

兆易创新 (603986.SH)

外延收购补齐产品矩阵，内生增强汽车 MCU 与存储产品

优于大市

核心观点

3Q24 营收利润同环比增长。公司主要产品包括存储器、微控制器和传感器；其中存储器分为 SPI NOR、SLC NAND 和 DRAM，微控制器包括 ARM 核和 RISC-V 开源内核，传感器包括触控和指纹识别芯片。3Q24 公司实现营收 20.41 亿元 (YoY+42.83%，QoQ+2.97%)，归母净利润 3.15 亿元 (YoY+222.55%，QoQ+0.93%)，扣非归母净利润 3.04 亿元 (YoY+367.35%，QoQ+4.94%)，毛利率 41.77% (YoY+5.4pct，QoQ+3.6pct)。

外延收购补强模拟产品线，产品矩阵逐步完善。公司与石溪资本、合肥国投、合肥产投拟以现金方式收购苏州赛芯 70% 股份，苏州赛芯评估价值为 8.3 亿元，公司以现金 3.16 亿元收购约 38.07% 股份，经一致行动或表决权委托安排，公司将成为控股股东。苏州赛芯为锂电池保护芯片、电源管理芯片厂商，1H24 实现营收 1.34 亿元，净利润 3492 万元；本次收购苏州赛芯业绩承诺为 24/25/26 年扣非归母净利润不低于 6000/7000/8000 万元；该公司与兆易在代工、客户有一定重合度，收购后公司产品矩阵进一步完善。

DRAM 业务加大备货，募投项目产品调整增加 LPDDR5 布局。根据此前公司公告，增加与长鑫关联交易额度：公司采购其代工生产的 DRAM 产品，24 年原预计交易额约 8.52 亿元，本次预计增加交易额至约 9.95 亿元；主要系海外原厂增加对 HBM、DDR5 等高端产品投入，利基型 DRAM 供给收缩叠加需求温和回暖公司已完成 7.76 亿元采购额接近原采购额。此外，公司调整募投项目，DRAM 项目由原计划开发 LPDDR3 调整为 LPDDR5 (预计在 29 年或 30 年进入小容量产品市场) 以匹配存储产品市场周期。

新增募投项目汽车电子芯片，拟投资 12 亿元完善汽车 MCU 高端化布局。当前汽车 MCU 国产化率仍低，车规级 MCU 的单车用量约为 70-100 颗，未来随着 MCU 芯片不断迭代升级，MCU 平均单车价值有望突破 200 美金，成为汽车半导体中单车价值量占比最高的细分产品。在此背景下，公司募投项目新增“汽车电子芯片研发及产业化项目”，计划投资约 12 亿元以完善汽车 MCU 高端产品布局。

投资建议：在缺货热潮后单品替代红利消退，客户需求逐步向一站式产品解决方案转变，我们看好公司逐步构建的存储/MCU/传感器+模拟全面解决方案竞争力，根据前三季度情况略下调费用率，同时考虑并购影响，预计 24-26 年公司归母净利润 11.4/16.27/20.47 亿元 (前值 10.53/15.63/20.04 亿元)，当前股价对应 PE 倍数为 43/30/24 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新产品开发不及预期；国际关系恶化等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,130	5,761	7,573	9,465	11,009
(+/-%)	-4.5%	-29.1%	31.5%	25.0%	16.3%
净利润 (百万元)	2053	161	1140	1627	2047
(+/-%)	-12.2%	-92.1%	607.7%	42.6%	25.8%
每股收益 (元)	3.08	0.24	1.71	2.44	3.07
EBIT Margin	26.8%	5.7%	13.7%	17.1%	20.1%
净资产收益率 (ROE)	13.5%	1.1%	8.5%	15.2%	27.5%
市盈率 (PE)	24.1	306.6	43.3	30.4	24.1
EV/EBITDA	20.7	74.0	41.0	29.6	23.8
市净率 (PB)	3.25	3.25	3.70	4.60	6.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	96.31 元
总市值/流通市值	64130/64021 百万元
52 周最高价/最低价	107.90/55.20 元
近 3 个月日均成交额	1762.08 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《兆易创新 (603986.SH) - 2024 营收与利润同环比增长，各产品线持续改善》——2024-09-09
- 《兆易创新 (603986.SH) - 一季度业绩企稳反弹，股权激励明确业绩目标》——2024-04-22
- 《兆易创新 (603986.SH) - 毛利率环比改善，存储和 MCU 回暖在即》——2023-10-26
- 《兆易创新 (603986.SH) - 股权激励方案发布，中长期成长目标确立》——2023-07-06
- 《兆易创新 (603986.SH) - 长期看好汽车和工控多元化布局》——2023-05-03

