

兆易创新 (603986)

三季度持续发力，业绩回暖显著

事件：公司发布 2019 年 Q3 季报，前三季度实现营收为 22.04 亿元，yoy+28.04%；归母净利润 4.50 亿元，yoy+22.42%；扣非归母净利润 3.95 亿元，yoy+15.46%。经营性现金流量 7.03 亿元，同比增长 133.49%。

点评：在“国产替代+下游新应用需求迅速增加”双轮驱动下，公司继 Q2 业绩显著回暖后 Q3 季度持续发力。Q3 单季度营收 10.02 亿元，qoq+34.31%，yoy+62.97%；净利润 2.62 亿元，qoq+77.47%，yoy+98.51%。研发费用 1.03 亿元，yoy+71.09%，qoq+36.06%。前三季度实现营收 22.04 亿元，yoy+28.04%，主要系新客户拓展后存储芯片销售增幅较大所致；归母净利润 4.50 亿元，yoy+22.42%；扣非归母净利润 3.95 亿元，yoy+15.46%。存货同比下降 9.85%，主要是二季度销售回暖后，三季度销售环比增加，存货周转速度加快。未来我们预计 IOT 相关应用，主要以 TWS 为代表的可穿戴产品对 nor flash 等产品需求超预期增加，产品价格有望提升。另外在以华为为代表的供应链国产替代主题加持下，公司作为国内存储芯片龙头，将首先受益于“国产替代+下游新兴应用规模扩张”的双重历史机遇。我们认为这一波回暖趋势将持续到明年，且预计随着 nor flash 价格的上升，毛利率也将得到不错的改善，长期又有 5G、IoT、AI 的支撑。公司短中长期都有强劲的需求为基本面支撑，我们持续推荐。

TWS 的快速发展为公司业绩高速增长提供强劲动力，产品价格有望触底反弹。未来 10 年，IOT 将持续带动数字企业创新的商机，而 nor flash 适用于大多数 IoT 产品。以 TWS 为代表的可穿戴产品就是这一两年发展最快的 IoT 设备之一。据 Counterpoint，2019 年 Q1 全球 TWS 耳机出货量达 1750 万套，同比增长 40%；据 TrendForce，今年全球 TWS 耳机出货量将达 7800 万套，年增长将达到 52.9%。预计在这样强劲的需求增长情况下，nor flash 可能出现供不应求的情景，产品价格也将触底反弹，从而毛利率得到改善。

研发出全球首款通用 RISC-V MCU GD32V 产品系列，是提升海内外竞争力的关键里程碑。兆易创新于 2019 年 8 月 22 日在行业内首家推出基于 RISC-V 架构的 32 位通用 MCU 产品并持续打造 RISC-V 开发生态，进一步满足市场对于开放性架构的差异化需求，不断丰富完善 GD32 MCU ‘百货商店’，为客户提供更多选择，同时也助力公司应对未来碎片化物联网应用需求，提升公司国际竞争力。海外多年的布局终于开花结果，公司将长期受益于此。

成功收购思立微，切入人机交互领域市场，强化公司行业地位。兆易创新在全球 NOR FLASH 市场位于行业前列，是国内领先的 MCU 芯片供应商。近年来，从图形化到触控，指纹认证，再到语音交互，图像识别，人机交互界面不断扩展和改进，出现在计算机，汽车，通信，消费电子，物联网等多个领域。本次收购成功后，兆易创新将获得人机交互领域的核心技术，补齐人机交互技术和产品，丰富产品结构。LCD 屏下光学已经成熟，收购思立微后预计明年营收会持续增长。

投资建议：因为产业需求复苏，将公司 2019-2020 年盈利预测从 4.83/7.0 亿元调整为 6.55/9.58 亿元，预计 2021 年盈利为 13.41 亿元，以最新股本计算，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.04/2.98/4.19 元，维持买入评级。

风险提示：TWS 需求不及预期；新品研发不及预期；贸易战不确定性

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,029.71	2,245.79	3,031.81	4,093.25	5,640.50
增长率(%)	36.32	10.65	35.00	35.01	37.80
EBITDA(百万元)	488.66	623.75	701.59	1,030.26	1,439.37
净利润(百万元)	397.42	405.01	654.94	958.21	1,341.36
增长率(%)	125.26	1.91	61.71	46.30	39.99
EPS(元/股)	1.24	1.26	2.04	2.98	4.18
市盈率(P/E)	128.15	125.75	77.76	53.15	37.97
市净率(P/B)	29.00	26.85	18.69	14.63	11.23
市销率(P/S)	25.09	22.68	16.80	12.44	9.03
EV/EBITDA	64.99	26.47	70.15	47.09	33.01

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	144.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	321.12
流通 A 股股本(百万股)	283.07
A 股总市值(百万元)	46,402.07
流通 A 股市值(百万元)	40,903.06
每股净资产(元)	15.43
资产负债率(%)	14.52
一年内最高/最低(元)	181.87/57.55

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

陈俊杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《兆易创新-半年报点评:Q2 需求显著回暖，净利润超预期》2019-08-28
- 2 《兆易创新-公司点评:收购同行业优质企业，协同和规模效应促进发展》2019-04-04
- 3 《兆易创新-首次覆盖报告:产品结构优化，外延实现业务协同》2018-11-27



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	586.89	933.95	1,283.59	1,976.99	2,994.00
应收票据及应收账款	93.99	103.31	239.80	89.69	157.50
预付账款	9.26	12.89	6.94	22.82	21.06
存货	627.48	629.30	787.98	1,272.14	1,387.60
其他	111.30	88.13	128.31	144.25	203.13
流动资产合计	1,428.92	1,767.57	2,446.62	3,505.89	4,763.29
长期股权投资	3.87	10.58	10.58	10.58	10.58
固定资产	101.54	250.92	343.82	422.77	480.36
在建工程	62.97	197.84	154.70	140.82	114.49
无形资产	28.48	48.15	45.35	42.54	39.73
其他	946.92	584.09	592.15	598.47	580.88
非流动资产合计	1,143.77	1,091.58	1,146.60	1,215.18	1,226.04
资产总计	2,574.37	2,860.83	3,595.76	4,723.04	5,991.39
短期借款	44.64	78.38	20.60	20.60	20.60
应付票据及应付账款	271.81	269.67	461.77	526.93	817.54
其他	237.18	279.24	147.70	450.23	372.95
流动负债合计	553.63	627.29	630.06	997.76	1,211.09
长期借款	183.54	213.11	150.40	150.40	150.40
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.97	123.25	92.54	98.59	104.79
非流动负债合计	263.51	336.36	242.94	248.99	255.19
负债合计	817.14	963.65	873.00	1,246.75	1,466.28
少数股东权益	0.75	0.00	(2.50)	(4.47)	(8.25)
股本	202.68	284.64	321.09	321.09	321.09
资本公积	715.92	734.76	734.76	734.76	734.76
留存收益	1,558.89	1,902.33	2,404.17	3,159.66	4,212.27
其他	(721.00)	(1,024.56)	(734.76)	(734.76)	(734.76)
股东权益合计	1,757.24	1,897.18	2,722.76	3,476.29	4,525.11
负债和股东权益总	2,574.37	2,860.83	3,595.76	4,723.04	5,991.39

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	397.54	403.98	654.94	958.21	1,341.36
折旧摊销	39.00	61.51	13.04	17.73	21.55
财务费用	13.88	4.35	5.45	0.84	(2.52)
投资损失	(54.24)	(2.59)	(2.59)	(2.59)	(2.59)
营运资金变动	(329.71)	199.44	(307.63)	1.56	(3.27)
其它	131.23	(47.04)	(2.64)	(2.00)	(3.87)
经营活动现金流	197.70	619.64	360.57	973.76	1,350.65
资本支出	99.10	313.40	90.72	73.95	43.79
长期投资	(19.93)	6.71	0.00	0.00	0.00
其他	(861.22)	(604.93)	(148.98)	(150.79)	(91.30)
投资活动现金流	(782.05)	(284.83)	(58.26)	(76.84)	(47.50)
债权融资	228.18	291.48	171.00	171.00	171.00
股权融资	106.20	(159.76)	320.80	(0.84)	2.52
其他	(21.46)	(123.70)	(444.46)	(373.69)	(459.67)
筹资活动现金流	312.92	8.02	47.34	(203.53)	(286.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(271.43)	342.83	349.65	693.40	1,017.01

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,029.71	2,245.79	3,031.81	4,093.25	5,640.50
营业成本	1,234.85	1,386.76	1,834.25	2,455.95	3,384.30
营业税金及附加	2.75	11.25	10.20	13.27	21.84
营业费用	72.31	77.04	87.92	115.84	141.01
管理费用	259.81	126.38	151.59	204.66	274.69
研发费用	102.28	143.60	197.07	245.59	338.43
财务费用	27.33	(24.15)	5.45	0.84	(2.52)
资产减值损失	56.59	73.08	64.83	48.00	65.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	54.24	2.59	2.59	2.59	2.59
其他	(216.99)	31.77	(5.19)	(5.19)	(5.19)
营业利润	436.53	417.45	683.10	1,011.68	1,420.34
营业外收入	13.89	20.78	20.32	18.33	19.81
营业外支出	1.30	2.15	2.01	1.82	1.99
利润总额	449.12	436.09	701.41	1,028.19	1,438.16
所得税	51.58	32.11	49.10	71.97	100.67
净利润	397.54	403.98	652.31	956.22	1,337.49
少数股东损益	0.13	(1.03)	(2.64)	(2.00)	(3.87)
归属于母公司净利润	397.42	405.01	654.94	958.21	1,341.36
每股收益(元)	1.24	1.26	2.04	2.98	4.18

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.32%	10.65%	35.00%	35.01%	37.80%
营业利润	169.36%	-4.37%	63.63%	48.10%	40.39%
归属于母公司净利润	125.26%	1.91%	61.71%	46.30%	39.99%
获利能力					
毛利率	39.16%	38.25%	39.50%	40.00%	40.00%
净利率	19.58%	18.03%	21.60%	23.41%	23.78%
ROE	22.63%	21.35%	24.03%	27.53%	29.59%
ROIC	138.80%	80.30%	95.73%	92.73%	123.25%
偿债能力					
资产负债率	31.74%	33.68%	24.28%	26.40%	24.47%
净负债率	-20.41%	-33.86%	-40.86%	-51.95%	-62.39%
流动比率	2.58	2.82	3.89	3.52	3.93
速动比率	1.45	1.82	2.64	2.24	2.79
营运能力					
应收账款周转率	20.59	22.77	17.67	24.85	45.64
存货周转率	3.93	3.57	4.28	3.97	4.24
总资产周转率	0.96	0.83	0.94	0.98	1.05
每股指标(元)					
每股收益	1.24	1.26	2.04	2.98	4.18
每股经营现金流	0.62	1.93	1.12	3.03	4.21
每股净资产	5.47	5.91	8.49	10.84	14.12
估值比率					
市盈率	128.15	125.75	77.76	53.15	37.97
市净率	29.00	26.85	18.69	14.63	11.23
EV/EBITDA	64.99	26.47	70.15	47.09	33.01
EV/EBIT	69.40	28.77	71.48	47.91	33.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com