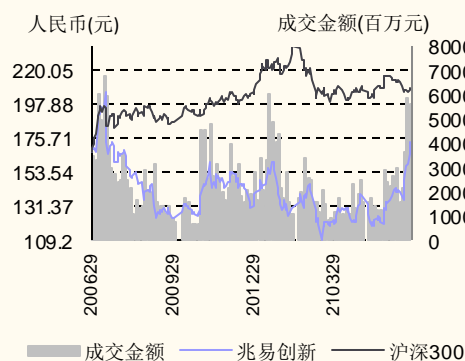


市场价格 (人民币): 172.94 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.64
已上市流通 A 股(亿股)	6.15
总市值(亿元)	1,148.59
年内股价最高最低(元)	205.69/109.20
沪深 300 指数	5156
上证指数	3567



相关报告

1. 《中国存储“芯”希望-兆易创新深度报告》，2021.6.3
2. 《Q1 业绩亮眼，全年有望高增长-兆易创新一季度点评》，2021.4.28
3. 《多业务齐拉动，Q3 业绩增长超预期-多业务齐拉动，Q3 业绩增长...》，2020.10.30
4. 《兆易创新首次覆盖报告-存储微控全布局，业绩梦想齐双飞》，2020.9.14

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001
zhengbiyu@gjzq.com.cn

邵广雨 联系人
shaoguangyu@gjzq.com.cn

行业持续高景气，MCU+DRAM 带来长期增量

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,203	4,497	7,806	10,625	13,431
营业收入增长率	42.62%	40.40%	73.58%	36.12%	26.41%
归母净利润(百万元)	607	881	1,422	2,027	2,565
归母净利润增长率	49.85%	45.11%	61.44%	42.57%	26.53%
摊薄每股收益(元)	1.890	1.867	2.997	4.273	5.406
每股经营性现金流净额	3.02	1.61	2.97	4.36	5.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.61%	8.24%	12.62%	16.23%	18.16%
P/E	108.39	105.76	62.06	43.53	34.40
P/B	12.59	8.71	7.83	7.07	6.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

评论

- **NOR Flash: 价格仍处于上涨周期, 制程切换带来毛利提升;** 1) 下游需求持续旺盛, 产能仍偏紧, Q3-Q4 价格有望持续上涨; 2) 目前全球市占率 19%, 产品优势已转化市场优势+管理层市场前瞻性强+Fabless 模式应对快速多变的新兴市场更为灵活等三大优势助力份额进一步提升; 3) 65nm 向 55nm 切换, 产品毛利有望提升。
- **自研 DRAM 产品: 市场地位+制程优势+长鑫产能保障, 成长空间巨大;** 1) 自研 DDR4 已推出, 主要为安防、娱乐电子领域, 目前制程为 19nm, 17nmDDR3 有望年底推出, 我们测算 23 年全球利基型 DRAM 市场规模达 185 亿美元; 2) 产能方面: 兆易已取得长鑫部分产能份额, 产能确定性强; 3) 稀缺性: 目前公司为大陆仅有的利基型 DRAM 厂商, 相比台系厂商制程上有优势 (台系厂商制程为 20nm 左右), 制程优势带来成本优势, 叠加整体供应链国产化进度, 预期 22-23 年自研 DRAM 产品收入占比会大幅度提升。
- **MCU: 21 年收入有望翻倍, 国产替代进度加快;** 1) 出货量: 截至今年 4 月份累计出货达 6 亿颗, 预估今年出货量有望超 3 亿颗 (去年为 2 亿颗左右); 2) 价格: 今年 1、4 月份已分别上调 MCU 价格, 供需错位持续, Q3 有望继续涨价; 3) 收入: 我们预计 21 年收入有望实现翻倍增长, 预期全球份额接近 2%, 成长空间巨大; 4) 看点: 行业高景气, 预计量价齐升持续到 22 年; ST 等国外厂商产能吃紧, 兆易国产替代进度加快; 车规级 MCU 预计近期流片, 年底量产, 汽车芯片缺货+之前 NOR 验证经验有望缩短验证周期, 预计高毛利的车规级产品到 22、23 年开始贡献收入。

