



2024年04月23日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

方霁 S0630523060001

fangji@longone.com.cn

数据日期	2024/04/22
收盘价	75.96
总股本(万股)	66,691
流通A股/B股(万股)	66,449/0
资产负债率(%)	10.13%
市净率(倍)	3.30
净资产收益率(加权)	1.34
12个月内最高/最低价	126.40/55.20



相关研究

- 1.《兆易创新(603986.SH): 2023Q4业绩短期承压, 存储和MCU长期发展向好——公司简评报告》2024.02.01
- 2.兆易创新(603986): 乘风国产升级产品, 穿越周期引领创新——公司深度报告
- 3.存储市场柳暗花明, 国产替代未艾方兴——半导体行业深度报告(二)

兆易创新(603986.SH): 2024Q1业绩好转, 存储与MCU产品结构不断升级

——公司简评报告

投资要点

- **事件概述:** 2024年4月20日, 兆易创新发布2023年度报告与2024年Q1季度报告, 2024Q1实现营收16.27亿元, 同比为21.32%, 环比为19.10%; 实现归母净利润2.05亿元, 同比为36.45%, 环比扭亏; 实现扣非归母净利润1.84亿元, 同比为41.26%。2023年实现营业收入57.61亿元, 同比为-29.14%; 实现归母净利润1.61亿元, 同比为-92.15%, 实现扣非归母净利润为0.27亿元, 同比为-98.57%。
- **减值损失以及存储、MCU的降价是2023年业绩大幅下滑主要原因, 2024年或将大幅缓解。** 在2023年激烈的竞争环境下, 公司坚持以市占率为中心开拓市场, 产品出货量达到31.22亿颗, 同比为12.98%; 但由于产品价格的大幅下降, 经营业绩出现较大幅度下滑, 减值损失相对较大。2023年公司实现减值损失合计6.13亿元, 其中商誉减值3.73亿元, 存货减值约2.4亿元。2023年半导体周期下行, 全球市场呈现了量价齐跌, 2023Q4以存储芯片为代表产品才逐步企稳, 这也是导致公司2023年实现资产大幅减值, 我们认为2024年公司再次大幅减值风险概率较低。其一, 公司商誉减值来自于公司2019年收购思立微确认商誉13.05亿元, 2020-2022年计提商誉减值5.25亿元, 2023年预计商誉减值损失约3.73亿元左右, 减值后商誉余额预计为4亿元左右。公司2023年传感器销售量1.79亿颗, 同比为13.8%; 传感器均价为1.97元/颗, 同比为-28.8%, 公司传感器总收入3.52亿元, 同比为-18.97%; 传感器业务毛利率降低为16.00%。我们认为公司在行业低谷时期传感器销量还保持增长, 产品市场地位在提升, 并且价格在2024年大概率企稳, 毛利率已经降低到近3年低谷, 后期商誉继续大幅减值风险极小。其二, 测算出公司存储芯片2023年均价同比为-28.32%, MCU均价同比为-43.98%, 公司产品价格在2023年已经深度下跌, 2023Q4全球芯片价格普遍企稳, 标准型存储芯片价格大幅上涨, 利基型产品有望随着需求回暖逐步上升。2024Q1公司存货为19.78亿元, 环比为-0.65%, 同比为-10.86%。我们认为公司产品价格在2024年大概率保持相对稳定, 并且晶圆代工价格2023年下半年已经降价, 2024年或将企稳, 公司再次因为降价发生大幅减值的概率相对较小。2024年公司减值风险或大幅降低, 随着需求逐步回暖, 公司或有望迎来产品量价小幅上升。
- **公司存储芯片销量2023年保持增长, 2024年总销量或将继续增长; 存储价格或有望上涨; 此外公司利基型DRAM产品或将较大幅度量价齐升。** 2023年公司存储业务收入为40.77亿元, 占比总营收比例为70.78%, 同比为-15.51%。展望2024年, 公司存储业务大概率迎来量价齐升以及产品结构升级利好。其一, NOR产品不断丰富, 下游市场从消费向工业、汽车、物联网、电信等市场不断渗透。公司是全球排名第二的NOR Flash公司, 可提供多达16种容量选择(覆盖512Kb到2Gb)、四种不同电压范围以及多达20种不同的封装选项, 可满足客户不同应用领域对容量、电压以及封装形式的需求。公司推出的GD25UF系列1.2V低电压超低功耗SPI NOR Flash产品, 在针对智能可穿戴设备、健康监测、物联网设备或其它单电池供电的应用中, 能显著降低运行功耗, 有效延长设备的续航时间。此外, 公司SPI NOR Flash车规级产品2Mb~2Gb容量已全线铺齐, 为市场提供国产化车规级闪存产品。目前公司55nm工艺节点全系列产品均已量产, 并持续开展工艺制程迭代。其二, 公司SLC NAND产品不断实现中高端市场渗透。在NAND Flash产品方面, 公司目前38nm和24nm两种制程全面量产, 并正在以24nm为主要工艺制程, 容量覆盖1Gb~8Gb, 其中SPI NAND Flash在消费电子、工业、汽车电子等领域实现了全品类的产品覆盖。公司38nm SLC NAND Flash车规级产品容量覆盖1Gb~4Gb, 搭配车规级SPI NOR Flash, 为进入车用市场提供更多机会。其三, DDR3L产品量产, 未来利基DRAM或将进入高速增长

