

行业景气度及公司经营有望拐点向上， 布局打造全存储与物联网方案平台 事件

19 年半年报出炉，2019 年上半年实现营收 12.02 亿元，同比增长 8.63%；归母净利润 1.87 亿元，同比减少 20.24%。

简评

一、19H1 业绩表现超预期，营收净利润迎来拐点

19H1 营收 12.02 亿元，同比增 8.63%；归母净利润 1.87 亿元，同比降 20.24%；扣非净利润 1.59 亿，同比减 27.39%。较 Q1 预测 19H1 净利润年减 50%，实际业绩大超预期。其中 Q2 单季营收 7.45 亿，同比增 31.98%，归母净利润 1.47 亿，同比增 1.43%，Q2 业绩同比情况较 Q1 改善明显，显示下游需求和公司经营回暖。

二、可穿戴需求旺盛带动 NOR Flash 增量，MCU Q2 强劲反弹

主营存储器与 MCU 营收占比分别为 82%、18%。细分看，（1）存储器：可穿戴（如 TWS 耳机）、IoT 模块需求强劲，带动 NOR Flash 在 Q2 营收环比增长约 30%，4 月营收创新高，Q3 有望持续改善且 19H2 探底企稳。技术上，55nm 新品进展顺利，预计 19Q4 量产，针对物联网/可穿戴/消费类等推出低功耗宽电压产品线，针对汽车推出符合 AEC-Q100 标准 GD25 国产车规闪存。SLC NAND 产品 24nm 进展顺利，预计 19H2 量产。（2）MCU：Q2 营收环比增长约 40%，6 月出货 1050 万颗创新高，价格下跌。技术方面，8 月成功研发出全球首颗通用 RISC-V 内核 MCU 产品，对品牌价值、海外市场开拓、自主可控等有积极意义；此外 M4 E103 系列量产，可应用指纹识别、无线充等领域，丰富产品线。（3）传感器：6 月完成思立微并表，目前已完成侧边电容传感器研发，超薄屏下光学指纹芯片/屏下指纹 CSM 模组方案正客户验证，MEMS 超声指纹传感器取得阶段性进展。

三、研发/计提减值等影响利润，新增对合肥 DRAM 项目投资

19H1 业绩超预期，与存储和 MCU 需求改善及汇兑收益有关。19H1 毛利率 37.85%，同比降 0.02pct，保持稳定；净利润同比减少 4757 万，考虑到报告期内对呆滞存货全额计提减值损失 3081 万，研发费增加 5972 万等因素，实际经营恢复更好。研发费用同比大增 74.42%，主要与研发人员涨薪/人数增加/股权激励（增加 4375 万），思立微和福瑞思并表增加折旧摊销（约 1070 万）等有关。19H1 存货较期初下降 12.4%，水位继续降低；存货周转率提升明显，应收账款周转率稳中略降。对外股权投资，新增 2 亿对合肥长鑫可转债借款投资。收购的思立微 3 年业绩承诺 3.2 亿元，截至 18 年底（第一年）已实现 29.62%。

兆易创新 (603986)

首次覆盖

买入

黄瑜

0755-82521369

huangyu@csc.com.cn

执业证书编号：S1440517100001

季清斌

0755-23953843

jiqingbin@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519080007

发布日期：2019 年 09 月 06 日

当前股价：141.90 元

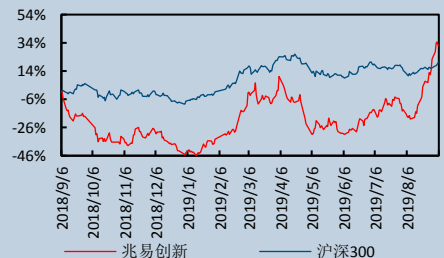
目标价格 6 个月：166.4 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	57.42/50.63	88.75/79.62	32.36/13.34
12 月最高/最低价 (元)			150.5/57.55
总股本 (万股)			32,053.86
流通 A 股 (万股)			28,248.33
总市值 (亿元)			454.84
流通市值 (亿元)			400.84
近 3 月日均成交量 (万)			597.25
主要股东			
朱一明			12.02%

股价表现



相关研究报告

四、基本面迎来积极变化，推进“存储+MCU+传感器”产业协同

公司作为国内优质的存储芯片设计企业，NOR Flash 领域国内领先，SLC NAND 逐步上量，MCU 增速较快。公司客户涵盖华为、OPPO 等一线品牌客户。中短期看，主营业务市场回暖，公司业绩有望迎来修复机会。其中，NOR Flash 在可穿戴、IoT 模块、5G 等带动下需求增长，价格也有望在 19H2 逐步企稳；MCU 业务整体市场需求稳健，目前已基本接近 18Q2 水平，19H2 有望环比增长。长期看，公司积极升级产品线，向先进制程提升，并拓展战略布局，推进产业协同，长期发展路径清晰。一方面继续深耕存储，投资合肥产投切入 DRAM 千亿美元市场，打造全存储平台；与中芯国际、华力微等供应商深度合作，确保供应链产能保障；另一方面，并购思立微，获得指纹识别和触控能力，推进“存储+MCU+传感”布局物联网领域。兆易创新以 Nor/SLC NAND 为起点，产品线上向主流 DRAM 市场延伸，下游布局物联网、5G 和汽车等需求巨大市场，发展逻辑清晰，看好长期发展，持续推荐。

五、持续推荐，给予“买入”评级

若不考虑思立微，预计 2019-2021 年兆易创新归母净利润为 4.07/5.37/7.12 亿元。考虑到思立微 2019-2021 年预计归母净利润为 1.19/1.28/1.83 亿元，预计 2019-2021 年兆易创新备考归母净利润为 5.26/6.65/8.95 亿元。考虑思立微从 6 月开始并表，则 2019-2021 年兆易创新合并后归母净利润为 4.90/6.65/8.95 亿元，EPS 为 1.53 元/2.08 元/2.79 元，对应 PE 为 94/69/52X，以 2020 年 80xPE 给予 6 个月目标价 166.4 元，给予“买入”评级。

预测和比率

基本指标	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1.264	1.530	2.076	2.792
BVPS	5.92	15.67	17.43	19.81
PE	113.93	94.10	69.35	51.55
PEG	3.77	3.11	2.29	1.70
PB	24.32	9.19	8.26	7.27
EV/EBITDA	72.94	76.11	55.67	41.15
ROE	21.35%	9.76%	11.91%	14.10%

风险提示：全球宏观经济波动影响消费需求；DRAM 项目进展不及预期；AMOLED 和 TDDI 市场技术替代导致 NOR Flash 需求不及预期；新技术替代致使屏下光学指纹需求不及预期等。

财务报表预测
利润表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2246	3134	4116	5460
营业成本	1387	1953	2564	3387
毛利	859	1181	1552	2073
%营业收入	38.3%	37.7%	37.7%	38.0%
营业税金及附加	11	16	21	27
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	77	119	148	191
%营业收入	3.4%	3.8%	3.6%	3.5%
管理费用	126	536	700	923
%营业收入	5.6%	17.1%	17.0%	16.9%
财务费用	-24	-4	-21	-22
%营业收入	-1.1%	-0.1%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	73	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	10	10	10
营业利润	598	524	714	964
%营业收入	26.6%	16.7%	17.4%	17.7%
营业外收支	19	8	8	8
利润总额	436	532	722	972
%营业收入	19.4%	17.0%	17.6%	17.8%
所得税费用	32	39	53	72
净利润	404	493	669	900
归属于母公司所有者的净利润	405.0	490.3	665.4	895.0
少数股东损益	-1	3	4	5
EPS（元/股）	1.26	1.53	2.08	2.79

现金流量表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流净额	620	243	461	684
取得投资收益收回现金	7	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	-238	-20	-20
固定资产投资	-297	-263	-102	-139
其他	13	0	0	0
投资活动现金流净额	-285	-499	-120	-157
债券融资	0	0	0	0
股权融资	48	2709	0	0
银行贷款增加（减少）	54	-478	0	0
筹资成本	91	-69	-79	-112
其他	-185	0	0	0
筹资活动现金流净额	8	2161	-79	-112
现金净流量	343	1905	262	414

资产负债表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	934	2839	3102	3516
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	137	192	252	335
存货	629	637	906	1197
预付账款	13	18	23	30
其他流动资产	56	181	235	309
流动资产合计	1769	4244	5012	6041
可供出售金融资产	521	521	521	521
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	11	19	27	35
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	253	475	514	577
无形资产	13	244	252	259
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	33	0	0	0
其他非流动资产	262	262	262	262
资产总计	2861	5765	6587	7694
短期贷款	78	0	0	0
应付款项	270	380	499	659
预收账款	20	28	37	50
应付职工薪酬	64	91	119	157
应交税费	19	24	32	43
其他流动负债	176	289	376	497
流动负债合计	627	812	1064	1405
长期借款	213	-187	-187	-187
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	8	0	0	0
其他非流动负债	115	115	115	115
负债合计	964	740	992	1333
归属于母公司所有者权益	1897	5023	5588	6349
少数股东权益	0	3	6	11
股东权益	1897	5026	5595	6360
负债及股东权益	2861	5765	6587	7694
基本指标				
EPS	1.264	1.530	2.076	2.792
BVPS	5.92	15.67	17.43	19.81
PE	113.93	94.10	69.35	51.55
PEG	3.77	3.11	2.29	1.70
PB	24.32	9.19	8.26	7.27
EV/EBITDA	72.94	76.11	55.67	41.15
ROE	21.3%	9.8%	11.9%	14.1%

分析师介绍

黄瑜：电子行业首席分析师，执业证书编号：S1440517100001。复旦大学硕士，7年电子行业研究经验。2014年新财富第二名，水晶球第一名上榜。善于挖掘长期成长型的行业与个股，2017年加入中信建投电子团队。

季清斌：电子行业分析师，执业证书编号：S1440519080007。北京大学物理学博士，半导体光电领域6年科研经验。专注于半导体、安防、LED、激光器、射频及功率器件等领域研究。2017年加入中信建投电子团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859