投资建议

- 鉴于 NOR、MCU 产品涨价趋势明显, MCU 国产替代加速; 同时预计 21 年代销合肥长鑫 DRAM 产品产生的收入大幅提升, 自有品牌 DRAM 产品按计划推出, 有望在 22-23 年大幅贡献收入。我们调整公司 21-23 年营收分别为 78.08/106.25/134.31 亿元, 分别上调 11.18%/11.77%/8.68%; 归母净利润分别为 14.22/20.27/25.65 亿元, 分别上调 2.89%/9.39%/16.17%。给予 22 年 65 倍 PE, 继续维持“买入”评级。

风险提示

- 新产品推出不及预期; 限售股份解禁风险; 合肥长鑫被美国制裁的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,246	3,203	4,497	7,806	10,625	13,431
增长率		42.6%	40.4%	73.6%	36.1%	26.4%
主营业务成本	-1,387	-1,905	-2,816	-5,064	-6,960	-8,694
%销售收入	61.7%	59.5%	62.6%	64.9%	65.5%	64.7%
毛利	859	1,298	1,681	2,742	3,665	4,736
%销售收入	38.3%	40.5%	37.4%	35.1%	34.5%	35.3%
营业税金及附加	-11	-22	-18	-31	-32	-47
%销售收入	0.5%	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
销售费用	-77	-125	-194	-291	-319	-416
%销售收入	3.4%	3.9%	4.3%	3.7%	3.0%	3.1%
管理费用	-126	-171	-215	-312	-321	-416
%销售收入	5.6%	5.3%	4.8%	4.0%	3.0%	3.1%
研发费用	-208	-363	-498	-796	-1,116	-1,410
%销售收入	9.3%	11.3%	11.1%	10.2%	10.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	436	617	756	1,311	1,878	2,447
%销售收入	19.4%	19.3%	16.8%	16.8%	17.7%	18.2%
财务费用	24	26	-61	72	74	83
%销售收入	-1.1%	-0.8%	1.3%	-0.9%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-73	-38	151	-30	-20	-25
公允价值变动收益	0	0	226	50	30	30
投资收益	3	15	71	110	200	200
%税前利润	0.6%	2.4%	7.6%	7.3%	9.3%	7.3%
营业利润	417	661	939	1,513	2,161	2,734
营业利润率	18.6%	20.7%	20.9%	19.4%	20.3%	20.4%
营业外收支	19	-18	0	0	0	0
税前利润	436	644	939	1,513	2,161	2,734
利润率	19.4%	20.1%	20.9%	19.4%	20.3%	20.4%
所得税	-32	-38	-59	-91	-134	-170
所得税率	7.4%	6.0%	6.3%	6.0%	6.2%	6.2%
净利润	404	605	880	1,422	2,027	2,565
少数股东损益	-1	-2	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	405	607	881	1,422	2,027	2,565
净利率	18.0%	18.9%	19.6%	18.2%	19.1%	19.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	404	605	880	1,422	2,027	2,565
少数股东损益	-1	-2	0	0	0	0
非现金支出	135	151	38	253	342	442
非经营收益	-10	-45	-255	-157	-230	-233
营运资金变动	91	259	94	-117	-84	-203
经营活动现金净流	620	970	758	1,400	2,055	2,570
资本开支	-297	-276	-361	-677	-647	-657
投资	6	-402	607	-70	-80	-80
其他	7	10	73	110	200	200
投资活动现金净流	-285	-668	318	-637	-527	-537
股权募资	48	1,014	4,354	-283	6	100
债权募资	54	-203	-92	36	6	6
其他	-90	-79	-250	-570	-814	-1,029
筹资活动现金净流	12	731	4,012	-817	-802	-923
现金净流量	347	1,033	5,088	-54	727	1,110

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	934	1,970	7,362	7,308	8,035	9,146
应收账款	137	200	254	350	480	621
存货	629	629	739	1,249	1,773	2,263
其他流动资产	69	70	374	407	417	441
流动资产	1,769	2,869	8,729	9,314	10,706	12,470
%总资产	61.8%	46.5%	74.5%	72.1%	72.6%	73.9%
长期投资	532	1,008	559	679	789	899
固定资产	449	558	711	1,056	1,315	1,490
%总资产	15.7%	9.0%	6.1%	8.2%	8.9%	8.8%
无形资产	72	1,581	1,573	1,673	1,739	1,804
非流动资产	1,092	3,304	2,982	3,606	4,045	4,402
%总资产	38.2%	53.5%	25.5%	27.9%	27.4%	26.1%
资产总计	2,861	6,174	11,711	12,920	14,752	16,871
短期借款	78	10	0	13	0	0
应付款项	445	520	537	925	1,338	1,705
其他流动负债	104	148	239	378	526	607
流动负债	627	678	776	1,316	1,864	2,312
长期贷款	213	82	0	0	0	0
其他长期负债	123	187	240	310	350	358
负债	964	947	1,017	1,626	2,215	2,671
普通股股东权益	1,897	5,225	10,694	11,264	12,487	14,126
其中：股本	285	321	472	472	472	472
未分配利润	1,055	1,534	2,509	3,362	4,579	6,117
少数股东权益	0	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,861	6,174	11,711	12,920	14,752	16,871

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.423	1.890	1.867	2.997	4.273	5.406
每股净资产	6.665	16.275	22.675	23.744	26.322	29.776
每股经营现金净流	2.177	3.022	1.606	2.969	4.359	5.450
每股股利	0.290	0.380	0.560	1.206	1.719	2.175
回报率						
净资产收益率	21.35%	11.61%	8.24%	12.62%	16.23%	18.16%
总资产收益率	14.16%	9.83%	7.52%	11.03%	13.79%	15.27%
投入资本收益率	18.40%	10.84%	6.59%	10.87%	14.03%	16.17%
增长率						
主营业务收入增长率	10.65%	42.62%	40.40%	73.58%	36.12%	26.41%
EBIT 增长率	-5.15%	41.39%	22.53%	73.42%	43.22%	30.30%
净利润增长率	1.91%	49.85%	45.11%	61.44%	42.57%	26.53%
总资产增长率	11.13%	115.79%	89.69%	10.33%	14.17%	14.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.0	16.5	14.6	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	165.4	120.6	88.7	90.0	93.0	95.0
应付账款周转天数	71.3	61.9	51.9	52.0	55.0	56.0
固定资产周转天数	40.8	63.4	56.4	48.3	44.3	39.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.86%	-36.29%	-71.70%	-67.47%	-66.79%	-66.90%
EBIT 利息保障倍数	-18.1	-23.6	12.5	-18.3	-25.5	-29.5
资产负债率	33.68%	15.35%	8.68%	12.61%	15.06%	15.90%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	27	35	42
增持	2	5	11	16	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.42	1.29	1.31	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

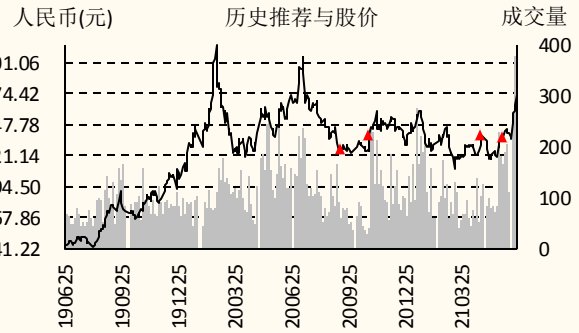
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-14	买入	178.90	214.68~214.68
2	2020-10-30	买入	177.00	214.68
3	2021-04-28	买入	185.99	N/A
4	2021-06-03	买入	138.33	166.54~199.47

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402