

23Q3 库存拐点显现，静待行业复苏

兆易创新(603986.SH)

推荐 (维持)

核心观点:

- **事件** 公司发布 2023 三季报，2023 前三季度公司实现营业收入 43.94 亿元 (yoy: -35.08%)，实现归母净利润 3.41 亿元 (yoy: -79.27%)，扣非归母净利润 3.41 亿元 (yoy: -82.97%)。从单季度表现来看，23Q3 公司实现营业收入 14.29 亿元 (yoy: -28.14%，qoq: -12.05%)，实现归母净利润 0.98 亿元 (yoy: -82.71%，qoq: -47.45%)，扣非归母净利润 0.65 亿元 (yoy: -87.75%，qoq: -55.26%)，公司业绩整体符合预期。
- **2023 前三季度营收承压，毛利率环比显著增加。**前三季度营业收入 43.94 亿元 (yoy: -35.08%)，归母净利润 3.41 亿元 (yoy: -79.27%)，主要系芯片市场价格呈现下降趋势，尽管公司的产品销售数量有所增加，公司营收仍存在较大压力，同时叠加公司剥离 Dram 经销，相关经销收入减少。从毛利水平来看，公司 23Q1-Q3 毛利率为 34% (yoy: -14pcts)，23Q3 毛利率 36%(yoy:-10pcts, qoq: +7pcts),毛利提升系剥离代销业务，自由品牌 Dram 触底回升，收入质量整体提高。公司 23Q3 非经常损益 0.3 亿左右，汇兑收益较 H1 减少，公司短期净利率承压。
- **库存水位持续下降，存储器周期低谷已过。**公司 23Q3 末存货为 20.91 亿元，环比减少 0.24 亿元，展望 23Q4 存货有望持续下降。分业务来看，1) 存储：目前 Nor Flash 业务稳健增长，产品价格保持稳定，Dram 客户拓展持续增加，自有品牌拓展良好；2) MCU：仍处于去库阶段，但整体价格降幅有所收窄。展望 23Q4，市场存储芯片价格预期保持稳定抬升趋势，随着 23Q3 末，存储大厂计划减产至 50%，其他供应商在 23Q4 也计划加大减产力度。这导致供给方面出现结构性紧缺;MCU 产品线持续拓展，预期 M7 内核芯片年底实现规模量产，导入相关车企，预期未来公司 MCU 市场份额进一步提升。
- **公司是国内 Nor/MCU/Dram/SENSOR 头部厂商，看好公司长期壁垒。**公司的车规 NOR 产品，其容量范围从 2MB 到 2GB 已达到市场需求，DDR3 2GB 和 4GB 产品的出货量持续增长，目前已广泛应用于网络通信、电视等领域，并持续积极推进其他自研产品。公司推出 Wi-Fi 6 MCU GD32VW553 可适用于智能家电、智慧家居、工业互联、通信网关等多种无线应用场景，全新产品组合已推出 8 种型号，并提供两种小型封装选择，样片和开发板卡的申请现已开放，预计将于 23 年末开始量产供货。
- **投资建议** 我们小幅下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.17/10.65/15.64 亿元，同比增长 -69.96%/72.68%/46.8%，对应 PE 为 96.36X/55.81X/38.00X，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示** 下游需求不及预期的风险，市场竞争加剧的风险，新品放量不及预期的风险

分析师

高峰

☎: 010-80927671

✉: gaofeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522040001

王子路

☎: 010-80927632

✉: wangzilu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522050001

市场数据

2023-10-30

股票代码	603986
A 股收盘价(元)	106.88
上证指数	3,021.55
总股本万股	66,691
实际流通 A 股万股	66,412
流通 A 股市值(亿元)	710

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河电子】公司点评报告-兆易创新-23Q2 毛利率承压，看好公司市占率持续提升

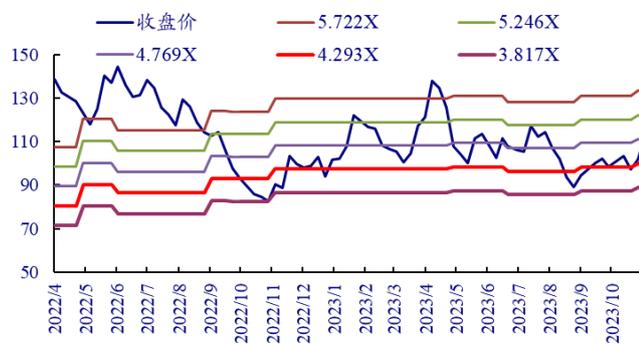
SH

表1: 主要财务指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	81.30	60.23	75.64	98.23
收入增长率 (%)	-4.47	-25.92	25.59	29.87
净利润 (亿元)	20.53	6.17	10.65	15.64
利润增速 (%)	-12.16	-69.96	72.68	46.85
毛利率 (%)	47.66	35.21	37.32	38.66
摊薄 EPS (元)	3.08	0.92	1.60	2.34
PE	28.95	96.36	55.81	38.00
PB	3.91	3.86	3.61	3.30
PS	7.31	9.87	7.86	6.05

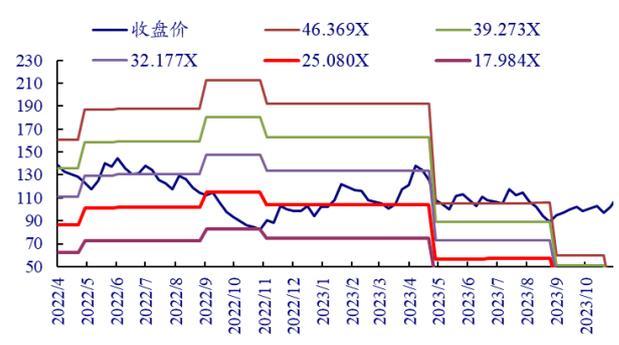
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图1: PE-Bond



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: PB-Bond



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附表：财务预测表

利润表					现金流量表				
	单位：亿元					单位：亿元			
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	81.30	60.23	75.64	98.23	经营活动现金流	9.50	17.89	10.78	29.66
营业成本	42.55	39.02	47.41	60.26	净利润	20.53	6.17	10.65	15.64
营业税金及附加	0.72	0.35	0.48	0.68	折旧摊销	3.76	3.23	3.78	4.30
营业费用	2.66	2.41	2.49	3.46	财务费用	-1.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	4.25	4.22	5.29	6.30	投资损失	-0.51	-0.55	-0.51	-0.72
财务费用	-3.43	-2.06	-2.41	-2.68	营运资金变动	-17.04	9.04	-3.13	10.45
资产减值损失	-4.19	0.00	0.00	0.00	其它	3.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.07	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-0.44	-1.96	-2.06	-1.86
投资净收益	0.51	0.55	0.51	0.72	资本支出	-5.51	-2.51	-2.60	-2.61
营业利润	22.22	6.68	11.59	17.06	长期投资	4.51	0.01	0.03	0.03
营业外收入	0.45	0.00	0.00	0.00	其他	0.56	0.55	0.51	0.72
营业外支出	0.04	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	-7.80	-4.23	0.00	0.00
利润总额	22.62	6.68	11.59	17.06	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2.10	0.51	0.94	1.42	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	20.53	6.17	10.65	15.64	其他	-7.80	-4.23	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金净增加额	2.40	11.70	8.72	27.80
归属母公司净利润	20.53	6.17	10.65	15.64					

资产负债表					主要财务比率				
	单位：亿元								
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	114.15	116.85	131.87	153.30	盈利能力				
现金	68.75	80.45	89.17	116.97	毛利率	47.66%	35.21%	37.32%	38.66%
应收账款	1.42	2.30	1.92	3.64	净利率	25.25%	10.24%	14.08%	15.92%
其它应收款	0.13	0.58	0.20	0.84	ROE	13.52%	4.01%	6.48%	8.68%
预付账款	0.35	0.22	0.34	0.42	ROIC	12.31%	2.42%	4.80%	6.90%
存货	21.54	10.98	17.99	8.79	成长能力				
其他	21.96	22.32	22.25	22.64	营业收入增长率	-4.47%	-25.92%	25.59%	29.87%
非流动资产	52.30	51.57	50.37	48.65	营业利润增长率	-3.61%	-69.95%	73.56%	47.22%
长期投资	0.12	0.11	0.08	0.05	净利润增长率	-12.16%	-69.96%	72.68%	46.85%
固定资产	9.99	10.43	10.58	10.43	偿债能力				
无形资产	3.00	3.25	3.36	3.63	资产负债率	8.77%	8.69%	9.77%	10.84%
其他	39.20	37.79	36.35	34.54	流动比率	9.54	9.73	8.69	7.96
资产总计	166.45	168.42	182.24	201.95	速动比率	7.45	8.54	7.28	7.32
流动负债	11.97	12.01	15.18	19.25	总资产周转率	0.49	0.36	0.42	0.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	57.20	26.20	39.44	27.01
应付账款	4.79	5.21	6.53	8.77	应付帐款周转率	16.96	11.55	11.59	11.20
其他	7.17	6.80	8.65	10.48	每股指标				
非流动负债	2.63	2.63	2.63	2.63	每股收益	3.08	0.92	1.60	2.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.42	2.68	1.62	4.45
其他	2.63	2.63	2.63	2.63	每股净资产	22.77	23.06	24.66	27.00
负债合计	14.60	14.64	17.81	21.88	估值				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	28.95	96.36	55.81	38.00
归母股东权益	151.86	153.79	164.44	180.07	P/B	3.91	3.86	3.61	3.30
负债和股东权益	166.45	168.42	182.24	201.95	P/S	7.31	9.87	7.86	6.05

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高峰，北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2年电子实业工作经验，6年证券从业经验，曾就职于渤海证券、国信证券、北京信托证券部。2022年加入中国银河证券研究院，担任电子团队组长，主要从事硬科技方向研究。

王子路，英国布里斯托大学金融与投资硕士，山东大学经济学学士，2年科技产业研究经验，2020年加入中国银河证券研究院，从事电子行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。