

兆易创新 (603986)

公司研究/点评报告

H1 营收和净利润双创历史新高, 龙头步入黄金增长长期

点评报告/电子

2021年08月30日

一、事件概述

2021年8月27日公司公告, 21年上半年实现营收36亿元, 同比+120%。

二、分析与判断

➤ 营收和净利润增速双双创历史新高, 龙头迎来黄金增长长期

1) 1H21: 实现营收36亿元, 同比+120%, 三大业务线均实现高速增长, 其中存储同比+98%, MCU同比+221%, 传感器业务同比+163, 占总营收的比例依次为71%/22%/7%, 与2020年全年相比, 依次降低2pct、提升5pct、降低3pct, MCU占营收的比例提升。毛利率40%, 同比-0.3pct, 环比+5pct, 剔除毛利率较低的DRAM代销业务, 我们估计其他业务毛利率同比提高约3~5pct; 归母净利润7.9亿元, 同比+116%。归母净利润7.9亿元, 同比+116%。存货达11亿, 相比年初增加3.7亿元, 主要因公司积极备货, 采购额增加。

2) 2Q21: 实现营收20亿元, 同比139%, 环比+27%, Q1高景气持续; 毛利率44%, 同比+3.6pct, 环比+8.1pct; 归母净利润4.8亿元, 同比+148%, 环比+61%。

➤ MCU: 大陆32位绝对龙头, H1营收超两倍增长, 明年汽车有望开始贡献营收

1) 21H1实现营收8.0亿元, 同比大增222%, 环比增长57%, 已步入发展快车道。我们判断全年公司MCU营收有望达18-20亿, 同比大增138%-165%。

2) 大市场(2020年全球175亿美金, 2020-2025 CAGR 8%, 大陆占全球约23%) + 国产化率仅约为10%, 叠加贸易摩擦+缺货潮, 大陆龙头企业迎来发展黄金窗口期。公司系大陆32位龙头, 已推出采用ARM M3、M4、M23、M33内核产品, 为大陆高端产品领导者, 根据官网数据, 公司型号已拓展近400种, 大陆其他厂商普遍少于100种, 海外大厂近千种。根据IHS数据, 在大陆ARM核MCU市场, 公司2018年营收排名第三, 市占率为9.4%, 仅次于海外大厂STM和NXP。

3) 产品持续向高端领域拓展。2020年公司MCU产品大部分用于扫地机器人、无人机、平衡车等消费电子市场, 高端领域如工业占比较小, 车规为0。目前公司第一颗车规级MCU产品已流片, 主要面向通用车身市场, 预计年底左右提供样品供客户测试, 力争2020年中实现量产。从行业看, 汽车为MCU第一大市场, 占比35%, 工业为第二大, 占比24%, 消费电子第三大, 占比18%, 高端领域如车规市场大陆超95%份额被海外7大巨头垄断。公司提升工业占比并开拓汽车市场, 打开发展空间并持续提升竞争力。

4) 判断行业高景气度持续, 详情请见深度报告《半导体深度: MCU缺货潮加快国产替代进程, 本土厂商迎发展机遇》。从近期看, 国际龙头大厂几乎都表示目前的景气可以维持至2022年, 乐观至2023年。公司将有望享受国产替代为主逻辑叠加行业高景气双红利。

5) 产能端, 包括华虹、台积电等积极扩产可能带来产能增量, 叠加先进制程往55nm进步, 带来单晶圆切割数量的增加。

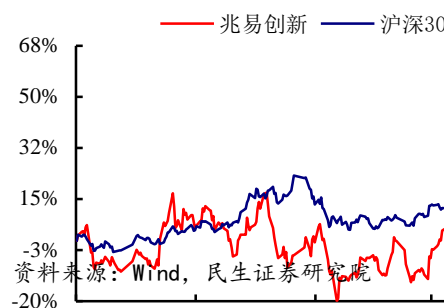
推荐 维持评级

当前价格: 175.5元

交易数据 2021-8-27

近12个月最高/最低(元)	230.05/119.
总股本(百万股)	664
流通股本(百万股)	615
流通股比例(%)	92.61
总市值(亿元)	1,166
流通市值(亿元)	1,080

该股与沪深300走势比较



分析师: 王芳 20-11 21-2 21-5

执业证号: S0100519090004

电话: 021-60876730

邮箱: wangfang@mszq.com

分析师: 杨旭

执业证号: S0100521050001

电话: 021-60876730

邮箱: yangxu_yj@mszq.com

研究助理: 赵晗泥

执业证号: S0100120070021

电话: 021-60876730

邮箱: zhaohanni@mszq.com

相关研究

1. 【民生电子】兆易创新(603986)深度报告: NOR 缺货潮有望持续两年, 看好大陆龙头发展

2. 【民生电子】兆易创新(603986): Q1业绩大幅增长, 看好MCU翻倍成长

➤ NOR：大陆龙头、全球第三，行业高景气叠加产品升级带来稳健增长

- 1) 存储业务 (含 DRAM) 实现营收 26 亿，同比增长 98%，环比+32%。我们推算其中 NOR 营收可能为 18-19 亿，同比增长超 50%。保守判断全年营收超 40 亿，同比+45%。
- 2) 车规全线铺齐：目前车规级产品 2Mb~2Gb 容量已全线铺齐，已在多家汽车企业批量采用，主要应用于 ADAS、通讯系统、车载信息及娱乐系统、电池管理系统等。
- 3) 制程稳步推进：微缩制程在 45nm 基本停滞，台系厂商旺宏 75/55nm→48/25nm，华邦 58nm→46nm。公司目前 55nm 产品已全线量产，持续从 65nm 向 55nm 转换。
- 4) 景气看到 2022 年，乐观有望持续至 2023 年：此前我们深度研究全球 NOR 行业，认为行业高景气将有望持续至 2023 年，且公司在美系厂商持续退出+台系厂商竞争策略温和+行业技术演进基本结束的背景下优势显著，市占率有望继续提升，详情请见《NOR 缺货潮有望持续两年，看好大陆龙头发展》。
- 5) 产能有保证：大陆代工厂包括华虹等扩产有望带来产能增量。值得注意的是，上半年华虹 NOR 营收快速提升。Q1/Q2 分别确认 Flash 营收 0.12/0.18 亿美元，同比增长 306%/480%。截止 6 月，华虹无锡产出已达 4.8 万片/月，今年年底产能有望达到 6.5 万片/月，明年年中至 8.5 万片/月。

➤ MCU：大陆 32 位绝对龙头，H1 营收超两倍增长，明年汽车有望开始贡献营收

- 1) 实现营收 2.4 亿，同比+163%。
- 2) 并购思立微的商誉根据每年减值测试做调整，业绩对赌已经结束
- 3) 定位新型的声光电感知领域，TOF、光谱等新产品陆续送样。

三、投资建议

预计公司 21-22 年归母净利润 19.5/28.0 亿元，对应 PE 为 60/42x，参考 SW 半导体 2021/8/27 PE (2021) 估值 70 倍，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

中美贸易摩擦加剧，大客户出货量不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,497	9,116	13,048	16,962
增长率 (%)	40.4	102.7	43.1	30.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	881	1,945	2,804	3,670
增长率 (%)	45.1	120.9	44.1	30.9
每股收益 (元)	1.91	2.93	4.23	5.53
PE (现价)	91.9	59.9	41.5	31.7
PB	7.7	2.2	2.1	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,497	9,116	13,048	16,962
营业成本	2,816	5,510	7,902	10,262
营业税金及附加	18	46	62	82
销售费用	194	365	522	645
管理费用	215	410	522	645
研发费用	498	957	1,331	1,696
EBIT	756	1,828	2,710	3,633
财务费用	61	(129)	(141)	(150)
资产减值损失	(151)	0	0	0
投资收益	71	43	57	50
营业利润	939	2,079	2,993	3,917
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	939	2,073	2,989	3,912
所得税	59	128	185	242
净利润	880	1,945	2,804	3,670
归属于母公司净利润	881	1,945	2,804	3,670
EBITDA	945	2,111	3,115	4,130
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7362	46924	50132	52243
应收账款及票据	235	499	704	919
预付款项	2	11	13	17
存货	739	2259	1888	3564
其他流动资产	66	66	66	66
流动资产合计	8729	50124	53149	57210
长期股权投资	19	62	120	170
固定资产	694	994	1240	1504
无形资产	293	652	934	1168
非流动资产合计	2982	4052	4410	4691
资产合计	11711	54176	57558	61900
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	423	933	1288	1694
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	776	1630	2209	2880
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	240	240	240	240
非流动负债合计	240	240	240	240
负债合计	1017	1871	2449	3121
股本	472	664	664	664
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	10694	52305	55109	58780
负债和股东权益合计	11711	54176	57558	61900

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	40.4	102.7	43.1	30.0
EBIT 增长率	22.5	141.8	48.2	34.1
净利润增长率	45.1	120.9	44.1	30.9
盈利能力				
毛利率	37.4	39.6	39.4	39.5
净利润率	19.6	21.3	21.5	21.6
总资产收益率 ROA	7.5	3.6	4.9	5.9
净资产收益率 ROE	8.2	3.7	5.1	6.2
偿债能力				
流动比率	11.2	30.7	24.1	19.9
速动比率	10.3	29.4	23.2	18.6
现金比率	9.9	29.0	22.8	18.2
资产负债率	0.1	0.0	0.0	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	14.4	15.0	14.8	14.9
存货周转天数	87.5	97.9	94.5	95.6
总资产周转率	0.5	0.3	0.2	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	2.9	4.2	5.5
每股净资产	22.7	78.8	83.0	88.6
每股经营现金流	2.2	1.8	5.9	4.3
每股股利	0.6	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	91.9	59.9	41.5	31.7
PB	7.7	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	75.7	22.7	14.9	11.0
股息收益率	0.3	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	880	1,945	2,804	3,670
折旧和摊销	340	283	406	497
营运资金变动	94	(979)	762	(1,279)
经营活动现金流	1,059	1,212	3,918	2,842
资本开支	361	776	710	732
投资	607	0	0	0
投资活动现金流	318	(776)	(710)	(732)
股权募资	4,354	39,126	0	0
债务募资	(92)	0	0	0
筹资活动现金流	4,125	39,126	0	0
现金净流量	5,502	39,562	3,208	2,111

分析师与研究助理简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

杨旭，电子行业分析师，曾供职于东方证券股份有限公司，复旦大学理学博士。

赵晗泥，电子行业研究助理，2020年加入民生电子，曾就职于外资行业研究，爱丁堡大学经济学硕士，复旦大学经济学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。