

兆易创新(603986)

报告日期: 2023 年 04 月 03 日

半导体存储+MCU 双龙头，DRAM 业务有望加速放量

——兆易创新点评报告

投资要点

- 兆易创新是国内第一梯队半导体设计公司（“存储+MCU”双龙头），近期美光法说会对半导体存储（DRAM、Nand）周期探底指引积极，产业有望迎来新拐点；同时网信办启动对美光调查，国内 DRAM 厂商有望加速自主可控。
- 兆易创新是国内半导体设计（存储+MCU）的龙头，战略清晰执行力坚定。
兆易创新是国内半导体设计的龙头公司之一。在 Nor flash、MCU 等领域国内市占率领先，2022 年前三季度收入仅次于韦尔股份。目前公司有三大业务板块：1）Nor Flash 即代码型闪存芯片，主要用来存储代码及少量数据。据 Web-Feet Research 报告显示，2021 年公司 NOR Flash 市场排名全球第三，仅次于华邦和旺宏两家；2）MCU 即微处理器产品，公司 MCU 主要为基于 ARM Cortex-M 系列 32 位通用 MCU 产品，2021 年 MCU 收入 24.56 亿元，位居国内第一，据 Omdia，2021 年度公司市场排名为全球第 8 位。3）DRAM 产品。DRAM 是动态随机存取存储器，是当前市场中最为重要的系统内存，在计算系统中占据核心位置，全球市场空间约 945 亿美金。公司首款自有品牌 DRAM 产品已于 2021 年 6 月推出，未来成长空间巨大。回顾公司发展，从 Nor 产品发力，到 MCU 和 DRAM，产品拓展战略清晰，成长轨迹清晰，有望逐步成为全球半导体设计的领先企业。
- 半导体存储景气度有望触底回升，DRAM 业务有望充分受益景气上行。
近期美光发布 2023 财年第二季度业绩说明会，美光认为客户终端市场库存已逐步改善，展望未来几个月供需将逐渐平衡。半导体存储的景气度在经历一年半的下行之后，2023 年下半年有望迎来景气拐点。从存储品类来看，DRAM 是最大的存储产品，2021 年市场空间为 945 亿美金。兆易创新 DRAM 业务包括分销与自有品牌产品，2022 年，受通货膨胀、国际地缘冲突等多方面因素影响，DRAM 产品整体市场需求下行，终端消费市场疲弱，产品价格大幅下降，公司部分自有品牌 DRAM 产品业务进度放缓。根据 3 月公告，2022 年自有品牌采购代工仅为 2.61 亿元（未经审计），低于此前预计（8.60 亿元），同时公司预计 2023 年上半年自有品牌 DRAM 产品营收有望达到 2.08 亿元，2023 年有望充分受益 DRAM 行业景气回暖。
- 美光受到我国网络安全审查，DRAM 国产替代有望加速。
3 月 31 日，网信办启动对美光调查。根据集邦咨询数据，2022 年第四季度，DRAM 市场，三星电子、SK 海力士和美光科技排在前三名，市占率分别为 45.1%、27.7%和 23.0%；在 NAND 市场，美光科技排名第五，市占率为 12.3%；三星电子、SK 海力士分列第一、第三位，市占率分别为 31.4%、18.5%。随我国存储产业布局逐步完善，整体上国内存储产业对美光依赖度逐步降低。DRAM 国产替代有望加速。
- 盈利预测
2022 年来受到美国加息、疫情等因素影响，全球半导体需求景气下行，随着国内经济的修复，海外加息的落地，我们预计半导体市场在 2023 年有望迎来景气拐点。兆易创新作为国内存储+MCU 双龙头，有望充分受益半导体整体的景气向上，同时 DRAM 产品国产替代有望加速，进一步打开成长空间。综上，我们预计公司 2022/2023/2024 年收入分别为 82.10/91.31/118.38 亿元，同比-3.55%/11.21%/29.65%，归母净利润分别为 20.88/18.74/26.86 亿元，同比-10.64%/-10.24%/43.33%，对应 PE 分别为 40.27/44.87/31.30X。考虑到公司拐点清晰，DRAM 业务有望加速受益于国产替代，我们给予 2024 年 45X PE，对应目标价为 175.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资评级：买入(首次)

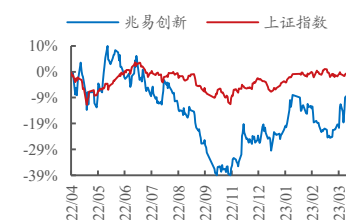
分析师：蒋高振
 执业证书号：S1230520050002
 jianggaozhen@stocke.com.cn

分析师：吴若飞
 执业证书号：S1230521070003
 13051566572
 wuruofei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 122.00
总市值(百万元)	81,377.07
总股本(百万股)	667.03

股票走势图



相关报告

- 1 《兆易创新（603986）深度报告：汽车缺芯带来估值确定性的上涨，智能驾驶与物联网驱动注入创新活力》2022.06.26
- 2 《兆易创新（603986）三大产品线齐发力，下游景气趋势确认》2020.10.30
- 3 《业绩稳定增长，DRAM 有序进行》2018.08.27

□ 风险提示

DRAM 供应链稳定性风险；MCU 价格持续下行风险；市场竞争格局加剧风险；
DRAM 国产化不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8510.22	8210.08	9130.81	11837.64
(+/-) (%)	89.25%	-3.53%	11.21%	29.65%
归母净利润	2336.79	2088.11	1874.25	2686.38
(+/-) (%)	97.50%	-10.64%	-10.24%	43.33%
每股收益(元)	3.39	3.03	2.72	3.90
P/E	35.99	40.27	44.87	31.30

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 一句话推荐

兆易创新是国内第一梯队存储 IC 设计公司，产业周期拐点叠加 DRAM 国产化提速，有望驱动公司业绩超预期。

● 超预期驱动因素

MCU+Nor 需求逐步探底，DRAM 国产替代进度有望超预期。

1) 驱动因素和驱动机理:

市场预期 MCU+Nor 等产品仍处于价格下行趋势，DRAM 产品国产进度相对平稳，公司 2023-2024 年利润增速乐观恢复 20%左右增长；我们基于海外龙头公司指引等信息，判断 MCU+Nor 历经下行周期后，公司通过产品结构优化，叠加 DRAM 产品加速放量，2023-2024 年公司营收增速超预期（+10%）→利润率（+5~10%）→利润超出市场预期 15-20%。

2) 如何检验:

合肥长鑫为我国龙头 DRAM 厂商，公司 DRAM 自研及销售产品亦是通过与合肥长鑫合作，可通过验证长鑫产业链动态，跟踪公司 DRAM 产品及扩产进度；其次，验证公司新品开发及客户端进展。

3) 如何体现: 基于盈利拐点超预期，估值提升有望进一步体现。目前公司收入体量 80 亿元左右，主要为 NOR 和 MCU 贡献，2022 年自研 DRAM 收入占比不到 5%，但相比于 Nor（2021 年 29 亿美金）和 MCU 市场空间（约 219 亿美金）而言，DRAM 市场空间更大，达到 945 亿美金左右。自研 DRAM 产品将进一步打开公司成长和估值空间。

4) 如何跟踪: 跟踪长鑫存储产业链动态；跟踪公司 MCU 及 Nor 产品价格；跟踪公司 DRAM 新品研发进度。

5) 短期催化剂: 存储行业政策扶持；海外存储厂商法说会指引。

● 当前估值水平

公司目前 814 亿市值，对应 2024 年 PE 估值 31.3X，处历史 PE 均值低位。考虑周期拐点及产业安全背景下，随着 MCU+NOR 产品结构及产业地位日渐稳固，未来 DRAM 产品国产替代加速打开成长空间，估值上行趋势明确。

● 研究价值

与众不同的认知: 1) 对景气周期拐点认知不同；2) 对 DRAM 国产化价值认知不同。

与前不同的认知: 美光接受安全审查背景下，DRAM 产品国产化趋势有望加速，公司 MCU 和 Nor 产品结构持续提升，公司经营拐点有望前置。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2022/2023/2024 年收入分别为 82.10/91.31/118.38 亿元，同比增长-3.55%/11.21%/29.65%，归母净利润分别为 20.88/18.74/26.86 亿元，同比-10.64%/-10.24%/43.33%，对应 PE 分别为 40.27/44.87/31.30X。

● 目标价及现价空间

我们选择存储行业相关的标的北京君正、东芯股份、江波龙为可比公司，2024 年平均 PE 水平为 35.5 X，考虑到兆易创新切入 DRAM 核心主流产品（君正侧重在车规级市场空间偏小、江波龙则聚焦在模组环节、东芯股份收入聚焦在 Nor FLASH 而非 DRAM），

成长空间更大，因此给予公司 2024 年 45 X 估值，对应目标价 175.5 元，对应上行空间 44%。

● 风险因素

DRAM 供应链稳定性风险；MCU 价格持续下行风险；市场竞争格局加剧风险；DRAM 国产化不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11027	13922	15916	18853
现金	6598	9621	11306	13598
交易性金融资产	2425	2425	2425	2425
应收账款	378	345	406	517
其它应收款	65	38	50	70
预付账款	34	19	23	37
存货	1449	1410	1636	2136
其他	79	64	70	71
非流动资产	4391	3846	3927	4192
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	16	0	11	9
固定资产	810	944	1031	1114
无形资产	255	284	261	227
在建工程	2	18	30	40
其他	3308	2600	2593	2801
资产总计	15418	17768	19843	23045
流动负债	1602	1487	1665	2169
短期借款	0	0	0	0
应付款项	617	763	833	1048
预收账款	0	21	8	14
其他	985	703	824	1107
非流动负债	334	254	276	288
长期借款	0	0	0	0
其他	334	254	276	288
负债合计	1935	1741	1941	2457
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	13483	16027	17902	20588
负债和股东权益	15418	17768	19843	23045

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2262	2808	1699	2282
净利润	2337	2088	1874	2686
折旧摊销	262	138	160	173
财务费用	(121)	(120)	(155)	(185)
投资损失	(44)	(44)	(44)	(44)
营运资金变动	527	8	95	348
其它	(699)	737	(231)	(696)
投资活动现金流	(3279)	(342)	(171)	(180)
资本支出	(101)	(206)	(166)	(169)
长期投资	3	16	(11)	2
其他	(3181)	(151)	7	(13)
筹资活动现金流	233	557	157	190
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	233	557	157	190
现金净增加额	(784)	3023	1685	2292

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8510	8210	9131	11838
营业成本	4549	4642	5549	6986
营业税金及附加	37	35	39	51
营业费用	221	271	320	355
管理费用	391	452	548	592
研发费用	842	1067	1187	1539
财务费用	(121)	(120)	(155)	(185)
资产减值损失	200	0	0	0
公允价值变动损益	(202)	0	0	0
投资净收益	44	44	44	44
其他经营收益	71	85	78	81
营业利润	2305	1991	1765	2624
营业外收支	218	218	218	218
利润总额	2523	2210	1983	2843
所得税	187	122	109	156
净利润	2337	2088	1874	2686
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2337	2088	1874	2686
EBITDA	2686	2228	1989	2831
EPS（最新摊薄）	3.39	3.03	2.72	3.90

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	89.25%	-3.53%	11.21%	29.65%
营业利润	85.62%	-13.61%	-11.37%	48.70%
归属母公司净利润	97.50%	-10.64%	-10.24%	43.33%
获利能力				
毛利率	46.54%	43.46%	39.23%	40.98%
净利率	27.46%	25.43%	20.53%	22.69%
ROE	19.33%	14.15%	11.05%	13.96%
ROIC	16.48%	12.28%	9.62%	12.15%
偿债能力				
资产负债率	12.55%	9.80%	9.78%	10.66%
净负债比率	1.68%	0.80%	0.80%	0.84%
流动比率	6.88	9.36	9.56	8.69
速动比率	5.98	8.41	8.57	7.71
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.49	0.49	0.55
应收账款周转率	37.50	29.66	31.81	34.10
应付账款周转率	8.75	6.80	7.04	7.49
每股指标(元)				
每股收益	3.39	3.03	2.72	3.90
每股经营现金	3.28	4.07	2.46	3.31
每股净资产	20.20	23.25	25.97	29.87
估值比率				
P/E	35.99	40.27	44.87	31.30
P/B	6.04	5.25	4.70	4.08
EV/EBITDA	40.38	32.37	35.42	24.08

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>