

兆易创新(603986)/电子
三大业务齐头并进, 业绩快速增长
评级: 买入(维持)

市场价格: 246.30

分析师: 刘翔

执业证书编号: S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

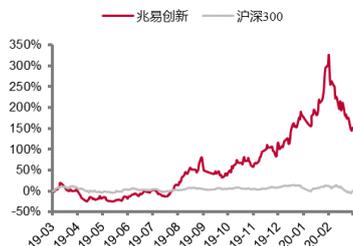
分析师: 刘尚

执业证书编号: S0740519090006

Email: liushang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	321
流通股本(百万股)	283
市价(元)	246.30
市值(亿元)	791
流通市值(亿元)	697

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1、兆易创新点评: 长鑫 DRAM 投产, 公司存储版图补上关键一环
20190923

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,246	3,203	4,391	6,033	8,305
增长率 yoy	10.64%	42.61%	37.09%	37.41%	37.66%
归母净利润(百万元)	405	607	820	1118	1545
增长率 yoy	1.91%	49.86%	35.05%	36.42%	38.22%
每股收益(元)	1.96	1.89	2.29	3.13	4.32
每股现金流量	2.18	3.01	2.02	3.18	4.25
净资产收益率	21.35%	11.61%	13.76%	15.80%	17.92%
P/E	44	108	96	71	51
PEG	22.93	2.17	2.75	1.94	1.34
P/B	9.35	12.59	13.27	11.17	9.17

备注: 采用 2020.3.26 收盘价, 不考虑定增摊薄。

投资要点

- 事件:** 公司发布 2019 年年报, 全年实现营业收入 32.03 亿元, 同比增长 42.62%; 归母净利润 6.07 亿元, 同比增长 49.85%。其中第四季度实现营业收入 9.99 亿元, 同比增长 90.46%; 归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 317.43%。
- 收入端增量来自 NOR Flash 销量提升与思立微并表。** 全年营收增量为 9.57 亿, 增速为 42.62%, 其中存储芯片收入增速为 39%, 贡献增量占比为 75%; 思立微(2019 年 6-12 月)贡献增量占比为 21%; MCU 收入增速为 10%, 贡献增量占比为 4%。2019 年 NOR Flash 下游市场如 TWS 耳机、智能穿戴、5G 小基站等领域需求持续爆发, 公司作为行业主要供给者显著受益。2019 年度公司存储芯片销量为 28.75 亿颗, 同比增长 45.57%; MCU 销量为 1.09 亿颗, 同比增长 11.60%。公司与中芯国际、华力微等晶圆大厂合作进一步加深, 同时与台积电积极接触, 保障了公司产能供给。
- 毛利率提升主要来自产品结构上移, 费用率略增来自员工薪酬增加。** 全年毛利率为 40.52%, 其中 Q4 单季毛利率为 43.67%, 为公司上市以来最高季度毛利率。具体产品来看, 存储芯片毛利率为 38.90%, 同比提升 1.86pct; MCU 毛利率为 45.38%, 同比提升 1.66pct; 思立微毛利率为 50.26%, 高于公司整体毛利率。公司在各条产品线上积极优化产品结构, 如 NOR Flash 中大容量产品占比提升、MCU 推出高性能产品系列等, 从而获得了更好的盈利能力。费用端, 销售费用率 3.90% (+0.46pct)、管理费用率 5.33% (-0.29pct), 研发费用率 11.34% (+2.08pct), 主要是公司提升了各线条的员工薪酬所致, 犹以研发投入增加最为显著。
- 三大业务方向发展良好, 市场地位进一步提升。** 业务布局分为存储、MCU 和传感器三大方向。现有存储业务分为 NOR Flash 与 NAND Flash, NOR Flash 产品方面, 公司致力于成为具有全系列 NOR Flash 产品的领导厂商, 根据 CINNO 的数据, 2019Q3 公司在 NOR Flash 市场市占率已经位居全球第三, 增速显著快于竞争对手, 并将在实现 55nm 工艺产品全面量产。NAND Flash 产品方面, 公司立足于 38nm 工艺, 产品容量覆盖 1Gb 至 8Gb 主流容量类型, 并持续投入力量研发 24nm 工艺节点。MCU 业务方面, 公司是国内 32bit MCU 产品领导厂商, 在国内 Arm Cortex-M MCU 市场 2018 年市占率仅次于意法半导体与恩智浦, 着力打造“MCU 百货商店”战略计划, 应对未来碎片化物联网应用需求。传感器业务方面, 公司收购的思立微于 2019 年相继推出超小尺

寸的 CSM 封装镜头式光学指纹产品、超薄结构光学指纹产品、LCD 屏下指纹产品、TFT 大面积屏下指纹等创新产品，竞争力进一步强化，其触控芯片全球市场份额为 11.40%，排名第四；指纹芯片全球市场份额为 9.40%，排名第三。

- **积极部署 DRAM，与长鑫存储合作即将进入收获期。**公司于 2019 年 9 月发布非公开发行股票预案，拟募集资金总额不超过人民币 43.24 亿元，用于 DRAM 芯片研发，项目实施后公司将成为国内首家覆盖全存储产品线设计能力的芯片企业，可望与公司现有产品形成良好互补，进一步提升公司的核心竞争力和行业影响力。此外公司持续推进合肥 12 英寸晶圆存储器研发项目合作，未来将与长鑫存储在 DRAM 产品方面开展销售、代工、以及工程端的多种合作模式。目前长鑫存储 12 寸晶圆厂已经投产，并于 2020 年 2 月正式发布 DDR4 系列产品，根据公告，公司预计 2020 年从长鑫存储采购 DRAM 产品的关联交易金额为 3.5 亿元。
- **维持“买入”评级。**疫情影响短期出货与需求，中长期则有利于国产替代，公司市占率有望持续提升。我们认为行业景气复苏的趋势在疫情平复之后将持续，公司业绩有望维持高增长。我们预计公司 2020~2022 年营收分别为 43.91 亿/60.33 亿/83.05 亿，归母净利润为 8.20 亿/11.18 亿/15.45 亿，维持买入评级。
- **风险提示事件：**疫情对存储需求带来负面影响；TWS 耳机销售不及预期；思立微客户开拓不及预期；DRAM 业务拓展不及预期。

利润表 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3203	4391	6033	8305
营业成本	1905	2649	3650	5036
毛利	1298	1741	2384	3270
% 营业收入	41%	40%	40%	39%
税金及附加	22	27	39	53
% 营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	125	158	217	299
% 营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	171	228	314	415
% 营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	363	483	664	914
% 营业收入	11%	11%	11%	11%
财务费用	-26	-29	-40	-57
% 营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	-41	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	40	0	0	0
投资收益	15	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	661	874	1190	1646
% 营业收入	21%	20%	20%	20%
营业外收支	-18	0	0	0
利润总额	644	874	1190	1646
% 营业收入	20%	20%	20%	20%
所得税费用	38	56	75	104
净利润	605	817	1115	1541
归属于母公司的净利润	607	820	1118	1545
少数股东损益	-2	-2	-3	-4
EPS (元/股)	1.89	2.29	3.13	4.32

现金流量表 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	967	648	1021	1365
投资	-4	-4	0	0
资本性支出	-276	-250	-43	-84
其他	-388	84	0	0
投资活动现金流净额	-668	-170	-43	-84
债权融资	0	0	0	0
股权融资	1014	1	0	0
银行贷款增加(减少)	-203	0	0	0
筹资成本	-91	-4	-4	-4
其他	-6	-87	0	0
筹资活动现金流净额	714	-91	-4	-4
现金净流量	1013	-387	974	1277

资产负债表 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1970	2357	3331	4608
交易性金融资产	18	18	18	18
应收账款及应收票据	191	199	275	377
存货	629	984	1305	1824
预付账款	8	15	19	27
其他流动资产	53	100	109	139
流动资产合计	2869	3673	5057	6993
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	15	19	19	19
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	557	807	973	1168
无形资产	225	225	225	225
商誉	1309	1309	1309	1309
递延所得税资产	63	63	63	63
其他非流动资产	1135	1052	928	818
资产总计	6174	7148	8575	10595
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	395	481	654	906
预收账款	25	36	49	68
应付职工薪酬	102	135	189	259
应交税费	22	32	43	60
其他流动负债	135	237	299	420
流动负债合计	678	921	1233	1713
长期借款	82	82	82	82
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	33	33	33	33
其他非流动负债	154	154	154	154
负债合计	947	1191	1503	1982
归属于母公司的所有者权益	5225	5959	7077	8622
少数股东权益	1	-2	-5	-9
股东权益	5226	5957	7072	8614
负债及股东权益	6174	7148	8575	10595

基本指标

	2019	2020E	2021E	2022E
EPS	1.89	2.29	3.13	4.32
BVPS	16.28	18.56	22.04	26.86
PE	108.38	96.47	70.71	51.16
PEG	2.17	2.75	1.94	1.34
PB	12.59	13.27	11.17	9.17
EV/EBITDA	87.89	101.59	73.76	52.59
ROE	12%	14%	16%	18%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所。注: 不考虑定增摊薄。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。