

兆易创新（603986）深度研究

存储、控制、传感三轮驱动，业绩成长具备想象空间

2019 年 12 月 17 日

【投资要点】

- ◆ 公司历经十几年的发展，形成了围绕存储器、MCU 和传感器研发销售的业务体系，服务消费电子、通信设备、汽车电子以及工业控制等众多领域的客户，公司以及旗下产品获得了客户的一致好评，斩获国内多个荣誉奖项。公司业绩在过去多年来保持稳定增长，虽然在 18Q4 及 19Q1 受到贸易因素，整体表现不佳，但是随着外部环境逐步向好发展，下游需求受到抑制后重新爆发，公司在 19Q2 及 Q3 数据持续创历史新高，业绩拐点显现。
- ◆ 全球半导体市场受到存储器市场拖累，在 19Q2 总销售额为 982 亿美元，表现为同比下滑 16.8%，仍未出现回暖迹象，存储器占据半导体销售额 30% 左右，全球存储器领域处于高度垄断状态，国际巨头三星、美光、海力士把控着 90% 左右的市场份额，我国是全球存储器最大的销售市场，占全球市场份额约 55%，份额未来还将持续提升，但是国产存储器供应能力还远远跟不上，兆易创新作为存储器国产化的重点公司，形成了以 NOR Flash 为主，DRAM 以及 NAND Flash 为辅的存储器全面布局，公司 19Q2 NOR Flash 销售实现逆势大涨 45.15%，市场份额达到了 13.9%，排名市场第四，未来随着对国产存储器支持力度的加大，公司市场份额有望持续提升。
- ◆ 公司通过收购思立微进入传感器领域，可以提供包括指纹识别、电容触控芯片以及配套算法，下游主要应用为智能手机及平板电脑等移动终端，公司触控芯片经过多年的自主研发和技术积累，在技术性能和成本上具备一定优势，市场份额排名市场前列；指纹识别产品品类包括 Coating 涂覆式指纹识别芯片、盖板指纹识别芯片、光学屏下指纹芯片以及在研超声波屏下指纹芯片，从 2018 年指纹芯片出货量来看，思立微市场份额上升迅速达到了 11%，排名全球第五，公司具备屏下指纹芯片的生产能力，自 2018 年以来智能手机屏下指纹渗透率持续提升，公司将显著受益于行业增长红利。
- ◆ MCU 作为设备控制核心具备广阔的发展空间，物联网及汽车电子的快速发展史未来驱动 MCU 需求增长的主要因素，做为物联网终端模组的核心部件，价值量占比为 35-45%，根据测算，到 2024 年全球物联网模组市场规模将有 463 亿美元，2017 年至 2024 年复合增长率为 21.36%。MCU 主要供应商为国外企业，行业集中度较高，国产 MCU 主要集中在中低端产品，高端产品相对较为缺乏。兆易创新的 GD-32 MCU 在国内市场具备较高知名度，连续多年获得“中国芯”最佳市场表现奖以及“年度最佳 MCU”等荣誉称号，在五年时间内累计出货超过 2 亿颗，成为了中国 32 位通用 MCU 的主流选择。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

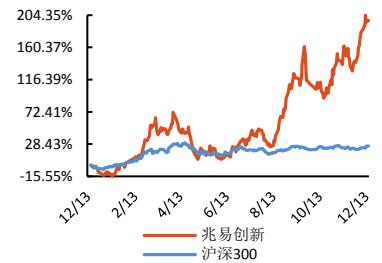
证券分析师：王好

证书编号：S1160519090001

联系人：危鹏华

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	65284.35
流通市值（百万元）	57555.85
52 周最高/最低（元）	212.99/57.55
52 周最高/最低（PE）	161.68/39.14
52 周最高/最低（PB）	35.54/8.77
52 周涨幅（%）	194.69
52 周换手率（%）	575.23

相关研究

- 《TWS 耳机市场爆发，三季度业绩高歌猛进》
2019. 10. 31
- 《二季度业绩反弹，三大业务部齐头并进》
2019. 08. 30
- 《营收增速略有放缓，多产品线布局提升成长能力》
2018. 08. 27
- 《存储器涨价推动业绩创历史新高》
2017. 11. 01

【投资建议】

- ◆ 由于以 AirPods 为代表的可穿戴设备的快速发展，公司业绩明显受益，我们上调公司盈利预测，预计 19/20/21 年营收分别为 31.27/43.05/58.65 亿元，归母净利润分别为 6.48/9.01/12.19 亿元，EPS 分别为 2.02/2.81/3.80 元，对应 PE 分别为 101/72/54 倍。
- ◆ 公司立足存储领域，布局传感和控制产业链，是国内 IC 设计企业中在物联网时代最为受益的标的，公司所处赛道市场空间大，国产替代需求强烈，未来业绩成长具备想象空间，首次覆盖，给予“增持评级”。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2245.79	3127.34	4305.45	5864.55
增长率(%)	10.65	39.25	37.67	36.21
EBITDA（百万元）	473.45	790.01	1041.57	1367.84
归母净利润（百万元）	405.01	648.22	900.87	1218.51
增长率(%)	1.91	60.05	38.98	35.26
EPS(元/股)	1.26	2.02	2.81	3.80
市盈率(P/E)	161.19	100.71	72.47	53.58
市净率(P/B)	34.41	14.02	11.94	9.90
EV/EBITDA	136.53	80.50	60.50	45.30

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- 全球贸易环境趋严；
- TWS 耳机需求增长不及预期；
- 超薄屏下指纹芯片出货不及预期。

正文目录

1. 公司概况	5
1.1. 立足中国放眼全球的 IC 设计公司	5
1.2. 公司股权结构	7
1.3. 第三季度数据持续走高	8
2. 存储行业突围	10
2.1. 半导体市场增速下滑	10
2.2. 存储器市场萎缩	11
2.3. 存储器市场资本开支下滑	12
2.3. 存储器市场波动剧烈	13
2.4. 国外企业垄断存储芯片市场	14
2.5. 受益于新应用的出现，NOR Flash 需求持续提升	15
2.6. 2019Q2 公司市场份额上升至第四位	16
2.7. 公司完整布局存储器市场	17
3. 收购优质指纹芯片厂商思立微	17
3.1. 思立微专注于触控芯片与指纹芯片研发销售	17
3.2. 指纹识别芯片市场份额靠前	18
3.3. 传统指纹芯片增速放缓，屏下指纹快速放量	19
3.4. 屏下指纹在全面屏时代优势明显，或成 OLED 手机标配	21
3.5. 持续开发超声波屏下指纹	22
4. MCU 发展空间广阔	22
4.1. MCU 是设备控制核心	22
4.2. MCU 销售额逐年上升，单位价格略有下滑	24
4.3. MCU 行业集中度高	25
4.4. 公司 MCU 在国内具备较高知名度	26
4.5. 冠名研究生电子设计大赛提升知名度	26
5. 盈利预测	27
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司分公司及办事处分布	5
图表 2: 公司获得荣誉及重大事项（不完全统计）	5
图表 3: 立足存储，布局控制+传感生态系统	6
图表 4: 闪存芯片及微控制器产品	7
图表 5: 指纹识别芯片	7
图表 6: 公司股权结构	7
图表 7: 公司营业总收入及增速	8
图表 8: 公司归母净利润及增速	8
图表 9: 公司营业总收入（分季度）	8
图表 10: 公司归母净利润（分季度）	8
图表 11: 公司毛利率及净利率	9
图表 12: 公司三项费用率	9
图表 13: 存储芯片及微控制器产品毛利率	9
图表 14: 公司研发投入及增速	10
图表 15: 研发投入占比	10
图表 16: 公司各职能人数	10
图表 17: 员工教育程度类别	10

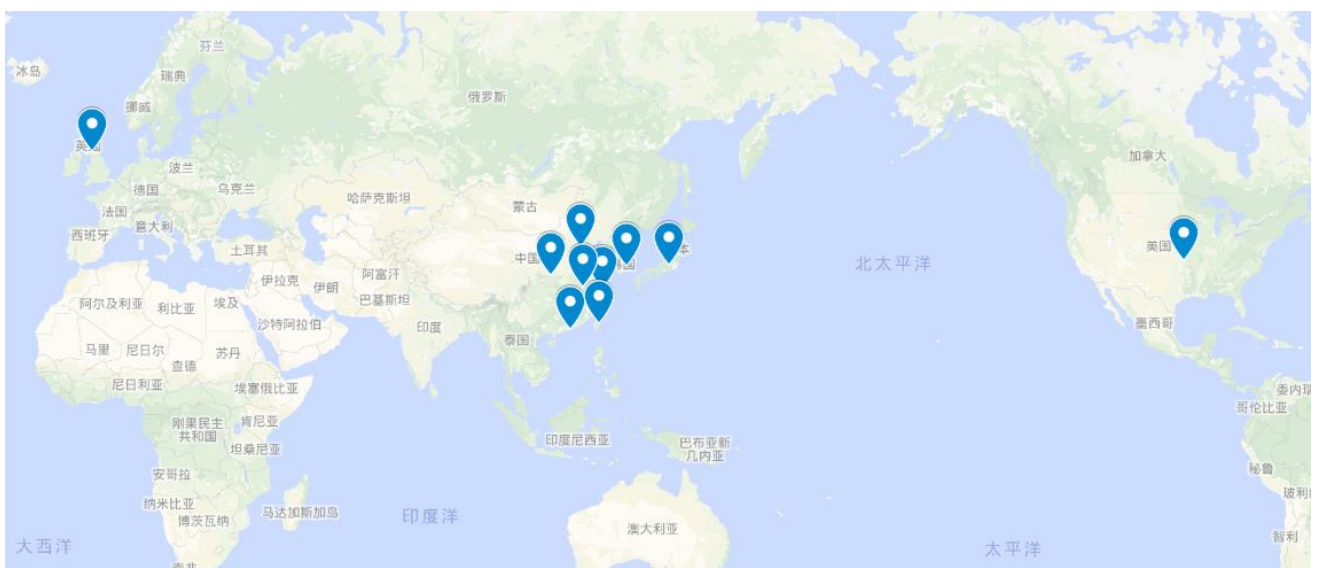
图表 18: 全球半导体销售额.....	11
图表 19: 存储器销售额统计及占比.....	11
图表 20: 全球及中国存储器市场规模统计.....	12
图表 21: 全球存储器资本开支及占比.....	12
图表 22: DRAM 及 Flash 资本支出.....	13
图表 23: 存储器与集成电路增速对比.....	13
图表 24: 存储器产品类别占比.....	14
图表 25: 2017 年及 2018 年模拟集成电路厂商排名.....	14
图表 26: DRAM 厂商排名.....	15
图表 27: DRAM 厂商排名.....	15
图表 28: NOR Flash 全球市场规模及增速.....	16
图表 29: 2019Q2 NOR Flash 市场份额排行.....	16
图表 30: 2016 年全球触控芯片出货量份额.....	18
图表 31: 2017 年全球触控芯片出货量份额.....	18
图表 32: 全球电容触控芯片销量及增速.....	18
图表 33: 中国电容触控芯片销量及增速.....	18
图表 34: 全球指纹芯片供应商.....	19
图表 35: 2016 年全球指纹芯片出货量份额.....	19
图表 36: 2017 年全球指纹芯片出货量份额.....	19
图表 37: 全球指纹芯片出货量.....	20
图表 38: 全球指纹芯片出货金额.....	20
图表 39: 2018 年全球指纹芯片市场份额.....	20
图表 40: 2019H1 屏下指纹手机出货量.....	21
图表 41: 中国智能手机及平板电脑电容触控芯片销量.....	21
图表 42: 中国智能手机及平板电脑电容触控芯片销量.....	22
图表 43: MCU 结构图.....	22
图表 44: MCU 下游应用.....	23
图表 45: 全球物联网模组市场规模.....	23
图表 46: 国内汽车电子市场规模.....	24
图表 47: MCU 市场规模及出货量.....	24
图表 48: 全球 MCU 厂商市场份额占比.....	25
图表 49: 中国 MCU 厂商市场份额占比.....	25
图表 50: “兆易创新杯”第十三届研究生电子设计竞赛.....	26
图表 51: “兆易创新杯”第十四届研究生电子设计竞赛.....	27
图表 52: 关键假设.....	27
图表 53: 同行业估值比较（2019-12-13）.....	28
图表 54: 盈利预测关键财务数据.....	28
图表 55: 历史 PE (TTM) 区间.....	29
图表 56: 历史 PB 区间.....	29
图表 57: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设.....	29

