

2024年04月20日  
兆易创新(603986.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

集成电路

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

102.8元

股价(2024-04-19)

74.09元

交易数据

总市值(百万元) 49,411.09

流通市值(百万元) 49,231.79

总股本(百万股) 666.91

流通股本(百万股) 664.49

12个月价格区间 57.92/136.28元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.0	-9.9	-29.2
绝对收益	-4.0	-1.6	-43.3

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

吕众

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524040001

lvzhong@essence.com.cn

相关报告

Q2 环比改善明显, 多元化布局 2023-08-28

局静待周期回暖

高端消费、工业、汽车深化 2023-05-08

布局, 看好存储、MCU 业务成长性

高景气度持续, 一季度业绩 2022-04-15

超预期

## 一季度业绩实现开门红, 全年有望持续稳健增长

事件:

4月20日公司发布2023年报及2024年一季报, 2023年实现营业收入57.61亿, 同比-29.14%, 归母净利润1.61亿, 同比-92.15%, 全年毛利率34.42%。2024年一季度实现营业收入16.27亿, 同比+21.32%, 环比+19.1%, 实现归母净利率2.05亿元, 毛利率38.16%。

23年受营收受价格影响明显, 部分产品线销量创新高:

**NOR Flash 领域**, 23年全年出货量创新高, 达到25.33亿颗, 增长16.15%; 持续保持在中高端消费市场的优势, 同时积极拓展工业、网通、汽车等市场应用领域, 让NOR FLASH跟随终端市场发展不断成长。**SLC NAND Flash 领域**, 在消费电子、工业、汽车电子等领域实现全品类产品覆盖, 2023年出货量实现同比大幅度增长。**自研 DRAM 领域**, 2023H2 DDR3 产品量产入市, 具备DDR3和DDR4两条产品线多个产品型号, 总成交客户数量稳步增加, 其中DDR3L 2Gb、4Gb产品出货量持续增加, 目前已基本覆盖网通、TV等应用领域及主流客户群。**MCU 领域**, 受行业竞争加剧, 23年产品价格持续下降。公司围绕MCU布局的PMU产品, 继续提升研发能力, 积极开拓消费、工业、网通等市场。同时, **汽车市场领域**, 加大车规级闪存、车规MCU研发及市场开拓力度。

一季度业绩实现开门红, 国产存储芯片有望进入上行周期:

公司一季度营收及利润均实现同比、环比较快增长, 24Q1 毛利率环比提升3.62个百分点。我们认为, 一是公司在23年全球半导体周期下行、需求疲软、国内竞争加剧的背景下, NOR、SLC NAND、自研利基DRAM仍能实现销量的增长, 凸显了公司的产品竞争力; 二是公司持续保持高强度研发投入, 新品持续推出, 有望持续加强在国产存储、MCU领域的龙头地位; 三是全球半导体在经过长达两年的去库存、去产能后, 有望进入上行周期, 存储芯片价格有望持续受益, 公司中大容量NOR Flash、SLC NAND、自研DRAM产品均有望迎来量价齐升。

投资建议:

我们预计公司2024年~2026年收入分别为74.89亿元、97.36亿元、116.83亿元, 归母净利润分别为11.43亿元、18.72亿元、26.05亿元, 对应PE分别为43倍、26倍和19倍。采用PE估值法, 考虑到公司产品竞争力、存储产品线有望迎来量价齐升, 24、25年盈利能

力有望持续稳健提升，给予 2024 年 60 倍 PE，对应 2025 年 36 倍 PE，对应目标价 102.8 元，维持“买入-A”投资评级。

目 风险提示：市场需求不及预期；新产品推出不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,130.0	5,760.8	7,489.1	9,735.8	11,682.9
净利润	2,052.6	161.1	1,143.0	1,871.9	2,604.7
每股收益(元)	3.08	0.24	1.71	2.81	3.91
每股净资产(元)	22.77	22.79	24.20	27.01	30.91

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	24.1	306.6	43.2	26.4	19.0
市净率(倍)	3.3	3.3	3.1	2.7	2.4
净利润率	25.2%	2.8%	15.3%	19.2%	22.3%
净资产收益率	13.5%	1.1%	7.1%	10.4%	12.6%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	72.9%	-5.5%	38.0%	89.7%	75.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,130.0	5,760.8	7,489.1	9,735.8	11,682.9	成长性					
减: 营业成本	4,255.4	3,777.8	4,605.8	5,938.8	7,009.8	营业收入增长率	-4.5%	-29.1%	30.0%	30.0%	20.0%
营业税费	71.7	25.2	37.4	48.7	58.4	营业利润增长率	-3.6%	-94.6%	883.8%	63.8%	39.1%
销售费用	265.9	270.5	284.6	292.1	303.8	净利润增长率	-12.2%	-92.1%	609.3%	63.8%	39.1%
管理费用	425.2	369.9	374.5	389.4	420.6	EBITDA 增长率	7.2%	-53.2%	11.3%	49.3%	33.2%
研发费用	935.6	990.0	1,048.5	1,217.0	1,285.1	EBIT 增长率	5.0%	-61.7%	16.6%	63.8%	39.1%
财务费用	-342.7	-258.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	-15.7%	-110.5%	-739.4%	63.8%	39.1%
资产减值损失	-418.9	-612.7	-	-	-	投资资本增长率	40.0%	-8.1%	-30.7%	65.5%	-32.1%
加: 公允价值变动收益	-7.0	-12.0	30.0	70.0	70.0	净资产增长率	12.6%	0.1%	6.2%	11.6%	14.5%
投资和汇兑收益	50.6	82.6	10.0	10.0	10.0						
营业利润	2,221.6	119.8	1,178.3	1,929.8	2,685.3	利润率					
加: 营业外净收支	40.9	5.0	-	-	-	毛利率	47.7%	34.4%	38.5%	39.0%	40.0%
利润总额	2,262.4	124.7	1,178.3	1,929.8	2,685.3	营业利润率	27.3%	2.1%	15.7%	19.8%	23.0%
减: 所得税	209.9	-36.4	35.4	57.9	80.6	净利润率	25.2%	2.8%	15.3%	19.2%	22.3%
净利润	2,052.6	161.1	1,143.0	1,871.9	2,604.7	EBITDA/营业收入	36.0%	23.7%	20.3%	23.4%	25.9%
						EBIT/营业收入	32.5%	17.5%	15.7%	19.8%	23.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	40	65	46	26	14
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	39	83	51	60	65
货币资金	6,874.8	7,265.9	11,299.8	12,279.3	15,368.0	流动资产周转天数	497	719	609	561	551
交易性金融资产	1,857.5	1,805.6	-	-	-	应收帐款周转天数	11	9	10	10	10
应收帐款	154.7	126.8	306.7	239.8	394.4	存货周转天数	80	130	89	101	102
应收票据	31.8	13.1	92.4	29.8	104.3	总资产周转天数	710	1,034	827	714	669
预付帐款	35.1	24.2	37.3	52.4	50.7	投资资本周转天数	124	196	122	102	89
存货	2,153.9	1,990.9	1,731.8	3,716.2	2,879.4	投资回报率					
其他流动资产	306.8	376.6	254.1	312.5	314.4	ROE	13.5%	1.1%	7.1%	10.4%	12.6%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	12.3%	1.0%	6.4%	9.1%	11.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	72.9%	-5.5%	38.0%	89.7%	75.5%
长期股权投资	11.8	25.7	25.7	25.7	25.7	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	3.3%	4.7%	3.8%	3.0%	2.6%
固定资产	998.7	1,089.8	839.3	588.8	338.4	管理费用率	5.2%	6.4%	5.0%	4.0%	3.6%
在建工程	6.2	4.3	4.3	4.3	4.3	研发费用率	11.5%	17.2%	14.0%	12.5%	11.0%
无形资产	411.7	404.3	309.6	215.0	120.4	财务费用率	-4.2%	-4.5%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	3,802.1	3,328.8	3,054.7	3,205.1	3,158.2	四费/营业收入	15.8%	23.8%	22.8%	19.5%	17.2%
资产总额	16,645.1	16,455.8	17,955.6	20,668.9	22,758.2	偿债能力					
短期债务	-	-	-	334.9	-	资产负债率	8.8%	7.6%	10.1%	12.9%	9.4%
应付帐款	820.5	742.2	1,165.8	1,385.0	1,553.1	负债权益比	9.6%	8.3%	11.2%	14.8%	10.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	9.54	11.77	8.99	8.12	10.25
其他流动负债	376.1	244.0	360.8	327.0	310.6	速动比率	7.74	9.75	7.85	6.31	8.71
长期借款	-	-	-	336.1	-	利息保障倍数	-7.70	-3.92			
其他非流动负债	262.9	270.0	288.8	273.9	277.6	分红指标					
负债总额	1,459.5	1,256.2	1,815.4	2,656.8	2,141.3	DPS(元)	0.62	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	20.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	667.0	666.9	666.9	666.9	666.9	股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	14,465.7	14,330.3	15,473.3	17,345.2	19,950.0						
股东权益	15,185.5	15,199.6	16,140.2	18,012.1	20,616.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
净利润	2,052.6	161.1	1,143.0	1,871.9	2,604.7	EPS(元)	3.08	0.24	1.71	2.81	3.91
加: 折旧和摊销	338.5	402.4	345.1	345.1	345.1	BVPS(元)	22.77	22.79	24.20	27.01	30.91
资产减值准备	418.9	612.7	-	-	-	PE(X)	24.1	306.6	43.2	26.4	19.0
公允价值变动损失	7.0	12.0	30.0	70.0	70.0	PB(X)	3.3	3.3	3.1	2.7	2.4
财务费用	-101.7	-7.5	-	-	-	P/FCF	44.2	113.5	24.0	41.9	16.2
投资收益	-50.6	-82.6	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	6.1	8.6	6.6	5.1	4.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	19.3	36.1	23.2	15.3	10.3
营运资金的变动	-2,986.6	-77.7	851.3	-1,861.4	808.9	CAGR(%)	-3.0%	152.8%	-21.2%	-3.0%	152.8%
经营活动产生现金流量	949.7	1,186.7	2,359.3	415.6	3,818.7	PEG	-8.0	2.0	-2.0	-8.7	0.1
投资活动产生现金流量	-43.7	-294.9	1,882.6	-108.3	-60.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-780.3	-572.6	-207.9	672.2	-669.9	REP					

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034