# 兆易创新(603986.SH)

# 【联讯电子年报点评】兆易创新：业绩保持快速增长，自主创新助力国产替代

2018 年 04 月 17 日

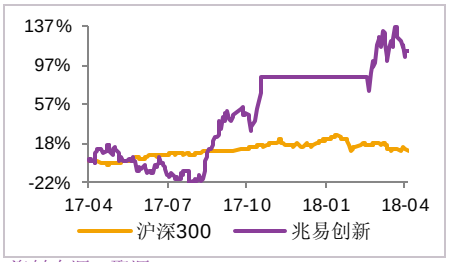
## 增持(首次评级)

当前价： 187.7 元


分析师：王凤华
执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：彭星煜
电话：1590119440
邮箱：pengxingyu@lxsec.com


股价相对市场表现(近 12 个月)




资料来源：聚源

盈利预测

| 百万元 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 主营收入 | 2,030 | 3,348 | 4,126 | 5,189 |
| （+/-） | 36.3% | 64.9% | 23.3% | 25.8% |
| 归母净利润 | 397 | 678 | 849 | 1.083 |
| （+/-） | 125.3% | 70.5% | 25.3% | 27.6% |
| EPS(元) | 1.96 | 3.34 | 4.19 | 5.35 |
| P/E | 83 | 56 | 45 | 35 |

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

## 投资要点

### ✧ 事件

兆易创新发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 20.30 亿元，同比增长 36%。公司实现归属于母公司股东的的净利润 3.97 亿元，实现扣非归母净利润 3.32 亿元，同比分别增长 125%、120%。

### ✧ 营收、净利润均保持快速增长

2017 年兆易创新实现营业收入 20.30 亿元，同比增长 36%，近年来公司营业收入保持较快增长，2017 年增速进一步提升。各季度营业收入均保持增长，尤其以前三个季度增速较高，Q4 增速有所回落。

2017 年公司全年和各季度归母净利润快速增长。Q4 增速稍有回落，主要是各项费用增长较快。

近年公司管理费用率和销售费用率基本稳定。2017 年期间费用率上升主要来自财务费用率的增长。公司期间费用率前三个季度同比基本持平，Q4 则较快上升，主要是同期管理费用率较快上升之故，销售费率和财务费用率也有所提升。

公司毛利率 39.16%，同比上升 12.44 个百分点，近年来毛利率基本保持上升趋势。存储芯片业务营业收入 17.16 亿元，同比增长 33%，毛利率 37.61%，同比增加 13.4 个百分点。公司微控制器业务营业收入 3.11 亿元，同比增长 58%，毛利率 47.77%，同比增加 4.64 个百分点。

### ✧ 自主创新和并购重组助力国产替代

公司计划通过自主创新、并购重组等多种途径实现快速发展。公司计划开发成熟制程的 NOR Flash 新产品，尤其是针对市场新型应用、物联网、汽车应用等领域的产品。推出 NAND Flash 中低容量的产品，力争在嵌入式 NAND Flash 市场上成为有影响力的芯片设计企业。在 MCU 产品上，沿着高性能与超低功耗两条主线布局并开拓市场。通过与合肥产投合作，力争填补国内 DRAM 领域空白。通过与中芯国际合作保证上游晶圆的稳定供应和未来产能扩展潜力。公司拟发行股份及支付现金收购上海思立微 100%股权，布局物联网领域人机交互技术。

公司是国内存储及物联网芯片产业的龙头企业，看好公司在政策和资金支持下通过自主创新和并购重组加速国产替代进程。

### ✧ 盈利预测与投资建议

预测 2018~2020 年公司 EPS 为 3.34、4.19、5.35 元，分别对应 56X、45X、35X PE，首次覆盖给予“增持”评级。

## ✧ 风险提示

半导体产业景气波动的风险；研发进度不及预期的风险；汇率波动的风险。

# 目　录

一、事件 ..... 4
二、营收、净利润保持快速增长 ..... 4
三、自主创新和并购重组助力国产替代 ..... 6
四、盈利预测与投资建议 ..... 6
五、风险提示 ..... 7

# 图表目录

图表 1：　2013~2017 年兆易创新营业收入及增长率 ..... 4
图表 2：　2015Q1~2017Q4 兆易创新营业收入及增长率 ..... 4
图表 3：　2013~2017 年兆易创新归母净利润、扣非归母净利润及增长率 ..... 4
图表 4：　2015Q1~2017Q4 年兆易创新归母净利润、扣非归母净利润、非经常性损益 ..... 4
图表 5：　2013~2017 年兆易创新各项费用率 ..... 5
图表 6：　2015Q1~2017Q4 年兆易创新各项费用率 ..... 5
图表 7：　2013~2017 年兆易创新毛利率、净利率、ROE(加权) ..... 5
图表 8：　2015Q1~2017Q4 年兆易创新毛利率、净利率、ROE ..... 5
图表 9：　2016、2017 年兆易创新主要业务营业收入 ..... 6
图表 10：　20/6、2017 年兆易创新主要业务毛利率 ..... 6
图表 11：　兆易创新 PE Band ..... 7
图表 12：　兆易创新 PB Band ..... 7
附录：公司财务预测表（百万元） ..... 8

## 一、事件

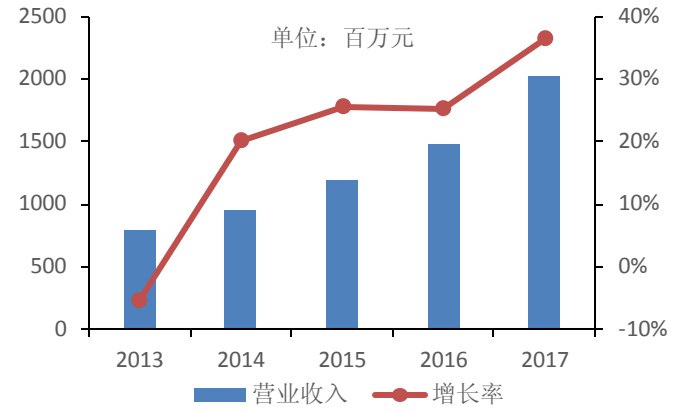
兆易创新发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 20.30 亿元，同比增长 36%。公司实现归属于母公司股东的的净利润 3.97 亿元，实现扣非归母净利润 3.32 亿元，同比分别增长 125%、120%。

## 二、营收、净利润保持快速增长

2017 年兆易创新实现营业收入 20.30 亿元，同比增长 36%，近年来公司营业收入保持较快增长，2017 年增速进一步提升。

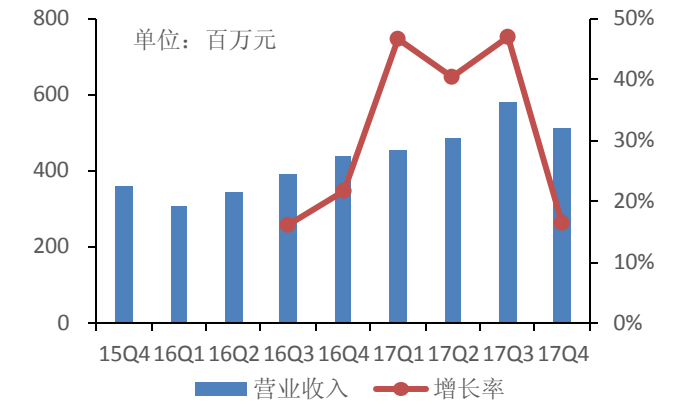
2017 年各季度营业收入均保持增长，尤其以前三个季度增速较高，Q4 增速有所回落。

**图表1： 2013~2017 年兆易创新营业收入及增长率**




*资料来源：Wind、联讯证券*

**图表2： 2015Q1~2017Q4 兆易创新营业收入及增长率**

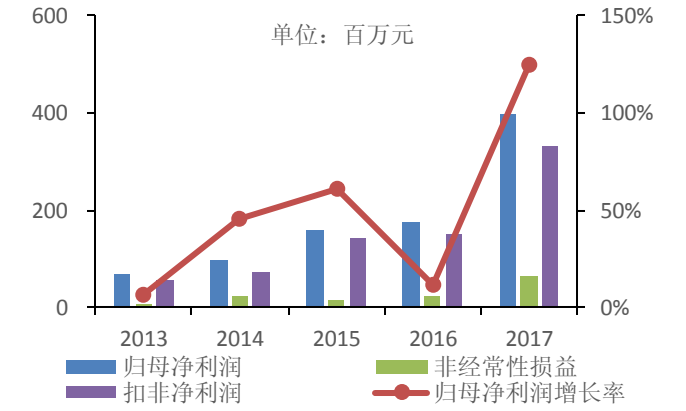



*资料来源：Wind、联讯证券*

2017 年公司实现归母净利润 3.97 亿元，同比增长 125%。公司实现扣非归母净利润 3.32 亿元，同比增长 120%。非经常性损益 0.66 亿元。

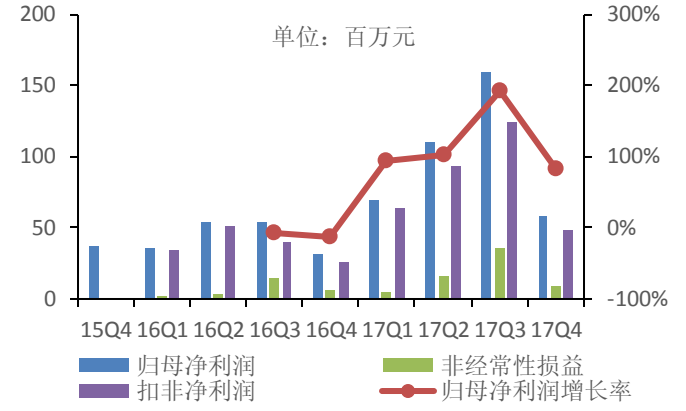
2017 年公司各季度归母净利润快速增长。Q4 增速稍有回落，主要是各项费用增长较快。

**图表3： 2013~2017 年兆易创新归母净利润、扣非归母净利润及增长率**




*资料来源：Wind、联讯证券*

**图表4： 2015Q1~2017Q4 年兆易创新归母净利润、扣非归母净利润、非经常性损益**



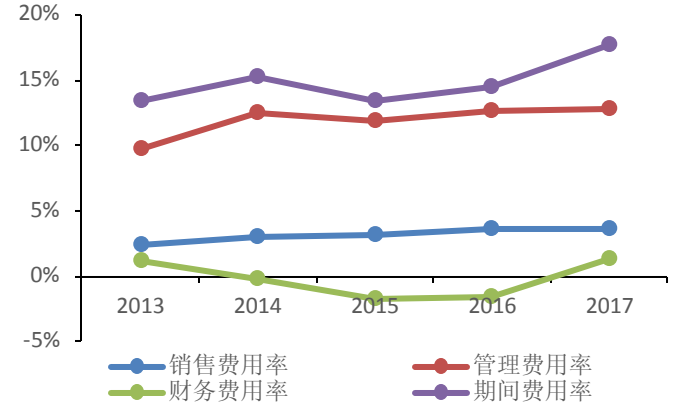

*资料来源：Wind、联讯证券*

2017 年公司期间费用率 17.71%，同比上升 3.18 个百分点。管理费用率 12.8%，同

比增长0.16个百分点。管理费用增长主要是公司研发费用增幅较大。销售费用率3.56%，同比增长 0.02 个百分点，销售费用增长主要是开拓海外市场、增加人员以及调高薪酬。财务费用率 1.35%，同比增长 3 个百分点。财务费用增长主要是美元汇率波动导致汇兑损失。近年公司管理费用率和销售费用率基本稳定。2017 年期间费用率上升主要来自财务费用率的增长。

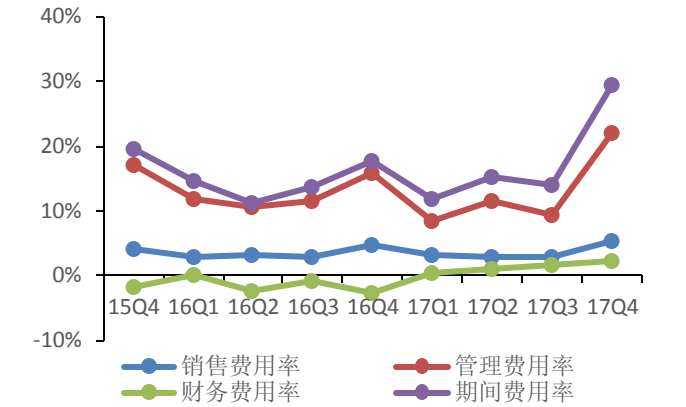
从各季度来看，公司期间费用率前三个季度同比基本持平，Q4 则较快上升，主要是同期管理费用率较快上升之故，销售费率和财务费用率也有所提升。

**图表5： 2013~2017 年兆易创新各项费用率**




*资料来源：Wind、联讯证券*

**图表6： 2015Q1~2017Q4 年兆易创新各项费用率**

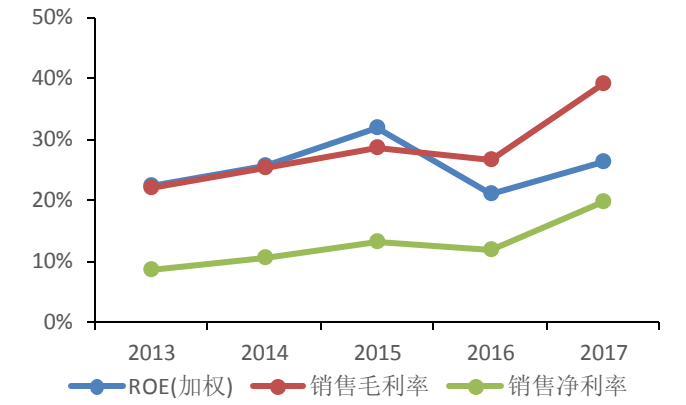



*资料来源：Wind、联讯证券*

2017 年公司毛利率 39.16%，同比上升 12.44 个百分点，近年来毛利率基本保持上升趋势。公司净利率 19.59%，同样基本保持上升趋势。ROE（加权）26.27%，同比增长 5.09 个百分点。

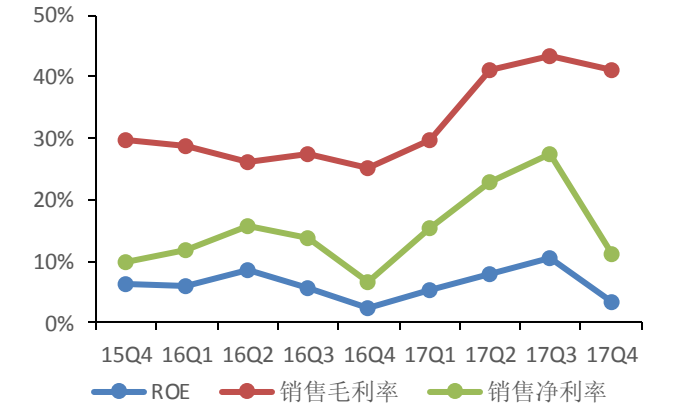
2017Q1、Q2 公司毛利率快速上升，Q3、Q4 保持了高毛利率。前三个季度净利率快速上升，Q4 则较大幅度下滑。

