

投资评级 优于大市 首次覆盖

从存储龙头到加速打造 IOT 芯片平台公司

股票数据

10月17日收盘价(元)	137.72
52周股价波动(元)	57.55-181.87
总股本/流通A股(百万股)	321/283
总市值/流通市值(百万元)	44225/38984

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.4	43.0	37.1
相对涨幅(%)	-5.2	37.2	33.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 陈平

Tel: (021) 23219646

Email: cp9808@htsec.com

证书: S0850514080004

分析师: 尹苓

Tel: (021) 23154119

Email: yl11569@htsec.com

证书: S0850518100002

投资要点:

- 从“存储+MCU双轮驱动”到布局IOT平台。**公司立足已有的Flash业务和MCU业务,积极整合新加入的基于触控和指纹识别的传感器业务,推进产业整合,拓展战略布局,打造存储、控制、传感、互联、以及边缘计算的一体化解决方案来满足客户的不同需求。另外,2019H1公司继续推进与合肥产投合作的12英寸晶圆存储器研发项目。2017、2018年公司研发费用分别为1.44、2.08亿元,占收入比重分别为7.08%、9.26%。公司研发投入占收入比重较高,体现公司对研发较为重视。19Q2 NOR FLASH市场,公司市场份额为13.9%,超越Micron,位居全球第四。
- 收入与利润体量成长迅速,ROE维持在较高水平。**公司收入与利润体量整体呈现快速增长的态势,2014~2018年收入从9.47亿元增加至22.46亿元,CAGR+24.10%,归母净利润从0.98亿元增加至4.05亿元,CAGR+42.58%。从收入结构来看,2018年存储芯片业务收入18.39亿元,占收入比重约为81.9%,MCU业务收入4.05亿元,占收入比重约为18.01%,存储芯片与MCU都呈现快速增长势头。公司2018年资产负债率水平为33.68%,资产周转率0.83倍。公司2018年ROE(加权)22.25%,2014~2018年ROE(加权)始终维持在20%以上。
- 闪存、MCU、传感多业务景气向上,公司持续受益。**以穿戴设备为代表的IOT应用和以AI人工智能为代表的智能设备以及5G为代表的通讯设备的需求数量增加、容量上升,会持续带动闪存市场的增长。车载市场触摸屏的占比增加,医疗器械对MCU的需求增加以及MCU价格的下降驱动MCU市场增长。2019H1公司积极推进与上海思立微电子科技有限公司的整合,实现优势互补,正在推进多款指纹产品量产导入。整体来看,闪存、MCU、传感等多业务景气向上,公司有望持续受益。
- 拟非公开发行,投入DRAM芯片研发及产业化项目。**公司拟通过非公开发行募集不超过43.24亿元,以募集资金投入DRAM芯片的研发及产业化,积极推进产业整合,加快业务发展,拓展战略布局。
- 盈利预测。**我们预测公司2019~2021年归母净利润(扣非前)分别为5.64、7.34、8.66亿元,对应EPS分别为1.76、2.29、2.70元/股。结合可比公司我们保守给予公司PE(2019)90~100x,对应每股合理价值区间158.40~176.00元。给予“优于大市”评级。
- 风险性因素。**1)收购思立微可能存在的整合风险;2)DRAM潜在的专利风险;3)研发费用上升风险;4)销售费用上升风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2030	2246	3042	3912	4622
(+/-)YoY(%)	36.3%	10.6%	35.4%	28.6%	18.2%
净利润(百万元)	397	405	564	734	866
(+/-)YoY(%)	125.3%	1.9%	39.2%	30.2%	18.0%
全面摊薄EPS(元)	1.24	1.26	1.76	2.29	2.70
毛利率(%)	39.2%	38.3%	38.0%	37.8%	37.6%
净资产收益率(%)	22.6%	21.3%	11.3%	12.8%	13.1%

资料来源: 公司年报(2017-2018)、海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 从“存储+MCU 双轮驱动”到布局 IOT 芯片平台	5
1.1 中国大陆领先的闪存芯片及 MCU 设计企业	5
1.2 NOR FLASH 与 MCU 市占率位居行业前列	5
1.3 重视研发，专利覆盖完善	6
2. 收入与利润体量成长迅速，ROE 保持在较高水平	7
2.1 收入与净利润快速成长，盈利能力整体持续改善	7
2.2 ROE 维持在 20%以上，人均创收、创利、薪酬亮眼	9
3. 闪存、MCU、传感多业务景气向上，公司持续受益	10
3.1 IoT/AI/5G 长期对闪存需求数量增加、容量上升，公司有望长期受益	10
3.2 持续受益车载屏&医疗器械推动 MCU 市场增长	11
3.3 整合思立微，推进多款指纹产品量产导入	11
4. 拟非公开发行，投入 DRAM 芯片研发及产业化项目	12
4.1 拟非公开发行 43.24 亿元投入 DRAM 芯片项目并补充流动资金	12
4.2 DRAM 市场空间大、国内起步晚，打造国内领先存储器厂商	12
5. 盈利预测与估值	13
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1	公司行业地位.....	5
图 2	公司 19Q2 NOR FLASH 收入位居全球第四.....	6
图 3	公司推出 GD32V 系列 RISC-V 内核 32 位通用 MCU 产品.....	6
图 4	公司总人数以及技术人员人数扩张迅速（个）.....	7
图 5	公司 2017、2018 年研发费用及占收入比重.....	7
图 6	公司收入、归母净利润保持快速增长势头.....	8
图 7	公司 2016-2018 收入构成（百万元）.....	8
图 8	公司 2014-2018 整体毛利率与净利率水平.....	8
图 9	公司 2016-2018 存储芯片、MCU 毛利率水平.....	8
图 10	公司 2014-2018 经营性现金流与归母净利润比较.....	8
图 11	公司 2014-2018 资产结构.....	8
图 12	公司 2014-2018 资产负债率与资产周转率水平.....	9
图 13	公司 2014-2018 加权 ROE 水平.....	9
图 14	公司 2015-2018 人均创收及创利水平.....	9
图 15	公司 2014-2018 人均薪酬水平（万元）.....	9
图 16	公司 2016-2018 期间费用率水平.....	9
图 17	公司 2016-2018 股份支付率水平.....	9
图 18	2018 年独立存储器市场构成.....	10
图 19	MCU 市场规模.....	11
图 20	思立微近年所获奖励.....	12
图 21	中国 DRAM 市场规模及增长预测.....	13

表目录

表 1	募投项目情况.....	12
表 2	公司存储芯片业务增长预测.....	14
表 3	公司 MCU 业务增长预测.....	14
表 4	思立微业务增长预测.....	14
表 5	公司整体分业务预测.....	15
表 6	A 股可比公司 PE（2019）.....	15
表 7	A 股可比公司 PB（2019）.....	16

1. 从“存储+MCU 双轮驱动”到布局 IOT 芯片平台

1.1 中国大陆领先的闪存芯片及 MCU 设计企业

北京兆易创新科技股份有限公司，成立于 2005 年 4 月，是一家以中国为总部的全球化芯片设计公司。公司致力于各类存储器、控制器及周边产品的设计研发，已通过 DQS ISO 9001 及 ISO 14001 等管理体系的认证，研发人员占全员比例 55%，在上海、合肥、中国香港设有全资子公司，在深圳设有分公司，在中国台湾地区设有办事处。公司核心管理团队由来自世界各地的高级管理人员组成，每位都曾在硅谷、韩国、中国台湾等各地著名 IC 企业工作多年，有着丰富的研发及管理经验。2018 年公司实现营业收入 22.46 亿元，归母净利润 4.05 亿元。

公司作为 IC 设计企业，自成立以来一直采取 Fabless 模式，专注于集成电路设计及最终销售环节，将晶圆制造、封装和测试等环节外包给专门的晶圆代工、封装及测试厂商。公司是目前中国大陆领先的闪存芯片设计企业。据公司 19 年中报援引 TrendForce 数据统计，按营业收入计算，公司 2018 年保持中国 IC 设计行业收入排名前十。

公司产品为 NOR Flash、NAND Flash 及 MCU，广泛应用于手持移动终端、消费类电子产品、个人电脑及周边、网络、电信设备、医疗设备、办公设备、汽车电子及工业控制设备各个领域。凭借出众的成绩，公司产品在 2010、2011 及 2012 连续三年被工信部授予“‘中国芯’最佳市场表现奖”，企业被依次评为“重大科技成果产业化突出单位”、“创新型试点企业”。公司与多家世界知名晶圆厂、封装测试厂结成战略合作伙伴关系，确保产品的产能及质量，最大限度维护客户的利益。

图1 公司行业地位

- SPI NOR Flash代码闪存领域顶尖的Fabless供应商；国内本领域的**龙头企业**
- **全球首家**推出8-Pin SPI NAND Flash闪存产品
- 中国高性能通用MCU领域的**领跑者**
- **中国大陆首家**推出ARM® Cortex®-M3/M4内核通用MCU产品
- 中国串行闪存行业标准的**发起者与起草者**

资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司立足已有的 Flash 业务和 MCU 业务，积极整合新加入的基于触控和指纹识别的传感器业务，推进产业整合，拓展战略布局，打造存储、控制、传感、互联、以及边缘计算的一体化解决方案来满足客户的不同需求。2019 年 5 月 31 日，思立微股权过户手续及相关工商变更登记完成，标志着兆易收购思立微 100% 股权的重大资产重组项目正式完成。另外，2019H1 公司继续推进与合肥产投合作的 12 英寸晶圆存储器研发项目。

1.2 NOR FLASH 与 MCU 市占率位居行业前列

NOR Flash 即代码型闪存芯片，主要用来存储代码及部分数据。公司 NOR Flash 产品广泛应用于 PC 主板、数字机顶盒、路由器、家庭网关、安防监控产品、智能家电产品、汽车等。

NAND Flash 即数据型闪存芯片，大容量 NAND Flash 主要为 MLC、TLC 2D NAND 或最新的 3D NAND，擦写次数几百次至数千次，多应用于大容量数据存储；小容量

NAND Flash 主要是 SLC 2D NAND，擦写次数数万次以上。公司 NAND Flash 产品属于 SLC NAND，广泛应用于网络通讯、语音存储、智能电视、工业控制、机顶盒、打印机、穿戴式设备等。

公司微控制器产品 (Micro Control Unit, 简称 MCU) 主要为基于 ARM Cortex-M 系列 32 位通用 MCU 产品。GD32 作为中国 32 位通用 MCU 领域的主流产品，以 20 个系列 300 余款产品选择，覆盖率稳居市场前列，产品广泛应用于工业和消费类嵌入式市场，适用于工业自动化、人机界面、电机控制、安防监控、智能家居家电及物联网等领域。

公司是目前中国大陆领先的闪存芯片设计企业。据公司 2018 年年报援引 TrendForce 数据统计，按营业收入计算，公司进入 2017 年中国 IC 设计行业收入排名前十。依据公司 2018 年年报援引 Web-Foot Research 数据，2017 年公司闪存产品全球销售额排名第十位。在 NOR Flash 市场，公司的全球销售额排名为第五位，市场占有率为 10.5%，前四位分别为美光、旺宏电子、赛普拉斯半导体和华邦电子。在串行 NOR Flash 产品市场，公司全球销售额排名为第三位，前二位分别为华邦电子、旺宏电子。

根据网易援引自 CINNO RESEARCH 的数据，19Q2 NOR FLASH 市场，公司市场份额为 13.9%，超越 Micron，位居全球第四。

图2 公司 19Q2 NOR FLASH 收入位居全球第四

2019Q2 NOR Flash Market Revenue Ranking					
No.	Maker	Q1'19	Q2'19	Q2'19 M.S.	QoQ%
1	Wibond	113	129	23.4%	14%
2	Macronix	116	127	23.2%	9.5%
3	Cypress	127	101	18.3%	-20.7%
4	GigaDevice	53	77	13.9%	45.1%
5	Micron	90	60	10.9%	-33.3%
6	ISSI	12	12	2.3%	5.4%
7	ESMT	9	10	1.8%	14.6%
	Others	31	34	6.2%	9.6%
	Total	550	550	100.0%	-0.1%

资料来源：网易援引自 CINNO RESEARCH，海通证券研究所

图3 公司推出 GD32V 系列 RISC-V 内核 32 位通用 MCU 产品

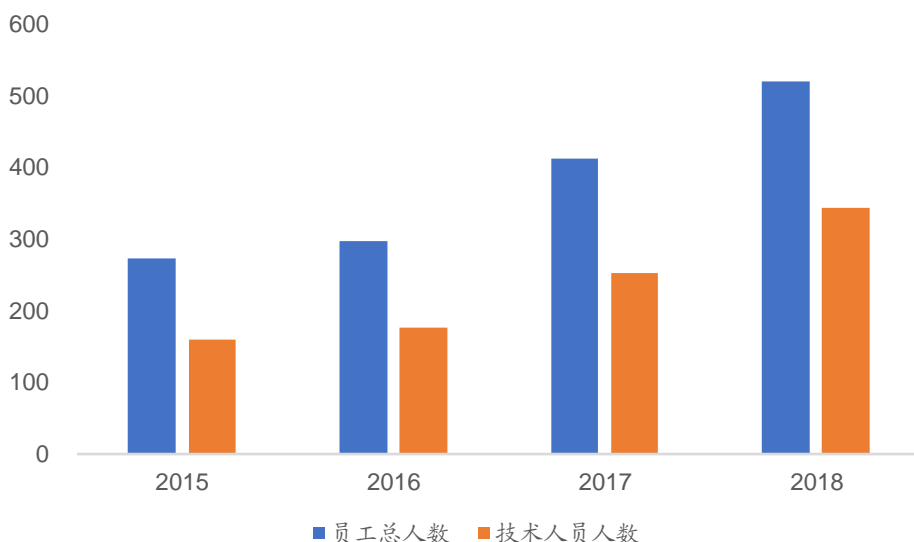


资料来源：公司网站，海通证券研究所

1.3 重视研发，专利覆盖完善

公司汇集和培养了一批在半导体存储器领域尤其是技术、产品和管理领域的优秀人才。技术研发核心成员来自清华、北大、复旦、中科院等国内微电子领域顶尖院所，主要年龄分布在 80 后。公司技术人员中，硕士及以上学历占比超过 60%，主要年龄在 35 岁以内（占比达 75%），处于具备创造力和精力的良好阶段。同时，公司引进在国际先进公司有丰富经验的专业人才，跟踪最先进技术发展方向，保证公司技术产品的先进性。公司主要管理技术团队来自美国、加拿大、韩国、中国台湾等国家和地区，具备在国际先进产业地区和公司任职多年的经验和先进经营管理理念，保证了公司运营的规范性、前瞻性。

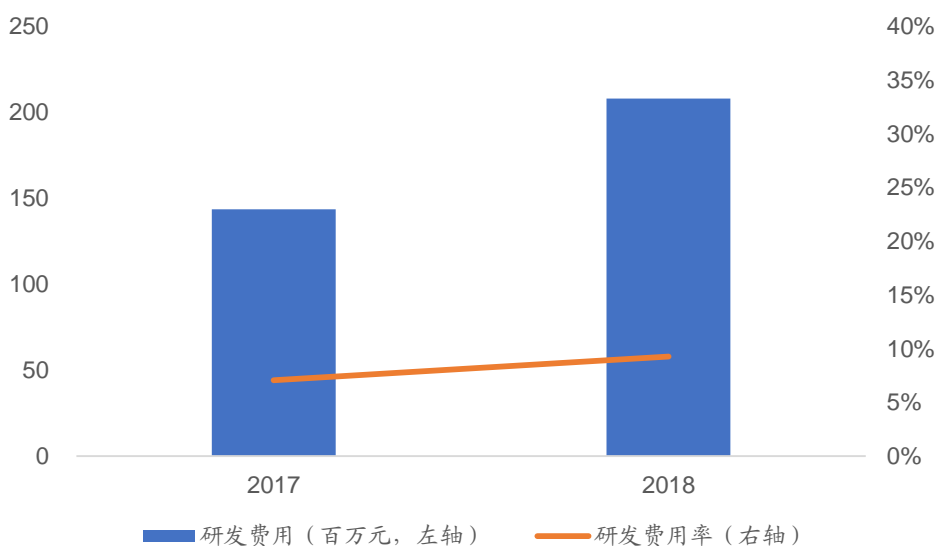
图4 公司总人数以及技术人员人数扩张迅速 (个)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2017、2018 年公司研发费用分别为 1.44、2.08 亿元, 研发总支出 (考虑资本化部分) 分别为 1.67、2.30 亿元, 占收入比重分别为 8.23%、10.24%。公司研发投入占收入比重较高, 体现公司对研发较为重视。

图5 公司 2017、2018 年研发费用及占收入比重



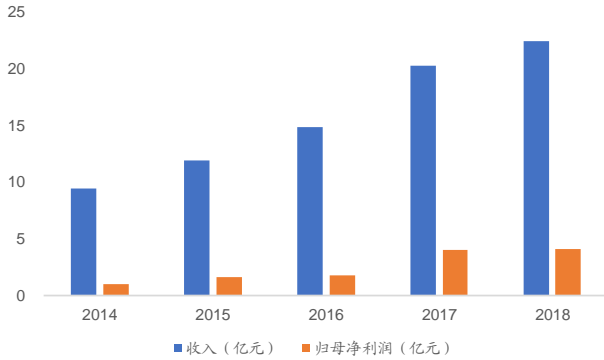
资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司多年技术研发不仅推出了具备技术、成本优势的全系列产品, 而且积累了大量的知识产权。截止 2018 年末, 公司已申请 841 项专利, 获得 355 项专利, 其中 2018 年新申请专利 123 项, 新获得专利 94 项, 2018 年新获专利占比达 26.48%。此外, 公司还拥有集成电路布图设计权 8 项, 软件著作权 19 项。上述专利涵盖 NOR Flash、NAND Flash、MCU 等芯片关键技术领域, 体现了公司在技术研发上的领先地位。