1. 公司概况

1.1. 立足中国放眼全球的 IC 设计公司

公司成立于 2005 年 4 月，是一家芯片设计企业，主要业务包括存储器、MCU、传感器等产品的研发、销售，产品广泛应用于消费电子、物联网、通信设备、汽车电子以及工业控制等领域。公司总部位于北京，并在国内上海、合肥、香港设有子公司，深圳设有分公司，于中国台湾设有办事处，在海外通过产品分销商对韩国、美国、日本、英国等地客户进行服务。公司核心管理团队由来自世界各地的高级管理人员组成，每位都曾在硅谷、韩国、台湾等各地著名 IC 企业工作多年，有着丰富的研发及管理经验。

图表 1：公司分公司及办事处分布



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司凭借脚踏实地的研究以及产品出色的市场成绩，连续多年获评“十大中华设计公司”以及“中国芯”最佳市场表现奖。

公司 NOR Flash 产品不断升级演进，实现在更先进平台设计制造，并在近期 SPI NOR Flash 全系列产品通过了 AEC-Q100 车规认证，未来具有更大的市场空间。

公司 GD32 系列 MCU 在国内屡获殊荣，获得了“年度最佳 MCU”、“最佳市场产品表现奖”等奖项。

公司在 2019 年 6 月实现思立微资产交割，正式进入指纹识别芯片领域，拓展传感器相关业务。

图表 2：公司获得荣誉及重大事项（不完全统计）

时间	公司重大事项
2019-06	思立微资产交割
2019-03	SPI NOR Flash 全系列产品通过车规认证
2018-06	实施 2018 年股权激励计划

2018-04	GD32 MCU 获“中国 IC 设计成就奖”
2017-11	GD32 MCU 获“中国芯”最佳市场产品表现奖
2017-03	兆易创新及 GD32 蝉联“十大中华 IC 设计公司”和“年度最佳 MCU”
2016-09	兆易创新 A 股成功上市
2015-03	荣获北京科学技术奖一等奖
2015-01	GD32 荣获“最佳本土芯片”奖
2014-01	GD32 MCU 荣膺十大创新成果奖
2013-04	发布基于 ARM 内核 GD32 系列通用 MCU 产品
2013-04	第一颗 65nm 产品——1.8V SPI NOR Flash 量产
2013-03	全球首颗 WSON8 Package SPI NAND Flash 量产
2012-10	蝉联第七届“中国芯”最佳市场表现奖
2011-12	蝉联第六届“中国芯”最佳市场表现奖
2011-06	第一颗 1.8V 产品 90nm NOR Flash 打入手机产业链
2011-02	第一颗 90nm 产品-3.0V SPI NOR Flash 量产
2009-11	第一颗 130nm 产品-3.0V SPI NOR Flash 量产
2008-12	第一颗 180nm 产品-3.0V SPI NOR Flash 量产
2006-08	低功耗 SRAM 产品规模量产
2005-04	公司成立

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司主要产品分为闪存芯片产品、微控制器产品以及传感器芯片产品，其中闪存芯片产品主要为 NOR Flash 和 NAND Flash 两类。微控制器是基于 ARM 的 32 位通用 MCU，具备多个产品系列，覆盖率稳居市场前列。

图表 3：立足存储，布局控制+传感生态系统



资料来源：新浪财经，东方财富证券研究所

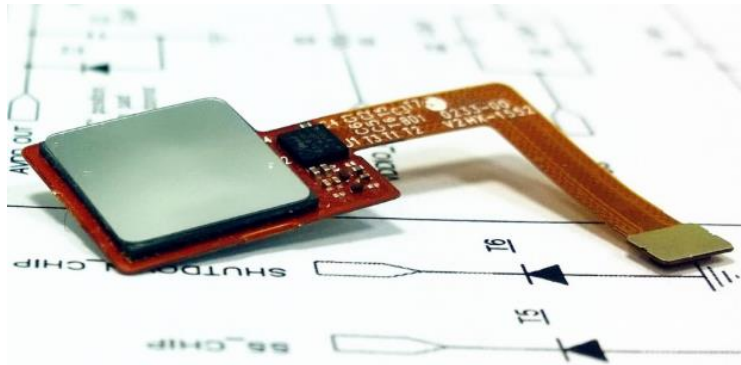
图表 4：闪存芯片及微控制器产品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

指纹传感器相关产品包括指纹识别芯片，包括电容式、光学式以及超声波式指纹识别芯片，思立微为全球排名第三的指纹识别供应商，公司产品广泛应用于国内知名智能手机厂商。

图表 5：指纹识别芯片

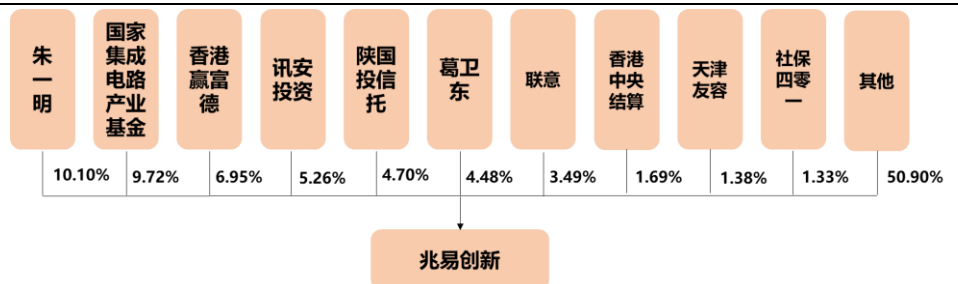


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 公司股权结构

截至公司最新公告，朱一明直接持有兆易创新 10.10% 股份，香港赢富得持有兆易创新 6.95% 股份并承诺在行使股东表决权时与朱一明保持一致。朱一明直接持有和实际控制及影响的兆易创新股份表决权为 17.05%，为公司控股股东和实际控制人，国家集成电路基金持股 9.72%，为第二大股东。

图表 6：公司股权结构

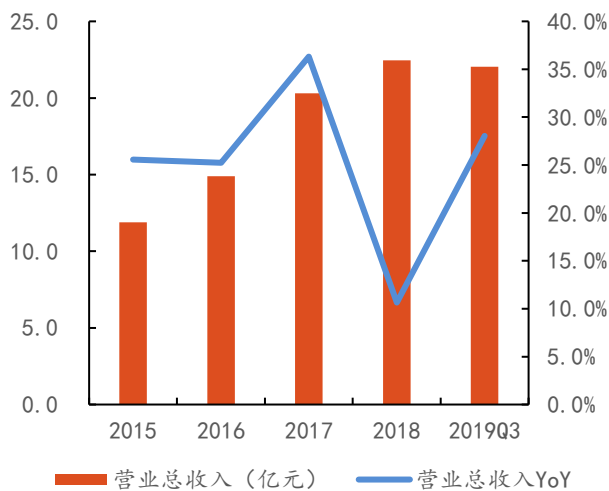


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. 第三季度数据持续走高

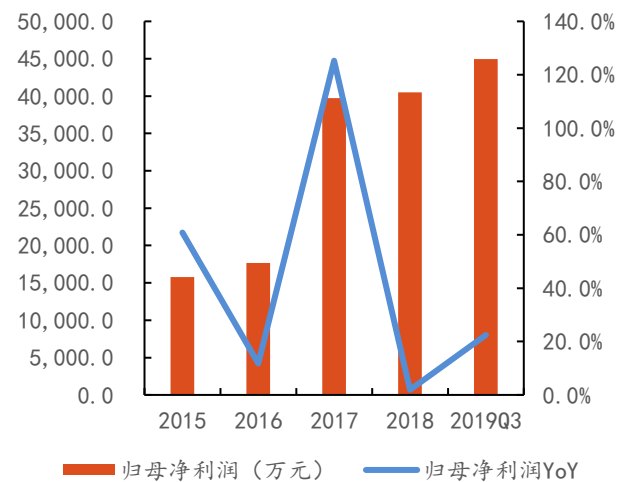
公司营业收入稳步增长，根据公司 2019 年三季报披露，报告期内公司实现营收 22.04 亿元，同比增长 28.04%，归母净利润为 4.50 亿元，同比增长 22.42%，公司之前业绩表现较差，主要原因是受到外部贸易环境的影响，下游客户在采购上趋于谨慎，公司在 2018 年四季度及 2019 年一季度受到了一定影响。

图表 7：公司营业总收入及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

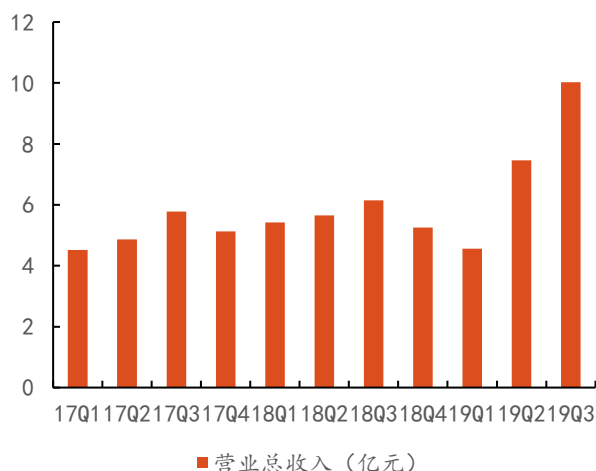
图表 8：公司归母净利润及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

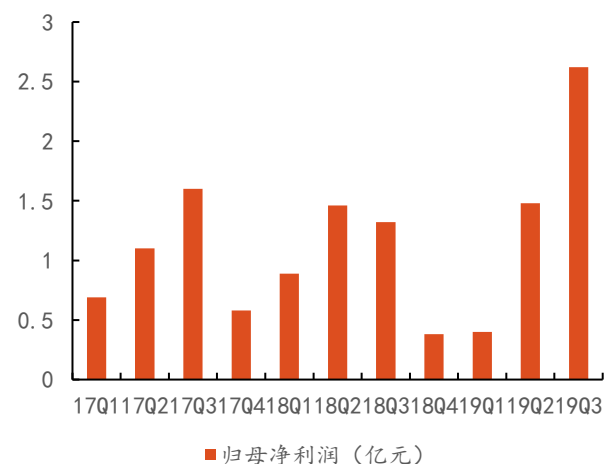
从公司分季度业绩来看，在 18Q4 及 19Q1 公司在营收和净利润都出现了明显的下滑，但是在 19Q2 和 19Q3 公司业绩出现了明显的回升，营收环比增长 63.60%和 34.32%，归母净利润环比增长 270%和 77.03%。

图表 9：公司营业总收入（分季度）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

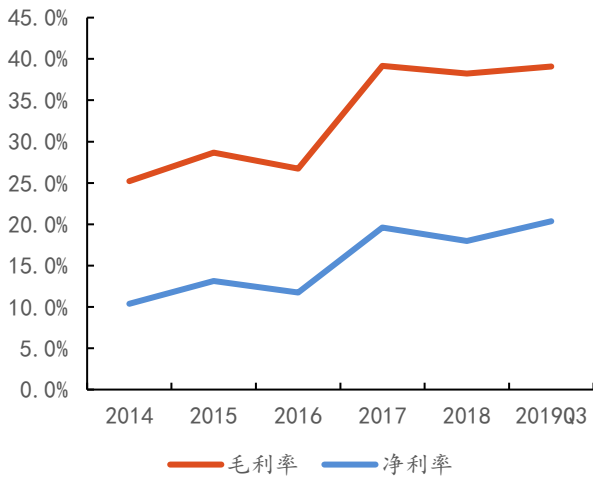
图表 10：公司归母净利润（分季度）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

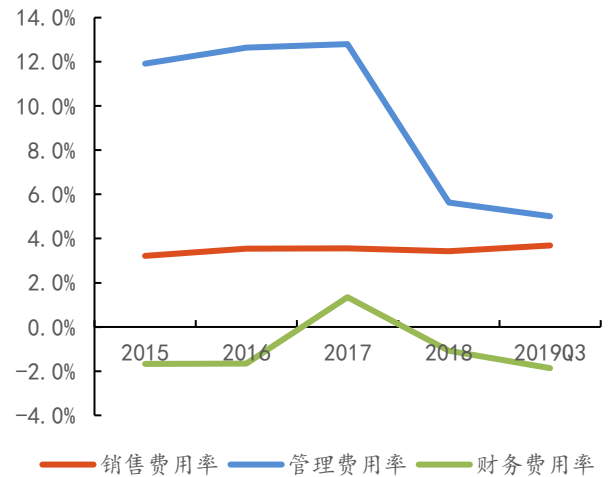
公司毛利率持续保持高位，在 2019Q3 为 39.09%，与前两年的情况基本持平，净利率为 20.36%；从公司费用率来看，财务费用率为负，主要是公司在 2018 年和 2019 年都产生了一定的美元汇兑收益，在销售费用率方面基本持平，管理费用率为 5.01%，与 2018 年基本持平。

图表 11：公司毛利率及净利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

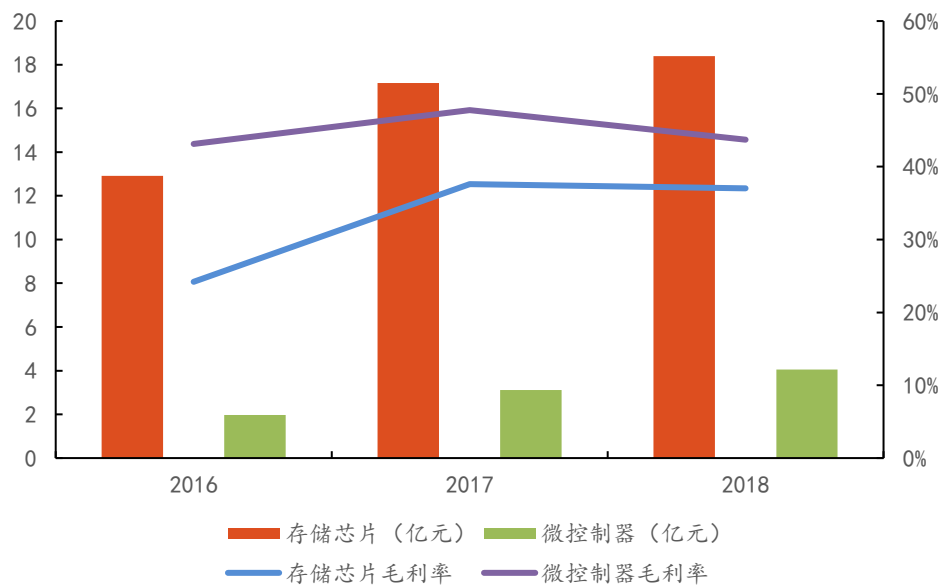
图表 12：公司三项费用率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

分产品类别来看，存储芯片收入占比约为 80%，微控制器占比为 20%，其中存储器毛利率在 37%左右，略低于微控制毛利率。

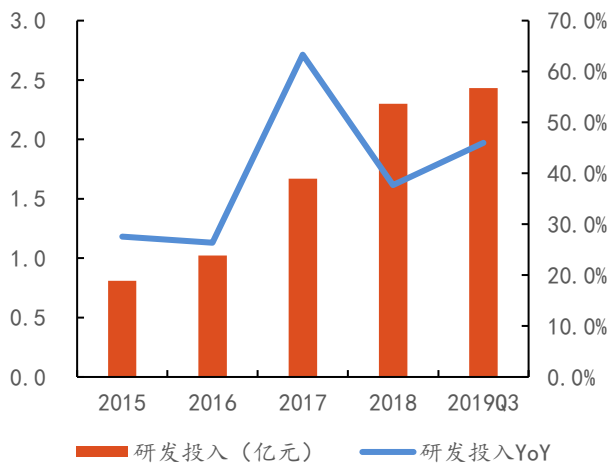
图表 13：存储芯片及微控制器产品毛利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

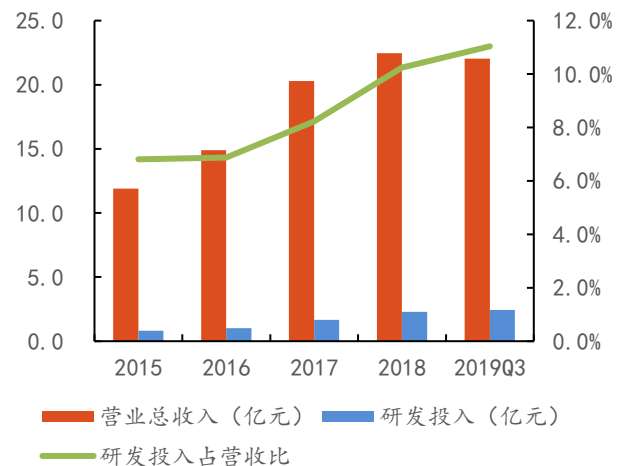
公司研发投入增速一直保持高于营收增速，2019Q3 研发投入为 2.43 亿元，同比增长 45.99%，占到营业总收入比例的 11.04%，创历史新高。

图表 14：公司研发投入及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

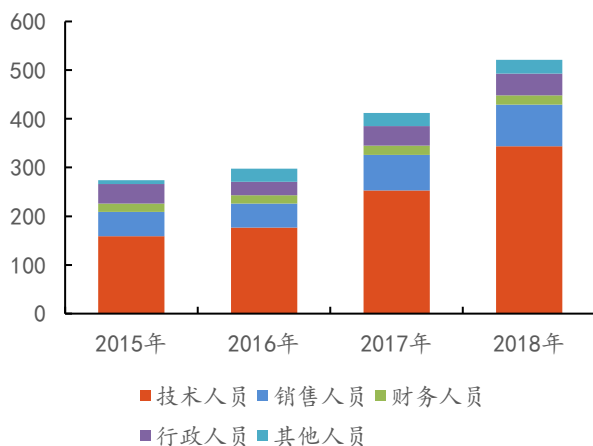
图表 15：研发投入占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

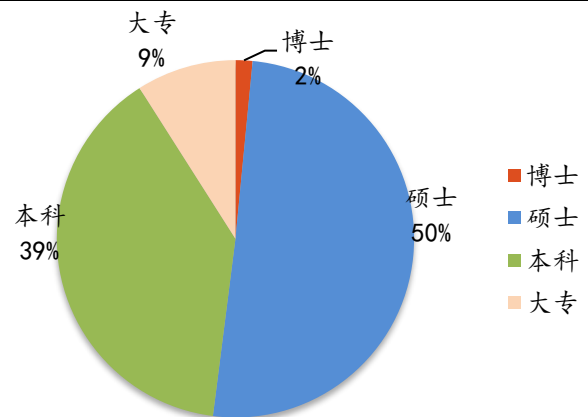
公司作为半导体设计型企业，技术人员占比较高，并且在一直扩充研发团队，技术人员从 2015 年的 159 人上涨至 2018 年的 344 人，其中员工受教育程度，硕士及以上学历人员占到了员工总人数的一半以上。

图表 16：公司各职能人数



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 17：员工教育程度类别



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

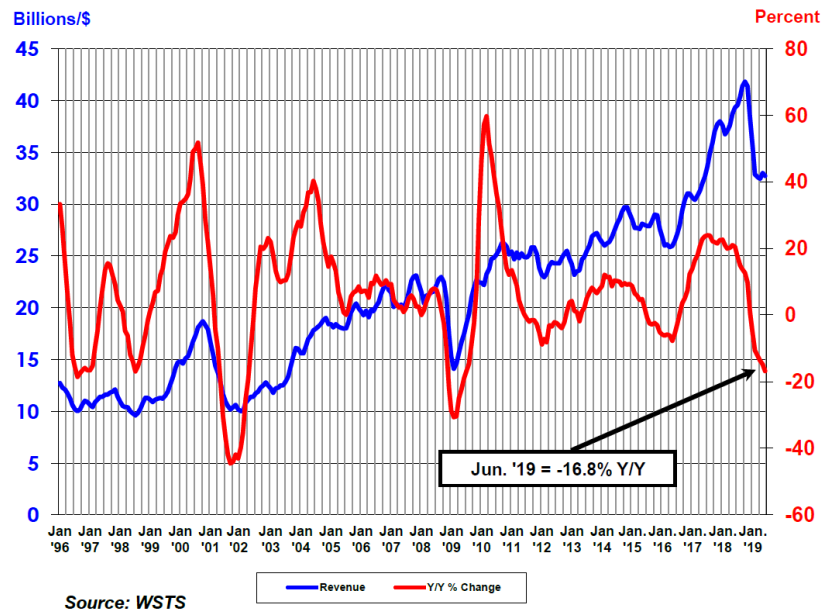
2. 存储行业突围

2.1. 半导体市场增速下滑

2019 年上半年，半导体市场受到贸易摩擦、日对韩原材料禁运等因素影响，加上半导体厂商去库存还未结束，存储器价格依旧处于下跌通道，导致全球半导体产业在 2019 年 H1 处于连续下滑状态，根据 WSTS 统计数据显示，在 2019 年 Q2 全球半导体销售为 982 亿美元，环比上涨 0.3%，还未显现出回暖的迹象，相比去年同期大幅下降 16.8%，上半年累计销售额同比下滑 14.5%，创下了自

2010年以来的最大的跌幅，跌幅仅次于2001年的互联网泡沫以及2008年金融危机期间的跌幅。

图表 18：全球半导体销售额

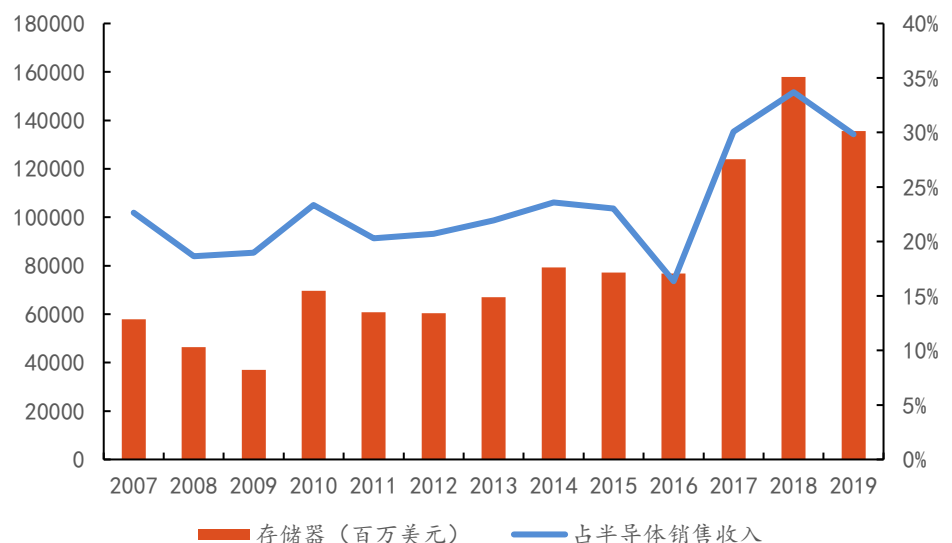


资料来源：WSTS，东方财富证券研究所

2.2. 存储器市场萎缩

根据 WSTS 统计数据显示，2018 年全球存储器销售额为 1579.67 亿美元，相较于 2017 年存储器单价有较为明显的下滑，但是销售额增速仍有 27.4%，可以看到在 2016 年之前，存储器销售额占到整体半导体市场销售规模 20% 左右，但是在 2016 年，由于存储器价格在 2017 年及 2018 年出现大幅上涨，销售额占比一度高于 30%，预计在 2019 年占比仍将保持在 30% 左右。

图表 19：存储器销售额统计及占比



资料来源：WSTS，东方财富证券研究所

我国是全球最大的存储器销售市场，据统计 2018 年我国存储器市场销售额就高达 5575 亿元，相比 2017 年的 4304 亿元，销售额增长了 34.2%，占全球市场份额的约 55%，份额未来还将持续提升。

图表 20：全球及中国存储器市场规模统计

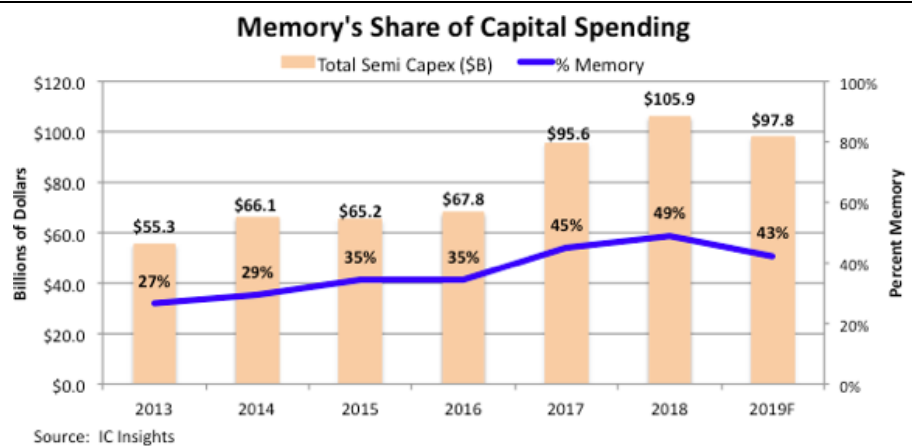
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
全球存储器芯片市场销售额（亿美元）	792	772	768	1240	1580	1356	1343	1415	1509	1623
同比增长		-2.56%	-0.57%	61.49%	27.42%	-14.16%	-0.96%	5.36%	6.64%	7.55%
国内存储芯片市场销售额（亿元）	2466	2649	2930	4304	5775	5220	5127	5494	5938	6492
同比增长		7.42%	10.61%	46.89%	34.18%	-9.61%	-1.78%	7.16%	8.08%	9.33%
占全球份额	50.22%	55.34%	57.80%	53.40%	55.38%	58.33%	58.73%	59.73%	60.54%	61.92%

资料来源：WSTS 赛迪顾问，东方财富证券研究所

2.3. 存储器市场资本开支下滑

根据 IC Insights 预测，2019 年全球存储器企业资本支出占到半导体总支出的比例为 43%，相较去年的 49%略有下降，从资本支出金额来看，全年资本支出预计为 978 亿美元，相比去年 1059 亿美元下滑 8%。

图表 21：全球存储器资本开支及占比

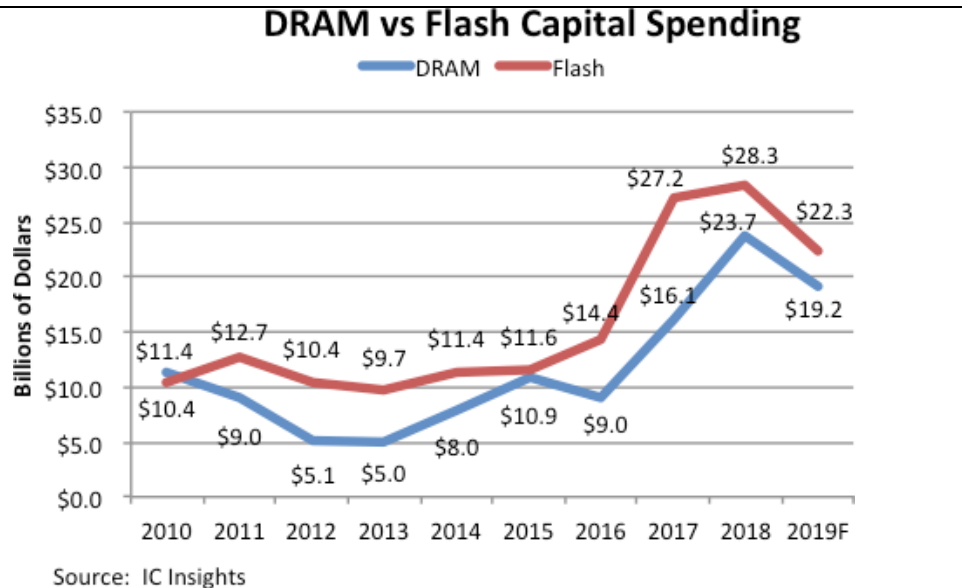


资料来源：IC Insights，东方财富证券研究所

在 2017 年和 2018 年全球各大厂商在存储器领域投入了大量的资本支出，龙头厂商三星、海力士、美光 DRAM 和 NAND Flash 产能扩张明显，另外英特尔、东芝、西数、闪迪以及国内的长江存储、合肥长鑫都在加速扩充产能，导致 DRAM 和 NAND Flash 进入供过于求的局面，价格开始出现下滑。

根据 IC Insights 预测，2019 年 DRAM 和 Flash 的资本支出将分别下降 19% 和 21%，DRAM 领域的资本支出为 223 亿美元，Flash 领域资本支出为 19.2 亿美元。

图表 22: DRAM 及 Flash 资本支出

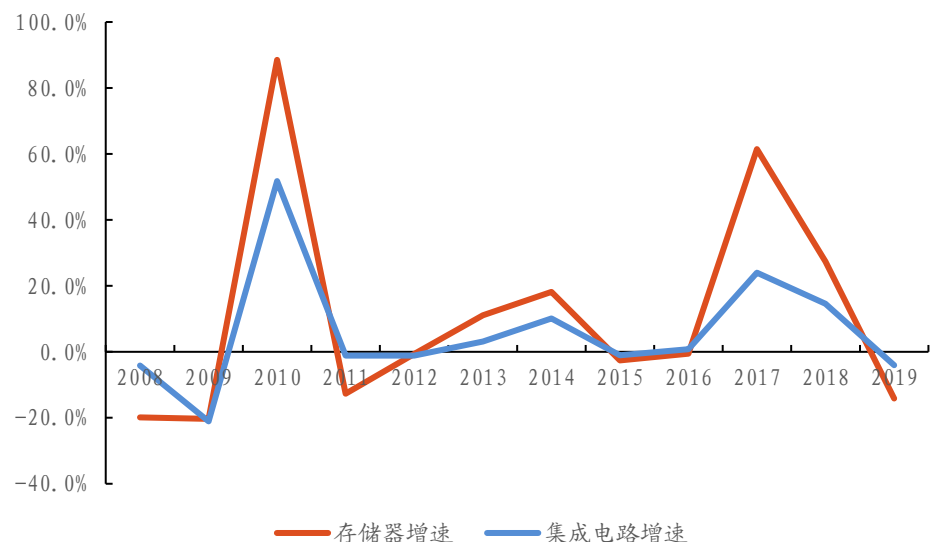


资料来源: IC Insights, 东方财富证券研究所

2.3. 存储器市场波动剧烈

相较于其他芯片，内存芯片的价格波动更为剧烈，对比存储器增速和集成电路可以看到，同一时期，存储器的涨跌幅均高于集成电路整体增速。市场上说法有内存供需多或少 1%，都会引起市场暴涨或暴跌，主要原因是内存芯片的投片到产出只需要三个月的时间，但是内存工厂的建设需要数年时间以及数十亿甚至上百亿美元的投入，因此产能和需求之间永远无法平衡。

图表 23: 存储器与集成电路增速对比

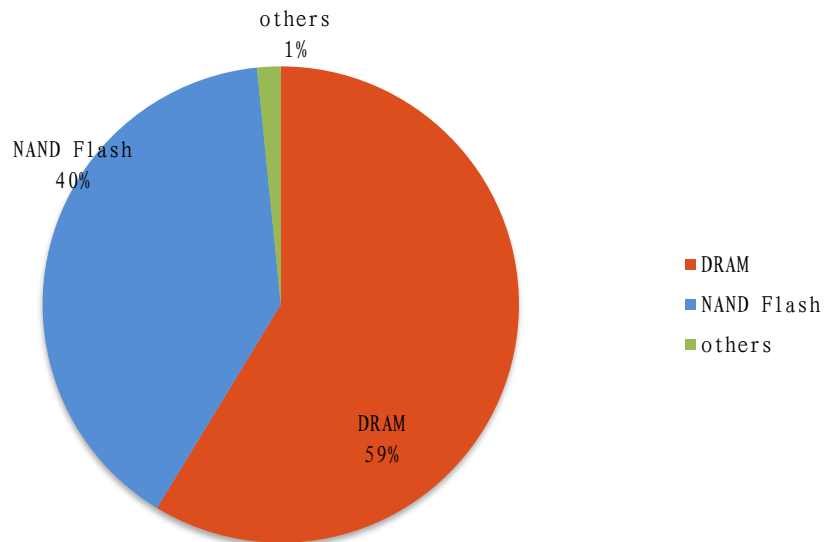


资料来源: WSTS, 东方财富证券研究所

2.4. 国外企业垄断存储芯片市场

存储器是半导体销售市场上占比最高的，主要产品类别分为 DRAM、NAND Flash，其中 DRAM 市场份额为 59%，占比最高，其次是 NAND Flash 占比 40%，仅剩下 1% 的市场份额包括 NOR Flash、SRAM 等多种产品。

图表 24：存储器产品类别占比



资料来源：WSTS，东方财富证券研究所

全球主要的存储器生产企业集中在美国、韩国、中国大陆以及中国台湾地区，中国大陆企业主要有长江存储（NAND Flash）、福建晋华（DRAM）、合肥长鑫（DRAM）以及兆易创新（NOR Flash）。

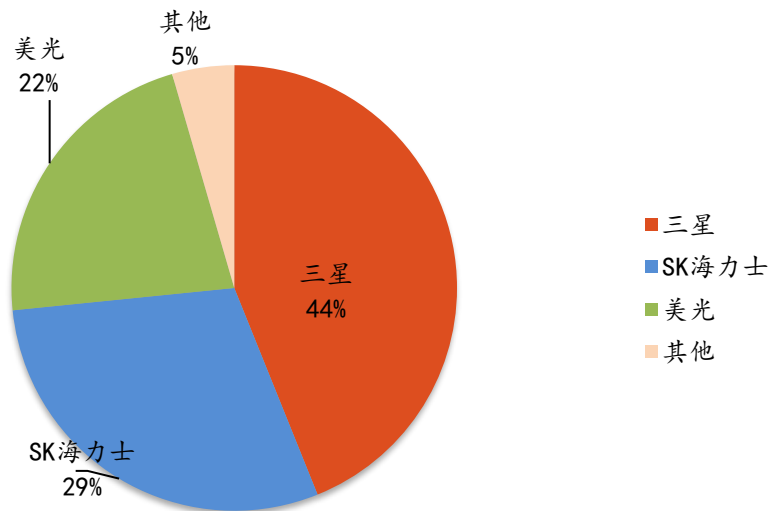
图表 25：2017 年及 2018 年模拟集成电路厂商排名

地区	中国大陆	中国台湾	海外	
存储芯片厂商	长江存储	南亚科技	三星	东芝
	福建晋华	华邦电子	英特尔	闪迪
	合肥长鑫	旺宏	镁光	
	兆易创新		SK 海力士	

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

DRAM 领域主要生产厂商有三星、SK 海力士以及美光，据统计在 2018 年三星 DRAM 的销售额为 437.5 亿美元，占全球市场的 43.9%，SK 海力士则以 294.1 亿美元的市场份额位居第二，全球市场份额为 29.5%，美光以 22.1% 的市场份额位居第三。

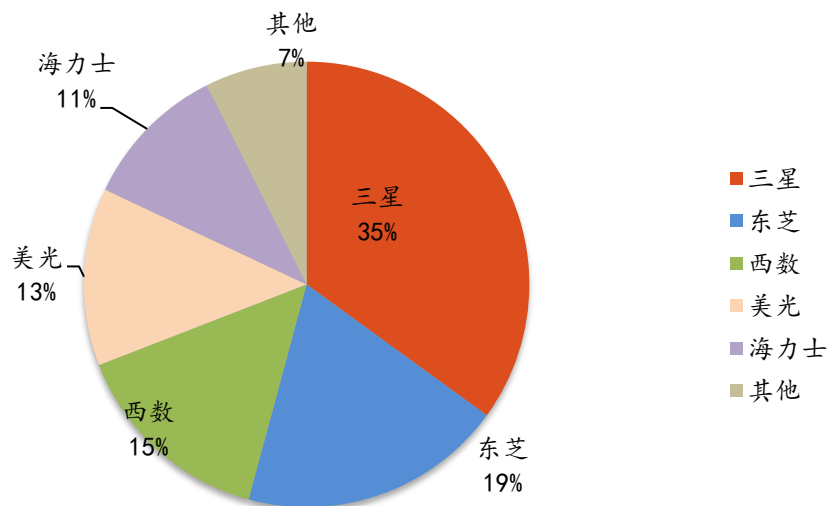
图表 26: DRAM 厂商排名



资料来源: DRAMeXchange, 东方财富证券研究所

在 NAND Flash 市场, 三星、东芝、西数、美光、SK 海力士五家厂商市场占有率合计超过 90%, 市场垄断程度较高, 增加了其他厂商的进入难度, 三星电子的销售额达到了 221.09 亿美元, 占据了 35% 的市场份额。其次是东芝 (19.2%), 西部数据 (14.9%), 美光科技 (12.9%) 和 SK 海力士 (10.6%)。三星电子和 SK 海力士的合并市场份额从 2017 年的 47.2% 下降至 2018 年的 45.6%。

图表 27: DRAM 厂商排名



资料来源: DRAMeXchange, 东方财富证券研究所

2.5. 受益于新应用的出现, NOR Flash 需求持续提升

2018 年全球 NORFlash 市场规模达 29.3 亿美元, 同比增长 18.62%, 预计 2023 年市场规模将达到 42.2 亿美元, 2018-2023 年复合年均增长率为 7.57%。

图表 28：NOR Flash 全球市场规模及增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
全球 NOR Flash 市场规模 (亿美元)	21.5	19.7	18.9	24.7	29.3	31.8	33.4	35.8	38.7	42.2
同比增长		-8.37%	-4.06%	30.69%	18.62%	8.53%	5.03%	7.19%	8.10%	9.04%

资料来源：WSTS 赛迪顾问，东方财富证券研究所

智能手机的快速发展极大的拉动了 NOR Flash 的市场需求，在手机中 AMOLED 显示屏以及 TDDI 模块都需要搭载 NOR Flash。截至 2018 年，全球 AMOLED 屏幕智能手机渗透率为 35.3%，未来有望持续提升，到 2020 年将达到 49.6%，对 NOR Flash 的需求将达到 7.6 亿颗。

此外 2018 年全球 TDDI 芯片的出货量为 2.9 亿颗，未来三年的复合增长率将保持在 30%左右，合计起来手机新技术对 NOR Flash 的需求量在 2018-2020 年将达到 8.03 亿颗、10.55 亿颗以及 13.32 亿颗。

汽车电子相关应用的快速发展也将拉动 NOR Flash 需求的提升，例如汽车中搭载的自动刹车系统、胎压侦测器以及先进驾驶辅助系统等都对 NOR Flash 有较大需求，此外随着性能的升级，对存储容量的需求也水涨船高，容量由原来的 64MB/128MB 提升至 256MB。

物联网领域新需求的兴起，例如智能水表、智能电表、可穿戴设备等智能终端都需要搭载存储芯片，随着这些产品在家庭中渗透率的提升，都将拉动 NOR Flash 出货量的上涨。

2.6. 2019Q2 公司市场份额上升至第四位

根据 CINNO 统计数据显示，在 2019Q2，兆易创新 NOR Flash 的销售额为 7700 万美元，环比一季度大幅增长 45.15%，增速最为亮眼，公司在市场份额也达到了 13.9%，上升至市场第四位。

图表 29：2019Q2 NOR Flash 市场份额排行

排名	厂商	19Q1 (M\$)	19Q2 (M\$)	市场份额	QoQ
1	Winbond	113	129	23.4%	14%
2	Macronix	116	127	23.2%	9.5%
3	Cypress	127	101	18.3%	-20.7%
4	GigaDevice	53	77	13.9%	45.15%
5	Micron	90	60	10.9%	-33.3%
6	ISSI	12	12	2.3%	5.4%
7	ESMT	9	10	1.8%	14.6%
	Others	31	34	6.2%	9.6%
	Total	550	550	100%	-0.1%

资料来源：CINNO，东方财富证券研究所

2.7. 公司完整布局存储器市场

公司具备在 NOR Flash、NAND Flash 以及 DRAM 的存储器全产业链布局，NOR Flash 产品，针对物联网、汽车电子等新兴领域的应用，公司加快开发新产品，使用更先进制程进行生产，对不同领域的产品设定了不同的指标参数，进行有针对性的优化，持续拓展市场提升竞争力。

NAND Flash 产品，可以提供高性能以及高可靠性的中低容量的产品，推进先进制程工艺的开发，进一步提升公司产品的市场竞争力。公司 SPI NOR Flash 全系列产品通过了 AEC-Q100 车规认证，未来具有更大的市场空间。

在 DRAM 产品上，公司将加大投入，继续推进与合肥产投合作的 12 英寸晶圆存储器研发项目。就在 9 月 20 日，长鑫宣布总投资约 1500 亿元的长鑫存储内存芯片自主制造项目正式投产，其生产的 10 纳米级第一代 8Gb DDR4 也首度亮相，一期设计产能达每月 12 万片晶圆，首批芯片今年底将会送到客户手中。

除了与合肥长鑫的合作外，公司在 10 月 1 日发布了非公开发行预案，拟募资近 40 亿元投入到 DRAM 芯片研发及产业化项目，该项目主要是研发 1Xnm 级（19nm、17nm）工艺制程下的 DRAM 技术，设计和开发 DDR3、LPDDR3、DDR4、LPDDR4 系列 DRAM 芯片，该项目的实施有助于丰富自身产品线，完善公司在存储领域的布局，成为国内高端通用存储器领域领军企业。

3. 收购优质指纹芯片厂商思立微

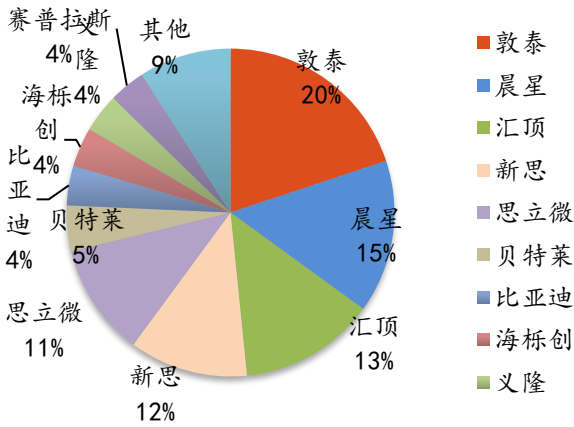
3.1. 思立微专注于触控芯片与指纹芯片研发销售

思立微主营业务是智能终端传感器芯片的研发和销售，可以提供包括指纹识别芯片、电容触控芯片及相应系统算法在内的全套人机交互解决方案，是目前国内领先的电容触控及指纹识别芯片供应商。

公司电容触控芯片主要应用于智能手机、平板电脑等移动终端，公司自 2001 年起就为大陆 ODM 和白牌厂商提供触控芯片，通过多年的自主研发和技术积累，在触控芯片的技术性能以及产品成本等方面都具有一定优势。

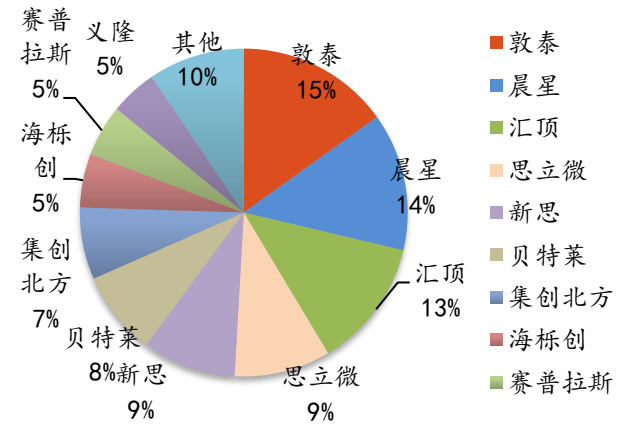
根据 CCID 统计数据显示，全球主要的电容触控芯片供应商主要包括敦泰、晨星、汇顶科技、思立微以及新思，前五家企业共占据整个市场份额的 60.10%，思立微的市场份额在 2016 年为 11.1%，到 2017 年略有下降至 9.5%，但是市场排名提升至第四位，主要原因是公司触控产品主要应用领域为智能手机及平板电脑，整体出货量保持平稳，但是触控芯片应用于可穿戴设备的数量增长，整体市场规模提升，导致公司市场份额出现下降。

图表 30：2016 年全球触控芯片出货量份额



资料来源：募集报告书，东方财富证券研究所

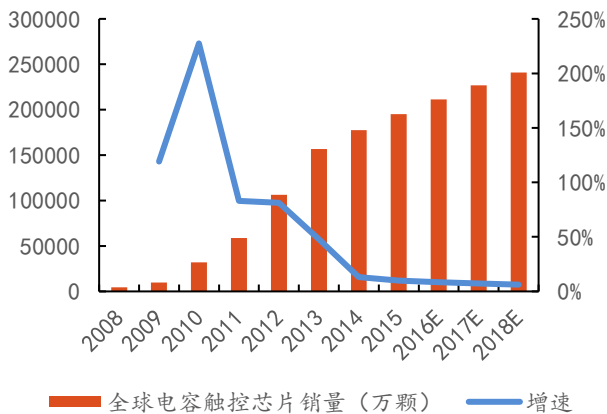
图表 31：2017 年全球触控芯片出货量份额



资料来源：募集报告书，东方财富证券研究所

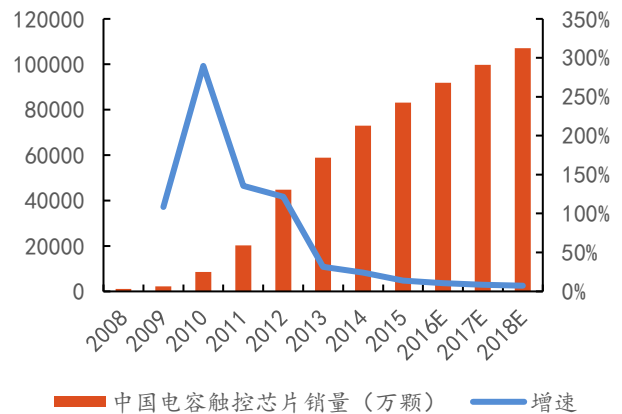
从全球和中国电容触控芯片销量及增速来看，在 2010 年触控芯片需求迎来了爆发期，主要原因是在 2010 年苹果公司先后发布了 iPhone4 以及第一代 iPad，为电容触摸屏带来了新的应用市场，相较于之前的电阻屏，电容屏屏幕结构更为简单，有利于做出轻薄的机身。但是随着智能手机及 iPad 渗透率的逐步提升，电容触控芯片的增长出现了乏力的态势，从 2014 年开始，整体销量增速 10% 左右，如果未来没有出现新兴应用领域，增速将保持在低个位数。

图表 32：全球电容触控芯片销量及增速



资料来源：募集报告书，东方财富证券研究所

图表 33：中国电容触控芯片销量及增速



资料来源：募集报告书，东方财富证券研究所

3.2. 指纹识别芯片市场份额靠前

公司指纹识别芯片产品品类包括 Coating（涂覆式）指纹识别芯片、盖板指纹识别芯片、光学屏下指纹芯片以及在研超声波屏下指纹芯片等。公司自 2014 年开始自主研发指纹识别芯片，现已成为国内某一线品牌手机商的主要供货商之一，在指纹识别芯片领域已经形成一定品牌效应。

目前全球主要指纹芯片供应商包括汇顶、FPC、新思、思立微以及 AuthenTec，AuthenTec 被苹果收购，专门为 iPhone 提供指纹识别芯片，根据市场统计数据来看，FPC、汇顶出货量处于第一梯队，思立微、神盾、新思等厂商市场份额

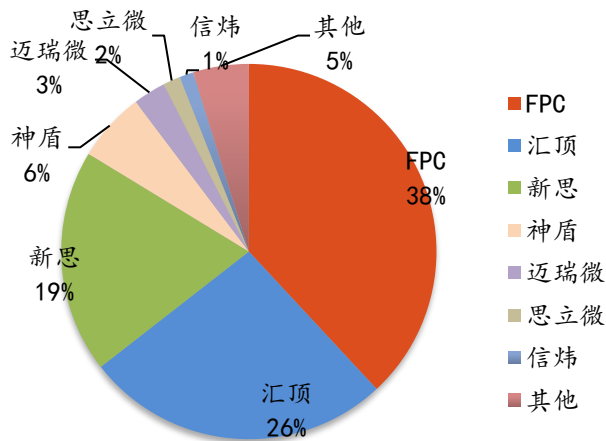
还较小，2016 年思立微市场占比仅为 2%，到 2017 年市场份额已经到达 6%，排名全球第三，在市场拓展方面取得了较大的进步。

图表 34：全球指纹芯片供应商

地区	中国大陆		中国台湾		海外	
指纹芯片厂商	汇顶	思立微	茂丞科技		AuthenTec	
	比亚迪	芯启航	义隆	神盾	Synaptics	
	贝特莱	集创北方	MStar	JP Sensor	FPC	高通
	成都方程式	晟元	映智科技		美法思	

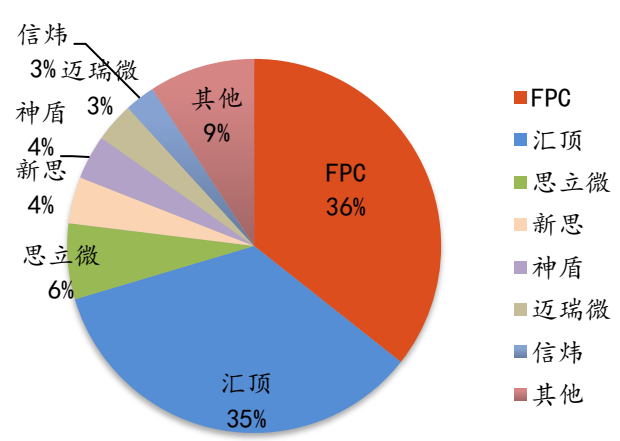
资料来源：群智咨询，东方财富证券研究所

图表 35：2016 年全球指纹芯片出货量份额



资料来源：募集报告书，东方财富证券研究所

图表 36：2017 年全球指纹芯片出货量份额

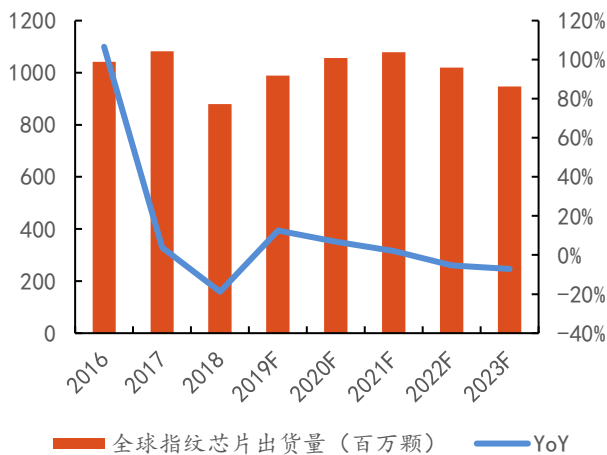


资料来源：募集报告书，东方财富证券研究所

3.3. 传统指纹芯片增速放缓，屏下指纹快速放量

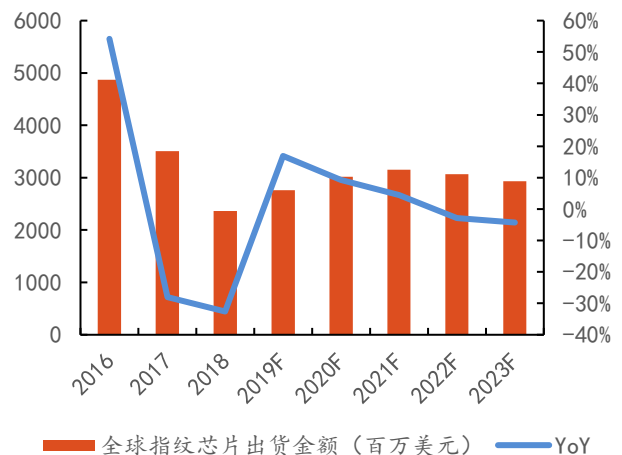
根据群智咨询报告显示，由于智能手机销量下滑因素的影响，2018 年指纹芯片的出货量约为 8.79 亿颗，相比上年同比下滑了 18.8%。2019 年由于屏下指纹芯片的快速放量以及三星高端旗舰 S10 及 NOTE10 系列的出货量超预期，2019 年全球超声波指纹芯片的出货量约 0.5 亿颗，预计 2019 年全球屏下指纹芯片出货量将达到 2.8 亿颗，同比增长 372%。

图表 37：全球指纹芯片出货量



资料来源：群智咨询，东方财富证券研究所

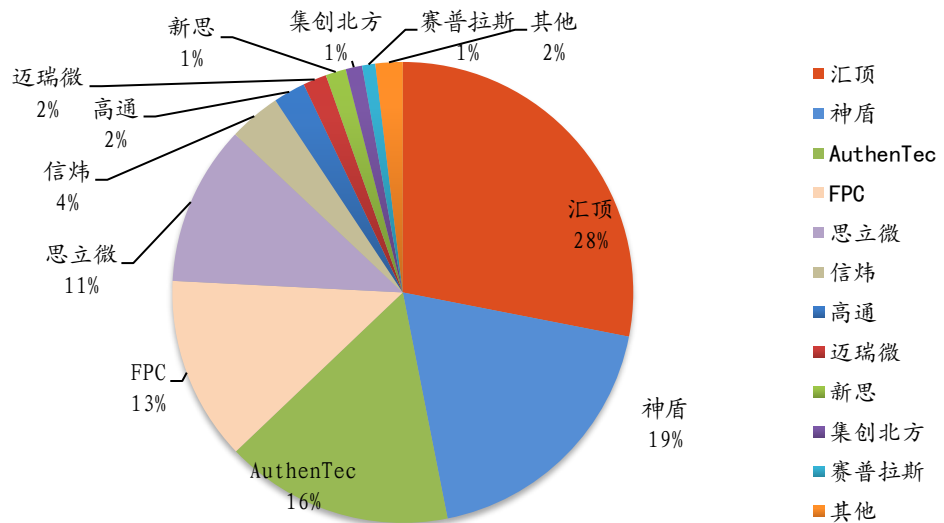
图表 38：全球指纹芯片出货金额



资料来源：群智咨询，东方财富证券研究所

从 2018 年指纹芯片出货量来看，汇顶出货量排名行业第一位，FPC 出货量下滑较为严重，思立微和神盾上升迅速，思立微市场份额已经达到了 11%，较 2017 年又有较大幅度的提升。

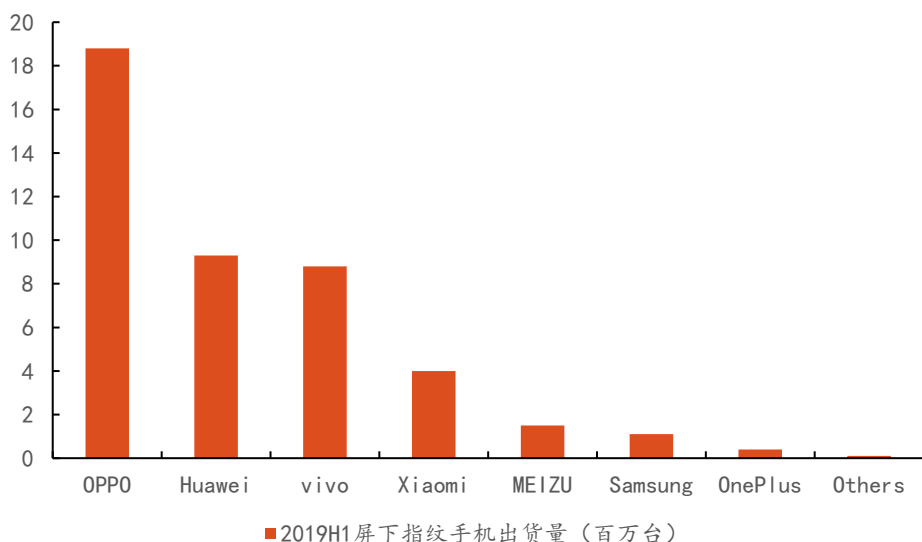
图表 39：2018 年全球指纹芯片市场份额



资料来源：群智咨询，东方财富证券研究所

2019 年被称为是屏下指纹爆发的元年，自 2018 年来屏下指纹的渗透率持续提升，屏下指纹将成为智能终端寻求差异化的一个重要方式，将进一步推动指纹芯片的发展趋势。除去采用 3D 面部识别的苹果外，安卓阵营三星、华为、小米、OPPO、VIVO 等厂商纷纷推出搭载屏下指纹功能的智能手机。

图表 40：2019H1 屏下指纹手机出货量

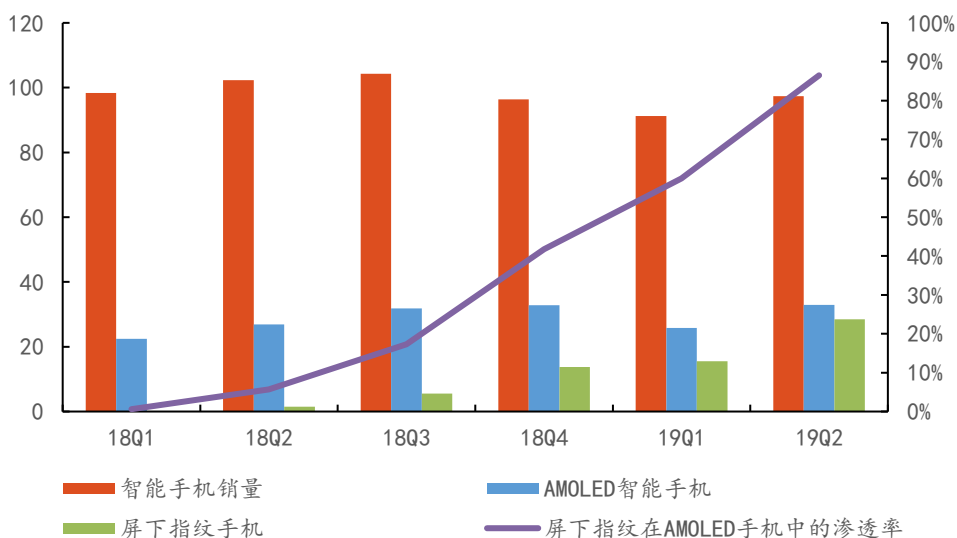


资料来源：CINNO，东方财富证券研究所

3.4. 屏下指纹在全面屏时代优势明显，或成 OLED 手机标配

目前市面上的主流的生物识别技术分为指纹识别、人脸识别、虹膜识别、声纹识别以及静脉识别，相较于其他的方法，指纹识别具有体积小、解锁迅速以及低成本等优点，为了顺应智能手机全面屏的趋势，指纹识别模组则被安放在屏幕下。由于目前技术限制，屏下指纹功能只能在 OLED 屏幕上使用，根据 CINNO 统计，19Q2 中国市场 AMOLED 智能手机销量约为 3292 万部，屏下指纹手机的销量为 2847 万部，屏下指纹功能在 OLED 手机的渗透率已经达到了 86.5%，基本上成为了 OLED 手机的标配，未来随着 OLED 手机出货量的提升，也将相应拉动屏下指纹芯片的销量。

图表 41：中国智能手机及平板电脑电容触控芯片销量



资料来源：CINNO，东方财富证券研究所

3.5. 持续开发超声波屏下指纹

此外公司拟非公开募集资金投入到信号处理芯片、超声波 CMEMS 工艺及换能传感器研发，在目前公司已有的光学屏下指纹芯片的基础上，进一步开发超声波屏下指纹芯片，多条技术路径为公司未来发展提供保障。

图表 42：中国智能手机及平板电脑电容触控芯片销量

单位：万元

序号	募集配套资金使用项目	拟投入募集配套资金
1	支付本次交易现金对价	25,500.00
2	14nm 工艺嵌入式异构 AI 推理信号处理器芯片研发项目	27,420.00
3	30MHz 主动式超声波 CMEMS 工艺及换能传感器研发项目	23,480.00
4	智能化人机交互研发中心建设项目	17,180.00
5	支付交易相关的中介费用	4,200.00
	合计	97,780.00

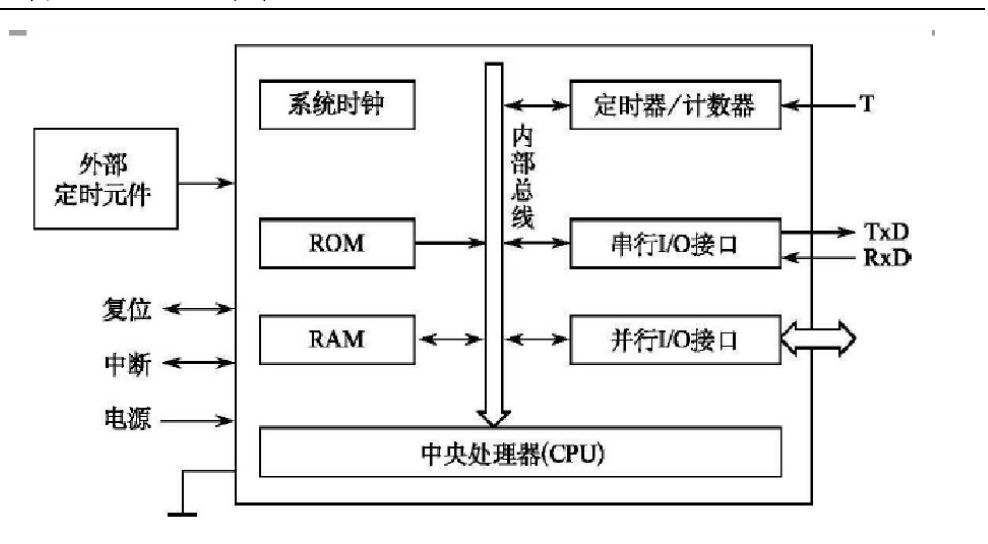
资料来源：募集报告书，东方财富证券研究所

4. MCU 发展空间广阔

4.1. MCU 是设备控制核心

MCU 即微控制器，是把中央处理器、存储器、计数器以及各种输入输出接口都集成在一起的微型计算机，最大的优点是体积小，可以放置在仪表内部，但是相对来说存储量小，输入输出接口简单，功能较少。

图表 43：MCU 结构图



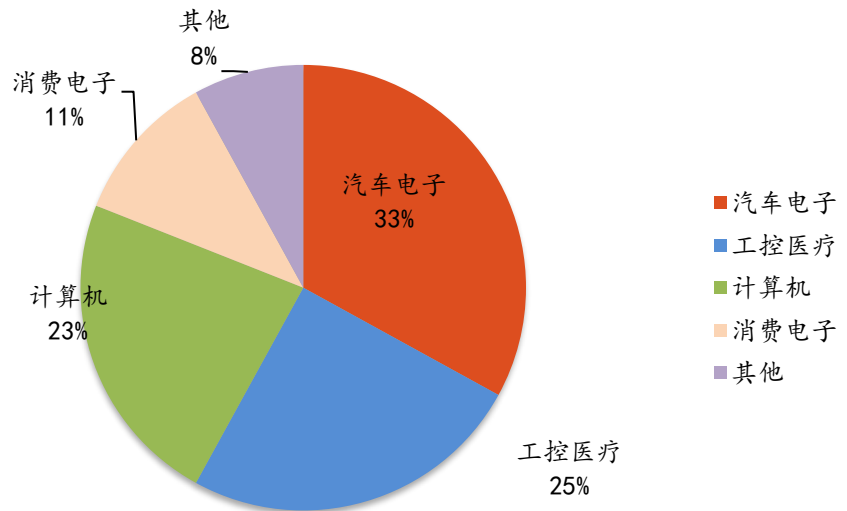
资料来源：百度文库，东方财富证券研究所

根据总线或者寄存器的宽度，MCU 可以被分为 4 位、8 位、16 位以及 32 位，其中 4 位 MCU 多用于冰箱、洗衣机、微波炉等家电控制中；8 位、16 位 MCU 主

要用于一般的控制领域，通常不使用操作系统；32位多用于网络操作、多媒体处理等复杂处理的场合，一般要使用嵌入式操作系统。

MCU 的下游领域主要有汽车、工控、医疗、计算机以及消费电子，其中汽车电子是目前应用最为广泛的领域，占比约为 33%，工控/医疗领域排名第二，占比 25%。

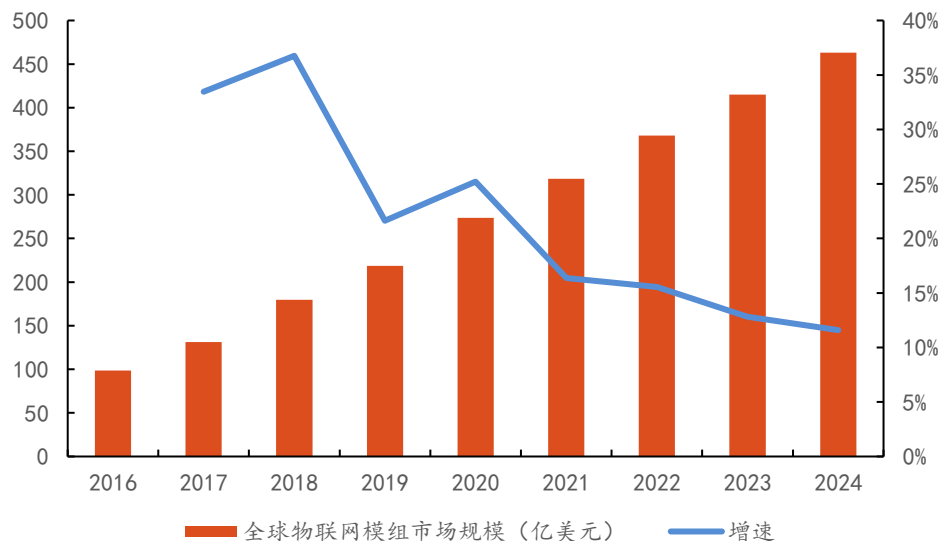
图表 44：MCU 下游应用



资料来源：基业常青，东方财富证券研究所

物联网及汽车电子的快速发展将是未来驱动 MCU 需求增长的主要因素，MCU 作为物联网终端模组的核心部件，价值量占比 35-45%，预计 2024 年全球物联网模组市场规模将有 463 亿美元，2017 年至 2024 年的复合增长率为 21.36%。

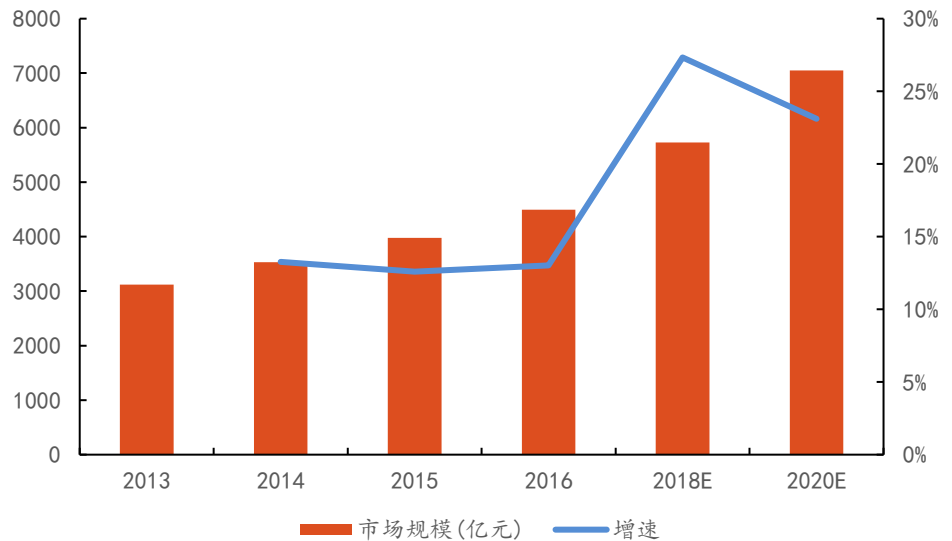
图表 45：全球物联网模组市场规模



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

汽车电子是当前 MCU 应用最为广泛的领域，随着汽车智能化的提升，对于 MCU 性能和数量的需求也相应提高，预计到 2020 年，汽车电子 MCU 市场将保持 10-15% 的速度增长。

图表 46：国内汽车电子市场规模

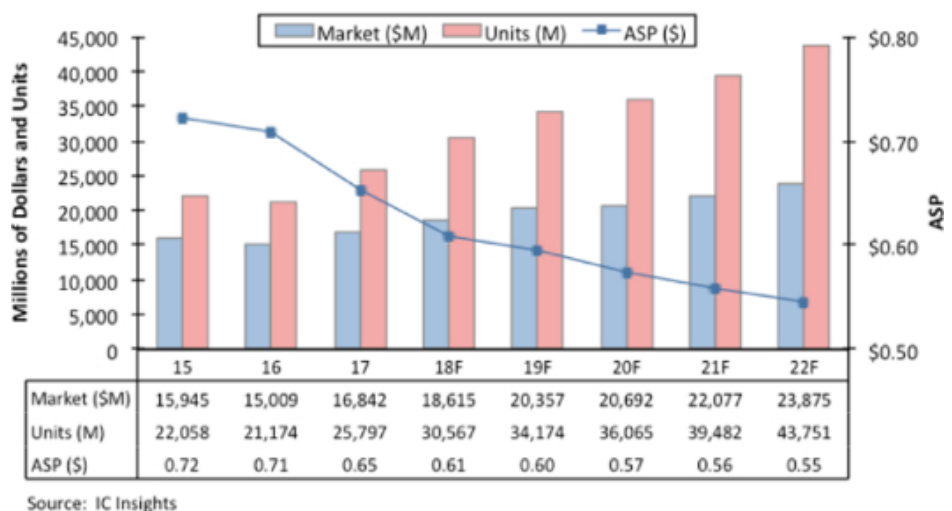


资料来源：中国汽车电子行业分析报告，东方财富证券研究所

4.2. MCU 销售额逐年上升，单位价格略有下滑

根据 IC Insights 报告显示，2016 年全球 MCU 销售额下滑了 6%，系统制造商在 2017 年加大了 MCU 的采购量，单位出货量大幅增长 22%，2018 年维持持续强劲增长，预计全年增长 11%，在接下来五年销售额复合增速约为 7.2%，在 2022 年达到 239 亿美元，单位出货量将以 11.1% 的复合增长率增长，这将使得 MCU 单位价格有一定下滑，平均价格下滑幅度约为每年-3.5%。

图表 47：MCU 市场规模及出货量



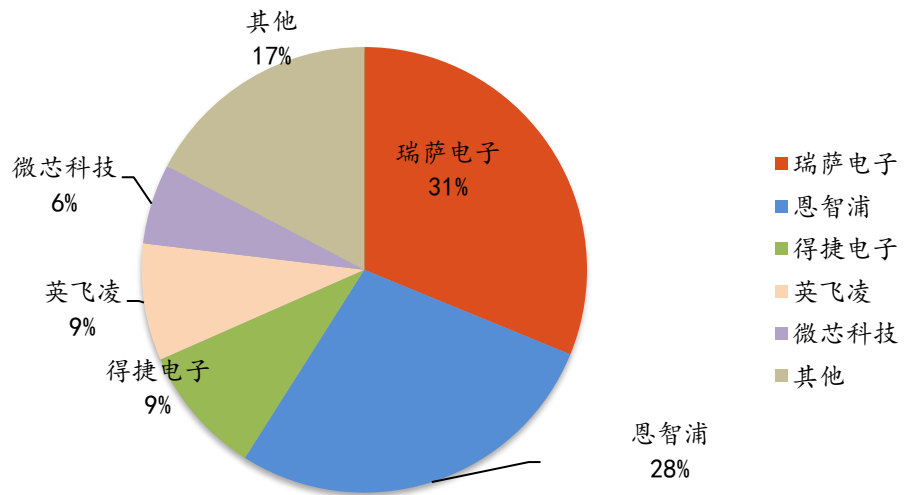
Source: IC Insights

资料来源：IC Insights，东方财富证券研究所

4.3. MCU 行业集中度高

从 MCU 的竞争格局来看，全球范围内的主要供应商主要是国外企业，行业集中度较高，国内厂商在中低端 MCU 产品在价格方面具有较强的竞争力，但是高端产品相对较为缺乏，全球知名的 MCU 厂商包括瑞萨（日本）、恩智浦（荷兰）、得捷电子（美国）、英飞凌（德国）、微芯科技（美国）、三星电子（韩国）、意法半导体（意法）、赛普拉斯（美国）。自 2015 年以来，MCU 主要厂商之间发生了较多的并购案，进一步提升了行业的集中度，主要的有恩智浦以 118 亿美元收购了飞思卡尔，Cypress 收购了 spansion，微芯科技收购了 Atmel，英飞凌以 100 亿美元收购了赛普拉斯。

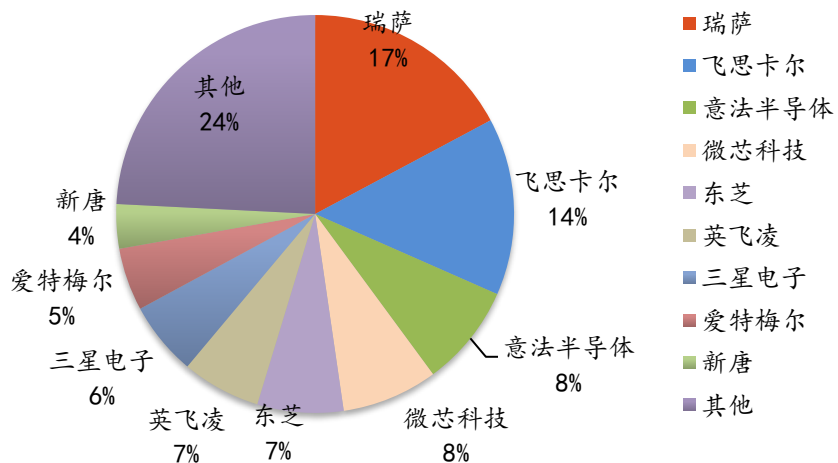
图表 48：全球 MCU 厂商市场份额占比



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

国内市场也是基本由国外品牌所占据，瑞萨电子占据市场份额的 17.2%，飞思卡尔占比 14.4%，国内企业还没未能上榜，仅有中国台湾新唐电子占比 3.6%。

图表 49：中国 MCU 厂商市场份额占比



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

4.4. 公司 MCU 在国内具备较高知名度

公司在 MCU 产品规划上，把握高性能以及超低功耗两条主线，针对高性能市场未来将推出嵌入式 Flash 通用 MCU，针对物联网市场将推出集成无线互联含 wifi 模块的联网 MCU，同时将针对特定领域需求做针对性优化，提高产品在特殊领域竞争力。

自 2013 年兆易创新推出国内首个基于 Arm Cortex-M3 内核的 32 位通用 MCU 以来，在五年的时间里，公司累计实现 MCU 出货量超 2 亿颗，成为了中国 32 位通用 MCU 的主流选择，拥有 19 个系列 320 余款产品，22 个产品系列及 11 种不同封装类型，超过 1 万家下游客户。

公司所有型号产品在软件和硬件封装都保持互相兼容，方便客户进行高中低端嵌入式控制系统升级，具备相对于国外厂商更高的性价比。

公司在通用 MCU 领域一直保持技术创新性和市场先进性，基于 Cortex-M23、M3、M4 内核推出不同处理性能产品系列，以持续增强的资源配置、持续优化的成本价格、不断完善的软硬件开发平台，为客户提供更多产品选择及开发便利。

4.5. 冠名研究生电子设计大赛提升知名度

公司连续两年冠名研究生电子设计竞赛，该项赛事是由教育部学位与研究生教育发展中心，全国工程专业学位研究生教育指导委员会、中国电子学会联合主办的研究生学科竞赛之一，是面向全国高等院校及科研院所就读研究生的一项团体性电子设计创意实践活动，是全国电子设计领域的较为专业的赛事，竞赛几乎覆盖了全国所有电子信息类研究生培养高校及科研院所，在促进青年创新人才成长、遴选优秀人才等方面发挥了积极作用，在广大高校乃至社会上产生了广泛而良好的影响。

赞助该项赛事有助于提升公司在未来电子行业新生力量中的知名度，作为赛事的冠名赞助商，兆易创新设置的企业命题鼓励参赛师生在工业控制自动化、军工装备现代化、电机控制与变频技术、图像界面显示技术、车载电控单元、传感器网络、消费电子产品和智能硬件、物联网终端及人工智能等方向开发作品，通过参与研电赛，为广大师生提供业界主流嵌入式技术和开发平台，深度参与产业链协同发展，促进高校教学改革和研究生培养。

图表 50：“兆易创新杯”第十三届研究生电子设计竞赛



资料来源：我爱竞赛网，东方财富证券研究所

图表 51：“兆易创新杯”第十四届中国研究生电子设计竞赛



资料来源：百度图片，东方财富证券研究所

5. 盈利预测

关键假设：

存储器：公司全面布局存储器领域，其中 NOR Flash 产品销售额排名全球前列，受益于 TWS 耳机的快速爆发，公司业绩在第三季度出现明显的增长，根据机构预测 2019 年 TWS 销量同比将增长 160%，2020 年增速仍将保持在 60% 以上，公司 NOR Flash 产品将深度受益，预计该部分业务增速在 2019/2020/2021 年分别为 32.3%/35%/35%，产品毛利率将维持在 39%。

微控制器：进入物联网时代，MCU 作为设备的控制核心，需求将持续增长，未来五年市场复合增长率为 11.1%，公司具备高端 32 位 MCU 的供应能力，在国内替代的大环境下，销售规模将持续提升，预计 2019/2020/2021 年增速分别为 28.5%/30%/35%，随着高端产品销售占比的提升，毛利率将持续走高。

传感器：思立微作为国内少数可以提供光学屏下指纹芯片的厂商，在 2019 年屏下指纹爆发的元年，大幅受益，随着公司超薄屏下指纹芯片有望在 2020 年快速放量，公司该业务部成长空间值得期待，预计 2020/2021 年增速为 100%/50%，毛利率为 46%。

图表 52：关键假设

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
存储器销售	营业收入（百万元）	1715.82	1838.75	2433.58	3189.65	4306.02
	营收增速	32.81%	7.16%	32.35%	35.00%	35.00%
	毛利率	37.61	37.04	39.00%	39.00%	39.00%
微控制器销售	营业收入（百万元）	311.09	404.50	519.79	767.88	1036.63
	营收增速	58.23%	30.03%	28.50%	30.00%	35.00%
	毛利率	47.77%	43.72%	41.00%	42.00%	43.00%
传感器销售	营业收入（百万元）			173.96	347.93	521.89
	营收增速				100.00%	50.00%
	毛利率			45.00%	46.00%	46.00%
合计	营业收入（百万元）	2029.30	2245.38	3127.34	4305.45	5864.55
	营收增速	36.30%	10.65%	39.28%	37.67%	36.21%
	毛利率	39.16%	38.25%	39.71%	40.10%	40.33%

资料来源：东方财富证券研究所

统计公司在 A 股可比公司，公司市值为 652.84 亿元，高于行业平均水平，2019 年同行业公司平均 PE 为 89.04，兆易创新高于行业平均。

图表 53：同行业估值比较（2019-12-13）

股票代码	简称	总市值 (亿元)	一致预期 PE			
			TTM	2019E	2020E	2021E
603160	汇顶科技	993.50	46.51	44.50	36.94	30.59
603986	兆易创新	652.84	133.96	100.71	72.47	53.58
002049	紫光国微	304.93	71.69	67.28	48.77	38.27
300458	全志科技	108.54	86.65	60.70	47.31	39.10
300327	中颖电子	68.95	38.92	35.13	28.43	22.34
300661	圣邦股份	264.24	174.54	153.31	109.54	80.58
688008	澜起科技	808.95	88.21	89.96	73.51	59.44
行业平均		457.42	89.04	80.08	61.02	48.25

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 54：盈利预测关键财务数据

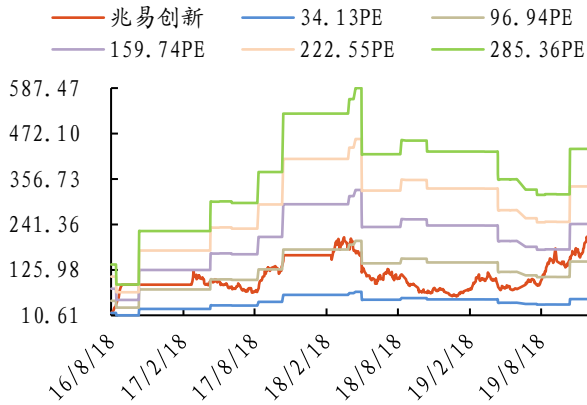
项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2245.79	3127.34	4305.45	5864.55
增长率(%)	10.65	39.25	37.67	36.21
EBITDA（百万元）	473.45	790.01	1041.57	1367.84
归属母公司净利润（百万元）	405.01	648.22	900.87	1218.51
增长率(%)	1.91	60.05	38.98	35.26
EPS(元/股)	1.26	2.02	2.81	3.80
市盈率(P/E)	161.19	100.71	72.47	53.58
市净率(P/B)	34.41	14.02	11.94	9.90
EV/EBITDA	136.53	80.50	60.50	45.30

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

由于以 AirPods 为代表的可穿戴设备的快速发展，公司业绩明显受益，我们上调公司盈利预测，预计 19/20/21 年营收分别为 31.27/43.05/58.65 亿元，归母净利润分别为 6.48/9.01/12.19 亿元，EPS 分别为 2.02/2.81/3.80 元，对应 PE 分别为 101/72/54 倍。

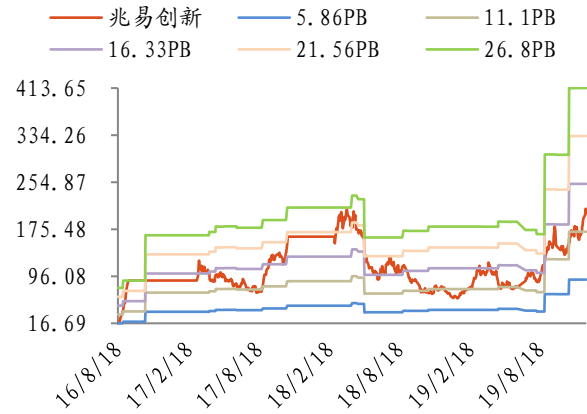
公司立足存储领域，布局传感和控制产业链，是国内 IC 设计企业中在物联网时代最为受益的标的，公司所处赛道市场空间大，国产替代需求强烈，未来业绩成长具备想象空间，首次覆盖，给予“增持评级”。

图表 55: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 56: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 57: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.26	WACC	5.57%
市场收益率 Rm	5.13%	半显性增速	30.00%
无风险利率 Rf	3.45%	永续增速	1.00%
风险溢价	1.68%	公司价值	54328.22
实际税率	7.36%	股票价值	54036.74
债务利率	7.00%	每股价值	168.28

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6. 风险提示

全球贸易环境趋严;
TWS 耳机需求增长不及预期;
超薄屏下指纹芯片出货不及预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1769.25	3081.56	4158.24	5637.40
货币资金	933.95	1979.53	2556.30	3612.57
应收及预付	150.60	313.51	484.11	595.05
存货	629.30	732.63	1061.95	1373.89
其他流动资产	55.41	55.88	55.88	55.88
非流动资产	1091.58	2527.78	2440.70	2358.69
长期股权投资	10.58	22.93	32.93	42.93
固定资产	250.92	183.08	115.23	47.39
在建工程	197.84	197.84	197.84	197.84
无形资产	36.57	1516.50	1487.26	1463.09
其他长期资产	595.67	607.44	607.44	607.44
资产总计	2860.83	5609.34	6598.94	7996.09
流动负债	627.29	616.05	796.06	1065.99
短期借款	78.38	78.38	78.38	78.38
应付及预收	548.91	537.67	717.68	987.60
其他流动负债	0.01	0.01	0.01	0.01
非流动负债	336.36	336.36	336.36	336.36
长期借款	213.11	213.11	213.11	213.11
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	123.25	123.25	123.25	123.25
负债合计	963.65	952.42	1132.43	1402.35
实收资本	284.64	320.29	320.29	320.29
资本公积	734.76	2901.92	2901.92	2901.92
留存收益	1167.57	1724.51	2534.10	3661.32
归属母公司股东权益	1897.18	4656.93	5466.52	6593.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	2860.83	5609.34	6598.94	7996.09

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2245.79	3127.34	4305.45	5864.55
营业成本	1386.76	1885.43	2583.86	3507.27
税金及附加	11.25	15.67	21.57	29.38
销售费用	77.04	109.34	149.11	204.08
管理费用	126.38	162.62	223.88	304.96
研发费用	208.05	312.73	430.55	586.46
财务费用	-24.15	-7.08	-28.00	-39.53
资产减值损失	73.08	5.24	6.00	10.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.59	12.35	10.00	10.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	27.49	23.00	23.00	23.00
营业利润	417.45	678.74	951.48	1294.36
营业外收入	20.78	21.00	21.00	21.00
营业外支出	2.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	436.09	699.74	972.48	1315.36
所得税	32.11	51.52	71.61	96.85
净利润	403.98	648.22	900.87	1218.51
少数股东损益	-1.03	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	405.01	648.22	900.87	1218.51
EBITDA	473.45	790.01	1041.57	1367.84

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	619.64	445.86	658.64	1138.15
净利润	403.98	648.22	900.87	1218.51
折旧摊销	61.51	97.35	97.08	92.01
营运资金变动	90.95	-283.19	-325.90	-163.54
其它	63.21	-16.52	-13.41	-8.82
投资活动现金流	-284.83	-1500.21	21.00	21.00
资本支出	-297.42	-1500.21	21.00	21.00
投资变动	12.59	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	8.02	2099.94	-102.88	-102.88
银行借款	102.04	0.00	0.00	0.00
债券融资	48.40	0.00	0.00	0.00
股权融资	48.16	2202.81	0.00	0.00
其他	-190.59	-102.88	-102.88	-102.88
现金净增加额	342.83	1045.59	576.77	1056.27
期初现金余额	586.89	933.95	1979.53	2556.30
期末现金余额	933.95	1979.53	2556.30	3612.57

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%)				
营业收入增长	10.65	39.25	37.67	36.21
营业利润增长	-4.37	62.59	40.18	36.04
归属母公司净利润增长	1.91	60.05	38.98	35.26
获利能力 (%)				
毛利率	38.25	39.71	39.99	40.20
净利率	18.03	20.73	20.92	20.78
ROE	21.35	13.92	16.48	18.48
ROIC	16.55	15.81	14.76	16.70
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.68	16.98	17.16	17.54
净负债比率	-0.34	-0.36	-0.41	-0.50
流动比率	2.82	5.00	5.22	5.29
速动比率	1.82	3.81	3.89	4.00
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.74	0.71	0.80
应收账款周转率	22.77	22.50	21.56	21.86
存货周转率	2.21	2.77	2.88	2.88
每股指标 (元)				
每股收益	1.26	2.02	2.81	3.80
每股经营现金流	2.18	1.39	2.06	3.55
每股净资产	6.67	14.54	17.07	20.59
估值比率				
P/E	161.19	100.71	72.47	53.58
P/B	34.41	14.02	11.94	9.90
EV/EBITDA	136.53	80.50	60.50	45.30

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。