

2023年05月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

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

—兆易创新（603986.SH）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

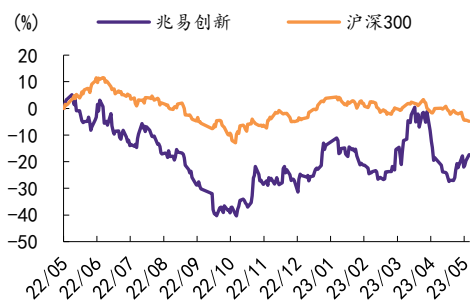
分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

2023-05-29

当前股价(元)	112.17
总市值(亿元)	748
总股本(百万股)	667
流通股本(百万股)	664
52周价格范围(元)	82.27-145.02
日均成交额(百万元)	1661.89

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《兆易创新（603986）：Q3 业绩短期承压，车载 MCU 进展亮眼》2022-11-07
- 2、《兆易创新（603986）：上半年业绩亮眼，工业和汽车业务占比持续提升》2022-08-29
- 3、《华鑫证券-公司报告-兆易创新（603986）：上半年业绩超预期，工业和汽车业务推动结构升级-20220716-毛正，刘煜》2022-07-17

兆易创新发布公告：2022 年度报告与 2023 年度第一季度报告，报告中 2022 年度营业收入为 81.30 亿，与上年度同比-4.47%，归母净利润 20.53 亿元，同比-12.65%，扣除非归母净利润为 19.10 亿元，同比-14.16%。2023 年第一季度营收 13.41 亿元，同比-39.85%，归母净利润 1.50 亿元，同比-78.13%，扣非归母净利润 1.30 亿元，同比-80.14%。

投资要点

■ 消费市场需求疲软，业绩短期承压，Q1 营收/库存环比趋稳

2022 年公司实现营收 81.30 亿元，同比-4.47%，归母净利润 20.53 亿元，同比-12.65%，毛利率 47.66%，同比+1.10%，2023 年 Q1 实现营收 13.41 亿元，同比-39.85%，环比-1.44%，归母净利润 1.50 亿元，同比-78.13%，环比-5.42%，毛利率 38.25%，同比-11.24%，环比-5.24%，主要因为消费电子需求疲软，行业库存水位上涨，公司主营的存储芯片，微控制器，传感设备业务量价均面临压力。费用端来看，2022 年，公司销售费用率为 3.27%，同比+0.67%；管理费用率为 5.23%，同比+0.63%；财务费用率为 4.22%，同比-2.80%；研发费用率为 11.51%，同比+1.62%。22Q4/23Q1 公司存货分别为 21.54/22.19 亿元，环比分别+25%/+3%，目前公司毛利率下滑，处于去库存阶段，营收和库存水平环比趋稳，看好公司在下游需求回暖后业绩快速修复。

■ 自研 DRAM 持续加注，NOR Flash 营收位列世界前三

在存储器产品领域，公司是**全球排名第一**的无晶圆厂 Flash 供应商。2022 年公司研发费用达 9.36 亿元，同比增长 11.16%，存储芯片与 MCU 产品结构均向高端化稳步迈进。**DRAM 方面**，行业景气压力下，公司重点布局自有品牌，积极布局利基 DRAM 市场，削减代工采购规模。2022 年 9 月公司首款自研 DDR3L 产品(17nm)GDPxxxLM 系列正式推出，工艺优

于台湾友商，长期来看，公司在满足消费电子（包括机顶盒、电视、智能家居等）需求情况下，积极开拓工业安防与汽车市场应用领域，均取得较好的营收，并持续推进规划中的其他自研产品。**NOR Flash 方面**，公司 2022 年 Serial NOR Flash 市占率增长至 20%，**市场排名全球第三**，公司的 NOR Flash 产品系列覆盖了市场需求，提供大容量、高性能、高可靠性、高安全性、低功耗、小封装等多个系列产品。其中，GD25/55 系列 SPI NOR Flash 全容量覆盖市场需求，GD25T/LT 系列是业界最高数据吞吐量的 4 口 SPI 产品系列，GD25X/LX 系列是 8 口 SPI 产品，GD25E/LE 系列提供业界领先的低功耗参数，GD25WD/WQ 系列宽压 Flash，GD25UF 系列 1.2V 低电压超低功耗 SPI NOR Flash 产品满足主控新工艺演进趋势的低电压、低功耗要求。

■ 多元化布局助力稳健经营，关注行业周期反转

公司多赛道多产品线的组合布局，目前主要是存储芯片，MCU 和传感器三大类；存储芯片又分为 SPI NOR、SLC NAND 和 DRAM，MCU 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。MCU 产品领域，据 Omdia 统计全球 MCU 市场排名情况，2020 年度公司排名第 13 位，2021 年度公司市场排名大幅提升至全球第 8 位，国内市占率约 5.3%。公司是**中国品牌排名第一**的 32 位 Arm®通用型 MCU 供应商。此外，公司也是**中国排名第二**的指纹传感器供应商。在保持国内市场领先地位的同时，积极探索国外市场，来自国外客户销售占比呈上升趋势。而伴随着三星、海力士等巨头公司的减产与美光产品未通过国内安全检查，国内厂商市场空间相应扩大，终端客户也进行了数月的库存调整。目前市场整体库存水平显著下降，存储芯片也已价格触底，订单数量有所回升。公司加注自研发与产品结构的优化升级将放大上行周期中的量价弹性，随着需求变化、供给变化以及应用场景的不断拓展升级，可以形成不同业务爬坡期、爆发期交替叠加，从而实现长期稳健的持续成长。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 71.98、84.30、103.32 亿元，EPS 分别为 1.54、2.42、3.88 元，当前股价对应 PE 分别为 73、46、29 倍，虽然公司短期业绩承压，行业竞争仍然激烈，我们看好公司在下半年伴随下游需求回暖后快速清理库存，业绩回升；公司的多元化布局可以实现业绩长期稳定的增长和市场占有率的提升，维持“买入”评级。

■ 风险提示

下游需求不及预期，贸易环境恶化风险，行业竞争加剧风险，产品研发不及进度等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	8,130	7,198	8,430	10,332
增长率 (%)	-4.5%	-11.5%	17.1%	22.6%
归母净利润 (百万元)	2,053	1,024	1,613	2,587
增长率 (%)	-12.2%	-50.1%	57.5%	60.4%
摊薄每股收益 (元)	3.08	1.54	2.42	3.88
ROE (%)	13.5%	6.5%	9.5%	13.9%

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	6,875	7,146	6,893	7,735
应收款	186	197	254	425
存货	2,154	2,510	3,611	4,393
其他流动资产	2,199	2,231	2,362	2,503
流动资产合计	11,415	12,084	13,120	15,055
非流动资产:				
金融类资产	2,052	2,102	2,202	2,307
固定资产	999	909	1,157	1,200
在建工程	6	2	20	32
无形资产	300	300	300	299
长期股权投资	12	9	5	3
其他非流动资产	3,913	3,913	3,913	3,913
非流动资产合计	5,230	5,134	5,396	5,448
资产总计	16,645	17,217	18,516	20,503
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	479	367	554	811
其他流动负债	634	634	634	634
流动负债合计	1,197	1,100	1,328	1,644
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	263	263	263	263
非流动负债合计	263	263	263	263
负债合计	1,460	1,363	1,590	1,906
所有者权益				
股本	667	667	667	667
股东权益	15,186	15,854	16,925	18,597
负债和所有者权益	16,645	17,217	18,516	20,503

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2053	1024	1613	2587
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	284	215	197	180
公允价值变动	-7	-100	-7	-7
营运资金变动	-1380	-445	-961	-673
经营活动现金净流量	950	694	842	2087
投资活动现金净流量	-44	47	-362	-158
筹资活动现金净流量	-635	-355	-542	-916
现金流量净额	271	386	-63	1,014

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,130	7,198	8,430	10,332
营业成本	4,255	4,404	4,860	5,299
营业税金及附加	72	65	76	83
销售费用	266	238	244	310
管理费用	425	504	599	713
财务费用	-343	-25	-24	-27
研发费用	936	835	1,012	1,250
费用合计	1,284	1,551	1,830	2,246
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动	-7	-100	-7	-7
投资收益	51	51	54	54
营业利润	2,222	1,082	1,722	2,816
加:营业外收入	45	52	66	50
减:营业外支出	4	5	7	7
利润总额	2,262	1,129	1,781	2,859
所得税费用	210	105	167	272
净利润	2,053	1,024	1,613	2,587
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	2,053	1,024	1,613	2,587

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-4.5%	-11.5%	17.1%	22.6%
归母净利润增长率	-12.2%	-50.1%	57.5%	60.4%
盈利能力				
毛利率	47.7%	38.8%	42.3%	48.7%
四项费用/营收	15.8%	21.6%	21.7%	21.7%
净利率	25.2%	14.2%	19.1%	25.0%
ROE	13.5%	6.5%	9.5%	13.9%
偿债能力				
资产负债率	8.8%	7.9%	8.6%	9.3%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	43.6	36.5	33.2	24.3
存货周转率	2.0	1.8	1.4	1.2
每股数据(元/股)				
EPS	3.08	1.54	2.42	3.88
P/E	36.5	73.1	46.4	28.9
P/S	9.2	10.4	8.9	7.2
P/B	4.9	4.7	4.4	4.0

■ 电子组介绍

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。

■ 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。本报告清晰准确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。