

兆易创新 (603986)

证券研究报告

2018年11月27日

产品结构优化, 外延实现业务协同

我们关注兆易创新主营业务, 认为产品结构的优化与新晋 A 客户的拓展以及产品线的完善布局是公司成长动能的主线。我们认为当前时点, 国内半导体设计公司的“国产替代”逻辑优于“创新”逻辑。兆易创新作为国内优质半导体设计企业, 目前低容量 Nor Flash 业务排全球第三, 随着高容量 Nor Flash 和 SLC NAND 的陆续推出, 有望在市场上进一步夯实行业地位; MCU 是具有长期成长护城河的品类, 叠加思立微的指纹识别方案, 公司有望成为面向物联网时代有效整体解决方案提供商, 对标海外同类型龙头公司 Cypress, 公司产品线的“成长性”逻辑将有效熨平“周期性”影响, DRAM 的周期性在现阶段并没有对合肥长鑫产生实质性的影响, 我们通过对全球龙头产能规划和未来长鑫的布局, 以“国产替代”的逻辑审视资产质量, 认为未来成长空间显著, 给予乐观预期。

布局人机交互技术, 实现业务协同作用

公司 2018 年 1 月发布公告, 拟通过现金及发行股份方式收购上海思立微电子 100% 股权, 其中, 股权对价支付为 14.45 亿元, 现金支付对价为 2.55 亿元, 通过收购上海思立微布局物联网领域人机交互技术, 并与现有业务形成协同作用。目前公司产品广泛应用于手持移动终端、消费类电子产品、物联网终端、个人电脑及周边, 以及通信设备、办公设备、汽车工控等领域。公司产品线与标的公司存在交叉互补, 通过并入标的公司, 公司将形成 MCU、Flash、人机互产品的产品线, 形成完整的系统解决方案。

联手合肥产投, 合力突破国产 DRAM

国产存储器替代需求强烈, 合肥长鑫、长江存储及福建晋华三足鼎立。合肥产投是合肥长鑫大股东, 目前公司向合肥长鑫提供技术支持。当前, 合肥长鑫 12 英寸存储器晶圆制造基地项目正处在加快建设的阶段, 该项目一旦正式投产, 预计将在全球 DRAM 市场占得约 8% 的市场份额, 从而填补国产 DRAM 存储器在本国市场的空白

投资建议: 预计公司 2018-2019 年归母净利润为 4.80/6.50/8.21 亿元, 对应 EPS 分别为 1.69/2.28/2.88 元, 给予买入评级。

风险提示: 思立微/汇顶科技专利诉讼风险、思立微收购无法达成风险、研发进度不及预期、下游需求不及预期

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	72.08 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	284.64
流通 A 股股本(百万股)	207.40
A 股总市值(百万元)	20,517.17
流通 A 股市值(百万元)	14,949.19
每股净资产(元)	6.71
资产负债率(%)	32.58
一年内最高/最低(元)	215.67/63.45

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

- 《兆易创新-公司点评:大基金入驻, 业绩高增》 2017-08-30
- 《兆易创新-公司点评:兆易创新一季报点评》 2017-04-28
- 《兆易创新-公司点评:深耕细分领域, 业绩持续向好》 2016-09-01

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,488.95	2,029.71	2,334.17	3,151.12	4,017.68
增长率(%)	25.25	36.32	15.00	35.00	27.50
EBITDA(百万元)	162.07	488.66	521.59	714.36	909.35
净利润(百万元)	176.43	397.42	479.89	650.22	821.01
增长率(%)	11.82	125.26	20.75	35.49	26.27
EPS(元/股)	0.62	1.40	1.69	2.28	2.88
市盈率(P/E)	117.49	52.16	43.19	31.88	25.25
市净率(P/B)	16.21	11.80	9.24	7.54	6.08
市销率(P/S)	13.92	10.21	8.88	6.58	5.16
EV/EBITDA	103.75	64.99	36.72	26.45	20.07

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 现金流转好，产品结构优化	4
1.1. 产品结构优化，MCU、大容量 Nor Flash 占比提升	5
1.2. 公司产品质量媲美海外大厂，有望获得更多市场份额	8
2. 布局人机交互技术，实现业务协同作用	8
3. 联手合肥产投，合力突破国产 DRAM	10
4. 投资建议	13

图表目录

图 1：2015-2018 年三季度公司营收情况（亿元）	4
图 2：2015-2018 年三季度公司归母净利润情况（亿元）	4
图 3：公司近三年现金流逐年优化（亿元）	4
图 4：MCU 占比逐渐提高	5
图 5：2016 年 Nor Flash 全球市场份额（美光、赛普拉斯退出后，现低容量 Nor Flash 已跻身前三）	6
图 6：智能手机单机 4 颗 Nor Flash 用量	6
图 7：AMOLED 显示屏预测出货量（单位：百万片）	7
图 8：汽车电子化为 Nor Flash 带来新需求	8
图 9：产品线完善，形成完整系统解决方案	9
图 10：2016-2017 年思立微指纹识别芯片市场份额迅速提升	9
图 11：公司指纹识别产品占比快速提升	9
图 12：屏下指纹模组出货量及增速预测	9
图 13：中国集成电路产业分布	10
图 14：合肥长鑫 dram 市场份额逐步提升（假设其他厂家产能不变）	12
表 1：公司十大股东情况（截至 2018 年九月底）	4
表 2：32 位 MCU 下游应用符合时代发展趋势	5
表 3：2020 年 MCU 用于物联网市场规模测算	6
表 4：Nor Flash 空间测算	7
表 5：思立微股权情况	8
表 6：合肥长鑫五年计划	11
表 7：合肥睿力股权结构情况	11
表 8：睿力集成中标信息揭示其项目进展	11
表 9：睿力集成招标信息	12
表 10：Dram 产能情况（单位：千片/月）	12
表 11：主要竞争对手固定资产对比	13
表 12：A 股芯片设计公司对比	13
表 13：业务拆分（亿元）	13

核心观点：我们关注兆易创新主营业务，认为产品结构的优化与新晋 A 客户的拓展以及产品线的完善布局是公司成长动能的主线。我们认为当前时点，国内半导体设计公司的“国产替代”逻辑优于“创新”逻辑。兆易创新作为国内优质半导体设计企业，目前低容量 Nor Flash 业务排全球第三，随着大容量 Nor Flash 和 SLC NAND 的陆续推出，有望在市场上进一步夯实行业地位；MCU 是具有长期成长护城河的品类，叠加思立微的指纹识别方案，公司有望成为面向物联网时代有效整体解决方案提供商，对标海外同类型龙头公司 Cypress，公司产品线的“成长性”逻辑将有效熨平“周期性”影响，DRAM 的周期性在现阶段并没有对合肥长鑫产生实质性的影响，我们通过对全球龙头产能规划和未来长鑫的布局，以“国产替代”的逻辑审视资产质量，认为未来成长空间显著，给予乐观预期。

1. 现金流转好，产品结构优化

截至 2018 年 9 月底，公司股份结构发生了部分改变，改变如下：

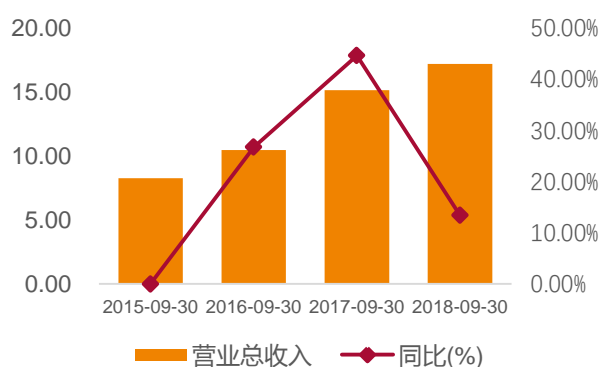
表 1：公司十大股东情况（截至 2018 年九月底）

股东名称	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
朱一明	38,541,160	0	13.5400
国家集成电路产业投资基金股份有限公司	31,213,000	0	10.9700
InfoGridLimited	29,286,600	0	10.2900
讯安投资有限公司	26,799,156	0	9.4100
陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·财富 28 号单一资金信托	15,081,300	-3,414,924	5.3000
北京友容恒通投资管理中心(有限合伙)	7,629,510	0	2.6800
全国社保基金四零一组合	5,400,116	-1,399,957	1.9000
深圳市中和春生壹号股权投资基金合伙企业(有限合伙)	3,452,400	0	1.2100
盈富泰克创业投资有限公司	3,095,400	-2,478,160	1.0900
葛卫东	2,650,000		0.9300
合计	163,148,642		57.3200

资料来源：Wind、天风证券研究所

2018 年三季度，公司实现营业收入 17.21 亿元，同比增长 13.45%，实现归母净利润 3.67 亿元，同比增长 8.21%，实现扣非后归母净利润 3.42 亿元，同比增长 20.85%。

图 1：2015-2018 年三季度公司营收情况（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

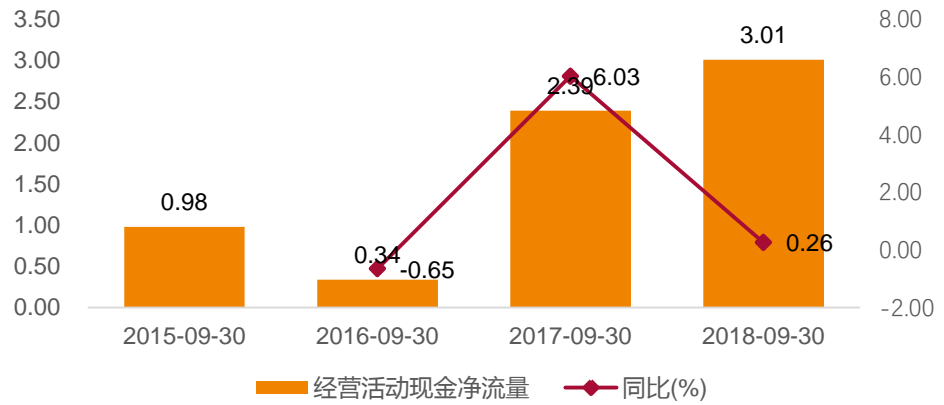
图 2：2015-2018 年三季度公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

现金流方面，公司近三年经营性现金流净额逐年优化，2018 年三季度，公司经营性现金流净额为 3.01 亿元，同比增长 25.94%。

图 3：公司近三年现金流逐年优化（亿元）

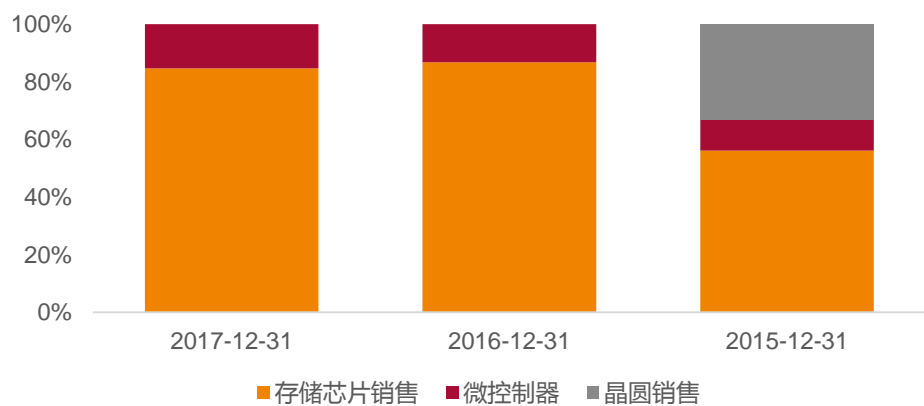


资料来源: Wind、天风证券研究所

1.1. 产品结构优化, MCU、大容量 Nor Flash 占比提升

产品结构优化, MCU 业务占比逐渐提高。2013-2015 年, 半导体行业处于下行周期, 在此期间, 公司切入 MCU 领域, 推出了新的 MCU 系列产品。2015-2017 年 MCU 占比逐渐提高。

图 4: MCU 占比逐渐提高



资料来源: Wind、天风证券研究所

公司扎根 32 位 MCU, 下游应用领域符合时代发展趋势。公司 MCU 产品主要为基于 ARM Cortex-M 系列 32 位通用 MCU 产品。截至 2018 年 6 月底, GD32 作为中国 32 位通用 MCU 领域的主流产品, 以 20 个系列 300 余款产品型号选择的广阔应用覆盖率稳居市场前列。

表 2: 32 位 MCU 下游应用符合时代发展趋势

下游	
4 位	计算器、车用仪表、车用防盗装置、呼叫器、无线电话、CD 播放器、LCD 驱动控制器、儿童玩具、充电器、胎压计、湿温度计、遥控器等
8 位	电表、马达控制器、电动玩具机、呼叫器、传真机、电话录音机、键盘及 USB
16 位	移动电话、数码相机及摄录放映机
32 位	智能家居、物联网、电机及变频控制、安防监控、指纹识别、触控按键、激光打印机与彩色传真机等
64 位	高阶工作站、多媒体互动系统、高级电视游乐器、高级终端机等

资料来源: eefocus、天风证券研究所

物联网行业兴起，是 MCU 发展的一大驱动力。5G 进程逐渐推进，物联网发展的基本条件即将落地，物联网发展在即。MCU 作为物联网设备的必备元器件，可以满足物联网设备低功耗、长时间使用、无线通信的需求。MCU 作为物联网的核心零组件，无论在市场规模，还是技术要求上都得到了进一步的发展。根据 Gartner 预计，2020 年全球物联网设备将有 240 亿台，假定一颗 32 位 MCU 价格为 0.5 美元，单机使用量为 1 颗 MCU，市场空间测算如下：

表 3：2020 年 MCU 用于物联网市场规模测算

	2020E
MCU 单价（美元）	0.5
物联网设备数量（亿台）	240
MCU 市场空间（亿美元）	120

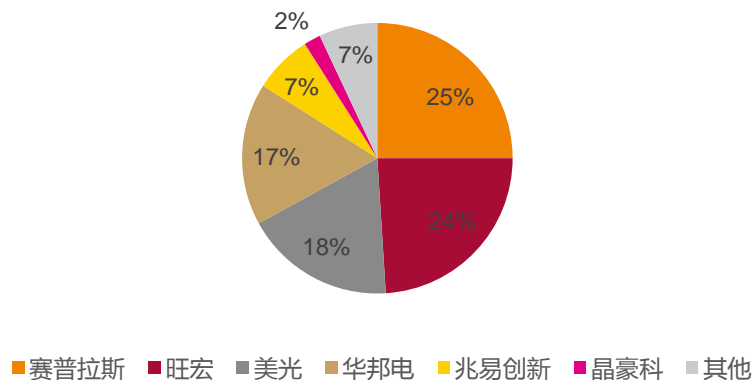
资料来源：Gartner、天风证券研究所整理

汽车将成为 MCU 成长的驱动。汽车部分，根据 driving the future of Automotive electronics 期刊显示，一辆汽车至多需要 50 颗 MCU，应用领域遍及安全应用、车体控制、动力能源相关等，其中电动汽车分别在 EV 主反相器、EV 辅助反相器、EV HV/LV DC/DC、EV AC/DC 充电部件比传统汽车多需要 4 颗 MCU，其中 32 位 MCU 单价在 3-15 美元，16 位 MCU 单价在 3-5 美元，8 位单价在 1-3 美元。总体而言，单车 MCU 价值在 102-484 美元。

存储器业务优化，大容量 Nor Flash 占比提升。根据公司上半年公告显示，NOR Flash 扩展大容量产品，实现 512Mb 大容量产品量产，并丰富了宽电压、低功耗等产品线型号。今年以来，Nor Flash 市场呈现两极分化，低端市场有一定价格压力，而在高端市场仍然呈现供不应求的状态，因此，公司大容量 Nor Flash 实现量产，有利于公司的产品结构优化。

公司小容量 Nor Flash 市场跻身前三，市占率逐步提高。2017 年 2 月，美光科技宣布剥离旗下 NOR 芯片业务，转而全力冲刺 DRAM 和 NAND Flash。4 月，赛普拉斯表示，将退出中低容量的 NOR Flash 市场，专注高密度的车用和工控领域，得益于海外企业产能退出，公司 Nor Flash 市占率跻身世界前三。

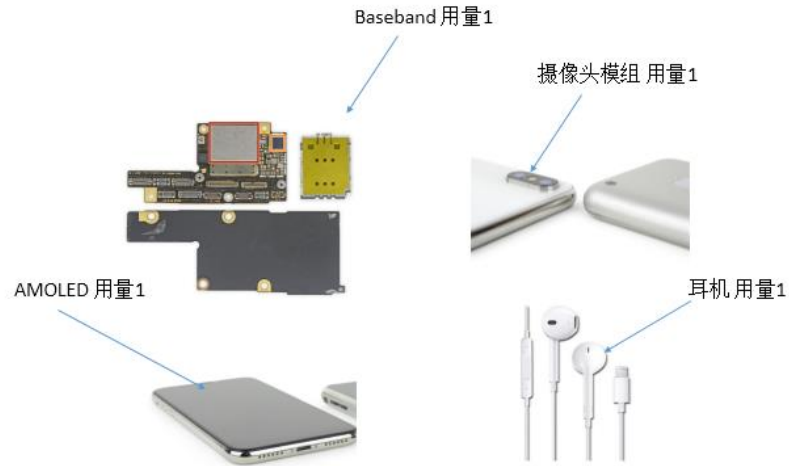
图 5：2016 年 Nor Flash 全球市场份额（美光、赛普拉斯退出后，现低容量 Nor Flash 已跻身前三）



资料来源：dramx、天风证券研究所

下游需求来看，目前智能手机是 Nor Flash 的主要需求点之一，单机中 Nor Flash 的用量为 4 颗，分别用于 Base Band、摄像头模组、AMOLED 和耳机。

图 6：智能手机单机 4 颗 Nor Flash 用量



资料来源: mydrivers、天风证券研究所

智能手机新客户的拓展是公司成长的弹性动力。下游需求来看,目前智能手机是 Nor Flash 的主要需求点之一,单机中 Nor Flash 的用量为 4 颗,分别用于 Base Band、摄像头模组、AMOLED 和耳机。智能手机用 Nor Flash 价值量测算如下:

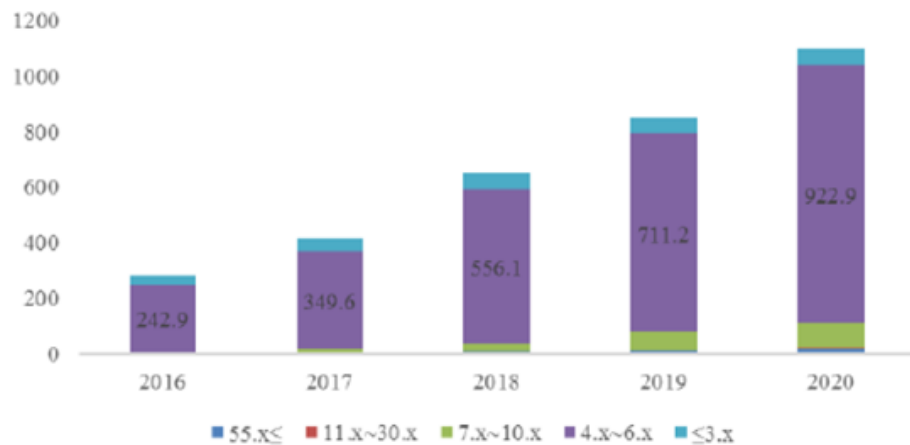
表 4: Nor Flash 空间测算

部位	容量	用量	单价(美元)
AMOLED	8Mb	1	0.13
摄像头	32Mb	1	0.20
Baseband	1Gb	1	1.0
耳机	128Mb	1	0.5
合计		4	1.83

资料来源: maitiel-consulting、天风证券研究所

AMOLED 方面,自苹果 iPhone X 投入使用 OLED 屏幕以来,国内外中高端品牌迅速跟上,使 OLED 成为目前高端手机品牌的标准配置。根据中国产业信息网数据显示,2016 年,4-6 寸 AMOLED 显示屏预计出货量为 2.43 亿片,2020 年预计可达 9.2 亿片,约为 2016 年出货量的 4 倍。

图 7: AMOLED 显示屏预测出货量(单位:百万片)

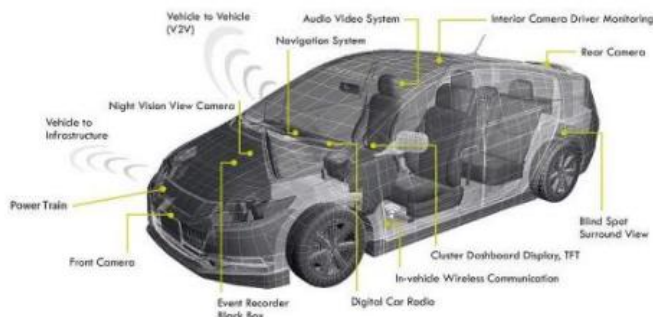


资料来源: 中国产业信息网、天风证券研究所

汽车电子是高容量 Nor Flash 的主要应用领域。NOR flash 最初从车用广播(radio)开始—

一这是车用领域中不需要太多存储器的应用。但在是发展至今，小到汽车摄像头，大到高级驾驶辅助系统(ADAS)都会对 NOR Flash 产生一定量的需求，尤其是自动驾驶的发展。从普通汽车、半自动驾驶到全自动驾驶汽车，车载摄像头的个数从 4 个提升到 6 个，NOR Flash 的使用量也成倍增长。

图 8：汽车电子化为 Nor Flash 带来新需求



资料来源：.eefocus、天风证券研究所

1.2. 公司产品质量媲美海外大厂，有望获得更多市场份额

公司产品质量比肩海外大厂，有望获得更多市场份额。目前，公司提供了从 512Kb 至 512Mb 的系列产品，涵盖了 NOR Flash 市场的大部分容量类型，电压涵盖 1.8V、2.5V、3.3V 以及宽电压产品，针对不同应用市场需求分别提供高性能、低功耗、低成本、高可靠性等几个系列，产品在性能、成本、可靠性等在各个应用领域都具有显著优势，比肩海外大厂，开进行国产替代，随着公司拓展，将有望争夺海外份额。

2. 布局人机交互技术，实现业务协同作用

公司 2018 年 1 月发布公告，拟通过现金及发行股份方式收购上海思立微电子 100% 股权，其中，股权对价支付为 14.45 亿元，现金支付对价为 2.55 亿元，通过收购上海思立微布局物联网领域人机交互技术，并与现有业务形成协同作用。

表 5：思立微股权情况

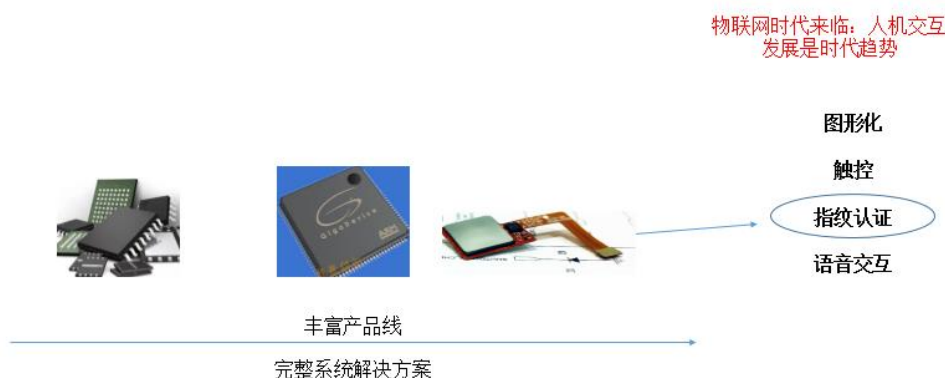
交易对方	持有上海思立微股权情况	
	出资额（元）	持股比例
联意香港	4,563,296	57.0412%
青岛海丝	1,082,352	13.5294%
上海正芯泰	660,000	8.2500%
合肥晨流	545,880	6.8235%
上海思芯拓	272,000	3.4000%
青岛民芯	235,296	2.9412%
杭州藤创	192,000	2.4000%
北京集成	141,176	1.7647%
上海普若芯	108,000	1.3500%
赵立新	100,000	1.2500%
梁晓斌	100,000	1.2500%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

布局人机交互技术，实现业务协同作用。目前公司产品广泛应用于手持移动终端、消费类

电子产品、物联网终端、个人电脑及周边，以及通信设备、办公设备、汽车工控等领域。公司产品线与标的公司存在交叉互补，通过并入标的公司，公司将形成 MCU、Flash、人机互产品的产品线，形成完整的系统解决方案。

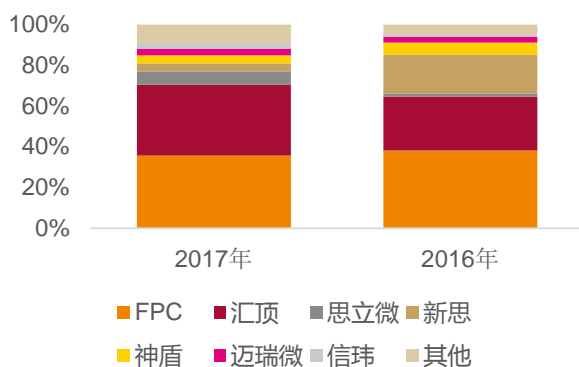
图 9：产品线完善，形成完整系统解决方案



资料来源：公司公告、天风证券研究所

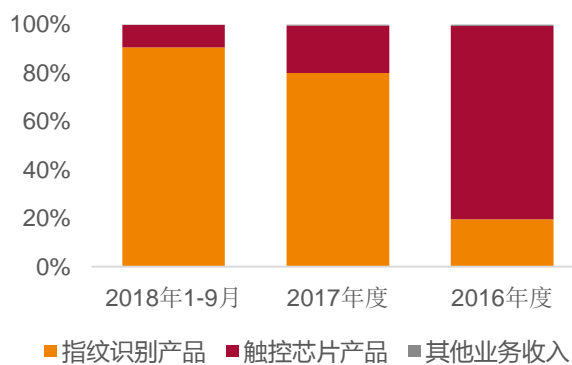
丰富芯片产品线，拓展客户和供应商渠道。上海思立微电子是国内领先的智能人机交互解决方案供应商，产品主要以触控芯片和指纹芯片等新一代智能终端传感器 Soc 芯片为主，客户渠道方面，目前采用标的公司生物识别芯片方案的智能终端已遍布欧洲、东南亚、非洲和南美等多个国家和地区，根据 CCID 数据统计，2017 年度，上海思立微指纹识别芯片出货量为全球第三（苹果系列产品除外），电容触控芯片出货量为全球第四位。

图 10：2016-2017 年思立微指纹识别芯片市场份额迅速提升



资料来源：公司公告、天风证券研究所

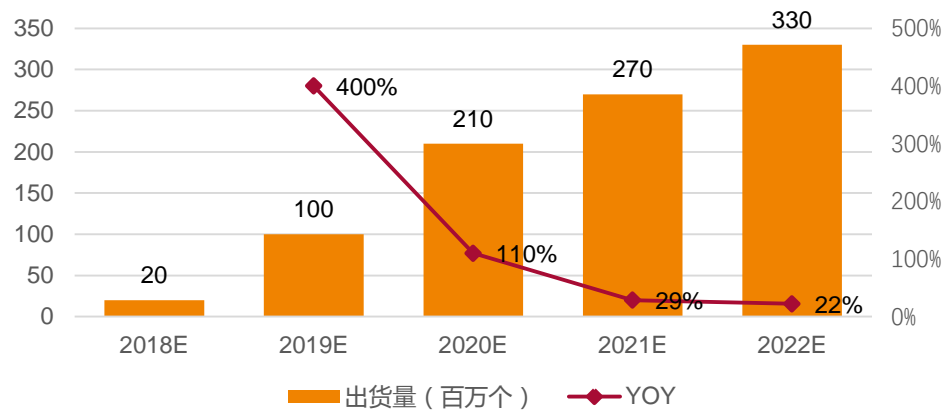
图 11：公司指纹识别产品占比快速提升



资料来源：公司公告、天风证券研究所

屏下光学指纹研发成功并量产。根据思立微收购报告书，2018 年下半年标的公司成功研发并实现量产屏下光学指纹芯片，在这一领域国内厂商除汇顶科技外，唯一可以量产供货的屏下指纹芯片供应商。该产品成为上海思立微营收增长的主要来源，原电容指纹芯片的销售占比出现下降。2019 年将是屏下光学指纹大年，出货量同比 2018 年将有大幅的提升，标的公司作为国内稀缺的供应商，将从此获益。

图 12：屏下指纹模组出货量及增速预测



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

风险部分，思立微当前涉及诉讼事项，公司公告如下：

2018年11月17日，北京兆易创新科技股份有限公司（以下简称“公司”）获悉，本次发行股份及支付现金购买资产标的上海思立微电子科技有限公司（以下简称“思立微”）收到了深圳市中级人民法院（2018）粤03民初4049号《应诉通知书》、《民事起诉状》等文件，现将该拟收购标的涉及诉讼事项公告如下：

诉讼相关情况：

汇顶诉称其于2018年10月30日获得专利号为ZL201821077979.2，名为“屏下生物特征识别装置和电子设备”的实用新型专利授权，指控思立微和另两被告未经汇顶许可，实施上述专利，包括制造、销售、许诺销售屏下光学指纹识别模组及其镜头组件以及光学模式指纹识别芯片，提出以下诉讼请求：

- 1、判令三被告立即停止侵犯汇顶第ZL201821077979.2号实用新型专利权的行为，包括但不限于制造、销售、许诺销售被控侵权产品；
- 2、判令三被告立即销毁被控侵权产品；
- 3、判令被告一、二连带赔偿汇顶经济损失人民币5000万元，以及汇顶为制止侵权行为的合理开支人民币50万元（截止一审判决作出之日止）；
- 4、本案诉讼费由三被告承担。

3. 联手合肥产投，合力突破国产 DRAM

2017年10月，公司与合肥产投签署《关于存储器研发项目之合作协议》，合作开展工艺制程19nm存储器的12英寸晶圆存储器（含DRAM等）研发项目，本项目预算约为180亿元人民币，筹资比例为1:4，公司需要负责筹集约36亿元。本次合作的目标是在2018年12月31日前研发成功，即实现产品良率（测试电性良好的晶片占整个晶圆的比例）不低于10%。

国产存储器替代需求强烈，合肥长鑫、长江存储及福建晋华三足鼎立。合肥产投是合肥长鑫大股东，目前公司向合肥长鑫提供技术支持。当前，合肥长鑫12英寸存储器晶圆制造基地项目正处在加快建设的阶段，该项目一旦正式投产，预计将在全球DRAM市场占得约8%的市场份额，从而填补国产DRAM存储器在本国市场的空白。

图 13：中国集成电路产业分布

中国集成电路产业分布



资料来源：e.lecfans、天风证券研究所

据 Trend Force 存储器储存研究 (DRAM eXchange) 指出，合肥长鑫的厂房已于 2017 年 6 月封顶完工，12 英寸存储器晶圆制造基地所需的 300 台研发设备已基本全部到位，待装机完成之后，从 2018 年下半年开始便全力投入试生产的环节。

表 6: 合肥长鑫五年计划

节点	进度
2016 年 5 月 6 日	项目启动
2017 年 3 月	开始一厂建设
2018 年 1 月	一厂厂房建设完成、开始设备安装
2018 年底	8GB DDR4 工程样品
2019 年 3 季度	8Gb LPDDR4
2019 年底	产能 2 万片/月
2020	开始规划二厂建设
2021	完成 17 纳米技术研发

资料来源：ITheat、天风证券研究所

招投标信息揭示睿力集成项目进度逐步推进。睿力集成是合肥长鑫的全资子公司，通过睿力集成的招投标信息，我们认为合肥长鑫的项目进步正在高速推进。

表 7: 合肥睿力股权结构情况

发起人	股权占比
长鑫存储技术有限公司有限公司	100%

资料来源：企查查、天风证券研究所

根据中国国际招标网，我们统计了合肥长鑫子公司合肥睿力集成的中标和招标信息，该统计可以体现项目正在迅速推进，统计如下：

表 8: 睿力集成中标信息揭示其项目进展

制作公司	设备种类	详细设备	数量
ASML	测量设备	光刻光学线宽对准精度测试仪设备	1
	光刻机	扫描式光刻机及芯片	1
	系统软件	涂胶显影设备专用无线测温晶圆系统等设备	1
KLA-Tencor	测量设备	半导体硅片 X 光射线光电子检测计	1
	测量设备	探针式晶圆轮廓仪	1
Nova	成膜设备	化学机械研磨机台内建膜厚度测机台	1
Teledyne	测量设备	工艺腔体清洁末点侦测器等	1

	气体设备	半导体用高温臭氧解离机	1
安捷伦科技	气体设备	气相色谱-质谱联用仪	1
	-	电感耦合等离子体发射光谱仪	1
	-	电感耦合等离子体质谱仪	1
	测量设备	逻辑分析仪	1
是德科技	-	差分电压测量仪	1
	系统软件	半导体芯片电性检测系统	1
	-	晶圆电性测试仪和器件建模软件	1
Applied Materials	-	美商抛光机耗材	1
	-	半导体级电浆解离微尘抓取设备	1
	-	集成电路生产制造设备	1
	系统软件	FDC System	1
LAM	-	等离子干法刻蚀机	1
	刻蚀机	化学气相沉积机	1
	-	单片式晶背刻蚀及干式晶边刻蚀机	1

资料来源：中国国际招标网、天风证券研究所

表 9：睿力集成招标信息

设备种类	详细设备	数量
测试机	TLP 测试设备	2
	DDR4 内存逻辑应用双模式高速测试仪	2
	在线式和移动式空气传播污染物监测仪	8
	封装级电子迁移可靠性测试仪	2
	半导体电子元件可靠性测试机	2
	差分电压测量仪	16

资料来源：中国国际招标网、天风证券研究所

目前,全球 Dram 产能主要被三星电子、美光和 SK 海力士所占领,上述三个厂家均采用 IDM 模式继续保持垄断地位,合计市占率超过 95%。

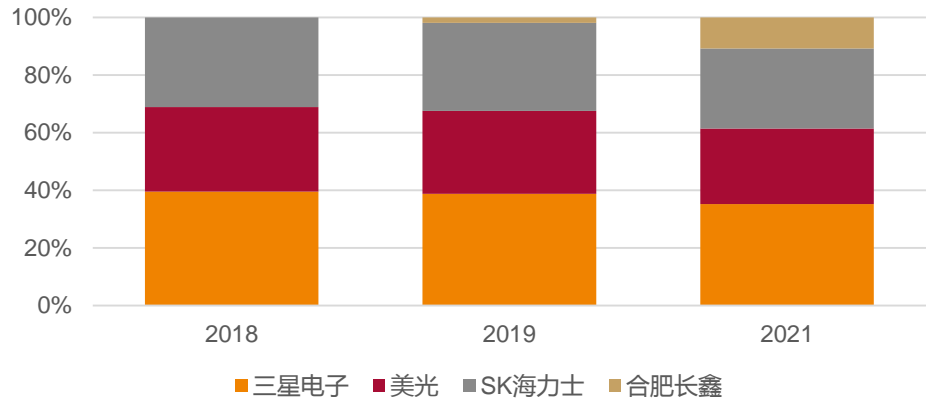
表 10：Dram 产能情况（单位：千片/月）

公司	DRAM 产能
三星电子	409
美光	304
SK 海力士	322

资料来源：eepw、天风证券研究所

Dram 的市场空间,还有很多的增量点,按照全球现有的产能规划,我们认为随着合肥长鑫的产能投入,将逐步提升市场占比,进行国产化替代。根据合肥长鑫计划显示,2019 年公司将实现单月产能 2 万片,项目投产后预计最大月产将能高达 12.5 万片,将占据世界 DRAM 市场约 8%的份额。

图 14：合肥长鑫 dram 市场份额逐步提升（假设其他厂家产能不变）



资料来源：Trendforce、天风证券研究所

4. 投资建议

我们整理了公司主要竞争对手的固定资产情况，通过比较，我们发现兆易的竞争对手都是重资产的 IDM 一体化厂商，兆易不适用于他们的估值体系，轻资产公司更适用于 PE 法进行估值。

表 11：主要竞争对手固定资产对比

代码	公司	固定资产 (亿元)
2337.TW	旺宏	41.47
2344.TW	华邦电	110.79
603986.SH	兆易创新	4.22
005930.KS	三星电子	15671.33
000660.KS	SK HYNIX	3449.62
2408.TW	南亚科	204.99

资料来源：Wind、天风证券研究所

我们挑选 A 股芯片设计公司作为比较，PE 平均值为 33X 左右，考虑到公司作为国内存储器标的稀缺龙头，国产替代诉求强烈，与圣邦股份的稀缺性一致，并且，兆易和圣邦都是国内自身设计领域的龙头，故给予与圣邦股份一致的估值 40X。

表 12：A 股芯片设计公司对比

代码	公司	2019PE 一致预测
300458.SZ	全志科技	30.49
300661.SZ	圣邦股份	40.82
603501.SH	韦尔股份	28.52
603160.SH	汇顶科技	32.57
平均值		33.1

资料来源：Wind、天风证券研究所

其中 2019 年 MCU 净利润预计 1.10 亿元，给与 40 倍估值，对应市值 44 亿元，Flash 净利润预计 5.36 亿元，对应市值 214.4 亿元，合计总市值为 258.4 亿元。

表 13：业务拆分 (亿元)

		2017A	2018E	2019E	2020E
	收入	3.11	3.72	5.38	6.90
MCU	增速		19.60%	44.74%	28.17%
	毛利率	47.77%	48.00%	48.00%	48.00%
Flash	收入	17.15	19.62	26.13	30.91

	增速		14.40%	33.16%	18.31%
	毛利率	37.61	37.00%	37.00%	37.00%
	收入	20.26	23.34	31.51	37.81
合计	增速		15.20%	35.00%	19.99%
	毛利率	39.17%	39.16%	39.16%	39.16%

资料来源：Wind、天风证券研究所整理

核心假设：

- (1) 半导体存储器价格下跌趋势得到减缓；
- (2) 公司 MCU 产品结构进一步改良，市场份额逐步提高。
- (3) 并购思立微带来良好的协同效应，且思立微不受专利诉讼影响

不考虑并购的情况下，预计公司 2018-2019 年归母净利润为 4.80/6.50/8.21 亿元，对应 EPS 分别为 1.69/2.28/2.88 元，给予买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	871.56	586.89	715.27	956.71	1,584.72	营业收入	1,488.95	2,029.71	2,334.17	3,151.12	4,017.68
应收账款	128.57	173.16	86.19	263.94	182.47	营业成本	1,091.09	1,234.85	1,420.08	1,917.11	2,444.31
预付账款	2.54	9.26	3.70	12.65	9.53	营业税金及附加	5.54	2.75	6.60	8.31	9.13
存货	406.76	627.48	792.60	1,018.00	1,154.72	营业费用	52.75	72.31	84.03	113.44	144.64
其他	25.70	33.81	25.82	28.44	29.36	管理费用	188.26	259.81	298.77	393.89	502.21
流动资产合计	1,435.13	1,430.60	1,623.58	2,279.73	2,960.81	财务费用	(24.64)	27.33	(2.17)	(3.60)	(5.47)
长期股权投资	23.80	3.87	3.87	3.87	3.87	资产减值损失	14.54	56.59	28.00	32.00	38.86
固定资产	75.53	101.54	144.49	196.69	241.44	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	18.68	62.97	73.78	92.27	85.36	投资净收益	0.67	54.24	18.43	18.43	18.43
无形资产	5.19	28.48	28.23	27.99	27.75	其他	(1.35)	(114.71)	(36.85)	(36.85)	(36.85)
其他	111.33	946.92	859.40	871.76	888.33	营业利润	162.07	436.53	517.28	708.40	902.42
非流动资产合计	234.52	1,143.77	1,109.77	1,192.58	1,246.75	营业外收入	26.28	13.89	19.71	19.96	17.85
资产总计	1,669.65	2,574.37	2,733.35	3,472.31	4,207.56	营业外支出	2.58	1.30	1.56	1.82	1.56
短期借款	0.00	44.64	0.00	0.00	0.00	利润总额	185.77	449.12	535.42	726.55	918.72
应付账款	252.46	408.32	320.38	557.56	610.26	所得税	11.07	51.58	58.90	79.92	101.06
其他	63.68	100.67	92.90	94.08	119.20	净利润	174.70	397.54	476.53	646.63	817.66
流动负债合计	316.14	553.63	413.28	651.64	729.45	少数股东损益	(1.73)	0.13	(3.37)	(3.59)	(3.35)
长期借款	0.00	183.54	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	176.43	397.42	479.89	650.22	821.01
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.62	1.40	1.69	2.28	2.88
其他	74.39	79.97	79.21	77.86	79.01						
非流动负债合计	74.39	263.51	79.21	77.86	79.01						
负债合计	390.53	817.14	492.49	729.50	808.46						
少数股东权益	0.59	0.75	(2.45)	(5.97)	(9.25)	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	100.00	202.68	284.64	284.64	284.64	成长能力					
资本公积	665.51	715.92	715.92	715.92	715.92	营业收入	25.25%	36.32%	15.00%	35.00%	27.50%
留存收益	1,164.07	1,558.89	1,958.67	2,464.15	3,123.70	营业利润	-0.63%	169.36%	18.50%	36.95%	27.39%
其他	(651.04)	(721.00)	(715.92)	(715.92)	(715.92)	归属于母公司净利润	11.82%	125.26%	20.75%	35.49%	26.27%
股东权益合计	1,279.12	1,757.24	2,240.86	2,742.81	3,399.09	获利能力					
负债和股东权益总	1,669.65	2,574.37	2,733.35	3,472.31	4,207.56	毛利率	26.72%	39.16%	39.16%	39.16%	39.16%
						净利率	11.85%	19.58%	20.56%	20.63%	20.43%
						ROE	13.80%	22.63%	21.39%	23.65%	24.09%
						ROIC	131.65%	138.80%	101.03%	93.90%	87.19%
						偿债能力					
						资产负债率	23.39%	31.74%	18.02%	21.01%	19.21%
						净负债率	-7.08%	-27.37%	0.09%	-8.12%	-6.68%
						流动比率	4.54	2.58	3.93	3.50	4.06
						速动比率	3.25	1.45	2.01	1.94	2.48
						营运能力					
						应收账款周转率	11.26	13.45	18.00	18.00	18.00
						存货周转率	4.75	3.93	3.29	3.48	3.70
						总资产周转率	1.16	0.96	0.88	1.02	1.05
						每股指标(元)					
						每股收益	0.62	1.40	1.69	2.28	2.88
						每股经营现金流	0.29	0.69	1.37	1.56	2.86
						每股净资产	4.49	6.17	7.88	9.66	11.97
						估值比率					
						市盈率	117.49	52.16	43.19	31.88	25.25
						市净率	16.21	11.80	9.24	7.54	6.08
						EV/EBITDA	103.75	64.99	36.72	26.45	20.07
						EV/EBIT	122.35	69.40	37.18	26.81	20.34

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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