

# 兆易创新 (603986.SH)

## 三大产品全线涨价，存储龙头充分受益

兆易创新发布 2025 全年业绩预告。公司 2025 全年实现营业收入 92.03 亿元，同比+25%，实现归母净利润 16.1 亿元，同比+46%，扣非后归母净利润 14.23 亿元，同比+38%。从 25Q4 单季度来看，兆易创新 25Q4 实现营收 23.7 亿元，同比+39%，环比-11%，实现归母净利润 5.3 亿元，同比+96%，环比+4%，扣非后归母净利润 3.8 亿元，同比+53%，环比-23%。公司业绩增长主要系 AI 算力建设提速带动需求显著提升，公司面向 PC、服务器、汽车电子等领域产品深度受益，存储行业周期稳步上行，供需结构优化推动产品价量齐升。

### 三大产品全线涨价，存储龙头充分受益。

- ✓ **利基 DRAM:** 据 TrendForce，DDR4 的价格涨幅仍比 DDR5 更为显著，且三星已明确表示不会推迟其产品生命周期结束(EOL)计划。因此，DDR4 的供应量将在 2026 年迅速下降，导致每 Gb 价格达到最高水平。公司 DRAM 产品中，2025 年 DDR4 产品的收入占比超过一半，前三季度收入占比持续上升。新产品 DDR 48Gb 从 25Q1 开始量产，25H1 大约占整体 DRAM 收入的小双位数比例，从 25Q3 开始占比明显增加。此外，公司 2026 年上半年度预计交易额度为 2.21 亿美元，折合人民币约 15.47 亿元，超过 2025 年全年 11.82 亿元的实际发生金额，公司 DRAM 业务有望快速增长。
- ✓ **NOR Flash:** 随着 AI 应用的推广，代码总量在不断上升，长期看对 NOR Flash 产品总的容量需求维持长期稳定增长的状态，公司预期 NOR Flash 会处于供需相对偏紧的状态，产品价格维持温和上涨。
- ✓ **SLC NAND:** 公司认为 3DNAND 对 2DNAND 的产能挤占效应也已经显现，2DNAND (包括 MLC/SLC) 的供应也可能出现短缺，并导致价格持续上涨。

**定制化存储领域优势显著，项目进展顺利。**公司定制化存储解决方案非常适用于推理应用场景，并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。公司过去几年处于技术推广和早期项目研发的过程，从 2026 年开始可以陆续看到该解决方案在不同领域的应用。

**盈利预测与投资建议:** 随着存储产品全线涨价，我们上修业绩预期，预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 92.0/124.2/155.3 亿元，同比增长 25.1%/35%/25%，实现归母净利润 16.1/31.5/39.1 亿元，同比增长 46.1%/95.2%/24.4%。当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 130/67/54X，维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 产品推广不及预期；下游需求不及预期；贸易摩擦加剧。

| 财务指标           | 2023A   | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|----------------|---------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 5,761   | 7,356 | 9,203 | 12,424 | 15,530 |
| 增长率 yoy (%)    | -29.1   | 27.7  | 25.1  | 35.0   | 25.0   |
| 归母净利润 (百万元)    | 161     | 1,103 | 1,611 | 3,145  | 3,914  |
| 增长率 yoy (%)    | -92.2   | 584.2 | 46.1  | 95.2   | 24.4   |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.23    | 1.58  | 2.31  | 4.51   | 5.62   |
| 净资产收益率 (%)     | 1.1     | 6.7   | 9.1   | 15.5   | 16.7   |
| P/E (倍)        | 1,303.5 | 190.5 | 130.4 | 66.8   | 53.7   |
| P/B (倍)        | 13.8    | 12.7  | 11.8  | 10.4   | 9.0    |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 22 日收盘价

## 买入 (维持)

### 股票信息

|                  |            |
|------------------|------------|
| 行业               | 半导体        |
| 前次评级             | 买入         |
| 01 月 22 日收盘价 (元) | 301.47     |
| 总市值 (百万元)        | 210,053.79 |
| 总股本 (百万股)        | 696.77     |
| 其中自由流通股 (%)      | 100.00     |
| 30 日日均成交量 (百万股)  | 34.40      |

### 股价走势



### 作者

分析师 余凌星  
执业证书编号: S0680525010004  
邮箱: shelingxing1@gszq.com

研究助理 沈朱樱婷  
执业证书编号: S0680124120003  
邮箱:

### 相关研究

- 《兆易创新 (603986.SH): 25Q3 利润同环比高增，利基产品全面涨价》 2025-10-29
- 《兆易创新 (603986.SH): 25Q2 利润环比高速增长，定制化存储进展顺利》 2025-08-23
- 《兆易创新 (603986.SH): 存储龙头多元布局，深度受益 AI+国产替代》 2025-06-12

