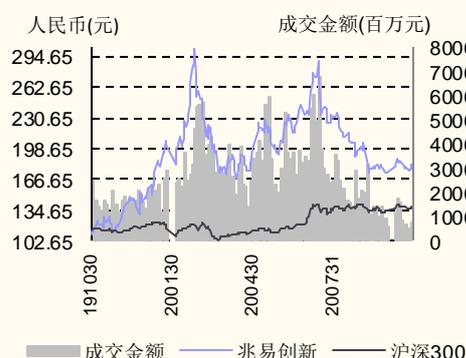


市场价格 (人民币): 177.00 元

目标价格 (人民币): 214.68 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.72
已上市流通 A 股(亿股)	4.18
总市值(亿元)	834.68
年内股价最高最低(元)	304.02/109.81
沪深 300 指数	4773
上证指数	3273



### 相关报告

1. 《兆易创新首次覆盖报告-存储微控全布局, 业绩梦想齐双飞》, 2020.9.14

## 多业务齐拉动, Q3 业绩增长超预期

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,246	3,203	4,710	7,021	9,506
营业收入增长率	10.65%	42.62%	47.05%	49.07%	35.40%
归母净利润(百万元)	405	607	909	1,317	1,834
归母净利润增长率	1.91%	49.85%	49.70%	44.94%	39.30%
摊薄每股收益(元)	1.423	1.890	1.930	2.797	3.896
每股经营性现金流净额	2.18	3.02	1.72	2.68	3.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.35%	11.61%	8.92%	12.00%	15.19%
P/E	43.80	108.39	92.70	63.96	45.91
P/B	9.35	12.59	8.27	7.67	6.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司公告前三季度实现营收和归母净利润分别为 31.74、6.73 亿元, 同比分别增长 44.02%、49.65%; Q3 单季度实现营收和归母净利润分别为 15.16、3.10 亿元, 同比分别增长 51.35%、18.12%。

### 经营分析

- **Q3 收入和净利润再创新高, 财务费用影响净利润表现。** 公司 Q3 单季度营收和净利润均创了历史新高, 其中 Q3 实现营收 15.16 亿元, 同比增长 51.35%, 而 Q3 单季度归母净利润增速显著弱于营收增速, 主要原因在于 Q3 财务费用同比增加了 8690.98 万元 (主要是美元汇率变动导致)。如果不考虑财务费用的影响, 公司归母净利润规模会更高。
- **NOR Flash 需求火爆, 长期供需持续偏紧。** 由于下游需求复苏和客户备货增加的影响, 目前公司 NOR Flash 需求旺盛, 价格由企稳回升趋势。从长期来看, NOR Flash 高发展市场有望每年带来 5 亿美元需求增量, 而产业新增产能有限, 未来价格稳中有升是大趋势。
- **自研 DRAM 业务快速推进, 竞争优势显著。** 全球 DRAM 市场规模近千亿美元, 其中利基市场规模近百亿美元。公司自研 DRAM 将于今年年底开始流片, 2021 年上半年交由长鑫存储大批量投产, 直接采用 17nm/19nm 制程, 制程较竞争对手显著领先, 有望快速提升市场份额。

### 投资建议

- 由于公司各产品销售火爆超出预期, 我们小幅上调公司 2020-2022 年盈利预测至 9.09 亿元 (+6.4%)、13.17 亿元 (+4.3%) 和 18.34 亿元 (+1.9%), eps 分别为 1.93/2.80/3.90 元, 目前股价对应 93/64/46 倍动态 PE, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 中美科技贸易摩擦愈演愈烈风险; NOR Flash 产品价格下滑风险; DRAM 产品研发进度不及预期风险; 子公司思立微无法完成业绩承诺风险; 大股东减持和近期大额限售股解禁影响股价风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,030	2,246	3,203	4,710	7,021	9,506	货币资金	587	934	1,970	3,472	3,876	4,589
增长率		10.6%	42.6%	47.1%	49.1%	35.4%	应收账款	173	137	200	219	323	430
主营业务成本	-1,235	-1,387	-1,905	-2,788	-4,142	-5,598	存货	627	629	629	917	1,362	1,840
%销售收入	60.8%	61.7%	59.5%	59.2%	59.0%	58.9%	其他流动资产	43	69	70	3,782	3,769	3,776
毛利	795	859	1,298	1,922	2,879	3,908	流动资产	1,431	1,769	2,869	8,390	9,330	10,635
%销售收入	39.2%	38.3%	40.5%	40.8%	41.0%	41.1%	%总资产	55.6%	61.8%	46.5%	74.7%	75.7%	77.4%
营业税金及附加	-3	-11	-22	-19	-28	-38	长期投资	804	532	1,008	558	658	758
%销售收入	0.1%	0.5%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	165	449	558	599	659	683
销售费用	-72	-77	-125	-217	-316	-399	%总资产	6.4%	15.7%	9.0%	5.3%	5.3%	5.0%
%销售收入	3.6%	3.4%	3.9%	4.6%	4.5%	4.2%	无形资产	45	72	1,581	1,685	1,686	1,665
管理费用	-260	-126	-171	-236	-351	-475	非流动资产	1,144	1,092	3,304	2,842	3,003	3,106
%销售收入	12.8%	5.6%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	44.4%	38.2%	53.5%	25.3%	24.3%	22.6%
研发费用	0	-208	-363	-565	-913	-1,236	<b>资产总计</b>	<b>2,574</b>	<b>2,861</b>	<b>6,174</b>	<b>11,232</b>	<b>12,333</b>	<b>13,741</b>
%销售收入	0.0%	9.3%	11.3%	12.0%	13.0%	13.0%	短期借款	45	78	10	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	460	436	617	886	1,271	1,760	应付款项	409	445	520	633	859	1,083
%销售收入	22.7%	19.4%	19.3%	18.8%	18.1%	18.5%	其他流动负债	100	104	148	210	295	378
财务费用	-27	24	26	-39	20	62	流动负债	554	627	678	843	1,154	1,461
%销售收入	1.3%	-1.1%	-0.8%	0.8%	-0.3%	-0.7%	长期贷款	184	213	82	82	82	82
资产减值损失	-57	-73	-38	0	0	0	其他长期负债	80	123	187	120	120	120
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>817</b>	<b>964</b>	<b>947</b>	<b>1,046</b>	<b>1,356</b>	<b>1,663</b>
投资收益	54	3	15	50	20	20	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,756</b>	<b>1,897</b>	<b>5,225</b>	<b>10,186</b>	<b>10,976</b>	<b>12,076</b>
%税前利润	12.1%	0.6%	2.4%	5.2%	1.4%	1.0%	其中：股本	203	285	321	471	471	471
营业利润	437	417	661	956	1,381	1,922	未分配利润	768	1,055	1,534	2,080	2,870	3,970
营业利润率	21.5%	18.6%	20.7%	20.3%	19.7%	20.2%	少数股东权益	1	0	1	1	1	1
营业外收支	13	19	-18	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,574</b>	<b>2,861</b>	<b>6,174</b>	<b>11,232</b>	<b>12,333</b>	<b>13,741</b>
税前利润	449	436	644	961	1,386	1,927	<b>比率分析</b>						
利润率	22.1%	19.4%	20.1%	20.4%	19.7%	20.3%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-52	-32	-38	-53	-69	-92	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.5%	7.4%	6.0%	5.5%	5.0%	4.8%	每股收益	1.961	1.423	1.890	1.930	2.797	3.896
净利润	398	404	605	909	1,317	1,834	每股净资产	8.666	6.665	16.275	21.636	23.314	25.652
少数股东损益	0	-1	-2	0	0	0	每股经营现金净流	0.975	2.177	3.022	1.721	2.683	3.722
归属于母公司的净利润	397	405	607	909	1,317	1,834	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.772	1.119	1.559
净利率	19.6%	18.0%	18.9%	19.3%	18.8%	19.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	22.63%	21.35%	11.61%	8.92%	12.00%	15.19%
净利润	398	404	605	909	1,317	1,834	总资产收益率	15.44%	14.16%	9.83%	8.09%	10.68%	13.35%
少数股东损益	0	-1	-2	0	0	0	投入资本收益率	20.43%	18.40%	10.84%	8.15%	10.92%	13.78%
非现金支出	96	135	151	157	191	222	<b>增长率</b>						
非经营收益	-37	-10	-45	-20	-19	-19	主营业务收入增长率	36.32%	10.65%	42.62%	47.05%	49.07%	35.40%
营运资金变动	-258	91	259	-236	-225	-285	EBIT增长率	204.03%	-5.15%	41.39%	43.59%	43.46%	38.49%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>198</b>	<b>620</b>	<b>970</b>	<b>810</b>	<b>1,263</b>	<b>1,752</b>	净利润增长率	125.26%	1.91%	49.85%	49.70%	44.94%	39.30%
资本开支	-233	-297	-276	-201	-247	-220	总资产增长率	54.19%	11.13%	115.79%	81.94%	9.80%	11.42%
投资	-569	6	-402	-3,200	-100	-100	<b>资产管理能力</b>						
其他	20	7	10	50	20	20	应收账款周转天数	17.7	16.0	16.5	15.0	15.0	15.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-782</b>	<b>-285</b>	<b>-668</b>	<b>-3,351</b>	<b>-327</b>	<b>-300</b>	存货周转天数	152.9	165.4	120.6	120.0	120.0	120.0
股权募资	121	48	1,014	4,415	0	0	应付账款周转天数	76.4	71.3	61.9	50.0	45.0	40.0
债权募资	235	54	-203	-3	0	0	固定资产周转天数	18.3	40.8	63.4	46.0	33.7	25.6
其他	-57	-90	-79	-369	-532	-739	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>300</b>	<b>12</b>	<b>731</b>	<b>4,043</b>	<b>-532</b>	<b>-739</b>	净负债/股东权益	-20.41%	-33.86%	-36.29%	-69.29%	-67.98%	-67.68%
<b>现金净流量</b>	<b>-285</b>	<b>347</b>	<b>1,033</b>	<b>1,502</b>	<b>404</b>	<b>713</b>	EBIT利息保障倍数	16.8	-18.1	-23.6	22.5	-62.5	-28.4
							资产负债率	31.74%	33.68%	15.35%	9.31%	11.00%	12.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-11-22	买入	76.96	88.00~98.00
2	2019-04-30	买入	87.14	N/A
3	2020-09-14	买入	178.90	214.68~214.68

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH