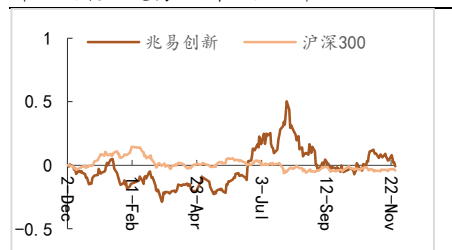


**评级： 买入**

何立中  
 电子行业首席分析师  
 SAC 执证编号: S0110521050001  
 helizhong@sczq.com.cn  
 电话: 010-56511843

韩杨  
 电子行业研究助理  
 hanyang@sczq.com.cn  
 电话: 010-56511840

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

**公司基本数据**

最新收盘价 (元)	165.66
一年内最高/最低价 (元)	230.05/119.72
市盈率 (当前)	59.6
市净率 (当前)	8.7
总股本 (亿股)	6.67
总市值 (亿元)	1,105

资料来源: 聚源数据

**相关研究**

- 电子行业三季报点评兆易创新: MCU 和存储景气度不减, Q3 继续高增长
- 电子行业中报点评兆易创新: 期待车载 MCU+DRAM 新增长

**核心观点**

- **事件:** 公司发布《关于 2022 年度日常关联交易预计额度的公告》。
- **自研 DRAM 持续拓展, DDR3、DDR4 有望大幅放量。**公司公告 2022 年预计从关联方长鑫存储采购 DRAM 代工金额约 1.35 亿美元。2021 年 1-11 月公司从长鑫存储采购 DRAM 代工实际金额 0.30 亿美元。2022 年预计采购金额数为 2021 年 1-11 月合计数的 4.5 倍, 自研 DRAM 进入加速放量期。
- **DRAM 技术壁垒高, 市场集中且处于垄断态势。**DRAM 即动态随机存取存储器, 是当前市场中最为重要的系统内存, 在计算系统中占据核心位置, 广泛应用于服务器、移动设备、PC、消费电子等领域。因极高的技术和资金壁垒, DRAM 领域市场处于高度集中甚至垄断态势。
- **代銷方式切入 DRAM 市场, 积累丰富客户资源。**公司于 2020 年开始代銷长鑫存储 DRAM 产品, 2021 年 6 月推出首款自有品牌 DRAM, 主要面向消费类、工业控制类及汽车类等利基市场, 应用于机顶盒、电视、监控、网络通信、智慧家庭、平板电脑、车载影音系统等诸多领域。
- **面向消费电子等利基市场, DRAM 成为新营收贡献点。**公司于 2021 年 6 月量产的首款 4Gb DDR4 产品, 已在消费类应用领域通过了众多主流平台的认证, 广泛应用在机顶盒、电视、监控、网络通信、智能家电等领域, 同时也在积极扩展在平板电脑、车载影音系统等领域的应用。同时, 公司已在 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。
- **保持工艺制程代差优势, 持续降低产品成本。**公司 2021 年 6 月量产 19nm, 4Gb DDR4。公司规划中的 DRAM 产品包括 DDR3、DDR4、LPDDR4, 制程在 1Xnm 级 (19nm、17nm), 容量在 1Gb~8Gb。公司积极研发 17nm DDR3 产品。在利基市场, 公司 DRAM 产品在工艺制程上保持代差优势, 有利于降低产品成本。公司与长鑫存储的紧密合作关系, 为公司 DRAM 产品提供稳定产能保障。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 22.22/28.16/34.03 亿元, 对应 12 月 1 日股价 PE 分别为 35/28/23 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业供需格局改善、产品研发不及预期、客户拓展不及预期。

**盈利预测**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收 (亿元)	45.0	89.4	120.7	153.3
营收增速 (%)	40.40%	98.79%	35.00%	27.00%
净利润 (亿元)	8.8	22.2	28.2	34.0
净利润增速 (%)	45.11%	152.29%	26.76%	20.83%
EPS (元/股)	1.87	4.71	5.97	7.22
PE	88.7	35.2	27.7	23.0

资料来源: Wind, 首創證券

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8729.0	11768.6	14984.0	18807.0	经营活动现金流	1059.7	1854.0	3248.0	2580.6
现金	7362.2	9172.9	12387.7	14946.9	净利润	880.5	2221.9	2816.4	3403.1
应收账款	172.2	446.8	432.9	718.3	折旧摊销	167.4	178.9	199.0	218.6
其它应收款	18.4	18.4	18.4	18.4	财务费用	83.1	(153.4)	(179.1)	(199.6)
预付账款	2.5	2.5	2.5	2.5	投资损失	(71.3)	(40.0)	(42.2)	(51.2)
存货	739.2	1693.4	1707.9	2686.3	营运资金变动	93.6	(353.3)	453.9	(790.4)
其他	64.9	64.9	64.9	64.9	其它	(93.5)	0.0	0.0	0.0
非流动资产	2981.7	2972.9	2943.9	2895.3	投资活动现金流	318.3	(130.0)	(127.8)	(118.8)
长期投资	18.9	18.9	18.9	18.9	资本支出	(287.9)	(170.0)	(170.0)	(170.0)
固定资产	694.4	740.4	766.2	768.9	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	293.4	248.5	200.4	149.1	其他	606.2	40.0	42.2	51.2
其他	6.9	6.9	6.9	6.9	筹资活动现金流	4124.5	86.7	94.6	97.5
资产总计	11710.7	14741.4	17927.9	21702.2	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	776.3	1651.8	2106.3	2579.7	长期借款	(82.4)	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	其他	4206.9	86.7	94.6	97.5
应付账款	423.2	1298.7	1753.3	2226.6	现金净增加额	5389.8	1810.8	3214.8	2559.2
其他	1.8	1.8	1.8	1.8					
非流动负债	240.5	240.5	240.5	240.5	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	40.4%	98.8%	35.0%	27.0%
负债合计	1016.7	1892.2	2346.8	2820.1	营业利润	45.9%	160.0%	24.1%	21.3%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	45.1%	152.3%	26.8%	20.8%
归属母公司股东权益	10694.0	12849.2	15581.1	18882.1	获利能力				
负债和股东权益	11710.7	14741.4	17927.9	21702.2	毛利率	37.4%	44.0%	42.0%	41.0%
					净利率	19.6%	24.9%	23.3%	22.2%
					ROE	11.1%	18.9%	19.8%	19.7%
					ROIC	11.0%	18.9%	19.8%	19.7%
					偿债能力				
					资产负债率	8.7%	12.8%	13.1%	13.0%
					净负债比率	-68.8%	-71.4%	-79.5%	-79.2%
					流动比率	11.24	7.12	7.11	7.29
					速动比率	10.29	6.10	6.30	6.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.68	0.74	0.77
					应收账款周转率	25.06	28.89	27.44	26.63
					应付账款周转率	6.88	6.88	6.88	6.88
					每股指标(元)				
					每股收益	1.87	4.71	5.97	7.22
					每股经营现金	2.25	3.93	6.89	5.47
					每股净资产	22.68	27.25	33.04	40.04
					估值比率				
					P/E	88.7	35.2	27.7	23.0
					P/B	7.3	6.1	5.0	4.1
利润表 (百万元)									
	2020	2021E	2022E	2023E					
营业收入	4496.9	8939.4	12068.2	15326.6					
营业成本	2816.0	5006.1	6999.5	9042.7					
税金及附加	18.5	36.8	49.6	63.1					
营业费用	194.1	346.0	458.6	582.4					
研发费用	497.9	831.4	1122.3	1425.4					
管理费用	214.5	402.3	531.0	674.4					
财务费用	60.6	-153.4	-179.1	-199.6					
资产减值损失	(150.94)	(22.00)	(30.00)	(42.00)					
公允价值变动收益	226.1	0.0	0.0	0.0					
投资净收益	71.3	40.0	42.2	51.2					
营业利润	743.7	2441.3	3036.7	3678.6					
营业外收入	7.5	16.9	15.6	13.3					
营业外支出	7.5	16.6	21.4	15.2					
利润总额	939.2	2441.6	3030.8	3676.7					
所得税	58.7	219.7	214.4	273.6					
净利润	880.5	2221.9	2816.4	3403.1					
少数股东损益	-0.2	0.0	0.0	0.0					
归属母公司净利润	880.7	2221.9	2816.4	3403.1					
EBITDA	1317.8	2620.5	3229.8	3895.3					
EPS (元)	1.87	4.71	5.97	7.22					

## 团队简介

何立中，电子行业首席分析师，北京大学硕士，曾在比亚迪半导体从事芯片设计、国信证券研究所、中国计算机报工作，2021年4月加入首创证券。

韩杨，电子行业研究助理，厦门大学会计学硕士，2021年8月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现