

2024年06月03日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利基型 DRAM 市场回暖，存储产品毛利率提升

—兆易创新（603986.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

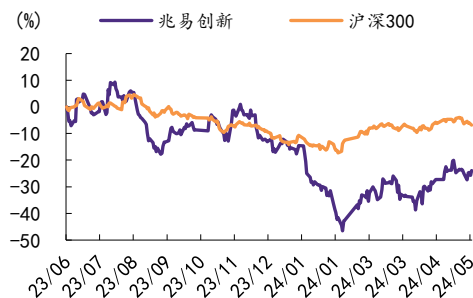
分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn
联系人：张璐 S1050123120019
zhanglu2@cfsc.com.cn

基本数据

2024-05-31

当前股价(元)	83.11
总市值(亿元)	554
总股本(百万股)	667
流通股本(百万股)	665
52周价格范围(元)	57.92-118.36
日均成交额(百万元)	1301.82

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《兆易创新（603986）：2023Q2 环比表现超预期，多元化布局助力稳健经营》2023-08-29
- 《兆易创新（603986）：Q2 业绩环比改善超预期，下半年有望迎来复苏》2023-07-15
- 《兆易创新（603986）：业绩环比趋稳，制程持续升级+产品多元化布局迎接消费复苏》2023-05-29

消费市场回暖带动营收增长，存储产品毛利率环比提升

公司 2024 年 Q1 实现营业收入同比环比增长，同比增长 21.32%，环比增长 19.10%，得益于 2024 年消费市场经历 2023 年需求低迷和库存去化后率先出现需求回暖，特别是手机和手机周边个人消费品出现相对明显回暖趋势，带动公司用于该应用的产品销量提升，同时公司在经营上持续进行研发投入和产品迭代，各条产品线竞争力增强，其中 Flash、DRAM 和 MCU 都实现了销售量和营收的提升。2024 年 Q1 公司实现毛利率 38.16%，同比持平，环比增加约 4 个百分点，主要是存储类产品毛利率环比提升明显，主要原因：1) 新产品及工艺制程的切换，提高了产品竞争力；2) 产品销售结构有变化，毛利率较高的产品销售比例增加；3) 在产品销售单价上，DRAM 产品的价格提升，带动毛利率提升；4) Q1 消费类需求有所回升，加速了公司库存去化。MCU 产品环比毛利率比较平稳，传感器毛利率也有所提升。

利基 DRAM 价格持续温和上涨，龙头受益稳中向好

2023 年主流存储产品需求不振、价格大幅下降，带动利基存储产品价格大幅下降。随着服务器和手机市场回暖，业内大厂将部分产能向 HBM 和 DDR5 等转移，带来其单片 WAFER 等价值量的提升，随着时间推移，价值量的提升会外溢到小容量和利基存储产品。2023 年下半年主流 DRAM 及 NAND 已经有较大幅度的涨价，外溢到利基 DRAM 和 SLC NAND。经过 1-2 个季度的传导，利基 DRAM 的价格在 2024 年 Q1 已经实现温和上涨。受时间节奏上的滞后性，2024 年 Q2 及 Q3 利基 DRAM 价格将持续温和上涨，SLC NAND 需求回暖和价格上涨比利基 DRAM 大约晚一个季度，未来价格将温和上涨。公司自有品牌 DRAM 产品中，利基型 DDR3L 产品在网络通信、电视、机顶盒、工业、智慧家庭等领域，是应用极为广泛的 DRAM 系统解决方案之一；利基型 DDR4 产品为机顶盒、电视、网络通信、智慧家庭、车载影音系统等诸多领域的理想之选。未来随着利基 DRAM 价格持续上涨，公司 DRAM 产品毛利率有望实现温和提升。

拟 15 亿元增资长鑫科技，深化合作共拓存储未

来

公司拟以自有资金 15 亿元人民币参与长鑫科技新一轮融资。公司本次增资完成后，将持有长鑫科技约 1.88% 股权。公司自 2021 年以来，陆续设计推出 DDR4、DDR3 等多款 DRAM 产品。作为轻资产模式运营的 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。长鑫科技作为国内稀缺的 DRAM 存储产品 IDM 企业，是公司在 DRAM 业务领域重要的合作伙伴。基于双方战略合作关系，长鑫科技开放部分产能为公司 DRAM 业务提供代工服务。公司与长鑫科技开展 DRAM 产品采购代工等业务，2024 年截至 3 月 28 日交易额已超过 1.8 亿元。公司本次对长鑫科技投资，有利于加深双方战略合作关系，发挥在代工产能和技术优势等方面的产业链协同，通过强化协同联动，在存储器业务领域持续深化合作，实现互利共赢。长鑫科技本轮融资完成后，将继续推进产能建设落地，提升 DRAM 市场份额，进一步打开市场空间。

盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 73.83、90.97、107.37 亿元，EPS 分别为 1.49、2.40、3.10 元，当前股价对应 PE 分别为 55.8、34.6、26.8 倍，公司作为存储龙头，随着存储市场逐步回暖，价格温和上涨，有望持续受益，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济的风险，产品研发不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游需求不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	5,761	7,383	9,097	10,737
增长率（%）	-29.1%	28.2%	23.2%	18.0%
归母净利润（百万元）	161	994	1,602	2,068
增长率（%）	-92.1%	516.8%	61.1%	29.1%
摊薄每股收益（元）	0.24	1.49	2.40	3.10
ROE（%）	1.1%	6.2%	9.1%	10.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	7,266	7,874	9,059	10,646
应收款	140	162	174	176
存货	1,991	2,380	2,751	3,160
其他流动资产	2,206	2,251	2,298	2,343
流动资产合计	11,603	12,666	14,282	16,325
非流动资产:				
金融类资产	2,049	2,049	2,049	2,049
固定资产	1,090	1,020	953	890
在建工程	4	2	1	0
无形资产	244	288	332	374
长期股权投资	26	26	26	26
其他非流动资产	3,489	3,489	3,489	3,489
非流动资产合计	4,853	4,824	4,800	4,778
资产总计	16,456	17,490	19,082	21,103
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	502	617	741	876
其他流动负债	396	396	396	396
流动负债合计	986	1,126	1,276	1,436
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	270	270	270	270
非流动负债合计	270	270	270	270
负债合计	1,256	1,396	1,546	1,706
所有者权益				
股本	667	667	667	667
股东权益	15,200	16,094	17,536	19,397
负债和所有者权益	16,456	17,490	19,082	21,103

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	161	994	1602	2068
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	357	85	82	80
公允价值变动	-12	-5	0	0
营运资金变动	680	-315	-281	-296
经营活动现金净流量	1187	759	1403	1852
投资活动现金净流量	-295	73	68	64
筹资活动现金净流量	-283	-99	-160	-207
现金流量净额	608	732	1,311	1,709

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,761	7,383	9,097	10,737
营业成本	3,778	4,608	5,533	6,537
营业税金及附加	25	37	45	54
销售费用	270	295	364	397
管理费用	370	406	500	537
财务费用	-258	-220	-254	-298
研发费用	990	1,004	1,119	1,288
费用合计	1,372	1,485	1,730	1,924
资产减值损失	-613	-300	-150	-50
公允价值变动	-12	-5	0	0
投资收益	83	50	25	0
营业利润	120	1,075	1,741	2,248
加: 营业外收入	7	7	0	0
减: 营业外支出	2	2	0	0
利润总额	125	1,080	1,741	2,248
所得税费用	-36	86	139	180
净利润	161	994	1,602	2,068
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	161	994	1,602	2,068

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-29.1%	28.2%	23.2%	18.0%
归母净利润增长率	-92.1%	516.8%	61.1%	29.1%
盈利能力				
毛利率	34.4%	37.6%	39.2%	39.1%
四项费用/营收	23.8%	20.1%	19.0%	17.9%
净利率	2.8%	13.5%	17.6%	19.3%
ROE	1.1%	6.2%	9.1%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	7.6%	8.0%	8.1%	8.1%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	41.2	45.6	52.1	60.8
存货周转率	1.9	2.0	2.0	2.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.24	1.49	2.40	3.10
P/E	344.0	55.8	34.6	26.8
P/S	9.6	7.5	6.1	5.2
P/B	3.6	3.4	3.2	2.9

■ 电子通信组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。