**图表7： 2013~2017 年兆易创新毛利率、净利率、ROE(加权)**




*资料来源：Wind、联讯证券*

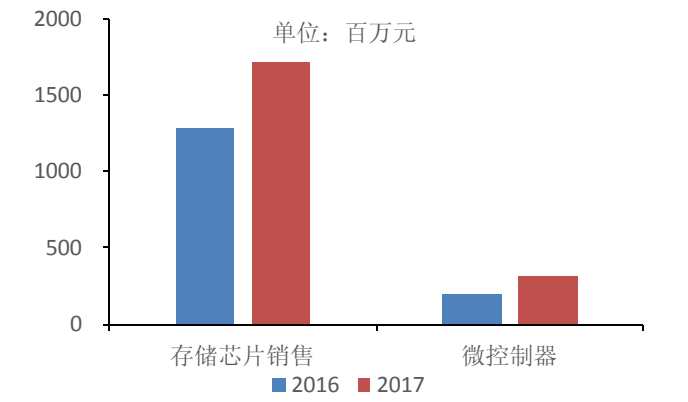
**图表8： 2015Q1~2017Q4 年兆易创新毛利率、净利率、ROE**




*资料来源：Wind、联讯证券*

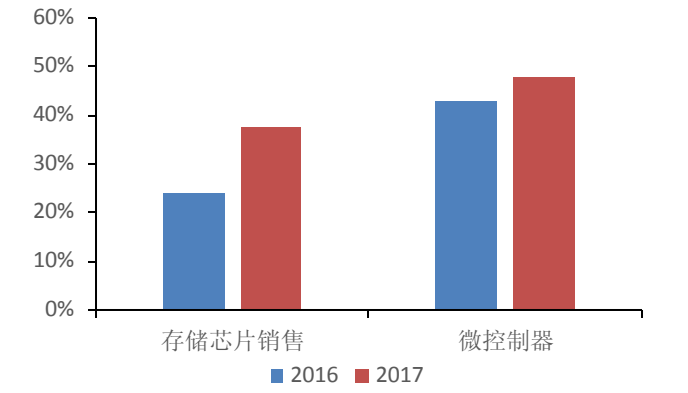
2017 年公司存储芯片业务营业收入 17.16 亿元，同比增长 33%，毛利率 37.61%，同比增加 13.4 个百分点。公司微控制器业务营业收入 3.11 亿元，同比增长 58%，毛利率 47.77%，同比增加 4.64 个百分点。

图表9： 2016、2017 年兆易创新主要业务营业收入




资料来源：Wind、联讯证券

图表10： 20/6、2017 年兆易创新主要业务毛利率




资料来源：Wind、联讯证券

## 三、自主创新和并购重组助力国产替代

公司计划通过自主创新、并购重组等多种途径实现快速发展。公司计划开发成熟制程的 NOR Flash 新产品，尤其是针对市场新型应用、物联网、汽车应用等领域的产品。推出 NAND Flash 中低容量的产品，进一步拓展市场渠道、提升市场影响力，力争在嵌入式 NAND Flash 市场上成为有影响力的芯片设计企业。在 MCU 产品上，沿着高性能与超低功耗两条主线布局，充分适应市场的需求，以领先的工艺水平和高集成度应对多元化应用挑战。在 DRAM 产品上，通过与合肥产投的合作，力争填补国内 DRAM 领域空白。

公司与中芯国际（上海）签署供货协议，保证了上游晶圆的稳定供应和未来产能扩展潜力，并参与认购中芯国际发行配售股份成为其重要股东。同时公司与合作伙伴在先进技术和技术改进方面加强合作，协同开发具有产业竞争力的产品。

2017 年 10 月公司与合肥市产业投资控股（集团）有限公司签署合作协议，共同开展工艺制程 19nm 的 12 英寸晶圆存储器研发项目，正式开启 DRAM 研发战略布局。此外，公司拟发行股份及支付现金收购上海思立微 100%股权，布局物联网领域人机交互技术。

国家大基金和陕国投成为公司第二大、第五大股东，这有利于调整公司股权结构，发挥国有背景产业基金的产业发展引导作用，支持公司成为国际领先的存储芯片和 MCU 设计公司。

公司是国内存储及物联网芯片产业的龙头企业，看好公司在政策和资金支持下通过自主创新和并购重组加速国产替代进程。

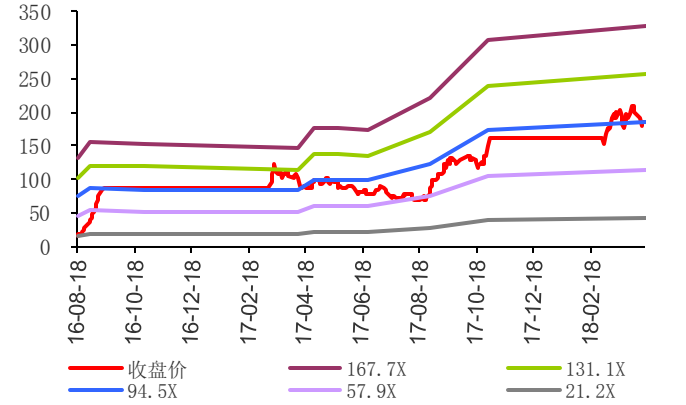
## 四、盈利预测与投资建议

预测 2018~2020 年公司 EPS 为 3.34、4.19、5.35 元，分别对应 56X、45X、35X PE，首次覆盖给予“增持”评级。

## 五、风险提示

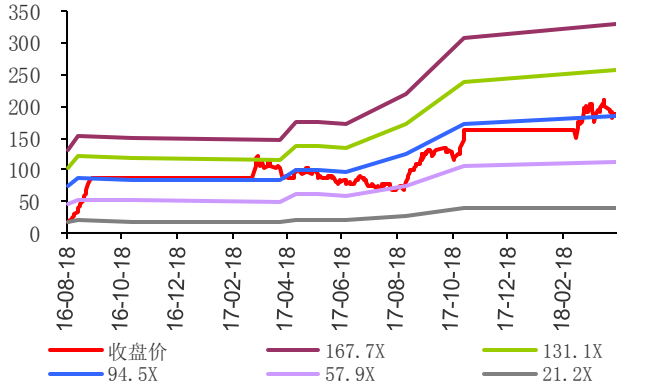
半导体产业景气波动的风险；研发进度不及预期的风险；汇率波动的风险。

**图表11： 兆易创新 PE Band**




*资料来源：Wind、联讯证券*

**图表12： 兆易创新 PB Band**




*资料来源：Wind、联讯证券*

## 附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 1,431 | 2,003 | 2,403 | 3,004 |
| 货币资金 | 587 | 590 | 658 | 854 |
| 应收账款 | 94 | 155 | 194 | 233 |
| 其它应收款 | 79 | 131 | 157 | 196 |
| 预付账款 | 9 | 15 | 18 | 22 |
| 存货 | 627 | 1,035 | 1,294 | 1,553 |
| 其他 | 34 | 76 | 83 | 147 |
| 非流动资产 | 1,144 | 1,144 | 1,144 | 1,144 |
| 长期股权投资 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 固定资产 | 102 | 152 | 183 | 219 |
| 无形资产 | 5 | 8 | 10 | 12 |
| 其他 | 1,033 | 979 | 946 | 906 |
| 资产总计 | 2,574 | 3,147 | 3,547 | 4,148 |
| 流动负债 | 554 | 664 | 731 | 767 |
| 短期借款 | 45 | 67 | 80 | 96 |
| 应付账款 | 272 | 435 | 522 | 626 |
| 其他 | 237 | 163 | 129 | 45 |
| 非流动负债 | 264 | 290 | 304 | 320 |
| 长期借款 | 184 | 220 | 264 | 317 |
| 其他 | 80 | 70 | 40 | 2 |
| 负债合计 | 817 | 954 | 1,035 | 1,087 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 归属母公司股东权益 | 1,756 | 2,192 | 2,511 | 3,060 |
| 负债和股东权益 | 2,574 | 3,147 | 3,547 | 4,148 |
| **利润表** | **2017** | **2018E** | **2019E** | **2020E** |
| 营业收入 | 2,030 | 3,348 | 4,126 | 5,189 |
| 营业成本 | 1,235 | 2,034 | 2,501 | 3,142 |
| 营业税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 销售费用 | 72 | 117 | 140 | 171 |
| 管理费用 | 260 | 422 | 520 | 649 |
| 财务费用 | 27 | 33 | 41 | 52 |
| 资产减值损失 | 57 | 28 | 31 | 34 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 54 | 11 | 13 | 16 |
| 其他收益 | 6 | 10 | 15 | 19 |
| 营业利润 | 437 | 730 | 915 | 1,170 |
| 营业外收入 | 14 | 17 | 18 | 19 |
| 营业外支出 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 449 | 745 | 932 | 1,187 |
| 所得税 | 52 | 67 | 83 | 104 |
| 净利润 | 398 | 678 | 849 | 1,083 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 397 | 678 | 849 | 1,083 |
| EBITDA | 444 | 776 | 971 | 1,237 |

| 现金流量表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 198 | 316 | 411 | 493 |
| 净利润 | 398 | 678 | 849 | 1,083 |
| 折旧摊销 | 39 | 47 | 56 | 67 |
| 财务费用 | 27 | 33 | 41 | 52 |
| 投资损失 | -54 | -27 | -14 | 0 |
| 营运资金变动 | -242 | 462 | 334 | 564 |
| 其它 | 30 | -876 | -856 | -1,274 |
| 投资活动现金流 | -782 | -469 | -469 | -235 |
| 资本支出 | 233 | 280 | 336 | 403 |
| 长期投资 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 其他 | -545 | -185 | -128 | 175 |
| 筹资活动现金流 | 313 | 156 | 125 | -63 |
| 短期借款 | 45 | 67 | 80 | 96 |
| 长期借款 | 184 | 220 | 264 | 317 |
| 其他 | 85 | -131 | -219 | -476 |
| 现金净增加额 | -271 | 4 | 67 | 196 |
| | | | | |
| **主要财务比率** | **2017** | **2018E** | **2019E** | **2020E** |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 36.32% | 64.93% | 23.26% | 25.76% |
| 营业利润 | 169.4% | 67.1% | 25.41% | 27.85% |
| 归属母公司净利润 | 125.26% | 70.51% | 25.29% | 27.61% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 39.16% | 39.25% | 39.38% | 39.45% |
| 净利率 | 19.58% | 20.24% | 20.57% | 20.88% |
| ROE | 26.19% | 34.32% | 36.10% | 38.88% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 31.74% | 30.33% | 29.18% | 26.20% |
| 流动比率 | 258.41% | 301.47% | 328.88% | 391.52% |
| 速动比率 | 145.07% | 145.63% | 151.79% | 189.13% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.96 | 1.17 | 1.23 | 1.35 |
| 应收帐款周转率 | 20.59 | 26.88 | 23.65 | 24.34 |
| 应付帐款周转率 | 4.78 | 5.76 | 5.23 | 5.47 |
| | | | | |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.96 | 3.34 | 4.19 | 5.35 |
| 每股经营现金 | 0.98 | 1.56 | 2.03 | 2.43 |
| 每股净资产 | 8.67 | 10.82 | 12.39 | 15.10 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 83.19 | 56.14 | 44.81 | 35.12 |
| P/B | 18.81 | 17.35 | 15.14 | 12.43 |
| EV/EBITDA | 74.96 | 49.47 | 39.56 | 30.94 |
| | | | | |

*资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院*

## 分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012～2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市企业，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队


| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com |


## 分析师声明

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。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

**股票投资评级标准**

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

**行业投资评级标准**

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com