图1：公司年度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年归母净利润及同比增速



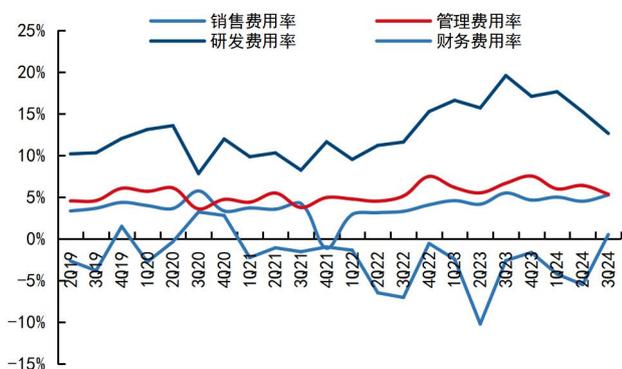
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司毛利率、净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6875	7266	6913	7018	7066	营业收入	8130	5761	7573	9465	11009
应收款项	186	140	184	230	267	营业成本	4255	3778	4557	5627	6476
存货净额	2154	1991	2486	3080	3531	营业税金及附加	72	25	23	51	47
其他流动资产	2199	2206	2251	2295	2329	销售费用	266	270	386	407	385
流动资产合计	11415	11603	11834	12622	13193	管理费用	425	370	439	521	495
固定资产	1005	1094	1443	1711	1911	研发费用	936	990	1128	1241	1388
无形资产及其他	300	244	227	209	191	财务费用	(343)	(258)	(127)	1	163
其他长期资产	3913	3489	3489	3489	3489	投资收益	51	83	59	64	69
长期股权投资	12	26	26	26	26	资产减值及公允价值变动	(426)	(625)	(149)	(104)	(118)
资产总计	16645	16456	17018	18057	18809	其他	78	76	36	38	38
短期借款及交易性金融负债	34	42	2194	5600	9459	营业利润	2222	120	1112	1615	2042
应付款项	479	502	627	776	890	营业外净收支	41	5	88	45	46
其他流动负债	683	442	558	683	765	利润总额	2262	125	1200	1660	2088
流动负债合计	1197	986	3378	7059	11114	所得税费用	210	(36)	60	33	42
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	263	270	280	262	262	归属于母公司净利润	2053	161	1140	1627	2047
长期负债合计	263	270	280	262	262	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1460	1256	3658	7321	11375	净利润	2053	161	1140	1627	2047
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	419	613	144	96	110
股东权益	15186	15200	13360	10735	7434	折旧摊销	284	357	256	298	339
负债和股东权益总计	16645	16456	17018	18057	18809	公允价值变动损失	7	12	5	8	8
						财务费用	(102)	(7)	(127)	1	163
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1326)	790	(339)	(434)	(336)
每股收益	3.08	0.24	1.71	2.44	3.07	其它	(385)	(739)	(17)	(97)	(273)
每股红利	1.07	0.63	4.47	6.37	8.02	经营活动现金流	950	1187	1063	1499	2059
每股净资产	22.77	22.79	20.03	16.10	11.15	资本开支	(551)	(348)	(587)	(549)	(521)
ROIC	17%	4%	8%	12%	16%	其它投资现金流	507	53	0	0	0
ROE	14%	1%	9%	15%	28%	投资活动现金流	(44)	(295)	(587)	(549)	(521)
毛利率	48%	34%	40%	41%	41%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	6%	14%	17%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	12%	17%	20%	23%	支付股利、利息	(715)	(421)	(2980)	(4251)	(5348)
收入增长	-4%	-29%	31%	25%	16%	其它融资现金流	(66)	(151)	2152	3406	3859
净利润增长率	-12%	-92%	608%	43%	26%	融资活动现金流	(780)	(573)	(829)	(845)	(1490)
资产负债率	9%	8%	21%	41%	60%	现金净变动	240	344	(353)	105	48
息率	1.4%	0.9%	6.0%	8.6%	10.8%	货币资金的期初余额	6547	6787	7131	6778	6883
P/E	24.1	306.6	43.3	30.4	24.1	货币资金的期末余额	6787	7131	6778	6883	6931
P/B	3.3	3.3	3.7	4.6	6.6	企业自由现金流	382	1222	317	901	1655
EV/EBITDA	20.7	74.0	41.0	29.6	23.8	权益自由现金流	316	1070	2590	4306	5354

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032