兆易创新（603986.SH）

三大业务全面启动

受益于公司主业利基型存储 NOR Flash 行业高景气，2019 年公司开启高成长。其中营收同比增长 42.6%至 32 亿元，归母净利润同比增长 49.9%至 6.07 亿元。我们认为 2019 年公司成长的核心逻辑在于自身产品/客户结构改善叠加 AIoT 引领行业供需紧张，主业量价齐升正式开启高成长。

公司 NOR Flash 产品封装形式、制程以及传输速率全面提升，竞争力大幅加强。根据年报披露，公司 NOR Flash 全线产品支持 WLCSP 封装，为物联网、穿戴式、消费类及健康监测等对电池寿命和紧凑型尺寸要求严苛的应用提供了优异的选择。此外公司接连推出 4 通道产品系列（GD25LT）和兼容 xSPI 规格的 8 通道 SPI NOR Flash 产品系列（GD25LX），传输速率大幅提升至 200 MB/s 和 400 MB/s。

MCU 在通信和工控领域有望加速放量。由于 19H1 行业需求放缓，公司 MCU 收入同比实现近 10%增值至 4.44 亿元，但是从年报披露来看，报告期内公司加大产品线升级和扩充，重点新品包括推出基于 M23 内核的 GD32E232 新品，面向如光学模块、光电转换、光纤网络、基站系统、精密仪器、工业控制和自动化系统等工业精密控制领域。我们认为后续在通信和工控领域有望加速放量。

前期我们多次强调 DRAM 有望打开公司长期成长空间，3 月 26 日公司与合肥长鑫的一系列关联交易框架协议落地，有望加速紧密合作。本次兆易创新及其子公司拟与长鑫存储技术有限公司及其子公司签署《框架采购协议》、《代工服务协议》及《产品联合开发平台合作协议》日常交易框架协议，有望推动双方在 DRAM 产品销售、代工及工程端的紧密合作.

基于目前跟踪公司月度经营情况、行业涨价因素以及疫情影响，我们调整对公司盈利预测，预计公司 2020-2022 实现营收增速 70%/40%/35%，对应 2020-2022 年营收 54.5/76.2/102.9 亿元。预计 2020-2022 年公司归母净利润增速分别为 103.4%/29.2%/33.4%，对应 2020-2022 年归母净利润 12.4/16.0/21.3 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：行业下游需求不达预期、新制程工艺进展不达预期、合肥 DRAM 项目进展不达预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,246	3,203	5,445	7,623	10,291
增长率 yoy（%）	10.6	42.6	70.0	40.0	35.0
归母净利润（百万元）	405	607	1,235	1,596	2,130
增长率 yoy（%）	1.9	49.9	103.4	29.2	33.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.26	1.89	3.85	4.97	6.63
净资产收益率（%）	21.3	11.6	19.4	20.6	21.9
P/E（倍）	195.2	130.3	64.0	49.5	37.1
P/B（倍）	41.68	15.13	12.48	10.20	8.13

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
最新收盘价	246.30
总市值(百万元)	79,070.62
总股本(百万股)	321.03
其中自由流通股(%)	88.17
30 日日均成交量(百万股)	8.83

股价走势

作者

分析师　郑震湘
执业证书编号：S0680518120002
邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com
分析师　余凌星
执业证书编号：S0680520010001
邮箱：shelingxing@gszq.com

相关研究

1、《兆易创新（603986.SH）：定增回复亮点颇多，DRAM 进展超预期》2019-12-30
2、《兆易创新（603986.SH）：量价齐升来临，Q3 大超预期!》2019-10-30
3、《兆易创新（603986.SH）：DRAM 项目大幕开启》2019-10-08

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1769	2869	4413	5758	8245
现金	934	1970	2493	3771	5002
应收票据及应收账款	103	191	309	391	555
其他应收款	34	9	64	38	100
预付账款	13	8	27	22	45
存货	629	629	1457	1474	2483
其他流动资产	56	62	62	62	62
非流动资产	1092	3304	3480	3661	3902
长期投资	11	15	17	20	23
固定资产	251	557	645	721	834
无形资产	48	253	300	356	422
其他非流动资产	782	2479	2518	2564	2623
资产总计	2861	6174	7893	9419	12147
流动负债	627	678	1278	1379	2124
短期借款	78	0	0	0	0
应付票据及应付账款	270	395	707	841	1249
其他流动负债	279	283	571	538	875
非流动负债	336	269	281	292	315
长期借款	213	82	94	105	128
其他非流动负债	123	187	187	187	187
负债合计	964	947	1558	1671	2439
少数股东权益	0	1	-4	-7	-13
股本	285	321	450	450	450
资本公积	735	3213	3085	3085	3085
留存收益	1168	1695	2648	3911	5592
归属母公司股东权益	1897	5225	6338	7756	9722
负债和股东权益	2861	6174	7893	9419	12147

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	620	967	859	1698	1715
净利润	404	605	1230	1592	2124
折旧摊销	62	110	134	162	212
财务费用	-24	-26	-51	-60	-80
投资损失	-3	-15	-18	-23	-15
营运资金变动	91	259	-435	25	-525
其他经营现金流	90	34	-0	-0	-0
投资活动现金流	-285	-668	-291	-321	-438
资本支出	297	277	173	179	238
长期投资	6	-158	-2	-3	-3
其他投资现金流	19	-550	-120	-145	-203
筹资活动现金流	8	714	-45	-99	-47
短期借款	34	-78	0	0	0
长期借款	30	-131	11	11	23
普通股增加	82	36	128	0	0
资本公积增加	19	2478	-128	0	0
其他筹资现金流	-156	-1592	-57	-110	-70
现金净增加额	347	1030	523	1278	1230

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2246	3203	5445	7623	10291
营业成本	1387	1905	3158	4437	5989
营业税金及附加	11	22	23	33	53
营业费用	77	125	188	273	369
管理费用	126	171	272	374	504
研发费用	208	363	604	861	1183
财务费用	-24	-26	-51	-60	-80
资产减值损失	73	-41	-54	0	0
其他收益	27	40	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	15	18	23	15
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	417	661	1323	1728	2287
营业外收入	21	22	21	19	21
营业外支出	2	40	12	14	17
利润总额	436	644	1333	1733	2291
所得税	32	38	103	141	167
净利润	404	605	1230	1592	2124
少数股东损益	-1	-2	-5	-3	-6
归属母公司净利润	405	607	1235	1596	2130
EBITDA	488	700	1403	1805	2375
EPS（元）	1.26	1.89	3.85	4.97	6.63

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.6	42.6	70.0	40.0	35.0
营业利润(%)	-4.4	58.5	100.1	30.5	32.4
归属于母公司净利润(%)	1.9	49.9	103.4	29.2	33.4
获利能力					
毛利率(%)	38.3	40.5	42.0	41.8	41.8
净利率(%)	18.0	18.9	22.7	20.9	20.7
ROE(%)	21.3	11.6	19.4	20.6	21.9
ROIC(%)	17.2	10.2	17.8	18.8	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	33.7	15.3	19.7	17.7	20.1
净负债比率(%)	-27.8	-33.8	-35.7	-45.4	-48.6
流动比率	2.8	4.2	3.5	4.2	3.9
速动比率	1.7	3.2	2.3	3.1	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	22.8	21.8	21.8	21.8	21.8
应付账款周转率	5.1	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.26	1.89	3.85	4.97	6.63
每股经营现金流(最新摊薄)	1.93	3.01	2.68	5.29	5.34
每股净资产(最新摊薄)	5.91	16.28	19.74	24.16	30.28
估值比率					
P/E	195.2	130.3	64.0	49.5	37.1
P/B	41.7	15.1	12.5	10.2	8.1
EV/EBITDA	225.6	155.5	77.3	59.4	44.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

