

兆易创新 (603986.SH)

关联交易预计额度披露，自研 DRAM 进入放量式增长

兆易创新发布 22 年关联交易预计额度，其中自有品牌采购代工预计 8.6 亿（21 年 1-11 月实际发生 1.89 亿），同比大幅度增长。代工采购的大幅度增加意味着公司自研 DRAM 的客户进展、销售渠道全面进展顺利，正式进入爆发式放量阶段！

自研 DRAM 收入体量有望达到 16~17.6 亿元。按照公司招股说明书（2016 年），晶圆成本占总成本约 80%，封测成本占 15~20%（当时业务 NOR 为主）；另外，普冉股份招股书（2020 年）披露晶圆成本占总成本 70% 左右，东芯股份招股书（2021 年）披露晶圆厂成本占总成本 80% 左右；我们假设晶圆成本占总成本 7~8 成左右。我们测算收入：在利基型存储芯片成本科目中封测成本占比 25-30%，代工成本占比 70-75%，即 8.6 亿的晶圆采购对应约 11.5~12.3 亿成本，考虑到初期 DDR4 产品毛利率较低，综合毛利率按照 30% 假设，对应收入即 16~17.6 亿元体量。

研发持续高投入，新品开发及验证持续突破。1) MCU 爆发式增长，国产替代正当时！21 年 MCU 极度缺货背景下，国内 32 位第一的 GD32 全系列产品替代加速，增速超过 220%。21H1 公司量产了电机驱动芯片（应用于电动工具、机器人、工业自动化三相 BLDC 和 PMSM 电机）和电源管理芯片（应用 TWS 耳机、便携医疗设备等）；且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。2) NORFlash 车规级业务进展喜人！其中 GD55 的 2G 大容量产品通过车规 AECQ-100 认证，产品线全面覆盖 2Mb-2Gb 容量，GD25 系列已在多家车企批量采用！3) 自研 DRAM 正式放量，提升空间大！已在 IPTV、安防及消费类等领域获得了 DRAM 客户的订单和信任，为后续长期合作打下了坚实基础。

MCU 长期有望实现穿越周期增长。从三个角度理解公司 MCU 长期增长，1) MCU 市场规模在不断增长，市场空间的增长使得业内具有竞争力的供应商同时受益；2) 全球各地本土化供应链保障需求提升，本土化供应链的长期布局是大趋势；3) 客户认可公司现有产品，并有望在未来持续合作，兆易产品线丰富完善，实现原生增长。

盈利预测及投资建议：我们预计 2021/2022/2023 年公司实现营收 83.29/115.89/147.12 亿元，归母净利润 23.07/30.54/40.33 亿元，对应 PE 43.6x/32.9x/24.9x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，新制程工艺进展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,203	4,497	8,329	11,589	14,712
增长率 yoy (%)	42.6	40.4	85.2	39.2	26.9
归母净利润(百万元)	607	881	2,307	3,054	4,033
增长率 yoy (%)	49.9	45.1	161.9	32.4	32.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.91	1.32	3.46	4.58	6.04
净资产收益率(%)	11.6	8.2	18.1	19.7	21.1
P/E(倍)	165.6	114.1	43.6	32.9	24.9
P/B(倍)	19.2	9.4	7.9	6.5	5.2

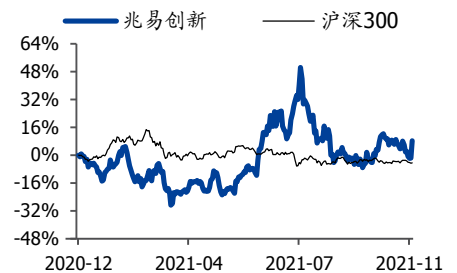
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 1 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
12月1日收盘价(元)	165.66
总市值(百万元)	110,524.58
总股本(百万股)	667.18
其中自由流通股(%)	92.53
30日日均成交量(百万股)	17.22

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号: S0680520010001

邮箱: shelingxing@gszq.com

相关研究

- 《兆易创新 (603986.SH): Q3 业绩大超预期, 盈利能力持续提升》2021-10-28
- 《兆易创新 (603986.SH): 营收业绩高增, 盈利水平大幅提升彰显高景气》2021-09-05
- 《兆易创新 (603986.SH): 股权激励彰显信心, 自研 DRAM 问世完善存储版图》2021-07-12

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2869	8729	11194	13605	17577
现金	1970	7362	8653	10973	13983
应收票据及应收账款	191	235	554	544	850
其他应收款	9	18	33	38	52
预付账款	8	2	16	10	24
存货	629	739	1566	1668	2297
其他流动资产	62	372	372	372	372
非流动资产	3304	2982	3396	3758	4083
长期投资	15	19	22	26	29
固定资产	557	694	994	1219	1413
无形资产	253	338	400	474	558
其他非流动资产	2479	1931	1979	2040	2082
资产总计	6174	11711	14590	17363	21660
流动负债	678	776	1542	1545	2148
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	395	423	955	979	1392
其他流动负债	283	353	587	566	756
非流动负债	269	240	306	359	370
长期借款	82	0	66	119	130
其他非流动负债	187	240	240	240	240
负债合计	947	1017	1848	1904	2518
少数股东权益	1	0	-2	-5	-8
股本	321	472	667	667	667
资本公积	3213	7521	7332	7332	7332
留存收益	1695	2752	4442	6645	9569
归属母公司股东权益	5225	10694	12744	15464	19150
负债和股东权益	6174	11711	14590	17363	21660

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	967	1060	1756	2866	3655
净利润	605	880	2304	3052	4029
折旧摊销	110	189	185	225	297
财务费用	-26	61	-105	-70	-77
投资损失	-15	-71	-53	-59	-57
营运资金变动	259	94	-425	-106	-369
其他经营现金流	34	-93	-151	-176	-168
投资活动现金流	-668	318	-396	-352	-398
资本支出	277	361	411	358	322
长期投资	-158	607	-3	-4	-3
其他投资现金流	-550	1287	12	3	-80
筹资活动现金流	714	4125	-69	-194	-248
短期借款	-78	0	0	0	0
长期借款	-131	-82	66	53	11
普通股增加	36	151	196	0	0
资本公积增加	2478	4308	-189	0	0
其他筹资现金流	-1592	-251	-142	-246	-259
现金净增加额	1030	5390	1290	2320	3010

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3203	4497	8329	11589	14712
营业成本	1905	2816	4744	6656	8159
营业税金及附加	22	18	42	55	71
营业费用	125	194	348	489	619
管理费用	171	215	413	567	723
研发费用	363	498	929	1290	1639
财务费用	-26	61	-105	-70	-77
资产减值损失	-41	-151	-222	-335	-414
其他收益	40	98	79	85	83
公允价值变动收益	0	226	151	176	168
投资净收益	15	71	53	59	57
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	661	939	2462	3257	4299
营业外收入	22	7	12	11	11
营业外支出	40	8	18	15	16
利润总额	644	939	2456	3253	4294
所得税	38	59	151	201	265
净利润	605	880	2304	3052	4029
少数股东损益	-2	0	-2	-2	-4
归属母公司净利润	607	881	2307	3054	4033
EBITDA	700	907	2402	3187	4221
EPS (元)	0.91	1.32	3.46	4.58	6.04

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	42.6	40.4	85.2	39.2	26.9
营业利润(%)	58.5	42.0	162.1	32.3	32.0
归属于母公司净利润(%)	49.9	45.1	161.9	32.4	32.0
获利能力					
毛利率(%)	40.5	37.4	43.0	42.6	44.5
净利率(%)	18.9	19.6	27.7	26.4	27.4
ROE(%)	11.6	8.2	18.1	19.7	21.1
ROIC(%)	10.2	6.2	16.1	17.6	18.9
偿债能力					
资产负债率(%)	15.3	8.7	12.7	11.0	11.6
净负债比率(%)	-33.8	-67.6	-66.2	-69.1	-71.4
流动比率	4.2	11.2	7.3	8.8	8.2
速动比率	3.2	10.2	6.2	7.7	7.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	21.8	21.1	21.1	21.1	21.1
应付账款周转率	5.7	6.9	6.9	6.9	6.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.32	3.46	4.58	6.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.59	2.63	4.30	5.48
每股净资产(最新摊薄)	7.83	16.03	19.09	23.17	28.69
估值比率					
P/E	165.6	114.1	43.6	32.9	24.9
P/B	19.2	9.4	7.9	6.5	5.2
EV/EBITDA	140.9	102.4	38.2	28.1	20.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 1 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com