

2026年1月6日  
兆易创新(3986.HK)

SDICSI

## IPO 点评

证券研究报告

TMT

## 兆易创新(3986.HK)-IPO 点评

### 公司概况

兆易创新（以下简称“公司”）公司成立于2005年，是一家采用无晶圆业务模式的多元芯片集成电路设计企业，聚焦集成电路设计与研发，制造及封测环节外包给外部合作伙伴。核心产品涵盖专用型存储芯片（NOR Flash、NAND Flash、利基型DRAM）、MCU、模拟芯片及传感器芯片，广泛应用于消费电子、汽车、工业、PC及服务器、物联网等多个领域。凭借二十年专用型存储芯片及十四年MCU领域深耕经验，公司已成为中国内地相关细分市场龙头企业，根据弗若斯特沙利文的资料，2024年以销售额计，NOR Flash全球第二、中国内地第一（18.5%市场份额），SLC NAND Flash及MCU均为中国内地第一，利基型DRAM中国内地第二，指纹传感器芯片中国内地第二（约10%市场份额），客户群体遍布全球。

财务方面，受半导体行业周期性影响，2023年业绩短期承压，2024年起随行业复苏持续改善。2022-2024年及2025年上半年，收入分别为81.30亿元、57.61亿元、73.56亿元、41.50亿元，净利润分别为20.53亿元、1.61亿元、11.01亿元、5.88亿元，毛利率逐步回升至36.9%，资产净值稳步增长至2025年6月末的174.35亿元，财务结构整体健康。

### 行业状况及前景

半导体行业具有显著周期性特征，2021-2022年受疫情导致的供应链中断及消费电子需求激增影响，行业出现全球性短缺，集成电路产品售价上涨；2023年随疫情限制解除及市场需求正常化，行业进入低迷期，产品价格显著下降；2024年起，终端市场呈现不均复苏迹象，产品价格下跌趋势放缓。根据弗若斯特沙利文资料（行业相关消息以下同），细分市场竞争格局方面，NOR Flash、SLC NAND Flash及利基型DRAM市场集中度较高，2024年销售额口径下前三大参与者合计份额分别达63.2%、69.4%及69.1%。端侧AI成为核心增长驱动力，2025年被视为端侧算力重大爆发的起点。端侧AI推动传统设备向智能系统转型，拓展了AI应用边界，而公司产品适配端侧实时、低功耗且可靠的AI推理需求，有望深度受益于这一趋势。

