

兆易创新 (603986.SH)

公司快报

利基 DRAM 价格下行空间有限，持续受益头部厂商减产/退出

电子 | 集成电路III

投资评级

买入(维持)

股价(2024-12-17)

93.68 元

交易数据

总市值(百万元)	62,215.15
流通市值(百万元)	62,108.65
总股本(百万股)	664.12
流通股本(百万股)	662.99
12个月价格区间	96.55/60.00

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.74	19.32	-17.86
绝对收益	4.57	43.46	-0.49

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

报告联系人

宋鹏

songpeng@huajinsec.cn

相关报告

兆易创新: 收购苏州赛芯促模拟发展, 调整/新增募投项目提升存储/MCU 竞争力-华金证券-电子-兆易创新-公司快报 2024.11.5

兆易创新: 24Q3 业绩同比显著增长, DRAM 业务未来可期-华金证券-电子-兆易创新-公司快报 2024.10.28

兆易创新: “存”如基石“算”如翼, 花月正春风-华金证券-电子-兆易创新-公司深度 2024.9.12

兆易创新: 坚持以市占率为主, 持续拓展/优化产品矩阵-华金证券-电子-兆易创新-公司快报 2024.8.20

投资要点

◆ **拟设立青耘科技, 针对定制化存储解决方案。**根据公司战略发展及业务需要, 兆易创新拟与青耘智凌、青耘智帆、青耘智阔共同出资 2700 万元设立控股子公司北京青耘科技有限公司。其中, 公司拟以自有资金出资 2100 万元, 占标的公司注册资本约 77.78%。兆易创新较为齐全的利基存储工艺平台, 包括 NOR Flash、SLC NAND Flash 以及 DRAM, 在市场开拓的过程中有客户提出非标准接口存储器产品的需求。应此需求, 公司决定开展定制化方案业务以满足市场和客户的需求。定制化存储器产品不是标准接口, 也不是通用产品, 项目开发周期长, 业绩释放的周期也较慢, 因此设立青耘科技并组建专门的团队来服务客户。与标准接口的存储器产品相比, 定制化存储产品的接口、容量等取决于客户对其具体应用的差异化需求, 应用场景包括 IoT、智能终端等, 产品定义来自客户产品的规格要求。

◆ **25H1 采购代工 DRAM 额度预计约 6 亿, DRAM 业务未来可期。**根据公司 2024 年 12 月 16 日公告, 兆易创新及子公司从长鑫存储技术采购代工生产 DRAM 产品, 2025 年上半年度预计交易额度为 0.82 亿美元, 折合人民币约 5.89 亿元。2024 年公司自有品牌 DRAM 产品相关采购代工实际发生金额为 9.22 亿元(未经审计)。公司为国内领先 Fabless 存储器供应商, 利基型 DRAM 是公司重要产品线, 具有良好市场空间和发展潜力。公司自 2021 年以来, 陆续设计推出 DDR4、DDR3 等多款利基型 DRAM 产品。作为轻资产模式运营 Fabless 公司, 在完成产品设计后, 晶圆制造等环节需要外包给专门的晶圆代工厂完成。长鑫存储是国内稀缺的 DRAM 存储产品 IDM 企业, 其基于双方战略合作关系, 开放部分产能为公司利基型 DRAM 业务提供代工服务, 是公司在利基型 DRAM 业务领域重要的合作伙伴。双方秉持友好合作关系, 通过 DRAM 产品采购代工之合作方式, 优势互补, 优化资源配置, 丰富公司产品线, 有利于提高公司核心竞争力和行业地位, 符合公司业务发展的需要。在 DRAM 领域, 除兆易创新晶圆代工合作伙伴外, 主要竞争格局包括三家行业头部厂商, 和若干家规模次之的厂商。三家行业头部厂商更加关注大容量和主流产品, 而对于利基型产品有陆续退出计划。其他规模次之的厂商既有 IDM, 也有代工厂和设计公司, 主要聚焦在利基型 DRAM 产品, 是兆易创新主要竞争对手; 未来利基 DRAM 竞争是长期持续的过程, 比拼包括工艺节点在内的产品综合竞争力, 公司将与晶圆代工合作伙伴一起持续推进产品研发和迭代, 应对市场竞争。

