度）



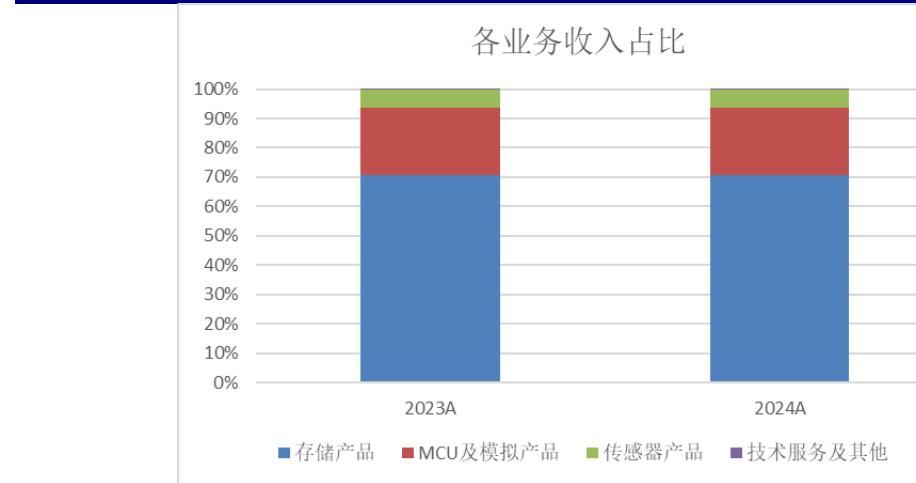
资料来源：公司资料、第一上海

图表 6：公司归母净利润及增速（2022-2025 前三季度）



资料来源：公司资料、第一上海

图表 7：公司收入拆分



资料来源：彭博，公司资料

披露事项与免责声明

披露事项

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789
网址：<http://www.myStockhk.com>