



交銀國際
BOCOM International

首次覆盖

科技行业

2026年7月17日

兆易
创新

603986 CH

产能替代
窗口开启

大厂淡出与长鑫赋能共振

分析师·童钰枫 王大卫

全球存储行业受AI驱动产能结构迁移，利基型DRAM和SLC NAND Flash产能全球竞争格局有望重塑。公司有望借助其在NOR Flash领域的份额扩张经验，在本轮份额重分配中获得较快的份额和利润的增长。公司与长鑫的深度合作是公司DRAM业务的核心支撑。

专用型存储需求具备刚性，智能驾驶、AI等打开增量空间。我们估算全球专用型存储市场规模在2025年达到168亿美元，2026年在价格驱动下继续呈现爆发式增长。我们预计专用型存储供不应求的情况至少持续至2Q27。

GigaDevice

科技

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 514.61 人民币 798.00 +55.1%

2026 年 7 月 17 日

兆易创新 (603986 CH)

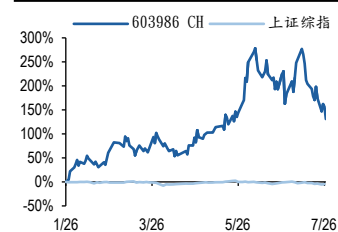
产能替代窗口开启：大厂淡出与长鑫赋能共振

- 全球存储行业受 AI 驱动产能结构迁移，利基型 DRAM 和 SLC NAND Flash 产能全球竞争格局有望重塑。三星、SK 海力士、美光、铠侠等海外大厂持续退出利基型 DRAM 和 SLC NAND Flash 产能，供给缺口在 2025 年开始显著释放，为兆易创新打开了产能替代窗口。公司有望借助其在 NOR Flash 领域的份额扩张经验，在本轮份额重分配中获得较快的份额和利润的增长。公司与长鑫的深度合作是公司 DRAM 业务的核心支撑。2026 年 3 月，公司公告将从长鑫科技集团采购代工 DRAM 产品年度额度从 2025 年的 11.82 亿元（人民币，下同）大幅提升至 2026 年的 57.11 亿元。我们预测公司 DRAM 收入在 2026/27 年分别为 103.7/139.1 亿元，同比增长 480%/34%。
- 专用型存储需求具备刚性，智能驾驶、AI 等打开增量空间。公司主要业务来自专用型存储，2025 年其占总收入的 71.3%；专用型存储主要包括 DDR3L/DDR4/LPDDR4、SLC NAND Flash 和 NOR Flash。我们认为，专用型存储凭借在物理结构上的低延迟、高可靠性等独有优势，仍具有较强的需求刚性。同时，智能驾驶、AI 算力的建设以及端侧 AI 的发展进一步提升了长期需求增量。我们预计全球专用型存储市场规模将从 2024 年的 136 亿美元增至 2025 年的 168 亿美元，并在 2026 年进一步增至 403 亿美元。
- MCU 份额进一步巩固，模拟业务持续放量。MCU 作为公司专用型存储外的第二大业务，目前行业价格依然处于周期底部，但公司以价换量巩固份额效果显著，并通过高端产品有望进一步扩展市场。传感器收入短期或继续承压。模拟业务有望在收购苏州赛芯后进一步提升对整体业绩的贡献。
- 首予买入，A 股目标价 798 元，港股目标价 907 港元。我们预测兆易创新 2026/27 年总营收和毛利率分别为 255.6/339.8 亿元和 65.3%/65.8%；预测归母净利润和基本 EPS 分别为 139.7/165.8 亿元和 21.02/24.95 元。公司是中国内地存储板块核心标的之一，我们看好其在利基型 DRAM 和 SLC NAND Flash 的产能替代浪潮中的份额增长潜力。首次覆盖，给予买入评级，A 股目标价 798 元，港股目标价 907 港元；对应 32 倍 2027 年市盈率，处于均值以下 1 个标准差附近。投资风险：行业周期波动、技术研发迭代、市场需求不及预期、资本市场相关扰动、全球经营环境变化。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	842.50
52周低位 (人民币)	222.80
市值 (百万人民币)	343,702.87
日均成交量 (百万)	54.60
年初至今变化 (%)	na
200天平均价 (人民币)	na

资料来源：FactSet

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	7,356	9,203	25,560	33,979	35,581
同比增长 (%)	27.7	25.1	177.7	32.9	4.7
净利润 (百万人民币)	1,103	1,648	13,972	16,578	15,693
每股盈利 (人民币)	1.66	2.48	21.02	24.95	23.61
同比增长 (%)	591.7	49.4	747.8	18.7	-5.3
市盈率 (倍)	310.0	207.5	24.5	20.6	21.8
每股账面净值 (人民币)	24.84	28.60	56.45	80.89	103.99
市账率 (倍)	20.72	17.99	9.12	6.36	4.95

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

目录

执行摘要和投资亮点4

财务预测6

 专用型存储业务：大厂产能出清叠加需求刚性，利润弹性加速释放6

 非存储业务：MCU 温和复苏，传感器短期承压，模拟贡献提升8

估值11

 专用型存储供应端：产能替代空间释放14

 国际存储龙头淡出，产能替代窗口打开14

 深度绑定长鑫，DRAM 放量可期16

 专用型存储需求端：在特定场景仍有刚性需求18

 DRAM：具备长期需求支撑，端侧 AI 催生定制化存储需求19

 SLC NAND Flash：可靠性领先，应用壁垒深厚20

 NOR Flash：AI 服务器正成为 NOR Flash 的增量驱动22

MCU、传感器和模拟产品25

 MCU：份额进一步巩固，车规与高算力双线驱动25

 传感器：短期承压，产品升级驱动成长26

 模拟：赛芯并表成效初显，新利润中心可期26

投资风险28

公司介绍30

执行摘要和投资亮点

在全球存储行业经历 AI 驱动的产能结构性迁移过程中，国际存储龙头退出专用型存储长期战略方向较为确定。利基型 DRAM 方面，三星、SK 海力士、美光已相继发布 DDR4 减产与停产计划；SLC NAND Flash 方面，铠侠、美光等厂商转向 3D NAND（TLC/QLC）而削减 SLC NAND 产能，供给缺口自 3Q25 起显著释放。我们认为，本轮产能替代空间具有结构性特征，为兆易创新打开了替代窗口。公司有望复刻其在 NOR Flash 领域已验证的份额增长路径，在利基型 DRAM 与 SLC NAND Flash 市场实现份额的较快增长。

专用型存储（利基型 DRAM、SLC NAND Flash、NOR Flash）具有较强的需求刚性。利基型 DRAM 凭借低延迟、随机读写的特性适配设备实时运算缓存。SLC NAND Flash 擦写寿命与稳定性出众，两者在汽车、工控等场景中相比通用型存储仍有明显优势。NOR Flash 支持代码就地执行，读取响应迅速，是固件启动必备载体，也具有不可替代性。同时，智能驾驶、AI 算力建设以及端侧 AI 的发展为专用型存储提供了需求增量。比如，传统服务器通常配备 1-2 颗 16-61MB 的 NOR Flash，而以英伟达 GB300/Vera Rubin 为代表的 AI 服务器平台，单台 NOR Flash 总容量可达 216-512MB；端侧 AI 催生了全新的定制化存储 DRAM 的需求等。

我们预计全球专用型存储市场规模将从 2024 年的 136 亿美元增长至 2025 年的 168 亿美元，并在 2026 年进一步增长至 403 亿美元。分品类来看：利基型 DRAM 市场规模从 2024 年的 85 亿美元增长至 2026 年的 276 亿美元；我们预计价格在 2025/26 年分别同比增长 25%/270%，而比特出货量因大厂退出而持平或下降。SLC NAND Flash 市场规模从 2024 年的 23 亿美元增长至 2026 年的 63 亿美元，价格在 2025/26 年分别同比增长 13%/250%。NOR Flash 市场规模预计从 2024 年的 28 亿美元增长至 2026 年的 64 亿美元，价格在 2025/26 年分别同比增长 12%/70%。我们认为，本轮专用型存储行业规模的增长主要由价格驱动，利润弹性将显著高于出货量弹性。

兆易创新与长鑫科技的深度合作是公司 DRAM 业务的核心支撑。2026 年 3 月，公司公告将从长鑫科技采购代工 DRAM 产品年度额度约 57.11 亿元（人民币，下同），较 2025 年的 11.82 亿元同比提升约 383%。依托长鑫科技代工产能的释放，公司 DDR4 8Gb 于 1Q25 量产并在 3Q25 销量追平 4Gb 产品；LPDDR4 量产与 LPDDR5 研发持续推进。NOR Flash 方面，公司作为全球第二大供应商，2025 年率先实现 45nm 节点大规模量产，带来存储密度提升与单位成本摊薄。SLC NAND Flash 方面，公司以 24nm 先进制程形成差异化竞争优势，在工控、汽车等高可靠性场景的需求粘性支撑下，供给缺口带来的利润弹性较为可观。非存储业务方面，MCU 行业在 2023 年经历了比较明显的去库存，叠加中国内地 MCU 厂商价格竞争加剧，目前价格依然处于周期底部。但是，公司巩固份额效果显著，同时通过高端产品有望进一步扩展市场。模拟业务受益于苏州赛芯并表，收入与盈利规模提升明显，有望成为继存储、MCU 之后的第三大利润中心。

公司当前股价对应市盈率低于过去 5 年均值，估值安全边际充足。依托深度绑定长鑫存储的产业链核心优势，叠加 NOR、DRAM 全品类量价齐升带来的业绩高成长性，相较同业可享受国产存储龙头对应的估值溢价。

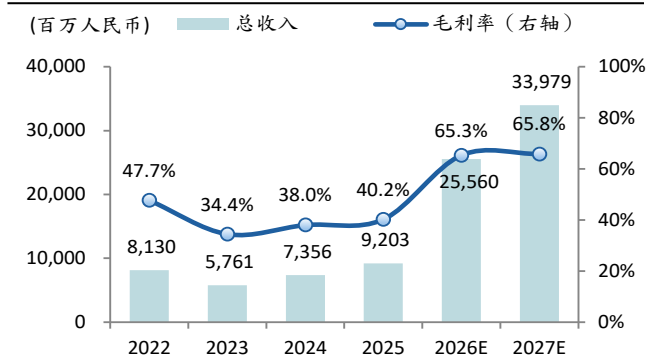
围绕市场关注的近期实控人减持、存储板块回调、公司纳入 Roundhill DRAM ETF 等事件，我们认为：

- ⊕ 近期 Meta 出售闲置算力等事件引发市场对算力供给过剩的担忧，进而拖累存储板块震荡，我们判断这一定程度来自市场在交易偏拥挤、宏观政策不确定性等背景下将担忧一定程度放大。Meta 自研大模型落地节奏偏缓，算力资源主要服务自身广告业务，其加码新一代 B 系列算力、处置闲置 H 系列算力更多出于优化现金流、摊薄运营成本考虑，而全球算力整体需求依然强势。放眼存储行业，LTA 订单可覆盖未来的供给和整体订单周期都在加大，行业至 2027 年末仍有望维持供需偏紧格局。同时，兆易创新所处专用型存储赛道属于间接受益于 AI 基建，行业景气主要源于海外厂商资源集中投向高附加值 AI 存储，存量产能收缩，中国内地厂商借此承接市场缺口。因此，专用型存储行业本身受到的算力供给过剩的直接影响也有限。
- ⊕ 实控人减持方面，公司 4 月 7 日晚间披露实控人朱一明减持预案，计划 4 月 30 日至 7 月 29 日以集中竞价、大宗交易减持不超过 1121 万股（占总股本 1.60%），用于个人资金安排。公告发布次日股价小幅承压，后续在存储高景气驱动下持续走强。实控人 5 月分两批完成大额减持，分别于 5 月 6-7 日、5 月 11-25 日减持 343.88 万股、632.99 万股。截至当前累计减持 1034.86 万股，减持完成度约 92.3%，剩余可减持股份 86.14 万股，对应总股本占比仅 0.12%，剩余减持体量较小。
- ⊕ 6 月末全球首只主动管理纯存储主题 Roundhill Memory ETF 完成季度调仓，兆易创新首次跻身其前十大重仓，持仓权重 2.91% 位列第八，也是该基金持仓中唯一中国内地 A 股标的。消息落地短期推升股价，我们认为这侧面印证国产存储已深度融入全球存储供应链。
- ⊕ 综上，我们认为，本轮利基存储涨价核心逻辑为海外存储厂商产能向 AI 高端存储倾斜，专用型存储市场因供给收缩间接受益。以 Meta 出售冗余算力为导火索的板块回调、纳入海外存储 ETF 等不会改变公司中长期周期和成长主线，对股价仅产生短期边际影响。

财务预测

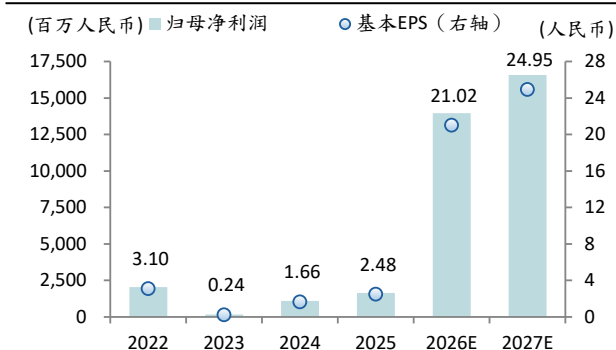
核心观点：2025 年，公司实现营业收入 92.03 亿元，同比增长 25%；归母净利润 16.48 亿元，同比增长 49%。收入增长主要由存储芯片业务驱动：利基型 DRAM 及 SLC NAND Flash 受益于海外大厂退出带来的供给紧缩与价格上行；NOR Flash 收入延续稳健增长，价格在下半年亦开启温和上涨。MCU 业务线行业竞争依然激烈，但公司通过提高出货量、提升份额，实现营收同比增长约 13%。模拟芯片业务受益于赛芯并表及内生业务协同放量。**我们预测兆易创新 2026/27 年营业收入分别为 255.6/339.8 亿元，同比分别增长 178%/33%；综合毛利率分别为 65.3%/65.8%；归母净利润分别为 139.7/165.8 亿元，同比分别增长 748%/19%；基本 EPS 为 21.02/24.95 元。**我们认为，未来两年业绩增长的驱动力将继续来自存储业务，长鑫代工产能释放有望带来的 DRAM 出货量高增；同时，专用型存储价格在 2026/27 年继续保持高速增长，供不应求将最少持续至 2Q27，公司存储业务有望实现量价齐升。

图表 1：兆易创新总收入和毛利率



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：兆易创新归母净利润和基本 EPS



资料来源：公司资料，交银国际预测

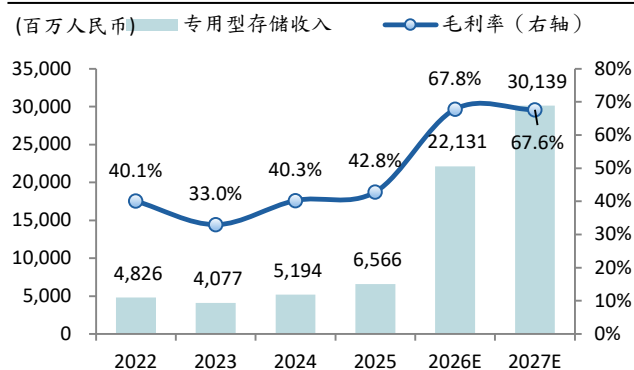
专用型存储业务：大厂产能出清叠加需求刚性，利润弹性加速释放

公司 2025 年专用型存储芯片收入同比增长 26%至 65.7 亿元，平均售价和销售量均实现同比增长。2025 年该业务毛利同比增加 2.6 个百分点至 42.8%。**我们预测存储业务收入在 2026/27 年分别达到 221.3/301.4 亿元，同比增长 237%/36%，存储占公司总收入的比例从 2025 年的 71.3%跃升至 2026/27 年的 86.6%/88.7%。我们预测存储业务毛利率从 2025 年的 42.8%大幅提升至 2026 年的 67.8%，并在 2027 年维持在 67.6%的水平。**

DRAM 业务：大厂淡出，长鑫放量。受益于海外头部厂商聚焦 HBM、DDR5 等高阶产品，而减产退出利基型 DRAM 赛道，公司利基型 DRAM 自 2Q25 起量价齐升，毛利率显著改善。我们测算，2025 年公司 DRAM 产品实现收入 17.9 亿元，同比增长 67%；毛利率同比提升 17.0 个百分点至 30.5%。我们认为，海外大厂持续淡出利基型 DRAM 仍将是未来两年支撑公司 DRAM 收入与利润的核心

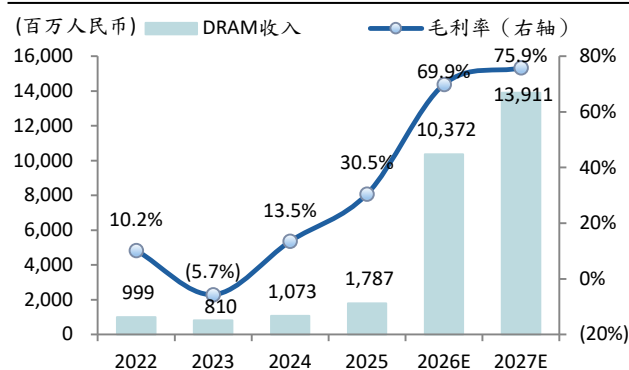
逻辑。DRAM 出货量在长鑫科技代工产能释放的支持下快速增长。公司 DDR4 8Gb 在 2025 年初正式量产，有望在 2026 年进一步放量。LPDDR4、LPDDR5 等新产品也在逐步放量，叠加定制化存储在汽车座舱、AI PC、机器人等领域量产落地，也为需求端提供了增长动能。我们预测公司 DRAM 收入在 2026/27 年分别为 103.7/139.1 亿元，同比分别增长 480%/34%；毛利率从 2025 年的 30.5% 提升至 2026 年的 69.9% 和 2027 年的 75.9%。

图表 3：兆易创新专用型存储业务收入和毛利率



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：兆易创新 DRAM 收入和毛利率

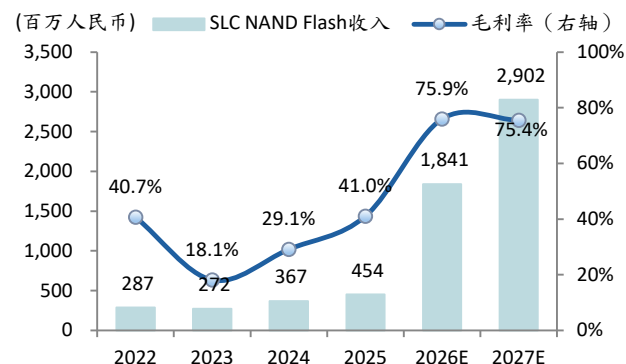


资料来源：公司资料，交银国际预测

SLC NAND Flash 业务：供给缺口加速释放，刚需属性较难替代。1H25 公司 SLC NAND Flash 收入受到价格拖累而同比下滑，然而海外大厂战略转向 3D NAND Flash 而削减 SLC NAND Flash 产能在 2H25 使得行业供给开始显著收紧，SLC NAND Flash 量价齐升，毛利率环比大幅改善，全年收入同比高增。我们测算，2025 年公司 NAND Flash 产品实现收入 4.5 亿元，同比增长 24%；毛利率同比提升 11.9 个百分点至 41.0%。我们认为，SLC NAND Flash 在工控、汽车等对稳定性要求较高的领域的需求短时间内无法被替代，同时国际大厂缩减 SLC NAND Flash 产能形成的供给缺口将在 2026 年加速释放。我们预测公司 SLC NAND Flash 收入 2026/27 年分别为 18.4/29.0 亿元，同比分别增长 306%/58%；毛利率从 2025 年的 41.0% 提升至 2026 年的 75.9%，2027 年保持在 75.4% 的高位。

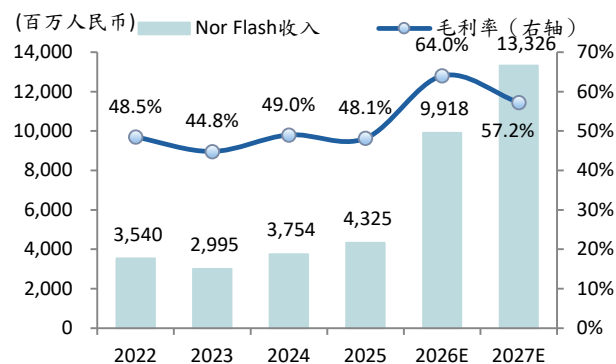
NOR Flash 业务：AI 服务器驱动大容量升级，产能向 AI 迁移下 NOR Flash 价格今年也迎来景气度上行。公司 NOR Flash 出货量在 2025 年同比增长，NOR Flash 价格在 2H25 也开始温和上行。我们测算，2025 年公司 NOR Flash 产品实现收入 43.3 亿元，同比增长 15%；毛利率为 48.1%。我们认为，AI 服务器带动 NOR Flash 大容量高端产品需求提升，同时 45nm 制程量产摊薄单位成本进一步提升毛利率。此外，我们观察到，存储厂产能持续倾斜 AI 相关高附加值产品也开始挤压到 NOR Flash 的成熟制程产能。根据 TrendForce，1H26 NOR Flash 累积合约价涨幅突破 100%；我们预计 NOR Flash 供应紧张的格局将在 2026 年下半年持续。我们预测 NOR Flash 收入 2026/27 年分别为 99.2/133.3 亿元，同比分别增长 129%/34%；毛利率提升至 2026 年的 64.0%，此后 2027 年也维持在 57.2% 的较高水平。

图表 5：兆易创新 SLC NAND Flash 收入和毛利率



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 6：兆易创新 NOR Flash 业务收入和毛利率



资料来源：公司资料，交银国际预测

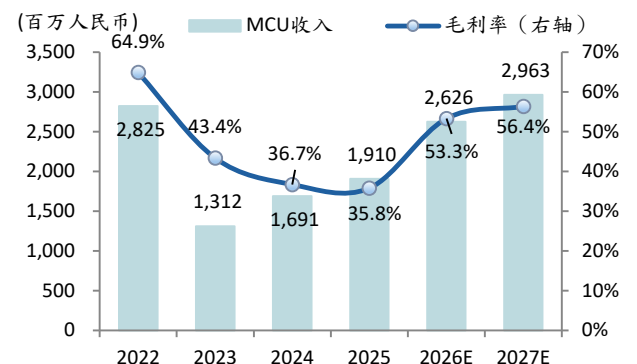
非存储业务：MCU 温和复苏，传感器短期承压，模拟贡献提升

MCU：以价换量巩固份额，高性能与车规驱动成长。2025年公司MCU收入同比增长13%至19.1亿元，主要受益于国家消费补贴提振及面向工业、消费电子的新品放量。受行业竞争加剧影响，公司以更具竞争力的价格巩固并扩大份额，导致MCU毛利率同比下降0.9个百分点至35.8%。目前价格依然处于周期底部，而展望未来两年，公司有望进一步实现份额扩张，并通过发力高算力MCU与汽车MCU，加快高性能新品的市场开拓与收入占比提升，进而驱动收入与利润水平。我们预测MCU收入在2026/27年分别为26.3/29.6亿元，同比分别增长38%/13%；毛利率在2026年增长至53.3%，并在2027年维持在56.4%。

传感器：收入承压，结构优化提升盈利能力。2025年公司传感器业务受手机、平板等消费电子行业竞争加剧影响，营收同比下降13%至3.9亿元；毛利率同比提升3.1个百分点至19.6%，主要得益于公司主动优化产品结构并持续推进降本增效。我们预测，存储成本将使得全球智能手机出货量在2026年继续承压。公司持续推进指纹识别与触控芯片的产品迭代与升级，预计未来两年传感器业务所受冲击将小于大盘。我们预测传感器收入在2026/27年分别为4.00/4.09亿元；毛利率保持在28%左右。

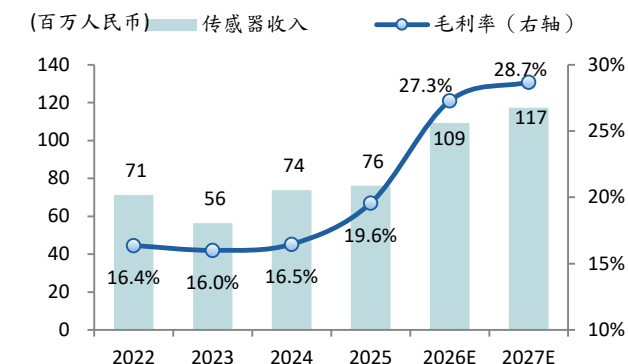
模拟：收购苏州赛芯提升盈利能力。公司于2024年12月完成对苏州赛芯的收购，2025年模拟芯片收入由2024年的0.15亿元大幅增长至3.33亿元；业务毛利率亦从2024年的10.5%显著提升至37.0%，主要系收购后产品结构优化。我们认为，公司未来将通过与苏州赛芯在技术、业务、资源及团队等方面深度协同，持续拓展模拟产品品类，进一步提升市场覆盖与盈利水平。赛芯承诺2024-26年扣非净利润分别不低于6,000/7,000/8,000万元，当前2025年业绩承诺已顺利完成。我们预测模拟收入2026/27年分别为4.0/4.7亿元，同比增长21%/16%；毛利率提升至45%左右。

图表 7：兆易创新 MCU 收入和毛利率



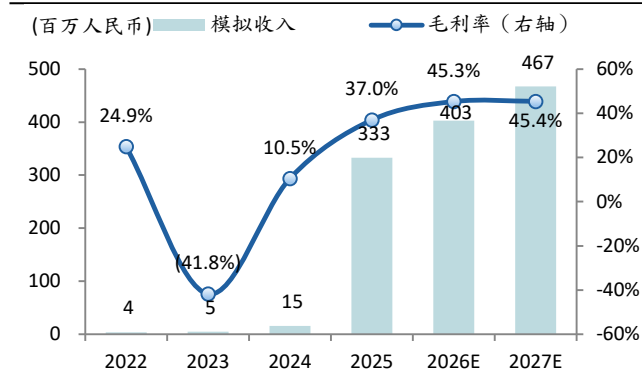
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 8：兆易创新传感器收入和毛利率



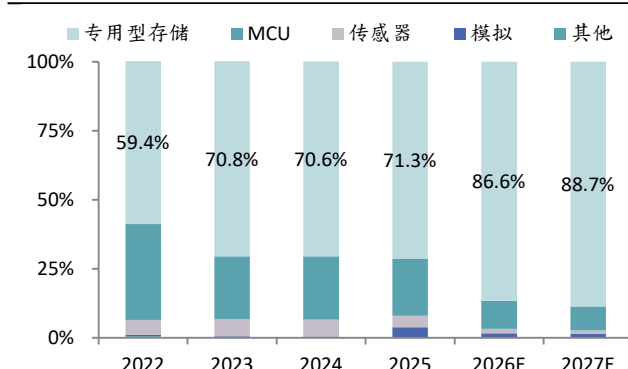
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 9：兆易创新模拟收入和毛利率



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 10：兆易创新总收入拆分



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 11：兆易创新主要财务假设

百万人民币	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利润表						
总收入	5,761	7,356	9,203	25,560	33,979	35,581
同比	(29%)	28%	25%	178%	33%	5%
毛利润	1,983	2,795	3,701	16,693	22,367	21,106
毛利率	34.4%	38.0%	40.2%	65.3%	65.8%	59.3%
税前利润	125	1,124	1,706	15,067	17,593	16,652
净利润	161	1,101	1,677	14,013	16,638	15,753
归母净利润	161	1,103	1,648	13,972	16,578	15,693
同比	(92%)	584%	49%	748%	19%	(5%)
基本 EPS	0.24	1.66	2.48	21.02	24.95	23.61
分部业务						
分部收入						
DRAM	810	1,073	1,787	10,372	13,911	15,323
NOR Flash	2,995	3,754	4,325	9,918	13,326	13,679
SLC NAND Flash	272	367	454	1,841	2,902	2,363
存储	4,077	5,194	6,566	22,131	30,139	31,365
MCU	1,312	1,691	1,910	2,626	2,963	3,230
传感器	352	448	389	400	409	434
模拟	5	15	333	403	467	551
其他	14	7	5	-	-	-
总计	5,761	7,356	9,203	25,560	33,979	35,581
同比						
DRAM	(19%)	32%	67%	480%	34%	10%
NOR Flash	(15%)	25%	15%	129%	34%	3%
SLC NAND Flash	(5%)	35%	24%	306%	58%	(19%)
存储	(16%)	27%	26%	237%	36%	4%
MCU	(54%)	29%	13%	38%	13%	9%
传感器	(19%)	27%	(13%)	3%	2%	6%
模拟	20%	236%	2052%	21%	16%	18%
总计	(29%)	28%	25%	178%	33%	5%
分部毛利率						
DRAM	(5.7%)	13.5%	30.5%	69.9%	75.9%	65.7%
NOR Flash	44.8%	49.0%	48.1%	64.0%	57.2%	53.7%
SLC NAND Flash	18.1%	29.1%	41.0%	75.9%	75.4%	71.7%
存储	33.0%	40.3%	42.8%	67.8%	67.6%	60.9%
MCU	43.4%	36.7%	35.8%	53.3%	56.4%	49.8%
传感器	16.0%	16.5%	19.6%	27.3%	28.7%	29.8%
模拟	(41.8%)	10.5%	37.0%	45.3%	45.4%	47.0%
综合毛利率	34.4%	38.0%	40.2%	65.3%	65.8%	59.3%

资料来源：公司资料，交银国际预测

估值

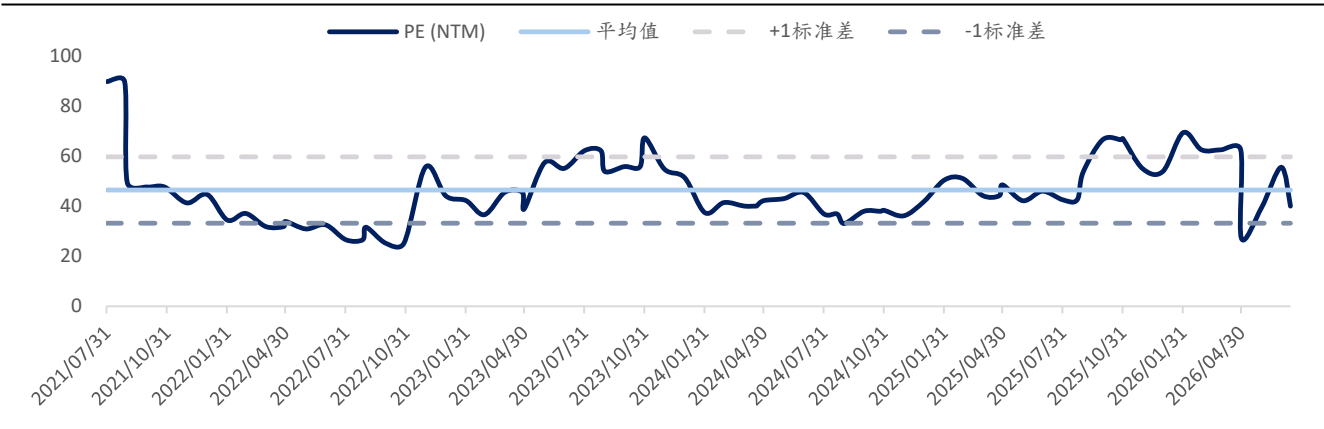
我们基于公司 2027 年 EPS，采用市盈率进行估值。我们预测公司 2027 年基本 EPS 为 24.95 元，给予 32 倍市盈率。对应 A 股目标价 798 元，H 股目标价 907 港元（按 0.88 港元/人民币汇率折算），分别对应 55%和 51%的潜在涨幅。根据 Visible Alpha 数据，2027 年 32 倍的市盈率低于 A 股过去五年的前瞻市盈率（NTM）均值 46.5 倍，处于均值以下 1 个标准差附近。截至 2026 年 7 月 14 日，公司 A 股前瞻市盈率（NTM）为 40.0 倍左右，处于历史均值以下。若以我们预测的 2027 年 EPS 24.95 元计算，当前股价对应市盈率仅 23.4 倍，低于过去 5 年均值 46.5 倍，估值安全边际充足。

图表 12：兆易创新 H 股和 A 股估值

H 股		A 股	
EPS 2027E	24.95	EPS 2027E	24.95
市盈率	32x	市盈率	32x
HKD/RMB	0.8800		
目标价	907	目标价	798
现价	600.00	现价	514.61
上行空间	51%	上行空间	55%

资料来源：公司资料，交银国际预测，截至 2026 年 7 月 16 日

图表 13：兆易创新 A 股前瞻市盈率：过去 5 年平均值为 46.5x/标准差 13.2x



资料来源：Visible Alpha，交银国际 *截至 2026 年 7 月 14 日

2026 年 7 月 17 日

兆易创新 (603986 CH)

图表 14：可比公司估值

代码	公司	市值	股价	年初至今	—EPS 增速—		—P/E—		—P/S—	
		(百万美元)	(当地货币)		(%)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E
中国内地存储										
603986 CH	兆易创新	56,978	550.8	157%	748%	19%	26.2	22.1	9.7	6.8
688008 CH	澜起科技	45,895	252.8	115%	55%	44%	88.6	61.6	20.3	15.8
301308 CH	江波龙	32,575	522.0	113%	972%	(16%)	14.7	17.6	10.4	6.9
688525 CH	佰维存储	23,613	339.5	196%	904%	9%	19.1	17.5	14.3	9.0
001309 CH	德明利	24,090	720.0	210%	1,171%	4%	18.8	18.1	17.1	10.1
平均数							33.5	27.4	14.4	9.7
海外存储										
MU US	美光	1,058,241	937.0	228%	857%	109%	12.8	6.1	7.9	3.6
005930 KS	三星电子	1,006,300	257,500.0	114%	605%	43%	5.7	4.0	2.5	1.6
000660 KS	SK 海力士	870,846	1,828,000.0	180%	429%	48%	5.9	4.0	3.8	2.0
SNDK US	闪迪	247,898	1,674.0	605%	NA	203%	25.4	8.4	13.2	4.9
WDC US	西部数据	203,316	555.6	222%	87%	84%	55.9	30.4	19.2	13.4
2408 TT	南亚科	45,317	423.0	119%	2,851%	55%	7.1	4.6	3.9	2.2
2344 TT	华邦电	23,335	167.0	102%	2,291%	62%	7.8	4.8	3.5	2.0
2337 TT	旺宏电子	8,490	138.0	250%	NA	146%	8.7	3.5	3.2	1.4
平均数							16.2	8.2	7.1	3.9
中国内地光通信										
300308 CH	中际旭创	182,259	1,108.0	82%	155%	82%	47.9	26.3	22.4	11.9
300502 CH	新易盛	105,395	512.5	67%	112%	72%	39.0	22.7	22.1	11.8
300394 CH	天孚通信	41,721	259.3	79%	75%	54%	84.4	54.8	36.4	26.2
002281 CH	光迅科技	26,366	216.0	209%	74%	63%	107.0	65.8	16.2	13.3
000988 CH	华工科技	22,875	154.2	94%	51%	33%	72.2	54.1	12.1	9.9
平均数							70.1	44.7	21.8	14.6
中国内地半导体设计										
688256 CH	寒武纪	128,813	1,390.0	53%	207%	98%	139.0	70.2	45.5	27.4
688041 CH	海光信息	118,277	345.0	54%	748%	19%	26.2	22.1	9.7	6.8
603986 CH	兆易创新	56,978	550.8	157%	280%	31%	61.9	47.1	15.1	11.5
603501 CH	韦尔股份	18,745	102.5	(19%)	1%	30%	31.1	24.0	4.0	3.5
300782 CH	卓胜微	7,459	88.0	8%	NA	449%	492.7	89.8	4.5	4.3
平均数							150.2	50.6	15.8	10.7
海外半导体设计										
NVDA US	英伟达	4,925,426	203.5	9%	58%	92%	43.4	22.6	32.3	16.5
AVGO US	博通	1,827,149	384.1	11%	136%	66%	33.1	20.0	16.5	10.1
AMD US	AMD	871,377	534.4	150%	173%	82%	73.3	40.3	12.3	10.3
MRVL US	迈威尔	190,295	217.5	156%	NA	43%	76.7	53.8	13.0	10.7
QCOM US	高通	193,915	184.0	8%	113%	2%	17.1	16.8	8.3	7.6
平均数							48.7	30.7	16.5	11.0

资料来源：彭博，交银国际，截至 2026 年 7 月 13 日 *兆易创新数字基于交银国际预测，其余基于彭博一致预测。

我们认为 2027 年 32 倍目标市盈率具备合理性：1) 32 倍市盈率相较 46.5 倍的历史中枢适度折价，主要考虑到：本轮专用型存储涨价行情主要间接受益于原厂主动收缩产能从而催生短期供不应求局面，驱动力更多来自供给端调控。我们判断 2Q27 后行业供需缺口或逐步收敛，景气上行斜率或放缓。2) 我们预测公司 2025-27 年盈利 CAGR 预计超 200%（存储业务驱动），32 倍市盈率对应约不到 0.2 倍 PEG，处于成长股合理区间。3) 兆易创新作为 A 股市场最直接的长鑫产业链标的，叠加国产替代政策加持，存在国产存储龙头的稀缺溢价。

我们认为，公司作为国产存储龙头的稀缺溢价主要体现在两方面：1) 公司是国产全品类存储设计龙头。兆易创新是中国内地少有的同时在 NOR Flash、DRAM 和 SLC NAND Flash 三个存储品类都有布局的存储厂，属于国产存储中的核心标的。国家集成电路产业基金一期（“大基金”，2014 年成立，总投资额 1,387 亿元）将兆易创新列为存储战略产业的重点投资标的。大基金二期（2019 年成立，总投资额 2,042 亿元）重点投资长鑫科技集团（前身睿力集成）。大基金三期（2024 年成立，总投资额 3,440 亿元）规模约为前两期总和，我们预计 DRAM 芯片将是重点投资方向之一。2) 公司有望享有长鑫产能优先保障：长鑫存储具备 DRAM 设计、制造、封测一体化 IDM 能力，亦是中国内地唯一实现 DRAM 规模化稳定量产的原厂。根据长鑫科技招股书，4Q25 长鑫 DRAM 全球销售额市占率达 7.67%，仅次于三家龙头。同时，公司创始人朱一明同时担任长鑫存储董事长，兆易创新为长鑫存储 DRAM 晶圆规模最大的外部 Fabless 代工客户，双方长期锁定供货协作关系。在当前全球利基 DRAM 供给偏紧的环境下，公司依托深度绑定的产业协同关系，有望优先获取长鑫存储的产能供给，保障自身 DRAM 业务稳定出货。

截至 7 月 14 日，兆易创新 H 股较 A 股溢价 2%，相比一个季度前 20%左右的区间明显收窄，我们认为这主要来自：1) 公司 H 股基石份额在 7 月 13 日迎来解禁，半年锁定期届满后，前期获利的海外机构兑现部分收益；2) 存储板块前期涨幅较高，交易趋于拥挤，市场同时最近出现 AI 资本开支放缓、板块短期估值偏高的担忧，更为保守的港股投资者顺势小幅减仓。

图表 15：截至 2026 年 7 月 14 日，兆易创新 H 股相对 A 股溢价 2%



资料来源：Wind，交银国际，截至 2026 年 7 月 14 日

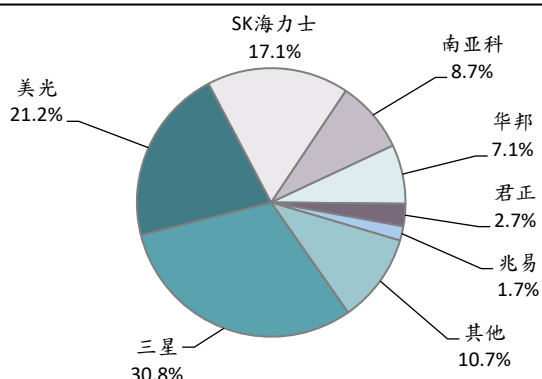
专用型存储供应端：产能替代空间释放

核心观点：公司主要负责设计 DDR3L/DDR4/LPDDR4、SLC NAND Flash、NOR Flash 在内的专用型存储。这些产品一般容量较小，应用场景较为特定，对可靠性的要求极高。我们认为，当前国际存储龙头正持续收缩利基型 DRAM 与 SLC NAND Flash 产能，这为以兆易创新代表的其他厂商打开替代空间。兆易创新有望复刻其在历史 NOR Flash 行业整合中抢占市场份额的路径。同时，兆易创新与长鑫有着较为紧密的业务合作关系，这为兆易创新 DRAM 业务的产能供应和技术迭代提供支撑。我们预计，兆易创新 DRAM 业务有望进入高速放量期，2025-27 年该业务收入复合增速预计约为 179%。

国际存储龙头淡出，产能替代窗口打开

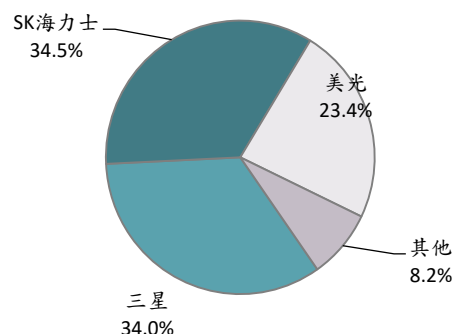
专用型存储主要包含利基型 DRAM（LPDDR2/3、DDR2/3 以及容量在 8Gb 及以下的 DDR4/LPDDR4）、NOR Flash 和 SLC NAND Flash。目前专用型存储市场较为集中，主要被几家国际头部存储厂商占据。根据弗若斯特沙利文，2024 年全球利基型 DRAM 市场份额主要来自三星（30.8%）、美光（21.2%）、SK 海力士（17.1%），而全球 SLC NAND Flash 市场的最主要供应商为铠侠（35.2%）和美光（23.3%）。我们认为，全球存储产业正经历 AI 驱动的产能结构性迁移，头部存储厂商纷纷战略性聚焦 HBM、DDR5 以及 3D NAND Flash 等产品，持续缩减甚至退出 DRAM 和 SLC NAND Flash，这将释放产能替代空间，以兆易创新为代表的厂商有望受益。

图表 16：全球利基型 DRAM 市场份额（2024）



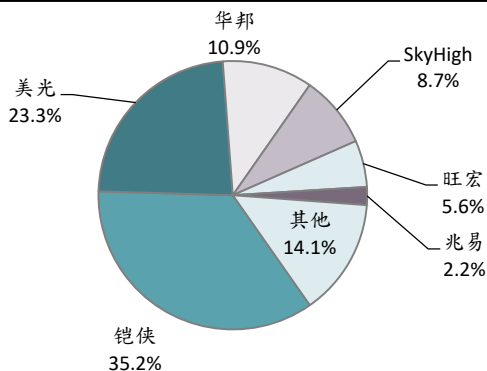
资料来源：公司港股招股书，弗若斯特沙利文，交银国际

图表 17：全球 DRAM 市场份额（2025）



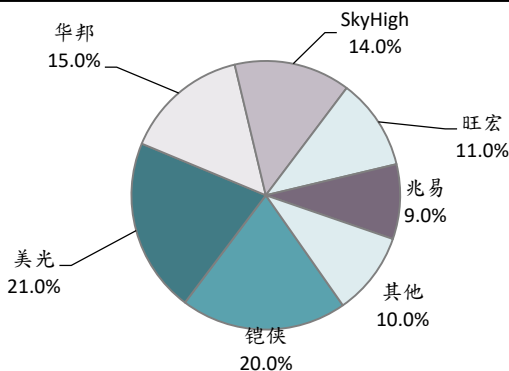
资料来源：Omdia，长鑫科技集团招股书，交银国际

图表 18：全球 SLC NAND Flash 市场份额（2024）



资料来源：公司港股招股书，弗若斯特沙利文，交银国际

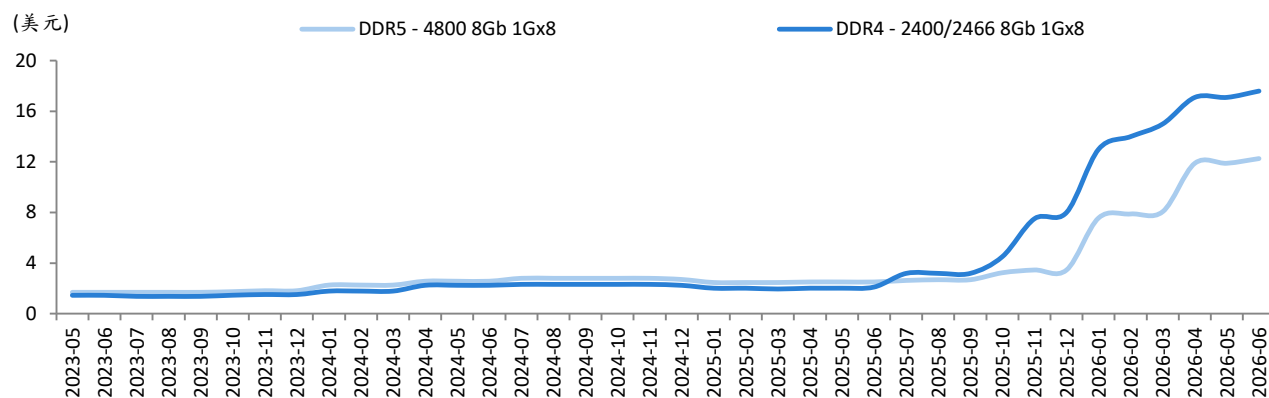
图表 19：全球 SLC NAND Flash 市场份额（2025）



资料来源：华邦公司资料，交银国际

利基型 DRAM 方面，2025 上半年，三星、SK 海力士、美光三大 DRAM 原厂相继发布 DDR4 减产与停产计划，主动收缩产能以聚焦 HBM、DDR5 等高阶产品，持续缩减并退出利基型 DRAM 领域。而进入下半年，伴随 DDR4 供需紧张、价格大幅上涨并与 DDR5 出现倒挂，主要厂商先后推迟退出利基型 DRAM。我们认为，这主要来自短期盈利导向的生产策略修正，并未改变其长期战略方向。随着 AI 对 HBM、DDR5 在内的主流 DRAM 产品需求持续增长与产能结构优化，海外大厂逐步退出利基型 DRAM 的长期趋势较为确定。

图表 20：8GbDDR4 和 DDR5 合约平均价自 3Q25 以来倒挂



资料来源：inSpectrum Tech Inc，彭博，交银国际 *合约平均价

我们认为，SLC NAND Flash 领域亦存在类似的产能结构性迁移特征。随着铠侠、美光等 SLC NAND Flash 厂商逐步转向更高阶的 NAND Flash（如 TLC/QLC NAND Flash），SLC NAND Flash 产能替代空间也将释放。兆易创新年报中也表示，国际大厂削减 SLC NAND Flash 产能形成明显供给缺口使得 SLC NAND Flash 价格自 3Q25 迎来显著上涨。我们预计整体存储器价格至少在 4Q27 之前继续保持（详见我们此前发布之 [SK 海力士报告](#)）。

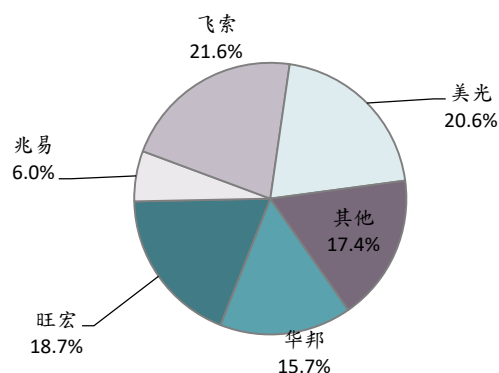
我们看到，当前 HBM、DDR5、企业级 SSD 等主流存储产品 LTA 订单渗透率持续快速上行，供给端龙头厂商 LTA 落地节奏也愈发清晰。根据三家存储龙头近期所披露的 LTA 情况，我们认为存储器价格之后可能出现的波动或小于之前。长协模式的规模化渗透正推动存储行业估值体系发生结构性重构，行业属性由传统强周期标的（适配市净率估值）逐步向稳健盈利标的（市盈率估值框架）切换，核心驱动为企业盈利确定性显著抬升。

而对于专用性存储，其下游客户相对分散、单家采购体量显著低于云厂商，行业长协渗透率一般较通用型存储更低，价格期限一般也会更短。但根据我们的行业调研，在本轮供给紧缺周期下，由于海外存储产能向 AI 倾斜，为专用型存储留下更多供应缺口，工业、车载终端客户也开始主动拉长锁价周期，开始出现更多 LTA 订单。

我们认为，今年依然是专用性存储供应端产能替代的一年；随着以南亚科为代表的利基型 DRAM 新增产能在 2027 年下半年逐步释放，供需缺口逐渐走向再平衡。

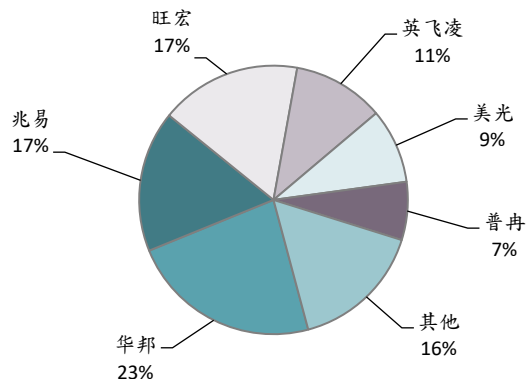
我们认为，兆易创新有望复刻其在历史 NOR Flash 行业整合中抢占市场份额的路径。据公司 A 股招股书，全球 NOR Flash 市场在 2014 年由飞索、美光、旺宏、华邦主导。之后，行业进行了一系列整合：飞索在 2015/3 被赛普拉斯收购；2020/4，英飞凌完成对赛普拉斯的收购，NOR Flash 业务重心也开始转向聚焦车规和工控。美光从 2017 年开始退出中低端 NOR Flash 产能。大厂退出 NOR Flash 产能为兆易创新等专注于专用型存储的厂商创造了产能替代的机会，根据弗若斯特沙利文，2025 年，华邦、兆易创新、旺宏三家厂商已经分别以 23%、17%、17% 的份额占领全球 NOR Flash 市场 57% 的份额。

图表 21：全球 NOR Flash 市场份额（2014）



资料来源：公司 A 股招股书，芯谋资讯，交银国际

图表 22：全球 NOR Flash 市场份额（2025）



资料来源：Omdia，华邦电子，交银国际

深度绑定长鑫，DRAM 放量可期

兆易创新与长鑫科技集团一直以来都有着长期且紧密的合作。主要背景包括，2016/6，合肥智聚集成电路有限公司注册成立。2017/4，合肥智聚集成电路有限公司更名为睿力集成电路有限公司（睿力集成）。2023/6，睿力集成更名为长鑫科技集团股份有限公司（长鑫科技集团）。长鑫科技集团专注于 DRAM 的研发、制造和销售。目前，兆易创新创始人朱一明同时在兆易创新与长鑫科技担任董事及管理职务。

兆易创新分别在 2020/11 和 2024/3 发布公告，拟向长鑫科技集团投资。长鑫科技集团成为兆易创新稳定且可靠的代工合作伙伴，这使得兆易创新可以专注于无晶圆业务模式（Fabless）下的利基型 DRAM 设计和销售。2021 年，兆易创新首款 4Gb DDR4（19nm）产品量产。1Q25，兆易创新 8Gb DDR4 量产，并在 3Q25 销量追平 4Gb DDR4，成为 DRAM 业务增长引擎。**2026 年，兆易创新将持续推进 LPDDR4 产品量产和 LPDDR5 小容量产品研发。**

根据兆易创新公告，2026 年，兆易创新从长鑫科技集团采购代工生产的 DRAM 相关产品交易额度为 8.25 亿美元，折合人民币约 57.11 亿元，相比 2025 年的 11.82 亿元同比提升 3.8 倍。**根据我们的预测，依托长鑫科技集团代工产能释放与利基型 DRAM 市场替代空间，兆易创新 DRAM 业务有望进入高速放量期，2025-27 年兆易创新 DRAM 业务收入复合增速有望达 179%。**

图表 23：兆易创新和长鑫科技集团的合作历史

时间	事件
2016/5	兆易创新创始人兼实控人朱一明与合肥市政府研讨存储器战略，“506 项目”启动，旨在突破中国内地 DRAM IDM 的瓶颈。
2016/6	合肥长鑫集成电路有限责任公司（ 合肥长鑫 ）注册成立，合肥长鑫是合肥市产业投资控股（集团）有限公司的全资子公司。合肥智聚集成电路有限公司注册成立。
2017/4	合肥智聚集成电路有限公司更名为睿力集成电路有限公司（ 睿力集成 ）。
2017/10	兆易创新与合肥市产业投资控股（集团）有限公司签署了《关于存储器研发项目之合作协议》，约定双方在安徽省合肥市经济技术开发区合作开展工艺制程 19nm 存储器的 12 英寸晶圆存储器（含 DRAM 等）研发项目。
2017/11	长鑫存储技术有限公司（ 长鑫存储 ）注册成立，由合肥锐捷聚成投资有限公司（有限合伙）和合肥长鑫共同合资成立，分别持股 80.1%和 19.9%。
2018/4	“国家集成电路重大专项走进安徽活动”在合肥举行。据相关资料，“506 项目”包括 合肥长鑫、长鑫存储、睿力集成三个运营主体 。
2020/4	兆易创新与长鑫科技集团（前身为睿力集成）订立联合产品开发平台合作协议，兆易创新同意不时向长鑫科技集团许可其知识产权，以促进联合开发进程，代价是长鑫科技集团向兆易创新支付相应的知识产权许可费。
2020/5	长鑫存储成为睿力集成的全资子公司。
2020/11	兆易创新拟投资睿力集成 3 亿元，增资完成后持股 0.85%。
2021	兆易创新年报披露，首款 4Gb DDR4（19nm）产品量产。
2023/6	睿力集成电路有限公司（ 睿力集成 ）更名为长鑫科技集团股份有限公司（ 长鑫科技集团 ）。
2024/3	兆易创新拟向长鑫科技集团投资 15 亿元，增资完成后，兆易创新持有长鑫科技集团约 1.88%股权。
2025	1Q25，兆易创新 8Gb DDR4 正式量产。截至 2025Q3，兆易创新 8Gb DDR4 销量追平 4Gb DDR4，成为 DRAM 业务的增长引擎。
2026	公司 2025 年业绩会上表示，2026 年将持续推进 LPDDR4 产品量产和 LPDDR5 小容量产品研发。
2026	公司在 3 月发布公告称，将从长鑫科技集团采购代工生产的 DRAM 相关产品，2026 年度预计交易额度折合人民币约 57.11 亿元。该采购金额相比 2025 年的 11.82 亿元提升明显。

资料来源：各公司资料，公开资料整理，交银国际

专用型存储需求端：在特定场景仍有刚性需求

核心观点：根据 IMF 及弗若斯特沙利文数据，专用型存储全球市场规模合计为 136 亿美元，我们预计这一数字将在 2025/2026 年分别增长至 168/403 亿美元；2026 年利基型 DRAM、SLC NAND Flash、NOR Flash 规模分别为 276/63/64 亿美元。从量的角度，2026 年利基型 DRAM 和 SLC NAND Flash 的比特出货量或同比减少，主要来自海外大厂陆续减产，唯部分产能会被南亚科、华邦、旺宏、长鑫等厂商填补。而从价的角度，利基型 DRAM/SLC NAND Flash/NOR Flash 整体价格将在 2026 年分别实现 270%/250%/70% 的同比增长，这也将带动整体行业规模在 2026 年实现较快增长。

根据 CFM 闪存市场数据，2024 年全球 NAND Flash 和 DRAM 整体销售收入合计约 1,670 亿美元。我们估算专用型存储约占全球存储市场规模不到 8%。然而，我们认为专用型存储凭借在物理结构上的独有优势，仍具有较强的需求刚性。

物理结构来看，利基型 DRAM 凭借低延迟、随机读写的特性适配设备实时运算缓存，SLC NAND Flash 擦写寿命与稳定性出众，两者在汽车、工控等场景中相比通用型存储仍有明显优势。NOR Flash 支持代码就地执行，读取响应迅速，是固件启动必备载体，也具有不可替代性。

下游应用来看，与通用型存储 DRAM/NAND Flash 受 AI 资本开支增长和消费电子周期的较强影响不同，利基型 DRAM 和 SLC NAND Flash 下游以汽车、工控等对可靠性要求更高的行业为主，且这些行业往往存在较长周期，切换成本较高，形成天然的需求粘性。例如，车载电控、工业控制器等设备长期高低温交变、频繁读写数据，SLC NAND Flash 凭借高耐久、宽温稳定、断电存数据的特质，契合严苛运行标准，其他存储难以适配。这类产品的验证周期通常较长，下游客户一旦完成认证，切换成本极高，为专用型存储提供了结构性需求支撑。同时，NOR Flash 在存储设备启动代码、系统固件等应用中短期无法替代。这主要依托其可直接片上执行 (XIP)、随机读取速度快、可靠性高、启动延迟低的特性。

增量需求方面，我们认为，智能驾驶提升了专用型存储的长期需求。传统燃油车向电动化和智能化转型过程中，智能驾驶和智能座舱功能越来越复杂，带来代码和数据量的暴增。整车电子架构从分散式 ECU 逐步转向中央计算与域控集成模式，数据实时缓存、运算留存环节对低延迟 DRAM、高稳定性 SLC NAND 的用量明显增加。同时，智能驾驶对行车安全管控日趋严格，车载固件程序规模不断扩大，对 NOR Flash 的读取性能也提出更高要求。利基型 DRAM、NOR Flash、SLC NAND Flash 凭借各自适配特性，分别满足设备实时运算、固件启动加载、行车数据存储（如黑匣子、故障日志等非易失性存储）的差异化需求，成为车载系统不可或缺的核心元器件，行业长期需求稳步上行。

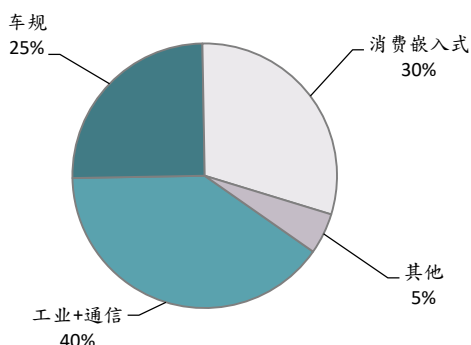
同时，AI 算力的建设以及端侧 AI 的发展除了拉动通用存储需求，也一定程度打开了专用型存储的规模增长空间。大模型训练、推理环节产生的海量数据，推升主流存储产品出货规模。而与此同时，随着 AI 从云端向终端、工控、车载等下游应用领域渗透，市场需求逐步向细分品类延伸，也为专用型存储打开增长

空间。相比于云端场景，下游应用场景对存储的可靠性、使用寿命、功耗有着更高标准，传统通用产品可能难以适配，这也将驱动专用存储需求持续扩容，成为存储行业新的增长点。AI需求拉动专用型存储最典型的例子是NOR Flash，AI服务器相关需求正在成为NOR Flash的重要驱动。

DRAM：具备长期需求支撑，端侧 AI 催生定制化存储需求

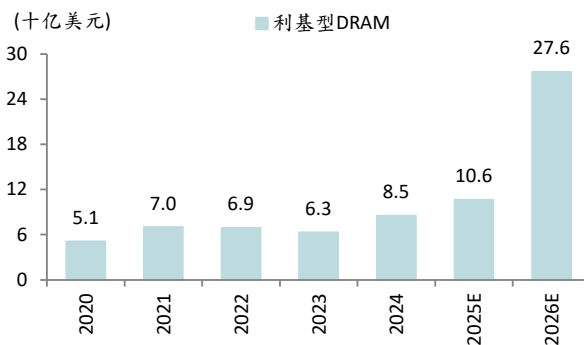
DRAM即动态随机存取存储器，是当前市场中最为重要的系统内存，广泛应用于服务器、移动设备、PC、消费电子等领域。其中，主流DRAM（DDR5/HBM）主要面向需要极致带宽和能效的高性能计算场景。利基型DRAM（DDR3/DDR4/LPDDR4等）主要面向对功耗和可靠性有特定要求的场景，这主要因为利基型DRAM存储单元晶体管尺寸更大，内部阵列排布结构相对简单，相较主流DRAM具备更强的电压波动耐受能力、温度适应性等，从而具备更高的运行稳定性。我们估算，2025年，来自工业、通信、汽车的需求约加利基型DRAM总需求的60%以上。根据IMF、弗若斯特沙利文，2024年全球利基型DRAM规模为85亿美元，我们预计这一数字将在2026年达到276亿美元。2025、2026年行业规模的增长动力来自价格，而整体比特出货量在2025持平并在2026年下降。我们预计利基型DRAM价格在2025/26年分别同比增长25%/270%。

图表 24：全球利基型 DRAM 需求占比（2025E）



资料来源：交银国际估算

图表 25：利基型 DRAM 全球市场规模预测



资料来源：IMF，弗若斯特沙利文，交银国际预测

端侧 AI 催生定制化存储需求。我们认为，端侧与云端训练场景对存储产品的核心需求存在差异：云端 AI 训练核心诉求集中于带宽与密度升级，而端侧 AI 存储的核心诉求为场景适配下的最优解，需同时平衡推理性能、功耗控制、机身结构、实时响应等多重约束条件，传统标准化存储产品在端侧 AI 的多元化需求下可能无法达到最佳适配效果。因此，我们认为，端侧 AI 催生了全新的定制化存储需求，端侧 AI 并未创造新的存储硬件品类，但形成了大量标准化产品无法覆盖的复合型细分需求。

公司控股子公司青耘科技成立于 2024 年 7 月，面向 AI 手机、AIPC、机器人及智能座舱等端侧 AI 场景，提供从容量、带宽到功耗均可按客户需求定制的存储芯片解决方案。公司于 2025 年完成核心团队搭建，2025 年下半年实现多项目送样与小批量试产，2026 年持续推进汽车座舱、AIPC、机器人等领域芯片量产。公司表示，定制化存储解决方案在部分客户推出的先导项目证实了该技术在此

统端和应用端的明显优势，使公司在行业处于领先地位并具备先发优势。我们预计，随着青稞科技今年在汽车座舱、AIPC、机器人等领域逐步实现量产，预计其将贡献一定体量营收；同时，定制化存储相较于兆易创新的标准利基型 DRAM，客户粘性也会更强。