◆ **利基 DRAM 价格进一步下行有限, 市场往 DDR5/DDR6 演进趋势较为缓慢。**(1) **价格:** 2024 下半年, 利基型 DRAM 竞争日趋激烈, 主要源于行业头部厂商相关产品进入生命周期尾部, 正在处理尾货; 同时由于上半年主要客户已经储备一些库存, 因此进入三季度需求偏淡, 在上述两重因素作用下, 利基型 DRAM 价格出现下行。经过近期价格下行, 利基型 DRAM 价格已经处于底部区间, 进一步下行空间有限, 未来将会经过一段时间底部盘整, 供需会达到新的平衡, 竞争格局出现边际改善。在存储行业, 长期来看行业头部厂商会更专注主流市场以及持续推进主流 DDR 接



口和更大容量 DRAM 产品，利基型市场的需求会保持相对平稳增长，供给也会相对稳定。目前，DDR3 产品线已经有部分头部厂商明确要结束供应，这部分产能的逐渐减少有助于利基型 DRAM 明年达到供需平衡和价格企稳回升。（2）演进：目前利基型市场需求往 DDR5、DDR6 演进趋势较为缓慢。行业会向 DDR6 和 LPDDR6 发展，是因为包括手机、PC、服务器在内的主流应用内存容量在不断增大甚至翻倍，相应接口数据带宽也需要不断提升才能满足系统的性能要求，这是接口标准往 DDR5、DDR6 快速演进的推动力。对于利基型市场，终端产品对内存容量的需求保持稳定，因此 DDR4 和 LPDDR4 接口会停留相当一段时间。随着未来终端电子产品对容量和性能的要求提升，利基市场会逐渐产生 DDR5/LPDDR5 产品的需求，公司会保持紧密跟踪，规划相应的产品。（3）公司：在 DRAM 产品上，公司积极切入 DRAM 存储器利基市场（消费、工控等），并已推出 DDR4、DDR3L 等产品，在消费电子（包括机顶盒、电视、智能家居等）、工业、网络通信等领域取得较好的营收。公司今年推出了 DDR4 8Gb 产品，目前正在按计划推进中。公司将会持续推进 DDR4 8Gb 产品在 TV 等领域的客户导入，并还将推出 LPDDR4，届时将补齐利基型 DRAM 产品线，广泛地服务网通、工业、TV、智能家居等领域的客户。随着 AI+时代来临，服务器和 PC 作为计算力的支柱，正在与人工智能技术深度融合，不仅推动各行业的变革与创新，同时也对存储产品提出了新的挑战。针对这一趋势，兆易创新依托先进的技术优势，推出了一系列全容量、多系列、宽电压的存储产品。这些产品以其高可靠性、高安全性和高数据吞吐量的特点，能够灵活适应各种不同的应用场景，满足新趋势下的需求。

◆ **投资建议：**我们维持原有业绩预测，预计 2024 年至 2026 年营业收入分别为 76.47/99.26/117.76 亿元，增速分别为 32.8%/29.8%/18.6%；归母净利润分别为 11.79/17.37/22.49 亿元，增速分别为 631.8%/47.3%/29.4%；PE 分别为 52.8/35.8/27.7。考虑到公司不断推进存储芯片工艺制程/品类迭代，持续壮大 MCU 百货商店，在消费电子/汽车电子/工业等智能化背景下，DRAM 头部大厂产能切换，公司或复制 Nor Flash 发展路径，收入规模/盈利能力有望重回增长，叠加并购及募投项目实施有利于提升公司综合竞争力。维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**下游需求不及预期风险；新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险；宏观环境和行业波动风险；供应链风险；汇兑损益风险；并购及募投项目节奏不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,130	5,761	7,647	9,926	11,776
YoY(%)	-4.5	-29.1	32.8	29.8	18.6
归母净利润(百万元)	2,053	161	1,179	1,737	2,249
YoY(%)	-12.2	-92.1	631.8	47.3	29.4
毛利率(%)	47.7	34.4	37.2	38.9	39.8
EPS(摊薄/元)	3.09	0.24	1.78	2.62	3.39
ROE(%)	13.5	1.1	7.2	9.7	11.3
P/E(倍)	30.3	386.1	52.8	35.8	27.7
P/B(倍)	4.1	4.1	3.8	3.5	3.1
净利率(%)	25.2	2.8	15.4	17.5	19.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