三大业务全面启动.....4
主业量价齐升开启高成长.....4
MCU：产品线愈发丰富，有望加速放量.....6
DRAM：关联交易框架落地，与长鑫紧密合作.....8
投资建议.....9
风险提示.....9

图表目录

图表 1：兆易创新收入.....4
图表 2：兆易创新归母净利润.....4
图表 3：兆易创新季度收入.....4
图表 4：兆易创新季度归母净利润情况.....4
图表 5：公司季度利率情况.....5
图表 6：公司分产品毛利率情况.....5
图表 7：公司季度三费情况（百万元）.....5
图表 8：公司经营性净现金流情况.....5
图表 9：公司季度研发费用情况及占比（百万元）.....6
图表 10：研发强度持续加大.....6
图表 11：存货水平下降，绝对值基本持平，反应行业高景气（百万元）.....6
图表 12：兆易创新 MCU 营收情况（百万元）.....7
图表 13：应用兆易创新 MCU 的额温枪方案.....7
图表 14：关联交易类别及预计金额.....8
图表 15：公司持续完善存储业务布局.....8

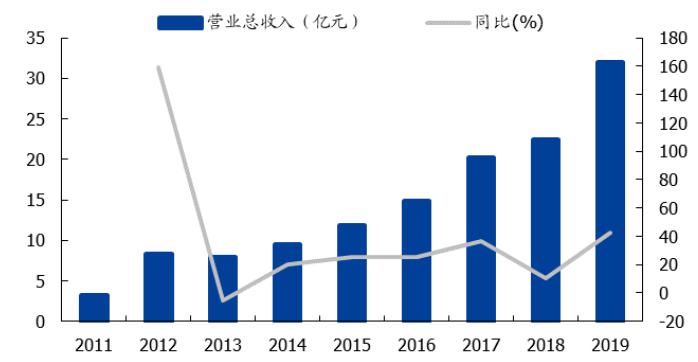
三大业务全面启动

主业量价齐升开启高成长

受益于公司主业利基型存储 NOR Flash 行业高景气，2019 年公司开启高成长。其中营收同比增长 42.6%至 32 亿元，归母净利润同比增长 49.9%至 6.07 亿元。**我们认为 2019 年公司成长的核心逻辑在于自身产品/客户结构改善叠加 AIoT 引领行业供需紧张，主业量价齐升正式开启高成长。**

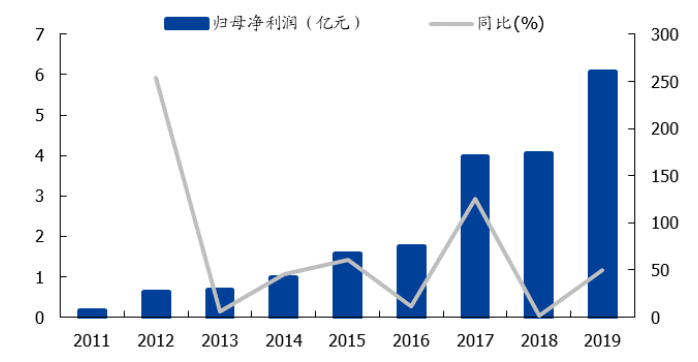
分产品来看，存储芯片同比增长 39%至 25.6 亿元，MCU 同比增长 9.7%至 4.44 亿元，思立微 6-12 月并表贡献收入 2.03 亿元。

图表 1：兆易创新收入



资料来源：wind，国盛证券研究所

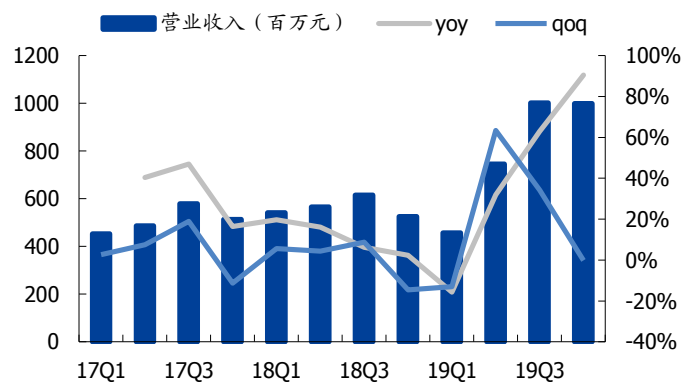
图表 2：兆易创新归母净利润



资料来源：wind，国盛证券研究所

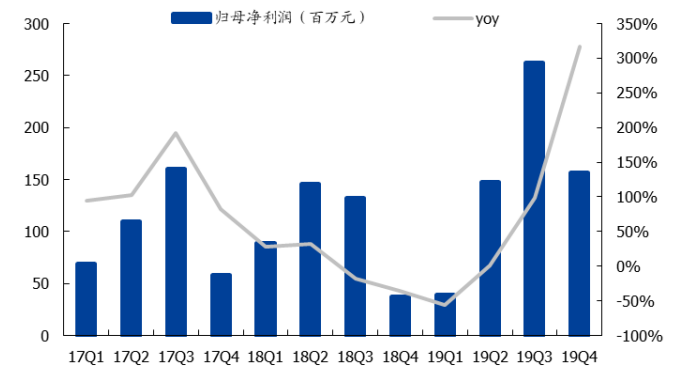
我们认为从往年情况来看 Q3 均为公司旺季，Q4 经营弱于 Q3 是正常情况，19Q4 的环比接近持平、同比大幅提升体现了价格涨幅加大以及思立微并表因素。单季度情况来看，19Q4 单季实现营收 9.99 亿元，同比大幅增长 90%、环比微幅下滑；单季度归母净利润同比增长 317%至 1.57 亿元。

图表 3：兆易创新季度收入



资料来源：wind，国盛证券研究所

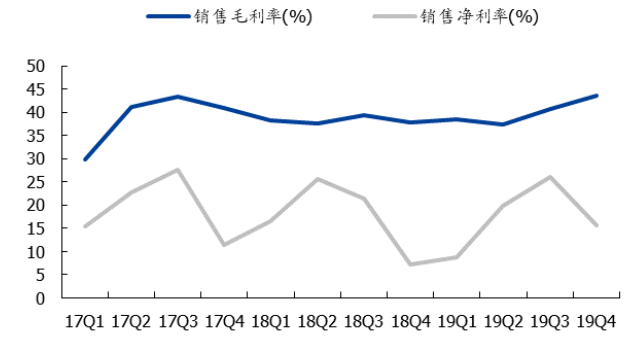
图表 4：兆易创新季度归母净利润情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

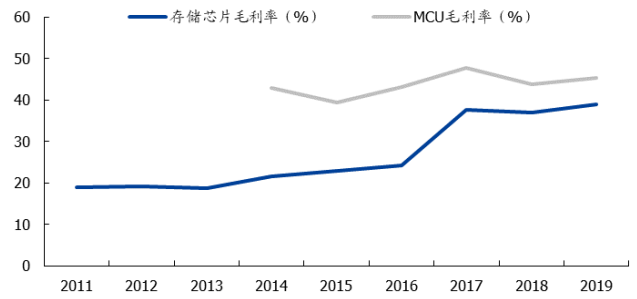
毛利率继续稳步提升，创单季度历史新高。公司 Q4 毛利率较 Q3 继续提升至 43.67%，我们认为主要是存储芯片产品结构优化和涨价所致。

图表 5：公司季度利率情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

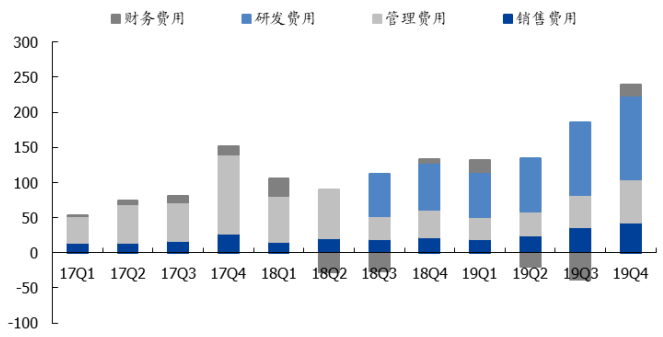
图表 6：公司分产品毛利率情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

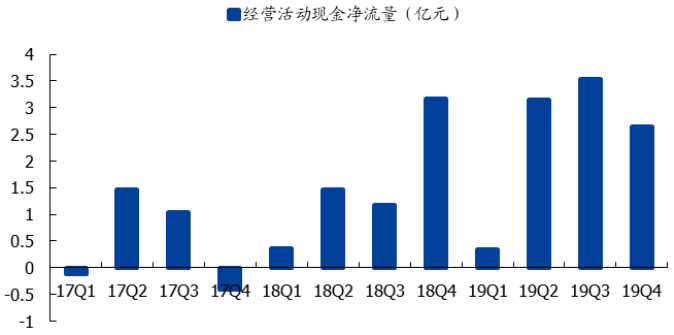
为什么 Q4 净利率大幅下降、同时净利润贴预告下限，我们认为主要系三费大幅提升和思立微未决诉讼计提预计负债所致。费用方面，公司四季度研发费用、管理费用和财务费用环比均有大幅提升，合计单季度费用近 2.4 亿元，环比提升近 9100 万元。**此外公司基于谨慎性原则针对思立微未决诉讼计提 4000 万元预计负债和营业外支出，也对当期利润产生较大幅度影响。**

图表 7：公司季度三费情况（百万元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 8：公司经营性净现金流情况

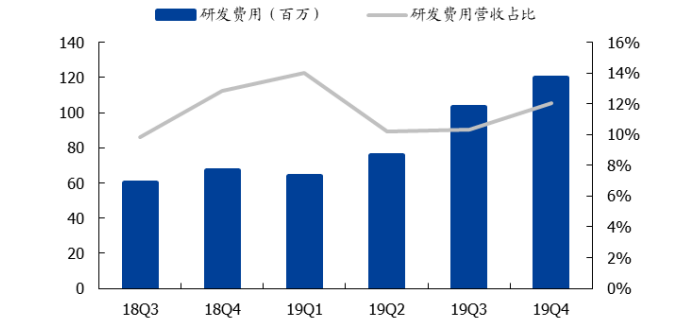


资料来源：wind，国盛证券研究所

公司经营性净现金流相当健康，同比大幅增长。公司 2019 年经营性净现金流同比大幅提升 3.48 亿元至 9.67 亿元，如果考虑到收到政府补助款较去年减少 8322 万元、员工薪酬增加流出 1.15 亿元，则公司经营性净现金流实际增幅要更好。

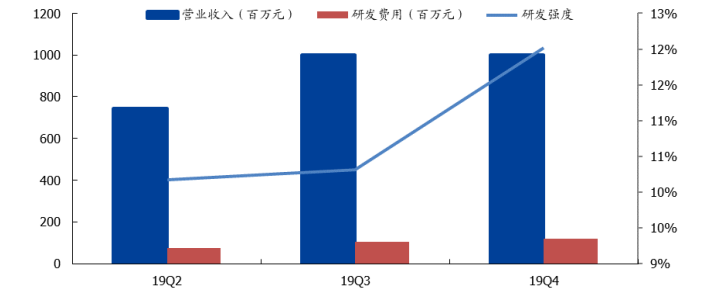
继续加大研发投入，新制程产品放量在即。公司研发费用及研发强度连续四个季度提升，2019 年公司研发投入达到 3.78 亿元，占营业收入 11.8%，相比 2018 年同期增长 64.33%。

图表 9：公司季度研发费用情况及占比（百万元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 10：研发强度持续加大

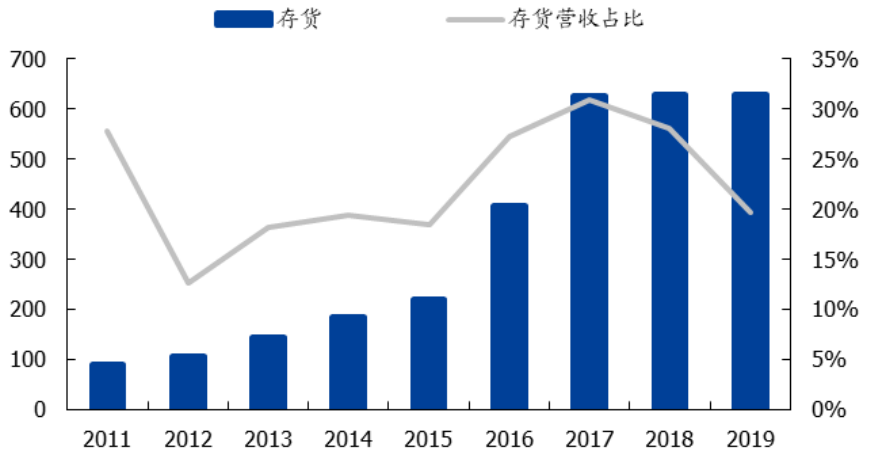


资料来源：wind，国盛证券研究所

2019 年公司 NOR Flash 产品封装形式、制程以及传输速率全面提升，竞争力大幅加强。根据年报披露，公司 NOR Flash 全线产品支持 WLCSP 封装，为物联网、穿戴式、消费类及健康监测等对电池寿命和紧凑型尺寸要求严苛的应用提供了优异的选择。此外公司接连推出 4 通道产品系列（GD25LT）和兼容 xSPI 规格的 8 通道 SPI NOR Flash 产品系列（GD25LX），传输速率大幅提升至 200 MB/s 和 400 MB/s。

更加值得期待的是制程方面的升级，目前公司工艺节点主要为 65nm，2020 年公司将在现有基础上着力推进 55nm 先进工艺节点系列产品。从我们行业跟踪来看华力微 wafer out 逐月爬升，单片 wafer 相较 65nm 能够增加 30%左右的产出，并且新制程带来 256M/512M 甚至 1Gb 新产品放量，加速切入通信、工控、汽车领域，产品组合进一步改善。

图表 11：存货水平下降，绝对值基本持平，反应行业高景气（百万元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

MCU：产品线愈发丰富，有望加速放量

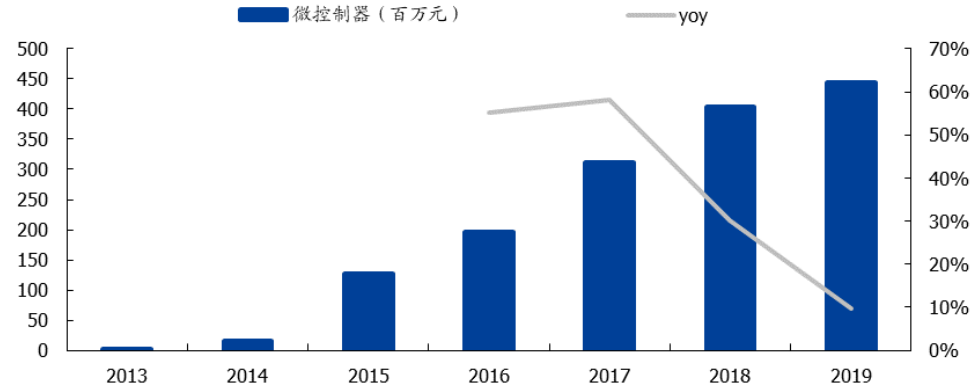
我们认为公司 MCU 产品在 2019 年产品线得到全面升级和丰富，2020 年有望在通信、工控领域加速放量。

由于 19H1 行业需求放缓，公司 MCU 收入同比实现近 10%增值至 4.44 亿元，但是从年

报披露来看，报告期内公司加大产品线升级和扩充，重点新品包括推出基于 M23 内核的 GD32E232 新品，面向如**光学模块、光电转换、光纤网络、基站系统、精密仪器、工业控制和自动化系统等工业精密控制领域。我们认为后续在通信和工控领域有望加速放量。**

此外公司还推出主频高达 108MHz 的 GD32VF103 系列全球首颗 RISC-V 内核的通用 MCU，提供完整软件包、开发套件、解决方案等完整生态支持，后续公司将利用 RISC-V 架构模块化、可配置、精简、灵活等优势来定义创新产品系列，以应对未来应用多样化、差异化的需求。

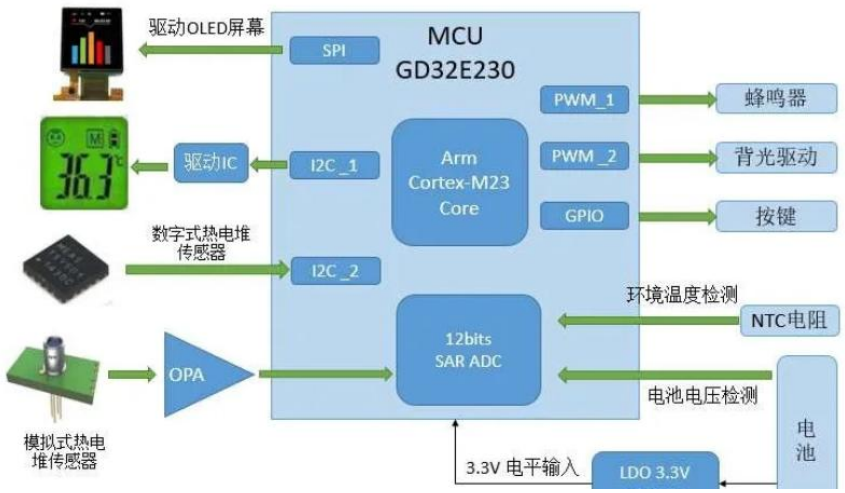
图表 12：兆易创新 MCU 营收情况（百万元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

此外，额温枪市场有望在中短期带来较大增量。根据公司官网，目前公司 GD32 系列 MCU 产品已经有成熟额温枪方案，搭载兆易创新 GD32E230 系列 MCU 的多款额温枪已量产，该系列多个型号目前对终端客户稳定供货中。

图表 13：应用兆易创新 MCU 的额温枪方案



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

在抗击疫情、需求量上涨的同时，GD32 具备了最为灵活与弹性的充足产能与稳定供货保障，更提供了红外额温枪“主控芯片+算法+解决方案“的一站式量产服务。

DRAM：关联交易框架落地，与长鑫紧密合作

前期我们多次强调 DRAM 有望打开公司长期成长空间，3 月 26 日公司与合肥长鑫的一系列关联交易框架协议落地，有望加速紧密合作。

本次兆易创新及其子公司拟与长鑫存储技术有限公司及其子公司签署《框架采购协议》、《代工服务协议》及《产品联合开发平台合作协议》日常交易框架协议，有望推动双方在 DRAM 产品销售、代工及工程端的紧密合作：

- **框架采购协议：**公司全资子公司芯技佳易微电子向长鑫全资子公司长鑫存储技术采购 DRAM 产品；
- **代工服务协议：**公司委托长鑫使用由公司或长鑫或双方共同开发的技术与制程为公司生产产品。双方将以合作方式开发新产品或新工艺生产制造，长鑫在生产制造上将给予公司重要批次的工程晶圆流片制造的最高优先级保障；
- **产品联合开发平台合作协议：**公司与长鑫双方通过开展产品联合开发平台的合作，相互协助开发多元化的 DRAM 产品，丰富双方产品线并优化长鑫存储产能配置。双方 JDP 合作包含两个平台：前端平台 Front-End Platform (FEP)与后端平台 Back-End Platform (BEP)，分别在 DRAM 产品流片前与流片后进行紧密的工程合作。

图表 14：关联交易类别及预计金额

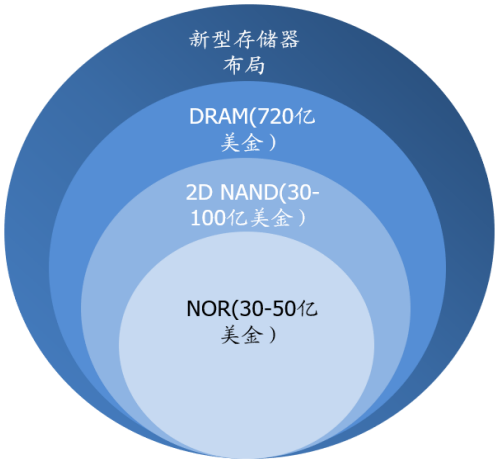
单位：万元

关联交易类别	关联人	2020年度预计金额
采购DRAM产品	长鑫存储技术（香港）有限公司	35,000
接受代工服务	长鑫存储技术有限公司	0
产品联合开发平台合作	长鑫存储技术有限公司	2,000

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

从 SRAM 起家，到 NOR、MCU、SLC NAND 以及 DRAM，不断推出和储备符合市场需求的创新型产品是公司可持续发展的动能，也是公司业绩持续增长的保障。同时，公司 Flash 芯片的下游客户与 DRAM 芯片的下游客户重合度较高，且大部分客户应用的系统架构同时包含 Flash 及 DRAM，因此公司在 Flash 领域对客户需求的精准把握、对存储技术在不同终端领域的应用及将客户需求转变为具体产品的设计经验将对 DRAM 芯片设计产生重要的支持作用。

图表 15：公司持续完善存储业务布局



资料来源：国盛证券研究所绘制

根据 2017 年 10 月 28 日兆易创新《合作协议》公告，对项目产能约定如下：项目研发及生产的 DRAM 产品优先供本公司销售并满足本公司客户的市场需求，价格参照市场行情且给予最佳优惠。**项目优先承接本公司 DRAM 产品的代工需求，为本公司设计产品的流片、生产提供支持与便利，价格参照市场行情且给予最佳优惠。**

我们预计兆易创新作为长鑫项目产业运营方，通过本次交易框架协议的落地加码 DRAM 设计研发，有望进一步深化与长鑫项目的经营合作，后续更多业务合作有望通过类似 fabless+foundry 模式展开，公司 DRAM 新业务有望享受产能保障+成本优惠+制程先进三重加持！

投资建议

基于目前跟踪公司月度经营情况、行业涨价因素以及疫情影响，我们调整对公司盈利预测，预计公司 2020-2022 实现营收增速 70%/40%/35%，对应 2020-2022 年营收 54.5/76.2/102.9 亿元。预计 2020-2022 年公司归母净利润增速分别为 103.4%/29.2%/33.4%，对应 2020-2022 年归母净利润 12.4/16.0/21.3 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

1）行业下游需求不达预期：NOR Flash 作为存储芯片具有一定周期性，受下游细分领域消费电子、通信、汽车、工控等景气度综合影响，如果行业下游需求不达预期会对芯片价格及出货量造成影响；

2）新制程工艺进展不达预期：半导体行业核心竞争力之一是制程以及工艺，如果公司 NOR 及 NAND 新制程、新工艺进展不达预期会对成本以及营收体量造成影响；

3）合肥 DRAM 项目进展不达预期：公司公告联合合肥产投进行 DRAM 产业化项目，存在进展不达预期的可能。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com