

Q3“旺季不旺”的预期无碍公司后继成长

买入|维持

——公司24年中报业绩点评

● 报告要点:

8月20日,公司发布2024年中报。2024H1,公司营收实现36.09亿元, YoY+21.69%;归母净利实现5.17亿元, YoY+53.88%;毛利率和净利率分别为38.16%和14.33%。单季度2Q24来看,公司营收实现19.82亿元, YoY+21.99%;归母净利实现3.12亿元, YoY+67.95%;毛利率和净利率分别为38.15%和15.75%。

Nor Flash业务,消费电子、网通和安防等需求复苏下, Q2需求增长较好,公司作为全球第二大SPI Nor Flash厂商,产品出货和营收增长较快,上半年营收同比40%以上。Q2受供给趋紧, Nor价格稳中有升,公司毛利率较去年同期小幅上升。展望Q3,消费领域未表现出传统的旺季特征,但AI PC、TWS和AI服务器等产品规格提升带动市场需求呈现温和复苏,公司的中大容量和工规、车规产品的出货占比有望持续提升。

DRAM方面,公司基本实现从代销向自研品牌DRAM业务转变,2024年采购代工金额实现翻倍增长,上半年已完成的采购金额占合同金额的53%。24H1公司DRAM业务市场拓展效果明显,DDR3L和DDR4出货量持续增加,在消费电子、工业、网络通信等领域取得较好的营收。供给端方面,海外原厂逐步增加HBM、DDR5等高端产品投入,相应减少DDR4、DDR3等产品供应,导致利基型DRAM供给收紧,带动24H1利基型产品价格上扬。

MCU业务,公司MCU业务2024H1实现8.05亿元,相较去年同期实现逆势成长,主要得益于光伏、工控、光模块等需求拉动,工业领域的收入有所提升。虽然短期汽车需求偏弱,但电动智能化趋势仍在推进,公司已与多家头部Tier 1公司建立深入合作关系,未来随着车厂和Tier 1逐步去除库存,补库将带动车载MCU规模持续扩大,驱动公司业绩不断成长。

我们预测公司2024-2025年归母净利实现为11.27/15.30亿元,给予公司37x估值,对应目标价85元/股,维持“买入”评级。

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
营业收入(百万元)	5761	7900	7513	9644	9398
增长率(%)	-29.1%	37.1%	30.4%	22.1%	25.1%
归母净利(百万元)	161	1127	1115	1530	1662
增长率(%)	-92.2%	599.7%	592.0%	35.7%	49.1%
EPS(元/股)	0.24	1.69	1.67	2.29	2.50
市盈率(P/E)	385	44	44	32	30
市净率(P/B)	4.05	3.03	3.03	2.77	2.80

资料来源:Wind,国元证券研究所

注:市场预期为Wind一致预期,股价为2024年8月22日收盘价

● 风险提示

上行风险: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

下行风险:产品价格回暖不及预期;下游需求复苏不及预期;其他系统性风险

当前价/目标价:73.65元/85元

目标期限:6个月

基本数据

52周最高/最低价(元):109.35/57.92

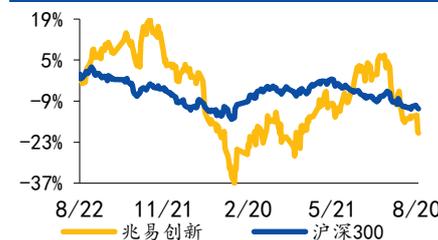
A股流通股(百万股):664.74

A股总股本(百万股):665.87

流通市值(百万元):48957.76

总市值(百万元):49041.49

过去一年股价走势



资料来源:Wind

相关研究报告

《国元证券电子行业2024年中期策略报告:科技硬件迎来估值重塑,端侧AI带动消费新周期》2024.07.12

《国元证券公司研究-兆易创新(603986.SH)公司点评报告:周期拐点带动24H1业绩修复》2024.07.10

报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021) 51097188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

1.主要观点

公司 2024 年上半年营收实现 36.09 亿元，YoY+21.69%，归母净利达到 5.17 亿元，YoY+53.88%，扣非归母净利为 4.73 亿元，YoY+71.87%，毛利率达到 38.16%，YoY+4.73 pct，净利率达到 14.33%，YoY+3.0 pct。

具体来看 24Q2，单季度营收实现 19.82 亿元，YoY+21.99%，QoQ+21.78%；归母净利达到 3.12 亿元，YoY+67.95%，QoQ+52.46%；扣非归母净利实现 2.90 亿元，YoY+99.25%，QoQ+57.66%；毛利率实现 38.15%，YoY+8.70 pct，QoQ-0.01 pct；净利率达到 15.75%，YoY+4.31 pct，QoQ+3.17 pct。

Nor flash 业务：随着消费电子、网通和安防等需求复苏下，二季度整体市场需求较去年同期仍保持较好增长态势。作为全球第二大 SPI Nor Flash 厂商，公司在 Nor Flash 出货量和营收上取得较大成长，预计上半年营收增长达到 40% 以上。随着市场供需趋于紧张，二季度整体 NOR 的价格保持稳中有升态势，测算公司产品毛利率较去年同期呈现小幅上升趋势。

目前公司产品线可提供多达 13 种容量选择（覆盖 512Kb-2Gb），可满足客户在不同应用领域中的不同需求，在 55nm 工艺节点全系列产品均实现量产，并持续开展工艺制程迭代。公司持续巩固在中高端消费领域的市场地位，并积极开拓其他领域。公司 SPI Nor Flash 车规级产品 2Mb-2Gb 容量已全线铺齐。

尽管从市场观察看，3 季度需求尤其是消费方面并未表现出传统的旺季特征，但 AI PC、TWS 和 AI 服务器等产品规格提升将带动整体市场需求仍会呈现持续温复苏态势。公司在中大容量和工规、车规产品上的产品优势明显，在整体出货占比上有望继续上升，带动公司营收增长。

Nand Flash 业务：随着网通、安防等需求复苏以及部分 Nand 在部分高容量应用上对 NOR 在性价比上形成的替代效应，公司在 Nand 业务上取得较大成长。

从产品研发上，公司在 Nand Flash 业务上实现 38nm 和 24nm 两种制程的全面量产，并逐步以 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。

Dram 业务：公司已基本实现从代销往自有品牌 Dram 业务的转变，与特定供应商的采购代工金额从 2023 年的 3.62 亿元预计提升至 2024 年的 8.52 亿元，采购金额翻倍增长。在上半年已经完成采购 4.54 亿元，占到合同金额的 53%。

24H1，公司 DRAM 业务市场拓展效果明显，总成交和客户数量进一步增加，公司 DDR3L、DDR4 产品出货量持续增加，在消费电子、工业、网络通信等领域取得较好的营收，并持续推进规划中的其他自研产品。从供给端来看，海外原厂逐渐增加对 HBM、DDR5 等高端产品投入，相应 DDR4、DDR3 等品类供应减少，利基型 DRAM 整体呈现供给收缩局面，带动 24H1 利基型产品价格上扬。

MCU 业务：公司 MCU 产品已成功量产 51 大产品系列、超过 600 款 MCU 产品，成为中国排名第一的 32 位 Arm 通用性 MCU 供应商，工艺制程覆盖 110nm、55nm、40nm、22nm，在行业处于领先地位。

2024H1，在 MCU 行业去库存阶段，今年上半年实现营收 8.05 亿，较去年同期 7.71 亿实现逆势成长。这得益于光伏、工控、光模块等需求拉动，工业领域的收入贡献有所提升，消费和工业成为公司前两大营收贡献领域。汽车领域方面，虽然汽车销量增速有所放缓，但电动智能化趋势仍在推进，公司车规级 MCU 产品与多家国内、国际头部 Tier 1 公司建立和保持深入合作关系。未来随着车厂和 Tier 1 库存水位下降，补库需求将带动车载 MCU 行业进入快速发展期。

2. 公司估值及业绩图表

我们预测公司 24-25 年归母净利润为 11.27 亿元和 15.30 亿元。未来六个月目标股价为 85 元，维持“买入”评级。

图 1：公司未来 6 个月股价上下行风险



目标股价 85 元/股

基于 1) 公司 2024 年营收增长 30% 以上，整体业务重回上行通道。2) Nor Flash 整体竞争格局稳定，价格平稳。Nor 业务营收较去年实现 35% 以上，毛利率保持 40% 以上水平。3) 自有品牌 DRAM 销售顺利，全年营收有望突破 10 亿水平。4) H2 随着工业等去库存完毕，MCU 业务同比增长超过 30%。5) 公司整体毛利率稳定在 38% 以上。给予 37x 2025e EPS 为合理估值。

