

兆易创新 (603986)

证券研究报告

2026年02月07日

“感存算控连”芯生态构筑护城河，平台型龙头乘风而上

兆易创新是全球领先的 Fabless 芯片供应商，专注于存储器、微控制器、传感器及模拟芯片的研发与销售。公司产品广泛应用于消费电子、汽车、工业、物联网等领域，构建了“感、存、算、控、连”生态协同解决方案，具备全面的技术布局与全球化的服务网络。

行业层面，AI 技术与存储涨价周期形成双重利好。 AI 推动终端设备对高性能存储与算力需求提升，尤其在 PC、服务器、汽车电子等领域。同时，全球存储原厂实施产能调控，推动 NOR Flash、SLC NAND、利基型 DRAM 等价格上行，行业景气度持续回升。CFM 预计 2025 年第四季度企业级 SSD、LPDDR 等价格涨幅显著，存储市场进入新一轮上升周期

存储业务方面，公司产品线完整，技术领先，市场份额持续提升。 NOR Flash：全球市场份额排名第二（18.5%），是中国内地领先企业。产品覆盖 512Kb-2Gb 全容量，已实现 45nm 节点大规模量产，存储密度显著改善。车规级产品 2Mb-2Gb 容量全线铺开，2025 年推出专为 1.2V SoC 应用打造的双电压供电产品，强化在嵌入式存储领域的战略布局。SLC NAND Flash：位列全球第六，是中国内地排名最高的企业。产品容量覆盖 1Gb-8Gb，24nm 为主要工艺制程，2025 年推出兼备更快读取速度和坏块管理功能的高速 QSPI NAND Flash 产品，适用于工业、IoT 等快速启动场景。**利基型 DRAM：**全球市场份额 1.7%，排名第七。产品线包括 DDR3L/DDR4/LPDDR4 等。2025 年上半年 8Gb 容量 DDR4 产品市场推广顺利，LPDDR4 开始贡献营收。子公司青耘科技积极推进定制化存储方案，为客户提供从容量、带宽、能耗等方面的定制化解决方案。

MCU 业务方面，公司是国内 32 位 MCU 产品领导厂商， 产品已成功量产 64 个产品系列、超过 700 款 MCU 产品，实现对高性能、主流型、入门级、低功耗、无线、车规、专用等产品的全面覆盖。内核覆盖 ARM®Cortex®-M3、M4、M23、M33 及 M7，是全球首个推出并量产基于 RISC-V 内核的 32 位通用 MCU 产品的公司。在汽车应用领域，推出搭载超高性能 M7 内核的全新一代车规级 MCU 产品，适用于车身域控、车身控制、底盘应用等多种电气化用车场景。2025H1，公司在 AI 算法及解决方案、数字能源领域、家电变频技术领域持续深耕，推出直流拉弧检测方案、AI 大语言模型方案等，基于高性能 MCU 产品打造智能、高效、高功率密度的数字电源产品。

模拟与传感器业务方面，产品布局完善，技术实力持续增强。模拟芯片：GD30 系列包括通用电源、电机驱动、专用标准芯片等六大系列，超过 700 款型号。子公司苏州赛芯为锂电保护细分领域龙头，产品涵盖电池保护、电池管理及 SOC 产品。2024 年公司指纹芯片收入 0.5 亿美元，排名市场第二。**传感器：**触控芯片包含自容和互容两大品类，2025 年推出自互容一体电容式多点触摸板控制芯片，已被多家头部企业采用并量产。指纹识别芯片涵盖电容指纹、屏下光学指纹等，是市场主流方案商之一。高精度气压传感器为手机、穿戴、IoT 等领域提供解决方案，普通型通过 E911 测试，防水型已在国际客户产品中量产。

兆易创新是一家在“AI+国产替代+存储周期上行”三重利好共振下的平台型芯片设计公司。我们预计公司 2025-2027 年营收 92.03/113.86/138.78 亿元，预计归母净利润实现 16.10/25.89/27.69 亿元。我们认为兆易创新在未来预测期内成长动能充足，业绩具备较强韧性，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观环境和行业波动风险，供应链风险，人才流失风险，汇率风险，股价波动风险，行业周期节奏风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,760.82	7,355.98	9,203.06	11,386.34	13,877.93
增长率(%)	(29.14)	27.69	25.11	23.72	21.88
EBITDA(百万元)	2,358.25	2,466.34	1,825.38	2,622.59	2,775.41
归属母公司净利润(百万元)	161.14	1,102.54	1,610.34	2,589.29	2,768.99
增长率(%)	(92.15)	584.21	46.06	60.79	6.94
EPS(元/股)	0.24	1.66	2.31	3.72	3.97
市盈率(P/E)	1,142.97	166.35	119.49	74.32	69.49
市净率(P/B)	12.12	11.12	10.90	9.73	8.74
市销率(P/S)	31.97	24.93	20.91	16.90	13.87
EV/EBITDA	20.96	23.54	97.98	67.60	63.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	276.17 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	667.85
流通 A 股股本(百万股)	667.84
A 股总市值(百万元)	184,439.96
流通 A 股市值(百万元)	184,438.69
每股净资产(元)	27.27
资产负债率(%)	11.35
一年内最高/最低(元)	331.07/98.87

作者

李双亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525120002
lishuangliang@tfzq.com

李泓依 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040006
lihongyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《兆易创新-公司点评:21 年业绩高速增长，三大产品线多元发展》2022-02-11
- 《兆易创新-季报点评:21Q3 业绩超预期，高景气&国产化驱动快速成长》2021-10-30
- 《兆易创新-半年报点评:二季度业绩超预期，高景气驱动新产品快速放量》2021-08-30

内容目录

1. “感存算控连”生态的构建者，平台型芯片设计的领军者	4
1.1. 全球领先的 Fabless 芯片供应商，产品广泛应用于各类智能终端	4
1.2. 财务分析：营收与净利润强劲复苏，业绩亮眼	6
1.3. 研发分析：推动技术协同与创新提效	7
2. 行业分析：AI 与国产替代的双轮驱动	8
2.1. 下游需求：AI、汽车与消费电子共驱增长	8
2.2. 专用存储：利基型 DRAM 量价齐升的新周期	9
2.3. MCU：数字经济中的关键基础设施	11
2.4. 模拟芯片：电能转换与信号调理的核心	11
2.5. 传感器芯片：物理世界与数字系统的桥梁	12
3. 公司分析：多元产品矩阵的协同发力	12
3.1. 存储产品：全产品线的布局	12
3.1.1. NOR Flash：全球第二的领先地位与车规级完整布局	12
3.1.2. NAND Flash：高速产品在工业与 IoT 场景的突破	13
3.1.3. DRAM：新品放量与定制化方案的蓝海	14
3.2. MCU 产品：覆盖全场景的 32 位微控制器家族	14
3.3. 传感器：触控与指纹识别的主流方案提供商	16
3.4. 模拟：触控与指纹识别的主流方案提供商	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司产品矩阵	4
图 3：公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）	5
图 4：公司股权激励	6
图 5：公司营收及增速	6
图 6：公司归母净利润及增速	6
图 7：公司营业收入按产品分类（亿元）	7
图 8：公司营业收入按地区分类（亿元）	7
图 9：公司费用率	7
图 10：公司毛利率	7
图 11：公司研发费用及研发费用率（亿元，%）	7
图 12：公司技术人员占比（截至 2025 年 6 月 30 日）	7
图 13：2020-2029E 全球集成电路市场规模（十亿美元）	8
图 14：2020-2029E 中国集成电路市场规模（十亿美元）	8

图 15: 全球手机出货量和 AI 渗透率	8
图 16: 全球 PC 出货量和 AI 渗透率	8
图 17: 全球 TWS 耳机出货量和 AI 渗透率	9
图 18: 存储芯片、MCU、模拟芯片、触控芯片在 AI 眼镜的应用	9
图 19: 2020-2029E 全球汽车出货量、电动车及智能化渗透率	9
图 20: 专用型存储分类	9
图 21: 2020-2029E 全球专用型存储市场规模 (按品类拆分)	10
图 22: 2023 年 1 月-2025 年 7 月 NAND 价格指数与 DRAM 价格指数情况	10
图 23: CFM Q4 各应用市场价格环比幅度预测:	11
图 24: 全球 MCU 市场规模 (十亿美元)	11
图 25: 模拟芯片分类	12
图 26: 2020-2029E 全球模拟芯片市场的市场规模	12
图 27: 2024 年全球 NOR Flash 企业排名 (按收入计)	12
图 28: 兆易创新 SPI NOR Flash	13
图 29: 2024 年全球 SLC NAND Flash 企业排名	13
图 30: 2024 年全球利基型 DRAM 企业排名	14
图 31: 2024 年全球 MCU 企业排名	14
图 32: GD32 微控制器 (MCU) 家族	15
图 33: 公司传感器产品	16
图 34: 公司模拟产品	16
表 1: 公司管理层	5
表 2: 盈利预测与拆分 (亿元)	18

