

兆易创新 (603986.SH) / 电子 证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 21 日

评级：买入（维持）

市场价格：74.09 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

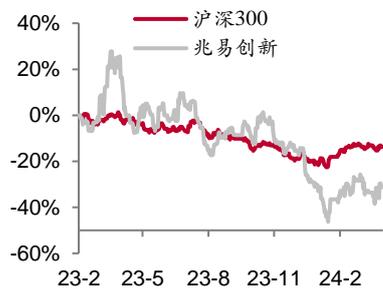
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,130	5,761	7,568	9,685	11,810
增长率 yoy%	-4%	-29%	31%	28%	22%
净利润 (百万元)	2,053	161	1,000	1,602	2,104
增长率 yoy%	-12%	-92%	520%	60%	31%
每股收益 (元)	3.08	0.24	1.50	2.40	3.15
每股现金流量	1.42	1.78	2.76	3.02	1.99
净资产收益率	14%	1%	6%	9%	11%
P/E	24	307	49	31	23
P/B	3	3	3	3	3

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价日期为 2024/4/19

基本状况

总股本(百万股)	667
流通股本(百万股)	664
市价(元)	74.09
市值(百万元)	49,411
流通市值(百万元)	49,232

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《兆易创新：份额持续提升彰显强产品力，持续关注景气度变化》

《兆易创新：Q1 营收环比持平低点已过，持续关注复苏情况》

《兆易创新：2023 产品丰富度提高，高端化趋势不变》

《兆易创新：周期叠加禁令影响进度，持续看好 DRAM 大空间与高弹性》

《兆易创新：结构性紧缺持续，看好龙头全年高增长》

《兆易创新：龙头展现强韧性，前三季度归母同比增长 27%》

《兆易创新：毛利率穿过低谷，持续关注行业复苏力度》

投资要点

■ **Q1 淡季但业绩亮眼，营收环增 19%，走出低谷，毛利率环比提升 4pcts，穿过低点。**

1) **2023:** 收入 57.61 亿元，同比-29%，归母净利润 1.61 亿元，同比-92%，扣非 0.27 亿元，同比-99%。毛利率 34%，yoy-13pcts，净利率 2.8%，yoy-22pcts。全年计提资产减值损失 6.13 亿元，其中商誉减值 3.73 亿元，存货减值 2.37 亿元。23 年非经常性损益 1.3 亿元，其中政府补助 0.72 亿元，金融资产等损益 0.75 亿元。

2) **23Q4:** 收入 13.66 亿元，同比+0.4%，环比-4%，归母净利润-2.73 亿元，同比-598%，环比-379%，扣非-3.13 亿元，同比-249%，环比-582%，毛利率 35%，同比-9pcts，环比-2pcts，净利率-20%，yoy-17pcts，环比-27pcts。Q4 计提资产减值损失-4.30 亿元，其中商誉减值 3.73 亿元，存货减值 0.57 亿元。扣除商誉减值影响，Q4 归母净利润 1.0 亿元，环比+2%。

3) **2023 年营收构成:** 22 年存储芯片/微控制器/传感器占比 59%/35%/5%，23 年为 71%/23%/6%，存储芯片占比提升，其中 23 年存储芯片收入 40.77 亿元，同比-16%，毛利率 33%，同比-7pcts，微控制器收入 13.19 亿元，同比-55%，毛利率 43%，同比-22pcts，传感器收入 3.52 亿元，同比-19%，毛利率 16%，yoy-0.36pcts。从销量增速看，存储芯片销量同比+18%，微控制器同比-17%，传感器同比+14%。

4) **24Q1:** 收入 16.27 亿元，同比+21%，环比+19%，归母净利润 2.05 亿元，同比+36%，扣非 1.84 亿元，同比+41%，毛利率 38%，同比-0.1pcts，环比+4pcts，净利率 13%，同比+1pcts，环比+33pcts。Q1 计提存货减值损失 0.35 亿元。Q1 研发费用率 18%，同环比均增加 1pcts。

Q1 通常为淡季，受益消费需求回暖，公司 Q1 存储芯片出货量增加，带动公司收入同环比增加，营收环比增长 19%，走出低谷，Q1 毛利率 38%，环比+4pcts，毛利率已穿过低点、有望持续向好。

■ **发布激励计划，集中高管和核心骨干，彰显长期发展信心。**

公司发布 2024 年股票期权激励计划，拟授予 678.14 万股股票期权，占股本 1.02%，主要是激励 45 名管理人员、核心骨干等，行权价格为 59.18 元，人均授予 15 万股。2024-2027 年营收目标 73/86/98/118 亿元，yoy+27%/18%/14%/20%。需摊销的总费用为 1.27 亿元，其中 2024-2028 年分别摊销 0.33/0.44/0.29/0.16/0.05 亿元。

2023 年股票期权激励计划，拟向激励对象 1018 人授予 1081 万股，人均授予 1 万股，与 2023 年激励计划相比，本次激励计划集中在高管和核心骨干，人数较少、人均股数明显提升。2023 年股票期权激励计划的业绩考核目标为 2023-2026 年收入目标为 70/73/86/93 亿元，本次激励计划 24、25 年目标与此前激励计划一致，26 年目标为 98 元，略高于 23 年激励计划，整体新激励计划目标与此前目标基本一致，持续彰显长期发展信心。

■ **DRAM 业务 24 年加速成长，享受大空间+高弹性。**

公司公告，23 年向长鑫关联交易采购 3.62 亿元，预计 24 年采购 8.52 亿元，采购金额翻倍。从 23Q3 末开始，利基存储价格有所反弹，从 23Q4 开始公司采购额有所增加，预计公司 DDR3 在 2024 年代工量将进一步增加，8Gb 容量 DDR4 产品及其他新产品量产，采购增加。

3月29日公司公告，公司15亿元参加长鑫存储增资，增资完成后持股长鑫1.88%（增资前0.95%）。

1月31日公司公告，公司与长鑫拟新签署《协议书》，就双方主要业务范围等进行约定，协议有效期内（有效期限至2030/12/31），长鑫主要聚焦主流，包括服务器、个人电脑、手机等大宗应用，兆易主要聚焦利基，包括机顶盒、电视、智能家居、基站等。

公司 DRAM 已与长鑫分工，兆易聚焦利基享 90 亿+美金市场，NOR 三倍空间。公司 DDR3 23 年 9 月量产，已具备 DDR3 和 DDR4 两条产品线多个料号，后续有望推出 8 Gb DDR4 等产品，产品陈列不断丰富。2023 年市场拓展效果明显，总成交客户数量稳步增加，DDR3L 2Gb、4Gb 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。利基 DRAM 自 23Q4 已开启涨价，预计 24 年持续在涨价通道，涨价叠加规模出货，公司 DRAM 毛利率有望修复。

■ **SLC NAND、NOR 涨价趋势凸显，持续关注涨价节奏及盈利修复。**

行业层面，SLC NAND 已开启涨价，NOR 涨价趋势逐渐明朗，兆易是 NOR 全球第二、SLC NAND 24 年有望快速成长，涨价预期+成本改善，有望带来公司 NOR 和 SLC NAND 业务盈利能力修复。

1) NOR: 23 年 NOR 出货 25.33 亿颗，同比+16%，出货量创新高，在 Q4 淡季保持较好的出货量，保持在中高端消费市场优势，积极拓展工业、网通、汽车等应用，55nm 已全线量产，NOR 车规级产品 2Mb~2Gb 容量已全线铺齐。21 年兆易 NOR 全球份额 19%，22 年提升至 20%、保持全球第三，23 年已提升至全球第二。

2) SLC NAND: 经多年发展，产品在消费电子、工业、汽车电子等领域已实现全品类覆盖，23 年出货量同比大幅增长。38/24nm 两种制程全面量产，正以 24nm 为主要工艺制程，容量覆盖 1~8Gb，38nm SLC NAND 车规产品覆盖 1~4Gb。

■ **23Q4 MCU 已开始企稳，产品丰富度不断提高，持续关注景气度及行业竞争情况。**

1) MCU: ①23Q4 已开始企稳。23 年需求保持低位、竞争加剧、价格持续下降，23H1 MCU 营收出现大幅下降，H2 降幅逐渐收窄，Q4 环比 Q3 已呈现企稳迹象。②料号持续丰富。22 年报显示量产 38 个系列、超过 450 款 MCU，23 年报显示已成功量产 46 个系列、超过 600 款 MCU。23 年推出国内首款 M7 内核产品，RISC-V 内核的全新双频双模无线 MCU 量产供货。MCU 产品已覆盖 110nm、55nm、40nm、22nm 多种工艺制程，至 2023 年底，公司 MCU 产品累计出货已超过 15 亿颗。③持续拓展车规。目前已成功与国内头部 Tier 1 平台合作开发产品，如埃泰克车身控制域、保隆科技胎压监测系统，并同时已与多家国际头部公司开展合作，23 年 D32A503 系列市场拓展稳步推进，并进一步推出 GD32A490 系列高性能车规级 MCU 新品。④发力家电 MCU：与国家高端智能化家用电器创新中心共建 GD32 MCU 联合实验室，发力家电 MCU。

2) 传感器：手机市场是 2023 年率先回暖的细分市场，公司产品与市场同步，实现出货量同比较好增长，市占率在 2023 年有所上升。

3) 模拟 IC：高性能电源、电机驱动、专业电源管理芯片、锂电池管理芯片四大类产品，与 MCU 配合打造生态，公司持续提升研发能力，积极开拓消费、工业、网通等市场。

■ **投资建议：此前预计 24-25 年归母净利润为 15/23 亿元，考虑整体需求较为疲软，调整 24-26 年归母净利润为 10/16/21 亿元，对应 PE 估值为 49/31/23 倍。公司是大陆存储+MCU 行业双龙头，产品结构持续优化，稀缺性和成长性兼备，维持“买入”评级。**

■ **风险提示事件：MCU 和 Nor 景气度可能不及预期的风险，代工成本上涨公司无法通过产品结构调整或涨价带来毛利率承压的风险，计提商誉减值致盈利不及预期的风险。**

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,266	9,278	11,388	12,786	营业收入	5,761	7,568	9,685	11,810
应收票据	13	0	0	0	营业成本	3,778	4,544	5,634	6,858
应收账款	114	89	37	0	税金及附加	25	45	48	54
预付账款	24	68	85	103	销售费用	270	416	484	590
存货	1,991	1,768	1,744	2,875	管理费用	370	522	678	744
合同资产	0	0	0	0	研发费用	990	1,362	1,792	2,126
其他流动资产	2,195	2,007	2,103	2,229	财务费用	-258	-230	-277	-281
流动资产合计	11,603	13,211	15,356	17,993	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-613	-200	-200	-200
长期股权投资	26	26	26	26	公允价值变动收益	-12	-74	-31	-39
固定资产	1,090	816	612	458	投资收益	83	59	64	69
在建工程	4	4	4	4	其他收益	77	77	77	77
无形资产	244	285	332	359	营业利润	120	769	1,236	1,624
其他非流动资产	3,489	3,530	3,563	3,581	营业外收入	7	7	6	7
非流动资产合计	4,853	4,661	4,537	4,429	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	16,456	17,872	19,894	22,421	利润总额	125	774	1,240	1,629
短期借款	0	97	226	335	所得税	-36	-226	-362	-475
应付票据	0	0	0	0	净利润	161	1,000	1,602	2,104
应付账款	502	1,363	1,707	2,099	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	161	1,000	1,602	2,104
合同负债	88	136	174	213	NOPLAT	-172	703	1,244	1,741
其他应付款	240	240	240	240	EPS (按最新股本摊薄)	0.24	1.50	2.40	3.15
一年内到期的非流动负债	42	42	42	42					
其他流动负债	114	154	196	214					
流动负债合计	986	2,033	2,585	3,142					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	270	270	270	270					
非流动负债合计	270	270	270	270					
负债合计	1,256	2,303	2,855	3,412					
归属母公司所有者权益	15,200	15,569	17,038	19,009					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	15,200	15,569	17,038	19,009					
负债和股东权益	16,456	17,872	19,894	22,421					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,187	1,838	2,012	1,325
现金收益	305	1,083	1,582	2,041
存货影响	163	222	24	-1,131
经营性应收影响	670	194	236	219
经营性应付影响	-78	861	344	391
其他影响	127	-523	-174	-195
投资活动现金流	-295	-19	-175	-183
资本支出	-436	-80	-100	-91
股权投资	-14	0	0	0
其他长期资产变化	155	61	-75	-92
融资活动现金流	-573	193	273	256
借款增加	7	97	129	109
股利及利息支付	-421	-456	-1,034	-1,164
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-159	552	1,178	1,311

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-29.1%	31.4%	28.0%	21.9%
EBIT增长率	-106.9%	-507.8%	77.0%	40.0%
归母公司净利润增长率	-92.1%	520.3%	60.3%	31.3%
获利能力				
毛利率	34.4%	40.0%	41.8%	41.9%
净利率	2.8%	13.2%	16.5%	17.8%
ROE	1.1%	6.4%	9.4%	11.1%
ROIC	-1.4%	5.1%	7.9%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	7.6%	12.9%	14.4%	15.2%
债务权益比	2.1%	2.6%	3.2%	3.4%
流动比率	11.8	6.5	5.9	5.7
速动比率	9.7	5.6	5.3	4.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	8	5	2	1
应付账款周转天数	47	74	98	100
存货周转天数	197	149	112	121
每股指标(元)				
每股收益	0.24	1.50	2.40	3.15
每股经营现金流	1.78	2.76	3.02	1.99
每股净资产	22.79	23.35	25.55	28.50
估值比率				
P/E	307	49	31	23
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	517	162	114	89

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。