上行风险场景 110 元/股

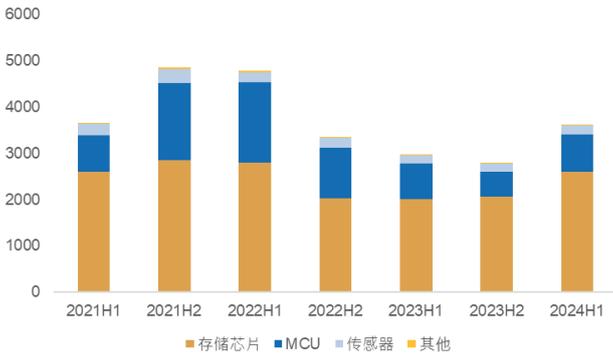
基于 1) 供需趋于紧张推动下，带动中大容量 Nor Flash 价格在 24H2 呈现 5-10% 的上涨，业务毛利率达到 45% 以上水平。2) 韩系厂商加速退出，自有品牌 Dram 需求超预期，整体毛利率达到 25% 以上；3) MCU 在消费和工业领域继续维持较强增长态势，H2 营收较去年同期同比增长 50% 以上，毛利率稳定在 40% 左右。给予 48x 2025e EPS 为合理估值。

下行风险场景 60 元/股

基于 1) H2 下游需求复苏进度低于预期。中大容量 Nor Flash 价格出现下滑。海外客户对采用国产芯片需求下降 2) DRAM 产品进展和客户导入未达预期，公司从特定客户采购金额未实现目标。3) 海外 MCU 供应商加大对国内工业 MCU 市场的价格竞争。H2 汽车行业去库存速度低于预期。给予 26x 2025e EPS 为合理估值。

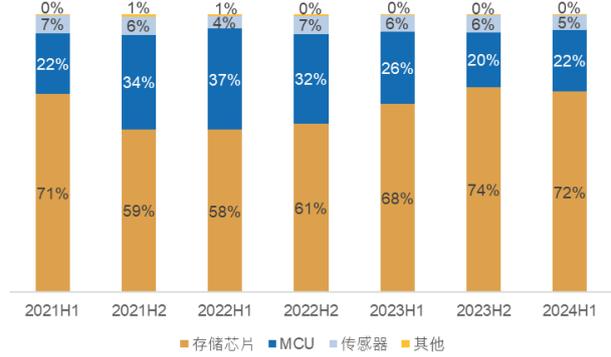
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司各业务营收（百万元）



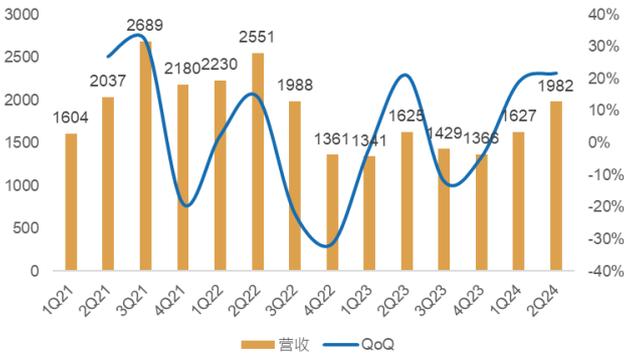
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 3：公司各业务营收占比



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 4：公司各季度营收及增速（百万元）



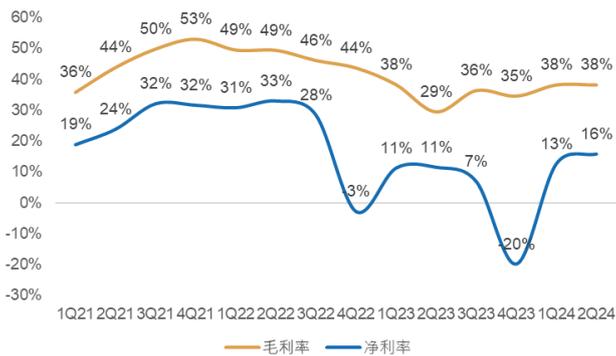
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 5：公司各季度归母净利润及增速（百万元）



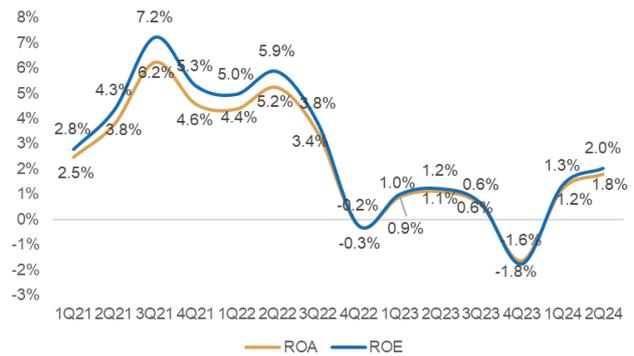
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 6：公司各季度毛利率及净利率



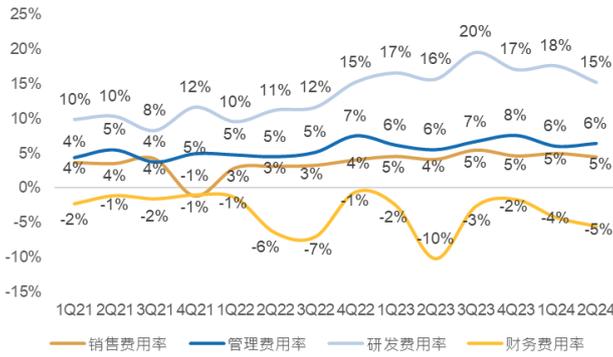
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 7：公司各季度 ROA/ROE 变动



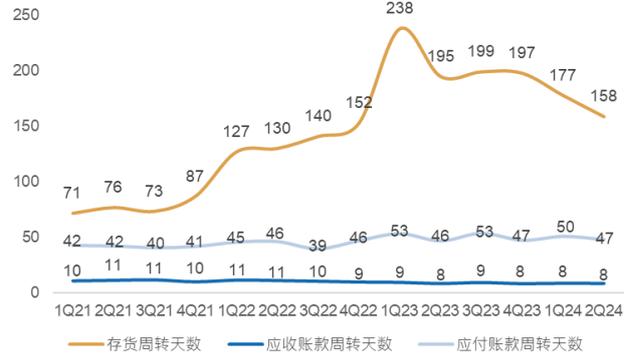
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 8：公司各季度费用率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：公司各季度运营情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 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：

产品价格回暖不及预期：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

资产负债表				
	单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,266	8,805.22	10,363.35	12,318.87
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	176	214	249
存货	1,991	2,060	2,477	2,855
预付账款	24	32	40	47
其他流动资产	389	451	455	458
流动资产合计	11,603	13,329	15,355	17,733
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	17,895	19,756	21,924
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	502	615	763	899
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	95	246	305	359
应交税费	14	21	25	29
其他流动负债	375	560	680	790
流动负债合计	986	1,441	1,773	2,077
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	1,690	2,021	2,326
归属于母公司的所有者权益	15,200	16,205	17,735	19,599
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	15,200	16,205	17,735	19,599
负债及股东权益	16,456	17,895	19,756	21,924

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	1,630	1,614	1,989
投资	-76	0	0	0
资本性支出	-348	-204	-194	-194
其他	129	237	138	160
投资活动现金流净额	-295	33	-56	-34
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	1,539	1,558	1,956

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	7,900	9,644	11,189
%同比增速	-29%	37%	22%	16%
营业成本	3,778	4,922	6,100	7,188
毛利	1,983	2,978	3,544	4,001
%营业收入	34%	38%	37%	36%
税金及附加	25	35	42	49
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	270	356	386	392
%营业收入	5%	5%	4%	4%
管理费用	370	474	579	671
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	990	1,146	1,206	1,264
%营业收入	17%	15%	13%	11%
财务费用	-258	-145	-176	-207
%营业收入	-4%	-2%	-2%	-2%
资产减值损失	-613	-100	-100	-100
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	77	105	129	149
投资收益	83	113	138	160
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	1,233	1,675	2,042
%营业收入	2%	16%	17%	18%
营业外收支	5	6	6	6
利润总额	125	1,239	1,681	2,048
%营业收入	2%	16%	17%	18%
所得税费用	-36	112	151	184
净利润	161	1,127	1,530	1,864
%营业收入	3%	14%	16%	17%
归属于母公司的净利润	161	1,127	1,530	1,864
%同比增速	-92%	600%	36%	22%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.24	1.69	2.29	2.79

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.24	1.69	2.29	2.79
BVPS	22.79	24.30	26.59	29.39
PE	384.96	43.56	32.11	26.36
PEG	—	0.07	0.90	1.21
PB	4.05	3.03	2.77	2.51
EV/EBITDA	89.04	28.61	20.79	16.40
ROE	1%	7.0%	8.6%	10%
ROIC	1%	6%	8%	8%

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