

公司研究

MCU 加速国产替代，存储芯片景气高企

——兆易创新（603986.SH）跟踪报告之一

买入（维持）

当前价：119.72 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

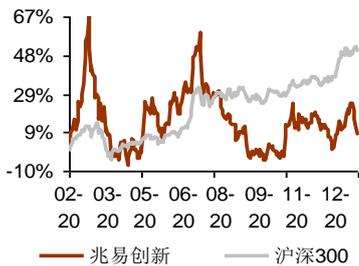
联系人：栾玉民

luanyumin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.64
总市值(亿元):	795.13
一年最低/最高(元):	147.03/295.00
近3月换手率:	65.47%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-36.50	-40.59	-41.38
绝对	-8.64	-14.39	-15.50

资料来源：Wind

要点

MCU 缺货潮，国产龙头加速国产替代。受到晶圆厂与封测厂产能的持续紧张和下游对 MCU 的旺盛需求影响下，MCU 处于持续缺货状态中，交货周期不断延长，价格也持续上涨，国内 MCU 厂商在价格和本地化服务以及国产替代的背景下，终端厂商更愿意采用国内 MCU 产品，国产 MCU 厂商加速国产替代。兆易创新作为国内领先的 MCU 厂商，有望深度受益此次 MCU 缺货潮，加速国产替代。

MCU 十年耕耘，收获期已至。公司于 2011 年开始布局 MCU 市场，至今已有 10 年历史积累，公司已成长为国内领先的 MCU 厂商，尤其擅长 32 位通用型 MCU。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 2020 年 MCU 收入约 7.6 亿元，我们预计公司 2021 年 MCU 收入有望达到 15 亿元，实现约 100% 增长。

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，nor Flash 21Q1 涨价约 20%，另外公司在华虹积极扩产，产能处于持续爬坡中，相较 2020 年涨幅约 30%，目前公司 nor Flash 产能约 1.6-1.7 万片左右。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，我们预计 2021 年 nor flash 收入有望达到约 39-41 亿元，较 2020 年同比增长约 40-50%。

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。

盈利预测、估值与评级：公司作为国内领先的 MCU 厂商，市场份额不足 1%，在 MCU 缺货背景下，有望加速国产替代。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。公司与合肥长鑫开展 DRAM 代工/自研、联合开发 3 大合作模式，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 2021-2023 年净利润分别为 13.69、17.08、21.27 亿元，对应 PE 分别为 58x、47x、37x。考虑公司 21-23 年股权激励分别约 2.25、1.44、0.80 亿元，公司 21-23 年经营性净利润分别约 15.94、18.52、22.07 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：行业周期性风险，人才流失风险。

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	8,411.17	10,522.79	12,560.62
营业收入增长率	42.62%	40.40%	87.04%	25.10%	19.37%
净利润 (百万元)	606.92	880.70	1,369.05	1,707.81	2,127.28
净利润增长率	49.85%	45.11%	55.45%	24.74%	24.56%
EPS (元)	1.89	1.87	2.06	2.57	3.20
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.61%	8.24%	11.60%	13.13%	14.74%
P/E	63	64	58	47	37
P/B	7	5	7	6	6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-05-24。注: 2019/2020/2021 年股本分别为 3.2/4.7/6.6 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	8,411	10,523	12,561
营业成本	1,905	2,816	5,460	6,759	7,942
折旧和摊销	93	167	109	110	110
税金及附加	22	18	67	74	88
销售费用	125	194	320	458	565
管理费用	171	215	379	500	594
财务费用	-26	61	-88	-78	-80
研发费用	363	498	841	1,052	1,256
投资收益	15	71	10	10	10
营业利润	661	939	1,490	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 (元)	1.89	1.87	2.06	2.57	3.20

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	967	1,060	1,254	1,429	1,888
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	2,896	1,401	1,326
其他	-137	-708	-3,820	-1,789	-1,676
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	-176	-418	-623
股本变化	36	151	193	0	0
债务净变化	-200	-92	0	0	0
无息负债变化	183	161	825	361	342
净现金流	1,030	5,390	728	996	1,274

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	40.5%	37.4%	35.1%	35.8%	36.8%
EBITDA 率	25.2%	26.5%	18.1%	17.7%	18.4%
EBIT 率	21.8%	22.3%	16.8%	16.7%	17.5%
税前净利润率	20.1%	20.9%	17.9%	17.8%	18.4%
归母净利润率	18.9%	19.6%	16.3%	16.2%	16.9%
ROA	9.8%	7.5%	10.4%	11.5%	12.7%
ROE (摊薄)	11.6%	8.2%	11.6%	13.1%	14.7%
经营性 ROIC	16.7%	20.0%	17.9%	19.0%	20.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	15%	9%	13%	14%	15%
流动比率	4.23	11.24	6.61	6.27	6.18
速动比率	3.30	10.29	5.21	4.83	4.72
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

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	6,174	11,711	13,691	15,313	17,130
货币资金	1,970	7,362	8,090	9,086	10,361
交易性金融资产	18	305	10	10	10
应收帐款	187	172	461	577	688
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	2,333	2,917	3,449
其他流动资产	42	65	65	65	65
流动资产合计	2,869	8,729	10,987	12,690	14,614
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	1,842	2,203	2,546
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	377	423	1,092	1,352	1,588
应付票据	18	0	55	68	79
预收账款	25	0	84	105	126
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	678	776	1,663	2,024	2,366
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	664	664	664
公积金	3,374	7,764	7,660	7,660	7,660
未分配利润	1,534	2,509	3,525	4,736	6,161
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%	4%	4%	5%
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	0.75	1.06	1.31
每股经营现金流	3.01	2.25	0.83	2.15	2.84
每股净资产	16.27	22.68	17.77	19.59	21.73
每股销售收入	9.98	9.54	12.66	15.84	18.91

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	63	64	58	47	37
PB	7.4	5.3	6.7	6.1	5.5
EV/EBITDA	48	44	50	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