

兆易创新 (603986.SH)

强烈推荐 (维持)

Q1 利润创历史新高, 全年与长鑫关联交易增至 57 亿元

兆易创新为国内头部 NOR flash 设计企业, 全球市占率第二, 公司积极布局多元产品矩阵, 业务涵盖 NOR Flash、SLC NAND Flash、利基型 DRAM、MCU、模拟芯片及传感器芯片。随着海外大厂逐步退出利基及 NOR 等市场, 公司面临巨大市场增量。公司发布 2026 年一季报, 结合公告信息, 点评如下:

□ **26Q1 利润大幅增长, 公司 2026 年与长鑫关联交易达 57.11 亿元。**兆易创新 26Q1 营收 41.88 亿元, 同比+119%/环比+77%; 毛利率 57.08%, 同比+19.64pcts/环比+12.17pcts; 净利率 35.16%, 同比+22.6pcts/环比+11pcts; 归母净利 14.61 亿元, 同比+522%/环比+159%; 截至 26Q1 末公司库存 34 亿元, 环比持平。本季汇兑损益对公司利润有部分负面影响, 公司营收规模显著提升, 存储芯片产品盈利能力大幅提升。2026 年兆易与长鑫科技关联交易采购额达 57.11 亿元, 远超去年水平, 随着海外大厂退出 2D NAND 及利基 DRAM 市场, 公司未来有望进一步抢占份额实现业绩高增。

□ **Q1 利基 DRAM 收入环比翻倍增长, NOR Flash 目标市占率提升至 25-30%。**
1) 利基 DRAM 与定制化存储: 26Q1 公司 DRAM 产品收入环比实现翻倍以上增长, 对公司总收入的贡献相应提升至三分之一左右。公司保持较快研发节奏, 今年的两款新料号产品 (LPDDR4 小容量产品、D4 8Gb 新制程产品), 已在年初完成流片, 如后续的测试和送样环节进展顺利, 有望在今年下半年进入量产阶段。针对 DRAM 业务, 公司不追求短期毛利率提升, 而更注重与客户长期战略合作, 预计 DRAM 产品价格有望在 2026 年继续攀升。定制化存储方面, 预计今年围绕汽车座舱、AIPC、机器人等端侧 AI 领域将迎来部分项目的量产, 贡献数亿元的营收;
2) Flash: 26Q1 公司 NOR Flash 业务收入实现环比良好增长, 主要源于销量增长, 公司 NOR Flash 业务目前是全球排名第二, 中国大陆排名第一, 全球市占率约 20%, 目标是进一步提升市场份额到 25%甚至 30%。公司预计 NOR 2026 年价格温和上涨。公司 SLC NAND Flash 业务在一季度收入环比亦强劲增长, 收入占比大幅提升, 8Gb SLC NAND Flash 已于近期向海外 TV 客户送样。由于行业头部企业逐步退出该市场, 公司的远期目标是力争全球前二甚至第一名, 公司现有产品线覆盖 1Gb 至 8Gb, 后续会延续产品迭代, 开发更大容量的产品。

□ **MCU 产品普遍开始涨价, 模拟芯片业务整体经营稳健。**
1) MCU: 26Q1 公司 MCU 业务收入环比大幅增长。今年公司将继续推动产品料号升级, 拓展 AI MCU 产品线, 并计划推出集成 NPU 的 AI MCU 产品, 主要面向自动化、数字能源、AIoT 等下游客户。价格方面, 由于行业整体面临供应链成本上涨的压力, 公司 MCU 产品也开始普遍涨价。预计今年营收将同比增长约 20%;
2) 其他: 26Q1 子公司苏州赛芯实现营收约 6500 万元, 毛利率稳定在 50%以上; 公司自有模拟业务实现收入接近 2000 万元, 环比+15%。传感器业务在本季度的收入环比下滑, 主要是下游需求不佳的影响。

□ **投资建议:** 兆易创新作为国内 NOR 龙头, 利基 DRAM 受益行业竞争格局改善, 产能持续提升, 有望迎来量价齐升。我们预计 26-28 年营收为 188.63/240.49/290.78 亿元, 归母净利润为 67.6/86.6/106.3 亿元, 对应 PE 为 33/25/21 倍, 对应 EPS 为 9.64/12.34/15.16 元, 维持“强烈推荐”投资评级。

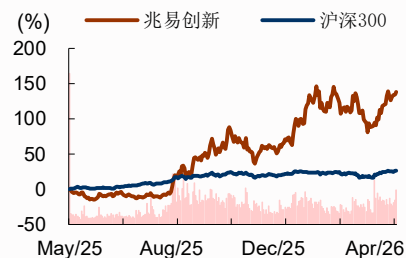
TMT 及中小盘/电子

基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本 (百万股) | 701 |
| 已上市流通股 (百万股) | 668 |
| 总市值 (十亿元) | 219.4 |
| 流通市值 (十亿元) | 209.0 |
| 每股净资产 (MRQ) | 36.0 |
| ROE (TTM) | 11.4 |
| 资产负债率 | 8.1% |
| 主要股东 | 香港中央结算有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 5.9% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 22 | 35 | 148 |
| 相对表现 | 14 | 31 | 120 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《兆易创新 (603986) —22Q2 业绩符合预期, 产品结构持续升级》 2022-08-27
- 《兆易创新 (603986) —22H1 产品结构持续升级, 车规产品进展顺利》 2022-07-15
- 《兆易创新 (603986) —产品结构持续升级, 不断进军车规市场》 2022-04-28

鄢凡 S1090511060002
 yanfan@cmschina.com.cn
 谌薇 S1090524070008
 shenwei3@cmschina.com.cn
 涂银山 S1090525040004
 tukunshan@cmschina.com.cn

□ 风险提示：汇率波动风险、存储价格波动风险、市场竞争加剧风险、宏观政策变动风险、股东减持风险。

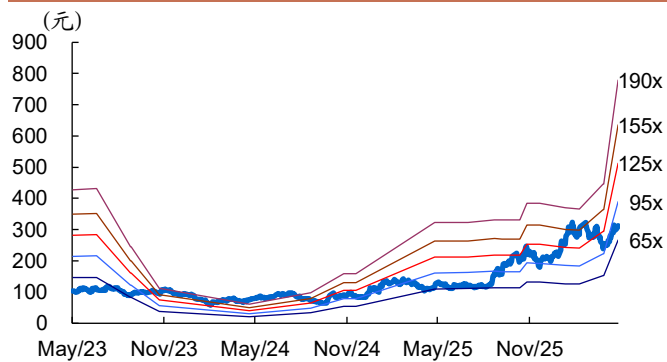
财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 7356 | 9203 | 18863 | 24049 | 29078 |
| 同比增长 | 28% | 25% | 105% | 27% | 21% |
| 营业利润(百万元) | 1117 | 1716 | 6975 | 8930 | 10961 |
| 同比增长 | 833% | 54% | 307% | 28% | 23% |
| 归母净利润(百万元) | 1103 | 1648 | 6758 | 8655 | 10626 |
| 同比增长 | 584% | 49% | 310% | 28% | 23% |
| 每股收益(元) | 1.57 | 2.35 | 9.64 | 12.34 | 15.16 |
| PE | 199.0 | 133.2 | 32.5 | 25.4 | 20.7 |
| PB | 13.3 | 11.5 | 7.3 | 5.9 | 4.7 |

资料来源：公司数据、招商证券

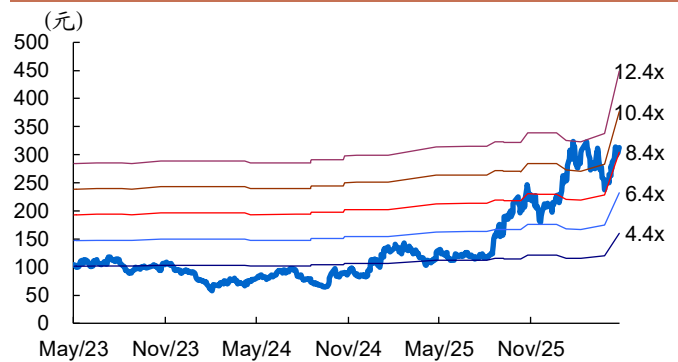
PE-PB Band

图 1: 兆易创新历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 兆易创新历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《存储行业深度跟踪报告—26 全年预计供给偏紧状态持续，产业链公司整体展望乐观》2026-02-05
- 2、《存储行业跟踪报告—26Q1 价格涨幅超市场预期，关注即将到来的密集财报催化》2026-01-21
- 3、《存储行业深度跟踪—长鑫 IPO 募投拉动产能升级，把握存储产业链自主可控机遇》2026-01-21
- 4、《存储行业深度报告—AI 时代存储需求推动周期上行，涨价浪潮下厂商盈利能力逐季提升》2026-01-01
- 5、《存储行业深度报告—供需改善下 NAND 价格拐点趋近，高端存储和端侧创新带来增量需求》2025-03-17
- 6、《兆易创新（603986）—22Q2 业绩符合预期，产品结构持续升级》2022-08-27
- 7、《兆易创新（603986）—22H1 产品结构持续升级，车规产品进展顺利》2022-07-15
- 8、《兆易创新（603986）—产品结构持续升级，不断进军车规市场》2022-04-28

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 12435 | 13425 | 24950 | 32864 | 42362 |
| 现金 | 9128 | 9186 | 17840 | 23604 | 31110 |
| 交易性投资 | 120 | 102 | 102 | 102 | 102 |
| 应收票据 | 20 | 6 | 13 | 16 | 19 |
| 应收款项 | 212 | 193 | 395 | 503 | 609 |
| 其它应收款 | 208 | 200 | 409 | 522 | 631 |
| 存货 | 2346 | 3066 | 4862 | 6414 | 7830 |
| 其他 | 401 | 673 | 1330 | 1703 | 2062 |
| 非流动资产 | 6794 | 7971 | 8012 | 8024 | 8017 |
| 长期股权投资 | 137 | 491 | 491 | 491 | 491 |
| 固定资产 | 1057 | 1313 | 1509 | 1658 | 1772 |
| 无形资产商誉 | 1096 | 1262 | 1135 | 1022 | 920 |
| 其他 | 4504 | 4906 | 4876 | 4853 | 4834 |
| 资产总计 | 19229 | 21397 | 32962 | 40888 | 50380 |
| 流动负债 | 2331 | 1947 | 2313 | 2849 | 3338 |
| 短期借款 | 898 | 200 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 734 | 813 | 1289 | 1701 | 2076 |
| 预收账款 | 95 | 218 | 346 | 456 | 557 |
| 其他 | 604 | 716 | 678 | 692 | 704 |
| 长期负债 | 220 | 226 | 226 | 226 | 226 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 220 | 226 | 226 | 226 | 226 |
| 负债合计 | 2550 | 2174 | 2539 | 3075 | 3564 |
| 股本 | 664 | 668 | 701 | 701 | 701 |
| 资本公积金 | 8077 | 8821 | 13662 | 13662 | 13662 |
| 留存收益 | 7757 | 9519 | 15776 | 23080 | 31975 |
| 少数股东权益 | 180 | 215 | 283 | 371 | 478 |
| 归属于母公司所有者权益 | 16499 | 19008 | 30139 | 37442 | 46338 |
| 负债及权益合计 | 19229 | 21397 | 32962 | 40888 | 50380 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 2032 | 2129 | 4723 | 7324 | 9467 |
| 净利润 | 1101 | 1677 | 6827 | 8742 | 10734 |
| 折旧摊销 | 423 | 445 | 466 | 494 | 513 |
| 财务费用 | (78) | 148 | (189) | (168) | (145) |
| 投资收益 | (18) | 20 | (130) | (130) | (130) |
| 营运资金变动 | 609 | (101) | (2251) | (1614) | (1504) |
| 其它 | (5) | (61) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (669) | (1391) | (376) | (376) | (376) |
| 资本支出 | (499) | (1049) | (506) | (506) | (506) |
| 其他投资 | (170) | (342) | 130 | 130 | 130 |
| 筹资活动现金流 | 480 | (517) | 4307 | (1183) | (1586) |
| 借款变动 | 99 | (1214) | (255) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | (3) | 4 | 33 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (12) | 744 | 4840 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (226) | (501) | (1352) | (1731) |
| 其他 | 397 | 175 | 189 | 168 | 145 |
| 现金净增加额 | 1843 | 221 | 8654 | 5764 | 7505 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 7356 | 9203 | 18863 | 24049 | 29078 |
| 营业成本 | 4561 | 5502 | 8725 | 11510 | 14052 |
| 营业税金及附加 | 31 | 40 | 31 | 30 | 32 |
| 营业费用 | 371 | 446 | 660 | 721 | 872 |
| 管理费用 | 491 | 612 | 943 | 962 | 1018 |
| 研发费用 | 1122 | 1117 | 1698 | 2044 | 2268 |
| 财务费用 | (443) | (142) | (189) | (168) | (145) |
| 资产减值损失 | (175) | (109) | (150) | (150) | (150) |
| 公允价值变动收益 | (0) | 152 | 50 | 50 | 50 |
| 其他收益 | 53 | 65 | 60 | 60 | 60 |
| 投资收益 | 18 | (20) | 20 | 20 | 20 |
| 营业利润 | 1117 | 1716 | 6975 | 8930 | 10961 |
| 营业外收入 | 9 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 营业外支出 | 2 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 利润总额 | 1124 | 1706 | 6966 | 8920 | 10952 |
| 所得税 | 23 | 29 | 139 | 178 | 219 |
| 少数股东损益 | (2) | 29 | 68 | 87 | 107 |
| 归属于母公司净利润 | 1103 | 1648 | 6758 | 8655 | 10626 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 28% | 25% | 105% | 27% | 21% |
| 营业利润 | 833% | 54% | 307% | 28% | 23% |
| 归母净利润 | 584% | 49% | 310% | 28% | 23% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 38.0% | 40.2% | 53.7% | 52.1% | 51.7% |
| 净利率 | 15.0% | 17.9% | 35.8% | 36.0% | 36.5% |
| ROE | 7.0% | 9.3% | 27.5% | 25.6% | 25.4% |
| ROIC | 4.0% | 8.3% | 26.7% | 25.2% | 25.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 13.3% | 10.2% | 7.7% | 7.5% | 7.1% |
| 净负债比率 | 4.9% | 1.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 5.3 | 6.9 | 10.8 | 11.5 | 12.7 |
| 速动比率 | 4.3 | 5.3 | 8.7 | 9.3 | 10.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 存货周转率 | 2.1 | 2.0 | 2.2 | 2.0 | 2.0 |
| 应收账款周转率 | 41.0 | 42.8 | 62.2 | 51.9 | 50.7 |
| 应付账款周转率 | 7.4 | 7.1 | 8.3 | 7.7 | 7.4 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 1.57 | 2.35 | 9.64 | 12.34 | 15.16 |
| 每股经营净现金 | 2.90 | 3.04 | 6.74 | 10.45 | 13.50 |
| 每股净资产 | 23.53 | 27.11 | 42.99 | 53.41 | 66.09 |
| 每股股利 | 0.32 | 0.71 | 1.93 | 2.47 | 3.03 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 199.0 | 133.2 | 32.5 | 25.4 | 20.7 |
| PB | 13.3 | 11.5 | 7.3 | 5.9 | 4.7 |
| EV/EBITDA | 216.6 | 112.1 | 28.2 | 22.1 | 18.0 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。