SLC NAND Flash：可靠性领先，应用壁垒深厚

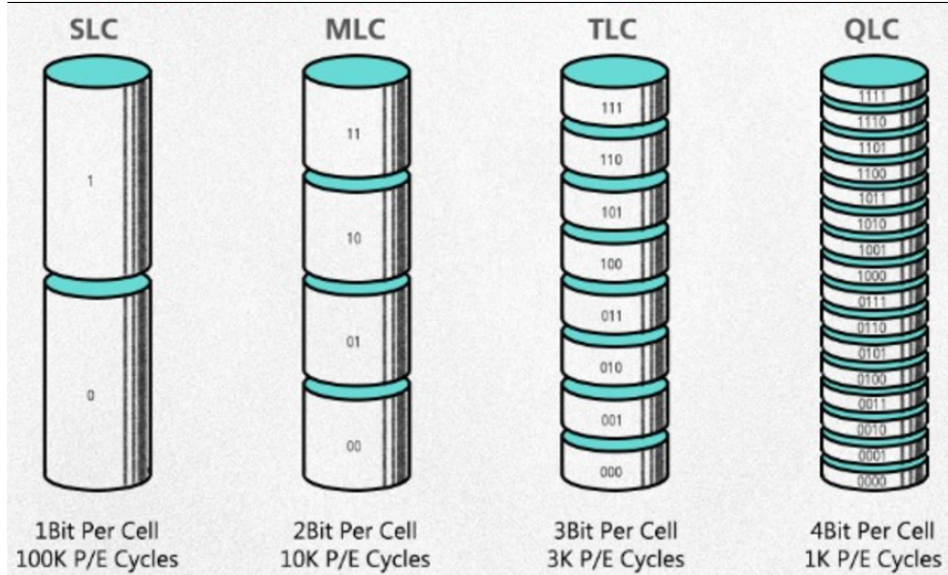
承接上文提到的 NAND Flash 与 NOR Flash 的结构差异，NAND Flash 采用存储单元串联架构，读写必须以页、块为单位批量操作，不支持代码片上直接执行，随机读取速度不及 NOR Flash。然而，NAND Flash 凭借串联结构大幅提升芯片存储密度，用更低的单比特成本，实现了同样成本范围内远超 NOR Flash 的存储容量。NOR Flash 胜在随机读、可直接运行代码、稳定性强，主打小容量代码存储；而 NAND Flash 胜在大容量、低成本、连续读写速度出色，弥补了 NOR Flash 无法承载海量数据的短板。NAND Flash 广泛用于手机、固态硬盘、U 盘、存储卡、车载大容量数据存储、服务器数据盘等需要存放大量系统文件、用户数据、影音资料的场景。

根据单元存储位数差异，NAND Flash 可进一步划分为 SLC、MLC、TLC、QLC 这主要四类产品，各类产品在存储密度、擦写寿命及成本层面呈现差异化特征。其中，SLC NAND Flash 单个单元仅存储 1bit 数据，编程擦除速度快，数据留存能力突出，擦写寿命可达约 10-100 万次，对比 TLC 的 300-1,000 次和 QLC 的 100-300 次，差距高达好几个数量级，产品可靠性位居各类 NAND Flash 之首。这种极致的可靠性使 SLC NAND 在工业控制（PLC 数据日志）、汽车电子（行车记录仪循环写入）、通信基站（配置参数频繁更新）、医疗设备（生命体征数据可靠存储）等高可靠性场景中具有不可替代性。

我们估算，以 2025 年为例，全球 SLC NAND Flash 下游需求中，工控、汽车、物联网、通信分别占据 45%、20%、15%、10% 的份额，该情况与利基型存储基本类似，原因都来自其特定物理结构下具备的高可靠性和长期稳定运行的能力。

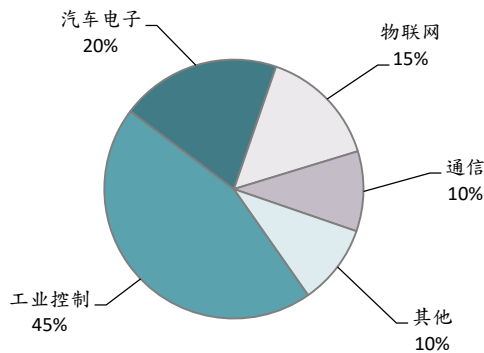
根据 IMF、弗若斯特沙利文，2024 年全球 SLC NAND Flash 规模为 23 亿美元，我们预计这一数字将在 2026 年达到 63 亿美元。我们认为，与利基型 DRAM 类似，2025/26 年 SLC NAND Flash 规模的增长动力来自价格，而整体比特出货量在 2026 年呈现下降趋势，我们预计 SLC NAND Flash 价格在 2025/26 年分别同比增长 13%/250%。

图表 26：各类 NAND Flash 结构对比



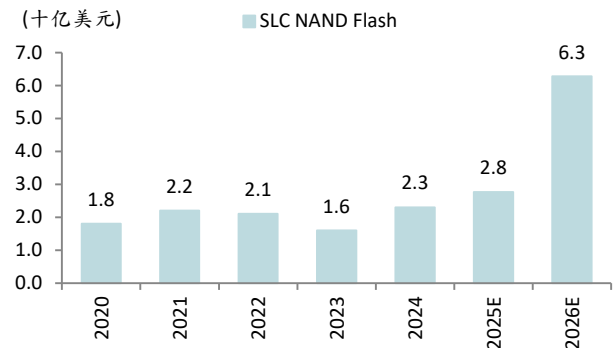
资料来源：建兴存储 SSSTC，交银国际

图表 27：SLC NAND Flash 下游需求占比（2025E）



资料来源：交银国际估算

图表 28：SLC NAND Flash 全球市场规模



资料来源：公司港股招股书，IMF，弗若斯特沙利文，交银国际预测

公司将 SLC NAND Flash 业务聚焦于工业控制、汽车电子、通信设备等领域，其 SLC NAND 产品容量集中在 1Gb–8Gb，整体定位于中小容量市场。该容量区间可充分满足嵌入式设备、工业终端、车载模块等场景下固件、关键日志与小型数据的存储需求，也是当前全球中小容量 SLC NAND 的主流规格；而 64Gb 及以上大容量 SLCNAND 并非公司现阶段布局方向，相关市场主要由国际存储大厂主导。

在技术迭代与产品升级方面，公司先后完成 38nm、24nm 两代工艺节点量产，目前以 24nm 为主力制程。2025 年，公司推出高速 QSPI NAND Flash 新品，优化了读取速率与坏块管理能力，适配工业 IoT 设备快速启动等细分需求，进一步丰富产品矩阵。横向对比行业同行，华邦、旺宏等竞争对手的中小容量 SLC NAND 多采用 46nm、36–48nm 成熟制程，公司选择以 24nm 先进制程打造差异化竞争。

NOR Flash：AI 服务器正成为 NOR Flash 的增量驱动

NOR Flash 核心功能为存储设备启动代码、系统固件、驱动程序、安全密钥与配置参数，依托可直接片上执行（XIP）、随机读取速度快、可靠性高、启动延迟低的特性，是各类嵌入式电子设备的“代码载体”。NOR Flash 与 NAND Flash 同属于非易失性存储器，即断电后仍可长期保持数据，但从物理结构来看，二者存在本质差异：**NOR 存储单元为并联架构，地址与数据线路独立，支持随机快速读取；NAND 采用串联式阵列结构，读取以区块为单位，随机访问性能偏弱。**结构差异进一步带来应用分化：NOR Flash 单比特成本更高、容量普遍偏小，主流规格集中在数 MB 至数百 MB；NAND 存储密度大、单位成本更低，可轻松实现 GB 级大容量，更适合海量数据存储。**基于上述特性，NOR Flash 成为对启动速度、运行稳定性、数据安全性要求严苛场景的首选。**

图表 29：NOR Flash 和 NAND Flash 对比

特性	NOR Flash	NAND Flash
主要功能	代码存储，如 MCU/BIOS 固件	数据存储，如 SSD、U 盘、eMMC
访问方式	支持随机字节访问，读写延迟低	以页/块为单位访问
读取速度	很快，支持随机快速读取	较慢，随机访问性能偏弱
擦写速度	擦除为秒级，不适合频繁擦写	很快，批量写入效率高
擦写次数	典型约 10 万次，工业级产品可达 50 万次	SLC 约 10-100 万次，TLC 约 300-1000 次，QLC 更低
容量	消费级在 1-8MB，工业级在 8-16MB，服务器在 64-512MB	大容量为主，消费级 SSD 可达 1-2TB；SLC NAND Flash 小容量在 1-8Gb，大容量可达 64Gb
每比特成本	较高（存储单元密度低）	较低（存储单元密度高）

资料来源：公开资料整理，交银国际

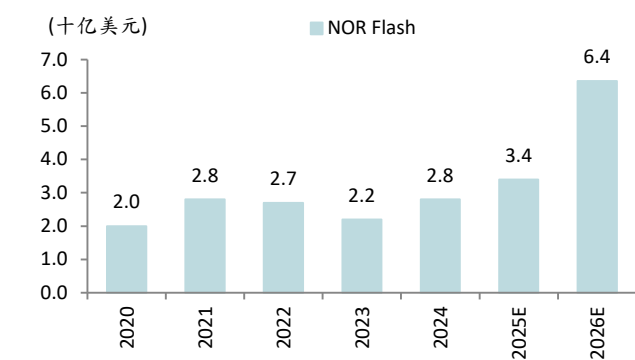
智能驾驶与 AI 产业通过增加代码、固件与安全程序催生 NOR Flash 需求增量。

在智能汽车领域，自动驾驶域控制器、车载 MCU、传感器等硬件数量大幅增长，叠加 ISO26262 等车规安全标准落地，设备需搭载更多系统固件、安全启动程序、故障校准代码与 OTA 升级程序，单车 NOR Flash 搭载数量与单体容量同步上行。在端侧 AI 终端中，AI 手机、AIPC、智能机器人等产品搭载专用 NPU 芯片，配套的算力调度固件、AI 加速微码、安全加密程序进一步丰富，代码存储体量持续扩张。

AI 服务器相关需求正在成为 NOR Flash 的增量驱动。相较于传统服务器，AI 服务器硬件复杂度显著提升，电源管理架构与 BMC（基板管理控制器）节点数量大幅增加，带动 BIOS、系统固件与管理程序的存储需求同步扩容。传统服务器通常配备 1-2 颗 16-61MB 的 NOR Flash，而以英伟达 GB300/Rubin 为代表的 AI 服务器平台，单台 NOR Flash 总容量可达 216-512MB。这一高端市场目前主要由海外厂商主导，其中旺宏电子（Macronix）作为全球 NOR Flash 领域的核心玩家，凭借高规格产品的可靠性与稳定性，已成为英伟达 GB300/Rubin 平台的独家供应商。我们认为，随着中国内地厂商技术迭代加速，兆易创新等企业正逐步向这一高壁垒市场渗透，有望在未来分享 AI 服务器需求增长的红利。我们估算，全球 AI 服务器出货量在 2024、2025 年同比增速均在 50%及以上，并预测该数字将从 2025 年的 370 万台增长至 2027 年的 490 万台。

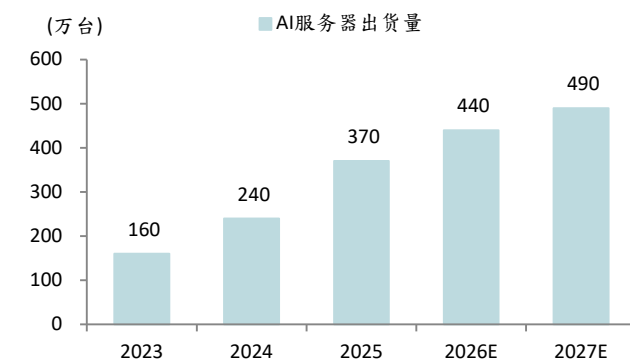
根据 IMF、弗若斯特沙利文，2024 年全球 NOR Flash 规模为 28 亿美元，我们预计这一数字将在 2026 年达到 64 亿美元。我们认为，2025、2026 年行业规模的增长动力来自价格，而整体比特出货量保持 8%-10% 的同比增长。我们观察到，存储厂产能持续倾斜 AI 相关高附加值产品也开始挤压到 NOR Flash 的成熟制程产能。根据 TrendForce，今年上半年 NOR Flash 累积合约价涨幅突破 100%；我们预计 NOR Flash 供应紧张的格局将在 2026 年下半年持续。我们预计 NOR Flash 价格在 2025/2026 年分别同比增长 12%/70%。

图表 30：NOR Flash 全球市场规模预测



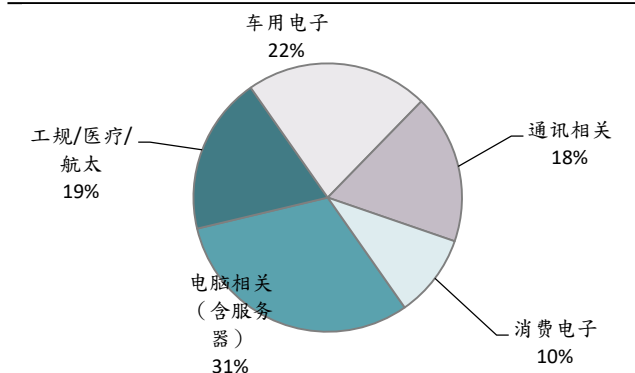
资料来源：公司港股招股书，IMF，弗若斯特沙利文，交银国际预测

图表 31：AI 服务器出货量预测



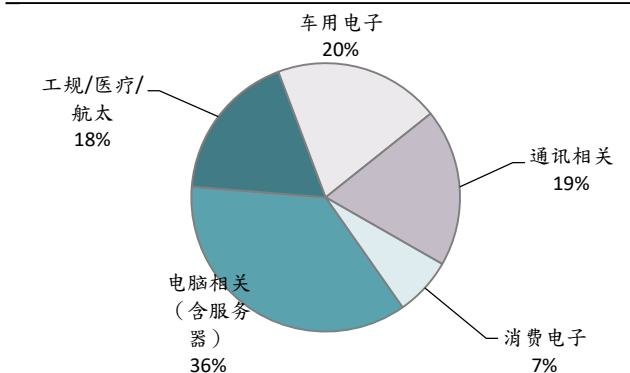
资料来源：交银国际估算及预测

图表 32：旺宏 NOR Flash 按下游拆分 (2024)



资料来源：旺宏电子，交银国际

图表 33：旺宏 NOR Flash 按下游拆分 (2025)



资料来源：旺宏电子，交银国际

兆易创新早期以 SRAM 切入存储赛道，后战略聚焦 SPI-NOR Flash 领域，并于 2008 年推出中国内地首款自主研发的 SPI-NOR Flash 芯片，正式奠定 NOR Flash 主业地位。此后，公司抓住海外厂商收缩份额的行业机遇，凭借高性价比、稳定供货及车规级认证快速起量，逐步成长为中国内地 NOR Flash 绝对龙头、全球第二大供应商。根据 Omdia，公司 2024 年 NOR Flash 全球市占率为 17%，市占率和旺宏相当，两者仅次于华邦电的 23%。

在产品与技术突破方面，公司近年持续领跑中国内地 NOR Flash 行业：2020 年推出中国内地首款容量 2Gb 的高性能 SPI-NOR Flash 产品，成为中国内地首家覆盖 512Kb 至 2Gb 完整产品线的厂商；2024 年推出中国内地首款 1.2V 低功耗系

2026 年 7 月 17 日

兆易创新 (603986 CH)

列 SPI-NOR Flash，显著提升小容量电池设备的续航能力；2025 年，公司率先实现 45nm 节点 SPI-NOR Flash 大规模量产，成为全球少数具备该制程能力的厂商之一，更先进的制程为公司带来更高的存储密度和更低的单位成本，构筑了核心竞争壁垒。

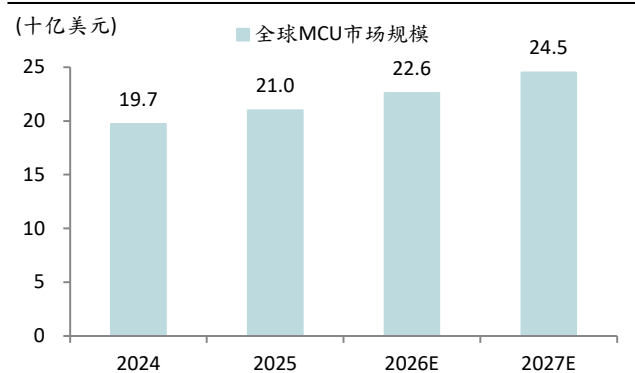
在车规级领域，公司 SPI-NOR Flash 车规级产品已实现 2Mb 至 2Gb 容量的全线铺齐，是全球极少数能够提供全容量覆盖的车规级 NOR Flash 国产供应商。此外，公司还在推进双电压高性能 xSPI-NOR Flash 产品，面向高速读取场景（如汽车仪表快速启动）和专为 1.2VSoC 打造的双电压供电 SPI-NOR Flash 产品，持续拓展高端应用场景。

MCU、传感器和模拟产品

MCU：份额进一步巩固，车规与高算力双线驱动

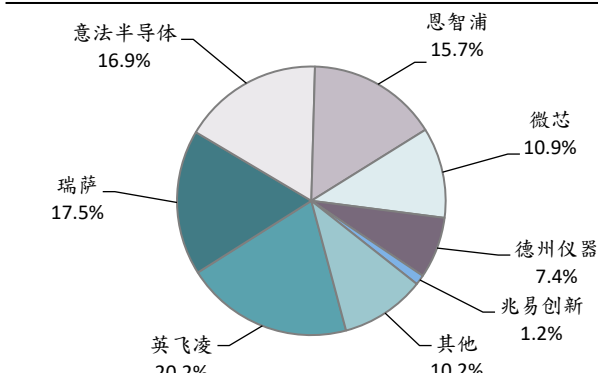
微控制器单元（MCU）是一种小型的集成电路，其功能类似于微型计算器，通常集成 CPU、存储器、数据转换器和 I/O 接口等关键功能模块，广泛应用于工业自动化、汽车电子、物联网等领域。根据 IMF、弗若斯特沙利文，2024 年全球 MCU 市场规模预测为 197 亿美元，至 2027 年达到 245 亿美元，复合年增长率为 7.5%。我们认为，随着端侧 AI 不断渗透到汽车电子、工控和消费电子领域，产品复杂度和智能化水平同步提升将驱动 MCU 行业进一步增长。当前全球 MCU 市场主要参与者仍以海外厂商为主，根据弗若斯特沙利文，2024 年前五大厂商英飞凌、瑞萨、恩智浦、意法半导体、微芯合计占据超过 80% 的份额，兆易创新占据 1.2% 的份额。

图表 34：全球 MCU 市场规模



资料来源：公司港股招股书，IMF，弗若斯特沙利文预测

图表 35：全球 MCU 竞争格局（2024）



资料来源：公司港股招股书，弗若斯特沙利文，交银国际

公司 MCU 产品聚焦 ARM®Cortex®-M 和 RISC-V 内核的 32 位通用 MCU，内核覆盖 M23、M3、M4、M33 及 M7 全系列，是全球首个推出并量产 RISC-V 内核 32 位通用 MCU 的公司，也是中国内地首家推出 M7 内核高性能 MCU 的厂商。截至 2025 年底，已量产 69 个系列、超过 700 款 MCU 产品，覆盖高性能、主流型、入门级、低功耗、无线、车规、专用等七大品类，制程覆盖 110nm 至 22nm。

MCU 价格处于周期底部，但营收有望随出货量进一步增长。2023 年，全球 MCU 行业经历了自 2021-22 年缺货涨价周期后的剧烈去库存。消费电子和工业控制需求萎缩，客户超额下单形成的库存需时消化，叠加中国内地 MCU 厂商价格竞争加剧，行业价格处于周期底部。公司 MCU 收入从 2022 年的 28.3 亿元骤降至 2023 年的 13.1 亿元，跌幅 54%。而根据 Yole Intelligence，2023 年全球 MCU 规模同比下降约 6.5%。我们认为，公司 MCU 降幅大于行业主要在于公司 MCU 收入以消费和工业为主，而同期汽车 MCU 需求依然强劲，但公司车规产品尚在导入期、几无收入贡献。2024 年起，随着库存逐步去化、需求回暖，公司 MCU 收入恢复至 16.9 亿元，同比增长 29%，但毛利率仍在 36.7% 的低位，反映价格竞争尚未出清。2025 年，虽然行业竞争依然激烈，价格处于周期底部，

但公司继续提高研发效能，2025 年出货量的增长带动 MCU 产品的营收同比增长 12.98%。我们认为 MCU 最差的阶段或已经过去。

车规级 MCU 是 MCU 当前最具确定性的增长极。公司搭载 M7 内核的新一代车规级 MCU 集成增强安全等级和丰富外设接口，全面契合车身域控、底盘应用等多种电气化场景。工艺制程覆盖 110nm 至 22nm，在行业里处于主流偏上水平。2025 年，公司 GD32A7 系列车规 MCU 陆续进入规模化量产阶段并获得多个车型定点，GD32A 全系车规 MCU 累计出货超 800 万颗。

高算力 MCU 是未来的主要增量之一。公司 2025 年推出的 GD32H7 系列首次集成 MIPIDSI 接口，为高端嵌入式 HMI、手持云台、便携医疗等场景提供多媒体处理能力；GD32H75E 系列面向工业以太网，集成 EtherCAT 从站控制器，直指工业机器人、协作机器人的运动控制；GD32F503/505 高性能 MCU 则覆盖数字电源、工业自动化、电机驱动等场景。入门级 GD32C231 系列把产品线向下延伸到小家电和通用消费。**2026 年，公司将继续提升 H7、F5 等高性能 MCU 新产品的市场开拓及营收占比。**在 AI 算法及解决方案上，公司基于 GD32H7 系列 MCU 的直流拉弧检测方案，通过 AI 算法将检测准确率大幅提升；基于无线 MCU 的 AI 大语言模型方案，支持语音对话、翻译、故事生成，已落地 AI 陪伴玩具、智能家居等场景。

传感器：短期承压，产品升级驱动成长

公司目前传感器产品（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。**公司于 2019 年完成对指纹识别芯片龙头思立微的收购，借此正式切入传感器赛道。**此次收购直接获取了思立微在指纹识别、触控等领域的核心技术与客户资源。

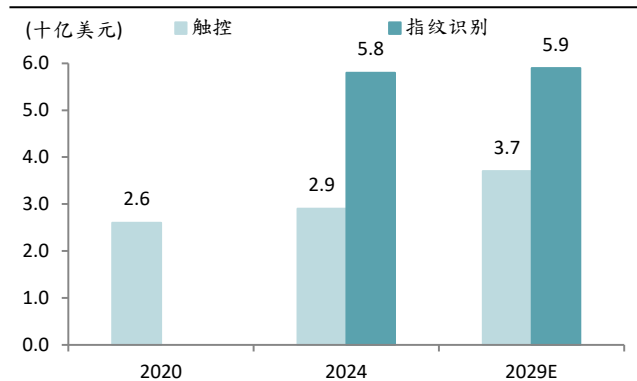
根据 IMF、弗若斯特沙利文，全球触控芯片市场规模从 2020 年的 26 亿美元温和增长至 2024 年的 29 亿美元，到 2029 年预计达 37 亿美元；指纹芯片市场 2024 年规模 58 亿美元，到 2029 年预计 89 亿美元。我们认为，触控和指纹识别等传感器芯片下游对消费电子依赖程度相对较高，今年存储成本上涨或压制终端需求，并且一些非存储类芯片的供应价格也可能因此承压；但随着公司在手机、穿戴、IoT 等领域不断扩展，我们认为公司相关业务的成长将快于行业。

模拟：赛芯并表成效初显，新利润中心可期

公司模拟产品以 GD30 系列为核心，覆盖电源（DC-DC、LDO、专用电源）、电机驱动、BMS 及信号链（ADC/DAC/运放/基准源）四大品类，已量产 700 余款产品。模拟芯片与 GD32 系列 MCU、存储芯片协同搭配。根据 IMF、弗若斯特沙利文的预测，2025 年全球模拟芯片市场规模预测为 831 亿美元，至 2027 年有望达到 956 亿美元，期间年复合增长率为 4.8%；电源管理芯片未来市场规模预计将从 2025 年的 497 亿美元增长至 2029 年的 683 亿美元，2025-29 年 CAGR 为 8.3%。

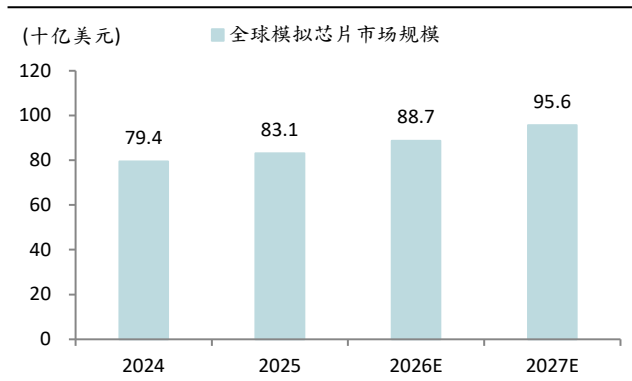
2024 年公司完成了对锂电保护细分领域龙头公司赛芯的收购，赛芯是中国内地锂电保护芯片细分领域的龙头，产品涵盖电池保护、电池管理及 SoC 三大类，应用覆盖移动电源、智能穿戴等通用领域。并表效应立竿见影：2025 年模拟芯片收入从 2024 年的 0.15 亿元升至 3.33 亿元，毛利率从 10.5% 升至 37.0%。根据 2024 年 11 月 5 日收购公告，赛芯承诺 2024-26 年扣非净利润分别不低于 6,000/7,000/8,000 万元；2025 年业绩承诺已顺利完成。若 2026 年如期实现 8,000 万元目标，叠加内生模拟业务在协同效应下的持续放量，模拟板块有望成为公司继存储、MCU 之后的新的规模化利润中心。

图表 36：全球触控和指纹识别芯片市场规模



资料来源：公司港股招股书，IMF，弗若斯特沙利文预测

图表 37：全球模拟芯片市场规模

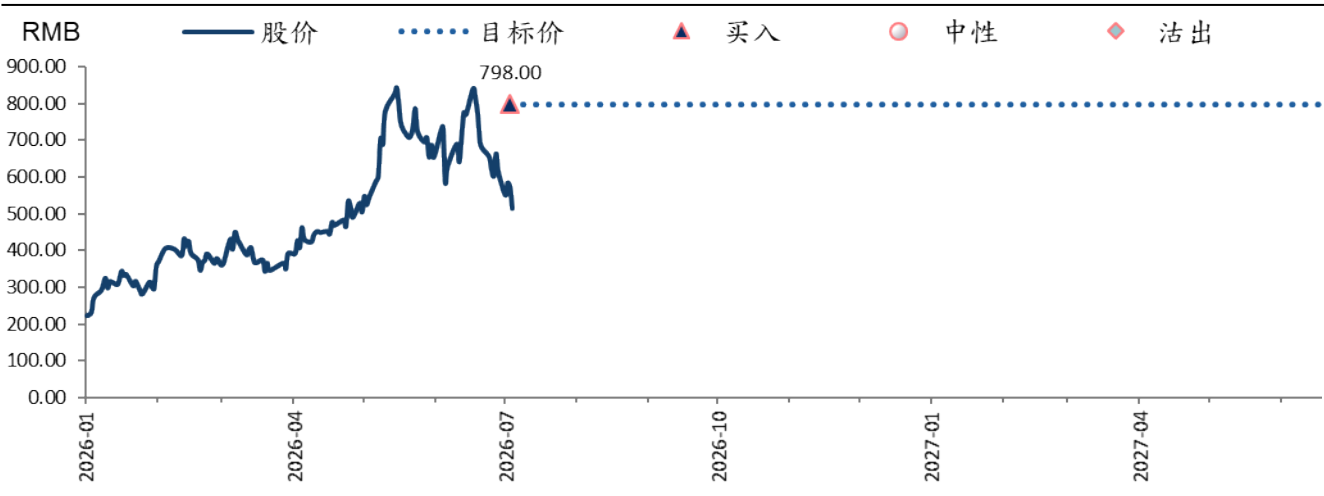


资料来源：公司港股招股书，IMF，弗若斯特沙利文预测

投资风险

- ④ **行业周期波动：**存储芯片、MCU 行业具备较强周期性，当前产品价格与行业景气度处于上行阶段。若后续全球供需格局发生变化，产品均价出现波动，或将对公司营收及盈利水平带来一定影响。
- ④ **技术研发迭代：**半导体行业技术更新速度较快，公司持续布局存储、MCU、功率器件等多条产品线。若行业技术路线发生变动，或新品研发、先进制程推进进度不及预期，可能影响产品竞争力。
- ④ **市场需求不及预期：**公司产品广泛应用于消费电子、工业控制、汽车电子、物联网等领域。若下游终端市场需求复苏放缓、客户备货节奏调整，将一定程度影响产品销量增长。
- ④ **资本市场相关扰动：**公司完成 A+H 两地上市，股权结构与流通盘进一步丰富。后续若出现股东减持、资本运作等情况，或是市场整体估值体系调整，股价或面临阶段性波动。
- ④ **全球经营环境变化：**半导体产业全球化特征显著，业务布局覆盖海内外市场。国际贸易规则、产业监管政策以及区域市场环境的变化，可能给公司海外业务拓展、生产经营带来不确定性。

图表 38：兆易创新 (603986 CH) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 7 月 16 日

图表 39：交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1810 HK	小米集团	中性	27.50	34.80	26.6%	2026 年 05 月 19 日	消费电子
981 HK	中芯国际	买入	75.20	95.00	26.3%	2026 年 05 月 19 日	晶圆代工
1347 HK	华虹宏力	买入	157.40	145.00	-7.9%	2026 年 05 月 15 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	409.74	468.00	14.2%	2026 年 04 月 20 日	晶圆代工
AVGO US	博通	买入	374.45	500.00	33.5%	2026 年 06 月 08 日	半导体设计
NVDA US	英伟达	买入	207.40	300.00	44.6%	2026 年 05 月 22 日	半导体设计
600 HK	爱芯元智	买入	13.51	36.00	166.5%	2026 年 04 月 30 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	500.94	468.00	-6.6%	2026 年 05 月 07 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	109.85	115.00	4.7%	2026 年 04 月 01 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	83.25	87.00	4.5%	2026 年 05 月 05 日	半导体设计
000660 KR	SK 海力士	买入	1842000.00	3500000.00	90.0%	2026 年 06 月 30 日	存储芯片
002371 CH	北方华创	买入	702.76	650.00	-7.5%	2026 年 05 月 06 日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	361.42	300.67	-16.8%	2026 年 05 月 06 日	半导体设备
603986 CH	兆易创新	买入	514.61	798.00	55.1%	2026 年 07 月 17 日	半导体设计

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 7 月 16 日

公司介绍

图表 40：兆易创新管理层介绍

姓名	年龄	职务	简介
朱一明	54	执行董事兼董事长	朱先生自公司成立以来一直担任董事兼董事长。他于公司 H 股上市日 2026 年 1 月 13 日起任执行董事。他主要负责集团的整体战略规划、业务发展及企业管理。除于公司担任的职务外，朱先生自 2021 年 2 月起一直担任长鑫科技的董事长，并于 2020 年 5 月至 2023 年 4 月担任长鑫科技的首席执行官。他亦于 2018 年 7 月至 2023 年 4 月担任长鑫存储的首席执行官，于 2018 年 7 月至 2022 年 2 月担任长鑫存储的董事，及于 2018 年 12 月至 2022 年 2 月担任长鑫存储的董事长。朱先生分别于 1994 年 7 月及 1997 年 6 月取得清华大学现代应用物理学学士学位及工学硕士学位，并于 2000 年 5 月取得美国纽约州立大学石溪分校电子工程硕士学位。
何卫	59	执行董事、副董事长兼本公司总经理	何先生于 2009 年 10 月加入公司，于营运部门工作至 2012 年 12 月。其后，他于 2012 年 12 月至 2018 年 7 月期间担任本公司副总经理，并于 2018 年 7 月至 2023 年 4 月期间担任本公司代理总经理。他于 2021 年 6 月获委任为董事，于 2023 年 7 月获委任为副董事长及于 2023 年 4 月获委任为本公司总经理。他于公司 H 股上市日 2026 年 1 月 13 日起任执行董事。他主要负责集团的战略规划及经营管理。加入公司前，何先生于 2003 年 10 月至 2009 年 9 月期间担任中芯国际集成电路制造（北京）有限公司北京销售部副总监，并于 1994 年 4 月至 2003 年 9 月担任北京微电子技术研究所集成电路部副总监。何先生分别于 1989 年 7 月及 1994 年 3 月取得清华大学材料科学学士学位及工学硕士学位。
胡洪	44	执行董事兼本公司副总经理	胡先生于 2007 年 7 月加入公司，先后出任工程师、部门经理、总监及事业部负责人，直至 2022 年 10 月。他于 2022 年 10 月获委任为本公司副总经理及于 2022 年 12 月获委任为董事。他于公司 H 股上市日 2026 年 1 月 13 日起任执行董事。他主要负责公司的战略规划及经营管理。胡先生分别于 2005 年 7 月及 2007 年 7 月取得清华大学电子科学与技术学士学位及硕士学位。

资料来源：公司资料，交银国际整理

图表 41：兆易创新发展里程碑

年份	事件
2005	公司成立，总部设于北京。
2008	发布中国内地首款 SPINOR Flash。
2013	在中国内地发布首款 Arm®Cortex®M332-bitMCU。
2015	完成首款 GD25SPINOR FlashAEC-Q100 认证。
2016	公司 A 股于上海证券交易所上市（股票代码：603986.SH）。
2019	完成收购思立微的 100% 股权。发布全球首款 RISC-V 内核 32-bitMCU。GD25SPINOR Flash 通过 AEC-Q100 车规级认证。
2021	正式发布 24nmSLC NAND Flash。推出首款 DRAMDDR4。
2022	GD5FSPINAND Flash 通过 AEC-Q100 车规级认证。
2023	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。公司获得 ISO26262ASILD 流程认证。本集团车规级存储器累计出货量突破 1 亿颗。
2024	取得赛芯的控股权。GD32H7STL 软件测试库获得德国莱茵 TÜVIEC61508 功能安全认证。GD25/55 车规级 SPINOR Flash 获得 ISO26262ASILD 认证。拟向长鑫科技集团投资 15 亿元人民币，增资完成后，兆易创新持有长鑫科技集团约 1.88% 股权。
2025	公司在新加坡建立国际总部。率先实现 45nm 节点 SPINOR Flash 大规模量产，成为全球少数具备该制程能力的厂商之一。
2026	公司 H 股于香港联合交易所有限公司主板上市（3986 HK），完成「A+H」双资本平台的搭建。与长鑫科技签署 57.11 亿元年度晶圆采购协议，深度绑定产能。

资料来源：公司资料，交银国际整理

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	7,356	9,203	25,560	33,979	35,581
主营业务成本	(4,561)	(5,502)	(8,867)	(11,612)	(14,474)
毛利	2,795	3,701	16,693	22,367	21,106
销售及管理费用	(862)	(1,059)	(2,013)	(2,940)	(2,989)
研发费用	(1,122)	(1,117)	(1,811)	(2,214)	(1,866)
经营利润	811	1,526	12,869	17,213	16,252
财务成本净额	443	142	103	200	200
应占联营公司利润及亏损	18	(20)	2,033	100	120
其他非经营净收入/费用	(148)	59	61	80	80
税前利润	1,124	1,706	15,067	17,593	16,652
税费	(23)	(29)	(1,054)	(955)	(899)
非控股权益	2	(29)	(41)	(60)	(60)
净利润	1,103	1,648	13,972	16,578	15,693
作每股收益计算的净利润	1,103	1,648	13,972	16,578	15,693

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	9,128	9,186	25,186	39,605	52,801
应收账款及票据	232	199	671	774	853
存货	2,346	3,066	4,085	4,997	6,052
其他流动资产	729	974	1,294	1,694	2,094
总流动资产	12,435	13,425	31,237	47,069	61,800
物业、厂房及设备	1,062	1,325	2,116	3,059	4,026
无形资产	260	324	182	23	(119)
其他长期资产	5,472	6,322	6,666	6,666	6,666
总长期资产	6,794	7,971	8,964	9,748	10,573
总资产	19,229	21,397	40,201	56,818	72,373
短期贷款	898	200	0	0	0
应付账款	734	813	1,327	1,906	2,308
其他短期负债	699	934	1,015	1,015	1,015
总流动负债	2,331	1,947	2,342	2,921	3,323
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	220	226	103	(97)	(297)
总长期负债	220	226	103	(97)	(297)
总负债	2,550	2,174	2,446	2,824	3,026
股本	664	668	701	701	701
储备及其他资本项目	15,834	18,340	36,813	53,051	68,404
股东权益	16,499	19,008	37,514	53,752	69,105
非控股权益	180	215	242	242	242
总权益	16,679	19,223	37,755	53,994	69,346

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,103	1,648	13,972	16,578	15,693
合资企业/联营公司收入调整	(2)	29	41	60	60
折旧及摊销	467	501	447	416	375
营运资本变动	229	(251)	(784)	(435)	(732)
税费	(23)	(29)	(1,054)	(955)	(899)
其他经营活动现金流	235	201	99	(200)	(200)
经营活动现金流	2,009	2,099	12,721	15,464	14,297
资本开支	(683)	(1,029)	(1,227)	(1,200)	(1,200)
投资活动	18	(641)	(974)	(400)	(400)
其他投资活动现金流	(4)	279	6	0	0
投资活动现金流	(669)	(1,391)	(2,194)	(1,600)	(1,600)
负债净变动	806	(698)	(200)	0	0
股息	(15)	(243)	(150)	(200)	(200)
其他融资活动现金流	(310)	424	4,666	(200)	(200)
融资活动现金流	480	(517)	4,316	(400)	(400)
汇率收益/损失	130	(163)	(134)	0	0
年初现金	7,131	9,104	9,162	24,924	39,343
年末现金	9,128	9,186	25,186	39,605	52,801

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.660	2.480	21.025	24.948	23.615
每股账面值	24.840	28.604	56.452	80.888	103.991
利润率分析(%)					
毛利率	38.0	40.2	65.3	65.8	59.3
EBITDA利润率	15.6	22.4	60.3	52.4	47.3
EBIT利润率	9.3	17.0	58.5	51.2	46.2
净利率	15.0	17.9	54.7	48.8	44.1
盈利能力(%)					
ROA	6.2	8.1	45.4	34.2	24.3
ROE	6.9	9.2	49.0	36.1	25.4
ROIC	9.3	14.6	94.0	113.0	92.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	5.3	6.9	13.3	16.1	18.6
存货周转天数	173.6	179.5	147.2	142.7	139.3
应收账款周转天数	8.9	8.5	6.2	7.8	8.3
应付账款周转天数	49.4	51.3	44.1	50.8	53.1

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司、北京深演智能科技股份有限公司及Yangtuo Holdings Inc.有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征购或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

张靖

(852) 3710 3330

jing.zhang

张家尔

(852) 3710 3206

William.Zhang

www.bocomgroup.com