期。DDR3产品在2023年9月量产入市，公司已经具备DDR3和DDR4两条产品线多个产品型号，DDR3L产品能提供 1Gb/2Gb/4Gb 容量，DDR4 产品能提供 4Gb，可以同时满足客户对于不同类型、不同容量的产品需求。后续公司会继续研发 LPDDR4 产品，预计到2025年，公司DRAM产品能覆盖主要利基市场需求，并实现量产供应。整体上，公司存储产品种类不断丰富、技术迭代不断更进、下游市场不断丰富，公司存储产品竞争力不断增强。

- **公司MCU产品不断丰富，车规级产品陆续量产入市。**公司MCU主要为基于 ARM Cortex-M 系列、以及基于RISC-V内核的32位通用MCU产品。GD32™系列MCU采用了ARM® Cortex®-M3、Cortex®-M4、Cortex®-M23、Cortex®-M33、Cortex®-M7和RISC-V内核，广泛应用如工业应用（包括工业自动化、能源电力、医疗设备等）、消费电子和手持设备、汽车电子（包括汽车导航、T-BOX、汽车仪表、汽车娱乐系统等）、计算等。公司GD30系列产品，围绕 MCU 相关生态建设，涵盖了专用电源管理产品、高性能电源产品。公司MCU产品已成功量产46大产品系列、超过600款MCU产品供市场选择。2023年公司GD32A503系列车规级MCU产品市场拓展稳步推进，并进一步推出GD32A490系列高性能车规级MCU新品，以高主频、大容量、高集成和高可靠等优势特性紧贴汽车电子开发需求。整体上，MCU产品不断丰富，应用市场不断扩展，公司短期受益行业回暖，长期受益产品升级与国产渗透率提升。
- **投资建议：**公司产品覆盖高中低端市场，存储与MCU不断向工业、汽车等领域拓展，同时自研品牌DRAM产品或将高速增长，中长期受益产品结构升级与国产化率提升；短期看大概率受益2024年半导体产品需求回暖、价格上涨。2023年行业周期下行，公司经营情况短期承压，2023年公司业绩符合我们预期，2024Q1业绩开始好转，我们调整了2024-2026年盈利预测，预计公司2024、2025、2026年归母净利润分别为11.89、15.62、19.00亿元（2024、2025原预测值分别是11.25、15.55亿元），当前市值对应2024、2025、2026年PE为42、32、25倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 利基产品涨价不及预期；2) 研发不及预期；3) 新客户导入不及预期。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	8,510.22	8,129.99	5,760.82	7,556.93	9,287.57	11,439.80
同比增速(%)	89.25%	-4.47%	-29.14%	31.18%	22.90%	23.17%
归母净利润(百万元)	2,336.79	2,052.88	161.14	1,189.25	1,562.09	1,989.79
同比增速(%)	165.3%	-12.1%	-92.2%	638.02%	31.35%	27.38%
每股盈利(元)	3.54	3.10	0.24	1.78	2.34	2.98
ROE(%)	17.3%	13.5%	1.1%	7.3%	9.1%	10.8%
PE(倍)	49.68	33.05	384.96	41.55	31.63	24.83

资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所（截至2024年4月22日）

附录：三大报表预测值

利润表

单位: (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,761	7,557	9,288	11,440
%同比增速	-29%	31%	23%	23%
营业成本	3,778	4,937	5,580	6,650
毛利	1,983	2,620	3,708	4,790
%营业收入	34%	35%	40%	42%
税金及附加	25	27	46	57
%营业收入	0%	0%	1%	1%
销售费用	270	275	279	286
%营业收入	5%	4%	3%	3%
管理费用	370	361	511	572
%营业收入	6%	5%	6%	5%
研发费用	990	989	1,579	1,945
%营业收入	17%	13%	17%	17%
财务费用	-258	-248	-286	-297
%营业收入	-4%	-3%	-3%	-3%
资产减值损失	-613	-120	-120	-120
信用减值损失	-1	0	0	-1
其他收益	77	69	85	0
投资收益	83	81	101	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-12	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	120	1,246	1,645	2,106
%营业收入	2%	16%	18%	18%
营业外收支	5	40	44	45
利润总额	125	1,286	1,689	2,151
%营业收入	2%	17%	18%	19%
所得税费用	-36	96	127	161
净利润	161	1,189	1,562	1,990
%营业收入	3%	16%	17%	17%
归属于母公司的净利润	161	1,189	1,562	1,990
%同比增速	-92%	638%	31%	27%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.24	1.78	2.34	2.98

现金流量表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,187	1,642	1,730	2,264
投资	-76	-167	-277	-164
资本性支出	-348	-507	-505	-510
其他	129	215	111	10
投资活动现金流净额	-295	-460	-671	-664
债权融资	-42	31	30	50
股权融资	0	-16	0	0
支付股利及利息	-421	-6	-690	-842
其他	-110	-54	0	0
筹资活动现金流净额	-573	-45	-660	-792
现金净流量	344	1,142	398	808

资产负债表

单位: (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,266	8,408	8,806	9,614
交易性金融资产	1,806	1,909	2,122	2,222
应收账款及应收票据	127	203	249	306
存货	1,991	1,923	2,085	2,411
预付账款	24	28	31	37
其他流动资产	389	475	504	534
流动资产合计	11,603	12,945	13,796	15,123
长期股权投资	26	22	19	15
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,090	1,340	1,552	1,711
无形资产	244	174	104	34
商誉	410	410	410	410
递延所得税资产	270	272	272	272
其他非流动资产	2,813	2,689	2,735	2,792
资产总计	16,456	17,853	18,888	20,358
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	502	617	651	776
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	95	148	167	200
应交税费	14	23	28	34
其他流动负债	375	460	526	624
流动负债合计	986	1,248	1,372	1,634
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	125	106	106	106
其他非流动负债	145	173	203	253
负债合计	1,256	1,526	1,681	1,992
归属母公司所有者权益	15,200	16,327	17,207	18,366
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	15,200	16,327	17,207	18,366
负债及股东权益	16,456	17,853	18,888	20,358

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.24	1.78	2.34	2.98
BVPS	22.79	24.48	25.80	27.54
PE	384.96	41.55	31.63	24.83
PEG	—	0.07	1.01	0.91
PB	4.05	3.03	2.87	2.69
EV/EBITDA	89.04	29.26	22.38	17.25
ROE	1%	7%	9%	11%
ROIC	1%	6%	7%	9%

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2024 年 4 月 22 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089