

2026年1月5日 星期一

## 【公司評論】

黃晨  
+852 2532 1954  
chen.huang@firstshanghai.com.hk

行業 半導體  
股價 214.25 元人民幣  
A 股市值 1,430.9 億元人民幣  
已發行股本 6.68 億股  
52 周高/低 254.44 元/98.35 元人  
民幣  
每股淨現值 27.27 元人民幣

### 股價表現



**兆易創新 (603986.SH/3986.HK, 未評級): 國產存儲+MCU 雙龍頭, 端側 AI 打開成長空間**

### 事件:

2025 年 12 月 31 日, 兆易創新擬在香港聯交所發行 2,891.5 萬股普通股 (不包括 10%調整權及 15%超額配售權), 發行價區間為每股 132 港元至 162 港元, 較 2025 年 12 月 31 日 A 股收市價 214.25 元人民幣折價 32%~45%。該公司預計將募資至多 46.8 億港元, 招股日期為 2025 年 12 月 31 日至 2026 年 1 月 8 日, 股票將於 1 月 13 日掛牌交易。

公司國際配售引入 17 家基石投資者, 包括雲峰基金、CPE 源峰、景林資產、Dymon Asia、奇點資產、3W Fund、華勤技術、TCL、OPPO 創始人陳明永、小米集團、新華資管、泰康人壽、Summit Ridge、工銀理財、大灣區共同家園、觀博資本等合計認購等值約 3 億美元。

IPO 募資用途包括, 1) 約 40%用於提升研發能力, 凸顯其技術驅動的發展邏輯; 2) 35%將投向戰略性行業並購與投資, 強化產業鏈協同; 3) 9%用於全球行銷網路建設與海外佈局, 進一步提升國際影響力。

### 評論:

兆易創新是中國 Fabless 模式晶片設計領軍企業之一, 主營產品包括存儲、微控制器 MCU、感測器晶片、類比晶片。公司致力於打造“感存算控連”一體化晶片生態。經過 20 多年的發展, 公司已發展成為一家在細分市場全球領先的 Fabless 晶片設計企業。Flash 存儲領域, 公司的 NOR Flash 市場份額排名全球第二, 內地第一, 在產業內的向上勢頭持續, 行業地位穩固。微控制器領域, 公司是排名第一的中國品牌 ARM 架構通用 MCU 供應商。2025 年前三季度, 公司實現收入 68.32 億元, 同比增長 20.9%, 歸母淨利潤 10.83 億元, 同比增長 30.2%, 繼續延續 2024 年以來的穩健復蘇態勢。

我們認為, 隨著 AI 時代的到來, 公司的存儲和 MCU 業務均將迎來新機遇。

- 1) 存儲: 消費類終端電子產品 AI 化轉型, 帶動 NOR Flash、定制化 DRAM 存儲的需求高成長。另外, AI 眼鏡、AI 耳機、機器人等新品類也將帶來新應用場景的爆發。**定制化 DRAM 以其高速率、低功耗優勢, 有望成為未來端側 AI 設備的必備存儲選項。**公司提前佈局, 設立子公司青耘科技開展定制化存儲業務, 與高通、Intel、位元組等國際大廠積極合作, 有望在 2026 年實現手機、AIPC、端側 AI 設備、智慧汽車機器人等領域落地。
- 2) MCU: 公司完善“MCU+AI”佈局, 將輕量化模型適配 MCU, 提供高性能 MCU 及智慧電機控制等解決方案, 在智慧工廠、安防、電機控制、智慧汽車、端側 AI 設備等場景落地。

我們認為，公司業務將從 2024 年的修復，2025 年的恢復成長，逐漸切換到 2026 年的 AI 驅動成長。存儲業務在 AI 時代不僅受益於存儲漲價週期、大廠撤出利基存儲市場等利好，而且將顯著受益於層出不窮的 AI 新應用的爆發。MCU 業務也將在 AI 時代迎來價值量的提升。公司業務上行週期將持續。

長鑫科技在 2025 年 12 月底交表，將在上海科創板 IPO 上市。公司與長鑫科技的合作包括 1) 公司持有長鑫科技 1.88% 股權，長鑫科技上市後，這一部分股權價值將重估；2) 公司自有品牌 DRAM 由長鑫科技負責生產，公司的未來產能將更有保障。

### 估值：

彭博一致預期 25-27 年收入 94.9 億/121.1 億/147.2 億元 歸母淨利潤 16.2 億/23.5 億/29.8 億元。按照發行 2,891.5 萬股，每股 132 港元~162 港元計算，上市後公司港股市值將在 920~1129 億港元之間，對應 2026 年 PE 35 倍~43 倍 2027 年 PE 28~34 倍。

公司競爭對手 2026/2027 年 PE，普冉股份(688766)為 56/42 倍，北京君正(300223)為 78/60 倍，中穎電子(300327) 75/50 倍。港股競爭對手 Fortior(1304.HK)為 38/27 倍。

我們認為，公司的業績在存儲價格上行週期有望進一步上修，端側 AI 帶動的業務增量也還未被充分預期。不同於雲端算力時代，受益的主要是海外巨頭。端側 AI 時代，中國不僅擁有全球領先的產業鏈，更擁有巨大的市場空間。我們認為中國公司將在端側 AI 時代擁有更強的產業話語權。建議投資者積極關注公司。

### 公司簡介

兆易創新是中國 Fabless 模式晶片設計領軍企業之一，主營產品包括存儲、微控制器 MCU、感測器晶片、類比晶片。存儲產品方面，公司主要供應 NOR Flash、NAND Flash、利基型 DRAM；微控制器 MCU 方面，公司主要提供基於 ARM Cortex-M、以及基於 RISC-V 內核的通用 MCU 產品；感測器方面，公司產品包括觸控晶片和指紋識別晶片。公司產品廣泛應用於消費電子、工控、伺服器及網通、汽車電子、安防等下游行業。

公司致力於打造“感存算控連”一體化晶片生態。經過 20 多年的發展，公司已發展成為一家在細分市場全球領先的 Fabless 晶片設計企業。Flash 存儲領域，公司的 NOR Flash 市場份額排名全球第二，內地第一，在產業內的向上勢頭持續，行業地位穩固。微控制器領域，公司是排名第一的中國品牌 ARM 架構通用 MCU 供應商。此外，公司還在不斷開拓新的市場，在 NAND Flash、利基 DRAM、RISC-V 架構 MCU、定制化存儲領域均取得不俗發展。

隨著 AI 時代的到來，伺服器及網通設備行業高速發展，以消費電子為代表的端側 AI 應用也有望迎來新一輪的繁榮。公司的晶片業務有望充分受益這一輪 AI 爆發浪潮。

圖表 1：公司發展歷程

2005	公司前身——北京芯技佳易成立，主攻記憶體產品
2008	量產國內首款 180nm SPI NOR Flash 產品
2009	正式更名為北京兆易創新科技有限公司
2013	量產首款基於 ARM Cortex-M3 架構的 32 位通用 MCU，正式進軍 MCU 市場；量產 65nm SPI NOR Flash
2016	<b>公司成功在上交所 IPO 上市，股票代碼 603986</b>
2017	聯合合肥產投推動 DRAM 產業；量產 38nm SPI NAND Flash
2019	收購思立威，進軍觸控和指紋識別晶片市場；SPI NOR Flash 產品通過 AEC-Q100 車規級認證；發佈全球首顆 RISC-V 通用型 MCU
2021	發佈 SLC NAND Flash；發佈首款自有品牌 DDR4 DRAM 產品
2024	<b>發起設立北京青耘科技有限公司</b> ，專注於定制化存儲業務；收購蘇州賽芯 70% 股權，補強類比晶片業務，其為鋰電池保護晶片龍頭廠商

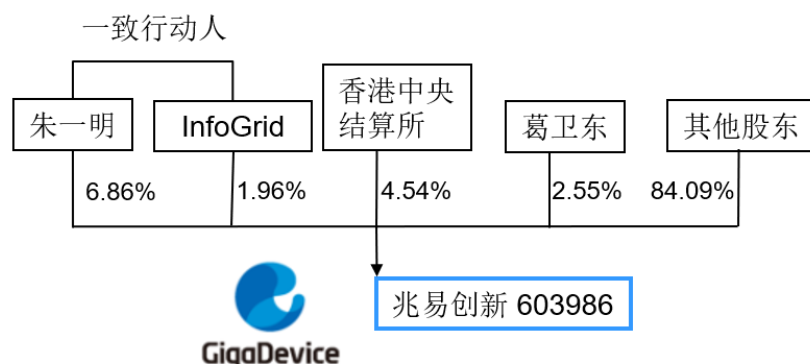
資料來源：公司資料、第一上海

### 股權結構及管理層

公司第一大股東為創始人、董事長朱一明，直接持有公司 6.86% 股權，其與持股 1.96% 的香港 InfoGrid Limited 構成一致行動關係，進一步鞏固了其對公司的控制權。香港中央結算有限公司持有公司 4.54% 的股份。著名投資人葛衛東先生直接持有公司 2.55% 的股份。公司其餘前十股東主要為公募基金，持股較為分散。

公司實際控制人為董事長朱一明，具有深厚的學術和產業鏈背景，分別在清華大學物理系和美國紐約州立大學石溪分校電子工程系取得學位，先後在美國 iPolicy Networks 任工程師和 Monolithic System 任專案主管。2024 年回國後積極推動國產存儲和 MCU 事業發展。其自 2021 年起同時擔任國內 DRAM 領軍企業長鑫科技董事長，有望對公司存儲業務發展形成助益。副董事長何衛曾在中芯國際任職，產業從業經驗豐富。存儲產業負責人胡洪、MCU 產業負責人李寶魁均科班出身，有豐富的研發經驗。整體上公司管理層具備過硬的技術和產業背景。

圖表 2：公司股權結構



資料來源：公司資料、第一上海

### 主營業務

公司主營產品包括存儲、微控制器 MCU、感測器晶片、類比晶片。公司致力於打造“感存算控連”一體化晶片生態，為客戶提供“高性能、低功耗”的產品及解決方案。

## 1、存儲：

### Flash——NOR Flash 及 NAND Flash：

#### 1) NOR Flash

公司在全球 SPI NOR Flash 市場中位元列第二，產品覆蓋 512Kb 到 2Gb 的容量範圍，支援多種供電電壓類型，包括 3V、1.8V、1.65V~3.6V、1.8V VCC & 1.2V VIO、以及 1.2V，提供高性能、低功耗、高可靠性與小封裝等高度可定制特性，適配各類嵌入式系統需求，滿足客戶在不同應用領域、多種產品應用中對容量、電壓以及封裝形式的需求。公司 55nm 工藝節點全系列 NOR Flash 產品均已量產，並將持續開展工藝制程反覆運算。車規級產品也完成了 2Mb~2Gb 容量鋪齊，滿足客戶多樣化需求。

針對低功耗應用，公司 GD25UF 系列低功耗 SPI NOR Flash，以 1.2V 低電壓和超低功耗模式，顯著提升小容量電池設備續航能力，充分滿足穿戴設備、健康檢測、物聯網及電池供電等市場需求。針對汽車應用，公司的 GD25/55 系列車規級 Flash 已通過 AEC-Q100 認證，並符合 ISO 26262:2018 ASIL-D 功能安全標準，為新一代汽車系統提供業界領先的安全性與穩定性。公司車規級產品已被 Tier 1 及整車廠採用，支援關鍵汽車應用如車載資訊娛樂系統、智慧座艙、駕駛輔助系統、自動駕駛、電池管理系統、網域控制站、中央計算單元、中央閘道及分區控制系統等。

根據 Frost & Sullivan，2024 年全球 NOR Flash 市場規模約為 28 億美元，並將溫和增長至 2029 年的接近 42 億美元，需求驅動因素主要來自於消費類終端設備的 AI 化轉型，新應用場景如 AI 眼鏡的落地，提升對資料處理和存儲能力的需求。此外，汽車智慧化也驅動了車規級存儲需求。市場份額呈現高度集中格局，由中國臺灣的華邦和旺宏以及中國大陸的兆易創新三大巨頭主導，2024 年華邦市場份額 27%，兆易創新占 18%，旺宏占 17%，前三大廠商合計占比 63%。公司產品充分受益於端側 AI 和汽車智慧化發展，有望實現份額進一步提升。

#### 2) NAND Flash

公司 38nm 和 24nm 兩種制程產品全面量產，主要為 SLC NAND Flash，容量覆蓋 1Gb 至 8Gb，採用 3V/1.8V 兩種電壓供電，具有高速、高可靠性、低功耗的特點，其中 SPI NAND Flash 在消費電子、工業、汽車電子等領域實現了全品類覆蓋。

基於 24nm 制程的 GD5F1GM9 系列高速 QSPI NAND Flash，憑藉突破性的讀取速度和創新的壞塊管理功能，有效解決傳統 SPI NAND Flash 回應速度慢、易受壞塊干擾的行業痛點，融合了 NOR Flash 的高速讀取與 NAND Flash 的大容量、低成本優勢，成為安防監控、工業控制、AIoT 設備等快啟應用的理想選擇。

根據 Frost & Sullivan，2024 年全球 SLC NAND Flash 市場規模約為 26 億美元，並將溫和增長至 2029 年的接近 35 億美元。市場份額高度集中於海外及中國臺灣廠商，2024 年鎧俠市場份額 35%，美光占 23%，華邦占 10.9%，前三大廠商合計占比接近 70%。兆易創新在 2024 年全球市場份額達到 2.2%，全球排名第六、內地排名最高。伴隨近年來海外大廠產能向 3D NAND 傾斜，對 SLC NAND 業務進行戰略性收縮，中國大陸廠商把握國產替代機遇，在多個下游應用領域如工控、汽車電子等實現份額擴張。

### DRAM：利基型 DRAM 及定制化存儲

#### 1) 利基型 DRAM

DRAM 產業分為大宗 DRAM 和利基型 DRAM。大宗 DRAM，聚焦在大容量、高傳輸速率的主流需求，採用先進制程工藝，廣泛應用於伺服器、個人電腦、智慧手機等應用場景，需求與全球宏觀經濟及雲基建投資週期高度相關，價格波動性較為顯著，主要玩家為海力士、三星、美光等行業巨頭。利基型 DRAM 聚焦于成熟制程，提供長期穩定供應、高可靠性、更優性價比及定制化能力，滿足下游客戶對長生命週期、高可靠性的需求，因此其市場更為分散，技術反覆運算較慢，價格波動相對溫和，主要玩家包括海力士、三星、美光、華邦、南亞等公司，其中三星、海力士、美光合計佔據約 69% 的市場份額，中國臺灣廠商華邦和南亞承接三大廠產能轉向高端產品後留下的市場空間，中國大陸廠商如北京君正、兆易創新等整體份額加速成長，兆易創新市場份額約 2%。

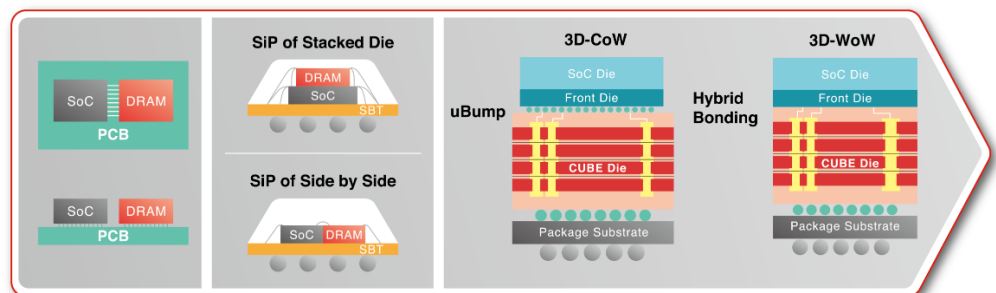
公司利基型 DRAM 產品品類持續擴張，已能量產 DDR3L/DDR4/DDR4X 等產品類型，並在研發端繼續推進 LPDDR4 產品，繼續補齊產品品類。公司產品主要應用於機上盒、智慧電視、網路通訊、智慧家居、智慧穿戴、資訊娛樂系統等領域。

根據 Frost & Sullivan，全球利基型 DRAM 市場規模預計將從 2024 年的 85 億美元增長至 2029 年的 132 億美元，年複合增長率約 9.2%，AI 浪潮下端側設備及網通設備需求的爆發，自動駕駛汽車、智慧座艙等智慧汽車類需求提升，將顯著拉動利基型 DRAM 的需求。

## 2) 定制化存儲

隨著 AI 邊緣計算需求興起，設備對記憶體晶片和模組的頻寬、能耗、尺寸、散熱等各方面提出更高的訴求。中國臺灣的華邦電子推出 Customized Ultra-Bandwidth Elements (CUBE) 方案，憑藉 3D 堆疊技術，實現近存計算，使記憶體模組能夠在運行 AI 大模型時保持無縫、高效的性能，滿足傳統記憶體模組無法提供的頻寬需求。CUBE 通過增加 I/O 數量、提高資料傳輸速度、支援 TSV (可選)、採用 3D 架構提升散熱能力，解決了傳統存儲解決方案的痛點，不僅提升了頻寬，還有效降低功耗。

圖表 3：華邦 KGD2.0 封裝用於 CUBE



資料來源：公司資料、第一上海

公司緊貼客戶需求，積極探索定制化的存儲解決方案。公司的端側定制化存儲業務主要在控股子公司青耘科技展開，已經推出類 CUBE 方案架構，通過堆疊 DRAM 在頻寬、功耗、能效等方面優勢顯著，通過架構創新帶來算力和能效方面的顯著提升。公司在手機、AIPC、端側 AI 設備、智慧汽車等領域的產品研發進展積極，預計將在 2026 年迎來突破，實現產品送樣和量產的雙突破。

圖表 4：青稞科技股權結構

股東名稱	出资方式	認繳出資額 (萬元)	股權占比
兆易創新 (603986)	貨幣	2100	77.78%
北京青稞智凌企業管理	貨幣	225	8.33%
北京青稞智帆企業管理	貨幣	225	8.33%
北京青稞智闊企業管理	貨幣	150	5.56%

資料來源：公司資料、第一上海

## 2、MCU

公司是中國排名第一的基於 ARM 架構的通用型 MCU 供應商，在產品系列和工藝制程等方面都處於行業領先地位。公司已構建起龐大且完善的產品矩陣。截至 2024 年末，公司 GD32 系列 MCU 產品已突破 63 個產品系列、超 700 款產品的成功量產，全面覆蓋高性能、主流型、入門級、低功耗、無線、車規、專用等細分市場。公司目前已實現 110nm、55nm、40nm、22nm 多制程工藝覆蓋，在行業內處於領先水準。

根據 Yole 資料，2022 年至 2028 年間，MCU 市場將以 5.2% 的年複合增長率增長，到 2028 年市場規模將達到 320 億美元。2022 年全球前六大 MCU 廠商——英飛凌、瑞薩、恩智浦、意法半導體、微芯科技和德州儀器合計佔據了 88% 的市場份額。中國企業市占率普遍在低個位數，保持追趕狀態，玩家除了兆易創新，還包括中穎電子、樂鑫科技、國名技術、復旦微電、峰昭科技等企業。下游應用領域來看，MCU 主要應用於汽車電子、工業控制、消費電子等市場，其中汽車電子約占 40%，工業控制約占 25%。

MCU 產品線作為公司重要的戰略方向，正朝著全領域、多產品佈局邁進，未來將在車規級 MCU、高性能工控產品、MCU+AI 等領域實現更多突破。

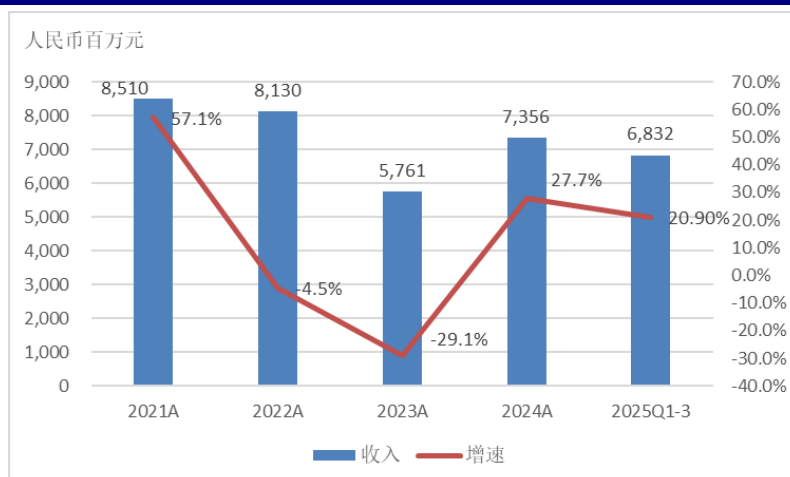
## 3、感測器

公司通過收購思立微完成感測器業務拓展，主要提供指紋識別和觸控用晶片。指紋識別晶片業務，公司是國內排名第二的指紋感測器晶片廠商，業務穩健發展。公司未來將繼續推動產品的優化升級，進一步拓寬在 PC、手機、可穿戴、移動健康、IoT 等領域的多元佈局。觸控晶片業務，公司產品也廣泛應用於手機、平板及智慧家居等人機交互領域。

## 財務表現

公司 2021-2023 年受下游市場景氣度逐年走弱，以及 2020 年疫情缺貨導致短期量價波動影響，實現收入 81.50/81.30/57.61 億元，同比增速為 +89.3%/-4.5%/-29.1%。24 年行業回暖，公司銷售快速提升，全年收入 73.56 億元，同比增長 27.7%，歸母淨利潤 11.0 億元，同比增長 584.2%。2025 年前三季度，行業恢復趨勢延續，存儲產品受益於競爭對手的退出而迎來量價齊升，收入和利潤進一步增長，2025 年前三季度實現收入 68.3 億元，同比增長 20.9%，歸母淨利潤 10.8 億元，同比增長 30.2%。

圖表 5：公司收入及增速（2022-2025 前三季度）



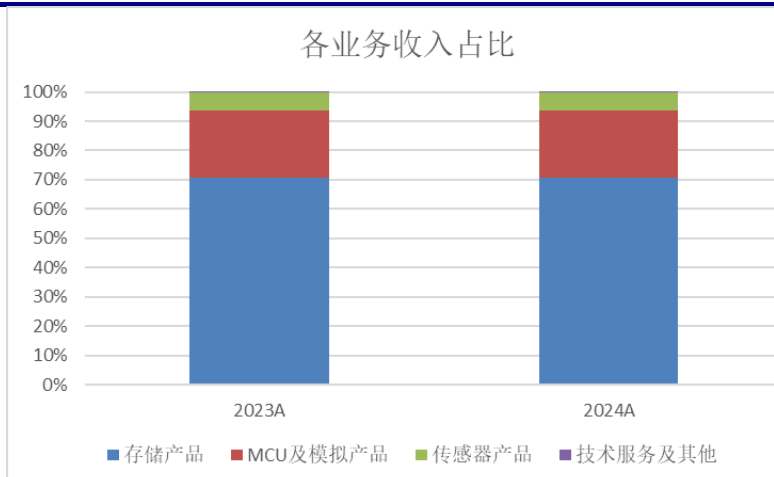
資料來源：公司資料、第一上海

圖表 6：公司歸母淨利潤及增速（2022-2025 前三季度）



資料來源：公司資料、第一上海

圖表 7：公司收入拆分



資料來源：彭博，公司資料

## 披露事項與免責聲明

### 披露事項

--	--	--

### 免責聲明

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制,僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可,就本報告之任何材料、內容或印本,不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人士。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用,並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據,或就其作出要約或要約邀請,也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素,自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生,但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性,並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性,不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經,就本報告所載資訊、評論或投資策略,發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供,不提供任何形式的保證,並可隨時更改,恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外,第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」,「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下,任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務,包括(但不限於)在此檔內陳述的內容,皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區,分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2026 第一上海證券有限公司版權所有。保留一切權利



#### 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

網址: <http://www.myStockhk.com>