

海外大厂退出产能缺口扩大，存货出清带动产品提价

——兆易创新（603986.SH）首次覆盖报告

报告要点

现阶段我们覆盖并给予“买入”评级，主要看到以下投资逻辑变化：

1) DDR3 产能缺口带动利基 DRAM 涨价，公司转向自有 DRAM 受益。三星和 SK 海力士停供 DDR3，美光减少 DDR3 产能，叠加其他厂商扩产有限，利基 DRAM 已经开始涨价，24Q1 涨幅 20%，我们预计涨价将持续到 2025 年，且有较大涨幅空间。公司自有 DRAM 替代代销，毛利率提升趋势明显，公司自 21 年 6 月推出自有 DRAM，持续减少代销规模，采购代工规模逐步扩大，产能持续增加有望填补产能缺口。

2) Nor Flash 存货回归健康，供需错配带动产品涨价。23H2 消费电子进入平稳复苏阶段，带动供给端存货逐步出清，带动跌价严重的 Nor Flash 价格上涨。此外，24H2 服务器出货量将进入增长期，叠加容量从 64MB 提升至 128MB，带动 Nor Flash 量价齐升，且随着 L3 汽车逐步落地，提振 ADAS 对 Nor Flash 需求，TWS 耳机、AI phone 和 AI PC 也将加速对 Nor 的需求。受主要厂商暂无扩产计划影响，叠加部分代工厂将 Nor 产能转移至利润更高的 CIS，供需失衡导致中国台湾厂商涨价意愿强烈，公司有望跟随涨价，盈利能力将有望修复。

3) 需求释放带动 SLC Nand 价格提升，公司扩产承接国内大客户订单。SLC Nand 受下游景气度和部分消费电子中对 Nor Flash 的替代需求影响，预计公司产品将进入放量期。此外，公司凭借较高的性价比切入国内大客户产业链，为满足其订单需求，公司进行较大幅度的扩产，逐步扩大在大客户的市场份额，成为公司业绩增长的重要支撑。

投资建议与盈利预测

在乐观/中性的情况下，给予公司 24 年 77x/62x 估值，分别对应目标价 126/101 元。

财务数据和估值

	2023A	2024E		2025E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业总收入	5761	7436	7423	9999	9163
增长率 (%)	-29.1%	29.1%	28.9%	34.5%	23.44
归母净利润	161	1,097	1,063	1,752	1,590
增长率 (%)	-92.2%	580.7%	559.8%	59.8%	49.5%
EPS (元/股)	0.24	1.64	1.59	2.63	2.38
市盈率 (P/E)	385	57	60	36	40
市净率 (P/B)	4.05	3.86	3.95	3.48	3.68

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：股价为 2024 年 6 月 28 日收盘价，市场预期采用 Wind 一致预期

风险提示

下行风险：下游景气度加速提升；海外大厂加速退出；市场份额持续提升

上行风险：产品价格回暖不达预期；下游需求复苏不及预期；其他系统性风险

买入|首次推荐

当前价/目标价：95.62 元/101 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：118.36 / 57.92

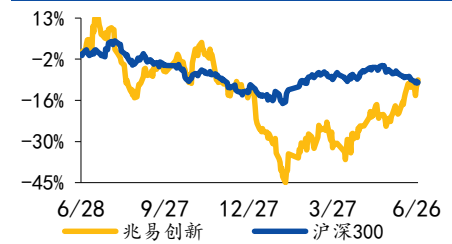
A 股流通股 (百万股)：665.24

A 股总股本 (百万股)：666.91

流通市值 (百万元)：63609.81

总市值 (百万元)：63769.58

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021)5109 7188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

目 录

总体观点.....	4
当前时点对公司股价和估值的判断.....	5
核心逻辑变化.....	7
公司情况介绍.....	10
业绩拆分及估值.....	12
风险提示.....	14

图表目录

图 1: 兆易创新股价与 Wind 半导体行业指数走势波动.....	5
图 2: 相关公司对比.....	5
图 3: 相关公司营收增速.....	6
图 4: 当年动态 P/E-Band 测算.....	6
图 5: NTM P/E-Band 测算.....	6
图 6: 未来 6 个月目标股价估值.....	6
图 7: 全球 Nor Flash 销售额 (百万美元).....	7
图 8: 全球 Nor Flash 出货量及 ASP 变动 (百万颗).....	7
图 9: 台湾主要 Nor Flash 厂商月度营收 (亿新台币).....	7
图 10: 三家主要 Nor Flash 供应商份额.....	7
图 11: 全球 Nor Flash 产能测算 (wafer k/月).....	8
图 12: 全球 Nor Flash 需求测算 (亿 RMB).....	8
图 13: 全球 DRAM 销售额 (百万美元).....	8
图 14: 全球 DRAM 出货量及 ASP 变动 (百万颗).....	8
图 15: 各厂商 DRAM 产品线对比.....	9
图 16: 全球 MCU 销售额 (百万美元).....	9
图 17: 全球 MCU 出货量及 ASP 变动 (百万颗).....	9
图 18: MCU 价格走势 (美元).....	10
图 19: MCU 主要厂商 DOI.....	10
图 20: 公司历年分业务收入及毛利率变动.....	10
图 21: 公司营收及变动 (百万元).....	11
图 22: 公司归母净利及变动 (百万元).....	11
图 23: 公司各产品营收比重.....	11
图 24: 公司各产品营收 (百万元).....	11
图 25: 公司毛利率及净利率变动.....	12
图 26: 公司分产品毛利率变动.....	12
图 27: 公司费用率变动.....	12
图 28: 公司存货水平及 DOI (百万元).....	12
表 1: 公司业绩拆分 (百万元).....	13

表 2: 可比公司估值..... 13

总体观点

1：我们认为公司未来 6 个月的中性目标价为 101 元，乐观目标股价为 126 元。

从当年动态 PEB 来看，公司股价估值符合市场平均，但从 NTM PEB 来看，公司股价估值略高于市场平均，但考虑到 Nor Flash 下游存货去化、利基型 DRAM 巨头退出 DDR3 市场及汽车景气有望回暖带动 MCU 业务，公司将有望在今明两年重回明显增长轨道，对公司盈利能力形成较大弹性和估值支撑。我们出于谨慎性原则，中性目标价按照当年动态 PEB (+1 SD) 区间给予 62x 估值，目标股价为 101 元，乐观目标价按照当年动态 PEB (+2 SD) 区间给予 77x 估值，目标股价为 126 元。

2：对于现阶段我们覆盖并给予“买入”评级，主要看到以下投资逻辑变化：

1) Nor Flash 存货趋于健康，供需错配带动产品涨价。需求方面，23H2，消费电子进入平稳复苏阶段，下游客户存货逐步出清，补库动力增强，预计带动供给端在 24Q2 接近去库尾声，强势拉动跌价严重的产品价格上涨。我们认为在 24H2 受 AI 服务器和普通服务器的出货量增长，且 Nor Flash 的容量从 64MB 转向 128MB；汽车领域 L3 的落地对 ADAS 的大容量 Nor Flash 需求；TWS 耳机、AI phone 和 AI PC 也将加速对 Nor 的需求。供给方面，主要 Nor Flash 厂商暂无扩产计划，叠加部分代工厂将 Nor 产能转向利润更高的 CIS，供需错配导致中国台湾厂商持续涨价意愿强烈，兆易创新有望跟随涨价，盈利能力将有望修复。

2) 海外大厂退出 DDR3 产能缺口带动涨价，公司利基 DRAM 转向自有有望受益。三星和 SK 海力士宣布于 24H2 停止供应 DDR3，美光大幅减少 DDR3 产能，利基 DRAM 产能缺口进一步拉大，24Q1 价格已上涨 20%。考虑到南亚科、华邦和兆易创新扩产有限的背景下，预计利基 DRAM 涨价将持续到 2025 年。公司自 2021 年推出自有品牌 DRAM 以来持续减少 DRAM 代销业务，在 23Q3 大幅减少，采购代工金额扩大为公司产能提供保障，转向自有毛利率将有进一步提升。在行业驱动和自身驱动下，DRAM 业务将成为公司业绩增长的重要支撑。

3) 需求释放带动 SLC Nand 价格提升，公司扩产切入国内大客户。SLC Nand 价格提升除下游景气度提升带动之外，还受部分消费电子中 SLC Nand 对 Nor Flash 的替代需求影响。消费电子中 256MB 和 512MB 的 Nor Flash 开始被价格更低的 1GB 或 2GB 的 SLC 替代，双重因素带动产品价格提升。公司扩产 SLC Nand 用于扩大在国内大客户的份额，相较其他竞争对手，公司具有不弱的性能表现和较高的性价比优势，在扩产的加持下，公司市场份额将稳步提升。

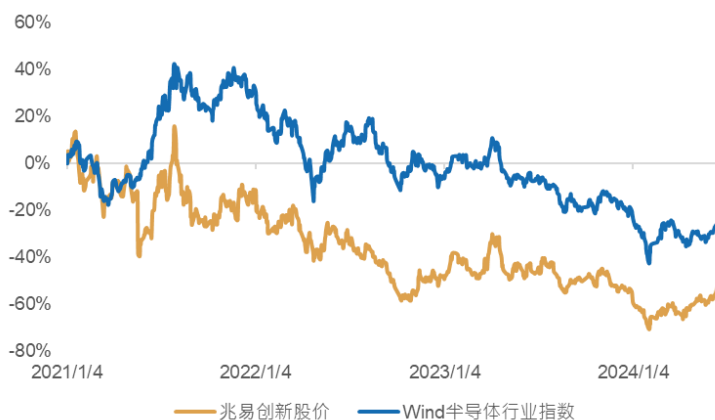
4) 静待汽车景气回暖，新品 MCU-M7 助力人工智能。公司将 MCU 重心放至汽车领域，但受上游产能释放后下游补库存周期进入尾声，短期汽车需求偏弱，但电动智能化趋势仍有较好的支撑作用，我们预计未来随着车厂和 Tier1 库存水位下降，补库需求将带动行业有望重新进入景气通道。2023 年公司推出中国首款基于 Arm Cortex-M7 内核的 MCU 产品，可适用于机器学习和人工智能等诸多高端创新场景。

当前时点对公司股价和估值的判断

在当前这个时间点，我们首次覆盖兆易创新并给予“买入”评级，是基于当前行业出现的拐点特征和公司在本次拐点中的业绩增长确定性和可以预见的未来市场空间。

从公司股价波动来看，自消费电子 2021 年进入下行周期开始，公司股价波动一直跑输行业指数，市场因下行周期中需求萎靡、存储行业存货高企及产品 ASP 下降等因素对行业信心不足。就目前阶段来看，供给端存货逐步出清、公司产品需求提升及产品 ASP 上涨趋势开始明显，对公司业绩形成较好的业绩支撑，将逐步打消市场疑虑，预计公司股价将迎来反弹阶段。

图 1：兆易创新股价与 Wind 半导体行业指数走势波动



资料来源：Wind, 国元证券研究所

公司作为全球第二大 Nor Flash 厂商，将充分受益产品价格上涨、供需错配等行业边际变化带来的利好，同时利基 DRAM 产能缺口扩大和较长的产品涨价周期将为公司自有品牌 DRAM 的营收提供保障，公司中长期将保持持续增长态势，是我们在当前周期底部阶段给予公司一定估值溢价的重要原因。

图 2：相关公司对比

2024/6/28		2024/6/28					销售增速		PE 倍数		P/B		ROE (%)	
单位: RMB	股票代码	国元评级	目标股价 (元)	当前股价 (元)	市值 (亿元)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	
	兆易创新	603986.SH	买入	101.00	95.62	637.70	29.1%	34.5%	56.9	35.6	3.86	3.48	6.8	9.8
	普冉股份	688766.SH	-	94.82	97.17	102.62	50.1%	24.7%	53.6	35.5	4.80	4.24	9.0	12.0
	东芯股份	688110.SH	-	-	19.07	84.34	53.0%	47.0%	107.9	46.6	2.35	2.24	2.2	4.9
	恒烁股份	688416.SH	-	51.59	37.97	31.38	52.6%	35.5%	294.8	44.6	2.03	1.93	0.7	4.4
	北京君正	300223.SZ	-	75.14	55.44	266.98	18.7%	20.3%	37.6	28.4	2.14	2.00	5.7	7.0
	聚辰股份	688123.SH	-	79.08	60.83	96.54	53.6%	30.2%	28.7	19.7	4.26	3.57	15.0	18.5
	华邦	2344.TW	-	6.61	5.72	239.99	22.1%	26.8%	38.4	13.2	1.17	1.15	0.9	4.3
	旺宏	2337.TW	-	6.21	5.80	108.00	-0.1%	24.7%	-	49.3	1.09	1.08	-1.7	1.3
	南亚科	2408.TW	-	18.71	15.52	482.40	61.5%	42.8%	86.3	14.0	1.27	1.16	0.3	7.6
	中位数					99.58	51.3%	32.3%	55.3	35.6	3.10	2.86	6.2	8.4

资料来源：Wind, 国元证券研究所

注：普冉股份、东芯股份、恒烁股份、北京君正、聚辰股份、华邦、旺宏、南亚科数据均来自 Wind 一致预期

图 3：相关公司营收增速

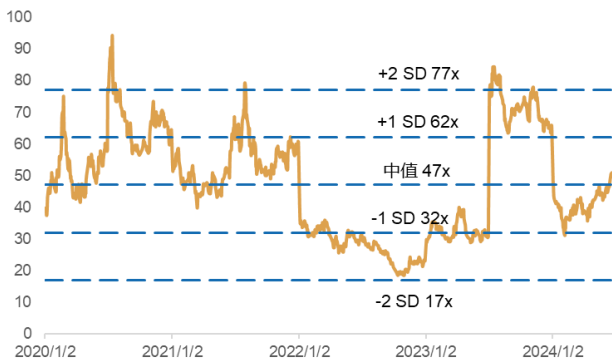
营收增速	2021	2022	2023	2024E	2025E	21-23CAGR%	24-25CAGR%
兆易创新	89.2%	-4.5%	-29.1%	29.1%	34.5%	8.6%	31.7%
普冉股份	53.8%	-16.1%	21.9%	50.1%	24.7%	16.3%	36.8%
东芯股份	44.6%	1.0%	-53.7%	53.0%	47.0%	-12.2%	50.0%
恒烁股份	128.8%	-24.8%	-29.4%	52.6%	35.5%	6.7%	43.8%
北京君正	143.1%	2.6%	-16.3%	18.7%	20.3%	27.8%	19.5%
聚辰股份	10.2%	80.2%	-28.2%	53.6%	30.2%	12.5%	41.4%
华邦	64.1%	-5.1%	-20.7%	22.1%	26.8%	7.3%	24.4%
旺宏	27.1%	-14.0%	-36.5%	-0.1%	24.7%	-11.5%	11.6%
南亚科	40.3%	-33.5%	-47.5%	61.5%	42.8%	-21.2%	51.8%

资料来源：Wind, 国元证券研究所

注：普冉股份、东芯股份、恒烁股份、北京君正、聚辰股份、华邦、旺宏、南亚科数据均来自 Wind 一致预期

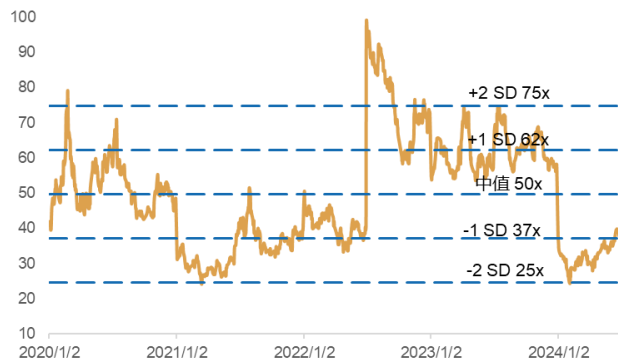
从估值角度，考虑到供给端存货出清带动产品涨价、下游需求释放公司营收增长确定性明显、海外龙头退出公司承接市场份额、产品扩产切入大客户产业链及产品模式转换公司毛利率修复趋势，我们出于谨慎性原则，中性目标价按照当年动态 PEB (+1 SD) 区间给予 62x 估值，目标股价为 101 元，乐观预计按当年动态 PEB (+2 SD) 给予 77x 估值，目标股价为 126 元。

图 4：当年动态 P/E-Band 测算



资料来源：Wind, 国元证券研究所预测

图 5：NTM P/E-Band 测算



资料来源：Wind, 国元证券研究所预测

图 6：未来 6 个月目标股价估值



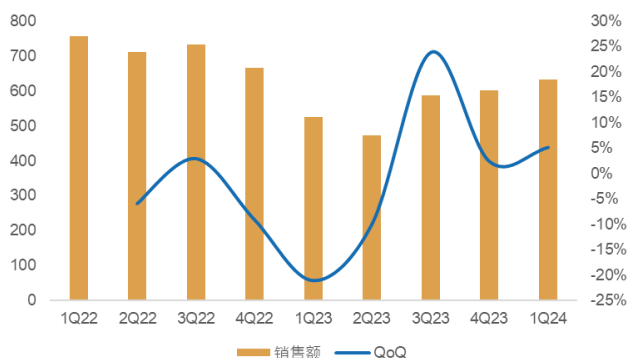
资料来源：Wind, 国元证券研究所

核心逻辑变化

● 下游客户存货出清，Nor 价格反弹进入上行周期

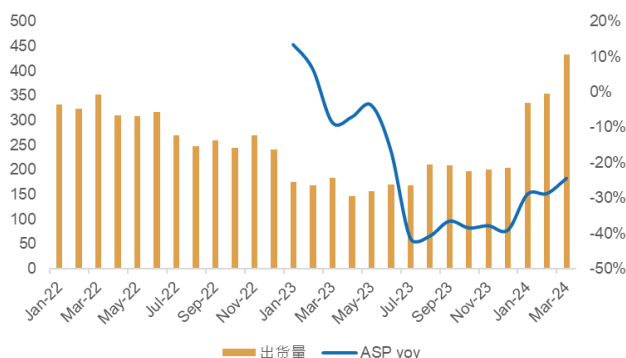
台资 Nor Flash 厂商收入端回暖，行业重回上升周期。24Q1 以来，随着 Nor Flash 库存去化逐步完成，叠加需求全面复苏，ASP 修复推动 Nor Flash 销售额重回增长轨道。我们统计了全球 Nor Flash TOP3 中的华邦和旺宏月度销售额数据，在下游库存去化后的补库动力下，23 年初两家公司营收迎来拐点，随后营收降幅收窄，目前进入同比正增长期。

