

兆易创新 (603986.SH) Q4 毛利率短期受挫，卡位优势依旧显著

2021年04月20日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

刘翔 (分析师)

曹旭辰 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

caoxuchen@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080019

日期	2021/4/19
当前股价(元)	170.60
一年最高最低(元)	305.60/147.03
总市值(亿元)	809.32
流通市值(亿元)	749.22
总股本(亿股)	4.74
流通股本(亿股)	4.39
近3个月换手率(%)	114.46

● 营收表现持续优秀，卡位优势依旧显著

受益于消费类市场需求的高度景气和新产品的量产销售，2020年公司营业收入为44.97亿元、同比增长40.39%，2020Q4公司营收为13.23亿元、同比增长32.42%、环比下降12.73%。受确认思立微业绩补偿款1.919亿元的影响，2020年归母净利润为8.81亿元、同比增长45.11%；倘若剔除思立微商誉减值的影响，2020年扣非归母净利润为6.83亿元、同比增长20.85%。考虑到公司卡位存储芯片、微控制器和传感器三大广阔赛道，我们微调2021-2022年盈利预测并新增2023年盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润为14.63/18.63/23.31亿元（2021-2022年原值分别为14.05/19.88亿元），EPS为3.08/3.93/4.91元，当前股价对应PE为55.3/43.4/34.7倍，维持“买入”评级。

● 2020Q4毛利率短期受挫，成本转嫁能力预将逐步体现

受大客户Q3拉货、汇率变动和产品结构变化的影响，2020Q4公司的毛利率由2020Q3的40.77%下降至29.49%。公司预估其2021产能将同比增长30%以上且供应端的涨价可向下传导，这意味着公司在2021年预将享有相对充足的产能和较高的毛利率水平。同时，随着公司NOR的制程由65nm向55nm演进，单片晶圆的芯片颗数将可增长20%-50%，这将进一步提升公司的毛利率水平。

● 高价格弹性产品深度受益景气周期，自研DRAM已在路上

由于公司的存储芯片和MCU均为通用类产品，下游需求的高度景气预将对公司产品的销量和价格产生较强的提振作用。对于NOR，预计2021-2022年NOR都将处于涨价周期；对于MCU，公司的产品预将深度受益于消费类市场的高度景气及海外巨头的产能短缺。对于自研产品，公司预计2021H1将推出19nm的DDR4产品，将成为利基型存储的平台型公司。

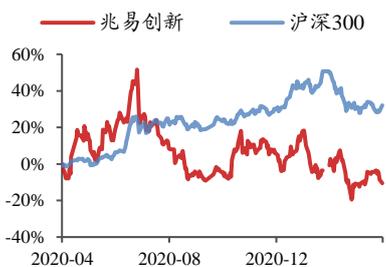
● **风险提示:** 上游产能持续趋紧；中美贸易摩擦不确定性加剧；产品研发进度具有一定不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,203	4,497	6,222	7,739	9,667
YOY(%)	42.6	40.4	38.4	24.4	24.9
归母净利润(百万元)	607	881	1,463	1,863	2,331
YOY(%)	49.9	45.1	66.1	27.4	25.1
毛利率(%)	40.5	37.4	41.1	40.5	40.8
净利率(%)	18.9	19.6	23.5	24.1	24.1
ROE(%)	11.6	8.2	12.3	13.8	15.0
EPS(摊薄/元)	1.28	1.86	3.08	3.93	4.91
P/E(倍)	133.3	91.9	55.3	43.4	34.7
P/B(倍)	15.5	7.6	6.8	6.0	5.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-存储芯片全平台布局，切入指纹识别新赛道》
-2020.7.22

目 录

1、 营收表现持续优秀，2020Q4 毛利率受到挫伤	3
2、 存储芯片单价显著提升，MCU 销量大幅增长	4
3、 高价格弹性产品深度受益景气周期	5
4、 盈利预测与投资建议	6
5、 风险提示	6
附： 财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 2020 年营业收入保持高速增长	3
图 2： 受业绩补偿影响，2020 年归母净利润大幅增长	3
图 3： 智能 LED 照明驱动营收占比快速提升	3
图 4： 随着销量提升，智能 LED 毛利率保持 38% 左右	3
图 5： 2020Q4 营收表现相对较好	4
图 6： 2020Q4 毛利率大幅下滑	4
图 7： 2020 年存储芯片营收保持快速增长	4
图 8： 2020 年 MCU 营收高速增长	4
图 9： 存储芯片销量小幅下滑、单价快速提升	5
图 10： MCU 销量大幅提升、单价持续下滑	5
图 11： 自 2020Q2 DRAM 设备营收显著提升（百万美元）	5
图 12： 自 2020Q2 NAND 设备营收显著提升（百万美元）	5
图 13： 预计 2021-2023 年全球 MCU 市场持续扩张	6
图 14： 预计 MCU 产品继续向 32 位升级（十亿美元）	6

1、营收表现持续优秀，2020Q4 毛利率受到挫伤

2020 年营业收入保持高速增长：受益于消费类、计算机等市场需求的高度景气以及新产品的量产销售，公司的存储芯片和微控制器业务营收均迎来了显著的增长，使得 2020 年公司营业收入为 44.97 亿元、同比增长 40.40%。

思立微商誉减值对净利润形成较大影响：如年报所述，受确认思立微业绩补偿款 1.919 亿元的影响（非经常性损益），2020 年归母净利润为 8.81 亿元、同比增长 45.11%。受计提思立微商誉减值 1.28 亿元的影响（经常性损益），2020 年扣非归母净利润为 5.55 亿元、同比增长-1.79%；倘若剔除商誉减值的影响，2020 年扣非归母净利润为 6.83 亿元、同比增长 20.85%。

图1：2020 年营业收入保持高速增长



数据来源：兆易创新年报、开源证券研究所

图2：受业绩补偿影响，2020 年归母净利润大幅增长

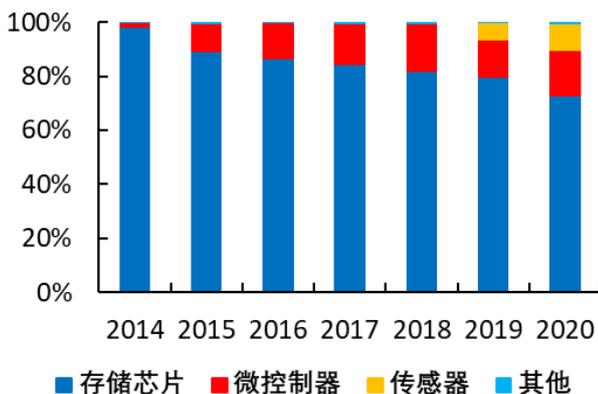


数据来源：兆易创新年报、开源证券研究所

产品丰富性提升，营收结构持续优化：随着微控制器和传感器营收的快速成长，公司的营收结构逐步优化，产品丰富性持续提升。

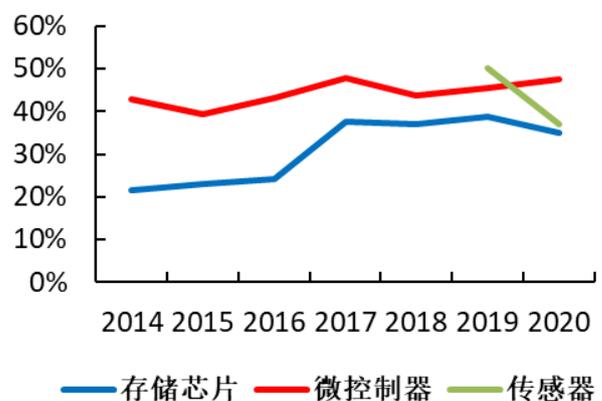
传感器和存储芯片毛利率下滑：如年报所述，受传感器和存储芯片毛利率下滑影响，2020 年公司整体毛利率水平由 2019 年的 40.52% 下降至 37.38%。对于存储芯片，毛利率较低的 DRAM 芯片营收占比的提升，使得存储芯片毛利率小幅下滑；对于传感器芯片，产品结构的变化和市场竞争的加剧迫使传感器芯片毛利率的下滑（如年报所示，2020 年传感器芯片单价由 2019 年的 7.56 元/颗、下降至 3.26 元/颗）。

图3：智能 LED 照明驱动营收占比快速提升



数据来源：兆易创新年报、开源证券研究所

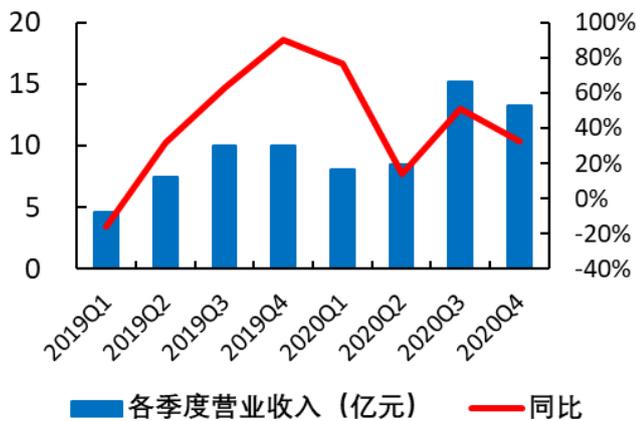
图4：随着销量提升，智能 LED 毛利率保持 38% 左右



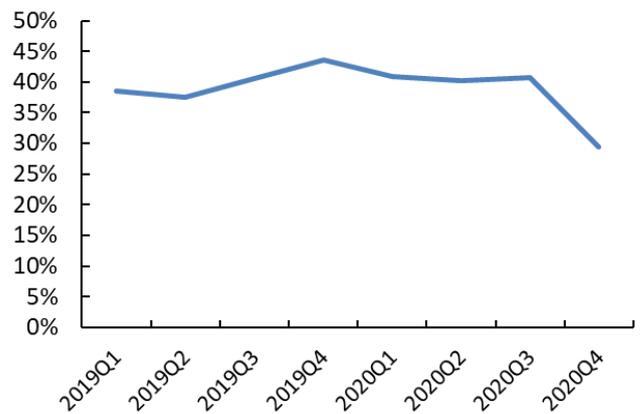
数据来源：兆易创新年报、开源证券研究所

2020Q4 营收表现相对较好，但净利润水平不佳：受益于下游需求高度景气，2020Q4 公司的营业收入为 13.23 亿元、同比增长 32.42%、环比下降 12.73%。受计提思立微商誉减值 1.28 亿元的影响（经常性损益），2020Q4 公司扣非归母净利润为 -0.20 亿元、同比下降 111.80%。

2020Q4 毛利率大幅下滑，毛利率水平预将逐步恢复：受低毛利率 DRAM 营收的大幅提升、传感器芯片毛利率的下滑和 NOR 芯片产品结构的变化三者的共同影响，2020Q4 公司的毛利率水平由 2020Q3 的 40.77% 下降至 29.49%。但是，基于公司存储芯片和微控制器芯片的下游需求仍处于景气周期的判断，我们认为公司 2020Q4 毛利率受挫仅为短期情况，2021 年公司的毛利率水平预将实现快速修复。

图5：2020Q4 营收表现相对较好


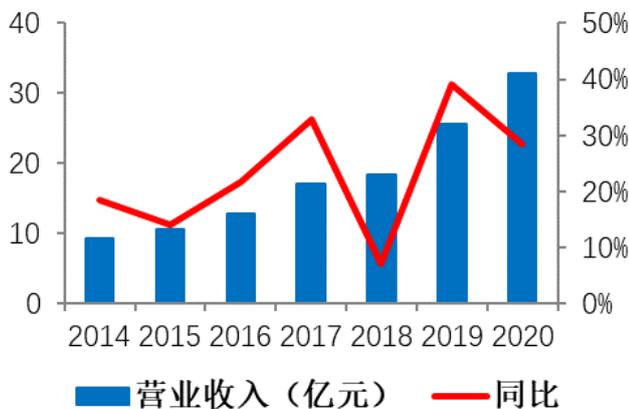
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020Q4 毛利率大幅下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、存储芯片单价显著提升，MCU 销量大幅增长

存储芯片和 MCU 芯片营收均高速增长：受益于消费类市场需求的高度景气及新产品的量产销售，2020 年公司存储芯片营收同比增长 28.45%，MCU 营收同比增长 70.14%。

