

Q1 业绩大幅增长, 存储+MCU 齐头并进

投资要点

- **业绩总结:** 公司披露 2021 年一季报业绩, 2021Q1 实现营收 16.0 亿元, 同比 99.1%, 实现归母净利润 3.0 亿元, 同比增长 79.4%, 实现扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 85.5%。
- **2021Q1 业绩环比持续保持较快增长, MCU+存储齐头并进。** 公司 2021Q1 实现营收 16.0 亿元, 同比增长 99.1%, 环比 20Q4 单季营收 13.23 亿元实现增长 21.2%, 我们认为主要系存储及 MCU 持续放量增长带动。
- **Nor Flash 产品持续切入高端存储领域, 成长空间持续打开。** 长期来看, 公司 GD25 产品 SPI NOR Flash 产品系列当前已满足车规级 AEC-Q100 认证, 未来将持续打开汽车市场广阔空间。同时公司 Nor 制程当前由 65nm 向 55nm 偏移, 单片晶圆的芯片颗数将可有较大增长, 公司产品毛利率水平预期未来将进一步提升。
- **MCU 产品国产替代开始逐渐放量增长。** 公司 2020 年推出基于 ARM Cortex M 内核的 GD32 系列, 布局光模块及工控系列应用场景, 依靠超值性价比放量出货。同时公司继续推出通用型 RISC-V 架构 GD32 系列产品, 发力工控/家电/车用等市场。2020H2 公司 MCU 增长迅速放量, 预期 21 年将延续快速增长。
- **DRAM 项目布局多年, 自有品牌新品 2020H1 即将推出。** 公司 2020 年开始代销售合肥长鑫 DRAM 产品, 并积极自研 19nm / 17nm 制程技术, 设计和开发 DDR3, LPDDR3, DDR4, LPDDR4 系列 DRAM 芯片, 同时持续推进合肥 12 英寸晶圆打印机研发项目合作, 目前产品已切入 IPTV, 手机, TV, 信创等领域。自有品牌 19nm 产品预计 2021 年上半年推出, 主要面向 IPC, TV 等消费类利基市场。
- **盈利预测与投资建议。** 给予公司 2021-2023 年营收 62.5/82.3/95.8 亿元, 对应归母净利润 12.8/17.1/20.1 亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 存储业务研发生产不及预期; 行业景气度下行风险; 传感器渗透率不及预期; 股东减持风险等。

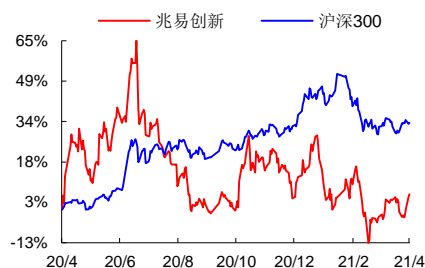
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4496.89	6248.79	8233.66	9578.86
增长率	40.40%	38.96%	31.76%	16.34%
归属母公司净利润(百万元)	880.70	1287.64	1714.89	2013.92
增长率	45.11%	46.21%	33.18%	17.44%
每股收益 EPS(元)	1.87	2.71	3.61	4.25
净资产收益率 ROE	8.23%	7.92%	9.65%	10.31%
PE	100	69	51	44
PB	8.20	5.44	4.98	4.53

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.74
流通 A 股(亿股)	4.39
52 周内股价区间(元)	153.37-305.6
总市值(亿元)	882.33
总资产(亿元)	125.59
每股净资产(元)	23.29

相关研究

1. 兆易创新(603986): Q3 业绩再创新高, 看好需求景气延续 (2020-10-30)
2. 兆易创新(603986): 中报业绩再创新高, 顺势创新助力发展 (2020-08-28)

关键假设：

假设 1：存储芯片销售：公司当前存储由 Nor Flash 和 NAND Flash 扩展到 DRAM 上，当前公司产品逐渐切入高端存储市场领域，预期公司营收增速将要显著高于全球平均增速。考虑产品涨价因素，我们预计 2021-2023 年存储芯片订单额将保持 40%/30%/10% 增长，预期 2021-2023 年毛利率水平将保持在 37% 左右。

假设 2：微控制器销售：伴随公司 2020H2,MCU 开始量产放量，预期自 2021 年起也将快速增长，预计 2021-2023 年微控制器订单额均保持 40%/35%/35% 的增长，伴随公司 MCU 逐渐切入 32 位高端市场，毛利率水平有较提升，预期 21-23 年毛利率将保持在 50% 左右。

假设 3：传感器：公司传感器业务当前主要为思立微的屏下指纹芯片业务，伴随公司新品布局不断推出，我们预期 2021-2023 年订单额增长为 30%/40%/30%，同时毛利率维持在 38% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
存储芯片销售	收入	3282.69	4595.77	5974.50	6571.95
	增速	28.45%	40.00%	30.00%	10.00%
	毛利率	35.00%	37.00%	37.00%	37.00%
微控制器销售	收入	754.91	1056.87	1426.78	1926.15
	增速	70.14%	40.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	47.61%	50.00%	50.00%	50.00%
传感器	收入	449.99	584.99	818.98	1064.68
	增速	121.66%	30.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	37.00%	38.00%	38.00%	38.00%
其他业务	收入	9.30	11.16	13.39	16.07
	增速	-	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	63.54%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	4,496.89	6,248.79	8,233.65	9,578.84
	增速	40.40%	38.96%	31.76%	16.34%
	毛利率	37.38%	39.32%	39.37%	39.75%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4496.89	6248.79	8233.66	9578.86	净利润	880.49	1284.43	1710.62	2008.89
营业成本	2815.99	3792.05	4991.79	5771.54	折旧与摊销	189.06	182.71	231.51	273.27
营业税金及附加	18.50	31.42	38.89	46.22	财务费用	60.58	-116.68	-141.89	-140.56
销售费用	194.08	906.08	1177.41	1350.62	资产减值损失	-150.94	-30.00	-25.00	-20.00
管理费用	214.51	309.82	403.08	470.93	经营营运资本变动	15.97	-493.96	-150.53	-130.69
财务费用	60.58	-116.68	-141.89	-140.56	其他	64.55	51.55	-8.85	4.62
资产减值损失	-150.94	-30.00	-25.00	-20.00	经营活动现金流净额	1059.71	878.05	1615.86	1995.54
投资收益	71.27	20.00	20.00	20.00	资本支出	-281.99	-800.00	-900.00	-500.00
公允价值变动损益	226.11	0.00	0.00	0.00	其他	600.28	107.27	-21.89	20.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	318.29	-692.73	-921.89	-479.37
营业利润	939.27	1376.11	1809.37	2120.10	短期借款	0.00	1.00	1.00	1.00
其他非经营损益	-0.05	5.00	30.00	40.00	长期借款	-82.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	939.21	1381.11	1839.37	2160.10	股权融资	4458.21	4324.02	0.00	0.00
所得税	58.72	96.68	128.76	151.21	支付股利	-121.99	-120.48	-193.15	-257.23
净利润	880.49	1284.43	1710.62	2008.89	其他	-129.30	144.88	142.89	141.96
少数股东损益	-0.21	-3.21	-4.28	-5.02	筹资活动现金流净额	4124.53	4349.42	-49.26	-114.28
归属母公司股东净利润	880.70	1287.64	1714.89	2013.92	现金流量净额	5389.84	4534.73	644.71	1401.90
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7362.15	11896.89	12541.59	13943.49	成长能力				
应收和预付款项	256.05	373.36	472.31	563.40	销售收入增长率	40.40%	38.96%	31.76%	16.34%
存货	739.23	1286.76	1612.58	1842.35	营业利润增长率	42.00%	46.51%	31.48%	17.17%
其他流动资产	371.56	298.14	358.84	367.16	净利润增长率	45.47%	45.88%	33.18%	17.44%
长期股权投资	18.87	18.87	18.87	18.87	EBITDA 增长率	59.47%	21.30%	31.68%	18.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	711.15	1091.82	1523.69	1513.80	毛利率	37.38%	39.32%	39.37%	39.75%
无形资产和开发支出	1518.43	1760.52	2002.62	2244.72	三费率	10.43%	17.59%	17.47%	17.55%
其他非流动资产	733.30	737.82	742.34	746.86	净利率	19.58%	20.55%	20.78%	20.97%
资产总计	11710.73	17464.17	19272.84	21240.65	ROE	8.23%	7.92%	9.65%	10.31%
短期借款	0.00	1.00	2.00	3.00	ROA	7.52%	7.35%	8.88%	9.46%
应付和预收款项	580.11	825.63	1069.32	1241.50	ROIC	35.63%	34.42%	34.11%	34.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.44%	23.08%	23.06%	23.52%
其他负债	436.64	428.28	474.80	517.76	营运能力				
负债合计	1016.75	1254.91	1546.11	1762.26	总资产周转率	0.50	0.43	0.45	0.47
股本	471.59	474.39	474.39	474.39	固定资产周转率	7.19	7.43	6.94	6.77
资本公积	7520.94	11842.16	11842.16	11842.16	应收账款周转率	25.06	27.58	26.02	24.93
留存收益	2752.37	3919.54	5441.28	7197.96	存货周转率	3.77	3.67	3.36	3.28
归属母公司股东权益	10693.98	16212.47	17734.22	19490.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.08%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-3.21	-7.49	-12.51	资本结构				
股东权益合计	10693.98	16209.26	17726.73	19478.39	资产负债率	8.68%	7.19%	8.02%	8.30%
负债和股东权益合计	11710.73	17464.17	19272.84	21240.65	带息债务/总负债	0.00%	0.15%	0.25%	0.36%
					流动比率	11.24	13.66	11.48	10.98
					速动比率	10.29	12.39	10.24	9.77
					股利支付率	13.85%	9.36%	11.26%	12.77%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1188.91	1442.14	1899.00	2252.82	每股收益	1.87	2.71	3.61	4.25
PE	99.59	68.52	51.45	43.81	每股净资产	22.68	34.18	37.38	41.09
PB	8.20	5.44	4.98	4.53	每股经营现金	2.25	1.85	3.41	4.21
PS	19.50	14.12	10.72	9.21	每股股利	0.26	0.25	0.41	0.54
EV/EBITDA	66.76	52.31	39.37	32.56					
股息率	0.14%	0.14%	0.22%	0.29%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn