

# 兆易创新 (603986.SH)

## 长鑫关联交易额度超预期，持续受益于涨价周期

兆易创新发布 2025 年报。2025 年公司实现营业收入 92.03 亿元，同比+25.12%，归母净利润 16.48 亿元，同比+49.47%，扣非净利润 14.69 亿元，同比+42.57%，毛利率 40.22%，同比+2.2pcts，净利率 18.23%，同比+3.3pcts。从 25Q4 单季度来看，兆易创新 25Q4 实现营收 23.7 亿元，同比+39.0%，环比-11.5%，实现归母净利润 5.6 亿元，同比+108.9%，环比+11.2%，扣非后归母净利润 4.3 亿元，同比+68.8%，环比-14.2%，毛利率 44.9%，同比+11.7pcts，环比+4.2pcts，净利率 24.2%，同比+8.4pcts，环比+4.9pcts。公司业绩增长主要系存储周期上行，利基型 DRAM、SLC NAND、NOR Flash 均不同程度受益；消费、汽车、工业、存储与计算等下游实现较快增长。

**三大产品全线涨价，存储龙头充分受益。**存储整体营收同比增长约 26.41%，表现亮眼。具体来看：

- ✓ **NOR Flash:** 随着端侧 AI 的发展，代码总量在不断上升，短期来看，行业供应相对偏紧，从而带动价格温和上涨。消费市场相对平稳，在汽车、工业、存储与计算及手机/平板电脑领域拉动下，实现整体营收、出货量增长。
- ✓ **SLC NAND Flash:** 受益于 AI 需求的爆发，对主流的 3D NAND (如 eSSD) 的需求大幅提升，从而驱动国际大厂削减 2D NAND 产能，将战略重心转向 3D NAND，2D NAND 形成明显的供给缺口，SLC NAND Flash 价格自 2025 年第三季度开始迎来显著上涨，量价齐升，毛利率环比改善，收入同比高增。
- ✓ **利基型 DRAM:** 海外大厂加速淡出市场，行业供需偏紧，自 2025 年 Q2 起量价齐升，毛利率季度环比改善。DDR4 产品占比提升，DDR4 8Gb 新产品在 TV、工业等领域导入成效显著，成为利基型 DRAM 收入重要组成部分。此外，兆易创新从长鑫集团采购代工生产的 DRAM 相关产品，2026 年度预计交易额度为 8.25 亿美元，折合人民币约 57.11 亿元，2025 年关联交易实际额度为 11.82 亿元人民币，我们认为关联交易大幅增长为公司利基型 DRAM 放量奠定基础，2026 年有望迎来高速增长。

**定制化存储领域优势显著，项目进展顺利。**定制化存储解决方案方面，公司控股子公司青耘科技在 2025 年下半年已陆续有部分项目进入客户送样、小批量试产阶段，在 2026 年有望进入量产阶段并相应贡献收入。

**盈利预测与投资建议:** 随着存储产品全线涨价，我们上调业绩预期，预计公司在 2026/2027/2028 年分别实现营业收入 138/179/215 亿元，同比增长 50%/30%/20%，实现归母净利润 42/57/73 亿元，同比增长 153%/38%/27%。当前股价对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 42/30/24X，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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	7,356	9,203	13,805	17,947	21,536
增长率 yoy (%)	27.7	25.1	50.0	30.0	20.0
归母净利润 (百万元)	1,103	1,648	4,162	5,742	7,307
增长率 yoy (%)	584.2	49.5	152.6	37.9	27.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.57	2.35	5.94	8.19	10.42
净资产收益率 (%)	6.7	8.7	18.1	20.0	20.3
P/E (倍)	157.1	105.1	41.6	30.2	23.7
P/B (倍)	10.5	9.1	7.5	6.0	4.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 02 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
04 月 02 日收盘价 (元)	246.99
总市值 (百万元)	173,165.29
总股本 (百万股)	701.10
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	29.35

#### 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: szyt@gszq.com

#### 相关研究

- 《兆易创新 (603986.SH): 三大产品全线涨价，存储龙头充分受益》 2026-01-23
- 《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

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	12435	13425	17838	24470	32450
现金	9128	9186	13013	18511	25750
应收票据及应收账款	232	199	352	485	555
其他应收款	208	200	189	315	301
预付账款	25	106	42	52	62
存货	2346	3066	3573	4439	5113
其他流动资产	496	668	668	668	668
<b>非流动资产</b>	6794	7971	8013	7893	7684
长期投资	137	491	501	501	501
固定资产	1057	1313	1450	1408	1246
无形资产	260	324	279	235	190
其他非流动资产	5340	5843	5783	5750	5747
<b>资产总计</b>	19229	21397	25850	32364	40134
<b>流动负债</b>	2331	1947	2223	2788	3121
短期借款	898	200	205	210	210
应付票据及应付账款	734	813	987	1262	1403
其他流动负债	699	934	1031	1316	1508
<b>非流动负债</b>	220	226	331	436	436
长期借款	0	0	100	200	200
其他非流动负债	220	226	231	236	236
<b>负债合计</b>	2550	2174	2555	3224	3557
少数股东权益	180	215	289	391	521
股本	664	668	668	668	668
资本公积	8322	8867	8867	8867	8867
留存收益	7130	8741	12740	18482	25789
归属母公司股东权益	16499	19008	23007	28748	36055
<b>负债和股东权益</b>	19229	21397	25850	32364	40134

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	2032	2129	4324	5665	7432
净利润	1101	1677	4236	5844	7437
折旧摊销	467	501	436	419	409
财务费用	-78	148	14	19	21
投资损失	-18	20	-41	-36	-22
营运资金变动	388	-116	-335	-575	-408
其他经营现金流	171	-102	15	-6	-6
<b>投资活动现金流</b>	-669	-1391	-430	-258	-172
资本支出	-470	-1029	-457	-294	-194
长期投资	-196	-641	-15	0	0
其他投资现金流	-4	279	41	36	22
<b>筹资活动现金流</b>	480	-517	96	91	-21
短期借款	898	-698	5	5	0
长期借款	0	0	100	100	0
普通股增加	-3	4	0	0	0
资本公积增加	-61	546	0	0	0
其他筹资现金流	-354	-368	-9	-14	-21
<b>现金净增加额</b>	1973	58	3827	5499	7238

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	7356	9203	13805	17947	21536
营业成本	4561	5502	6903	8614	9907
营业税金及附加	31	40	66	89	112
营业费用	371	446	552	718	861
管理费用	491	612	690	897	1077
研发费用	1122	1117	1381	1795	2154
财务费用	-443	-142	-78	-111	-164
资产减值损失	-172	-108	-10	0	0
其他收益	53	65	141	164	211
公允价值变动收益	0	152	0	0	0
投资净收益	18	-20	41	36	22
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1117	1716	4454	6145	7823
营业外收入	9	8	8	9	9
营业外支出	2	17	3	3	3
<b>利润总额</b>	1124	1706	4459	6151	7829
所得税	23	29	223	308	391
<b>净利润</b>	1101	1677	4236	5844	7437
少数股东损益	-2	29	74	102	130
<b>归属母公司净利润</b>	1103	1648	4162	5742	7307
EBITDA	1148	2066	4817	6459	8074
EPS (元/股)	1.57	2.35	5.94	8.19	10.42

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	27.7	25.1	50.0	30.0	20.0
营业利润(%)	832.8	53.5	159.6	38.0	27.3
归属母公司净利润(%)	584.2	49.5	152.6	37.9	27.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.0	40.2	50.0	52.0	54.0
净利率(%)	15.0	17.9	30.1	32.0	33.9
ROE(%)	6.7	8.7	18.1	20.0	20.3
ROIC(%)	3.8	7.9	17.6	19.3	19.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	13.3	10.2	9.9	10.0	8.9
净负债比率(%)	-48.7	-46.2	-54.1	-61.8	-69.0
流动比率	5.3	6.9	8.0	8.8	10.4
速动比率	4.2	5.0	6.1	7.0	8.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	45.1	45.5	54.4	47.8	46.3
应付账款周转率	7.4	7.1	7.7	7.7	7.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.57	2.35	5.94	8.19	10.42
每股经营现金流(最新摊薄)	2.90	3.04	6.17	8.08	10.60
每股净资产(最新摊薄)	23.53	27.11	32.82	41.00	51.43
<b>估值比率</b>					
P/E	157.1	105.1	41.6	30.2	23.7
P/B	10.5	9.1	7.5	6.0	4.8
EV/EBITDA	54.7	65.0	33.3	24.0	18.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 02 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