

兆易创新 (603986.SH)

强烈推荐-A (维持)

产品结构持续升级, 不断进军车规市场

兆易创新发布 2022 一季报, 22Q1 实现收入 22.3 亿元, 同比+39%/环比+2.3%, 扣非归母净利润约 6.55 亿元, 同比+136.5%/环比基本持平。点评如下:

□ **22Q1 收入和经营性净利润环比表现亮眼。**兆易创新 22Q1 实现收入 22.3 亿元, 同比+39%/环比+2.3%; 实现归母净利润 6.85 亿元, 同比+128%/环比基本持平, 实现扣非净利润 6.55 亿元, 同比+136.5%/环比基本持平, 非经常性损益主要为政府补助 1976 万元和银行理财收益 1501 万元。考虑到 21Q4 计提商誉减值损失 1.56 亿元, 同时 21Q4 费用较多, 因此 22Q1 经营性净利润环比下滑 18%。由于一季度本身为 NOR 和 MCU 等产品需求淡季, 以及二月份春节影响、三月份深圳和上海疫情, 同时香港疫情也影响了公司晶圆物流运输效率, 因此 22Q1 经营性业绩超预期。

□ **DRAM 占比提升一定程度影响毛利率, NOR 和 MCU 产品结构优化带来毛利率改善。**公司 22Q1 毛利率 49.5%, 同比+13.7pcts/环比-3.5pcts, 环比下滑主要系 22Q1 中 DRAM (自研+代销) 占比环比提升, 而 DRAM 产品毛利率远低于 NOR 和 MCU, 环比部分拉低整体毛利率水平。分产品来看, 由于 NOR 产品结构调整 (大容量占比提升+55nm 出货量持续提升), MCU 处于价格相对稳定同时高阶产品占比提升, NOR 和 MCU 整体毛利率水平有望继续保持环比优化态势。

□ **22Q1 业绩超预期的核心原因在于公司产品结构的持续升级。**22Q1 业绩同比实现翻倍以上高增长主要系 NOR 和 MCU 等产品价格维持高位, 而 21Q1 是 2021 年全年的季度价格低点。环比来看, 公司各产品 22Q1 出货量受到下游需求疲软和疫情一定影响, 但原厂价格水平依旧坚挺。从产业链跟踪来看, 中低容量 NOR Flash 和消费级 MCU 产品在 21Q4~22Q1 有明显环比下跌趋势, 但公司 22Q1 业绩的环比表现说明兆易 NOR 和 MCU 两大产品线价格环比稳定甚至有继续改善的趋势, 充分印证了公司产品结构在不断持续升级, 主要体现在: 大容量 NOR Flash 产品占比提升、工控以及高阶型号 MCU 产品占比提升等。

□ **持续替代 ST 保持国内份额提升, 2022 全年确定性以量补价。**展望二季度以及全年, 我们认为上海疫情对物流运输影响依旧存在, 中低容量 NOR 和消费类 MCU 受需求疲软影响价格下行压力依旧存在, 但兆易作为两大赛道龙头厂商, 产品结构不断升级, 无论 22Q2 还是远期表现都有望远超行业平均表现。从供给侧看, ST 在 2022 年将逐步收窄国内 MCU 供应量, 而兆易作为 32 位 ARM 架构 MCU 核心龙头, 替代 ST 进行份额提升趋势仍在, 2022 年全年兆易 MCU 仍旧表现出较为确定的以量补价态势。从产品结构来看, 公司预计工业领域 MCU 有望在 2022 年与消费类应用持平, 未来将成为 MCU 产品第一大营收来源, 因此 2022 年公司 MCU 和毛利率水平有望呈现出较高韧性。

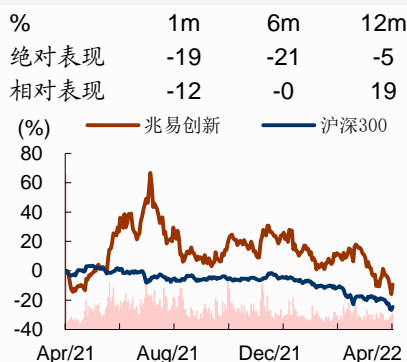
□ **多条产品线新品迭出, 积蓄未来成长动力。**①**NOR:** 55nm 制程全线量产, 出货量占比超过 40%, 正在推进 45nm 制程工艺研发。GD25/55 通过 AEC-Q100 车规认证; ②**NAND Flash:** 38nm 制程节点已经成熟, 24nm 工艺节点已经实现量产, 产品覆盖从 1Gb 至 8Gb 主流容量, 38nm SLC NAND Flash 车规级产品已经推出; ③**MCU:** 2021 年推出低功耗和无线 MCU 系列产品, 全面对标 ST MCU 产品矩阵。此外, 公司不断完善 MCU 生态协同, 量产了电机驱动芯片 (应用于电动工具、机器人、工业自动化三相 BLDC 和 PMSM 电机) 和电源管理芯片 (应用于 TWS 耳机、便携医疗设备等)。40nm 车规级 MCU 产品实现量产, 现已流片并进入客户测试, 该产品将主要面向通用车身市场。④**DRAM:** 首款 4Gb DDR4 (19nm 制程) 实现量产, 17nm DDR3 产品正在按计划有序推进中。

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 125.0 元

基础数据

总股本 (万股)	66747
已上市流通股 (万股)	61746
总市值 (亿元)	834
流通市值 (亿元)	772
每股净资产 (MRQ)	21.3
ROE (TTM)	19.1
资产负债率	10.3%
主要股东	朱一明
主要股东持股比例	6.86%

股价表现



相关报告

- 1、《兆易创新 (603986): 22Q1 业绩超预期, 产品结构改善明显》2022-04-14
- 2、《兆易创新 (603986): 量价齐升筑 21 年高增长, 季节波动&产品调整带来 Q4 收入利润表现分化》2022-03-14
- 3、《兆易创新 (603986)》—21Q4 单季业绩符合预期, 2022 年成长态势稳健》2022-01-25
- 4、《半导体行业深度专题之九—MCU 篇: MCU 缺货涨价背后的国产化浪潮》2021-07-07

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

曹辉 S1090521060001

caohui@cmschina.com.cn

□ **投资建议。** 尽管 2022 年 NOR 和 MCU 价格或有波动，但考虑到国产替代背景下公司产品结构持续调整，新品不断放量，因此 2022 年全年以量补价逻辑清晰。我们预计公司 2022-2024 年营收为 109.36/130.20/148.79 亿元，归母净利润为 27.64/33.06/36.20 亿元，对应 EPS 为 4.14/4.95/5.42 元，对应 PE 为 30.2/25.2/23.0 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示：** MCU 景气度下滑风险；晶圆产能扩张不及预期；NOR 制程切换不及预期；DRAM 良率提升不及预期；指纹识别竞争加剧；商誉减值风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4497	8510	10936	13020	14574
同比增长	40%	89%	29%	19%	12%
营业利润(百万元)	939	2305	2989	3573	3913
同比增长	42%	145%	30%	20%	9%
归母净利润(百万元)	881	2337	2764	3306	3620
同比增长	45%	165%	18%	20%	9%
每股收益(元)	1.32	3.50	4.14	4.95	5.42
PE	94.7	35.7	30.2	25.2	23.0
PB	7.8	6.2	5.4	4.5	3.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	8729	11027	13098	16664	20512
现金	7362	6598	8125	11149	14560
交易性投资	305	2425	2425	2425	2425
应收票据	63	96	124	147	165
应收款项	172	282	338	403	451
其它应收款	18	0	0	0	0
存货	739	1449	1858	2267	2604
其他	69	178	229	274	308
非流动资产	2982	4391	4330	4265	4199
长期股权投资	19	16	16	16	16
固定资产	694	810	910	988	1048
无形资产	1518	1410	1269	1142	1028
其他	750	2155	2135	2119	2107
资产总计	11711	15418	17428	20930	24711
流动负债	776	1602	1769	1964	2126
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	423	617	796	971	1115
预收账款	80	69	89	109	125
其他	273	915	884	885	885
长期负债	240	334	334	334	334
长期借款	0	0	0	0	0
其他	240	334	334	334	334
负债合计	1017	1935	2103	2298	2459
股本	472	667	667	667	667
资本公积金	7497	7688	7688	7688	7688
留存收益	2725	5127	6970	10276	13895
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	10694	13483	15326	18632	22251
负债及权益合计	11711	15418	17428	20930	24711

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1060	2262	2766	3241	3627
净利润	880	2337	2764	3306	3620
折旧摊销	189	288	346	350	352
财务费用	83	37	(1)	(1)	(1)
投资收益	(71)	(44)	0	(70)	(70)
营运资金变动	19	(253)	(351)	(353)	(281)
其它	(41)	(102)	8	8	7
投资活动现金流	318	(3279)	(287)	(217)	(217)
资本支出	(361)	(622)	(287)	(287)	(287)
其他投资	680	(2657)	0	70	70
筹资活动现金流	4125	233	(953)	1	1
借款变动	258	1598	(33)	0	0
普通股增加	151	196	0	0	0
资本公积增加	4375	191	0	0	0
股利分配	(623)	(1948)	(921)	0	0
其他	(37)	197	1	1	1
现金净增加额	5503	(784)	1526	3025	3411

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4497	8510	10936	13020	14574
营业成本	2816	4549	5867	7157	8221
营业税金及附加	18	37	47	56	63
营业费用	194	221	416	495	510
管理费用	215	391	503	560	583
研发费用	498	842	1115	1250	1355
财务费用	61	(121)	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	(151)	(200)	0	0	0
公允价值变动收益	226	(202)	0	0	0
其他收益	98	71	0	50	50
投资收益	71	44	0	20	20
营业利润	939	2305	2989	3573	3913
营业外收入	7	230	7	7	7
营业外支出	8	11	8	8	8
利润总额	939	2523	2989	3573	3913
所得税	59	187	225	267	293
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	881	2337	2764	3306	3620

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业收入	40%	89%	29%	19%	12%
营业利润	42%	145%	30%	20%	9%
净利润	45%	165%	18%	20%	9%
获利能力					
毛利率	37.4%	46.5%	46.4%	45.0%	43.6%
净利率	19.6%	27.5%	25.3%	25.4%	24.8%
ROE	11.1%	19.3%	19.2%	19.5%	17.7%
ROIC	11.6%	16.7%	19.2%	19.5%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	8.7%	12.6%	12.1%	11.0%	10.0%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	11.2	6.9	7.4	8.5	9.6
速动比率	10.3	6.0	6.4	7.3	8.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
存货周转率	4.1	4.2	3.5	3.5	3.4
应收帐款周转率	21.1	27.8	26.0	25.7	25.0
应付帐款周转率	6.9	8.7	8.3	8.1	7.9
每股资料(元)					
EPS	1.32	3.50	4.14	4.95	5.42
每股经营现金	1.59	3.39	4.14	4.86	5.43
每股净资产	16.02	20.20	22.96	27.91	33.34
每股股利	1.64	1.38	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	94.7	35.7	30.2	25.2	23.0
PB	7.8	6.2	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	70.0	32.9	23.2	19.7	18.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，13 年证券从业经验，08-11 年中信证券，11 年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT 及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20 年《新财富》电子行业最佳分析师第 2/5/2/2/4/3/3/4 名，11/12/14/15/16/17/18/19/20 年《水晶球》电子 2/4/1/2/3/3/2/3/3 名，10/14/15/16/17/18/19/20 年《金牛奖》TMT/电子第 1/2/3/3/3/3/2/2/1 名，2018/2019 年最具价值金牛分析师。

张益敏：上海交通大学工学硕士，覆盖 PCB，设备，汽车电子，电子周期品等领域。2018 年在太平洋证券，2019 年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

卢志奇：复旦大学工程本科、资产评估硕士，3 年 Synopsys 工作经验，2019 年在东方阿尔法基金，2021 年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020 年就职于西南证券/浙商证券，2021 年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020 年在浙商证券，2021 年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021 年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。