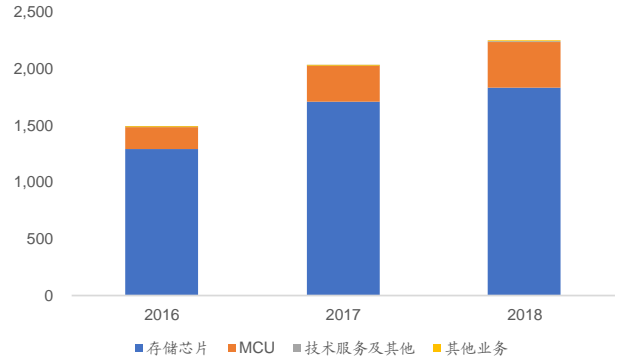
2. 收入与利润体量成长迅速, ROE 保持在较高水平

2.1 收入与净利润快速成长, 盈利能力整体持续改善

公司收入与利润体量整体呈现快速增长的态势，2014~2018 年收入从 9.47 亿元增加至 22.46 亿元，CAGR+24.10%，归母净利润从 0.98 亿元增加至 4.05 亿元，CAGR+42.58%。从收入结构来看，2018 年存储芯片业务收入 18.39 亿元，占收入比重约为 81.9%，MCU 业务收入 4.05 亿元，占收入比重约为 18.01%，存储芯片与 MCU 都呈现快速增长势头。

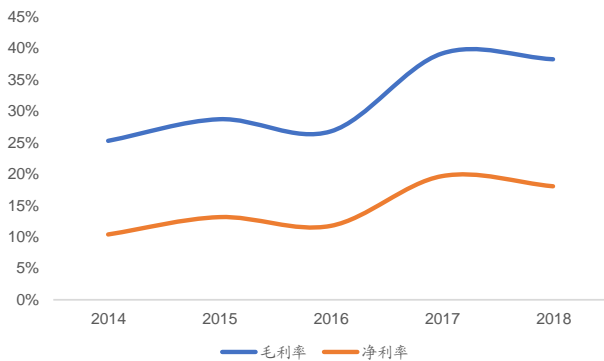
图6 公司收入、归母净利润保持快速增长势头


资料来源: wind, 海通证券研究所

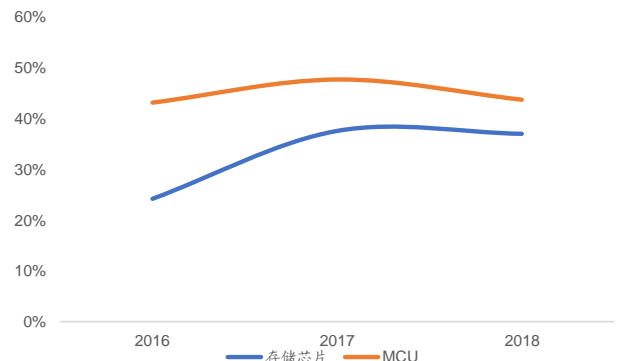
图7 公司 2016-2018 收入构成 (百万元)


资料来源: wind, 海通证券研究所

公司 2018 年毛利率 38.3%，归母净利率 18.0%，盈利能力 2014~2018 整体呈现上升趋势。分业务看，MCU 毛利率高于存储芯片毛利率，MCU 毛利率 2018 年始维持 40% 以上。

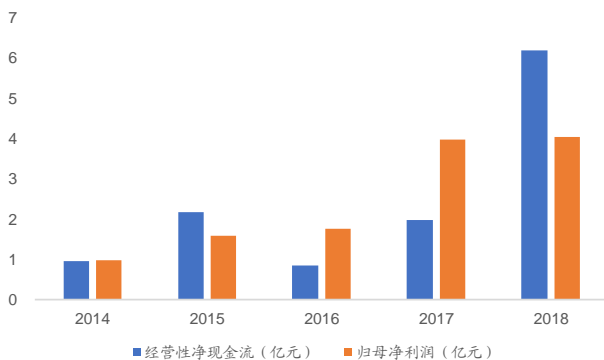
图8 公司 2014-2018 整体毛利率与净利率水平


资料来源: wind, 海通证券研究所

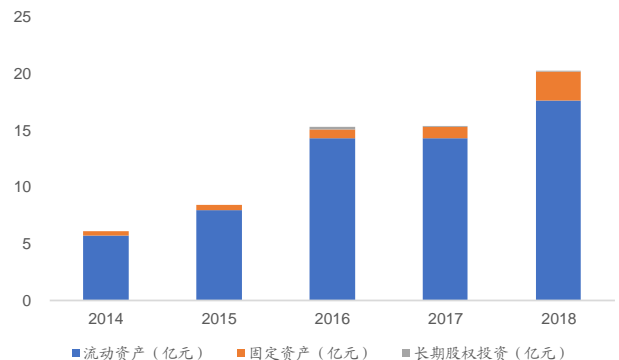
图9 公司 2016-2018 存储芯片、MCU 毛利率水平


资料来源: wind, 海通证券研究所

2018 年公司经营性净现金流 6.20 亿元，超过归母净利润水平。另外，从资产结构来看，公司作为 fabless 公司，固定资产占总资产比重比较低。

图10 公司 2014-2018 经营性现金流与归母净利润比较


资料来源: wind, 海通证券研究所

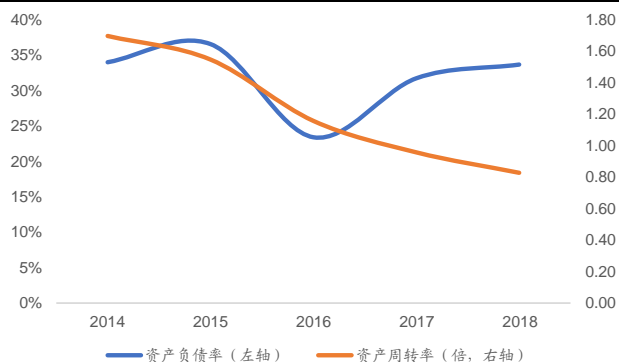
图11 公司 2014-2018 资产结构


资料来源: wind, 海通证券研究所

2.2 ROE 维持在 20%以上，人均创收、创利、薪酬亮眼

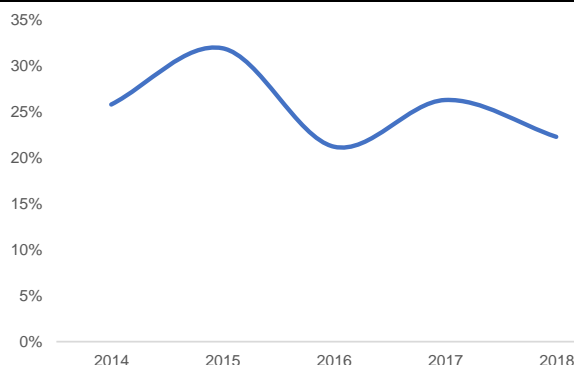
公司 2018 年资产负债率水平为 33.68%，资产周转率 0.83 倍。公司 2018 年 ROE (加权) 22.25%，2014~2018 年 ROE (加权) 始终维持在 20%以上。

图12 公司 2014-2018 资产负债率与资产周转率水平



资料来源: wind, 海通证券研究所

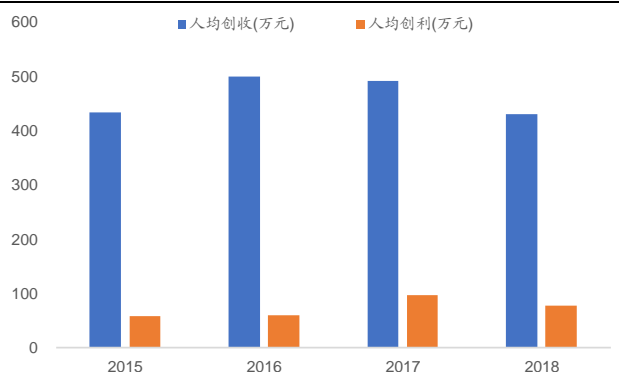
图13 公司 2014-2018 加权 ROE 水平



资料来源: wind, 海通证券研究所

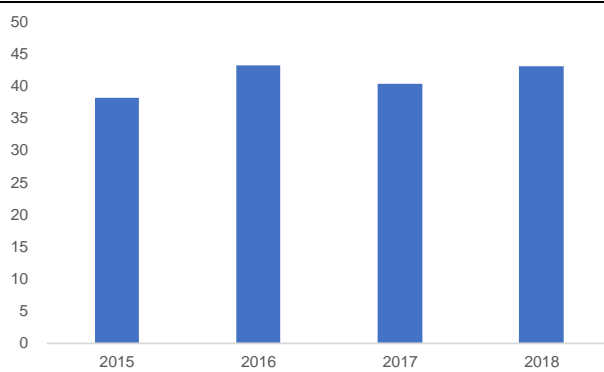
公司 2018 年人均创收 431.05 万元，人均创利 77.74 万元。人均薪酬 43.12 万元，人均薪酬水平较高。

