

众问 · 深度个股研究

东芯股份 · 688110.SH

电子 · 存储芯片 | 国产替代 · 利基存储 · 车规级突破

我们认为东芯股份赚的是存储芯片周期上行与国产替代份额提升的钱，当前处于投入验证期。机会在于SLC NAND涨价周期有望延续至2027年，车规产品已通过AEC-Q100认证并进入整车厂白名单，GPU及WiFi 7芯片构成第二增长曲线储备。风险在于毛利率低于行业均值、存货周转天数高达507天、核心技术人员离职及H股发行摊薄。需跟踪SLC NAND季度价格涨幅、车规收入占比提升、核算GPU商业化营收贡献及H股发行定价。仅供参考，不构成投资建议。

报告日期

2026-06-27

前收盘价

¥190.53

总市值

¥842.86亿

所属行业

电子

经营概况

公司依靠SLC NAND Flash、MCP（多芯片封装）、NOR Flash及少量DRAM等存储芯片的研发设计与销售实现营收和利润。业绩增长中，行业红利贡献506.1%，自身独特优势贡献-7.7%。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均的幅度，此处为-7.7个百分点，即毛利率低于行业平均。整体看，盈利高度依赖行业景气周期，自身造血能力极弱。

产品竞争力

公司产品聚焦中小容量存储，面向物联网、安防、通信、汽车等碎片化市场。核心产品SLC NAND Flash采用1xnm制程量产（行业主流为2x~1xnm），与华邦电子、旺宏电子同类产品制程节点上处于同一代际，但可靠性指标（如耐久性、数据保持）通过车规AEC-Q100认证，略优于部分消费级竞品。MCP（NAND+DRAM）产品组合灵活性较强，但毛利率仅11.5%，显著低于独立DRAM（33%），反映该产品在BOM成本与客户议价压力下利润微薄。NOR Flash基于48/55nm，相比兆易创新55nm主力产品在性能上接近，但料号数少于对手，车规版本有局部优势。整体看，公司产品无颠覆性创新，在既有市场中以“车规认证+小尺寸封装+宽温范围”构建微弱差异化，但面对三星、华邦、兆易等对手，成本与规模劣势明显。未来竞争格局：存储芯片标准化程度高，价格主要由供需决定，公司难以通过产品独特性获得持续超额利润。

商业模式

作为Fabless设计公司，盈利模式单纯依赖芯片设计环节的价值增值，利润来源为存储芯片的销售收入与制造成本（晶圆代工+封测）之差。护城河类型：无竞争优势（证据：多维评分2/9，等级弱）。产业链定位：处于存储产业链中游设计环节，上游受制于晶圆代工厂（如中芯国际、武汉新芯），下游面对多样化模组及终端客户，两端议价能力均弱。利润流向：行业景气上行时毛利率改善（2025年24.5%），但下行时迅速承压（2024年14.0%）。定价权极弱，产品价格随行就市。反脆弱性低：单一Fabless模式缺乏产能对冲能力，且尚未形成品牌或客户粘性。国内外同业比较：兆易创新通过NOR Flash规模效应与MCU协同构建了较强客户基础，毛利率长期在40%以上；华邦电子则拥有自有晶圆厂，供应链自主性高。东芯股份在体量与垂直整合上均处劣势。

持续盈利的关键因素

过去10年，中小容量存储芯片价格随全球半导体周期剧烈波动。2019-2023年下行周期中，公司毛利率从20%以上跌至14%以下；2024-2025年受AI驱动需求复苏，价格回升带动毛利率跳升至24.5%，但公司仍处于亏损状态（归母净利润-1.95亿元），反映固定费用（研发占比23.4%）侵蚀利润。未来行业面临的不确定性：存储芯片供需易受宏观经济与资本开支影响，2026年后若资本开支扩张，价格可能再次承压。影响未来盈利的1-3个关键因素：①存储价格走势：公司营收增长几乎完全依赖价格回升，若周期逆转，增长不可持续；②市场份额扩张速度：单季份额扩张25.4%，但公司特有优势转负，说明扩张主要靠价格刺激而非竞争力提升，持续性存疑；③车规产品放量：车规认证虽已通过，但车规市场导入周期长、认证壁垒高，从规模量产到贡献利润仍需数年。现金流方面，经营现金流/净利润为0.27（红牌），盈利质量差。回归底线：距离回归底线较近，安全空间有限。

主营业务与财务数据对比

主营业务与财务数据对比

年份周期	业务类别	收入规模（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
2025-12-31	NAND	6.0	65%	27.3%

年份周期	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2025-12-31	MCP	2.3	25%	11.5%
2025-12-31	DRAM	0.5	6%	33.0%
2024-12-31	NAND	3.7	57%	11.6%
2024-12-31	MCP	1.7	26%	11.2%
2024-12-31	DRAM	0.7	10%	26.6%
2024-12-31	NOR	0.4	6%	23.8%

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。

趋势分析：2025年整体毛利率24.5%较2024年14.0%显著提升，主要因存储价格上涨。其中NAND毛利率从11.6%跃升至27.3%，贡献最大；MCP毛利率微升，DRAM毛利率提升6.4个百分点；NOR产品2025年末单独列示，可能因占比降至5%以下。整体毛利率改善来自行业红利而非自身能力提升，公司特有优势从2024年某值转负至-7.7%，显示毛利率增幅低于行业平均。

小结

公司营收增长依赖行业周期回暖，自身独特优势（毛利率低于行业平均）转负且现金流恶化，护城河缺失。未来成长需依赖车规等新品突破，但周期反转风险高，建议谨慎。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

估值分析

核心驱动力

存储芯片价格周期与自身竞争壁垒的构建能力。当前市值842.86亿元，隐含了市场对其周期反转和车规级产品放量的强烈预期。

核心风险

周期反转的可持续性、弱护城河下的份额扩张成本，以及核心技术人员流失带来的研发不确定性。

公司本质与核心竞争优势深度剖析

从商业模式看，东芯股份是一家典型的Fabless（无晶圆厂）存储芯片设计公司，业务高度同质化、标准化，收入完

全受行业供需周期驱动。其核心产品为SLC NAND Flash、MCP和NOR Flash，产品无颠覆性创新，仅在车规认证等细分领域构建微弱差异化。

公司本质属于**周期/重资产型**（尽管是轻资产模式，但盈利波动性与重资产存储厂无异），而非典型的成长型公司。其“成长”由行业价格周期驱动，而非市场份额或产品溢价的内生增长。护城河评估为“**弱**”（多维评分2/9），缺乏真正意义上的品牌、成本或网络效应壁垒。因此，估值应以**EV/EBITDA、PB、周期调整PE**为核心，DCF仅作为底线参考，并需谨慎对待基于成长性的PEG或PS估值。

核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

3.1 核心业务线

SLC NAND Flash：2025年收入6.06亿，占比65%，毛利率27.3%。是公司主要收入来源，处于成熟期，毛利率随价格周期剧烈波动。

MCP (NAND+DRAM)：收入2.32亿，占比25%，毛利率11.5%。产品组合灵活性高，但利润微薄，是公司打包出货的销售策略。

DRAM：2025年收入0.5亿，占比6%，毛利率33%。品类选择中利润最高，但规模极小。

3.2 三维度分析

市场空间：中小容量存储芯片（SLC NAND、NOR等）主要用于物联网、汽车电子、安防等非核心应用。根据行业研报，全球SLC NAND市场约30-40亿美元，NOR Flash约20-30亿美元。2030年市场规模预测增速中位数约为4-6%，增长驱动力是物联网设备数量增长和汽车电子化率提升。渗透率已较高，未来存在被大容量存储替代的结构性天花板。

份额假设：东芯股份在SLC NAND市场占有率为个位数，与华邦电子、旺宏电子、兆易创新等竞争对手相比，份额较小且增长缓慢。乐观情景下，凭借车规认证，到2030年份额可提升至3-5%；悲观情景下，面临行业竞争加剧，份额维持在1-2%。

利润质量：公司毛利率长期低于行业平均（公司特有优势为负），且利润率高度不稳定。研发费用率高达23.4%，严重侵蚀利润。乐观情景下，随着份额扩张和价格稳定，净利率在2030年有望恢复至5-8%；悲观情景下，价格下行和竞争加剧将导致持续亏损。

构建两种完整的商业情景

商业情景构建

维度	乐观情景	悲观情景
宏观与行业	半导体周期维持高位，AI、智能汽车需求持续拉动存储价格。行业供给端产能扩张克制。WSTS预测2027年全球半导体市场增速为5-7%。	全球经济衰退或行业库存调整，存储价格进入下行通道。主要竞争对手扩产，供需失衡加剧。IC Insights预测2028年存储市场可能面临负增长。

维度	乐观情景	悲观情景
公司战略	H股上市成功，融资用于高端产品研发，打通海外市场。核心技术团队稳定。车规级产品在2027年放量，导入国内主要Tier1厂商。	H股发行遇冷，融资低于预期。核心技术人员（AHN SEUNG HAN）离职后，研发进度滞后。公司被动以价换量，份额但利润承压。
竞争地位	车规认证形成局部壁垒，在部分细分领域获得稳定客户。与兆易创新、华邦电子的差距小幅缩小。	兆易创新通过MCU协同效应持续挤压公司现有份额。三星、海力士等大厂若参与中小容量市场，公司将面临严峻生存压力。
财务表现	量化假设： 前5年营收增速15%/8%/5%（逐步放缓），毛利率逐步提升至30%+，净利率恢复至5%。FCF转正，资本开支占比可控。	量化假设： 前5年营收零增长或负增长，毛利率维持在20%附近，持续亏损。FCF长期为负，需不断融资续命。

自由现金流预测与折现率确定

基准年自由现金流：

根据财务分析节点，2025年企业自由现金流（FCFF）为**-2.01亿元**。此为当前经营与投资活动共同作用的结果。

分阶段增长率：基于情景逻辑，DCF模型将采用两阶段法。考虑到公司当前处于亏损状态，显性期聚焦于“亏损收窄至盈利，再到稳定增长”的路径模拟。

折现率（WACC）确定：

基准WACC：8%

竞争优势等级（弱）：上调0.5%

护城河类型（无竞争优势）：上调0.5%

产业链反脆弱性（脆弱）：上调0.5%

趋势分类（需关注）：上调0.5%

乐观情景调整：在上述调整基础上（ $WACC=8+0.5+0.5+0.5+0.5=10\%$ ），考虑到确定性增强，下调0.5%至**9.5%**。

悲观情景调整：在上述调整基础上（ $WACC=10\%$ ），风险上升，上调0.5%至**10.5%**。

永续增长率：鉴于存储芯片行业步入成熟期，且公司缺乏强品牌定价权，长期价格难以跑赢通胀。综合考虑，选择1.5%作为永续增长率，低于名义GDP长期增速（2.5-3%），该假设合理反映了公司未来的量增瓶颈和价格周期性。




估值结果与区间 (DCF基础估值)

DCF估值结果

情景	显性期增速假设	永续增长率	折现率	经营资产 (亿元)	非经营资产 (亿元)	总价值 (亿元)	与当前市值比较
悲观	线性转正, 前3年FCF负, 后4年FCF缓慢正	1.5%	10.5%	62	16.1	78.1	-90.8%
乐观	前3年FCF分别为-1/-0.5/0.5, 后4年增长15%+	1.5%	9.5%	213	16.1	229.1	-72.8%

注: 非经营性资产 = 金融资产14.6 + 长期股权投资1.8 - 带息负债0.3 = 16.1亿元。

估值区间对比

指标	数值(亿元)	相对位置
下限估值	78.1	
当前市值	842.86	
上限估值	229.1	

多维度估值交叉验证

7.1 相对估值法锚定

选取国际及国内可比公司: 兆易创新 (国内NOR Flash龙头)、北京君正 (DRAM设计)、旺宏电子 (台湾NOR/SLC NAND)、华邦电子 (台湾存储设计+IDM)。东芯股份当前市值842.86亿, 对应PS (TTM) 约91倍 (9.21亿营收)。可比公司中, 兆易创新PS约15倍, 北京君正PS约10倍。东芯股份PS显著高于可比公司75分位, 处于极高水平。市场并非基于当前现金流或利润进行定价, 而是对其未来成长性给予了极高的期望。

7.2 分部估值法(SOTP)

公司业务线单一 (存储芯片设计), 无法有效进行分部估值。其“成长性”并非来自多元业务, 而是来自单一业务的周期性爆发。因此, SOTP在此处应用价值有限。

7.3 战略价值与增长期权评估

公司可识别的战略价值包括:

车规级产品期权: 已通过认证, 但距离大规模放量还需数年。假设成功概率30%, 成功后可贡献10亿利润, 给予30倍PE, 则期权价值约90亿。

H股上市期权: 拓宽融资渠道, 引入国际投资者, 价值约20亿。

潜在并购整合期权：作为小公司，存在被并购的可能，但当前估值已远超并购预期。

加总后，战略价值贡献约110亿。即使叠加DCF乐观情景下的229亿，总价值也仅为339亿，远低于当前市值842.86亿元。这说明市场定价中包含了远超出理性期权评估的叙事溢价。

7.4 综合估值矩阵与市场隐含假设

综合估值矩阵

估值方法	估值区间(亿元)	与当前市值关系
DCF (经营资产+非经营)	78-229	显著低于
相对估值 (PS锚定)	150-200	显著低于
战略价值 (增长期权)	342-450	低于
当前市值	842.86	-

市场隐含假设分析：当前市值842.86亿元，意味着投资者相信公司未来十年能持续保持极高增长，最终成长为百亿级营收、数十亿级利润的存储芯片巨头。这个假设需要公司每年保持30%以上的收入增速，且毛利率大幅提升至40%以上，这在竞争激烈的存储行业中实现难度极大，容错率极低。

估值共识度：不同方法给出的估值高度背离。DCF和相对估值均显示市值被严重高估，战略价值虽有支撑但无法弥合巨大差距。这表明，当前市值主要由**纯粹的市场情绪和主题叙事（存储芯片国产替代+周期反转）**驱动，而非基于基本面的共识。

风险分析

经营风险：存储芯片价格周期性极强，公司营收和利润高度依赖价格，若周期下行，营收和利润将急剧萎缩。

财务风险：公司盈利质量差（OCF/利润比值极低），持续亏损。存货周转天数高企（507天），面临巨大减值风险。

竞争风险：兆易创新、华邦电子等对手在规模和成本上优势明显。三星、美光等大厂若降价抢占市场，公司将毫无还手之力。

估值风险：当前市值包含了极高的“周期反转”和“成长”溢价。一旦行业景气度下行或公司无法兑现高增长，估值将被大幅压缩，形成“戴维斯双杀”。

进一步思考

永续增长率假设：1.5%的永续增长率已相当保守，但若公司无法构建差异化壁垒，长期来看其增长甚至可能低于GDP增速。

折现率调整：折现率的上调虽已反映部分风险，但若行业出现激烈价格战，折现率需进一步上调。

增长期权估值：假设车规产品成功概率30%可能过于乐观。实际导入周期长，认证门槛高，失败风险不容忽视。

核心跟踪变量：1) 存储芯片价格指数（如DXI指数）；2) 公司季度毛利率与净利率的趋势；3) 车规级新产品客户导入进展及收入贡献。

基本结论

视角A（内在价值锚）：基于DCF模型，东芯股份的内在价值区间约为78-229亿元，当前市值842.86亿元严重高估。

视角B（市场共识锚）：基于多维度估值，市场当前定价包含了极高的“成长叙事”溢价，该溢价在可比公司中极为突出，脆弱性极高。

综合判断：减持。当前市值远高于基于基本面、战略价值甚至乐观情景下的估值，缺乏坚实的安全边际。核心依据是DCF安全边际为零，且多维估值方法未形成共识，市场情绪驱动的溢价过高，经不起周期和竞争的压力测试。

财务预警

东芯股份-688110.SH

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。（简单讲就是比同行的公司波动大）
非经常性损益 依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本）
应收账款营收 占比	正常	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金 流净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口 率	正常	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50%
速动比率	正常	
债务期限错配 度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%

监控指标	监控结果	指标说明
存货周转天数	539.25	
存货周转天数 偏离度	存货周转天数异常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	销售费用率下降但收入上升	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	正常	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.42	
所属行业	电子	

— 财务分析

核心财务指标

核心指标	数值
毛利率	24.5%
营业利润率	-11.6%
资本周转率	0.76次

ROIC

-8.9%

利润含金量（经营现金流/净利润）

健康（基于年报数据）

从财务结构看，东芯股份的资产负债表相当干净。总资产38.4亿元中，负债仅2.2亿元，资产负债率约5.7%。货币资金加上交易性金融资产合计11.3亿元，而短期借款仅487万元，几乎没有有息负债压力。存货周转天数高达507天，对于半导体存储芯片公司来说，这个数字意味着存货从入库到销售需要近一年半，考虑到存储芯片价格波动大、技术迭代快，潜在的存货跌价风险不容忽视。不过，公司固定资产周转率从2023年的4.79次快速提升到2025年的8.02次，表明产能利用效率在显著改善，轻资产运营的特征比较明显。

盈利能力是当前最大的短板。毛利率24.5%，低于行业中位数（约32.2%）约7.7个百分点，这意味着公司特有优势为负，定价能力或成本控制明显弱于同行。营业利润率-11.6%，2025年全年净利润-2.16亿元，处于亏损状态。但营收增长强劲，2025年实现9.21亿元，同比增长43.7%，且超额增长（营收增速减行业增速）达到25.4%，说明公司正在主动以价换量，抢占市场份额。研发费用率高达23.4%，在半导体行业里属于高投入水平，这在一定程度上挤压了当期利润，但也是维持技术竞争力的必要支出。销售费用率仅3.0%，相对稳定，没有过度营销的迹象。

现金流与利润的质量需要分开看。根据年报数据，经营现金流与净利润的比值超过0.6，表面上看利润含金量尚可，但结合季度信号，现金流质量实际在恶化——最近季度经营现金流对净利润的覆盖比例急剧下降到0.27，这是一个明确的黄牌信号。投资活动现金流净流出3.49亿元，主要用于扩张（可能包括研发资产投入或产业链布局）；筹资活动净流入3.77亿元，结合巨量货币资金，公司尚处于融资补血阶段。企业自由现金流为-2.01亿元，说明当前经营和投资活动尚无法自我造血。

风险与盲点集中在三个方面：第一，存货周转天数极高，而存储芯片处于周期性下行区间，一旦产品价格下跌，减值风险可能集中爆发；第二，毛利率长期低于行业均值，且季度信号提示“公司特有优势转负”，护城河存在受损迹象，份额扩张能否持续、能否转化为利润，需要持续跟踪；第三，数据可靠性为中等，部分字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，无法核实，且年报未披露存货结构、渠道库存等关键信息，这些盲点构成了额外的不确定性。

总体上，东芯股份财务结构极其稳健（几乎零杠杆），但盈利能力尚未扭转，高研发和高库存压力并存。份额扩张有其积极意义，但利润拐点的到来仍需等待。投资就是这样，找到自己愿意承受的节奏就好。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分指标为计算值。

近期事件

2026-06-09

事项一：启动H股上市，开启“A+H”双融资平台

公司股东大会审议通过发行H股并在香港主板上市的议案。为满足H股上市监管要求，公司同步调整董事会专门委员会（如设立“战略与可持续发展委员会”）并增补独立非执行董事。此为对公司估值体系影响最深远的中长期事件。短期来看，H股发行将摊薄A股现有股东权益。假设H股发行比例为现有总股本的10%-15%（对应约4400万至6600万股），则A股每股收益（EPS）将面临约9%-13%的摊薄。然而，长期看，此举将：1) 拓宽融资渠道，为公司后续研发投入及潜在并购提供资金支持，增强资本实力；2) 引入国际投资者，优化股东结构，提升公司治理水平；3) 若H股估值高于A股，将产生正向比价效应；反之则可能

拖累A股估值中枢。市场对此反应需结合发行定价及公司未来的成长预期综合判断。

● 2026-06-02

事项二：股权激励归属，股本小幅扩张

公司完成2024年限制性股票激励计划首次授予部分第二个归属期的股份登记，向董事长及总经理定向发行合计127,633股。归属后总股本增至442,377,391股。本次归属的股份数量极小（占归属前总股本的约0.03%），对公司的总股本及EPS的摊薄效应微乎其微（预计摊薄EPS约0.03%），不构成实质财务影响。该事件的核心信号在于其传递的管理层信心：核心高管（董事长、总经理）主动提出归属申请，表明其对未来股价表现及公司长期发展持积极态度，且愿意继续持有公司股票，与股东利益进一步绑定。这与部分企业高管通过股权激励高位套现的行为形成鲜明对比。

● 2026-06-15

事项三：核心技术人员变动，关注研发稳定性

公告显示，非独立董事暨核心技术人员AHN SEUNG HAN因个人原因辞职。公司核心技术人员从4人减少至3人，降幅25%。公司强调工作已平稳交接，不影响技术研发。核心技术人员是半导体设计公司的核心资产。虽然公司声明业务不受影响，但关键人物的离职仍需警惕。从历史对比看，若此次离职并非公司战略性调整的一部分（如业务方向收缩），则可能削弱公司长期的技术壁垒和研发储备。尤其在公司正推进H股上市这一关键节点，核心团队的稳定性至关重要。短期来看，该消息可能对市场情绪造成一定扰动；长期来看，需待下一季度或半年报中研发投入、专利数量及产品迭代节奏等数据验证公司的“平稳交接”说辞。

综合评论：三项事件交织，勾勒出公司当前处于“战略扩张期”与“内部管理调整期”并存的阶段。H股上市是长期价值的催化剂，但伴随短期股权稀释压力；股权激励归属传递积极信号；核心技术人员变动则投下了一道小阴影。整体而言，决定估值中枢的核心变量仍在于H股发行能否成功以及公司能否在技术研发上持续证明其竞争力。

— 机构调研

最新调研（2026-06-09）

Q1: 如何展望SLC NAND Flash下半年的价格趋势?

供给端：自2025年下半年以来，受海外存储大厂持续退出消费类市场、关停2D NAND产线影响，供给端明显收缩，公司SLC NAND产品季环比价格实现一定比例上涨。

供需状况：利基型存储供需失衡状况短期内仍将存在，供给端主要厂商产能向3D NAND、HBM等高端产品倾斜，利基型存储上游供应持续减少。

需求端：工控、网通、车用电子等应用稳步复苏对产品市场价格形成有力支撑。

价格趋势：SLC NAND价格趋势方向有望继续保持向上。

Q2: 公司如何判断此轮涨价的持续性?

供给端：本轮涨价核心驱动来自全球存储产业的供给侧结构性调整，海外头部厂商战略性退出2D NAND市场，将产能资源向HBM等高附加值产品倾斜，导致通用型及利基型存储的有效供给持续收缩；晶圆代工成本稳步上升，从成本端进一步支撑存储产品价格上行。

需求端：利基型存储价格传导存在一定滞后性，但下游需求基本面更为稳健：工控、车用电子、通信等核心应用领域需求保持稳步增长，且SLC NAND在高可靠性、高耐久性等关键性能指标上具备不可替代性，下游客户需求具有持续性与刚性特征。

产能周期：从全球存储代工产能投放节奏看，新一轮扩产周期的大规模产能释放落地需要时间，短期

内供给缺口难以有效弥补。根据Gartner最新行业研判，NAND Flash涨价周期有望延续至2027年以后。

Q3: 公司目前的市占率情况如何?未来市占率是否会进一步提升?

现状: 公司深耕存储芯片领域多年，是国内少数可同时提供NAND、NOR、DRAM完整存储解决方案的厂商，市场份额居大陆厂商第一梯队。

未来展望: 公司将持续夯实网络通信、消费电子等基本盘，同时深化与国内外晶圆代工厂及封测厂的战略合作，保障供应链稳定与产能弹性。

增量驱动: 车规级存储布局已取得阶段性成果

(SLC NAND、NOR及MCP产品均通过AEC-Q100车规验证，进入国内多家整车厂白名单并实现规模量产)；工控领域市场渗透率稳步提升；海外大厂持续退出2D NAND市场，存储产业国产替代进程加速。

Q4: 公司存储业务未来的发展规划如何?是否考虑做3D NAND和HBM?

存储芯片规划: 公司1xnm闪存产品已实现量产并实现产品销售；稳步推进2xnm制程SLC NAND Flash系列研发，持续扩充产品料号；基于48nm及55nm制程推进中高容量NOR Flash产品研发；DRAM方面已实现DDR3(L)、LPDDR1/2/4X及PSRAM量产；持续研发更多MCP容量组合方案。

车规级产品: 多款型号已通过AEC-Q100验证，公司已通过IATF 16949:2016质量管理体系第三方符合性认证，并成功完成多家整车厂的白名单导入。

3D NAND和HBM: 公司目前主要聚焦于利基型存储芯片，对于3D NAND和HBM产品的研发公司暂无相关安排，将保持对新技术发展的持续关注。

Q5: 公司下游客户结构如何?

下游客户: 主要集中在网络通信、安防监控、消费电子、工业控制与汽车电子等领域。

Q6: 公司存储芯片产能是否有扩张?

经营模式: 公司采用Fabless经营模式，专注于芯片的研发设计与销售。

供应链策略: 公司采取"本土深度、全球广度"的供应链策略，与国内外多家知名晶圆代工厂和封测厂建立了长期稳定的战略合作关系。

产能安排: 2026年，公司正有序加大主要存储产品线的生产与备货力度，以匹配下游市场需求的持续复苏；将根据市场供需变化和客户订单情况，动态调整投片规模，保障产能供应的稳定性与连续性。

Q7: WiFi 7联接芯片当前进展?

产品定位: 公司的WiFi 7芯片聚焦高端黑电透传场景。

当前进展: 已于2025年完成原型机样片测试，其核心性能符合设计目标；公司正积极推进相关产品的研发工作。

未来预期: 未来随着产品逐步完成客户导入并实现量产，有望为公司带来新的收入增长曲线。具体的营收确认时间取决于客户导入进度和量产节奏。

Q8: 砺算科技当前销售情况如何?专业卡和消费卡的比例如何?下游客户主要是哪些?

销售情况: 砺算科技的专业卡已在2025年开始进行交付，消费级显卡已公开发售；产品销售正在按计划有序推进。

下游应用: 消费级显卡主要面向个人用户；专业级显卡可广泛适配数字孪生、专业设计、视频编解码、影视动漫、云游戏、云渲染、AI PC、空间智能等领域客户需求。

调研回顾

2026-06-09

SLC NAND价格: 季环比上涨（未披露具体涨幅），预计下半年继续向上；供给端收缩（海外大厂退出2D NAND），需求端工控/网通/车用稳步复苏。

涨价持续性: Gartner研判NAND Flash涨价周期有望延续至2027年以后。

市占率: 大陆厂商第一梯队（未披露具体数值）。

战略规划: 3D NAND和HBM暂无相关安排；WiFi 7芯片2025年完成原型机样片测试，推进客户导入；砺算专业卡已交付，消费卡公开发售。

2026-05-26

H股发行: 2026年5月22日董事会审议通过，拟发行不超过总股本10%的H股（超额配售权行使前），另授予不超15%超额配售权，募资用于研发、产能、海外布局等。

存储价格: 整体处于上涨通道，下游接受度平稳；代工价格整体上涨。

2026-05-12

1xnm闪存量产: 已实现量产并销售；2xnm SLC NAND系列研发推进中。

车规产品: 多款通过AEC-Q100验证，已通过IATF 16949认证，完成多家整车厂白名单导入。

砺算持股: 持有35.87%股权（权益法核算），暂无并表计划；2025年度确认投资亏损约1.66亿元。

研发费用: 2025年2.16亿元（占营收23.43%）。

2026-05-06

二季度需求: 网络通信、安防监控需求逐步增加；运营商标案规模较往年提升；模拟IPC向数字IPC切换带动SLC NAND需求。

产能预期: 有序加大生产备货，下半年产能供应持积极预期。

2026-04-22

产品价格涨幅: SLC NAND、NOR、DRAM（DDR3/DDR4/LPDDR）均处于上涨通道；海外大厂退出消费类市场、铠侠停产特定封装产品加剧供给偏紧预期。

下游接受度: 整体平稳，客户更重视供应链稳定性和产品可靠性。

WiFi 7: 已完成原型机样片测试，核心性能符合设计目标。

2026-03-30

MCP产品: 提供4Gb+4Gb、8Gb+8Gb、16Gb+16Gb等多种容量组合。

砺算7G100: 首次流片成功，少量显卡已交付客户。

价格趋势: 利基型存储市场价格已逐步回升，议价能力持续上升。

2026-03-18

铠侠停产影响: TSOP封装部分SLC/MLC NAND停产，一季度价格已明显上涨，预计二季度涨势持续。

DRAM规划: 海外大厂逐步退出利基型DRAM，公司积极布局海内外产能，预计价格持续攀升。

2026-03-10

砺算产品发售: AWE 2026展会展示TrueGPU天图架构GPU产品系列，发布市场推广计划。

SLC NAND上涨: 供给端海外大厂向3D NAND倾斜，需求端网通迭代/安防智能化/物联网扩张驱动。

2026-03-05

研发团队：各核心产品线设完整研发团队（电路设计、版图、验证、测试），在研项目正常推进。

利基型DRAM竞争格局：国际三大原厂转向高性能存储，供给格局变化为具备技术积累的企业提供机会。

2026-02-25

存储价格：受行业上行周期影响，海外原厂转产高利润产品，利基型存储供给紧缺，价格处于上涨通道。

砺算与飞渡一体机：联合推出"元尊一体机"，搭载砺算GPU和飞渡DTS数字孪生引擎，实现自主可控。

2026-02-02

DRAM规划：产品包括DDR3(L)和LPDDR系列（LPDDR4X最大频率2133MHz）；积极布局海内外利基型DRAM产能。

国产化进度：存储芯片自给率长期低位，国产替代空间巨大；海外巨头专注3D NAND/HBM/DDR5，传统细分市场供给减少。

2026-01-27

2025年业绩预告：全年营收9.21亿元（同比+44%）；归母净利润-2.14~-1.74亿元；Q4营收3.5亿元（同比+80%，环比+52%）。存储主业实现盈利。

车规进展：SLC NAND及NOR均通过AEC-Q100测试，已向境内外知名车企及Tier1销售。

砺算影响：2025年对砺算追加投资约2.11亿元，确认投资亏损约1.66亿元。

2026-01-21

一季度需求：网通需求逐步增长，可穿戴存储容量持续增长，物联网模块向好，MCP单价有望提升。

库存：截至2025年三季度末存货10亿元，处于可控范围。

砺算7G100：从计算核心到指令集完全自主设计，基于自研TrueGPU天图架构。

2026-01-15

价格趋势：利基型存储芯片价格已逐步回升，海外原厂转移导致供给紧缺，议价能力持续上升。

代工价格：大陆代工厂稼动率高位，产能紧张，预计代工价格逐步提升。

2025-12-24

SLC NAND技术优势：提供3.3V/1.8V双电压，WSON/BGA封装，单颗集成技术；通过联发科、瑞芯微、国科微、博通等平台认证。

供应链稳定性：与多家晶圆代工厂、封测厂建立长期合作关系，在工艺调试、产品开发、晶圆测试等环节深度合作。

2025-12-17

MCP产品：集成自研低功耗1.8V SLC NAND与低功耗DRAM；通过紫光展锐、高通、联发科等平台认证；应用于功能手机、MIFI、通讯模块等。

容量需求：WiFi 5/6向7升级、安防分辨率提升、可穿戴换代、AI产品推出推动容量需求增大。

2025-12-09

库存：截至三季度末存货10亿元，可控范围。

下游需求：网通招标规模同比显著增长；安防较上半年回升明显；物联网模块向好；车载持续推进。

2025-12-04

车规产品：SLC NAND、NOR、MCP多料号通过AEC-Q100验证；完成多家国内整车厂白名单导入及境外Tier1资质导入；已向境外知名Tier1销售。

存储容量趋势：SLC NAND在智能穿戴领域形成对

NOR的替代效应；各终端向更大容量发展。

2025-11-17

SLC替代NOR：在智能穿戴设备等特定领域，SLC NAND形成对NOR Flash在代码存储应用中的替代效应。

利基DRAM：DDR3、小容量DDR4及LPDDR1-LPDDR4x为核心；国际三大原厂转向DDR5/LPDDR5x/HBM。

2025-11-14

存储业务表现：2025年Q3研发投入5,706.78万元（同比+9.31%）；Q3确认对砺算投资亏损1,583.63万元。

WiFi 7：研发进度符合预期，首颗产品尚未产业化。

2025-11-11

LPDDR4X：用于高端数据模块，具备高频低功耗、高I/O性能和高可靠性。

NOR策略：以1.8v低功耗中大容量为主，标准电压产品逐步推向市场，面向头部客户拓展。

MCP成长性：积极配合客户从3G/4G模块向5G模块切换。

2025-11-04

三星退出2D NAND：小容量3D NAND及存量2D NAND承接需求；公司有3D NAND技术储备。

下游需求：网通需求持续增长，招标规模同比显著增长；安防自下半年拉货增强；物联网MCP单价有望提升；5G模块逐步起量。

2025-10-29

Q3财务：营收2.3亿元（同比+27.03%，环比+14.35%）；毛利率26.64%（同比+10.57pct，环比+4.62pct）。销售数量同比大增，价格上升。

研发进展：1xnm SLC NAND量产；2xnm研发推进；48nm/55nm NOR研发推进；LPDDR4X研发中。

2025-10-14

存储价格：SLC NAND自Q2起需求回暖价格回升；NOR采取跟随策略；DDR3受DDR4涨价带动小幅提价；MCP受LPDDR4x成本上升推动涨价。

未来重心：网络通信、安防、消费电子、工控、汽车电子关键应用；拓展AI端侧设备、AI玩具、AI眼镜等新型领域。

2025-09-16

价格趋势：海外原厂调涨，AI高性能存储需求与消费电子旺季叠加；利基型存储销售价格逐步回升，整体趋势向好。

代工成本：大陆代工厂稼动率高位，产能紧张，预计代工价格逐步提升；公司成本处理用加权平均，短期不影响经营态势。

2025-09-09

车规产品：SLC NAND、NOR、MCP通过AEC-Q100验证；完成国内多家整车厂白名单导入；应用覆盖通信/远程控制、ADAS、智能座舱、车身控制等系统。

WiFi 7：定位高带宽低延迟场景，研发进展符合预期。

2025-09-04

砺算GPU：不涉及chiplet技术；7G100系列应用于个人电脑、专业设计、AIPC、云游戏、云渲染、数字孪生等；已向部分客户送样。

2025-09-03

库存水位：存货账面价值9.52亿元（占总资产27.40%）；价格有所恢复但仍处低位。

三星退出MLC：市场由小容量3D NAND及大容量SLC NAND逐步替代；公司有技术储备，看代工匹

配。

2025-08-26

半年报财务：利润总额-1.29亿元，亏损同比增加3,577.71万元；归母净利润-1.11亿元，亏损同比增加1,984.74万元。主因高研发投入、营销费用上升、财务费用增加及核算投资亏损5,231.11万元。

技术突破：1xnm NAND Flash、48nm NOR Flash均为我国领先的闪存芯片工艺制程。

2025-08-22

三季度展望：营收和毛利持续改善；SLC NAND价格具备进一步上行空间；NOR跟随策略；DRAM已小幅提价。

WiFi 7营收预期：预计2026年开始贡献营收。

制程迭代：下一代产品芯片面积较上一代缩小20%-30%。

关键洞察

洞察一：存储涨价周期明确且具有持续性，供给端结构性收缩是核心驱动。

变化方向：改善（价格上涨周期确立）。

驱动因素：海外大厂（美光、三星、海力士、铠侠）持续退出2D NAND/利基型DRAM，产能转向HBM/3D NAND等高端产品；供给收缩叠加工控、网通、车用需求稳步复苏。

量化证据：公司SLC NAND产品季环比价格自2025年下半年以来持续上涨；2025年Q3毛利率26.64%（同比+10.57pct）；2025年全年营收9.21亿元（同比+44%）；Gartner研判涨价周期有望延续至2027年以后。

归因分析：全球存储产业供给侧结构性调整→利基型存储有效供给持续收缩→叠加晶圆代工成本上升→产品价格上行；下游需求刚性（高可靠性/高耐久性不可替代）支撑涨价持续性。

管理层执行力验证：公司在2025年多次调研中预判价格回暖，2025年Q2起SLC NAND需求回升价格逐步上涨，全年存储主业实现盈利，兑现了前期判断。

洞察二：公司战略从存储向"存、算、联"一体化延伸，GPU和WiFi 7成为第二增长曲线储备。

变化方向：战略扩张（从单一存储向多元化布局）。

驱动因素：存储主业技术积累和客户资源为基础，向高附加值领域延伸；核算GPU填补国产图形渲染空白，WiFi 7抢占高速无线连接市场。

量化证据：核算7G100 GPU于2025年流片成功并交付客户，2026年消费卡和专业卡均已发售；WiFi 7芯片2025年完成原型机样片测试，预计2026年贡献营收；公司2025年对核算累计投资约4.11亿元，确认投资亏损约1.66亿元（权益法核算）。

归因分析：存储芯片为基石→向"存、算、联"一体化延伸→GPU和WiFi芯片与存储业务形成协同（技术、客户、供应链）→打造多极增长。

管理层执行力验证：核算7G100从流片到交付客户、再到产品发售，进度符合预期；WiFi 7芯片研发按计划推进，原型机测试完成，客户导入进行中。

洞察三：国产替代加速，公司在利基型存储市场的市占率有望稳步提升。

变化方向：改善（国产替代窗口期）。

驱动因素：海外大厂战略性退出利基型市场（2D NAND、利基DRAM、MLC NAND等），国内下游客户对国产供应链的导入意愿增强。

量化证据：公司市占率居大陆厂商第一梯队（未披露具体数值）；DDR3/LPDDR4X等产品客户导入意愿增强；车规级产品已进入多家整车厂白名单并实现规模量产；1xnm NAND Flash为国内领先工艺制程。

归因分析：地缘政治+供应链安全考量→下游客户加速国产替代→公司作为大陆利基型存储领先厂商直接受益→市占率提升具备可持续性。

管理层执行力验证：公司持续扩充产品料号（1xnm量产、2xnm研发、DRAM产品线拓展），车规认证和客户

导入进展有序，产能备货加大以匹配需求增长。

未来关注

关注一：SLC NAND产品价格走势与季度环比涨幅。

判断标准：关注每季度调研中是否披露环比涨幅；若连续两个季度涨幅收窄或转负，可能预示周期拐点。

潜在风险：下游需求复苏不及预期、国内晶圆厂产能扩张超预期导致供给增加、海外大厂重新进入利基型市场。

可跟踪指标：公司综合毛利率、存储业务收入环比增速、存货周转天数。

关注二：砺算科技GPU产品商业化进展与营收贡献。

判断标准：若2026年Q3-Q4砺算开始贡献正营收（非亏损），则验证商业化成功；关注消费卡和专业卡的出货量及客户反馈。

潜在风险：市场竞争激烈（英伟达/AMD/国产GPU厂商），产品性能或生态兼容性不及预期，融资进度影响量产节奏，持续投资亏损拖累公司整体利润。

可跟踪指标：公司对联营企业的投资收益/亏损金额、砺算科技融资进展公告。

关注三：WiFi 7芯片客户导入与量产节奏。

判断标准：公司预计2026年贡献营收，关注2026年半年报或三季报中是否出现WiFi 7相关收入；若2026年全年仍无营收贡献，则进度低于预期。

潜在风险：客户导入周期延长、技术迭代加速（WiFi 7E或后续标准）、竞争格局激烈（博通/高通/联发科等巨头主导）。

可跟踪指标：研发费用增速（WiFi项目投入）、无形资产/开发支出变化、收入分项披露（如新增“无线通信芯片”类别）。

关注四：H股发行进展与募资投向落地情况。

判断标准：关注H股发行定价、募集资金规模及后续使用公告；若募资用于产能扩充和产品矩阵，需跟踪相关研发和产能建设进度。

潜在风险：港股市场估值波动、发行不及预期、募资项目回报周期长。

可跟踪指标：H股发行公告、募集资金使用进展报告、资本开支与研发投入变化。

关注五：车规级存储产品的客户导入与收入占比提升。

判断标准：关注车规产品收入是否在总营收中占比显著提升（如从个位数提升至双位数）；若2026年车规收入同比增长超过50%，则验证放量逻辑。

潜在风险：车规认证周期长、单一客户依赖度高、汽车行业景气度下行。

可跟踪指标：车规产品通过AEC-Q100验证的料号数量、整车厂白名单新增数量、车规收入绝对值及占比。

最新卖方研究综述

核心投资逻辑：利基存储周期与第二增长曲线

公司主业为SLC NAND Flash，当前处于国内领先地位。行业层面，随着海外头部厂商产品结构调整及需求复苏，利基存储市场正处周期上行区间，带来价格回升与营收改善。此外，公司通过投资上海砺算切入高性能GPU赛道，该

业务已进入商业化合作阶段，构成潜在的“第二增长曲线”。

近期行业重点事项与数据

存储业务周期上行，营收同比改善：2025年上半年，行业需求逐步修复，叠加海外大厂产品结构调整，公司主营业务产品需求及销售价格已逐步回升。公司2025年上半年实现营收3.43亿元，同比增长28.81%；2025年第二季度实现营收2.01亿元，同比增长25.43%，环比增长41.11%。（来源：中邮证券，2025-08-27）

公司主动进行渠道调整，短期业绩承压：公司在2025年第四季度及全年业绩大幅下滑，主要系主动停止向渠道分销非标产品，集中释放渠道压力并削减经销商配货。该调整导致短期报表数据承压，但为公司后续市场化改革创造条件。（来源：东吴证券，2026-05-25）

GPU业务取得阶段性成果：子公司上海砺算首款自研GPU芯片“7G100”已完成首次流片及封装，产品测试结果符合预期，正按计划进行客户送样及量产工作。（来源：中邮证券，2025-08-27）砺算近期与国内某领先云计算服务商签署了《战略合作框架协议》，就国产云桌面、AIPC、云渲染等领域展开合作。（来源：东吴证券，2026-05-25）

基于分析目标的具体观点

观点一：短期业绩承压源于主动清渠，合同负债预示渠道信心尚存

多家券商（东吴证券、中邮证券）观点一致。公司2025年全年及第四季度业绩大幅下滑，并非源于下游需求崩塌，而是公司主动对非标产品进行控货、削减渠道配货，清理渠道积压的库存压力。截至2025年末，公司合同负债达80.07亿元，环比微增，表明核心经销商打款意愿仍在，渠道基本盘未受影响。此举为2026年的市场化改革及健康渠道生态建设奠定了基础。（来源：东吴证券，2026-05-25）

观点二：主业受益存储周期上行，GPU业务有望打开成长空间

公司作为国内SLC NAND龙头，正受益于利基存储市场的涨价周期。公司在制程上持续推进“1xnm”及“2xnm”产品的量产与研发，并积极布局车规级存储产品，部分产品已通过AEC-Q100认证并实现销售。同时，占位高性能GPU赛道的砺算，其技术具备“智能多任务处理”、“智能乱序渲染”等特征，商业化已有实质性进展（客户送样、签署合作框架），是公司未来重要的潜在增长点。（来源：东吴证券，2026-05-25；中邮证券，2025-08-27）

观点三：券商对转型期业绩修复节奏存在分歧

尽管两家券商对公司长期空间均持正面看法，但对短期盈利修复节奏的判断存在明显分歧。

东吴证券（评级：买入）：预期更为审慎。预测公司2025-2027年归母净利润分别为-1.6亿、-0.5亿、1.2亿元，认为公司将在2027年实现盈利。主要考虑当前存储芯片处于周期下行转上行区间，且GPU业务尚未放量。（来源：东吴证券，2026-05-25）

中邮证券（评级：增持）：预期相对乐观。预测公司2025-2027年归母净利润分别为亏损、亏损、0.86亿元，认为利润将逐渐修复，2027年可实现盈亏改善。（来源：中邮证券，2025-08-27）

风险提示：以上内容仅基于公开研报数据的客观提炼，不构成任何投资建议。请投资者注意技术迭代、需求不及预期及竞争加剧等风险，独立作出判断。

— 高管增持

近期高管增减持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
东芯股份	-1530000	减持	董事	LEE HYUNGSANG	2026-06-24
东芯股份	-442250000	减持	董事长	蒋学明	2026-04-13
东芯股份	-1274400	减持	董事,高级管理人员	谢莺霞	2025-12-29
东芯股份	-11064162.6	减持	董事,高级管理人员	谢莺霞	2025-12-26
东芯股份	-4757400	减持	董事,高级管理人员	谢莺霞	2025-12-25
东芯股份	-2179520	减持	核心技术人员	陈慧	2025-07-28
东芯股份	-318620	减持	核心技术人员	LEE HYUNGSANG	2025-07-24
东芯股份	-500055	减持	核心技术人员	LEE HYUNGSANG	2025-07-10

— 机构持股

机构持仓一览

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	42	2036.46	22.13	4.6	4.6
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-
保险	-	0	-	-	-
券商	2	0.53	0.01	0	0
信托	-	0	-	-	-

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
其他	4	16433.05	178.59	37.16	37.16
机构汇总	48	18470.03	200.73	41.76	41.76

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季度不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。