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 11603 | 12435 | 14544 | 17806 | 21838 |
| 现金             | 7266  | 9128  | 10701 | 13095 | 16032 |
| 应收票据及应收账款      | 127   | 232   | 223   | 309   | 411   |
| 其他应收款          | 13    | 208   | 98    | 170   | 272   |
| 预付账款           | 24    | 25    | 37    | 43    | 53    |
| 存货             | 1991  | 2346  | 2888  | 3594  | 4474  |
| 其他流动资产         | 2182  | 496   | 596   | 596   | 596   |
| <b>非流动资产</b>   | 4853  | 6794  | 6326  | 6068  | 5805  |
| 长期投资           | 26    | 137   | 152   | 162   | 162   |
| 固定资产           | 1090  | 1057  | 859   | 659   | 438   |
| 无形资产           | 244   | 260   | 225   | 190   | 155   |
| 其他非流动资产        | 3493  | 5340  | 5090  | 5057  | 5050  |
| <b>资产总计</b>    | 16456 | 19229 | 20869 | 23874 | 27644 |
| <b>流动负债</b>    | 986   | 2331  | 2515  | 2914  | 3467  |
| 短期借款           | 0     | 898   | 903   | 908   | 913   |
| 应付票据及应付账款      | 502   | 734   | 760   | 995   | 1274  |
| 其他流动负债         | 484   | 699   | 851   | 1010  | 1280  |
| <b>非流动负债</b>   | 270   | 220   | 412   | 517   | 622   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 200   | 300   | 400   |
| 其他非流动负债        | 270   | 220   | 212   | 217   | 222   |
| <b>负债合计</b>    | 1256  | 2550  | 2927  | 3431  | 4089  |
| 少数股东权益         | 0     | 180   | 179   | 177   | 174   |
| 股本             | 667   | 664   | 664   | 664   | 664   |
| 资本公积           | 8383  | 8322  | 8322  | 8322  | 8322  |
| 留存收益           | 5947  | 7130  | 8430  | 10933 | 14047 |
| 归属母公司股东权益      | 15200 | 16499 | 17763 | 20266 | 23381 |
| <b>负债和股东权益</b> | 16456 | 19229 | 20869 | 23874 | 27644 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1187  | 2032  | 1625  | 2925  | 3589  |
| 净利润            | 161   | 1101  | 1610  | 3143  | 3910  |
| 折旧摊销           | 445   | 467   | 324   | 305   | 262   |
| 财务费用           | -7    | -78   | 51    | 58    | 63    |
| 投资损失           | -83   | -18   | -71   | -101  | -94   |
| 营运资金变动         | 77    | 388   | -279  | -495  | -546  |
| 其他经营现金流        | 594   | 171   | -11   | 15    | -6    |
| <b>投资活动现金流</b> | -295  | -669  | 126   | 60    | 100   |
| 资本支出           | -348  | -470  | -62   | -27   | 6     |
| 长期投资           | -76   | -196  | -23   | -15   | 0     |
| 其他投资现金流        | 129   | -4    | 211   | 101   | 94    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -573  | 480   | -195  | -590  | -752  |
| 短期借款           | 0     | 898   | 5     | 5     | 5     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 200   | 100   | 100   |
| 普通股增加          | 0     | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 87    | -61   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -660  | -354  | -400  | -695  | -857  |
| <b>现金净增加额</b>  | 344   | 1973  | 1573  | 2394  | 2937  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 5761  | 7356  | 9203  | 12424 | 15530 |
| 营业成本            | 3778  | 4561  | 5614  | 6957  | 8697  |
| 营业税金及附加         | 25    | 31    | 53    | 60    | 77    |
| 营业费用            | 270   | 371   | 368   | 497   | 621   |
| 管理费用            | 370   | 491   | 552   | 621   | 777   |
| 研发费用            | 990   | 1122  | 1114  | 1242  | 1553  |
| 财务费用            | -258  | -443  | -40   | -49   | -68   |
| 资产减值损失          | -613  | -172  | -8    | -10   | 0     |
| 其他收益            | 77    | 53    | 93    | 127   | 142   |
| 公允价值变动收益        | -12   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 83    | 18    | 71    | 101   | 94    |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 120   | 1117  | 1690  | 3303  | 4110  |
| 营业外收入           | 7     | 9     | 7     | 8     | 9     |
| 营业外支出           | 2     | 2     | 2     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 125   | 1124  | 1695  | 3309  | 4116  |
| 所得税             | -36   | 23    | 85    | 165   | 206   |
| <b>净利润</b>      | 161   | 1101  | 1610  | 3143  | 3910  |
| 少数股东损益          | 0     | -2    | -1    | -2    | -3    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 161   | 1103  | 1611  | 3145  | 3914  |
| EBITDA          | 612   | 1124  | 1979  | 3565  | 4310  |
| EPS (元/股)       | 0.23  | 1.58  | 2.31  | 4.51  | 5.62  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | -29.1  | 27.7  | 25.1  | 35.0  | 25.0  |
| 营业利润(%)         | -94.6  | 832.8 | 51.3  | 95.4  | 24.4  |
| 归属母公司净利润(%)     | -92.2  | 584.2 | 46.1  | 95.2  | 24.4  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 34.4   | 38.0  | 39.0  | 44.0  | 44.0  |
| 净利率(%)          | 2.8    | 15.0  | 17.5  | 25.3  | 25.2  |
| ROE(%)          | 1.1    | 6.7   | 9.1   | 15.5  | 16.7  |
| ROIC(%)         | 1.4    | 3.6   | 8.2   | 14.2  | 15.4  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 7.6    | 13.3  | 14.0  | 14.4  | 14.8  |
| 净负债比率(%)        | -47.0  |       | -52.9 | -57.6 | -62.0 |
| 流动比率            | 11.8   | 5.3   | 5.8   | 6.1   | 6.3   |
| 速动比率            | 9.3    | 4.2   | 4.4   | 4.7   | 4.9   |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.3    | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 应收账款周转率         | 45.0   | 45.1  | 45.1  | 52.7  | 48.2  |
| 应付账款周转率         | 7.7    | 7.4   | 7.5   | 7.9   | 7.7   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.23   | 1.58  | 2.31  | 4.51  | 5.62  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.70   | 2.92  | 2.33  | 4.20  | 5.15  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 21.81  | 23.68 | 25.49 | 29.09 | 33.56 |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |       |
| P/E             | 1303.5 | 190.5 | 130.4 | 66.8  | 53.7  |
| P/B             | 13.8   | 12.7  | 11.8  | 10.4  | 9.0   |
| EV/EBITDA       | 89.0   | 55.9  | 101.3 | 55.6  | 45.3  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 22 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com