图14 公司 2015-2018 人均创收及创利水平



资料来源: wind, 海通证券研究所

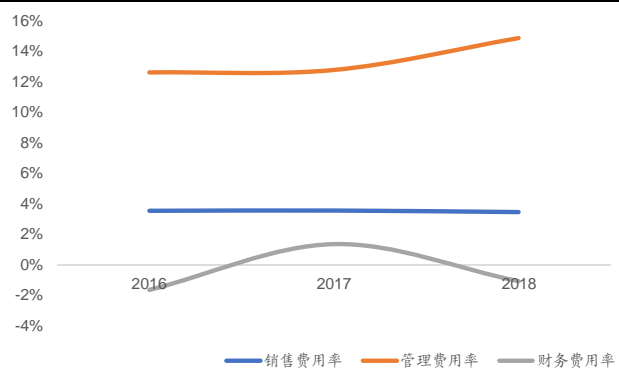
图15 公司 2014-2018 人均薪酬水平 (万元)



资料来源: wind, 海通证券研究所

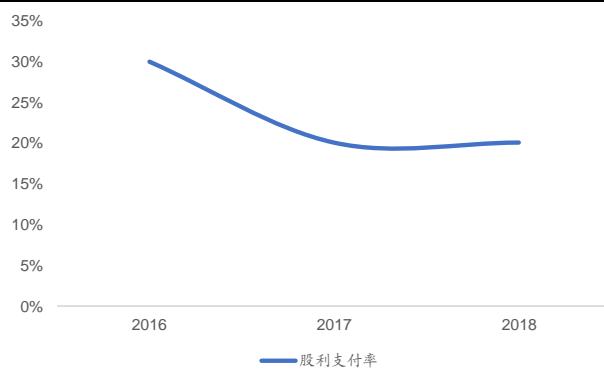
2018 年公司销售费用率 3.43%、管理费用率 14.89% (包含研发费用)。公司 2016~2018 年股份支付率分别为 30.04%、20.04%、20.05%。

图16 公司 2016-2018 期间费用率水平



资料来源: wind, 海通证券研究所

图17 公司 2016-2018 股份支付率水平



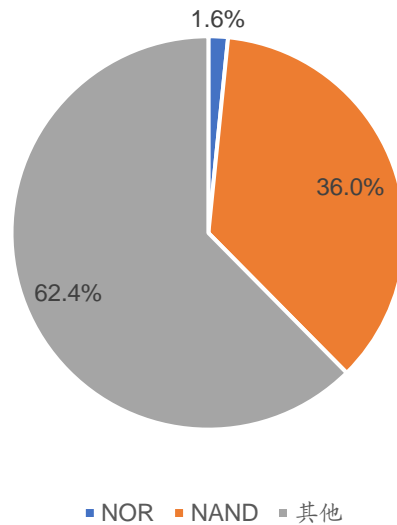
资料来源: wind, 海通证券研究所

3. 闪存、MCU、传感多业务景气向上，公司持续受益

3.1 IoT/AI/5G 长期对闪存需求数量增加、容量上升，公司有望长期受益

闪存产品市场，依据公司 2019 年半年报援引 Yole 数据，2018 年独立式存储器市场销售总额约为 1650 亿美元，其中 NOR Flash 产品的全球销售份额 1.6%，NAND Flash 产品的全球销售份额为 36%。在 NOR Flash 闪存的终端应用方面，随着更多的手机中开始配置串行 NOR Flash，尤其是智能手机中的 AMOLED 显示器，手机应用市场快速发展。物联网 (IoT)、工控应用等新兴领域也为 NOR Flash 带来了新的增长点。

