

公司研究

Nor Flash 受益景气周期，MCU 加速国产替代

——兆易创新（603986.SH）2020 年年报点评

买入（维持）

当前价：171.8 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

联系人：栾玉民

luanyumin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.74
总市值(亿元)	825.46
一年最低/最高(元)	147.03/295.00
近3月换手率	107.63%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.77	-12.66	-37.56
绝对	2.35	-22.67	-8.68

资料来源：Wind

要点

事件：

2021年4月16日，兆易创新发布2020年年报：公司2020年营业收入为44.97亿元，同比增长40.40%；实现归母净利润8.81亿元，同比增长45.11%；实现扣非归母净利润5.55亿元，同比下降1.79%。公司2020年经营活动现金流净额为10.6亿元。

点评：

业绩符合预期，Nor Flash+MCU 主业高速增长。公司2020年实现归母净利润8.81亿元，同比增长40%，扣非归母净利润5.55亿元，同比下降1.79%。公司2020年业绩中一部分来源于2019年收购的子公司思立微的影响，该影响包括2020年对收购思立微形成的商誉进行计提减值准备1.28亿元，思立微业绩未达预期向公司支付的补偿款2.26亿元，该补偿款税后收益净额为1.9亿元，思立微净利润为-0.3亿元，若剔除思立微的影响，公司2020年归母净利润为8.3亿元，同比增长39%。

收入拆分来看，公司2020年存储芯片销售收入为32.83亿元，同比增长28.45%，毛利率为35%。公司2020年微控制器收入为7.55亿元，同比增长70.1%，毛利率为47.6%。存储器芯片和微控制器MCU均实现了快速增长。另外公司2020年传感器收入为4.5亿元，同比增长121.66%，毛利率为37%。公司传感器业务实现高速增长的主要原因系2019年思立微并表时间区间为2019年6-12月，并表收入约2.03亿元，若以思立微2019年全年实际收入为基数，思立微2020年营收增速约为29%。

公司2020年毛利率为37.38%，较上年下降3.14pcts，净利率为19.58%，较上年增长0.68pcts。公司整体毛利率有所下降的主要原因系公司2020年开始代销目前毛利率较低的DRAM产品以及传感器业务毛利率因价格战下降较多所致。

DRAM 进展顺利，新市场的开拓有望打开公司新成长空间。公司2020年6月公司募集资金43亿元研发1Xnm（19nm、17nm）工艺制程的DRAM技术，设计和开发DDR3、LPDDR3、DDR4、LPDDR4的DRAM芯片，公司持续推进和合肥12英寸晶圆厂的合作，开展代销，代工和联合开发的合作模式。2020年公司已在IPTV、手机、TV和信创等领域获得了DRAM客户的订单，公司预计将于2021年上半年推出第一颗自有品牌DRAM产品，主要面向IPC、TV等消费类利基市场。目前行业内利基型DRAM主流工艺节点为3X-20nm，公司即将推出的产品为19nm，竞争实力较强。

MCU 业绩靓丽，国产龙头加速国产替代。公司2020年MCU收入7.55亿元，同比增长70%，毛利率为47%，相较2019年提升2.2pcts。公司是国内32位MCU产品龙头厂商，目前已经拥有360余个产品型号，28个系列产品，覆盖ARM Cortex系列M3\M4\M23\M33等架构，同时也是全球首个发布基于RISC-V内核的32位通用MCU产品的厂商。公司目前MCU产品正在积极导入国外大厂，并由消费电子领域向工控领域拓展，公司MCU产品加速国产替代。

Nor Flash 价格上涨背景下产能积极扩充，量价齐升下公司业绩有望快速增长。由于下游需求向好叠加晶圆产能紧张，nor Flash产品处于涨价景气周期中，另外公司在华虹积极扩产，产能处于持续爬坡中，公司产品亦从65nm向55nm制程积极切换，高端制程下公司成本端得到控制，公司21年nor flash业绩有望实现快速增长。

盈利预测、估值与评级：公司是国际领先的 Nor Flash 厂商，受益物联网需求拉动及 Nor Flash 高景气度，公司 Nor Flash 主业有望实现高速增长。另外公司作为国内领先的 MCU 厂商，市场份额不足 1%，国产替代空间巨大。公司与合肥长鑫开展 DRAM 代工合作，未来有望步入新的发展阶段。我们看好兆易创新未来长期广阔的发展空间，我们维持公司 2021-2022 年净利润分别为 13.69、17.08 亿元，预计公司 23 年归母净利润为 21.27 亿元，对应 PE 分别为 60x、48x、38x，维持“买入”评级。