图 7：全球 Nor Flash 销售额（百万美元）



资料来源：WSTS，国元证券研究所

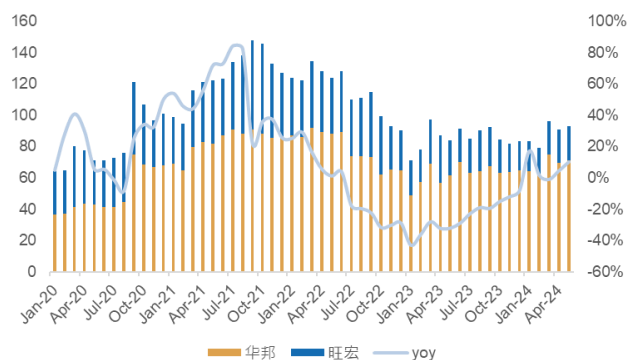
图 8：全球 Nor Flash 出货量及 ASP 变动（百万颗）



资料来源：WSTS，国元证券研究所

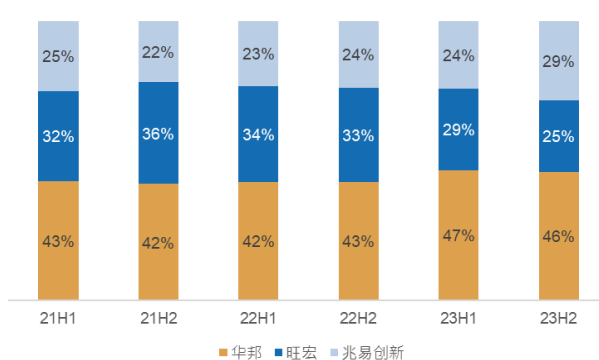
从全球 Nor Flash 的竞争格局中，我们测算华邦、旺宏和兆易创新占据全球约 60% 的 Nor Flash 的市场份额，23H2 兆易创新份额超过旺宏，从全球第三提升至全球第二。

图 9：台湾主要 Nor Flash 厂商月度营收（亿新台币）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：三家主要 Nor Flash 供应商份额



资料来源：Wind，各公司公告，国元证券研究所

注：华邦和兆易创新数据包含 SLC NAND 收入，汇率采用 Wind 期末汇率

从行业供需角度来看，全球 Nor Flash 供应端呈下行趋势，需求端在消费复苏和新应用场景不断落地的带动下走高，因此存在供需错配的可能。

在供应端，我们对全球主要 Nor Flash 厂商的产能情况进行了梳理：一方面，主流中资和台资厂商短期内没有产线扩充的规划；另一方面，随 CIS 热度再起，部分代工厂或将产线转向更高利润率的 CIS，导致 Nor Flash 产能被挤占。我们测算当前 Nor Flash 全球产能约为 97.5kpm wafer，对应支持约 190 亿元的市场空间。

从需求端来看，1) AI 服务器对存储的需求从 64MB 逐步升级到 128MB，AI 服务器渗透率提升将带动工业领域 Nor Flash 的需求显著增长；2) 随下半年车规级 L3 落地，预计大容量 L3 级存储的需求有望带动车规级 Nor Flash 在 24 年整体新增 1 亿美金的市场空间；3) TWS 耳机功能的升级对 Nor Flash 的需求逐步向 128MB、256MB 升级，AI phone 和 AI PC 的渗透率提升也将进一步带动 Nor Flash 在消费领域的需求增长。在需求端，我们测算 2025 年 Nor Flash 需求市场将近 215 亿元，存在一定的供需错配。随新应用场景的落地不断，Nor Flash 需求渐起有望引领进一步涨价。

图 11: 全球 Nor Flash 产能测算 (wafer k/月)

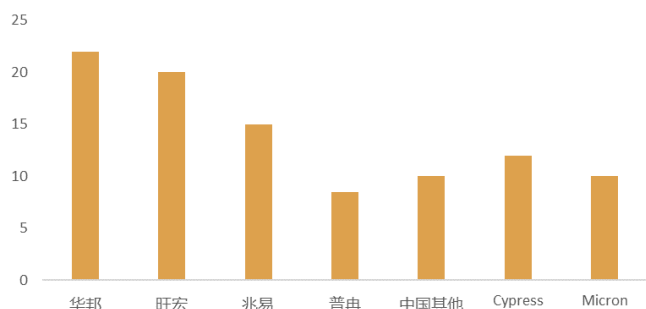
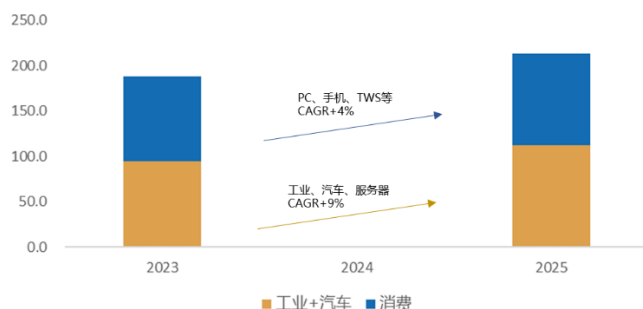


图 12: 全球 Nor Flash 需求测算 (亿 RMB)



资料来源: 各公司公告, 国元证券研究所测算

资料来源: 各公司公告, 国元证券研究所测算

● 海外大厂退出利基 DDR3, 公司自研 DRAM 承接需求

DRAM 行业在三星、SK 海力士和美光减产保价的策略下, 供需逐步走向平衡, 量价已重回增长通道, 复苏趋势已现。同时, 由于三星、SK 海力士、美光将产能重心逐步转向 DDR4、DDR5、HBM 等更高附加值领域, DDR3 市场的供给缺口带动产品涨价, 在南亚科、华邦和兆易创新等厂商扩产有限的背景下, 我们预计利基产品 DDR3 有望持续涨价至 2025 年。我们测算大厂在利基市场的退出将为兆易等其他厂商留出约 12 亿美元的市场空间。

图 13: 全球 DRAM 销售额 (百万美元)

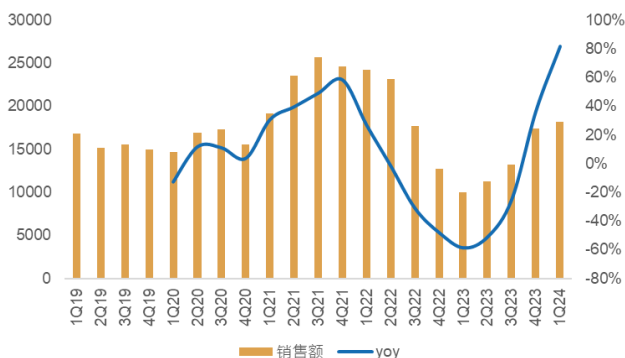
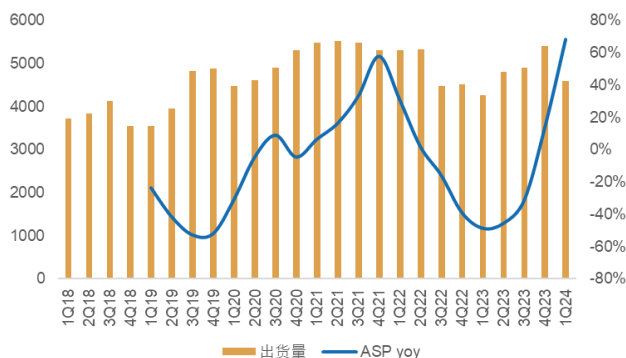


图 14: 全球 DRAM 出货量及 ASP 变动 (百万颗)



资料来源: WSTS, 国元证券研究所

资料来源: WSTS, 国元证券研究所

兆易持续推进 DRAM 自研产品, 目前在 DRAM 最先进制程上已领先于华邦。公司目前已切入消费和工控领域的 DRAM 存储器市场, 从产品线对比来看, 华邦 DRAM

产品线处于 25-20nm 制程阶段，兆易在 1xnm 技术制程已具备领先优势，有望在 DDR3 产品上以更低的成本抢占更多的市场份额。23 年公司 DDR3 4Gb、2Gb 产品已实现大规模量产，并有望在 2024 年实现收入落地。

图 15: 各厂商 DRAM 产品线对比

同行公司	容量	制程	产品类型	工作电压
美光	512Mb-32Gb	10nm、20nm、30nm	DDR5/LPDDR5	0.6V-1.8V低电压
华邦	64Mb-256Mb	20nm、25nm	DRAM、PSRAM	1.8V
兆易创新	2Gb-4Gb	17nm、19nm	DRAM	1.5V-3.5V宽电压
东芯股份	128Mb-4Gb	25nm、38nm	DRAM	0.6V-1.8V低电压

资料来源：博雅科技，国元证券研究所

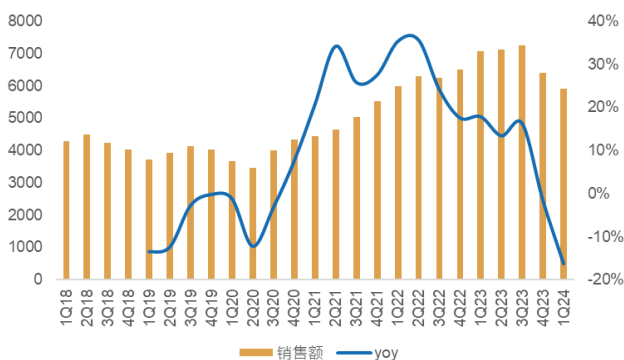
兆易与合肥长鑫紧密绑定，支撑充足产能。2024Q1 兆易宣布拟以自有资金 15 亿元对长鑫科技进行新一轮投资，增持后将持有长鑫科技 1.88%的股权。长鑫进行一轮融资后的产线扩产也将反哺兆易的业务成长，我们预计在 DRAM 领域长鑫可支撑起兆易约 50 亿的业务规模。

● MCU 静待汽车回暖

公司作为我国 MCU 龙头供应商，定位于“MCU 百货商店”，持续丰富产品线，目前已推出 600 余款产品。同时公司持续发力 MCU 车规级市场，并已与头部 tier1 平台合作开发产品。2023 年底，公司进一步推出 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。

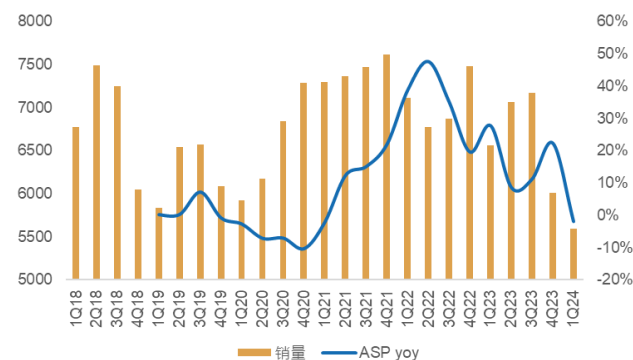
公司 MCU 板块静待汽车和工业的复苏拐点。当前 MCU 市场需求整体保持低位，行业竞争激烈，出货量仍处于底部区间。结合 ADI 等大厂对于周期复苏的判断，我们认为 24Q4-25Q2，随车厂和 Tier1 库存水位下降，补库需求有望带动行业重新进入景气通道。

图 16: 全球 MCU 销售额 (百万美元)



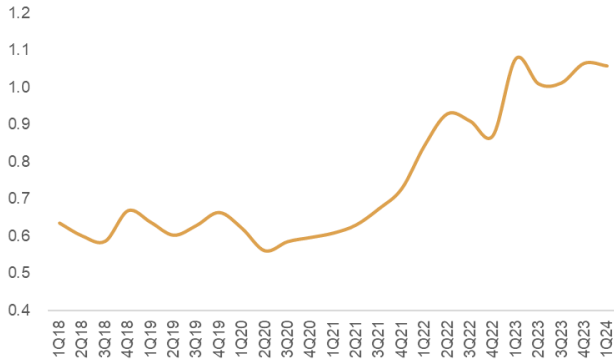
资料来源：WSTS，国元证券研究所

图 17: 全球 MCU 出货量及 ASP 变动 (百万颗)



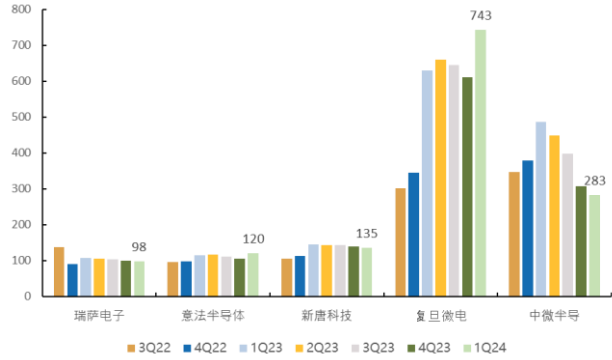
资料来源：WSTS，国元证券研究所

图 18: MCU 价格走势 (美元)



资料来源: WSTS, 国元证券研究所

图 19: MCU 主要厂商 DOI

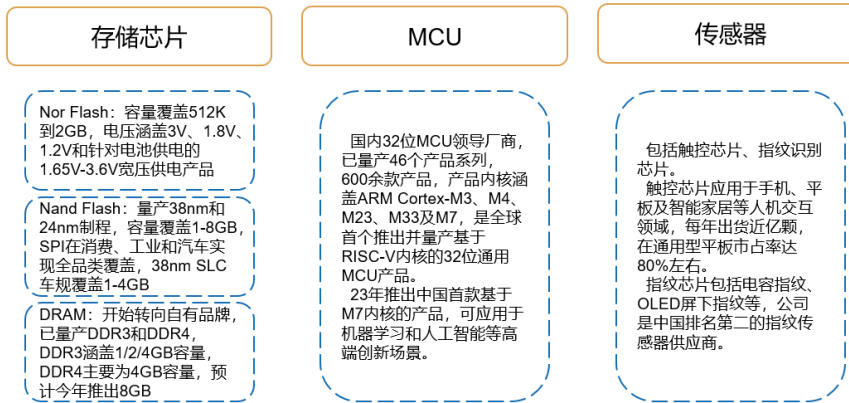


资料来源: Wind, 国元证券研究所

公司情况介绍

兆易创新是国内领先的半导体设备厂商,公司多产品赛道布局,主要产品包括存储器、MCU 和传感器。存储器为公司的主要业务,主要包括 NOR Flash、SLC Nand 和 DRAM。公司是全球排名第二的 Nor Flash 厂商、中国排名第一的 32 位 Arm 通用性 MCU 供应商和中国第二的指纹传感器供应商。

图 20: 公司历年分业务收入及毛利率变动



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

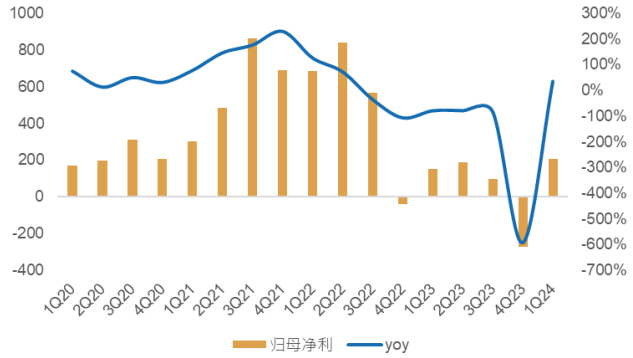
公司 23 年业绩短期承压, 24Q1 边际修复明显。自 22H2 以来, 全球半导体进入下行周期, 消费电子需求疲软, 存储行业库存高企, 导致公司 2023 年业绩出现较大幅度下滑。23H2 消费电子景气度开始上升, 库存去化加速, 24Q1 业绩出现边际回暖, 归母净利润实现扭亏为盈。

图 21：公司营收及变动（百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

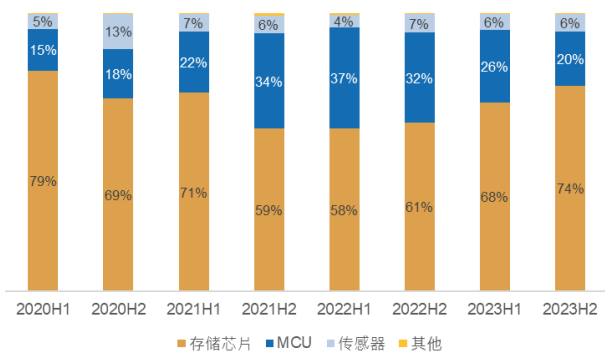
图 22：公司归母净利润及变动（百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

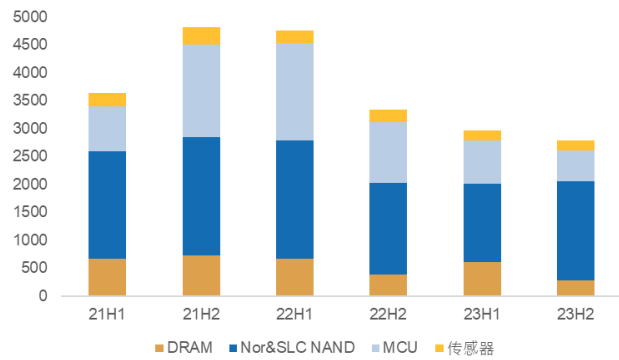
Nor Flash 基本面牢固，自有品牌 DRAM 助力成长。公司作为全球第二的 Nor Flash 厂商，其很好的支撑起公司的营收规模。公司 DRAM 业务主要为代销，并于 2021 年 6 月推出自有品牌 DRAM 产品，逐步减少 DRAM 代销规模，随着公司的 DRAM 采购代工规模的增长，公司的盈利能力有望改善。

图 23：公司各产品营收比重



资料来源：Wind，国元证券研究所

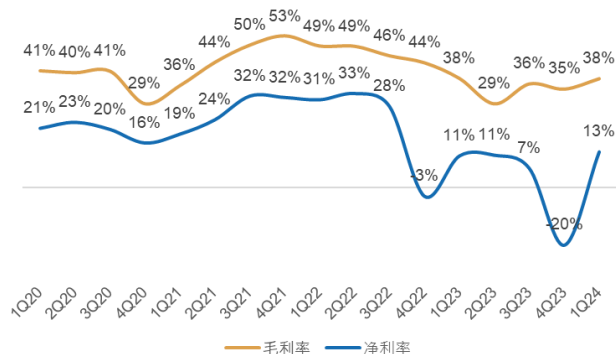
图 24：公司各产品营收（百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所预测

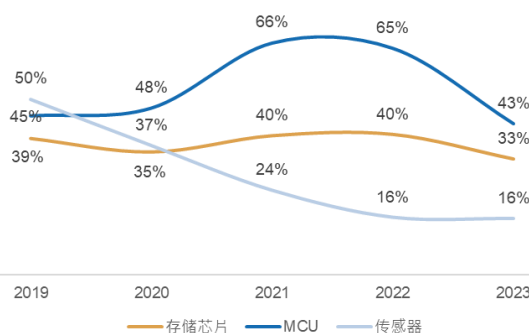
DRAM 代销切换至自有，需求复苏盈利能力修复。公司毛利率自 2022 年开始下滑，其中存储芯片受存货高企影响毛利率承压较大，23Q3 公司毛利率较低的 DRAM 业务大幅缩减，叠加计提存货减值产品销售，公司毛利率出现较大幅度回暖。预计未来自有品牌 DRAM 规模扩大、产品涨价且下游需求持续复苏，公司盈利能力将不断修复。

图 25：公司毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

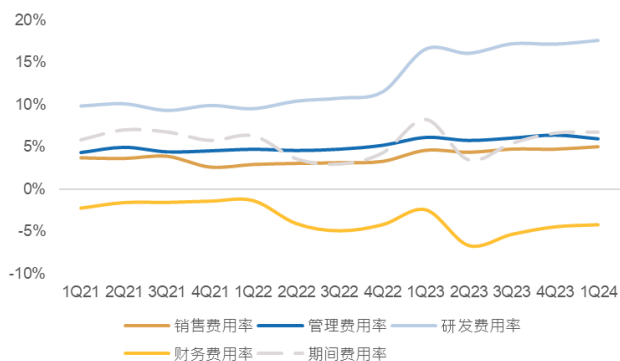
图 26：公司分产品毛利率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

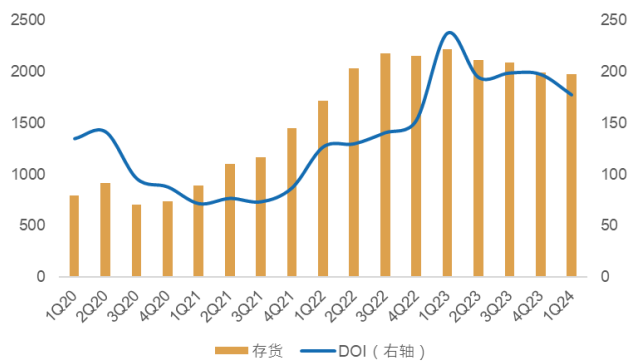
公司高研发投入保持产品竞争力，注重库存管理减少存货压力。相较于国内其他存储芯片公司，兆易创新的研发费用处于行业头部水平。存货方面，自 22H2 进入下行周期以来，公司存货水位并未出现断层式增长，注重库存管理减少存货压力。23H2 消费电子回暖带动公司存货水位下降，产品价格压力减小，公司盈利能力有望持续修复。

图 27：公司费用率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 28：公司存货水平及 DOI (百万元)



资料来源：Wind，国元证券研究所

业绩拆分及估值

存储芯片：公司为全球第二的 Nor Flash 厂商，将充分受益去库带动的产品价格上涨，Nand 业务将受益下游需求景气度提升和 SLC Nand 在部分消费电子对 Nor Flash 的替代需求，利基 DRAM 则在自有品牌规模扩大下，有望承接海外大厂退出 DDR3 的市场份额。我们认为 2024-2026 年公司存储业务营收实现 58.55/84.41/106.37 亿元，同比增加 47.4%/44.2%/26.0%，毛利率为 40%/39.3%/38.1%。

MCU：公司逐步将 MCU 重心放至汽车领域，短期汽车需求偏弱，未来随着车厂和 Tier1 库存水位下降，补库需求将带动行业有望重新进入景气通道。公司于 2023 年推出中国首款基于 Arm Cortex-M7 内核的 MCU 产品，有望从 AI 浪潮中受益。我们预计 2024-2026 年公司 MCU 业务营收实现 11.65/11.24/12.80 亿元，同比分别增加

-11.5%/-3.5%/13.8%，毛利率分别为 40.5%/40.0%/40.0%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 74.36/99.99/123.50 亿元，同比分别为 29.1%/34.5%/23.5%，毛利率为 38.8%/38.4%/37.5%。

表 1：公司业绩拆分（百万元）

		2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收	5760.8	7435.5	9999.0	12349.9
	yoy		29.1%	34.5%	23.5%
	毛利率	34.4%	38.8%	38.4%	37.5%
	毛利	1984.5	2883.2	3836.4	4633.8
存储芯片	营收	3972.2	5854.6	8441.3	10636.7
	YoY		47.4%	44.2%	26.0%
	毛利率	34.2%	40.0%	39.3%	38.1%
	毛利	1359.5	2344.2	3316.1	4051.3
MCU	营收	1316.8	1164.8	1123.9	1279.5
	YoY		-11.5%	-3.5%	13.8%
	毛利率	43.1%	40.5%	40.0%	40.0%
	毛利	568.3	471.9	449.5	511.8
传感器	营收	352.5	335.2	353.8	353.8
	yoy		-4.9%	5.5%	0.0%
	毛利率	16.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利	56.6	67.0	70.8	70.8

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

兆易创新是国内领先的存储和 MCU 厂商，我们选取普冉股份、东芯股份、恒烁科技、北京君正、聚辰股份具有相似业务的 A 股上市公司作为可比公司，2024-2026 年平均 PE 为 105/35/24，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 10.97/17.52/22.93 亿元，对应 EPS 为 1.64/2.63/3.44 元/股，对应 PE 为 58/37/28 倍。考虑到公司行业地位、产品涨价趋势、需求复苏明、行业产能缺口扩大等因素，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688766.SH	普冉股份	97.17	1.81	2.73	3.54	54	36	27
688110.SH	东芯股份	19.07	0.18	0.41	0.63	108	47	30
688416.SH	恒烁股份	37.97	0.13	0.85	1.46	295	45	26
300223.SZ	北京君正	55.44	1.48	1.95	2.37	38	28	23
688123.SH	聚辰股份	60.83	2.12	3.09	4.14	29	20	15
	平均值		1.14	1.81	2.43	105	35	24
603986.SH	兆易创新	95.62	1.64	2.63	3.44	58	37	28

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

注：可比公司数据均采用 Wind 一致预期，股价为 2024 年 6 月 28 日收盘价。

风险提示

上行风险：

下游景气度加速提升：目前全球宏观经济持续改善，将带动各行业发展，宏观环境进一步改善将对公司业绩产生利好。

海外大厂加速退出：三星和 SK 海力士预计 24H2 停产 DDR3，美光大幅减少 DDR3 产能，若海外大厂加速退出，公司产品需求则会增加，公司业绩加速成长。

市场份额持续提升：公司 DRAM 承接更多海外大厂市场份额，挤占更多华邦、旺宏等 Nor Flash 厂商份额。

下行风险：

产品价格回暖不达预期：目前公司产品价格处于回暖阶段，若不达预期，则对公司业绩产生影响。

下游需求复苏不及预期：目前消费电子需求缓慢复苏，汽车和工业仍处于去库存周期，若下游需求不及预期，对公司销量和 ASP 产生不利影响。

其他系统性风险：中美贸易摩擦、边缘政治摩擦等

财务预测表

资产负债表				
	单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,266	8,407.08	9,878.77	11,952.90
交易性金融资产	1,806	1,806	1,806	1,806
应收账款及应收票据	127	165	222	274
存货	1,991	2,339	3,167	3,965
预付账款	24	30	40	50
其他流动资产	389	450	455	461
流动资产合计	11,603	13,196	15,569	18,509
长期股权投资	26	26	26	26
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,090	1,072	1,008	899
无形资产	244	244	244	244
商誉	410	310	210	110
递延所得税资产	270	272	272	272
其他非流动资产	2,813	2,641	2,641	2,640
资产总计	16,456	17,761	19,970	22,700
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	502	569	770	965
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	95	228	308	386
应交税费	14	19	26	32
其他流动负债	375	523	690	850
流动负债合计	986	1,339	1,795	2,232
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	143	143	143
负债合计	1,256	1,587	2,043	2,481
归属于母公司的所有者权益	15,200	16,175	17,927	20,220
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	15,200	16,175	17,927	20,220
负债及股东权益	16,456	17,761	19,970	22,700

现金流量表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,187	1,239	1,522	2,091
投资	-76	0	0	0
资本性支出	-348	-204	-194	-194
其他	129	230	143	177
投资活动现金流净额	-295	26	-51	-17
债权融资	-42	1	0	0
股权融资	0	-76	0	0
支付股利及利息	-421	0	0	0
其他	-110	-54	0	0
筹资活动现金流净额	-573	-129	0	0
现金净流量	344	1,141	1,472	2,074

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,761	7,436	9,999	12,350
%同比增速	-29%	29%	34%	24%
营业成本	3,778	4,551	6,163	7,716
毛利	1,983	2,885	3,836	4,634
%营业收入	34%	39%	38%	38%
税金及附加	25	33	44	54
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	270	335	400	432
%营业收入	5%	5%	4%	4%
管理费用	370	446	600	741
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	990	1,078	1,150	1,235
%营业收入	17%	15%	12%	10%
财务费用	-258	0	0	0
%营业收入	-4%	0%	0%	0%
资产减值损失	-613	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	77	99	134	165
投资收益	83	107	143	177
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	1,199	1,920	2,514
%营业收入	2%	16%	19%	20%
营业外收支	5	6	6	6
利润总额	125	1,205	1,926	2,520
%营业收入	2%	16%	19%	20%
所得税费用	-36	108	173	227
净利润	161	1,097	1,752	2,293
%营业收入	3%	15%	18%	19%
归属于母公司的净利润	161	1,097	1,752	2,293
%同比增速	-92%	581%	60%	31%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.24	1.64	2.63	3.44

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.24	1.64	2.63	3.44
BVPS	22.79	24.25	26.88	30.32
PE	384.96	58.14	36.39	27.81
PEG	—	0.10	0.61	0.90
PB	4.05	3.94	3.56	3.15
EV/EBITDA	89.04	36.39	23.58	17.73
ROE	1%	6.8%	9.8%	11%
ROIC	1%	7%	10%	11%

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 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 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
 邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
 邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
 邮编：100027