

2019年11月01日

兆易创新 (603986.SH)

## 三季度快速增长，厚积薄发值得期待

■事件：2019年10月30日，公司发布了2019年第三季度业绩报告。公司前三季度实现营业收入22.04亿元，同比增长28.04%；实现归母净利润4.5亿元，同比增长22.42%；扣非归母净利润3.95亿元，同比增长15.46%

■公司第三季度业绩迅猛增长超预期。公司2019年Q3单季度实现营收10.02亿元，同比增长62.9%；归母净利润2.63亿元，同比增长99.24%；公司第三季度毛利率40.58%，同比增长1.2个百分点；净利率26.13%，同比增长4.68个百分点。公司第三季度的营收同比大幅增长，主要得益于新客户拓展导致的存储芯片销量增长，和美元对人民币汇率增长带来的收益。

■NorFlash底部已现，公司业绩增长有望保持。2019年NorFlash价格下跌趋势放缓，目前行业供应端去库存迅速，并且在TWS耳机等可穿戴产品需求大幅增长和5G基站建设加速的拉动下，预计2020-2023年NorFlash的需求将明显回升，NorFlash价格也将上涨。公司作为NorFlash的领先企业，针对物联网、可穿戴、消费类推出了业界最小封装1.5mm x 1.5mm USON8低功耗宽电压产品线；并且目前55nm开发进展顺利，预计2019年Q4将进行量产。受益于NorFlash下游需求的持续扩张，预计公司能进一步占据市场份额，保持业绩的高增长。

■布局DRAM行业，提升未来发展空间。2019年9月，公司和合肥长鑫合作的合肥12英寸晶圆存储器研发项目宣布投产，根据公开信息，预计2019年底月产能能达到2万片/月，这是国内DRAM领域的重大突破。同时，公司在2019年加大了对DRAM芯片研发及产业化项目的投入。目前国内DRAM需求量大，但自给率非常低。在国产替代的趋势下，预计未来我国DRAM市场规模将进一步扩张。公司在DRAM行业的布局具有前瞻性，预计未来DRAM产业将成为公司业绩的增长点。

■投资建议：我们预计公司2019年-2021年的收入分别为32.5亿元、42.1亿元、50.9亿元，净利润增速分别为70.5%、34.4%、18.8%，成长性突出；给予买入-A的投资评级。

■风险提示：存储产品价格波动、公司新产品研发进度不达预期

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,029.7	2,245.8	3,251.4	4,212.6	5,088.0
净利润	397.4	405.0	690.8	928.6	1,102.9
每股收益(元)	1.24	1.26	2.15	2.89	3.43
每股净资产(元)	5.47	5.91	8.41	11.09	13.57

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
-------	------	------	-------	-------	-------

## 公司快报

证券研究报告

半导体

投资评级 **买入-A**

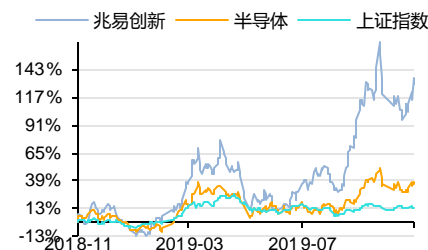
维持评级

股价 (2019-10-31) **153.93 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	49,430.24
流通市值(百万元)	43,572.38
总股本(百万股)	321.12
流通股本(百万股)	283.07
12个月价格区间	58.48/180.29 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.06	57.51	111.57
绝对收益	5.88	57.39	124.11

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001  
maliang2@essence.com.cn  
021-35082935

### 相关报告

- 兆易创新: Nor Flash “V”型反转, 拟收购思立微扩 2019-04-04
- 物联网蓝图/孙远峰
- 兆易创新: 产品结构持续优化, 技术驱动未来成长/孙远峰 2018-08-26

市盈率(倍)	129.2	126.7	74.3	55.3	46.5
市净率(倍)	29.2	27.1	19.0	14.4	11.8
净利润率	19.6%	18.0%	21.2%	22.0%	21.7%
净资产收益率	22.6%	21.3%	25.6%	26.1%	25.3%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
ROIC	138.8%	80.3%	119.1%	96.2%	122.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,029.7	2,245.8	3,251.4	4,212.6	5,088.0	成长性					
减:营业成本	1,234.9	1,386.8	1,940.1	2,487.1	3,023.3	营业收入增长率	36.3%	10.6%	44.8%	29.6%	20.8%
营业税费	2.8	11.2	10.9	24.4	33.1	营业利润增长率	169.4%	-4.4%	113.2%	22.4%	21.5%
销售费用	72.3	77.0	114.2	147.5	177.1	净利润增长率	125.3%	1.9%	70.6%	34.4%	18.8%
管理费用	259.8	126.4	229.2	388.4	465.5	EBITDA 增长率	201.5%	27.6%	47.8%	20.7%	20.8%
财务费用	27.3	-24.1	1.9	-6.6	-9.6	EBIT 增长率	233.0%	25.4%	55.4%	21.4%	21.4%
资产减值损失	56.6	73.1	80.5	96.2	84.8	NOPLAT 增长率	217.7%	-11.3%	118.7%	20.5%	20.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.4%	47.4%	49.1%	-5.4%	24.8%
投资和汇兑收益	54.2	2.6	15.3	14.0	10.6	净资产增长率	37.4%	8.0%	47.6%	32.1%	23.3%
营业利润	436.5	417.5	889.9	1,089.6	1,324.3	利润率					
加:营业外净收支	12.6	18.6	-5.4	3.4	5.5	毛利率	39.2%	38.3%	40.3%	41.0%	40.6%
利润总额	449.1	436.1	884.5	1,092.9	1,329.9	营业利润率	21.5%	18.6%	27.4%	25.9%	26.0%
减:所得税	51.6	32.1	94.2	124.4	162.9	净利润率	19.6%	18.0%	21.2%	22.0%	21.7%
净利润	397.4	405.0	690.8	928.6	1,102.9	EBITDA/营业收入	24.1%	27.8%	28.4%	26.4%	26.4%
						EBIT/营业收入	22.5%	25.6%	27.4%	25.7%	25.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	16	28	26	18	13
						流动资产周转天数	51	50	50	52	52
						流动资产周转天数	254	256	239	263	293
						应收账款周转天数	27	25	28	26	26
						存货周转天数	92	101	83	89	90
						总资产周转天数	376	436	356	355	368
						投资资本周转天数	66	90	92	83	75
						投资回报率					
						ROE	22.6%	21.3%	25.6%	26.1%	25.3%
						ROA	15.4%	14.1%	22.2%	20.4%	20.6%
						ROIC	138.8%	80.3%	119.1%	96.2%	122.2%
						费用率					
						销售费用率	3.6%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
						管理费用率	12.8%	5.6%	7.1%	9.2%	9.2%
						财务费用率	1.3%	-1.1%	0.1%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	17.7%	8.0%	10.6%	12.6%	12.4%
						偿债能力					
						资产负债率	31.7%	33.7%	21.4%	21.9%	19.6%
						负债权益比	46.5%	50.8%	27.2%	28.0%	24.4%
						流动比率	2.58	2.82	3.81	3.86	4.63
						速动比率	1.45	1.82	2.51	2.56	3.32
						利息保障倍数	16.74	-23.77	477.63	-164.78	-137.14
						分红指标					
						DPS(元)	0.25	0.25	0.50	0.61	0.74
						分红比率	20.0%	20.0%	23.4%	21.2%	21.5%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	586.9	933.9	1,260.5	2,080.3	2,792.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	173.2	136.8	366.4	253.4	492.7
应收票据	-	-	-	-	-
预付账款	9.3	12.9	8.1	22.0	17.1
存货	627.5	629.3	869.8	1,216.5	1,320.8
其他流动资产	33.8	56.4	38.6	42.9	46.0
可供出售金融资产	800.3	520.9	469.2	596.8	529.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	3.9	10.6	10.6	10.6	10.6
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	101.5	250.9	223.5	196.0	168.6
在建工程	63.0	197.8	197.8	197.8	197.8
无形资产	28.5	48.2	45.3	42.5	39.7
其他非流动资产	146.6	63.1	71.2	77.5	59.9
资产总额	2,574.4	2,860.8	3,561.0	4,736.4	5,675.1
短期债务	44.6	78.4	-	-	-
应付账款	408.3	445.4	556.5	825.6	875.2
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	100.7	103.5	111.4	111.9	133.1
长期借款	183.5	213.1	-	-	-
其他非流动负债	80.0	123.3	92.5	98.6	104.8
负债总额	817.1	963.7	760.5	1,036.1	1,113.1
少数股东权益	0.7	-	99.6	139.5	203.6
股本	202.7	284.6	321.1	321.1	321.1
留存收益	1,558.9	1,902.3	2,379.8	3,239.6	4,037.3
股东权益	1,757.2	1,897.2	2,800.5	3,700.3	4,562.0

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	397.5	404.0	690.8	928.6	1,102.9
加:折旧和摊销	39.0	61.5	30.3	30.3	30.3
资产减值准备	56.6	73.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	13.9	4.4	1.9	-6.6	-9.6
投资损失	-54.2	-2.6	-15.3	-14.0	-10.6
少数股东损益	0.1	-1.0	99.6	40.0	64.1
营运资金的变动	-329.1	198.4	-366.5	16.8	-247.1
经营活动产生现金流量	197.7	619.6	440.7	995.1	929.9
投资活动产生现金流量	-782.1	-284.8	66.2	-113.0	78.4
融资活动产生现金流量	312.9	8.0	-180.3	-62.2	-295.7

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.24	1.26	2.15	2.89	3.43
BVPS(元)	5.47	5.91	8.41	11.09	13.57
PE(X)	129.2	126.7	74.3	55.3	46.5
PB(X)	29.2	27.1	19.0	14.4	11.8
P/FCF	109.8	202.8	722.4	52.3	59.1
P/S	25.3	22.9	15.8	12.2	10.1
EV/EBITDA	65.0	26.5	53.8	43.8	35.8
CAGR(%)	34.6%	42.4%	65.4%	34.6%	42.4%
PEG	3.7	3.0	1.1	1.6	1.1
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

马良声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034