风险提示：行业周期性风险，人才流失风险，汇兑损益风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,202.92	4,496.89	6,544.75	8,588.81	10,449.21
营业收入增长率	42.62%	40.40%	45.54%	31.23%	21.66%
净利润 (百万元)	606.92	880.70	1,369.37	1,707.92	2,127.11
净利润增长率	49.85%	45.11%	55.49%	24.72%	24.54%
EPS (元)	1.89	1.87	2.89	3.60	4.48
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.61%	8.24%	11.61%	13.13%	14.74%
P/E	91	92	60	48	38
P/B	11	8	7	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-20。注：2019/2020 年股本分别为 3.2/4.7 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,203	4,497	6,545	8,589	10,449
营业成本	1,905	2,816	3,996	5,248	6,366
折旧和摊销	93	167	109	110	110
税金及附加	22	18	52	60	73
销售费用	125	194	209	344	387
管理费用	171	215	295	405	470
财务费用	-26	61	-98	-98	-101
研发费用	363	498	654	859	1,045
投资收益	15	71	10	10	10
营业利润	661	939	1,491	1,841	2,292
利润总额	644	939	1,510	1,870	2,316
所得税	38	59	91	112	139
净利润	605	880	1,419	1,758	2,177
少数股东损益	-2	0	50	50	50
归属母公司净利润	607	881	1,369	1,708	2,127
EPS(按最新股本计, 元)	1.89	1.87	2.89	3.60	4.48

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	967	1,060	901	1,421	1,886
净利润	607	881	1,369	1,708	2,127
折旧摊销	93	167	109	110	110
净营运资金增加	405	720	1,607	1,356	1,218
其他	-137	-708	-2,184	-1,752	-1,569
投资活动产生现金流	-668	318	350	-15	10
净资本支出	-276	-361	45	0	0
长期投资变化	15	19	0	0	0
其他资产变化	-407	661	305	-15	10
融资活动现金流	714	4,125	-166	-399	-603
股本变化	36	151	3	0	0
债务净变化	-200	-92	0	0	0
无息负债变化	183	161	413	348	322
净现金流	1,030	5,390	1,084	1,008	1,294

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	40.5%	37.4%	38.9%	38.9%	39.1%
EBITDA 率	25.2%	26.5%	22.8%	21.5%	21.9%
EBIT 率	21.8%	22.3%	21.1%	20.2%	20.9%
税前净利润率	20.1%	20.9%	23.1%	21.8%	22.2%
归母净利润率	18.9%	19.6%	20.9%	19.9%	20.4%
ROA	9.8%	7.5%	10.7%	11.8%	13.0%
ROE (摊薄)	11.6%	8.2%	11.6%	13.1%	14.7%
经营性 ROIC	16.7%	20.0%	21.3%	22.2%	24.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	15%	9%	11%	12%	13%
流动比率	4.23	11.24	8.46	7.67	7.38
速动比率	3.30	10.29	7.12	6.27	5.95
归母权益/有息债务	56.86		NA	NA	NA
有形资产/有息债务	49.29		NA	NA	NA

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	6,174	11,711	13,279	14,888	16,684
货币资金	1,970	7,362	8,447	9,454	10,748
交易性金融资产	18	305	10	10	10
应收帐款	187	172	359	471	573
应收票据	4	63	0	0	0
其他应收款 (合计)	9	18	0	0	0
存货	629	739	1,673	2,237	2,740
其他流动资产	42	65	65	65	65
流动资产合计	2,869	8,729	10,575	12,265	14,169
其他权益工具	792	540	540	540	540
长期股权投资	15	19	19	19	19
固定资产	557	694	595	495	393
在建工程	1	17	13	9	7
无形资产	225	293	287	282	276
商誉	1,309	1,181	1,181	1,181	1,181
其他非流动资产	94	7	7	7	7
非流动资产合计	3,304	2,982	2,704	2,623	2,516
总负债	947	1,017	1,430	1,778	2,100
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	377	423	799	1,050	1,273
应付票据	18	0	40	52	64
预收账款	25	0	65	86	104
其他流动负债	-40	-38	-38	-38	-38
流动负债合计	678	776	1,250	1,598	1,920
长期借款	82	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	154	177	177	177	177
非流动负债合计	269	240	179	179	179
股东权益	5,226	10,694	11,849	13,110	14,584
股本	321	472	474	474	474
公积金	3,374	7,764	7,761	7,761	7,761
未分配利润	1,534	2,509	3,615	4,826	6,250
归属母公司权益	5,225	10,694	11,799	13,010	14,434
少数股东权益	1	0	50	100	150

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4%	4%	3%	4%	4%
管理费用率	5%	5%	5%	5%	5%
财务费用率	-1%	1%	-1%	-1%	-1%
研发费用率	11%	11%	10%	10%	10%
所得税率	6%	6%	6%	6%	6%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.38	0.56	1.05	1.48	1.84
每股经营现金流	3.01	2.25	1.90	3.00	3.98
每股净资产	16.27	22.68	24.87	27.43	30.43
每股销售收入	9.98	9.54	13.80	18.10	22.03

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	91	92	60	48	38
PB	10.6	7.6	6.9	6.3	5.6
EV/EBITDA	69	64	51	41	33
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE