

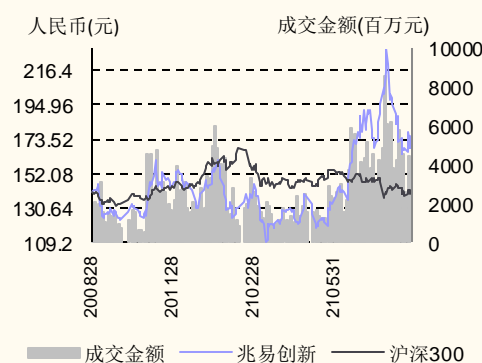
## 兆易创新 (603986.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 175.50 元  
 目标价格 (人民币): 229.01-253.09 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)	1,165.87
年内股价最高最低(元)	230.05/109.20
沪深 300 指数	4827
上证指数	3522



### 相关报告

- 1.《行业持续高景气, MCU+DRAM 带来长期增量-兆易创新观点更...》, 2021.6.25
- 2.《中国存储“芯”希望-兆易创新深度报告》, 2021.6.3
- 3.《Q1 业绩亮眼, 全年有望高速增长-兆易创新一季度点评》, 2021.4.28
- 4.《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
- 5.《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

## 21H1 业绩超预期, 存储龙头始发力

### 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	9,231	13,097	16,493
营业收入增长率	42.62%	40.40%	105.27%	41.89%	25.93%
归母净利润(百万元)	607	881	1,920	2,401	3,041
归母净利润增长率	49.85%	45.11%	117.98%	25.05%	26.68%
摊薄每股收益(元)	1.890	1.867	2.890	3.614	4.578
每股经营性现金流净额	2.78	1.61	3.79	4.93	6.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.61%	8.24%	16.60%	18.45%	20.36%
P/E	108.39	105.76	60.73	48.56	38.34
P/B	12.59	8.71	10.08	8.96	7.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

8月28日, 公司发布上半年数据, 2021HQ 公司实现营业收入 36.41 亿元, 同比增长 119.62%, 归母净利润 7.86 亿元, 同比增长 116.32%。

### 评论

- **NOR Flash: 车规进展亮眼, 制程切换带来毛利率提升;** 1) 21H1 公司 GD55 的 2G 大容量 NOR 产品通过车规认证, 至此公司 2Mb~2Gb 的车规级 NOR 产品已全线铺开, 并获多家车企批量采购。同时, 需求旺盛带动 NOR 产品在 TWS 耳机、PC、电表、安防监控、汽车电子等领域出货量大增, 我们测算至 23 年 NOR 新增市场规模超 7 亿美元。2) 公司加大高性能、大容量、低功耗产品研发, 逐渐向工业、汽车等中高端市场转型。制程上持续由 65nm 向 55nm 切换, 55nm 产品已全线量产, 我们测算这将带来 5-10 个百分点的毛利率提升。
- **MCU: 收入高速增长, 国产替代进度加快;** 1) 21H1 公司 MCU 实现营收 7.97 亿元, 同比增长 222.1%。产品结构上看, MCU 增量主要在工业、医疗、安防、汽车仪表等中高端领域, 叠加价格上涨, 我们预计 21 年 MCU 毛利率有望提升超 7pct 至 55%。2) 产品上: 最新量产了电机驱动芯片和电源管理芯片; 成功开发出无线产品线第一代 WIFI 产品, 以及第一代低功耗产品, 预计将于 21Q4 推向市场; 汽车领域, 后装市场已稳定导入, 前装车规级 MCU 已成功流片, 有望 2022 年中实现量产。3) MCU 行业持续高景气, 我们预计量价齐升将持续到 22 年, 同时 ST 等国外厂商产能吃紧, 兆易国产替代进度加快, 全年 MCU 收入有望超 20 亿元, 同比增长超 180%。
- **自研 DRAM 已成功放量, 成长空间巨大;** 1) 自研 19nmDDR4 已推出, 已获得大客户订单, 17nmDDR3 有望年底推, 利基市场空间超 185 亿美元; 2) 产能方面: 兆易已取得长鑫部分产能份额保证, 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, 相比南亚、华邦 20nm 以上制程有优势, 叠加国产化进度加快, 预计 22-23 年自研 DRAM 产品收入占比将大幅度提升。

### 投资建议

- 鉴于 MCU 国产替代加速, NOR、MCU 量价齐升; 自有品牌 DRA 出货超预期。我们上调公司 21-23 年归母净利润分别为 19.20/24.01/30.41 亿元, 上调比例为 35.02%/18.45%/18.56%, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,246</b>	<b>3,203</b>	<b>4,497</b>	<b>9,231</b>	<b>13,097</b>	<b>16,493</b>	货币资金	934	1,970	7,362	7,444	8,282	9,603
增长率		42.6%	40.4%	105.3%	41.9%	25.9%	应收账款	137	200	254	414	592	762
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,387</b>	<b>-1,905</b>	<b>-2,816</b>	<b>-5,799</b>	<b>-8,766</b>	<b>-10,948</b>	存货	629	629	739	1,430	2,234	2,849
%销售收入	61.7%	59.5%	62.6%	62.8%	66.9%	66.4%	其他流动资产	69	70	374	411	428	456
<b>毛利</b>	<b>859</b>	<b>1,298</b>	<b>1,681</b>	<b>3,432</b>	<b>4,331</b>	<b>5,545</b>	流动资产	1,769	2,869	8,729	9,699	11,536	13,670
%销售收入	38.3%	40.5%	37.4%	37.2%	33.1%	33.6%	%总资产	61.8%	46.5%	74.5%	72.5%	73.6%	75.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-22</b>	<b>-18</b>	<b>-37</b>	<b>-39</b>	<b>-58</b>	长期投资	532	1,008	559	699	824	984
%销售收入	0.5%	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	固定资产	449	558	711	1,056	1,315	1,490
<b>销售费用</b>	<b>-77</b>	<b>-125</b>	<b>-194</b>	<b>-344</b>	<b>-419</b>	<b>-528</b>	%总资产	15.7%	9.0%	6.1%	7.9%	8.4%	8.2%
%销售收入	3.4%	3.9%	4.3%	3.7%	3.2%	3.2%	无形资产	72	1,581	1,573	1,723	1,789	1,854
<b>管理费用</b>	<b>-126</b>	<b>-171</b>	<b>-215</b>	<b>-462</b>	<b>-589</b>	<b>-709</b>	非流动资产	1,092	3,304	2,982	3,676	4,130	4,537
%销售收入	5.6%	5.3%	4.8%	5.0%	4.5%	4.3%	%总资产	38.2%	53.5%	25.5%	27.5%	26.4%	24.9%
<b>研发费用</b>	<b>-208</b>	<b>-363</b>	<b>-498</b>	<b>-877</b>	<b>-1,126</b>	<b>-1,468</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,861</b>	<b>6,174</b>	<b>11,711</b>	<b>13,375</b>	<b>15,666</b>	<b>18,207</b>
%销售收入	9.3%	11.3%	11.1%	9.5%	8.6%	8.9%	短期借款	78	10	0	30	30	30
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>436</b>	<b>617</b>	<b>756</b>	<b>1,712</b>	<b>2,157</b>	<b>2,783</b>	应付款项	445	520	537	1,062	1,683	2,144
%销售收入	19.4%	19.3%	16.8%	18.5%	16.5%	16.9%	其他流动负债	104	148	239	400	571	716
<b>财务费用</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>-61</b>	<b>150</b>	<b>158</b>	<b>180</b>	流动负债	627	678	776	1,492	2,284	2,890
%销售收入	-1.1%	-0.8%	1.3%	-1.6%	-1.2%	-1.1%	长期贷款	213	82	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-73</b>	<b>38</b>	<b>151</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>50</b>	其他长期负债	123	187	240	320	372	383
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>226</b>	<b>50</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>负债</b>	<b>964</b>	<b>947</b>	<b>1,017</b>	<b>1,812</b>	<b>2,656</b>	<b>3,273</b>
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>71</b>	<b>110</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,897</b>	<b>5,225</b>	<b>10,694</b>	<b>11,563</b>	<b>13,010</b>	<b>14,935</b>
%税前利润	0.6%	2.4%	7.6%	5.4%	7.8%	6.2%	其中：股本	285	321	472	472	472	472
<b>营业利润</b>	<b>417</b>	<b>661</b>	<b>939</b>	<b>2,042</b>	<b>2,559</b>	<b>3,242</b>	未分配利润	1,055	1,534	2,509	3,661	5,102	6,926
营业利润率	18.6%	20.7%	20.9%	22.1%	19.5%	19.7%	少数股东权益	0	1	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>19</b>	<b>-18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,861</b>	<b>6,174</b>	<b>11,711</b>	<b>13,375</b>	<b>15,666</b>	<b>18,207</b>
<b>税前利润</b>	<b>436</b>	<b>644</b>	<b>939</b>	<b>2,042</b>	<b>2,559</b>	<b>3,242</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	19.4%	20.1%	20.9%	22.1%	19.5%	19.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-32</b>	<b>-38</b>	<b>-59</b>	<b>-123</b>	<b>-159</b>	<b>-201</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	7.4%	6.0%	6.3%	6.0%	6.2%	6.2%	每股收益	1.423	1.890	1.867	2.890	3.614	4.578
<b>净利润</b>	<b>404</b>	<b>605</b>	<b>880</b>	<b>1,920</b>	<b>2,401</b>	<b>3,041</b>	每股净资产	6.665	16.275	22.675	17.406	19.584	22.481
少数股东损益	-1	-2	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.177	2.777	1.606	3.792	4.925	6.321
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>405</b>	<b>607</b>	<b>881</b>	<b>1,920</b>	<b>2,401</b>	<b>3,041</b>	每股股利	1.150	1.050	1.200	1.628	2.036	2.580
净利率	18.0%	18.9%	19.6%	20.8%	18.3%	18.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.35%	11.61%	8.24%	16.60%	18.45%	20.36%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	14.16%	9.83%	7.52%	14.35%	15.32%	16.70%
净利润	404	605	880	1,920	2,401	3,041	投入资本收益率	18.40%	10.84%	6.59%	13.81%	15.44%	17.37%
少数股东损益	-1	-2	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	135	72	38	203	307	367	主营业务收入增长率	10.65%	42.62%	40.40%	105.27%	41.89%	25.93%
非经营收益	-10	-45	-255	-157	-230	-233	EBIT增长率	-5.15%	41.39%	22.53%	126.50%	25.97%	29.01%
营运资金变动	91	259	94	-177	-155	-194	净利润增长率	1.91%	49.85%	45.11%	117.98%	25.05%	26.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>620</b>	<b>892</b>	<b>757</b>	<b>1,788</b>	<b>2,323</b>	<b>2,981</b>	总资产增长率	11.13%	115.79%	89.69%	14.21%	17.13%	16.22%
资本开支	-297	-276	-361	-727	-647	-657	<b>资产管理能力</b>						
投资	6	-402	607	-70	-80	-80	应收账款周转天数	16.0	16.5	14.6	15.0	15.0	15.0
其他	7	10	73	110	200	200	存货周转天数	165.4	120.6	88.7	90.0	93.0	95.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-285</b>	<b>-668</b>	<b>318</b>	<b>-687</b>	<b>-527</b>	<b>-537</b>	应付账款周转天数	71.3	61.9	51.9	52.0	55.0	56.0
股权募资	48	1,014	4,354	-283	6	100	固定资产周转天数	40.8	63.4	56.4	40.9	35.9	32.3
债权募资	54	-203	-92	33	-1	-4	<b>偿债能力</b>						
其他	-90	-79	-250	-769	-963	-1,220	净负债/股东权益	-33.86%	-36.29%	-71.70%	-66.76%	-65.77%	-66.14%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>12</b>	<b>731</b>	<b>4,012</b>	<b>-1,020</b>	<b>-958</b>	<b>-1,124</b>	EBIT利息保障倍数	-18.1	-23.6	12.5	-11.4	-13.7	-15.5
<b>现金净流量</b>	<b>347</b>	<b>954</b>	<b>5,087</b>	<b>82</b>	<b>838</b>	<b>1,321</b>	资产负债率	33.68%	15.35%	8.68%	13.55%	16.95%	17.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	8	16	45
增持	0	0	2	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.30	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。

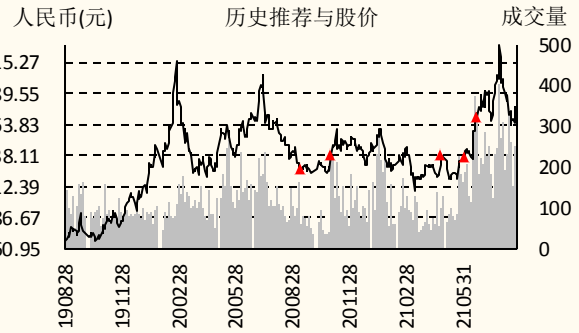
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2021-06-25	买入	172.94	N/A

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，不作为或被视为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