

## 持续受益利基存储紧缺，定制化存储进展顺利

### 核心观点

- **25 年业绩显著增长。**2025 年兆易创新实现营业收入 92.0 亿元，同比增长 25%；归母净利润 16.5 亿元，同比增长 49%。25 年公司存储芯片营收同比增长约 26%，其中利基型 DRAM 及 SLC NAND Flash 受益于行业供给紧缩带来价格较快上行，营收增速亮眼；NOR Flash 收入延续稳健增长，价格在 25H2 开启温和上涨。
- **利基存储紧缺有望持续，公司有望持续受益。**部分投资者担忧利基存储供应紧张局面可能较快缓解。我们认为，数据中心和 AI 应用等需求有望持续挤占利基存储产能，紧缺局面有望持续。公司持续强化利基存储领域竞争力。利基 DRAM 方面，2025 年公司 DDR4 8Gb 产品市场推广顺利，营收稳步增长，LPDDR4 产品开始贡献营收；2026 年继续推进 LPDDR5 小容量产品的研发。NOR Flash 方面，公司针对不同市场应用需求分别提供多个产品系列；2025 年公司成为率先实现 45nm 节点 SPI NOR Flash 大规模量产的公司之一，持续保持技术和市场的领先。SLC NAND Flash 方面，公司产品容量覆盖 1Gb-8Gb，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。在供应保障方面，根据公司公告，公司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。未来公司有望充分受益于利基存储的紧缺。
- **定制化存储解决方案进展顺利。**部分投资者担忧公司定制化存储解决方案的落地能力。我们认为，公司有望持续推动定制化存储方案在端侧 AI 领域落地，打开未来成长空间。公司控股子公司青耘科技已完成核心团队搭建，相关定制化存储业务有序推进，在 AI 手机、AIPC、机器人等多个领域均有重点客户和项目突破。2025 年下半年，相关业务已陆续有部分项目进入客户送样、小批量试产阶段，2026 年公司将持续推进产品在多个领域实现芯片量产并贡献一定体量营收。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 26-28 年每股收益分别为 6.77、7.82、9.32 元（原 26-27 年预测为 3.96、5.00 元），主要调整了营业收入与毛利率。根据可比公司 27 年平均 54 倍 PE 估值，给予 422.28 元目标价，维持买入评级。

### 风险提示

需求复苏不及预期、价格上涨不及预期、新产品进展不及预期、利基 DRAM 市场景气度不及预期。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,356	9,203	17,419	20,353	25,095
同比增长(%)	27.7%	25.1%	89.3%	16.8%	23.3%
营业利润(百万元)	1,117	1,716	4,905	5,792	7,126
同比增长(%)	832.8%	53.5%	185.9%	18.1%	23.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,103	1,648	4,746	5,482	6,533
同比增长(%)	584.2%	49.5%	188.0%	15.5%	19.2%
每股收益(元)	1.57	2.35	6.77	7.82	9.32
毛利率(%)	38.0%	40.2%	44.4%	44.2%	44.0%
净利率(%)	15.0%	17.9%	27.2%	26.9%	26.0%
净资产收益率(%)	7.0%	9.3%	22.6%	21.6%	21.4%
市盈率	168.6	112.8	39.2	33.9	28.4
市净率	11.3	9.8	8.1	6.7	5.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2026年04月10日）	265.09元
目标价格	422.28元
52周最高价/最低价	331.16/105.8元
总股本/流通A股（万股）	70,110/70,110
A股市值（百万元）	185,855
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2026年04月12日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	6.42	-7.13	6.01	146.37
相对表现%	2.01	-6.31	8.58	122.24
沪深300%	4.41	-0.82	-2.57	24.13



### 证券分析师

薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320
贾国瑞	执业证书编号：S0860526030002 jiaguorui@orientsec.com.cn 021-63326320
雷星宇	执业证书编号：S0860526040001 leixingyu@orientsec.com.cn 021-63326320

### 联系人

李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

### 相关报告

持续受益存储涨价，推进端侧 AI 布局	2025-12-29
持续推进存储和 MCU 业务，重视端侧 AI 应用机会	2025-01-23

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 26-28 年每股收益分别为 6.77、7.82、9.32 元（原 26-27 年预测为 3.96、5.00 元），主要调整了营业收入与毛利率。根据可比公司 27 年平均 54 倍 PE 估值，给予 422.28 元目标价，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2026/4/10	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
普冉股份	688766	254.25	1.98	1.40	2.26	2.98	128.73	181.39	112.68	85.21
北京君正	300223	111.56	0.76	0.78	1.38	1.80	147.00	143.08	80.74	62.01
瑞芯微	603893	170.02	1.41	2.48	3.42	4.38	120.33	68.56	49.66	38.79
德明利	001309	447.24	1.55	3.03	4.32	5.69	289.42	147.39	103.45	78.55
芯海科技	688595	30.87	-1.20	-0.73	0.37	0.87	-25.73	-42.19	83.93	35.59
聚辰股份	688123	113.88	1.83	2.30	3.56	5.03	62.09	49.57	31.98	22.64
	最大值						289.42	181.39	112.68	85.21
	最小值						-25.73	-42.19	31.98	22.64
	平均数						120.31	91.30	77.08	53.80
	调整后平均						114.54	102.15	79.45	53.73

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

需求复苏不及预期、价格上涨不及预期、新产品进展不及预期、利基 DRAM 市场景气度不及预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	9,128	9,186	13,238	17,267	22,185	营业收入	7,356	9,203	17,419	20,353	25,095
应收票据及应收账款	232	199	575	672	828	营业成本	4,561	5,502	9,687	11,356	14,062
预付账款	25	106	201	235	290	销售费用	371	446	705	783	916
存货	2,346	3,066	4,843	5,110	5,625	管理费用	491	612	933	1,090	1,344
其他	704	868	945	1,008	1,111	研发费用	1,122	1,117	1,365	1,595	1,967
<b>流动资产合计</b>	<b>12,435</b>	<b>13,425</b>	<b>19,802</b>	<b>24,292</b>	<b>30,038</b>	财务费用	(443)	(142)	(319)	(440)	(577)
长期股权投资	137	491	491	491	491	资产、信用减值损失	176	110	112	146	198
固定资产	1,057	1,313	1,362	1,542	1,863	公允价值变动收益	(0)	152	(0)	(0)	(0)
在建工程	5	12	674	1,137	1,356	投资净收益	18	(20)	(20)	(7)	(16)
无形资产	260	324	302	283	265	其他	22	26	(10)	(23)	(43)
其他	5,335	5,831	3,580	3,510	3,503	<b>营业利润</b>	<b>1,117</b>	<b>1,716</b>	<b>4,905</b>	<b>5,792</b>	<b>7,126</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,794</b>	<b>7,971</b>	<b>6,409</b>	<b>6,962</b>	<b>7,479</b>	营业外收入	9	8	9	8	8
<b>资产总计</b>	<b>19,229</b>	<b>21,397</b>	<b>26,211</b>	<b>31,254</b>	<b>37,517</b>	营业外支出	2	17	1	7	8
短期借款	898	200	287	200	200	<b>利润总额</b>	<b>1,124</b>	<b>1,706</b>	<b>4,914</b>	<b>5,794</b>	<b>7,127</b>
应付票据及应付账款	734	813	1,431	1,678	2,078	所得税	23	29	84	214	477
其他	699	934	993	1,056	1,147	<b>净利润</b>	<b>1,101</b>	<b>1,677</b>	<b>4,830</b>	<b>5,579</b>	<b>6,649</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,331</b>	<b>1,947</b>	<b>2,711</b>	<b>2,934</b>	<b>3,425</b>	少数股东损益	(2)	29	84	98	116
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,103</b>	<b>1,648</b>	<b>4,746</b>	<b>5,482</b>	<b>6,533</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.57	2.35	6.77	7.82	9.32
其他	220	226	179	179	179						
<b>非流动负债合计</b>	<b>220</b>	<b>226</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,550</b>	<b>2,174</b>	<b>2,890</b>	<b>3,113</b>	<b>3,604</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	180	215	299	397	513	<b>成长能力</b>					
股本	664	668	701	701	701	营业收入	27.7%	25.1%	89.3%	16.8%	23.3%
资本公积	8,077	8,821	8,834	8,834	8,834	营业利润	832.8%	53.5%	185.9%	18.1%	23.0%
留存收益	7,130	8,741	13,487	18,209	23,865	归属于母公司净利润	584.2%	49.5%	188.0%	15.5%	19.2%
其他	627	778	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>16,679</b>	<b>19,223</b>	<b>23,321</b>	<b>28,141</b>	<b>33,913</b>	毛利率	38.0%	40.2%	44.4%	44.2%	44.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,229</b>	<b>21,397</b>	<b>26,211</b>	<b>31,254</b>	<b>37,517</b>	净利率	15.0%	17.9%	27.2%	26.9%	26.0%
						ROE	7.0%	9.3%	22.6%	21.6%	21.4%
						ROIC	4.0%	8.3%	20.9%	19.8%	19.5%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	13.3%	10.2%	11.0%	10.0%	9.6%
净利润	1,101	1,677	4,830	5,579	6,649	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	425	478	355	422	463	流动比率	5.34	6.89	7.30	8.28	8.77
财务费用	(443)	(142)	(319)	(440)	(577)	速动比率	4.17	5.17	5.36	6.35	6.91
投资损失	(18)	20	20	7	16	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(242)	(503)	(1,862)	(297)	(536)	应收账款周转率	45.1	45.5	48.7	35.9	36.8
其它	1,209	599	1,468	146	198	存货周转率	1.8	1.8	2.2	2.1	2.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,032</b>	<b>2,129</b>	<b>4,492</b>	<b>5,418</b>	<b>6,214</b>	总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
资本支出	(333)	(603)	(970)	(975)	(980)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(111)	(354)	0	0	0	每股收益	1.57	2.35	6.77	7.82	9.32
其他	(225)	(434)	78	(8)	(16)	每股经营现金流	3.06	3.19	6.41	7.73	8.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>(669)</b>	<b>(1,391)</b>	<b>(892)</b>	<b>(983)</b>	<b>(996)</b>	每股净资产	23.53	27.11	32.84	39.57	47.64
债权融资	11	1	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(15)	748	46	0	0	市盈率	168.6	112.8	39.2	33.9	28.4
其他	484	(1,266)	406	(407)	(300)	市净率	11.3	9.8	8.1	6.7	5.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>480</b>	<b>(517)</b>	<b>452</b>	<b>(407)</b>	<b>(300)</b>	EV/EBITDA	160.3	85.9	35.7	30.5	25.1
汇率变动影响	130	(163)	-0	-0	-0	EV/EBIT	261.1	112.0	38.4	32.9	26.9
<b>现金净增加额</b>	<b>1,973</b>	<b>58</b>	<b>4,052</b>	<b>4,029</b>	<b>4,918</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。