兆易创新：24Q1 业绩扭亏为盈，产能切换叠加需求复苏推升利基存储回暖-华金证券-电子-兆易创新-公司快报 2024.5.23

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11415	11603	13407	14800	17290	营业收入	8130	5761	7647	9926	11776
现金	6875	7266	8755	8779	11615	营业成本	4255	3778	4802	6067	7086
应收票据及应收账款	174	127	328	248	429	营业税金及附加	72	25	41	51	64
预付账款	35	24	36	50	52	营业费用	266	270	342	447	546
存货	2154	1991	2024	3498	2944	管理费用	425	370	463	559	662
其他流动资产	2177	2195	2263	2226	2250	研发费用	936	990	1095	1239	1321
非流动资产	5230	4853	4817	4958	4891	财务费用	-343	-258	-340	-349	-389
长期投资	12	26	27	30	33	资产减值损失	-420	-614	-269	-429	-544
固定资产	999	1090	1198	1309	1315	公允价值变动收益	-7	-12	-42	-26	-29
无形资产	412	404	397	356	301	投资净收益	51	83	65	69	70
其他非流动资产	3808	3333	3196	3263	3243	营业利润	2222	120	1075	1604	2060
资产总计	16645	16456	18225	19758	22182	营业外收入	45	7	57	38	39
流动负债	1197	986	1568	1624	1995	营业外支出	4	2	4	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2262	125	1128	1638	2095
应付票据及应付账款	479	502	715	839	973	所得税	210	-36	-51	-99	-154
其他流动负债	717	484	853	785	1022	税后利润	2053	161	1179	1737	2249
非流动负债	263	270	278	273	274	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	-0	0	-0	归属母公司净利润	2053	161	1179	1737	2249
其他非流动负债	263	270	278	273	274	EBITDA	2395	309	1187	1688	2148
负债合计	1460	1256	1846	1897	2269	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	667	667	667	667	667	成长能力					
资本公积	8296	8383	8383	8383	8383	营业收入(%)	-4.5	-29.1	32.8	29.8	18.6
留存收益	6170	5947	6988	8564	10621	营业利润(%)	-3.6	-94.6	797.8	49.1	28.4
归属母公司股东权益	15186	15200	16379	17860	19912	归属于母公司净利润(%)	-12.2	-92.1	631.8	47.3	29.4
负债和股东权益	16645	16456	18225	19758	22182	获利能力					
						毛利率(%)	47.7	34.4	37.2	38.9	39.8
						净利率(%)	25.2	2.8	15.4	17.5	19.1
						ROE(%)	13.5	1.1	7.2	9.7	11.3
						ROIC(%)	12.1	-0.8	5.6	8.1	9.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	8.8	7.6	10.1	9.6	10.2
						流动比率	9.5	11.8	8.6	9.1	8.7
						速动比率	7.5	9.3	7.0	6.7	7.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.5	0.6
						应收账款周转率	29.5	38.3	33.6	34.4	34.8
						应付账款周转率	7.8	7.7	7.9	7.8	7.8
						估值比率					
						P/E	30.3	386.1	52.8	35.8	27.7
						P/B	4.1	4.1	3.8	3.5	3.1
						EV/EBITDA	22.5	173.3	43.8	30.8	22.9

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn