

2021年12月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

兆易创新(603986): 存储芯片龙头, Flash+MCU+DRAM三箭齐发打造长期成长

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 毛正

执业证书编号: S1050521120001

邮箱: maozheng@cfsc.com.cn

联系人: 刘煜

执业证书编号: S1050121110011

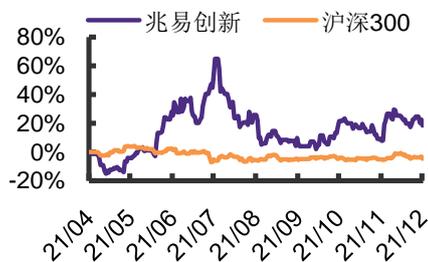
邮箱: liuy@cfsc.com.cn

基本数据

2021-12-29

| | |
|------------|--------------|
| 当前股价(元) | 165.00 |
| 总市值(亿元) | 1,101.3 |
| 总股本(百万股) | 667.4 |
| 流通股本(百万股) | 617.4 |
| 52周价格范围(元) | 15.05-235.13 |
| 日均成交额(百万元) | 2,532.1 |

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

存储芯片和MCU龙头企业, 业绩持续高速增长

公司是国内存储芯片和MCU芯片设计龙头企业, 成立于2005年, 主营业务为存储器、微控制器和传感器的研发、技术支持和销售, 产品广泛应用于手机及平板电脑等手持移动终端、消费类电子产品、物联网终端、个人电脑及周边、工业控制设备、汽车电子、通信设备、医疗设备、办公设备等领域。受益于下游应用领域需求旺盛叠加供应链本土化趋势显著, 公司凭借完善的产品线布局、强大的研发实力以及多年深耕市场积累的品牌影响力, 以优质可靠的产品和服务满足客户的多样化需求, 实现了业绩高速增长, 2021年前三季度实现营业收入63.30亿元, 同比增长99.45%, 实现归母净利润16.48亿元, 同比增长144.92%。

数字化时代存储需求爆发式增长, 车用存储将是未来新兴市场的增长点

随着5G通讯、物联网、人工智能、自动驾驶等领域的快速发展, 新型终端设备的兴起如5G基站、智能家居、ADAS系统以及数据存储量的增加, 存储芯片的应用需求也会呈现持续增长的趋势。根据IC Insights预测, 2021-2023年全球存储芯片的市场规模将分别达到1552亿美元、1804亿美元及2196亿美元, 增幅分别达到22.5%、16.2%和21.7%。在国内市场, 随着中国在电子制造领域水平的不断提升, 国内存储芯片产品的需求量逐步攀升, 根据世界半导体贸易统计协会数据, 预计2023年国内存储芯片市场规模将达6492亿元。后移动计算时代, 车用存储将是未来新兴市场的增长点。随着计算越来越快, 与之匹配的存储也须越来越大, 总体来说, 自动驾驶的到来催生了更大存储容量的需求。根据IHS数据, 2019年全球汽车存储IC市场规模为36亿美元, 预计到2025年将增长至83亿美元。

MCU应用场景广泛, 受益于汽车智能化浪潮快速发展

MCU(微控制器)的应用领域几乎覆盖需要控制器的所有场景, 根据IC Insights的数据显示, 全球MCU产品出货量从2015年221亿颗增长至2020年361亿颗, 市场规模从2015年的159亿美元增长至2020年207亿美元, 前瞻产业研究院预计2026年全球MCU市场规模将增长至285亿美元, 其中中国MCU市场规模将达到513亿元。在汽车智能化进程之中, MCU将扮演着相对重要的角色, 应用范围十分广泛, 大到车体控制、

仪表盘、车载信息娱乐系统（IVI）、通信系统、高级安全系统、ADAS自动驾驶，小到车窗控制、电动座椅、倒车雷达和钥匙等都需要MCU来进行控制，一辆电动汽车上的MCU数量目前可达几十颗，将来可能会有上百颗。根据IHS数据，预计2025年全球汽车MCU市场规模将达到89亿美元。

■ 业务布局全面，三箭齐发打造长期成长

公司围绕感（传感器）、存（Flash、DRAM和新型存储器）、算（计算）、控（MCU生态）、连（连接领域）持续完善和丰富产品线。**Flash产品方面**，公司可提供高性能、大容量、低功耗、小尺寸等应用于多领域的多样化产品组合，在汽车应用领域，公司GD55的2G大容量产品已通过车规AECQ-100认证，SPI NOR Flash车规级产品2Mb-2Gb容量已全线铺齐，GD25车规级存储全系列产品已实现在多家汽车企业批量采用。**DRAM产品方面**，公司于2021年6月量产首颗自有品牌的面向利基市场的19nm 4Gb DDR4产品，已在消费类应用领域通过众多主流平台认证，目前17nm的DDR3产品正在积极研发中。与此同时，公司携手长鑫存储紧密合作，为公司DRAM产品提供稳定产能保障，未来DRAM产品将成为公司新的营收贡献点。**MCU产品方面**，作为国内32bitMCU领导厂商，公司已成功量产28个通用MCU系列，可提供入门级、主流型、高性能等丰富的功能和容量选择。公司MCU产品正稳步进入车规市场，目前第一颗车规级MCU产品已流片，预计2022年实现量产。我们认为，公司三大产品线布局全面且达到国内领先水平，未来随着产品持续迭代升级，在国产替代的时代浪潮下实现三箭齐发，长期成长路径清晰。

■ 盈利预测

预测公司2021-2023年收入分别为101.16、144.47、181.41亿元，EPS分别为3.84、5.63、6.95元，当前股价对应PE分别为43、29、24倍，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

行业周期性波动风险、新产品研发推广不及预期风险、供应链产能供应不足风险等。

| 预测指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 4,497 | 10,116 | 14,447 | 18,141 |
| 增长率（%） | 15.5% | 124.9% | 42.8% | 25.6% |
| 归母净利润（百万元） | 881 | 2,560 | 3,752 | 4,634 |
| 增长率（%） | 45.1% | 190.6% | 46.6% | 23.5% |
| 摊薄每股收益（元） | 1.87 | 3.84 | 5.63 | 6.95 |
| ROE（%） | 8.2% | 19.9% | 23.3% | 23.1% |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产: | | | | | 营业收入 | 4,497 | 10116 | 14447 | 18141 |
| 现金及现金等价物 | 7,362 | 9,179 | 11,874 | 15,394 | 营业成本 | 2,816 | 5,720 | 8,053 | 10,155 |
| 应收款 | 254 | 570 | 815 | 1,023 | 营业税金及附加 | 18 | 42 | 59 | 75 |
| 存货 | 739 | 1,513 | 2,130 | 2,686 | 销售费用 | 194 | 435 | 621 | 780 |
| 其他流动资产 | 374 | 458 | 523 | 578 | 管理费用 | 215 | 486 | 621 | 780 |
| 流动资产合计 | 8,729 | 11,413 | 15,035 | 19,375 | 财务费用 | 61 | -32 | -125 | -216 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 498 | 1,120 | 1,600 | 2,009 |
| 金融类资产 | 307 | 307 | 307 | 307 | 费用合计 | 967 | 2,008 | 2,717 | 3,353 |
| 固定资产 | 694 | 658 | 618 | 579 | 资产减值损失 | -151 | -80 | -80 | -80 |
| 在建工程 | 17 | 7 | 3 | 1 | 公允价值变动 | 226 | 226 | 226 | 226 |
| 无形资产 | 293 | 288 | 274 | 259 | 投资收益 | 71 | 71 | 71 | 71 |
| 长期股权投资 | 19 | 19 | 19 | 19 | 营业利润 | 939 | 2,722 | 3,994 | 4,935 |
| 其他非流动资产 | 1,958 | 1,958 | 1,958 | 1,958 | 加: 营业外收入 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 非流动资产合计 | 2,982 | 2,930 | 2,872 | 2,816 | 减: 营业外支出 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 11,711 | 14,344 | 17,907 | 22,191 | 利润总额 | 939 | 2,730 | 4,001 | 4,942 |
| 流动负债: | | | | | 所得税费用 | 59 | 171 | 250 | 309 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 880 | 2,559 | 3,751 | 4,633 |
| 应付账款、票据 | 423 | 866 | 1,219 | 1,538 | 少数股东损益 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 其他流动负债 | 353 | 353 | 353 | 353 | 归母净利润 | 881 | 2,560 | 3,752 | 4,634 |
| 流动负债合计 | 776 | 1,219 | 1,572 | 1,891 | | | | | |
| 非流动负债: | | | | | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 240 | 240 | 240 | 240 | 营业收入增长率 | 15.5% | 124.9% | 42.8% | 25.6% |
| 非流动负债合计 | 240 | 240 | 240 | 240 | 归母净利润增长率 | 45.1% | 190.6% | 46.6% | 23.5% |
| 负债合计 | 1,017 | 1,460 | 1,813 | 2,131 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 37.4% | 43.5% | 44.3% | 44.0% |
| 股本 | 472 | 667 | 667 | 667 | 四项费用/营收 | 21.5% | 19.9% | 18.8% | 18.5% |
| 股东权益 | 10,694 | 12,884 | 16,095 | 20,060 | 净利率 | 19.6% | 25.3% | 26.0% | 25.5% |
| 负债和所有者权益 | 11,711 | 14,344 | 17,907 | 22,191 | ROE | 8.2% | 19.9% | 23.3% | 23.1% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 资产负债率 | 8.7% | 10.2% | 10.1% | 9.6% |
| 净利润 | 880 | 2559 | 3751 | 4633 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | -1 | -1 | -1 | 总资产周转率 | 0.4 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 折旧摊销 | 167 | 61 | 58 | 55 | 应收账款周转率 | 17.7 | 17.7 | 17.7 | 17.7 |
| 公允价值变动 | 226 | 226 | 226 | 226 | 存货周转率 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| 营运资金变动 | -214 | -1617 | -1280 | -1138 | 每股数据 (元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 1060 | 2114 | 3462 | 4412 | EPS | 1.87 | 3.84 | 5.63 | 6.95 |
| 投资活动现金净流量 | 318 | 46 | 44 | 41 | P/E | 88.4 | 43.0 | 29.3 | 23.7 |
| 筹资活动现金净流量 | 439 | -369 | -541 | -668 | P/S | 17.3 | 10.9 | 7.6 | 6.1 |
| 现金流量净额 | 1,817 | 1,791 | 2,965 | 3,785 | P/B | 7.3 | 8.5 | 6.8 | 5.5 |

资料来源: Wind资讯、华鑫证券研究

■ 电子组简介

毛正：复旦大学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020年度行业最具人气分析师；2021年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

刘煜：新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15% |
| 3 | 中性 | (-)5%--- (+)5% |
| 4 | 减持 | (-)15%---(-)5% |
| 5 | 回避 | <(-)15% |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深300指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深300指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深300指数 |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。