图7：2020 年存储芯片营收保持快速增长


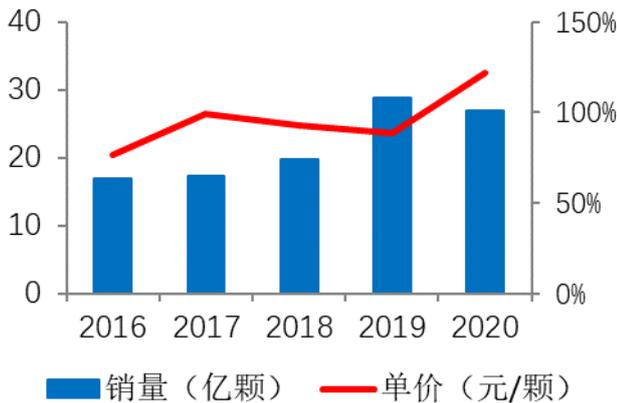
数据来源：兆易创新年报、开源证券研究所

图8：2020 年 MCU 营收高速增长

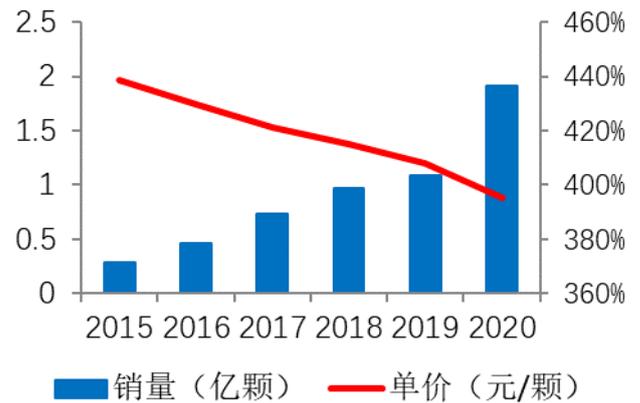

数据来源：兆易创新年报、开源证券研究所

存储芯片销量小幅下滑、单价大幅提升：如图 9 所示，受益于终端设备的快速迭代和高单价 DRAM 产品的销售，公司的存储芯片产品结构得到一定优化、大容量产品占比提升，使得公司存储芯片单价大幅提升。

MCU 销量大幅提升、单价持续下滑：由于公司的 MCU 为通用型产品，在 MCU 销量快速提升的情况下，2015-2020 年公司的 MCU 单价持续下滑，但 MCU 的毛利率呈持续走高趋势（从 2015 年的 39.34% 提升至 2020 年的 47.61%），体现出公司强大的成本控制能力。

图9：存储芯片销量小幅下滑、单价快速提升


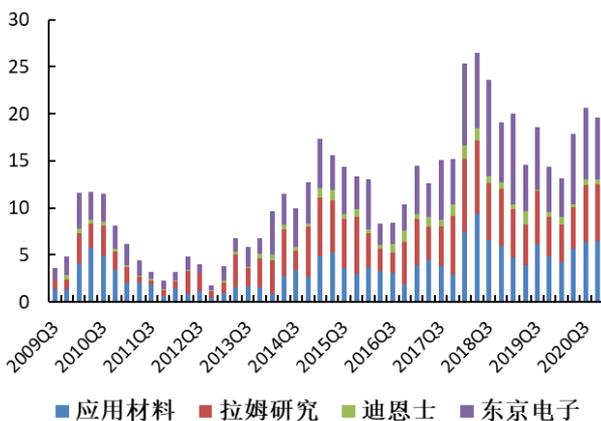
数据来源：兆易创新年报、开源证券研究所

图10：MCU 销量大幅提升、单价持续下滑


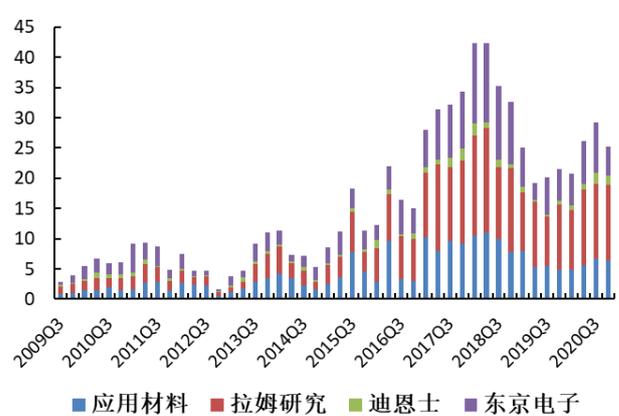
数据来源：兆易创新年报、开源证券研究所

3、高价格弹性产品深度受益景气周期

存储设备厂商营收的回暖预示着存储市场的逐步复苏：兆易创新重点布局的 NOR、SLC NAND 和利基型 DRAM 是受供需情况、迭代速度影响的周期性产品。如图 11 和图 12 所示，自 2020 年第二季度以来，DRAM 和 NAND 设备厂商营收水平均呈现大幅增长态势，且 DRAM 设备营收的反弹更为显著。我们认为存储设备厂商的营收情况反映了三星、海力士、美光等存储大厂对存储市场景气度的判断，而此次存储设备营收的大幅回暖预示着存储芯片制造厂商对未来需求的看好，且兆易创新的存储芯片营收将深度受益于下游需求的高度景气。

