

兆易创新 (603986.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

一季度淡季不淡,营收与利润持续增长

业绩简评

4 月 25 日公司发布 24 年年报和 25 年一季报, 2024 年公司实现营收 73.56 亿元, 同比增长 27.69%; 净利润 11.03 亿元, 同比增长 584.21%。25Q1 公司实现营业收入 19.09 亿元, 同比增长 17.32%; 净利润为 2.35 亿元, 同比增长 14.57%。

经营分析

25Q1 淡季不淡, 下游需求强劲。一季度收入和利润双增长主要归因于: 1) 国补刺激消费电子需求, 国家一揽子刺激措施等原因, 消费领域需求得以提振; 2) AI 带动端侧存储容量升级, 受益于 AIPC 等终端对存储容量需求的带动, 一季度公司产品在存储与计算领域实现收入和销量大幅增长; 此外, 公司网通市场也实现较好增长。

我们认为“国产替代+端侧 AI”将成为驱动公司未来成长的主要动力。

1) 利基型存储和 MCU 加速国产替代: 此次中美关税事件, 将加速推动国内企业进行供应链国产替代, 基于外部的不安全性, 即便海外产品在某些方面有优势, 也难以对冲对供应不安全性的担忧, 更别说兆易在 NorFlash、MCU、利基 DRAM 等领域本身技术就领先于竞争对手。此外在利基 DRAM 领域, 由于三星、美光、海力士等头部公司为了加速向新制程节点的 HBM、DDR5、LPDDR5 等产品迁移, 放弃或减少利基型产品的生产, 有望带来行业竞争格局的变化和国内厂商份额提升的机会。

2) AI 驱动端侧存储升级: Deepseek 加快了 AI 推理和应用的脚步, 我们看好不久的将来端侧 AI 有望大规模爆发, 包括 AI 耳机、AI 手机、AI 眼镜、AIPC、AI 智能家居等, 这将有效带动端侧存储的升级。公司在端侧存储领域有较完善的产品线布局, 产品包括 NORFlash、利基型 DRAM 和 SLC NANDFlash 三大品类, 有望核心受益。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16/21/26.4 亿元, 同比增长 45.1%/31.2%/25.8%, 对应 PE 为 47/36/28 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧; 原材料价格上涨; 新产品推广不及预期; 汇率风险; 解禁风险。

电子组

分析师: 樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师: 邵广雨 (执业 S1130522080002)

shaoguangyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 112.63 元

相关报告:

1. 《兆易创新公司点评: 持续受益存储周期, 盈利能力大幅改善》, 2024.7.10



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,761	7,356	9,419	11,388	13,241
营业收入增长率	-29.14%	27.69%	28.05%	20.90%	16.27%
归母净利润(百万元)	161	1,103	1,600	2,099	2,641
归母净利润增长率	-92.15%	584.21%	45.08%	31.22%	25.83%
摊薄每股收益(元)	0.242	1.660	2.409	3.161	3.977
每股经营性现金流净额	1.78	3.06	2.64	3.05	3.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.06%	6.68%	9.16%	11.21%	13.01%
P/E	382.37	64.33	46.76	35.63	28.32
P/B	4.05	4.30	4.28	3.99	3.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,130	5,761	7,356	9,419	11,388	13,241
增长率		-29.1%	27.7%	28.1%	20.9%	16.3%
主营业务成本	-4,255	-3,778	-4,561	-5,703	-6,833	-7,945
%销售收入	52.3%	65.6%	62.0%	60.6%	60.0%	60.0%
毛利	3,875	1,983	2,795	3,716	4,555	5,297
%销售收入	47.7%	34.4%	38.0%	39.5%	40.0%	40.0%
营业税金及附加	-72	-25	-31	-38	-40	-40
%销售收入	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
销售费用	-266	-270	-371	-424	-456	-463
%销售收入	3.3%	4.7%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%
管理费用	-425	-370	-491	-518	-569	-596
%销售收入	5.2%	6.4%	6.7%	5.5%	5.0%	4.5%
研发费用	-936	-990	-1,122	-1,272	-1,424	-1,523
%销售收入	11.5%	17.2%	15.3%	13.5%	12.5%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	2,176	327	780	1,465	2,067	2,675
%销售收入	26.8%	5.7%	10.6%	15.6%	18.2%	20.2%
财务费用	343	258	443	88	-5	-60
%销售收入	-4.2%	-4.5%	-6.0%	-0.9%	0.0%	0.5%
资产减值损失	-420	-614	-176	0	0	0
公允价值变动收益	-7	-12	0	0	0	0
投资收益	51	83	18	80	80	80
%税前利润	2.2%	66.2%	1.6%	4.9%	3.7%	3.0%
营业利润	2,222	120	1,117	1,632	2,142	2,695
营业利润率	27.3%	2.1%	15.2%	17.3%	18.8%	20.4%
营业外收支	41	5	6	0	0	0
税前利润	2,262	125	1,124	1,632	2,142	2,695
利润率	27.8%	2.2%	15.3%	17.3%	18.8%	20.4%
所得税	-210	36	-23	-33	-43	-54
所得税率	9.3%	-29.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润	2,053	161	1,101	1,600	2,099	2,641
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,053	161	1,103	1,600	2,099	2,641
净利率	25.2%	2.8%	15.0%	17.0%	18.4%	19.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,053	161	1,101	1,600	2,099	2,641
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
非现金支出	795	1,058	643	354	380	408
非经营收益	-194	-109	-100	-51	-78	-78
营运资金变动	-1,704	77	388	-149	-377	-372
经营活动现金净流	950	1,187	2,032	1,753	2,024	2,598
资本开支	-551	-348	-470	189	-192	-192
投资	451	-76	-196	0	0	0
其他	56	129	-4	80	80	80
投资活动现金净流	-44	-295	-669	269	-112	-112
股权募资	0	0	5	5	0	0
债权募资	-32	-42	806	-958	5	5
其他	-749	-531	-330	-672	-842	-1,058
筹资活动现金净流	-780	-573	480	-1,625	-837	-1,053
现金净流量	240	344	1,973	396	1,076	1,433

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,875	7,266	9,128	9,511	10,577	12,003
应收款项	186	140	439	246	297	346
存货	2,154	1,991	2,346	2,656	3,182	3,700
其他流动资产	2,199	2,206	521	582	587	593
流动资产	11,415	11,603	12,435	12,995	14,644	16,642
%总资产	68.6%	70.5%	64.7%	67.7%	70.9%	74.2%
长期投资	1,625	1,916	3,714	3,714	3,714	3,714
固定资产	1,005	1,094	1,062	887	688	463
%总资产	6.0%	6.6%	5.5%	4.6%	3.3%	2.1%
无形资产	1,278	893	1,253	1,243	1,259	1,272
非流动资产	5,230	4,853	6,794	6,206	6,017	5,802
%总资产	31.4%	29.5%	35.3%	32.3%	29.1%	25.8%
资产总计	16,645	16,456	19,229	19,201	20,661	22,444
短期借款	34	42	951	45	50	55
应付款项	821	742	925	964	1,093	1,218
其他流动负债	342	202	454	393	471	545
流动负债	1,197	986	2,331	1,402	1,613	1,818
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	263	270	220	155	145	138
负债	1,460	1,256	2,550	1,557	1,759	1,956
普通股股东权益	15,186	15,200	16,499	17,463	18,722	20,307
其中：股本	667	667	664	664	664	664
未分配利润	5,836	5,613	6,796	7,756	9,016	10,600
少数股东权益	0	0	180	180	180	180
负债股东权益合计	16,645	16,456	19,229	19,201	20,661	22,444

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.077	0.242	1.660	2.409	3.161	3.977
每股净资产	22.766	22.791	24.843	26.298	28.194	30.580
每股经营现金净流	1.424	1.779	3.060	2.640	3.048	3.912
每股股利	0.620	0.000	0.000	0.963	1.264	1.591
回报率						
净资产收益率	13.52%	1.06%	6.68%	9.16%	11.21%	13.01%
总资产收益率	12.33%	0.98%	5.73%	8.33%	10.16%	11.77%
投入资本收益率	12.90%	2.75%	4.30%	8.06%	10.62%	12.69%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.47%	-29.14%	27.69%	28.05%	20.90%	16.27%
EBIT 增长率	-11.91%	-84.95%	138.07%	87.87%	41.12%	29.41%
净利润增长率	-12.16%	-92.15%	584.21%	45.08%	31.22%	25.83%
总资产增长率	7.96%	-1.14%	16.85%	-0.15%	7.61%	8.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.5	8.1	8.1	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	154.5	200.2	173.6	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	47.0	47.4	49.4	45.0	42.0	40.0
固定资产周转天数	44.8	69.0	52.4	34.1	21.7	12.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.28%	-59.41%	-49.74%	-54.33%	-56.33%	-58.91%
EBIT 利息保障倍数	-6.4	-1.3	-1.8	-16.7	398.9	44.7
资产负债率	8.77%	7.63%	13.26%	8.11%	8.51%	8.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	6	14	59
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.14	1.19	1.05

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-29	买入	108.47	N/A
2	2023-07-06	买入	110.35	N/A
3	2023-07-14	买入	118.25	N/A
4	2024-04-20	买入	74.09	N/A
5	2024-07-10	买入	96.42	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806