

## 公司研究

## 利基型存储市场复苏，中国利基型存储龙头充分受益

## ——兆易创新（603986.SH）跟踪报告之二

## 要点

**中国利基型存储龙头，业绩拐点已现。**兆易创新是国内利基型存储与 MCU 领先企业，产品包括 Nor Flash、SLC NAND Flash、DRAM、MCU 等系列产品。24Q1 营业收入 16.27 亿元，同比增长 21.32%，环比增长 19.10%；归母净利润 2.05 亿元，同比增长 36.45%，环比扭亏为盈。公司发布 2024 年股权激励计划，以 2023 年营业收入 57.61 亿元为基数对 2024-2027 年营业收入增长率设置目标，2024 年-2027 年营业收入值业绩考核目标为分别不低于 72.94 亿元、86.20 亿元、98.00 亿元、118.00 亿元。公司股权激励目标彰显管理层信心，公司营业收入有望继续保持增长趋势。

**利基型存储市场回暖，台湾利基型存储厂商业绩复苏。**受益于原厂减产、大宗存储价格增长以及原厂对 HBM、DDR5 产能切换，利基型 DRAM 价格在 23Q3 触底后开始持续反弹，领涨利基型存储市场。SLC NAND 与 NOR Flash 价格触底，AI 服务器、PC 与手机拉动行业需求。华邦电子连续四个月营收同比增长，其预估 2024 年在存储方面的资本开支为 174 亿元新台币，同比增长 37%。

**兆易创新：消费、工业、汽车市场全面覆盖，产品出货量增长。**公司继续保持在消费市场，尤其是中高端消费市场的优势，同时积极拓展工业、网通、汽车等市场应用领域。2023 年公司产品出货量达到 31.22 亿颗，同比增加 12.98%。公司存储产品持续发展：

- 利基型存储方面**，公司 2023 年 NOR Flash 出货量创新高，达到 25.33 亿颗，实现同比 16.15% 增长；SLC NAND Flash 产品在消费电子、工业、汽车电子等领域已经实现了全品类的产品覆盖，2023 年出货量大幅增长。
- DRAM 方面**，公司已经具备 DDR3 和 DDR4 两条产品线多个产品型号，2023 年市场拓展效果明显，总成交客户数量稳步增加。公司 2024 年 3 月 29 号公告，拟以 15 亿元参与长鑫科技新一轮融资，本次增资后，将持有长鑫科技约 1.88% 股权。

**盈利预测、估值与评级：**兆易创新是国内利基型存储与 MCU 领先企业，公司产品全面覆盖消费、工业、汽车市场。随着利基型存储市场开始回暖，公司业绩有望迎来复苏。我们维持预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.91、16.16、20.99 亿元，当前市值对应 PE 为 51、34、27 倍。2024Q1 公司业绩拐点已现，公司产品市场占有率得到提升，竞争力进一步增强，我们维持公司“买入”评级。

**风险提示：**行业需求不及预期；自研 DRAM 产品市场推广不及预期；MCU 景气度不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,130	5,761	7,307	9,299	10,944
营业收入增长率	-4.47%	-29.14%	26.83%	27.27%	17.69%
净利润（百万元）	2,053	161	1,091	1,616	2,099
净利润增长率	-12.16%	-92.15%	577.05%	48.11%	29.89%
EPS（元）	3.08	0.24	1.64	2.42	3.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.52%	1.06%	6.70%	9.19%	10.94%
P/E	27	345	51	34	27
P/B	3.7	3.7	3.4	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-05-15

## 买入（维持）

当前价：83.42 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：孙啸

执业证书编号：S0930524030002

021-52523587

sunxiao@ebsecn.com

联系人：黄筱茜

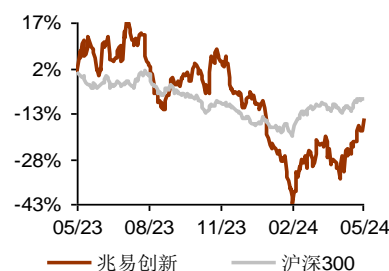
021-52523813

huangxiaolian@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.67
总市值(亿元):	556.34
一年最低/最高(元):	55.20/123.30
近 3 月换手率:	203.69%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.79	18.07	-8.51
绝对	13.96	24.60	-17.83

资料来源：Wind

## 相关研报

利基型存储市场回暖在即，公司业绩拐点已现——兆易创新（603986.SH）跟踪报告之一（2024-05-07）

产品优势不断增强，静待行业周期触底——兆易创新（603986.SH）2022 年年报及 2023 年一季报点评（2023-05-09）

# 目 录

1、中国利基型存储龙头，业绩拐点已现 .....	4
2、利基型存储市场拐点来临 .....	5
2.1 利基型 DRAM 价格领涨，SLC NAND 和 NOR Flash 触底反弹.....	5
2.2 台湾利基型存储厂商业绩回暖.....	7
3、兆易创新：消费、工业、汽车市场全面覆盖，产品出货量增长 .....	11
3.1 存储产品：23 年 NOR Flash 产品出货量创新高，增资长鑫科技发力 DRAM 业务 .....	11
3.2 MCU：头部厂商受益于国产替代加速进行 .....	14
4、盈利预测及估值评级 .....	18
5、风险分析.....	18

## 图目录

图 1: 公司 2019-2024Q1 季度营收及同比增速.....	4
图 2: 公司 2019-2024Q1 季度归母净利润及同比增速.....	4
图 3: 公司 2019-2024Q1 毛净利率.....	5
图 4: 公司 2019-2024Q1 各项费用率.....	5
图 5: 23 年 6 月至 24 年 5 月 DDR3 典型料号现货价格走势.....	6
图 6: 23 年 6 月至 24 年 5 月 DDR4 典型料号现货价格走势.....	6
图 7: 华邦电子、旺宏和南亚科 2019-2023 年季度毛利率.....	7
图 8: 华邦电子 2017-2024Q1 营收及同比增速.....	8
图 9: 华邦电子 2017-2023 年归母净利润及同比增速.....	8
图 10: 华邦电子 2017-2024 年 3 月月度营收及同环比增速.....	8
图 11: 旺宏 2017-2024Q1 营收及同比增速.....	8
图 12: 旺宏 2017-2023 年归母净利润及同比增速.....	8
图 13: 旺宏 2017-2024 年 3 月月度营收及同环比增速.....	9
图 14: 南亚科 2017-2024Q1 营收及同比增速.....	9
图 15: 南亚科 2017-2024Q1 归母净利润及同比增速.....	9
图 16: 南亚科 2017-2024 年 3 月月度营收及同环比增速.....	10
图 17: 2022 年中国 NOR Flash 行业下游应用领域分布.....	11
图 18: 公司 SPI NOR Flash 读取性能.....	12
图 19: 低电压有助延长电池寿命.....	12
图 20: 公司 SPI NOR Flash GD25Wx 系列主要特征.....	12
图 21: 公司车规级 SPI NAND Flash 特征.....	13
图 22: MCU 的简要结构.....	14
图 23: 2020 及 2024 年全球 MCU 应用场景 (单位: 亿美元).....	14
图 24: GD32W515 芯片.....	16
图 25: GD30 PMU 产品特点.....	17

## 表目录

表 1: 公司产品介绍.....	4
表 2: 24Q1-24Q2 DRAM 和 NAND Flash 合约价涨幅预测.....	6
表 3: 存储产品对比.....	11
表 4: 消费级、工业级、车规级 MCU 对比.....	15

# 1、中国利基型存储龙头，业绩拐点已现

**NOR Flash 国内龙头，利基型存储多赛道全面布局。** 公司是国内利基型存储与 MCU 领先企业。公司多赛道多产品线组合布局业务，目前主要是存储器、微控制器和传感器三大类，产品包括 Nor Flash、SLC NAND Flash、DRAM、MCU 等系列产品。

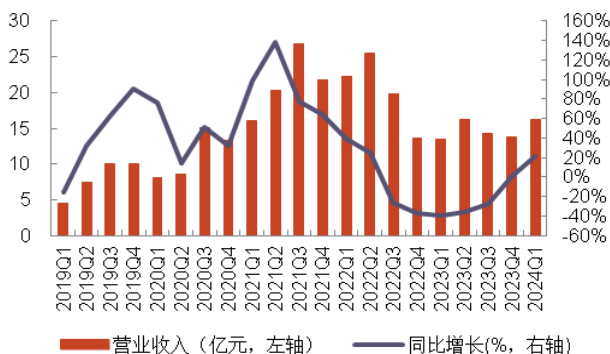
表 1：公司产品介绍

产品种类	产品类型	产品系列	产品介绍
存储产品	Nor Flash	大容量	公司推出国内首款容量高达 2Gb、高性能的 SPI NOR Flash 产品系列，是物联网设备代码存储应用的首选。
		高性能	公司首款国产超高速 8 通道 SPI NOR Flash 产品，主要应用于 5G 基站、汽车、工业等领域。
		低功耗、低电压	该等产品能充分满足目前低功耗移动设备轻薄小、待机久的多维需求，为物联网、可穿戴、消费类以及健康监测等对电池寿命和紧凑型尺寸要求严苛的应用提供优异的选择。
		小封装	公司产品采用 WLCSP 封装，并推出了业界最小的 USON6 封装，尺寸仅为 1.2mmx1.2mm，为 IoT 设备、可穿戴应用和其他紧凑型电池应用带来优异的设计灵活性。
		高安全性	随着 IoT 设备的推广普及，以及在一些关键应用场景的布局，对安全性的要求愈发严格，公司内置 RPMC 功能系列产品，提供了卓越的安全性能。
		高可靠性	公司 T/LT 系列以及 X/LX 系列广泛应用于对可靠性有严格要求的车载、工业等应用领域。
	NAND Flash	汽车应用	公司 GD25 产品全面满足车规级 AEC-Q100 认证，GD55 的 2Gb 大容量产品也通过了该认证。公司 SPI NOR Flash 车规级产品 2Mb~2Gb 容量已全线铺齐，为市场提供国产化车规级闪存产品。目前公司 55nm 工艺节点全系列产品均已量产，并持续开展工艺制程迭代。
DRAM		38nm 和 24nm 两种制程全面量产，容量覆盖 1Gb~8Gb，其中 SPI NAND Flash 在消费电子、工业、汽车电子等领域实现了全品类的产品覆盖。公司 38nm SLC NAND Flash 车规级产品容量覆盖 1Gb~4Gb，搭配车规级 SPI NOR Flash，为进入车用市场提供更多机会。	
MCU			公司已量产 DDR4、DDR3L 产品，在网络通信、电视、机顶盒、工业、智慧家庭等领域广泛应用。
MCU			公司 GD32 MCU 产品已成功量产 41 个产品系列、超过 500 款 MCU 产品，实现对通用型、低成本、高性能、低功耗、无线连接等主流应用市场的全覆盖。公司产品内核覆盖 ARM® Cortex®-M3、M4、M23、M33 及 M7，也是全球首个推出并量产基于 RISC-V 内核的 32 位通用 MCU 产品。
传感器			公司触控芯片支持 ITO 大阻抗、单层多点、超窄边框功能，广泛应用于 OGS 触摸屏；产品通道数可包含从最小 26 通道到最大 72 通道，同时实现了从 1 英寸~20 英寸的屏幕尺寸全覆盖。公司指纹识别芯片多年来已在多款旗舰/高/中阶智能手机商用前置/后置/侧边电容和光学方案，成为市场主流方案商。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

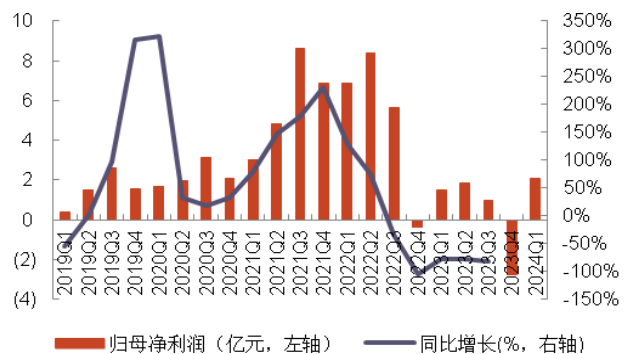
**24Q1 营收同环比增长，归母净利润扭亏。** 2023 年，公司营业收入 57.61 亿元，同比下降 29.41%；归母净利润 1.61 亿元，同比下降 92.15%。2024 年一季度，公司营业收入 16.27 亿元，同比增长 21.32%，环比增长 19.10%；归母净利润 2.05 亿元，同比增长 36.45%，环比扭亏为盈。

图 1：公司 2019-2024Q1 季度营收及同比增速



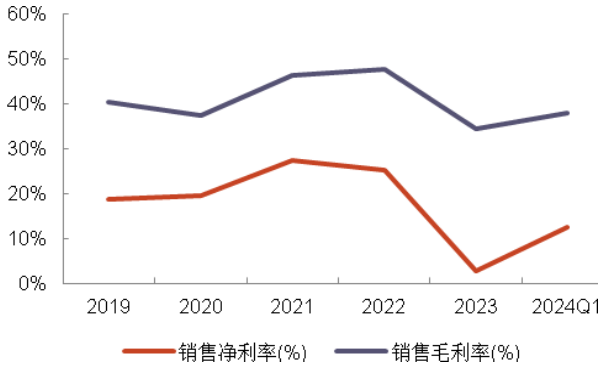
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司 2019-2024Q1 季度归母净利润及同比增速



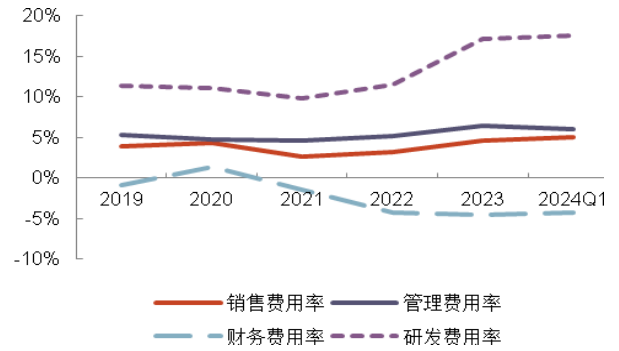
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3: 公司 2019-2024Q1 毛净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司 2019-2024Q1 各项费用率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

公司发布 2024 年股权激励计划, 24 年营收考核目标为 72.94 亿元。公司发布 2024 年股权激励计划, 拟向激励对象授予 678.14 万股股票期权, 约占激励计划草案公告时公司股本总额 6.67 亿股的 1.02%。公司本次股票期权激励计划设定以 2023 年营业收入 57.61 亿元为基数, 2024-2027 年营业收入增长率分别不低于 26.61%、49.63%、70.12%、104.84%, 即 2024 年-2027 年营业收入值分别不低于 72.94 亿元、86.20 亿元、98.00 亿元、118.00 亿元的业绩考核目标。公司股权激励目标彰显管理层信心, 公司营业收入有望继续保持增长趋势。

## 2、利基型存储市场拐点来临

### 2.1 利基型 DRAM 价格领涨, SLC NAND 和 NOR Flash 触底反弹

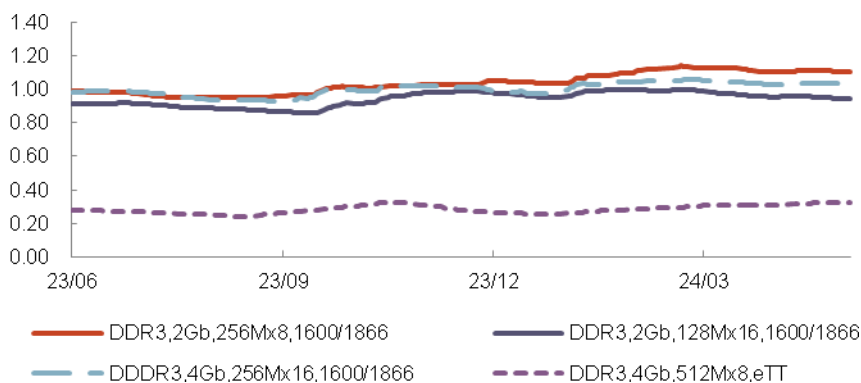
原厂控产效果显著, 带动存储行业高速增长。据 TrendForce 集邦咨询研究显示, 受惠于备货动能回温, 以及三大原厂控产效益显现, 主流产品的合约价格走扬, 带动 2023 年第四季全球 DRAM 产业营收达 174.6 亿美元, 季增 29.6%。

NAND 产业方面, 2023 年第四季 NAND Flash 产业营收达 114.9 亿美元, 季增 24.5%。主要受惠于终端需求因年终促销回温, 加上零部件市场因追价而扩大订单动能, 位元出货较去年同期旺盛; 同时企业方面持续释出 2024 年需求表现优于 2023 年的看法, 且启动策略备货。

利基存储市场中, DRAM 价格率先反弹。受益于原厂减产、大宗存储价格增长以及原厂对 HBM、DDR5 产能切换, 利基型 DRAM 价格在 23Q3 触底后开始持续反弹, 领涨利基型存储市场。

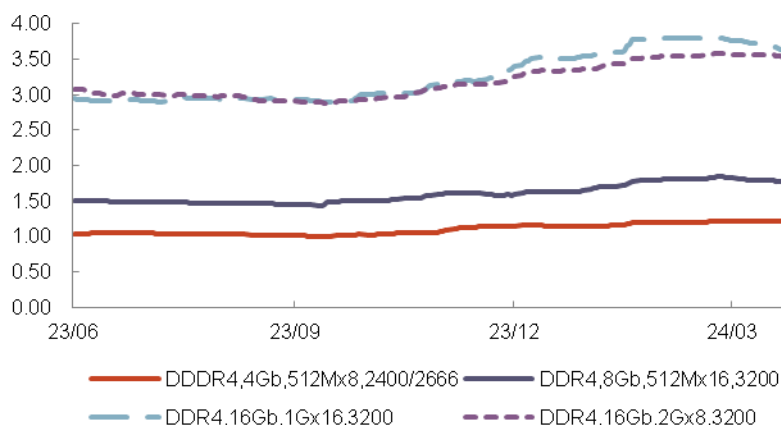
价格方面, DDR3 与利基型 DDR4 在 23Q3 已经触底, 并且持续反弹。根据 DRAMeXchange 数据, DDR3 的 2Gb 与 4Gb 现货价格均在 23 年 7 月-8 月之间触底, 截止 2024 年 5 月 3 日, 其现货价格相比最低点的价格分别上涨了 16.3% 与 11.0%, 相比 2024 年 1 月 1 日的价格分别上涨了 6.3% 与 3.2%。利基型 DDR4 方面, 根据 DRAMeXchange 数据, DDR4 的 4Gb 与 8Gb 均在 2023 年 9 月触底, 截止 2024 年 5 月 3 日, 其现货价格相比最低点的价格分别上涨了 21.8% 与 22.2%, 相比 2024 年 1 月 1 日的价格分别上涨了 6.9% 与 5.8%。

图 5: 23 年 6 月至 24 年 5 月 DDR3 典型料号现货价格走势



资料来源: DRAMeXchange, 光大证券研究所整理 注: 数据截至 2024 年 5 月 3 日

图 6: 23 年 6 月至 24 年 5 月 DDR4 典型料号现货价格走势



资料来源: DRAMeXchange, 光大证券研究所整理 注: 数据截至 2024 年 5 月 3 日

**24Q2 DRAM 和 NAND 合约价涨幅上修。**据 TrendForce 集邦咨询最新预估, 24Q2 DRAM 合约价季涨幅将上修至 13~18%; NAND Flash 合约价季涨幅同步上修至约 15~20%, 全线产品仅 eMMC/UFS 价格涨幅较小, 约 10%。台湾 2024 年 4 月 3 日地震后, 市场零星传出有 PC OEM 供应商出于特殊考量, 接受高昂的 DRAM 及 NAND Flash 合约价涨幅, 但仅是零星成交情况。至 4 月下旬, 行业内陆续完成新一轮合约价议价后, 涨幅较原先预期扩大, TrendForce 集邦咨询上修 24Q2 DRAM、NAND Flash 合约价涨幅。除了反映买方欲支撑在手库存的价值, 关键更包含供需两端对 AI 市场展望的考量。

表 2: 24Q1-24Q2 DRAM 和 NAND Flash 合约价涨幅预测

产品	24Q1	24Q2
DRAM	上涨 20%	上涨 13%-18%
NAND Flash	上涨 23%-28%	上涨 15%-20%

资料来源: TrendForce 24 年 5 月预估, 光大证券研究所

产能规划方面, 三星 2023Q4 DRAM 大幅减产, 在库存压力改善后, 2024Q1 投片开始回升, 稼动率约为 80%。2024 年下半年旺季, 需求预期将较 2024 年上

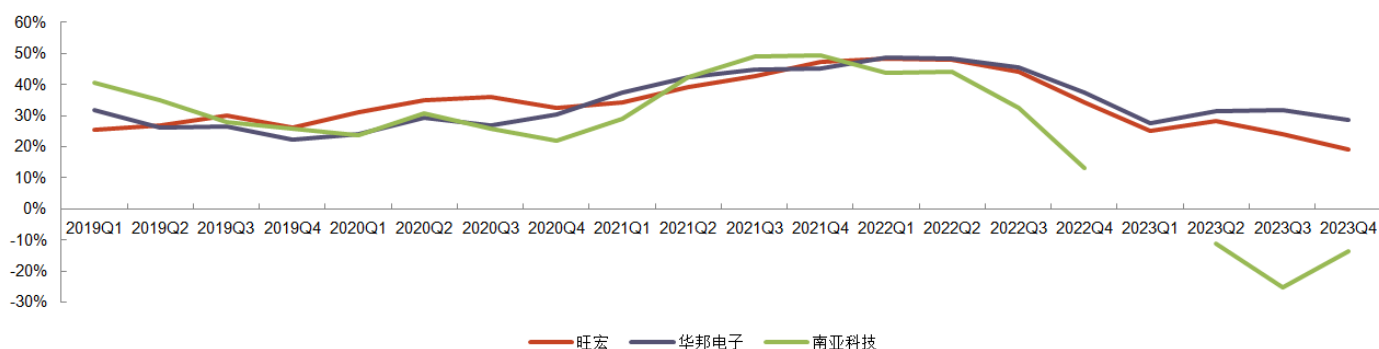
半年明显增温，产能会持续拉高至第四季。SK 海力士则积极扩张 HBM 产能，投片量缓步增加，随着 HBM3e 量产后，相关先进制程投片亦持续上升。美光投片量有回温趋势，后续将积极增加其先进制程 1beta nm 比重，用于生产 HBM、DDR5 与 LPDDR5(X) 产品，因先进制程的设备增加，届时产能将较为收敛。原厂 DRAM 产能的减产以及 HBM、DDR5 等芯片占比的提升，将持续挤压利基型存储的产能，改善供需结构，为价格上涨提供支撑。

**SLC NAND 与 NOR Flash 价格触底，AI 服务器、PC 与手机拉动行业需求。** SLC NAND 方面，根据 DRAMeXchange 数据，以 2Gb 容量为例，其产品价格 23 年 9 月触底企稳，截止 2024 年 5 月 3 日，其价格相比最低点增长 3.7%。NOR Flash 方面，中大容量产品价格已经处于底部，随着需求的拉动，价格有望提升。

生成式 AI 为当前电子行业带来诸多机遇，NOR flash 在 AI 服务器中的应用大幅上升，例如 GPU 的增加将带动终端设备增长 40-60 颗 NOR Flash，其搭配的网卡等周边设备也将采用 NOR Flash 存储。此外，边缘侧的 AI 应用例如 AI PC 与 AI 手机也需要额外的 NOR Flash 资源，将有望带动 NOR Flash 市场需求提升。

## 2.2 台湾利基型存储厂商业绩回暖

图 7: 华邦电子、旺宏和南亚科 2019-2023 年季度毛利率

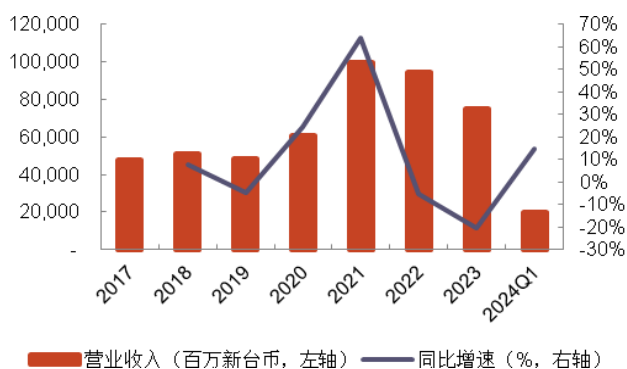


资料来源: Wind, 光大证券研究所

华邦电子 2024 年一季度实现营收 201.21 亿元新台币，同比增长 15%。华邦电子连续四个月营收同比增长，2024 年 1-3 月分别实现营收 64.03、62.07 和 74.11 亿元新台币，同比增长 31%、8%和 9%，环比-2%、-3%和+21%。在资本开支方面，华邦电子预估 2024 年在存储方面的资本开支为 174 亿元新台币，对比 2023 年已支出的资本开支 127 亿元新台币，同比增长 37%。

华邦电子认为存储行业处于周期上升阶段。Flash 方面，华邦电子认为终端需求增长约为 5%，单机容量 (content per box) 增加；其中 SLC NAND 有望于 2024 年下半年达到供需平衡，2025 年可能供给紧张。DRAM 方面，华邦电子认为 DRAM 行业有望于 2024 年达到供需平衡，IoT、网络、安防和电视行业需求强劲；高阶市场会因为库存调整完成及产能控制迎来价格反弹，利基型产品价格有望提升。此外，华邦电子认为边缘 AI 会是下一个关注重点。

图 8: 华邦电子 2017-2024Q1 营收及同比增速



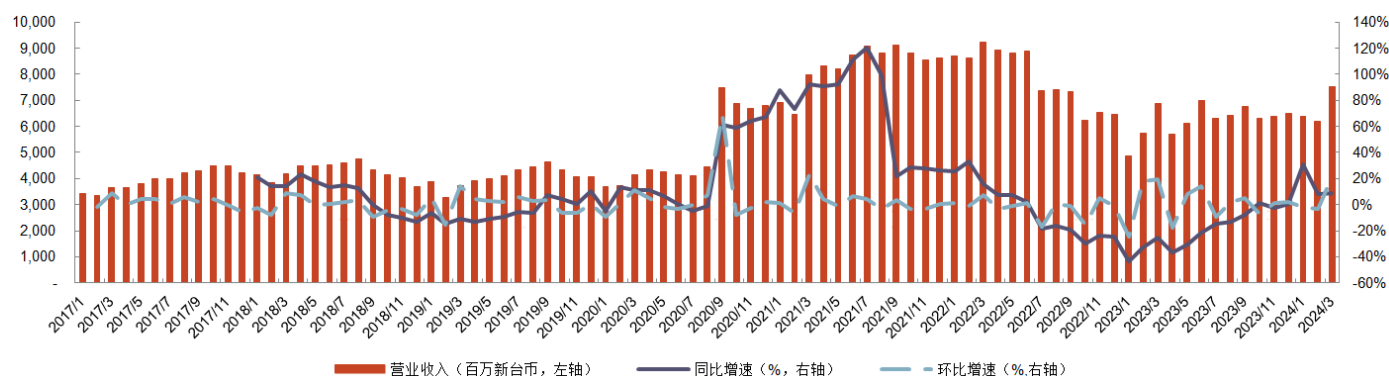
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 9: 华邦电子 2017-2023 年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

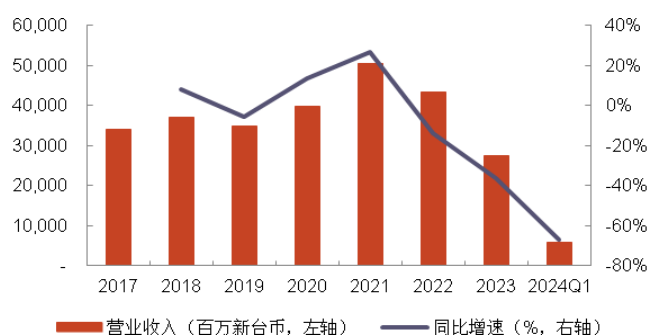
图 10: 华邦电子 2017-2024 年 3 月月度营收及同环比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

**旺宏: 2024 年 3 月营收环比增长。**旺宏 2024Q1 实现营收 57.60 亿元新台币; 2024 年 1-3 月分别实现营收 19.14、17.33 和 21.13 亿元新台币, 环比+4%、-9% 和+22%, 2024 年 3 月营收环比增长显著。

图 11: 旺宏 2017-2024Q1 营收及同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

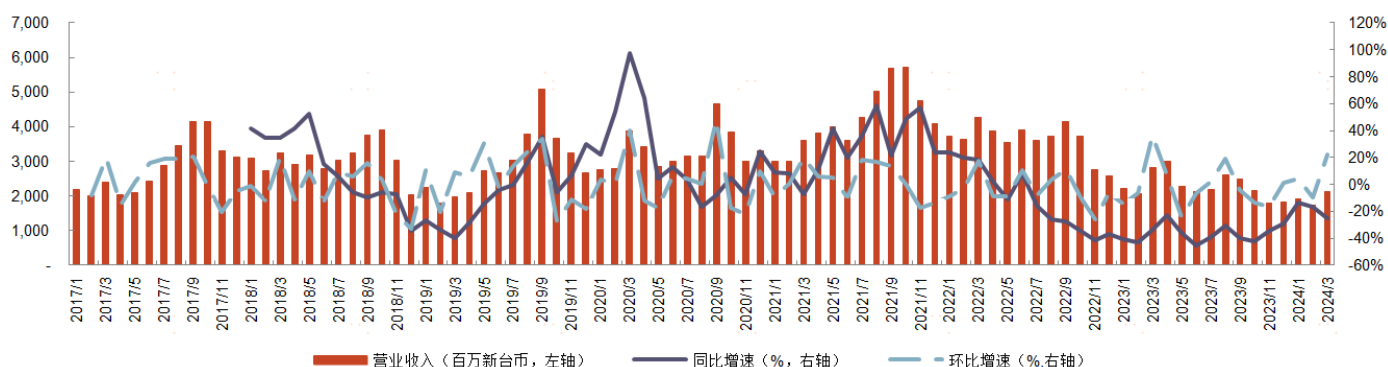
图 12: 旺宏 2017-2023 年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所



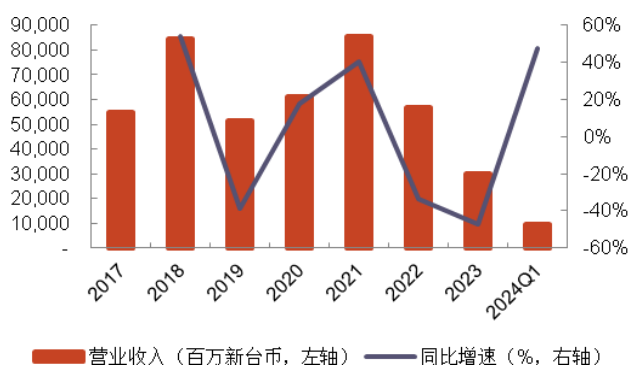
图 13: 旺宏 2017-2024 年 3 月月度营收及同环比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

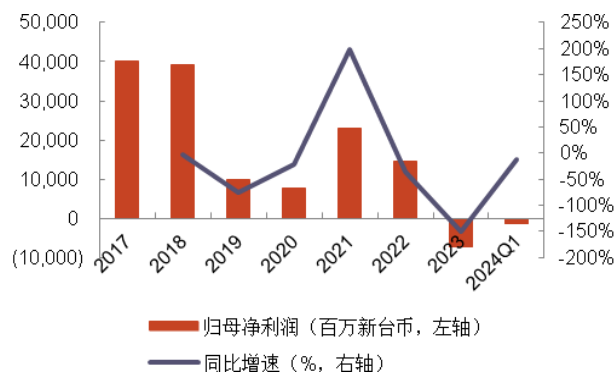
**南亚科: 24 年一季度营收同比大幅提升。** 公司已经公布 2024 年一季度业绩, 单季度营业收入为 95.03 亿元新台币, 环比增长 9.2%, 同比增长 48%。公司毛利率改善至 -2.9%。从月度营收看, 南亚科 2024 年 1-3 月营收同比增长分别为 35.9%、50.5%、58.0%, 呈现加速趋势。公司预期 2024 年 DRAM 市场稳步复苏。

图 14: 南亚科 2017-2024Q1 营收及同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

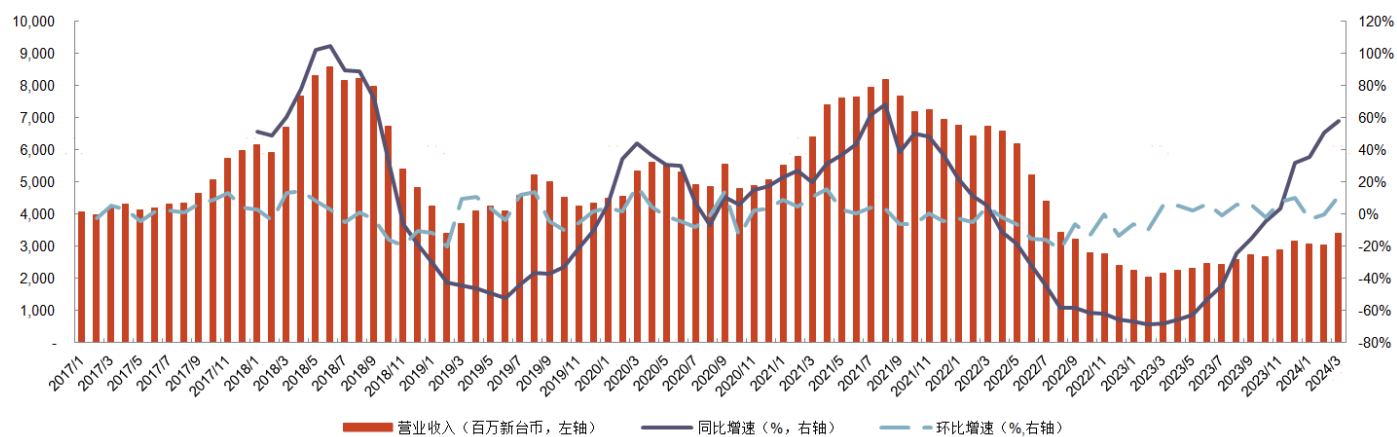
图 15: 南亚科 2017-2024Q1 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

南亚科 2024Q1 资本开支为 29 亿元新台币, 预计 2024 年全年资本开支会达到 260 亿元新台币, 其中 WFE 领域的资本开支大约占 50%。在出货量方面, 南亚科 2024Q1 出货量环比低个位数增长, 公司预计 2024 年全年出货量将会同比增长超过 20%。

图 16：南亚科 2017-2024 年 3 月月度营收及同环比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/167002104152006112>