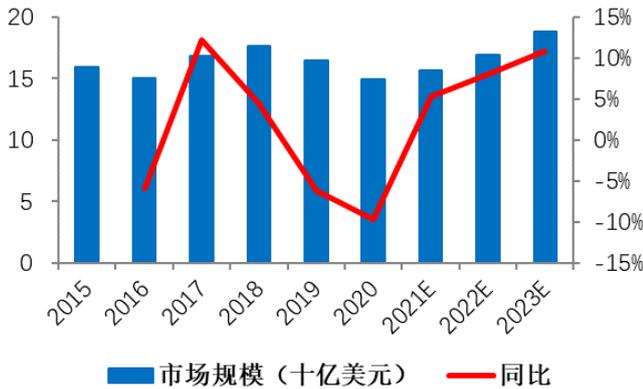
图11：自 2020Q2 DRAM 设备营收显著提升(百万美元)


数据来源：各公司官网、开源证券研究所

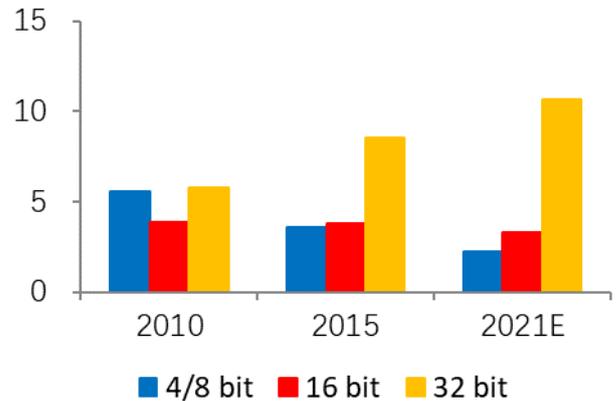
图12：自 2020Q2 NAND 设备营收显著提升(百万美元)


数据来源：各公司官网、开源证券研究所

MCU 市场迎来复苏拐点，32 位趋势持续推进：根据 IC Insights 预测，受益于下游需求的高度景气和产品迭代的快速，预计 2021-2023 年全球 MCU 市场将呈现出持续扩张趋势。如图 14 所示，随着终端设备功能丰富的持续提升，全球 MCU 产品正逐步向 32 位升级，且兆易创新的 MCU 重点布局 32 位产品，这意味着兆易创新的 MCU 顺应了全球 MCU 产品的发展趋势。

图13: 预计 2021-2023 年全球 MCU 市场持续扩张


数据来源：IC Insights、开源证券研究所

图14: 预计 MCU 产品继续向 32 位升级 (十亿美元)


数据来源：IC Insights、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

公司是国内存储芯片和微控制器的龙头厂商。我们认为存储芯片市场是个持续扩张的优质赛道，然而，受制于存储芯片厂商集中化趋势愈发严重以及存储芯片市场进入壁垒的持续提高，国产厂商在主流存储芯片市场的竞争中步履维艰。在广阔的存储芯片市场中，兆易创新选择弯道超车，避免与国际龙头厂商进行直面竞争，同时，随着 TWS、屏下存储等新兴需求的高速增长，兆易创新的 NOR 芯片市场规模呈快速扩张趋势。依托于 MCU、NOR、SLC NAND 三个业务的稳定业绩支撑，兆易创新成功并购了思立微，与合肥长鑫成功合作完成了 DRAM 芯片研发、销售，未来将通过多个业绩增长点实现腾飞。

考虑到公司卡位存储芯片、微控制器和传感器三大广阔赛道，我们微调 2021-2022 年盈利预测并新增 2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 14.63/18.63/23.31 亿元（2021-2022 年原值分别为 14.05/19.88 亿元），EPS 为 3.08/3.93/4.91 元，当前股价对应 PE 为 55.3/43.4/34.7 倍。

5、风险提示

上游产能供给持续吃紧，公司的供应链风险存在不确定性；

全球微控制器市场高度竞争，公司需要持续优化成本；

思立微的业绩表现存在较大不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2869	8729	10144	11641	13916
现金	1970	7362	8344	9662	11373
应收票据及应收账款	191	235	355	379	537
其他应收款	9	18	20	28	32
预付账款	8	2	12	6	16
存货	629	739	1043	1195	1586
其他流动资产	62	372	372	372	372
非流动资产	3304	2982	3127	3279	3491
长期投资	15	19	21	24	26
固定资产	557	694	773	823	919
无形资产	253	338	400	474	558
其他非流动资产	2479	1931	1933	1959	1988
资产总计	6174	11711	13272	14920	17407
流动负债	678	776	1117	1150	1562
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	395	423	642	696	967
其他流动负债	283	353	475	454	594
非流动负债	269	240	263	287	303
长期借款	82	0	23	46	62
其他非流动负债	187	240	240	240	240
负债合计	947	1017	1381	1436	1864
少数股东权益	1	0	-2	-5	-9
股本	321	472	660	660	660
资本公积	3213	7521	7332	7332	7332
留存收益	1695	2752	3884	5313	7084
归属母公司股东权益	5225	10694	11893	13489	15551
负债和股东权益	6174	11711	13272	14920	17407

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	967	1060	1327	1662	2133
净利润	605	880	1461	1860	2328
折旧摊销	110	189	167	171	212
财务费用	-26	61	-111	-114	-120
投资损失	-15	-71	-36	-31	-38
营运资金变动	259	94	-98	-153	-159
其他经营现金流	34	-93	-57	-71	-88
投资活动现金流	-668	318	-220	-221	-297
资本支出	277	361	143	149	209
长期投资	-158	607	-2	-3	-3
其他投资现金流	-550	1287	-79	-75	-91
筹资活动现金流	714	4125	-125	-123	-125
短期借款	-78	0	0	0	0
长期借款	-131	-82	23	23	16
普通股增加	36	151	189	0	0
资本公积增加	2478	4308	-189	0	0
其他筹资现金流	-1592	-251	-148	-146	-141
现金净增加额	1030	5390	982	1318	1711

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3203	4497	6222	7739	9667
营业成本	1905	2816	3667	4604	5723
营业税金及附加	22	18	27	39	49
营业费用	125	194	249	310	387
管理费用	171	215	280	310	387
研发费用	363	498	622	696	870
财务费用	-26	61	-111	-114	-120
资产减值损失	-41	-151	0	0	0
其他收益	40	98	0	0	0
公允价值变动收益	0	226	57	71	88
投资净收益	15	71	36	31	38
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	661	939	1581	1996	2498
营业外收入	22	7	16	17	16
营业外支出	40	8	13	16	19
利润总额	644	939	1584	1997	2495
所得税	38	59	123	137	167
净利润	605	880	1461	1860	2328
少数股东损益	-2	-0	-2	-3	-3
归母净利润	607	881	1463	1863	2331
EBITDA	700	907	1516	1899	2393
EPS(元)	1.28	1.86	3.08	3.93	4.91

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	42.6	40.4	38.4	24.4	24.9
营业利润(%)	58.5	42.0	68.3	26.2	25.2
归属于母公司净利润(%)	49.9	45.1	66.1	27.4	25.1
获利能力					
毛利率(%)	40.5	37.4	41.1	40.5	40.8
净利率(%)	18.9	19.6	23.5	24.1	24.1
ROE(%)	11.6	8.2	12.3	13.8	15.0
ROIC(%)	10.2	6.2	10.3	11.8	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	15.3	8.7	10.4	9.6	10.7
净负债比率(%)	-33.8	-67.6	-68.8	-70.2	-71.8
流动比率	4.2	11.2	9.1	10.1	8.9
速动比率	3.2	10.2	8.1	9.0	7.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	21.8	21.1	21.1	21.1	21.1
应付账款周转率	5.7	6.9	6.9	6.9	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.28	1.86	3.08	3.93	4.91
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	2.23	2.80	3.50	4.50
每股净资产(最新摊薄)	11.01	22.54	25.07	28.43	32.78
估值比率					
P/E	133.3	91.9	55.3	43.4	34.7
P/B	15.5	7.6	6.8	6.0	5.2
EV/EBITDA	158.3	115.8	68.7	54.2	42.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn