

评级变动报告

兆易创新 603986.SH



鉴于存储行业景气度超预期回升、利基存储价格上涨幅度显著高于此前预期，以及公司在利基存储领域竞争地位进一步强化，我们全面上调了兆易创新未来三年及远期盈利预测，同时提升长期估值水平。核心原因如下：

存储涨价周期超预期： 受供给收缩与AI需求共振影响，NOR Flash、SLC NAND等利基存储产品价格进入新一轮上涨周期，2026年一季度公司盈利能力显著超出市场预期。

长期价格中枢重估： 存储产业已进入“微缩放缓”阶段，成本下降速度显著弱于历史周期，而AI时代容量需求增长远高于过去水平，行业长期供需格局趋于紧平衡，价格中枢系统性上移。

长鑫科技股权价值重估： 按照长鑫科技3万亿元估值、公司持股比例1.6%测算，对应股权价值约480亿元，较此前估值提升约300亿元，对公司整体价值形成显著增厚。

作为国内利基存储龙头企业，公司受益于AI需求爆发驱动的存储周期上行。经综合评估，我们对公司DDM估值上调+156.02%，目前公司长期估值处于高估状态。

公司基本信息



兆易创新成立于2005年，是全球领先的Fabless芯片供应商。产品涵盖存储器、MCU、传感器等，广泛应用于多领域。NOR Flash全球份额第二，MCU跻身全球前十。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值	2988亿(较上期+156.02%)
当前股价	654.29元	盈利趋势	★★★★☆	状态	高估(上行空间-35%)
总市值	4591.48亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	159.72	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	3095亿(较上期+174.89%)
PB-MRQ	18.14			状态	偏高估(上行空间-33%)

公司盈利预测

兆易创新	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	57.6	73.6	92.0	263.8	333.5	375.5	450.6	543.0
归母净利润(亿)	1.6	11.0	16.5	120.2	132.3	134.1	150.6	157.7
归母净利润增速(%)	-92.2	584.3	49.5	630.0	10.1	1.3	12.3	4.8
经营性净利润(亿)	-0.7	8.5	13.9	122.4	134.7	136.5	153.2	160.6
经营性净利润增速(%)	-103.6	1353.3	62.7	782.7	10.1	1.3	12.3	4.8
经营性归母净利润(亿)	-0.7	8.5	13.6	120.2	132.3	134.1	150.6	157.7
经营性归母净利润增速(%)	-103.6	1355.2	59.6	782.7	10.1	1.3	12.3	4.8

资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

估值评级

DDM估值上升+156.02%：上期 1167.05亿，本期 2987.83亿。动态估值上升+174.89%：上期 1125.84亿，本期 3094.78亿。

DDM估值较上期上升156.02%（由1167.05亿元上升至2987.83亿元），动态估值较上期上升174.89%（由1125.84亿元上升至3094.78亿元）。主要原因包括：

1. 我们对公司近五年收入进行了显著上调，主要基于存储价格上涨超预期、市场份额提升以及3DDRAM业务贡献增加。

利基存储价格上涨幅度超预期:2026年一季度存储价格上涨速度明显快于此此前预期，公司存储业务盈利弹性得到充分体现。经过重新评估，我们将:NORFlash及NAND等利基存储产品价格涨幅预测上调至60%;利基DRAM价格涨幅预测上调至80%。

市场份额预测上调:近年来，美光、三星、SK海力士等头部厂商持续减少利基存储资源投入，逐步退出部分细分市场。在行业供给收缩背景下，公司凭借产品矩阵、客户资源及本土供应链优势，市场份额持续提升。因此我们适度上调公司长期市场份额预测。

3DDRAM业务贡献提升:根据公司交流情况，预计2026年年3DDRAM业务收入规模将达到数亿元. 因此我们将3DDRAM营收上调2亿元，未来随着产品验证进，3DDRAM有望逐步成为新的成长曲线。

2. 我们对近五年利润预测进行了显著上调，主要基于存储价格上涨超预期带来收入和盈利能力上修。考虑到公司2026年第一季度毛利率已达到57%左右，显著超出此前预期。经过评估我们将2026年整体毛利率预测由此前水平上调至58%。主要原因包括:存储价格上涨带来收入端弹性释放;高毛利NOR产品占比提升;利基DRAM景气度改善;行业供需格局优化推动盈利中枢抬升。因此公司利润预测上调幅度明显高于收入预测。

3. 我们对公司远期收入进行了上调，主要来长期价格中枢预测提升。

长期存储价格中枢上调:我们重新评估了存储行业长期供需关系. 此前市场普遍认为存储价格长期会持续下降，但我们认为:随着工艺微缩难度持续提升:DRAM由6F2向4F2演进速度明显放缓;NAND堆叠层数提升难度不断增加;单位容量成本下降速度远低于历史平均水平. 即使到2040年，单位容量价格相较当前也仅有约50%-70%的下降空间. 从需求端来看，AI时代对存储容量需求呈现指数级增长:AI服务器HBM需求快速增长;AI PC与AI手机存储容量持续提升;边缘AI设备带来新增需求. 因此容量需求增长将比过去更充分地传导至价格端. 我们预计:行业供需紧张状态将持续至2027年;2027年后进入紧平衡阶段;到2030年价格约回落至当前三分之一水平;到2040年进步下降至当前二分之一水平. 长期价格中枢显著高于此前预测。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括:存储芯片、MCU、传感器，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

存储芯片：

收入假设：

1) 市场规模:存储芯片业务对应的市场包括SLC NAND/NOR FLASH/利基DRAM/3D DRAM。NOR是基本盘，该市场容量和增速有限，虽然有AI眼镜耳机等等新增量，但是整体测算下来份额占比较小，24年市场规模196亿元，到2030年CAGR9%。SLC NAND同样较为稳定，给予到2030年CAGR5%。利基DRAM24年市场规模596亿元，未来五年温和增长，CAGR4%；3D DRAM根据公司业绩交流会口径，未来市场空间将与利基DRAM市场相当，预计2030年全球市场达到73亿美元。

2) 市占率:我们认为受益于公司较强的竞争力和本土优势，在全球市场中公司NAND和NOR产品的市占率将小幅提升，从24年的20%提升至2030年23%。我们认为在利基DRAM市场中，受益于三大家的逐步退出，兆易创新市占率将从24年的1.7%提升至2030年的9%。我们认为在3D DRAM市场中，受益于公司在国内市场进展绝对领先的地位和玩家的稀缺性，兆易创新市占率将达到48%。

盈利能力假设：

考虑到行业壁垒、公司自身龙头地位和技术优势，我们认为兆易创新存储芯片业务在五年内能够维持较高的毛利率水平，远期小幅下滑后稳定在39%的水平。

MCU：

收入假设：

1) 市场规模:我们认为MCU市场主要分为车规级和非车规级，24年车规市场规模约118亿美元，非车规市场规模约79亿美元。汽车电动化、网联化、智能化推动MCU市场未来五年保持约8%的复合增速，其中车规市场未来五年CAGR为11%，非车规市场未来五年CAGR2.5%。

2) 市占率:我们认为受益于公司较强的竞争力和本土优势，在非车规市场中公司市占率从24年2.5%提升至30年5.2%，在车规市场中公司市占率从24年0.4%提升至30年1.6%。

盈利能力假设：

考虑到行业壁垒、公司自身龙头地位和技术优势，我们认为兆易创新MCU业务在五年内能够维持较高的毛利率水平，远期小幅下滑后稳定在41%的水平。

传感器：

收入假设：

传感器业务占比较小，且行业低增长，我们假设公司该业务与行业增速保持一致，未来五年复合增速7%。

盈利能力假设：

考虑到传感器业务壁垒较低，我们认为兆易创新传感器业务毛利率维持历史低水平，未来毛利率保持为16%。

公司整体业绩预测

兆易创新	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	57.6	73.6	92.0	263.8	333.5	375.5	450.6	543.0
归母净利润(亿)	1.6	11.0	16.5	120.2	132.3	134.1	150.6	157.7
归母净利润增速(%)	-92.2	584.3	49.5	630.0	10.1	1.3	12.3	4.8
经营性净利润(亿)	-0.7	8.5	13.9	122.4	134.7	136.5	153.2	160.6
经营性净利润增速(%)	-103.6	1353.3	62.7	782.7	10.1	1.3	12.3	4.8
经营性归母净利润(亿)	-0.7	8.5	13.6	120.2	132.3	134.1	150.6	157.7
经营性归母净利润增速(%)	-103.6	1355.2	59.6	782.7	10.1	1.3	12.3	4.8

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

存储芯片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	40.8	51.9	65.7	225.9	286.9	319.1	384.1	468.1
收入增速(%)	-15.5	27.4	26.4	244.1	27.0	11.2	20.4	21.9
经营性净利润(亿)	0.4	6.3	11.1	115.2	125.1	124.8	139.4	144.6
经营性净利率(%)	0.9	12.2	17.0	51.0	43.6	39.1	36.3	30.9
经营性净利润增速(%)	-95.8	1549.5	75.7	934.6	8.6	-0.3	11.7	3.7
MCU	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	13.2	17.1	19.1	29.2	36.1	43.8	53.3	61.1
收入增速(%)	-53.4	29.5	12.0	52.7	23.8	21.5	21.5	14.7
经营性净利润(亿)	3.8	2.1	1.8	6.1	8.3	10.1	12.2	14.2
经营性净利率(%)	28.7	12.5	9.3	20.9	22.9	23.0	22.9	23.3
经营性净利润增速(%)	-68.5	-43.7	-16.4	242.3	35.9	22.0	20.6	16.8
传感器	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.7	4.6	7.3	8.7	10.5	12.6	13.2	13.9
收入增速(%)	-22.8	24.3	59.5	20.0	20.0	20.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	-4.8	0.1	0.9	1.1	1.3	1.6	1.7	1.7
经营性净利率(%)	-132.0	1.1	13.0	12.1	12.3	12.5	12.6	12.4
经营性净利润增速(%)	-130.6	101.1	1757.7	11.6	22.0	21.9	6.0	3.1

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
存储芯片	8.4%	中等	较好	强	8.5%	16.5	151.8
MCU	5.0%	中等-	较好	强	8.5%	15.23	13.9
传感器	5.0%	中等-	一般	一般	8.3%	11.66	1.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
存储芯片(亿)	429.3	1666.3	2095.6	61.1	-	720.0	2876.8
MCU(亿)	22.3	152.7	175.0	17.8	-	-	192.8
传感器(亿)	4.0	14.5	18.5	6.8	-	-	25.2
公司整体测算(亿)	455.6	1833.5	2289.1	85.7	-	720.0	3094.8

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
存储芯片(亿)	1074.8	923.3	1998.1	61.1	-	720.0	2779.2
MCU(亿)	87.4	72.7	160.1	17.8	-	-	177.9
传感器(亿)	12.6	11.4	23.9	6.8	-	-	30.7
公司整体测算(亿)	1174.8	1007.4	2182.1	85.7	-	720.0	2987.8

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要因为作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值假设主要来自我们认为可能性最大的一种。不及预期的可能主要来自公司3D DRAM产品不确定性较强，产品进展和应用场景拓展可能遭遇瓶颈。超预期的可能主要来自若车规MCU等研发进展非常顺利，公司将出现超预期增长。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。