

2022年01月25日

兆易创新 (603986.SH)

高景气度叠加产能保障，MCU 与存储业务并驾齐驱

■事件：1月24日，公司发布业绩预告，预计2021年实现归母净利润22.8-24.2亿元，同比增加13.99-15.39亿元，同比增幅158.88%-174.78%。

■需求强劲+产能保障，业绩高速增长符合预期。根据业绩预告，公司预计2021年度实现归母净利润22.8-24.2亿元，同比增加13.99-15.39亿元，同比增幅158.88%到174.78%。扣非归母净利润21.67-23.07亿元，同比增加16.12-17.52亿元，同比增幅290.25%-315.46%。业绩增长主要原因如下：一是受益终端智能化需求和供应链本土化趋势，公司产品市场需求持续旺盛；二是依托在MCU及存储领域积累的产品和技术优势，公司持续开拓新市场、新客户，优化产品和客户结构，工业等领域营收贡献增加；三是推进供应链多元化布局，积极应对供应短缺，为业绩增长提供有力产能保障。

■2021年全年供需紧张，国产MCU龙头有望在汽车、工业市场持续发力。公司GD32包含入门、主流、高性能3大产品线、28个产品系列，占据32位MCU最优成长赛道，在工业、医疗设备、安防监控、汽车仪表、娱乐影音、T-BOX、家电等领域实现较快增长，车载和工控领域将是MCU业务未来在全球市场中开拓的重要目标市场。根据Morgan Stanley Research，2020年全球32位/8位/16位MCU市场规模分别为104/40/30亿美元，32位MCU市场规模成长迅速，近5年CAGR约11%。根据AFS研究数据，由于芯片短缺，2021年全球汽车市场预计累计减产约1020万辆，其中微控制器（MCU）半导体紧缺程度最高。根据公司公告，公司MCU产品正稳步进入车规市场，第一颗面向通用车身市场的最新车规级MCU产品已流片，预计2022年中量产并贡献营收。受益国产化替代、汽车智能化、AIoT等需求，公司MCU产品结构不断优化、产品矩阵丰富度持续提升，未来有望持续快速增长。

■压舱石业务NOR稳健成长，DRAM有望成为新的增长极。公司成立以来，受益国际龙头企业相继退出，消费电子、可穿戴设备对NOR的整体需求平稳及高端产品需求提升，压舱石业务NOR FLASH持续保持快速增长。随着汽车电子、工业互联、物联网等新领域对存储芯片数量及容量需求的持续提升，NOR业务有望持续稳健成长。公司

公司快报

证券研究报告

半导体

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：210.00元
股价（2022-01-24）155.50元

交易数据

总市值(百万元)	103,802.44
流通市值(百万元)	96,015.12
总股本(百万股)	667.54
流通股本(百万股)	617.46
12个月价格区间	119.72/230.05元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.98	2.35	6.45
绝对收益	-10.58	0.71	4.16

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001
maliang2@essence.com.cn
021-35082935

相关报告

兆易创新：MCU 存储双轮驱动，Q3 业绩高增长/马良	2021-10-28
兆易创新：NOR、MCU 齐发力，存储龙头业绩高增长/马良	2021-08-30

第一颗自有品牌的 19nm/4Gb DRAM 已于 2021 年 6 月量产，主要面向利基市场。根据公司公告，已经规划了 DDR3、DDR4、LPDDR4，19nm/17nm 制程，容量 1Gb~8Gb 的多款产品，17nm DDR3 产品正在积极研发中。公司自研 DRAM 产品实现了设计、流片、封测、验证的国产化，主要面向消费类、工业控制类及汽车类等利基市场，可应用于机顶盒、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。我们认为，受益日益提升的产品性能、日趋丰富的产品体系及客户生态效应，DRAM 业务有望成为新的增长极。

■ **投资建议：**我们预计公司 2021 年~2023 年收入分别为 89.76 亿元、118.84 亿元、156.87 亿元，归母净利润分别为 23.29 亿元、30.70 亿元、37.46 亿元，EPS 分别为 3.49 元、4.6 元和 5.61 元，对应 PE 分别为 45 倍、34 倍和 28 倍，维持“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**新产品研发进度不达预期；制程切换进度不达预期；晶圆产能扩张不达预期；MCU 景气度不及预期；商誉减值风险。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	3,202.9	4,496.9	8,975.8	11,884.0	15,686.8
净利润	606.9	880.7	2,329.3	3,069.8	3,745.7
每股收益(元)	0.91	1.32	3.49	4.60	5.61
每股净资产(元)	7.83	16.02	19.69	23.16	27.30
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	171.0	117.9	44.6	33.8	27.7
市净率(倍)	19.9	9.7	7.9	6.7	5.7
净利润率	18.9%	19.6%	26.0%	25.8%	23.9%
净资产收益率	11.6%	8.2%	17.7%	19.9%	20.6%
股息收益率	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
ROIC	89.3%	43.4%	95.9%	88.1%	157.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,202.9	4,496.9	8,975.8	11,884.0	15,686.8	成长性					
减:营业成本	1,905.1	2,816.0	4,954.6	6,892.7	9,255.2	营业收入增长率	42.6%	40.4%	99.6%	32.4%	32.0%
营业税费	22.0	18.5	35.9	47.5	62.7	营业利润增长率	58.5%	42.0%	163.8%	32.0%	22.1%
销售费用	124.8	194.1	359.0	445.6	549.0	净利润增长率	49.9%	45.1%	164.5%	31.8%	22.0%
管理费用	170.8	214.5	377.0	475.4	611.8	EBITDA 增长率	84.2%	79.1%	83.4%	29.2%	27.4%
研发费用	363.3	497.9	807.8	1,045.8	1,349.1	EBIT 增长率	84.0%	78.9%	95.3%	31.3%	28.9%
财务费用	-26.2	60.6	-126.4	-184.4	-15.6	NOPLAT 增长率	64.0%	56.9%	134.5%	31.3%	28.9%
资产减值损失	-40.7	-150.9	-40.0	-40.0	-40.0	投资资本增长率	222.8%	6.1%	42.9%	-27.9%	54.0%
加:公允价值变动收益	0.1	226.1	-190.1	-	-	净资产增长率	175.5%	104.6%	22.9%	17.6%	17.9%
投资和汇兑收益	15.4	71.3	60.0	70.0	80.0	利润率					
营业利润	661.5	939.3	2,477.7	3,271.3	3,994.5	毛利率	40.5%	37.4%	44.8%	42.0%	41.0%
加:营业外净收支	-17.7	-0.1	9.0	6.6	6.6	营业利润率	20.7%	20.9%	27.6%	27.5%	25.5%
利润总额	643.7	939.2	2,486.7	3,278.0	4,001.2	净利润率	18.9%	19.6%	26.0%	25.8%	23.9%
减:所得税	38.4	58.7	161.6	213.1	260.1	EBITDA/营业收入	23.9%	30.5%	28.0%	27.4%	26.4%
净利润	606.9	880.7	2,329.3	3,069.8	3,745.7	EBIT/营业收入	21.0%	26.8%	26.2%	26.0%	25.4%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	45	50	26	17	11
货币资金	1,970.1	7,362.2	14,694.9	19,456.0	25,681.9	流动营业资本周转天数	28	20	33	31	31
交易性金融资产	18.1	305.1	115.0	115.0	115.0	流动资产周转天数	261	464	544	606	605
应收账款	194.2	190.6	787.5	392.4	1,143.9	应收账款周转天数	19	15	20	18	18
应收票据	4.3	63.0	24.4	61.8	82.9	存货周转天数	71	55	68	64	63
预付账款	7.8	2.5	47.8	8.7	59.1	总资产周转天数	508	716	658	689	665
存货	629.2	739.2	2,651.1	1,555.3	3,937.6	投资资本周转天数	159	178	112	85	69
其他流动资产	45.6	66.5	56.1	56.1	59.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	8.2%	17.7%	19.9%	20.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.8%	7.5%	11.0%	12.6%	11.2%
长期股权投资	15.3	18.9	18.9	18.9	18.9	ROIC	89.3%	43.4%	95.9%	88.1%	157.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	556.7	694.4	600.3	506.3	412.2	销售费用率	3.9%	4.3%	4.0%	3.8%	3.5%
在建工程	1.5	16.7	16.7	16.7	16.7	管理费用率	5.3%	4.8%	4.2%	4.0%	3.9%
无形资产	253.4	337.9	267.4	196.9	126.5	研发费用率	11.3%	11.1%	9.0%	8.8%	8.6%
其他非流动资产	2,477.4	1,913.8	1,825.8	1,997.5	1,886.6	财务费用率	-0.8%	1.3%	-1.4%	-1.6%	-0.1%
资产总额	6,173.5	11,710.7	21,105.9	24,381.7	33,540.7	四费/营业收入	19.8%	21.5%	15.8%	15.0%	15.9%
短期债务	-	-	2,675.1	3,813.2	6,605.3	偿债能力					
应付账款	502.1	537.1	1,910.5	1,215.1	2,846.5	资产负债率	15.3%	8.7%	37.8%	36.6%	45.7%
应付票据	18.0	-	26.2	22.4	35.4	负债权益比	18.1%	9.5%	60.7%	57.8%	84.2%
其他流动负债	158.0	239.1	252.9	190.5	310.6	流动比率	4.23	11.24	3.78	4.13	3.17
长期借款	82.4	-	2,920.1	3,488.4	5,320.2	速动比率	3.30	10.29	3.23	3.83	2.77
其他非流动负债	187.0	240.5	183.6	203.7	209.2	利息保障倍数	-25.73	19.88	-18.61	-16.74	-255.37
负债总额	947.5	1,016.7	7,968.3	8,933.3	15,327.1	分红指标					
少数股东权益	0.6	-	-4.1	-8.9	-13.4	DPS(元)	0.18	0.40	0.82	1.13	1.46
股本	321.1	471.6	667.5	667.5	667.5	分红比率	20.1%	30.2%	23.4%	24.6%	26.1%
留存收益	4,908.2	10,273.3	12,474.1	14,789.7	17,559.4	股息收益率	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
股东权益	5,226.0	10,694.0	13,137.6	15,448.4	18,213.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	605.3	880.5	2,329.3	3,069.8	3,745.7	EPS(元)	0.91	1.32	3.49	4.60	5.61
加:折旧和摊销	110.2	189.1	164.5	164.5	164.5	BVPS(元)	7.83	16.02	19.69	23.16	27.30
资产减值准备	37.9	150.9	-	-	-	PE(X)	171.0	117.9	44.6	33.8	27.7
公允价值变动损失	-0.1	-226.1	-190.1	-	-	PB(X)	19.9	9.7	7.9	6.7	5.7
财务费用	-9.6	83.1	-126.4	-184.4	-15.6	P/FCF	-95.8	158.2	15.0	18.2	14.6
投资损失	-15.4	-71.3	-60.0	-70.0	-80.0	P/S	32.4	23.1	11.6	8.7	6.6
少数股东损益	-1.6	-0.2	-4.3	-4.9	-4.6	EV/EBITDA	81.9	61.8	37.3	27.9	21.5
营运资金的变动	-736.3	713.3	-1,060.7	579.3	-1,327.7	CAGR(%)	71.7%	62.0%	79.2%	71.7%	62.0%
经营活动产生现金流量	967.3	1,059.7	1,052.4	3,554.4	2,482.4	PEG	2.4	1.9	0.6	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-668.4	318.3	440.2	70.0	80.0	ROIC/WACC	8.5	4.1	9.1	8.4	15.0
融资活动产生现金流量	713.8	4,124.5	5,840.1	1,136.7	3,663.5	REP	3.4	9.0	3.1	4.6	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034