1. “感存算控连”生态的构建者，平台型芯片设计的领军者

1.1. 全球领先的 Fabless 芯片供应商，产品广泛应用于各类智能终端

兆易创新科技集团股份有限公司是全球领先的 Fabless 芯片供应商，公司成立于 2005 年 4 月，总部设于中国北京，在中国上海、深圳、合肥、西安、成都、苏州、香港和新竹，新加坡、美国、韩国、日本、英国、德国等多个国家和地区均设有分支机构和办事处，营销网络遍布全球，为客户提供优质便捷的本地化支持服务。公司主要业务为存储器、微控制器、传感器和模拟芯片的研发、技术支持和销售。公司产品应用广泛，为消费电子、汽车、工业应用、PC 及服务器、物联网、网络通讯等领域的客户提供全面的“感、存、算、控、连”生态协同解决方案。

图 1：公司发展历程

年份	里程碑
2005 年	本公司成立，总部设于北京。
2008 年	本公司发布国内首款 SPI NOR Flash。
2013 年	本公司在国内发布首款 Arm® Cortex® M3 32-bit MCU。
2015 年	本公司完成首款 GD25 SPI NOR Flash AEC-Q100 认证。
2016 年	本公司 A 股于上海证券交易所上市（股票代码：603986.SH）。
2019 年	本公司完成收购思立微的 100% 股权。本公司发布全球首款 RISC-V 内核 32-bit MCU。本公司 GD25 SPI NOR Flash 通过 AEC-Q100 车规级认证。
2021 年	本公司正式发布 24nm SLC NAND Flash。本公司推出首款 DRAM DDR 4。
2022 年	本公司 GD5F SPI NAND Flash 通过 AEC-Q100 车规级认证。
2023 年	本公司成为中国内地首家公司推出以 Arm® Cortex® M7 内核为基础的高性能 MCU。
2024 年	本公司获得 ISO 26262 ASIL D 流程认证。 本集团车规级存储器累计出货量突破 1 亿颗。 本公司取得苏州赛芯的控股权。 本公司 GD32H7 STL 软件测试库获得德国莱茵 TÜV IEC 61508 功能安全认证。 本公司 GD25/55 车规级 SPI NOR Flash 获得 ISO 26262 ASIL D 认证。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司作为集成电路设计行业的全球引领者，具备强大的多元芯片设计能力，主要分为专用型存储芯片、MCU、模拟芯片及传感器芯片四大板块，构成了“感存算控连”生态协同解决方案的基础。公司自主研发的芯片与创新解决方案，凭借卓越的性能和领先的技术，可广泛应用于各类智能终端，前景广阔。

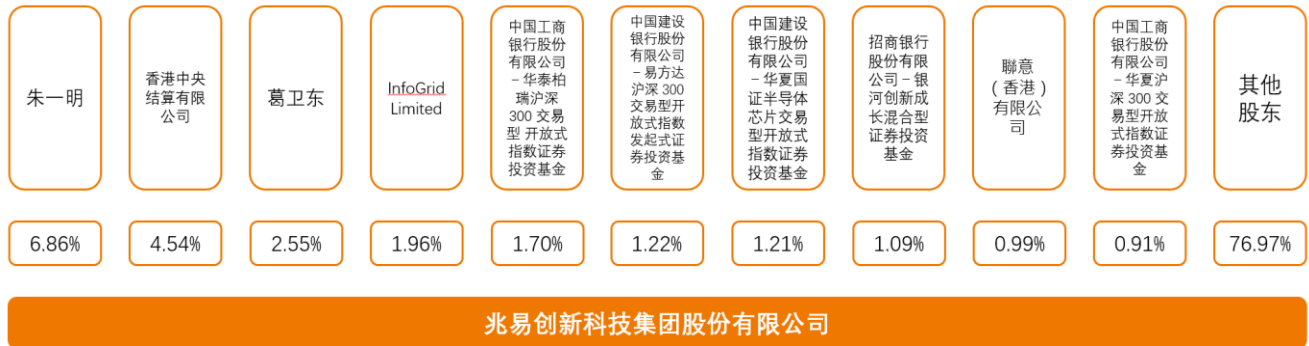
图 2：公司产品矩阵



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司股权结构较为分散。截至 2025 年 9 月 30 日，公司控股股东、实际控制人朱一明直接持有公司 6.86% 股份。朱一明与香港赢富得有限公司（InfoGrid Limited）为一致行动人，合计直接持有公司 8.82% 股份。公司下设 35 家子公司，涵盖芯片研发、设计与销售，形成了完整的产业链布局。

图 3：公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司管理层团队由行业资深专家与核心技术骨干组成，兼具深厚的产业经验与多元化的专业背景，形成了高效协同、持续创新的领导力量。董事长朱一明先生具备集成电路与存储领域的深厚技术背景和国际化视野，曾任职于多家国内外知名科技企业，积累了丰富的研发与管理经验。自 2005 年起担任兆易创新董事长，并曾兼任长鑫存储等重要行业企业的高管职务。

表 1：公司管理层

姓名	职位	经历
朱一明	董事长	中国国籍，清华大学学士、硕士，美国纽约州立大学石溪分校硕士。拥有新加坡永久居留权。曾任 ipolicy Networks Inc. 资深工程师、Monolithic System Technologies Inc. 项目主管。2018 年 7 月至 2022 年 2 月，任长鑫存储技术有限公司董事；2018 年 12 月至 2022 年 2 月，任长鑫存储董事长；2018 年 7 月至 2023 年 4 月，任长鑫存储首席执行官。2020 年 5 月至 2023 年 4 月，任长鑫科技集团股份有限公司首席执行官；2021 年 2 月至今，任长鑫科技集团股份有限公司董事长。2005 年 4 月至 2018 年 7 月，任兆易创新科技集团股份有限公司总经理；2005 年 4 月至今，任兆易创新科技集团股份有限公司董事长。
何卫	副董事长，总经理	中国国籍，清华大学硕士。曾先后任北京微电子技术研究所集成电路部副主任；中芯国际集成电路制造有限公司北京销售部副处长。2009 年加入兆易创新科技集团股份有限公司，曾任兆易创新科技集团股份有限公司副总经理；2018 年 7 月至 2023 年 4 月任兆易创新科技集团股份有限公司代理总经理；2023 年 4 月起任兆易创新科技集团股份有限公司总经理；2021 年 6 月起任兆易创新科技集团股份有限公司董事；2023 年 7 月起任兆易创新科技集团股份有限公司副董事长。
孙桂静	副总经理，财务负责人	中国国籍，中欧国际工商管理学院硕士研究生，天津师范大学本科。曾任职于北京阿博泰克北大青鸟信息技术有限公司。2010 年加入兆易创新科技集团股份有限公司，任兆易创新科技集团股份有限公司会计机构负责人。2021 年 12 月至今担任兆易创新科技集团股份有限公司副总经理、财务负责人。
李宝魁	副总经理	中国国籍，浙江大学信息工程学士，天津大学微电子学硕士，中欧国际工商学院 EMBA 在读硕士。2006 年 3 月至 2011 年 11 月，在炬力北方微电子有限公司历任芯片设计工程师、芯片设计经理。2011 年 11 月加入兆易创新科技集团股份有限公司，曾任兆易创新科技集团股份有限公司 MCU 芯片设计总监，现任 MCU 事业部负责人。2022 年 10 月起至今任兆易创新科技集团股份有限公司副总经理。

<p>胡洪</p>	<p>董事，副总经理</p>	<p>中国国籍，清华大学学士、硕士。2007年7月加入兆易创新科技集团股份有限公司工作至今，历任工程师、部门经理、总监、事业部负责人。2022年10月起至今任兆易创新科技集团股份有限公司副总经理，2022年12月起至今任兆易创新科技集团股份有限公司董事。</p>
------------------	----------------	---

资料来源：公司公告，中商产业研究院官网，天风证券研究所

公司通过持续推出多元化的股权激励计划，为公司构建了长效的人才激励与约束机制，对公司的长远稳健发展起到了关键的支撑作用。

图 4：公司股权激励

股东大会公告日	首次实施公告日	方案进度	激励标的物	激励总数 (万股 / 万份)	占当时总股本比例	每股转让价格 (初始行权价)	有效期 (年)
2024-05-15	2024-05-16	实施	期权	678.14	1.02%	59.18	5.0
2023-07-21	2023-07-22	实施	期权	1,079.92	0.02%	86.47	5.0
2021-07-27	2021-07-28	实施	期权	346.31	0.52%	187.96	5.0
2021-07-27	2021-07-28	实施	股票	220.26	0.33%	93.98	5.0
2021-01-15	2021-01-16	实施	期权	340.86	0.72%	201.81	5.1
2021-01-15	2021-01-16	实施	股票	318.79	0.68%	100.91	5.1
2018-07-13	2018-07-13	实施	期权	301.00	1.06%	103.33	5.0
2018-07-13	2018-07-13	实施	股票	129.00	0.45%	51.67	5.0
2016-12-17	2017-04-28	实施	股票	141.70	1.42%	90.64	4.0
2016-12-17	2017-04-28	停止实施	期权	--	--	181.28	4.0

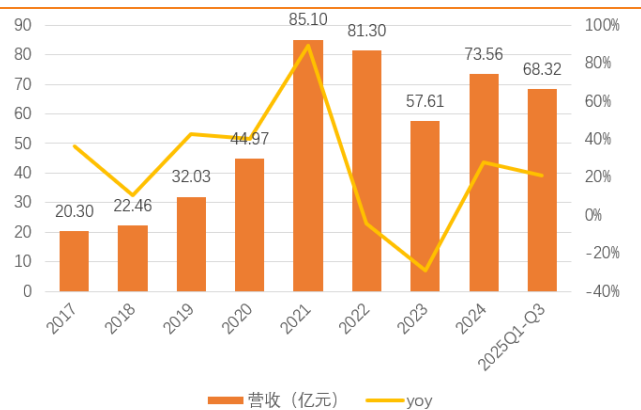
资料来源：ifind，天风证券研究所

1.2. 财务分析：营收与净利润强劲复苏，业绩亮眼

2025年上半年，受益于消费类国家补贴政策的实施，消费终端需求稳步释放；同期，AI的发展持续拉动PC、服务器、汽车电子等领域需求增长。公司持续保持以市占率为中心的策略，较好地把握了市场机遇，公司产品在汽车、消费、存储与计算、手机等多个领域实现了收入和销量同比快速增长。同时，利基型DRAM行业供给格局改善，带动产品量价齐升。

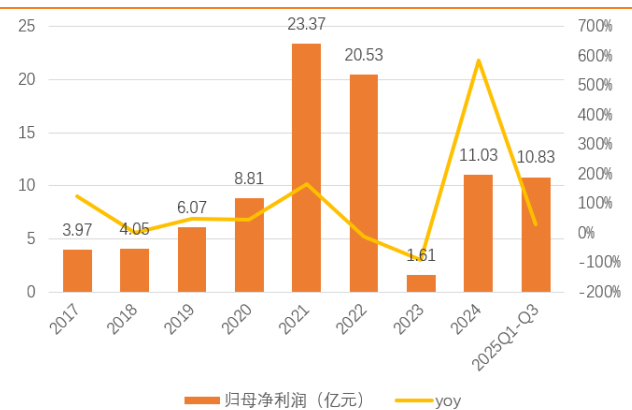
2024年，公司实现营业收入73.56亿元(yoy+27.69%)，归母净利润11.03亿元(yoy+584.21%)。2025Q1-Q3，公司经营情况持续向好，实现营业收入68.32亿元(yoy+20.92%)，归母净利润10.83亿元(yoy+30.18%)。

图 5：公司营收及增速



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 6：公司归母净利润及增速

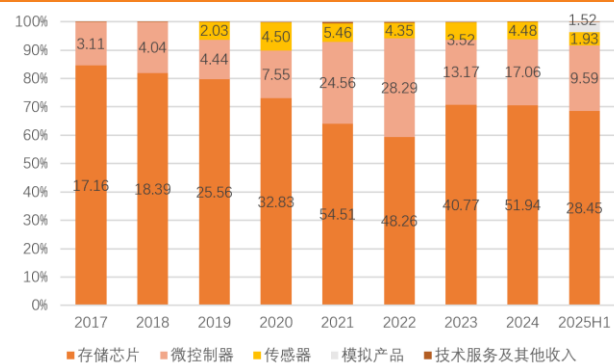


资料来源：ifind，天风证券研究所

从产品看，存储芯片销售收入贡献主要销售收入，其次为微控制器。2024年存储芯片实现销售收入51.94亿元(yoy+27.4%)，占总营收70.6%，2025H1实现销售收入28.45亿元。

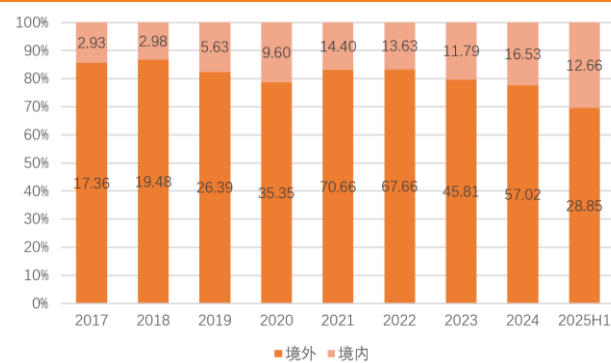
从地区看，公司营收主要来自境外。2024 年境外收入 57.02 亿元，占总营收 77.5%，2025H1 境外收入 28.85 亿元。近年来，公司境内收入占比在稳步提升。

图 7：公司营业收入按产品分类（亿元）



资料来源：ifind，天风证券研究所

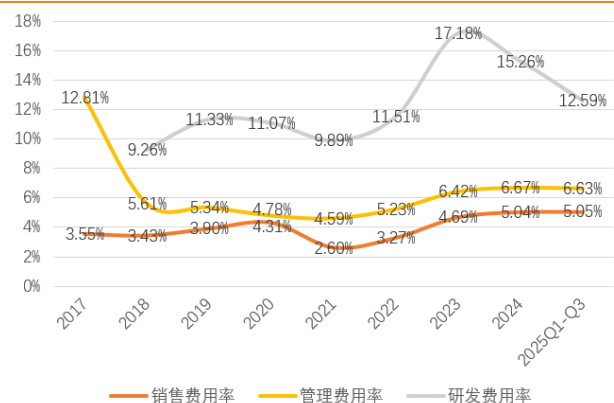
图 8：公司营业收入按地区分类（亿元）



资料来源：ifind，天风证券研究所

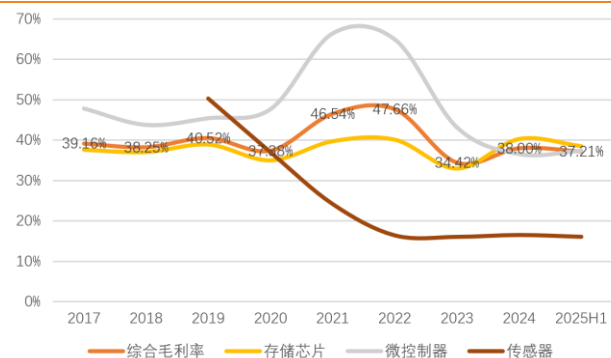
从费用率看，公司处于高速发展阶段，2024 年及之前销售及管理费用率小幅上升，2025Q1-Q3 销售及管理费用率同前年略微浮动，总体上大致持平。公司保持较高的研发投入，2024 年研发费用率为 15.26%。从毛利率看，公司不断优化产品成本，丰富产品矩阵，公司多条产品线竞争力不断增强，毛利率趋稳。

图 9：公司费用率



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 10：公司毛利率



资料来源：ifind，天风证券研究所

1.3. 研发分析：推动技术协同与创新提效

在研发与技术层面，公司将持续发力提升研发效率，推动研发成果高效转化；持续打磨底层技术，推动技术协同与创新提效，为公司发展注入强大动力。截至 2025 年 6 月 30 日，公司硕士及以上学历人员占比达 57.65%，技术人员占比约 70.59%。优秀的人才结构为公司产品研发和技术创新提供了坚实保障。

图 11：公司研发费用及研发费用率（亿元，%）

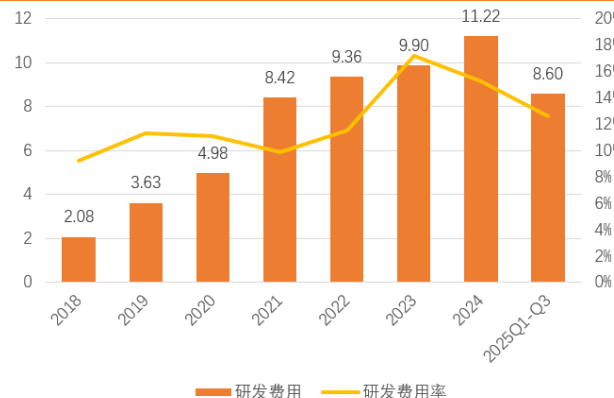
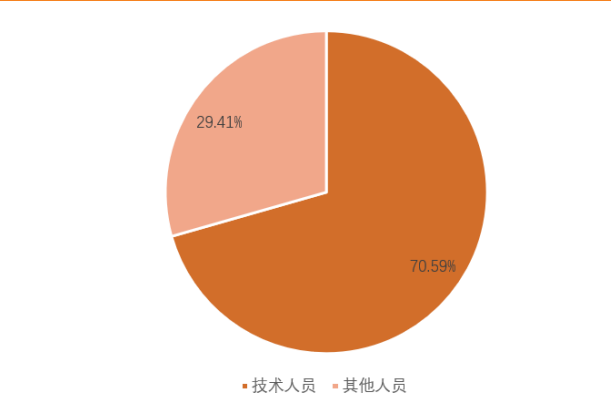


图 12：公司技术人员占比（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源: ifind, 天风证券研究所

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

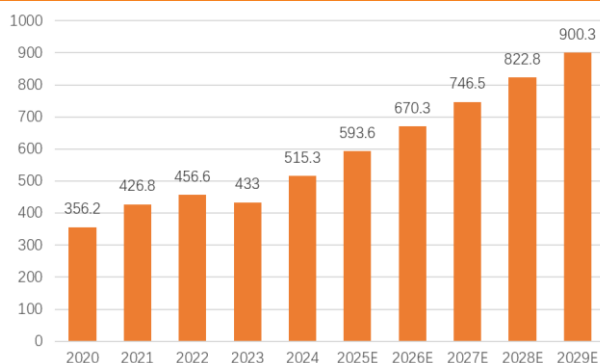
公司注重知识产权的开发、积累和保护, 通过丰富且多样化的专利组合, 建立技术壁垒, 增强公司先进技术的领导地位。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司拥有 1,085 项授权专利, 其中 2025 年新增 51 项授权专利。此外, 公司拥有 226 项商标, 62 项集成电路布图设计专有权, 50 项软件著作权, 以及 12 项非软件的版权登记。

2. 行业分析: AI 与国产替代的双轮驱动

2.1. 下游需求: AI、汽车与消费电子共驱增长

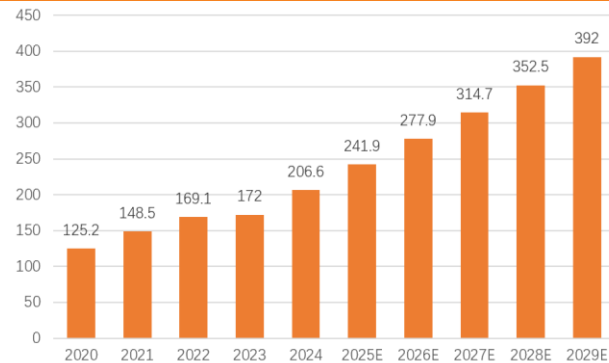
集成电路作为半导体行业最重要的细分领域, 其受人工智能及汽车等关键领域快速发展的推动, 全球集成电路市场在 2020 至 2024 年间呈现出显著增长态势, 市场总规模由 2020 年的 3,561.9 亿美元扩张至 2024 年的 5,152.6 亿美元, 复合年增长率为 9.7%。随着国内下游市场的蓬勃发展和旺盛需求, 中国市场在全球市场的重要性有望进一步提升。中国集成电路市场规模由 2020 年的 1,251.9 亿美元增加至 2024 年的 2,066.3 亿美元, 复合年增长率达 13.3%。

图 13: 2020-2029E 全球集成电路市场规模 (十亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国际货币基金组织, 公司招股说明书, 天风证券研究所

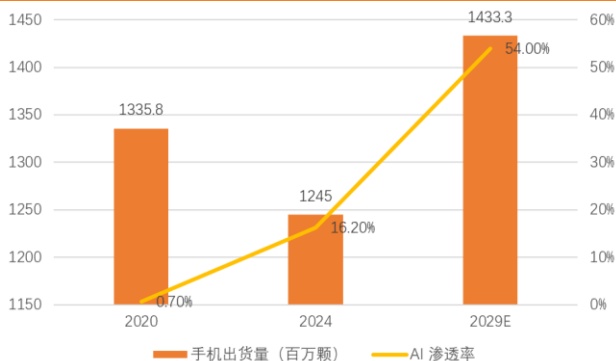
图 14: 2020-2029E 中国集成电路市场规模 (十亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国际货币基金组织, 公司招股说明书, 天风证券研究所

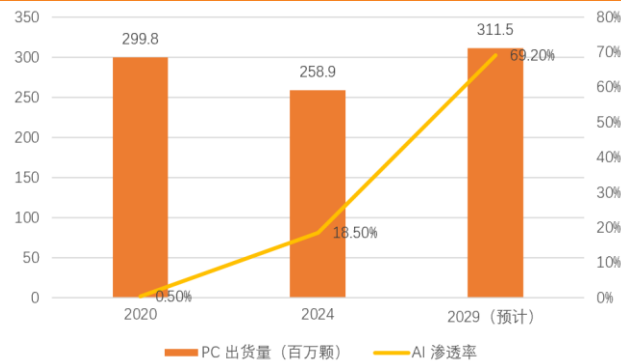
消费电子是半导体重要应用领域。消费电子产品主要包括手机、PC、可穿戴设备等。AI 化是消费电子升级的核心趋势, 显著提升了对所用半导体产品在算力、存储容量、功耗与集成度等方面的性能要求。AI 手机、AI PC 与 AI 耳机等 AI 智能终端产品区别于一般产品的核心特征为: 将原本依赖云端的大模型能力迁移到终端侧, 实现本地 AI 算力、实时响应与隐私保护的统一。

图 15: 全球手机出货量和 AI 渗透率



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国际货币基金组织, 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 16: 全球 PC 出货量和 AI 渗透率

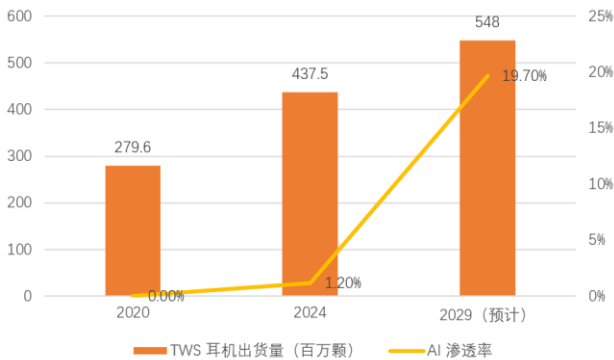


资料来源: 弗若斯特沙利文, 国际货币基金组织, 公司招股说明书, 天风证券研究所

可穿戴设备智能化浪潮中, 眼镜是感官辅助设备中少数尚未大规模电子化的应用, 其智能化潜力巨大。作为视觉感官电子化的突破口, 其硬件架构以主 SoC 为核心, 标配 128-256Mb

NOR Flash，确保系统快速响应。耳机作为另一类重要可穿戴设备，AI 耳机是智能可穿戴设备，能够通过语音 / 手势互动做到实时翻译、AR 导航及信息提醒。2024 年全球 TWS 耳机出货量达 4.4 亿台，沙利文预计 2029 年将增至 5.5 亿台，复合增长率达 4.2%。

图 17：全球 TWS 耳机出货量和 AI 渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，公司招股说明书，天风证券研究所

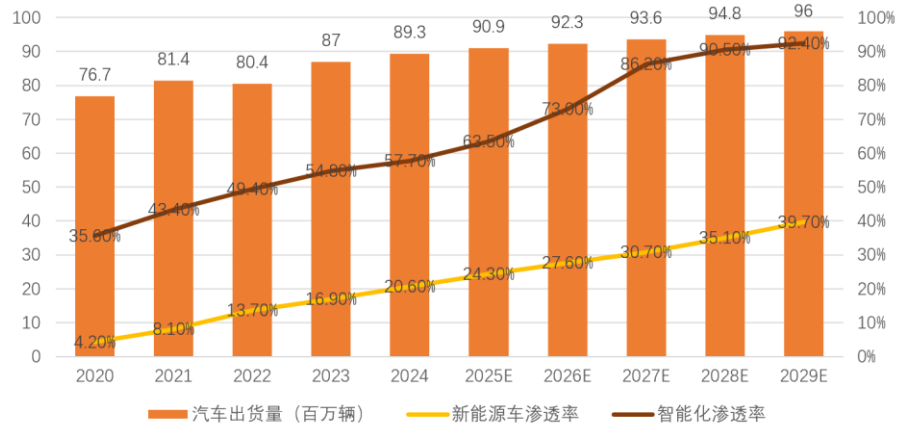
图 18：存储芯片、MCU、模拟芯片、触控芯片在 AI 眼镜的应用

芯片类型	核心应用	关键趋势
NOR Flash	快速启动、固件存储、动态焦距调整	实时 AR 渲染提升了对高效能存储的需求，推动中大容量的 NOR Flash 成为存储器市场的新增长点
MCU	传感器管理、触觉反馈驱动	AI 眼镜应用日益复杂，推动 MCU 核心数量与效能持续提升
模拟芯片	电源管理、显示驱动、锂电池保护	显示、感测与电源三大高精度需求推动模拟芯片整合度快速提升
触控芯片	手势辨识、镜脚交互	多模式交互方式推动触控芯片灵敏度性能的提升
SLC NAND Flash	系统快取、快速启动、资料暂存	AI 模型本地化推动 SLC NAND 容量需求的扩张

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

汽车作为半导体芯片的另一重要应用场景，对半导体芯片存在大量需求。2024 年全球汽车总出货量为 8,930.0 万辆。电动汽车销售增速显著高于传统燃油车，其渗透率预计将从 2024 年的 20.6% 增长到 2029 年的 39.7%。智能汽车销量增长同样迅速，其渗透率预计将从 2024 年的 57.7% 增长到 2029 年的 92.4%。未来电动车的需求将进一步增加，将导致对汽车芯片的性能要求提高及计算能力升级，从而推动汽车的智能化渗透率。其他多元化下游增长需求还包括智能家居、工业应用和具身智能。

图 19：2020-2029E 全球汽车出货量、电动车及智能化渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，乘联会，公司招股说明书，天风证券研究所

2.2. 专用存储：利基型 DRAM 量价齐升的新周期

专用型存储芯片通常有特定的应用需求，或是在特定的市场细分中有竞争优势。当前应用较为广泛的品类主要包括 NOR Flash、SLC NAND Flash、利基型 DRAM。半导体存储器按照断电后数据是否继续保存，可分为易失性 (Volatile) 存储和非易失性 (Non-Volatile) 存储。利基型 DRAM 属于易失性存储，NOR Flash、SLC NAND Flash 属于非易失性存储，在断电后也能够储存数据。

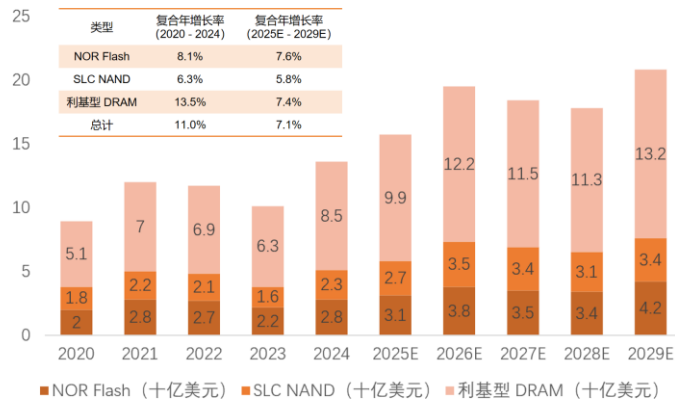
图 20：专用型存储分类

存储芯片类型	产品情况	优势与特点	应用领域
利基型 DRAM	当前产品包括 LPDDR2/3、DDR2/3 以及容量在 8 Gb 及以下的 DDR4/LPDDR4，并将逐步向更大容量发展	生命周期较大，DRAM 更长	消费及网通产品、智能家居、汽车电子及工业控制等
NOR Flash	相比于 NAND Flash，具有更快的读取速度和更小的存储容量，但写入速度相对较慢	凭借快速的随机访问能力和较低的读取错误率	用于存储启动代码和固件，广泛应用于智能手机、PC、可穿戴设备、汽车、工业控制等终端中需要快速启动和高可靠性的场景
SLC NAND Flash	相比于 NOR Flash，具有容量较大、写入速度快等优点；相比多级 (MLC/TLC) NAND Flash，在擦写寿命和数据安全性上有显著优势	适用于大量数据的存储，且擦写寿命长、数据安全性高	工业边缘存储、网通、消费电子、汽车等对较大容量和高可靠性并存的场景

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2024 年，专用型存储全球市场规模为 135.9 亿美元，其中利基型 DRAM 贡献 85.1 亿美元，NOR Flash 为 28 亿美元及 SLC NAND Flash 为 23.1 亿美元。沙利文预计 2025 年至 2029 年间，专用存储市场将因端侧 AI 和汽车电子等领域对低功耗、高可靠性和定制化存储解决方案的持续需求而维持增长态势，市场规模将以 7.1% 的复合年增长率持续扩张，预计 2029 年将达 208.2 亿美元。

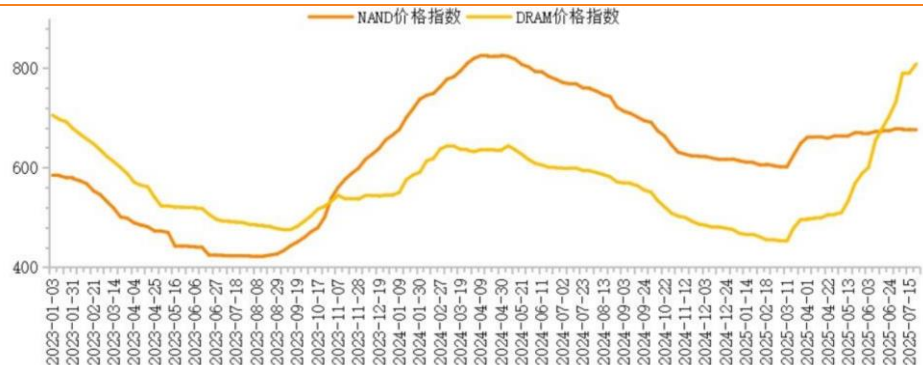
图 21：2020-2029E 全球专用型存储市场规模（按品类拆分）



资料来源：公司招股说明书，IMF，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2025 年存储市场在供需再平衡与技术迭代共振下进入关键转折期。面对 2024 年价格波动压力，全球存储原厂在 2025 年实施更坚决的产能调控策略，同时加速推进成熟产品退市计划，256Gb 及以下容量 NAND 产出同步大幅收缩，部分产品已逐步进入停产状态，多家原厂宣布 DDR4 减产与停产时间表，以实现产品结构升级。叠加原厂普遍对于现货市场 NAND 资源调涨态度坚决，DDR4 停产下游积极备货，3 月以来存储整体价格上扬明显。

图 22：2023 年 1 月-2025 年 7 月 NAND 价格指数与 DRAM 价格指数情况



资料来源：CFM 闪存市场，德明利公司公告，天风证券研究所

CFM 闪存市场 2025 年 Q4 存储市场展望报告指出，预计四季度，服务器 eSSD 涨幅将达到 10%以上，DDR5 RDIMM 价格涨幅约 10%~15%；Mobile 嵌入式 NAND 涨幅约 5%~10%，LPDDR4X/5X 涨幅约 10%~15%；PC 端 LPDDR5X/D5 价格涨幅预计将落在 10%~15%，cSSD 价格涨幅达 5%~10%。

图 23：CFM Q4 各应用市场价格环比幅度预测：

市场	品类	4Q25 涨跌幅度 (QoQ)
Server	NAND	up ~10%
	DDR5	up 10%~15%
	DDR4	up 15%~20%
Mobile	NAND	up 5%~10%
	LPDDR5/X	up 10%~15%
	LPDDR4/X	up 10%~15%
PC	NAND	up 5%~10%
	LPDDR5X/DDR5	up 10%~15%

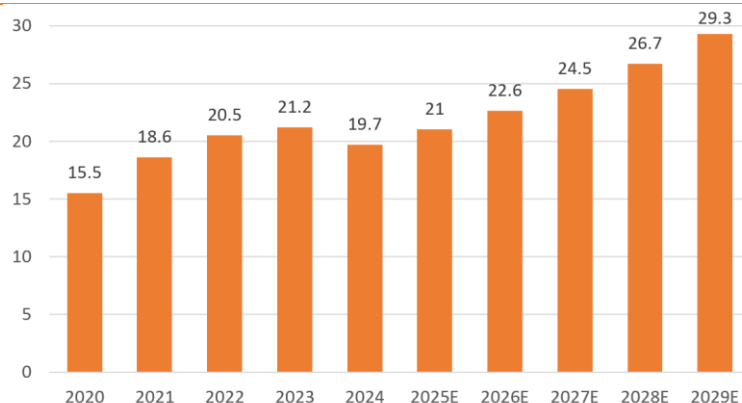
资料来源：闪存市场公众号，天风证券研究所

2.3. MCU：数字经济中的关键基础设施

微控制器单元（MCU）是高度集成的芯片，广泛应用于工业、汽车、家电等多个领域，支撑着数十亿终端设备的运作，是数字经济中的关键基础设施。MCU 通常集成 CPU、存储器、数据转换器和 I/O 接口等功能模块。根据总线宽度，MCU 可分为 8 位、16 位和 32 位三类。32 位 MCU 凭借其强大的运算能力，能够高效处理复杂数据，成为市场的主流，占比超过 60%。随着高性能需求的增长，32 位 MCU 的市场份额预计将进一步扩大。

全球 MCU 市场规模从市场规模上看，2024 年全球 MCU 市场规模达到 197 亿美元，过去五年的复合年增长率为 6.3%。展望未来，在 AI 加速渗透的背景下，汽车电子、工业控制设备与消费电子等终端的功能复杂度和智能化水平同步提升，使市场对 MCU 的需求不断提高。由此，电动车的单车 MCU 价值量可高于油车超 60%。同时，实时算力、低功耗和功能安全等级的要求水涨船高，32 位 MCU 渗透率进一步提升。受以上因素驱动，沙利文预计 MCU 市场规模在 2029 年将达到 293.0 亿美元，复合年增长率为 8.7%。

图 24：全球 MCU 市场规模（十亿美元）



资料来源：IMF，弗若斯特沙利文，公司招股说明书，天风证券研究所

2.4. 模拟芯片：电能转换与信号调理的核心

模拟芯片主要负责电能转换与信号采集-调理，可分为 PMIC 和信号链芯片两大类。模拟芯片全球市场规模随着全球 AI 数据中心加速建设，电动车电动化、智能化渗透率持续提升，以及工业控制和消费电子系统智能化升级，全球模拟芯片市场迎来新一轮增长周期，市场规模沙利文预计将从 2025 年的 830.9 亿美元增长至 2029 年市场规模有望达 1,128.3 亿美元，期间复合年增长率为 7.9%。从细分市场上看，电源管理芯片凭借其在 AI 服务器供电系统、电动车电驱平台、便携终端快充方案等关键应用场景中的核心作用，未来五年市场规

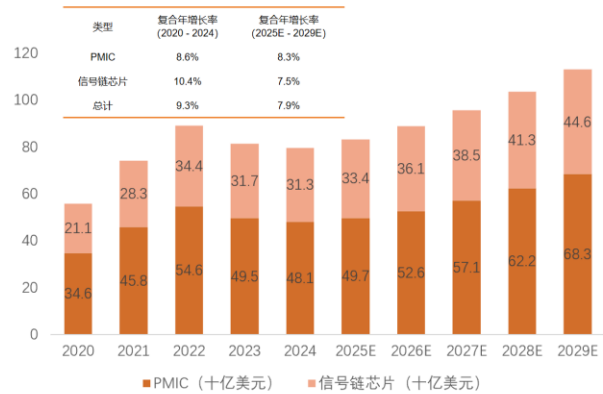
模沙利文预计将以 8.3%的复合年增长率增长。

图 25：模拟芯片分类

类别	子类别	功能
模拟芯片	PMIC	聚焦能量的变换、稳压与电流管理
	信号链芯片	承担传感、接口、转换、时钟与线性放大等功能，构成数字系统与真实物理世界交互的关键桥梁
PMIC 细分	AC - DC 芯片	将交流电变为低压直流电，并具备电路保护机制
	DC - DC 芯片	把外部直流电压转换为数字芯片所需的稳定工作电压
	线性稳压芯片	通过线性方式精准调节外部直流电压
	电池管理芯片	负责电池充放电控制与安全监测

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 26：2020-2029E 全球模拟芯片市场的市场规模



资料来源：IMF，弗若斯特沙利文，公司招股说明书，天风证券研究所

2.5. 传感器芯片：物理世界与数字系统的桥梁

传感器芯片是指从物理世界收集各种信号，并将信号输出至后端系统进行进一步处理的元件。

电容触控芯片是一种通过检测电容值变化来识别触摸等行为的集成电路，其核心功能是将人体接触引起的电场变化转化为可处理的电信号。电容触控芯片主要用于智能手机、智能穿戴设备、TWS 耳机、笔记本电脑等领域，其他新兴下游应用还包括智能家居、汽车触控屏等。全球触控芯片市场总规模由 2020 年的 25.9 亿美元扩张至 2024 年的 29.0 亿美元。展望未来，市场有望持续扩张，沙利文预计到 2029 年将达到 37.4 亿美元。

指纹芯片是基于半导体传感技术实现生物特征识别的核心元器件，主要功能包括活体检测、快速身份认证以及安全数据加密，按照下游应用主要覆盖智能手机、智能门锁及金融支付终端等领域。2024 年全球指纹芯片市场规模达 58.3 亿美元，受益于全面屏手机渗透率提升、智能家居安全需求以及金融级生物认证标准升级等趋势推动，沙利文预计 2029 年出货量将突破 88.9 亿美元。

3. 公司分析：多元产品矩阵的协同发力

3.1. 存储产品：全产品线的布局

公司存储器产品包括闪存芯片(NOR Flash、NAND Flash)和动态随机存取存储器(DRAM)。

3.1.1. NOR Flash：全球第二的领先地位与车规级完整布局

NOR Flash 即代码型闪存芯片，主要用来存储代码及少量数据。公司 NOR Flash 产品广泛应用于工业、汽车、消费电子、PC 及服务器、网络通信、物联网及移动设备等各个领域。2024 年，全球 NOR Flash 市场的竞争格局呈现出相对稳定和高度集中的特点，前 3 大企业合计约占市场总规模的 63.2%。其中，公司 2024 年的收入约为 512.2 百万美元，市场份额约为 18.5%，在全球企业中排名第二，也是排名最高的中国内地企业。

图 27：2024 年全球 NOR Flash 企业排名（按收入计）

排名	公司名称	所在地	NOR Flash 收入 (百万美元)	市场份额 (%)
1	公司 A	中国台湾省	756.6	27.4%
2	兆易创新	中国北京	512.2	18.5%
3	公司 B	中国台湾省	477.7	17.3%
前 3 名	-	-	1,746.5	63.2%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，天风证券研究所

NOR Flash 方面,公司产品覆盖 512Kb 到 2Gb 的容量范围,支持 1.2V、1.8V、3V、1.65~3.6V 以及 1.8VVCC & 1.2VVIO 等多种供电类型,并针对不同市场应用需求分别提供高性能、低功耗、高可靠性、小封装等多个产品系列,可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。2025 年上半年,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,进一步强化公司在双电压供电闪存解决方案领域的战略布局,为市场提供先进嵌入式存储解决方案,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。

图 28：兆易创新 SPI NOR Flash



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司于 2020 年推出中国内地首款容量高达 2Gb、高性能 SPI NOR Flash 产品,成为中国内地首家覆盖 512Kb 到 2Gb 完整产品线的厂商。2024 年,公司推出中国内地首款低功耗系列 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。2025 年,公司是率先实现 45nm 节点 SPI NOR Flash 大规模量产的公司之一,存储密度得到显著改善,持续保持技术和市场的领先。

在汽车领域,公司 SPI NOR Flash 车规级产品 2Mb~2Gb 容量已全线铺齐,为市场提供全国产化车规级闪存产品。公司 GD55LX02GE 系列车规级 SPI NOR Flash 以出色的产品性能与可靠的产品质量,获得“2025 汽车电子·金芯奖卓越产品奖”。

3.1.2. NAND Flash：高速产品在工业与 IoT 场景的突破

2024 年,全球 SLC NAND Flash 的市场份额高度集中于海外及中国台湾省厂商,前三大企业共占市场总值 69.4%。公司凭借 50.0 百万美元的业务收入位列全球 SLC NAND Flash 市场第六,也是排名最高的中国内地企业。

SLC NAND Flash 方面,公司产品容量覆盖 1Gb~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、汽车电子等领域已经实现了全品类的产品覆盖。公司 38nm 和 24nm 两种制程的产品全面量产,现阶段,公司以 24nm 为主要工艺制程。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。

图 29：2024 年全球 SLC NAND Flash 企业排名

排名	公司名称	所在地	SLC NAND Flash 收入 (百万美元)	市场份额 (%)
1	公司 C	日本东京	813.1	35.2%
2	公司 D	美国博伊西	539.2	23.3%
3	公司 A	中国台湾省	251.8	10.9%
4	公司 E	中国香港	201.0	8.7%
5	公司 B	中国台湾省	129.8	5.6%
6	兆易创新	中国北京	50.0	2.2%
前 6 名	-	-	1,984.9	85.9%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，天风证券研究所

3.1.3. DRAM：新品放量与定制化方案的蓝海

2024 年，全球利基型 DRAM 的市场份额高度集中在海外大厂企业，前三家企业合计约占市场总规模的 69.1%。其中，公司 2024 年的收入约为 146.4 百万美元，市场份额约为 1.7%，在全球企业中排名第七，也是排名第二的中国内地企业。

公司利基型 DRAM 产品线基本铺齐，产品品类持续扩张，已包括 DDR3L/DDR4/LPDDR4 等，主要应用于网络通信、电视、机顶盒、智能家居、工业等多个领域。公司依托强大的供应链优势，在全球利基型 DRAM 市场中份额加速增长。随着端侧 AI 需求的兴起，对定制化存储解决方案提出新的要求，公司控股子公司青耘科技紧贴客户需求，积极开拓包括定制化存储方案在内的新技术、新产品和新市场，从容量、带宽、能耗等方面为客户提供更为定制化的解决方案，重塑端侧存储新形态。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。

图 30：2024 年全球利基型 DRAM 企业排名

排名	公司名称	所在地	利基型 DRAM 收入 (十亿美元)	市场份额 (%)
1	公司 F	韩国水原	2,622.4	30.8%
2	公司 D	美国博伊西	1,805.0	21.2%
3	公司 G	韩国首尔	1,455.9	17.1%
4	公司 H	中国台湾省	737.3	8.7%
5	公司 A	中国台湾省	605.4	7.1%
6	公司 I	中国北京	229.9	2.7%
7	兆易创新	中国北京	146.4	1.7%
前 7 名	-	-	7,602.4	89.3%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. MCU 产品：覆盖全场景的 32 位微控制器家族

2024 年，全球 MCU 市场的竞争格局呈现出相对稳定和高度集中的特点，前五家企业合计约占市场总规模的 81.2%。其中，本公司 2024 年的收入约为 230.6 百万美元，市场份额约为 1.2%，在全球企业中排名第八，在中国内地企业中排名第一。

图 31：2024 年全球 MCU 企业排名

排名	公司名称	所在地	MCU 收入 (十亿美元)	市场份额 (%)
1	公司 J	德国新比贝格	3,991.8	20.2%
2	公司 K	日本东京	3,467.1	17.5%
3	公司 L	瑞士日内瓦	3,337.7	16.9%
4	公司 M	荷兰爱因霍芬	3,102.4	15.7%
5	公司 N	美国钱德勒	2,150.3	10.9%
6	公司 O	美国达拉斯	1,461.8	7.4%
7	公司 P	中国台湾省	289.0	1.5%
8	兆易创新	中国北京	230.6	1.2%
前 8 名	-	-	18,030.8	91.2%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，天风证券研究所

作为国内 32 位 MCU 产品领导厂商，公司 GD32MCU 产品已成功量产 64 个产品系列、超过 700 款 MCU 产品，实现对高性能、主流型、入门级、低功耗、无线、车规、专用等产品的全面覆盖。公司产品内核覆盖 ARM®Cortex®-M3、M4、M23、M33 及 M7，其中 M3、M33 及 M4 内核产品为主要产品（总计 44 个产品系列）。公司为全球首个推出并量产基于 RISC-V 内核的 32 位通用 MCU 产品的公司，也是推出国内首款 M7 内核高性能 MCU 产品的公司。

在汽车应用领域，公司推出的搭载超高性能 M7 内核的全新一代车规级 MCU 产品，集成了优异的性能、增强的安全升级以及丰富的外设接口，全面契合车身域控、车身控制、底盘应用等多种电气化车用场景，进一步拓展了公司在汽车电子领域的产品布局。

在工艺制程上，目前公司 MCU 产品覆盖 110nm、55nm、40nm、22nm 工艺制程，在行业处于领先地位。公司在向市场提供丰富产品系列的同时，以遍布海内外的服务网络为客户提供优质便捷的本地化支持服务，公司在 MCU 领域的品牌价值和市场竞争力持续提升。

图 32：GD32 微控制器 (MCU) 家族

	Cortex®-M23	Cortex®-M3	Cortex®-M4	Cortex®-M33	Cortex®-M7	RISC-V
高性能		GD32F2xx	GD32F4xx	GD32G5xx GD32F5xx GD32E5xx	GD32H7xx	
主流型		GD32F10x	GD32F30x GD32C1x3 GD32E1x3	GD32E502		GD32VF103
入门级	GD32C2x1 GD32E23x	GD32F1x0	GD32F3x0			
低功耗	GD32L23x					
无线				GD32W515		GD32VW553
车规			GD32A10x GD32A490	GD32A5xx	GD32A7xx	
专用	GD32E232		GD32FFPR	GD32E501 GD32EPRT		

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2025 年上半年，公司在 MCU 产品上持续拓宽技术实力，深耕专业领域：

在 AI 算法及解决方案上，公司直流拉弧检测方案以高性能 GD32H7 系列 MCU 为强大算力硬件基础，并提供了一整套的 AI 算法工具，使得检测准确率大幅提升。公司基于无线 MCU 产品打造的 AI 大语言模型方案，支持 AI 智能语音对话、翻译、故事生成等功能，可广泛应用于智能陪伴 AI 玩具、智能家居等场景。公司通过覆盖 MCU、传感器、存储等全栈产品矩阵，为人形机器人提供从感知、决策到执行的全链条芯片级支持，并凭借深厚的技术积淀和成熟的解决方案，已与多家头部具身智能企业开展合作。

在数字能源领域，公司与业内优秀公司合作，基于高算力 MCU 产品打造智能、高效、高功率密度的数字电源产品，加速在 AI 数据中心、光伏逆变器、储能、充电桩和电动汽车商业化布局。公司推出覆盖功率控制、储能系统、端侧 AI 等应用领域的 MCU 和 AFE 解决方案，助力智慧能源产业向高效化、智能化加速升级，并推出基于高性能 MCU 的单片微型逆变器方案。

在家电变频技术领域，公司以专业化定制能力，为冰箱、洗衣机、油烟机等场景提供从底层驱动到上层应用的全链路技术支持。

3.3. 传感器：触控与指纹识别的主流方案提供商

公司传感器产品（Sensor）包括触控芯片、指纹识别芯片和气压传感器芯片。公司触控芯片包含自容和互容两大品类，涵盖手机、平板及智能家居等人机交互领域。公司指纹识别芯片包括电容指纹、屏下镜头式光学指纹等，为手机等市场提供主流选择方案，同时为智能门锁、笔记本提供电容指纹方案。公司高精度气压传感器为手机、穿戴、IoT 等领域提供解决方案。

围绕电容、光学、霍尔和微机电等传感技术平台，公司持续推出有市场竞争力的新产品。公司的传感器产品具备高集成、高精度及高敏感度，以及低功耗的优势，同时，公司持续开发优秀性能的算法和行业应用解决方案。

图 33：公司传感器产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司指纹识别产品已在多款旗舰、高、中阶智能手机商用前置/后置/侧边电容和光学方案，是市场主流方案商之一。公司触控产品涵盖手机、平板及智能家居等人机交互领域。公司高精度气压传感器为手机、穿戴、IoT 等领域提供解决方案。

2025 年，公司推出自互容一体，电容式多点触摸板控制芯片，并与合作伙伴共同推出高性能、高精度的触摸板模组方案，截至目前，已有多家业界头部企业采用了公司触摸板方案并实现量产。在 MEMS 气压传感器领域，公司已拥有清晰且具有前瞻性的产品组合。公司普通型气压计作为面向手机市场的主力产品，已顺利通过 E911 测试。在防水型气压计产品方面，部分产品型号已成功在国际知名厂商的产品中实现量产。

3.4. 模拟：触控与指纹识别的主流方案提供商

公司模拟产品主要包括通用电源（如 DC-DC、LDO）、专用电源（如耳机充电仓电源）、电机驱动（如扫地机器人电机驱动）以及温湿度传感器产品等。公司控股子公司苏州赛芯为锂电保护细分领域的龙头公司。

公司 GD30 系列模拟芯片目前包括通用电源、电机驱动、专用标准芯片、充电管理、信号链、锂电池管理芯片等六大系列，超过 700 款型号的产品供市场选择，广泛应用于多种领域，典型应用场景包括无线基础设施、通讯 / 网通、工业自动化、多相马达控制、智能穿戴 / 家居、储能、电力测量 / 监控、数据中心等。公司子公司苏州赛芯模拟芯片包括电池保护产品、电池管理产品及 SOC 产品三大类，典型应用场景包括移动电源、智能穿戴及其它通用领域。

2024 年，中国指纹芯片行业竞争格局较为集中，其中本公司 2024 年指纹芯片领域的收入 0.5 亿美元，排名市场第二。

图 34：公司模拟产品

类别	具体产品
通用电源	线性稳压器 LDO、DC - DC 转换器
专用标准芯片	存储专用芯片、TWS 耳机专用电源管理 IC
电机驱动	三相预驱、单通道全桥驱动、多通道全桥驱动、无刷电机 SOC
充电管理	电池充电器 IC、锂电池保护 IC
信号链	模数转换器 (ADC)、运算放大器、比较器、高精度基准源、检流运放、温度与温湿度传感器
锂电池管理芯片 BMS AFE	-

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们认为，兆易创新是一家在“AI+国产替代+存储周期上行”三重利好共振下的平台型芯片设计公司。其多元化的产品布局使其能穿越周期，技术领先地位和国产替代使命构筑了深厚护城河。随着公司产品结构持续优化，叠加行业景气度回升，其盈利能力和估值均可能有上行空间。我们预计公司 2025-2027 年营收 92.03/113.86/138.78 亿元，预计归母净利润实现 16.10/25.89/27.69 亿元，理由及拆分如下：

一、存储芯片

营收增长点：

- **NOR Flash**：2025H1，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；已实现 45nm 节点 SPI NOR Flash 大规模量产，存储密度提升，技术领先。
- **SLC NAND Flash**：2025H1，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。
- **利基型 DRAM**：海外大厂退出市场，供给收缩，公司 DDR4 8Gb、LPDDR4 等新产品在 TV、工业等领域客户导入顺利，量价齐升。2025H1，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。公司控股子公司青耘科技开展的定制化存储业务正有序推进中，业务进展顺利。

毛利率提升点：

- 供需格局改善：利基型 DRAM 价格有望持续上涨。

因此，我们合理预测该产品 2025E-2027E 的营收分别为 63.61 /77.57/93.86 亿元，毛利率为 40.00%/45.00%/42.00%。

二、微控制器 (MCU)

营收增长点：

- **AI 算法与解决方案**：如直流拉弧检测、AI 大语言模型方案、机器人全栈芯片支持等，推动高性能 MCU 需求。
- **数字能源领域**：与合作伙伴推出高算力 MCU 用于 AI 数据中心、光伏逆变器、储能、充电桩等。
- **汽车电子**：车规级 MCU (如 GD32A7 系列) 适用于车身控制、座舱、底盘等，客户拓展顺利。
- 2025H1，公司正式推出 GD32C231 系列入门型 MCU，进一步扩充产品阵容，为小家电、BMS 电池管理系统、小屏显示设备、手持消费类产品、工业辅助控制、车载后装

等应用提供更具竞争力的解决方案。

毛利率提升点:

- 产品结构向高性能、高算力 MCU 倾斜 (如 M7 内核、RISC-V 内核)。

因此,我们合理预测该产品 2025E-2027E 的营收分别为 19.34/23.59/28.53 亿元,毛利率为 38.00%/43.00%/41.00%。

三、传感器

营收增长点:

- **触控芯片:** 推出自互容一体触摸板控制芯片,已被多家头部企业采用并量产。
- **指纹识别芯片:** 在旗舰、中高端手机中商用前置/后置/侧边电容和光学方案,是市场主流方案商之一。
- **气压传感器:** 普通型通过 E911 测试,防水型已在国际客户产品中量产,穿戴、IoT 需求增长。

毛利率提升点:

- 产品集成度提升,算法优化,附加值提高。

因此,我们合理预测该产品 2025E-2027E 的营收分别为 5.00/5.60/6.28 亿元,毛利率为 16.20%/18.00%/18.00%。

四、模拟产品

营收增长点:

- **电源管理芯片 (PMIC):** 在 AI 服务器、电动车、快充等场景中需求强劲。
- **子公司苏州赛芯:** 整合后协同效应显现,电池保护、管理产品快速放量。
- **与 MCU 配对方案:** 如储能锂电池保护、机器人吸尘器等整体解决方案。

毛利率提升点:

- 技术整合与协同效应降低成本。

因此,我们合理预测该产品 2025E-2027E 的营收分别为 4.00/7.00/10.00 亿元,毛利率为 40%/40%/39%。

表 2: 盈利预测与拆分 (亿元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	57.61	73.56	92.03	113.86	138.78
yoy	-29.14%	27.69%	25.11%	23.73%	21.88%
毛利率	34.18%	38.00%	38.34%	43.00%	40.54%
存储芯片					
营业收入	40.77	51.94	63.61	77.57	93.86
yoy	-15.51%	27.39%	22.46%	22.00%	21.00%
毛利率	32.99%	40.27%	40.00%	45.00%	42.00%
微控制器					
营业收入	13.17	17.06	19.34	23.59	28.53
yoy	-53.46%	29.56%	13.36%	22.00%	20.91%
毛利率	43.10%	36.50%	38.00%	43.00%	41.00%
传感器					

营业收入	3.52	4.48	5.00	5.60	6.28
yoy	81.03%	127.20%	11.53%	12.00%	12.10%
毛利率	16.00%	16.46%	16.20%	18.00%	18.00%
模拟产品					
营业收入	--	--	4.00	7.00	10.00
yoy	--	--		75.00%	42.86%
毛利率	--	--	40.00%	40.00%	39.00%
技术服务及其他收入					
营业收入	0.14	0.07	0.08	0.10	0.11
yoy	-64.74%	-48.61%	12.05%	25.00%	10.00%
毛利率	--	99.09%	99.00%	99.00%	99.00%

资料来源：ifind，天风证券研究所

兆易创新作为国内存储芯片与 32 位通用 MCU 双领域龙头企业，深度受益于半导体自主可控政策扶持、存储芯片国产替代大趋势及 AI、汽车电子、工业控制等下游场景的需求扩张，公司构建起 NOR Flash、NAND、DRAM 全存储品类布局与“存储 + MCU”协同发展格局，叠加海外大厂淡出利基型 DRAM 市场、利基型存储供需格局改善，未来预测期内，公司成长动能充足，业绩具备较强韧性，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

宏观环境和行业波动风险

半导体行业面临全球化的竞争与合作，会受到国内外宏观经济、行业法规和国际贸易摩擦等宏观环境因素的影响。同时，半导体行业也具有一定周期性波动特点。

供应链风险

公司的产品特点适合采用无晶圆厂（Fabless）运营模式。晶圆代工厂和封装测试厂等供应链各环节的产能能否保障采购需求以及合理成本，存在不确定风险。

人才流失风险

作为集成电路设计企业，拥有稳定的高素质管理及技术团队，对公司保持行业领先地位至关重要，若团队内有重要成员离开且难以在短时间内补充相关人才，造成较为严重的团队人才流失，对管理、研发等环节产生不利影响，则可能会影响公司未来业绩表现。

汇率风险

公司境外销售占比较高，且主要以美元结算，汇率大幅波动可能给公司运营带来汇兑风险。

股价波动风险

当前公司股价已是历史高点，叠加存储行业强周期性、AI 及国产替代利好预期部分兑现、市场估值中枢波动等因素，后续股价可能面临较大调整压力与波动风险。

行业周期节奏风险

本报告中提及的“AI+国产替代+存储周期上行”三重利好已在一定程度上被市场认知并反映在股价中。且存储行业具有强周期性，若明年 AI 方面需求力度不及预期或价格上行周期提前结束，公司业绩可能无法达到预测水平，影响报告中的判断。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,265.86	9,128.01	10,782.40	12,190.06	13,889.97
应收票据及应收账款	127.28	231.79	286.61	310.90	418.24
预付账款	24.18	24.53	56.16	31.65	74.07
存货	1,990.87	2,346.37	3,129.24	3,389.27	4,643.63
其他	2,194.77	704.09	570.51	607.24	629.25
流动资产合计	11,602.96	12,434.80	14,824.92	16,529.12	19,655.15
长期股权投资	25.73	137.07	187.07	207.07	217.07
固定资产	1,089.77	1,056.60	1,266.86	1,357.12	1,427.38
在建工程	4.27	5.25	6.45	7.75	6.75
无形资产	404.27	478.80	421.62	351.95	270.27
其他	3,328.79	5,116.32	4,051.91	4,109.06	4,292.53
非流动资产合计	4,852.83	6,794.04	5,933.91	6,032.95	6,214.01
资产总计	16,455.78	19,228.83	20,758.84	22,562.07	25,869.16
短期借款	0.00	898.22	820.00	700.00	782.00
应付票据及应付账款	501.84	733.60	757.44	958.91	1,236.43
其他	484.33	698.69	1,079.82	655.78	1,347.85
流动负债合计	986.18	2,330.51	2,657.26	2,314.68	3,366.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	270.03	219.55	250.82	246.80	239.05
非流动负债合计	270.03	219.55	250.82	246.80	239.05
负债合计	1,256.21	2,550.05	2,908.07	2,561.48	3,605.34
少数股东权益	0.00	180.27	201.22	226.38	253.28
股本	666.91	664.12	696.77	696.77	696.77
资本公积	8,383.17	8,321.83	8,321.83	8,321.83	8,321.83
留存收益	5,947.16	7,130.15	8,418.42	10,489.85	12,705.04
其他	202.34	382.41	212.53	265.76	286.90
股东权益合计	15,199.58	16,678.78	17,850.76	20,000.59	22,263.82
负债和股东权益总计	16,455.78	19,228.83	20,758.84	22,562.07	25,869.16

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	161.14	1,100.88	1,610.34	2,589.29	2,768.99
折旧摊销	402.39	423.04	406.91	429.41	451.41
财务费用	(7.46)	(77.94)	(239.36)	(436.07)	(500.29)
投资损失	(82.62)	(17.92)	(15.00)	(17.00)	(15.00)
营运资金变动	(82.92)	(1,070.66)	733.89	(621.52)	(679.91)
其它	796.22	1,674.83	56.18	1.45	13.63
经营活动现金流	1,186.75	2,032.23	2,552.97	1,945.57	2,038.83
资本支出	72.52	785.43	529.93	455.32	446.74
长期投资	13.93	111.34	50.00	20.00	10.00
其他	(381.35)	(1,566.11)	(1,165.13)	(861.28)	(839.97)
投资活动现金流	(294.90)	(669.34)	(585.20)	(385.97)	(383.22)
债权融资	265.61	1,351.98	151.16	318.98	583.67
股权融资	236.81	(109.62)	(464.54)	(470.92)	(539.38)
其他	(1,075.02)	(761.97)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(572.60)	480.38	(313.37)	(151.94)	44.29
汇率变动影响	0.10	0.34	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	319.35	1,843.62	1,654.39	1,407.66	1,699.90

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,760.82	7,355.98	9,203.06	11,386.34	13,877.93
营业成本	3,777.81	4,560.62	5,674.61	6,490.22	8,252.11
营业税金及附加	25.20	31.25	36.81	45.55	55.51
销售费用	270.50	370.91	414.14	501.00	624.51
管理费用	369.88	491.16	542.98	683.18	832.68
研发费用	989.95	1,122.39	1,191.06	1,480.22	1,804.13
财务费用	(258.17)	(442.52)	(239.36)	(436.07)	(500.29)
资产/信用减值损失	(613.53)	(175.80)	(30.90)	(21.00)	(21.00)
公允价值变动收益	(11.99)	(0.28)	30.00	(30.00)	(20.00)
投资净收益	82.72	18.26	15.00	17.00	15.00
其他	76.93	53.00	70.00	80.00	70.00
营业利润	119.78	1,117.35	1,666.92	2,668.25	2,853.28
营业外收入	6.66	8.69	8.00	9.00	10.00
营业外支出	1.69	2.38	5.00	3.02	3.47
利润总额	124.75	1,123.66	1,669.92	2,674.23	2,859.81
所得税	(36.39)	22.78	33.40	53.48	57.20
净利润	161.14	1,100.88	1,636.52	2,620.74	2,802.62
少数股东损益	0.00	(1.66)	26.18	31.45	33.63
归属于母公司净利润	161.14	1,102.54	1,610.34	2,589.29	2,768.99
每股收益(元)	0.24	1.66	2.31	3.72	3.97

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-29.14%	27.69%	25.11%	23.72%	21.88%
营业利润	-94.61%	832.84%	49.19%	60.07%	6.93%
归属于母公司净利润	-92.15%	584.21%	46.06%	60.79%	6.94%
获利能力					
毛利率	34.42%	38.00%	38.34%	43.00%	40.54%
净利率	2.80%	14.99%	17.50%	22.74%	19.95%
ROE	1.06%	6.68%	9.12%	13.09%	12.58%
ROIC	-5.46%	21.98%	38.51%	53.78%	49.76%
偿债能力					
资产负债率	7.63%	13.26%	14.01%	11.35%	13.94%
净负债率	-47.53%	-49.02%	-55.57%	-57.22%	-58.66%
流动比率	11.77	5.34	5.58	7.14	5.84
速动比率	9.75	4.33	4.40	5.68	4.46
营运能力					
应收账款周转率	38.25	40.97	35.51	38.11	38.07
存货周转率	2.78	3.39	3.36	3.49	3.46
总资产周转率	0.35	0.41	0.46	0.53	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.24	1.66	2.31	3.72	3.97
每股经营现金流	1.78	3.06	3.66	2.79	2.93
每股净资产	22.79	24.84	25.33	28.38	31.59
估值比率					
市盈率	1,142.97	166.35	119.49	74.32	69.49
市净率	12.12	11.12	10.90	9.73	8.74
EV/EBITDA	20.96	23.54	97.98	67.60	63.24
EV/EBIT	24.70	27.75	126.08	80.83	75.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com