### 优势与机遇

**细分市场地位领先：**多款产品位居全球及中国内地前列，品牌影响力覆盖全球，客户资源优质且稳定。产品矩阵多元，构建“感存算控连”生态协同解决方案，覆盖多领域应用，可有效分散单一行业波动风险。

**研发团队专业且效率突出：**采用IPD框架整合研发流程，注重核心知识产权自主研发与外部授权补充，2023-2024年研发开支占比超15%，持续推动技术创新。

**供应链与服务能力卓越：**与全球优质晶圆厂、封测代工厂建立稳定合作，保障高效高品质交付，销售团队深度参与研发过程，精准匹配客户需求。

**端侧AI爆发带来增量需求：**公司多元产品组合可提供全面生态协同解决方案，契合AI终端普及趋势，外延并购成效初显，2024年收购赛芯后，模拟芯片业务在技术、产品、市场等层面形成战略协同，推动该板块销量与盈利能力提升。

### 弱项与风险

**市场竞争压力较大，核心细分市场被行业龙头占据：**公司需通过竞争性定价策略扩大份额，导致部分产品售价持续下降，产品价格受行业周期影响显著，2022-2023年产品平均售价大幅下跌导致业绩下滑，盈利能力稳定性不足。

**供应商集中度偏高：**业务模式依赖第三方制造与封测，供应链集中度较高，前五

|                   |                 |
|-------------------|-----------------|
| 股份名称：             | 兆易创新            |
| 股份代码：             | 3986.HK         |
| <b>IPO专用评级</b>    | <b>5.9</b>      |
| -- 评级基于以下标准，最高10分 |                 |
| 1. 公司营运 (30%)     | 5               |
| 2. 行业前景 (30%)     | 6               |
| 3. 招股估值 (20%)     | 5               |
| 4. 市场情绪 (20%)     | 8               |
| <b>主要发售统计数字</b>   |                 |
| 上市日期：             | 2025/1/13       |
| 发行价范围(港元)         | 132 -162        |
| 发行股数, 绿鞋前(百万股)    | 28.92           |
| -- 香港公开发售；占比      | 2.89; 10%       |
| -- 最高回拨后股数；占比     | 4.34; 15%       |
| -- 发行中旧股数目；占比     | 0; 0%           |
| 发行后股本, 绿鞋前(百万股)   | 696.77          |
| 集资金额, 绿鞋前(亿港元)    | 38.17 -46.84    |
| -- 香港公开发售部分       | 3.82 -4.68      |
| -- 最高回拨后          | 5.73 -7.03      |
| 发行后市值, 绿鞋前(亿港元)   | 919.73 -1128.76 |
| 备考每股有形资产净值(港元)    | 30.89 -32.14    |
| 备考市净率(倍)          | 4.27 -5.04      |
| 保荐人               | 中金公司、华泰国际       |
| 账簿管理人             | 中金公司、华泰国际       |
| 会计师               | KPMG            |
| 资料来源：公司招股书        |                 |

汪阳

TMT 行业分析师

alexwang@sdicsi.com.hk

大供应商采购额占比长期超68%，对核心合作伙伴依赖度较高。。

**行业周期性波动与市场竞争加剧风险：**若未来行业再次进入下行周期，将直接导致产品售价与需求下滑，影响公司收入及利润。

### 招股信息

招股时间为2025年12月31日至2026年1月8日，公司按每股发售价132.0港元-162.0港元（中位价147.00港元）发行2891.58万股，上市交易时间为2026年1月13日。

### 基石投资者

本次共有 20 余家机构签订基石投资协议，进行总额约3亿美金基石配售，配售股份占全球发售初始股份比例不超过50%，禁售期6个月，参与机构包括源峰基金及华泰资本投资（场外掉期）、CPE、云锋资本关联公司（New Alternative Limited 等）、DAMSIMF、奇点资产、华勤通讯香港有限公司、TCL 系 Metazone、OPPO 关联天进贸易、小米系 Green Better、新华资产管理、泰康人寿、工银理财等，涉及私募、产业资本、保险资管、银行理财等多个领域。

### 募集资金及用途

假设发售价为每股147.0港元（发售价范围中位数），且发售量调整权及超额配股权未行使，公司预计收取全球发售所得款净额约41.81亿港元，约40.0%（16.72亿港元）用于持续提升研发能力，强化核心技术与产品创新，35.0%（14.63亿港元）用于战略性行业相关投资及收购，拓展业务边界与协同效应，9.0%（3.76亿港元）用于全球战略扩张，加强全球营销及服务网络建设，6.0%（2.51亿港元）用于提高营运效率，优化业务运营流程，10.0%（4.18亿港元）用于营运资金及其他一般企业用途，保障业务持续稳定运营。

### 投资建议

综合来看，公司具备细分市场龙头地位、多元产品矩阵、明确的AI行业机遇及稳健的财务复苏态势，长期投资价值具备一定支撑，但同时面临行业周期性波动、市场竞争激烈、供应链依赖等显著风险，需结合投资者风险偏好与投资周期综合判断。公司招股价为132.0港元-162.0港元（中位价147.00港元），对应发行后总市值为919.73亿港元-1128.76亿港元，对应2024H2+2025H1年经调整后净利润13.51亿元人民币的市盈率约61.3倍-75.2倍；倘若按上限价格162.0港元定价，截至2026年1月5日收盘，招股价对应A股1月5日收盘价235.68元的折让约为38.3%，参考此前A+H港股上市的半导体公司折让幅度较大。综合考虑行业前景，公司基本面以及估值和市场情绪，我们给予IPO专用评分5.9分，建议融资申购。

**客户服务热线**

香港：22131888

国内：4008695517

**免责声明**

此报告只提供阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国投证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010