图18 2018 年独立存储器市场构成



资料来源：公司 2019 年半年报援引自 Yole，海通证券研究所

展望后续，以穿戴设备为代表的 IOT 应用和以 AI 人工智能为代表的智能设备以及 5G 为代表的通讯设备的需求数量增加、容量上升，会持续带动闪存市场的增长。

公司 NOR Flash 继续保持技术和市场的领先，提供了从 512Kb 至 512Mb 的系列产品，涵盖了 NOR Flash 市场的大部分容量类型，电压涵盖 1.8V、2.5V、3.3V 以及宽电压产品，针对不同应用市场需求分别提供高性能、低功耗、高可靠性、高安全性等多个系列，产品采用领先的工艺技术节点和优化的设计，性能、成本、可靠性等在各个应用领域都具有显著优势。2019H1，公司推出全新小封装尺寸系列产品，是业界首款采用 1.5mm × 1.5mm USON8 最小封装，支持 1.65V 至 3.6V 的低功耗宽电压产品，以及全线产品支持 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。目前公司 NOR Flash 产品工艺处于行业内主流技术水平，工艺节点为 65nm。2019 年公司将在 55nm 先进技术节点推出系列产品，保持中低端市场持续竞争力，加大研发力度推进大容量、高性能、高可靠性产品，提高高端产品市场占有率，持续提高公司在 NOR Flash 市场竞争优势。2019H1，公司 NOR Flash 产品累计出货量已经超过 100 亿颗。

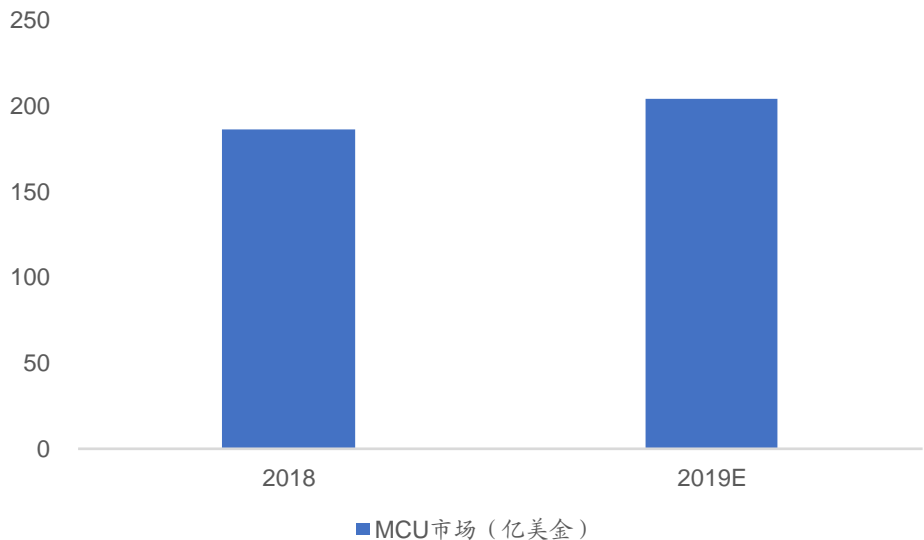
在 NAND Flash 产品方面，目前 SLC Nand 主流工艺节点在 19nm-38nm，公司成熟工艺节点为 38nm，产品容量从 1Gb 至 8Gb 覆盖主流容量类型，电压涵盖 1.8V 和 3.3V，提供传统并行接口和新型 SPI 接口两个产品系列，提供完备的高性能、高可靠性嵌入式应用 NAND Flash 产品线。公司将基于自研 NAND Flash 提供

小容量 eMMC 解决方案, 同时也将持续加强外部合作推出中高容量解决方案, 满足移动终端、智能化产品及大容量市场需求。

3.2 持续受益车载屏&医疗器械推动 MCU 市场增长

MCU 产品领域, 根据公司 2019 年半年报援引 IC insights 报告, 2018 年 MCU 全球销售额为 186 亿美元, 出货量达 306 亿颗, 预计 2019 年将保持 9% 增长率, 增长至 203.57 亿美元。根据公司 2019 年半年报援引 Maximize Market Research 报告, MCU 市场增长的主要驱动力为: 车载市场触摸屏的占比增加, 医疗器械对 MCU 的需求增加以及 MCU 价格的下降。

图19 MCU 市场规模



资料来源: 公司 2019 年半年报援引自 IC Insights, 海通证券研究所

截至 2019H1, 公司 MCU 产品累计出货数量已超过 3 亿颗, 客户数量超过 2 万家, 目前已拥有 330 余个产品型号、23 个产品系列及 11 种不同封装类型。

3.3 整合思立微, 推进多款指纹产品量产导入

电容触控芯片市场, 根据公司 2019 半年报援引中国产业信息网报道, 目前全球触控芯片全球市场规模在 20 亿美金至 25 亿美金。由于智能手机销量的增长停滞, 触控芯片整体市场将从高速增长时期转为平稳增长。车载触控面板的成长成为带动芯片需求的重要因素。根据公司 2019 半年报援引 IHS 数据, 2017 年车用触控面板出货量预计达 5000 万, 同比增加 11%, 其中电容触控屏占比过半。我们认为未来随着更多的车厂采用大尺寸触控显示屏设计, 车载触控芯片的需求也会进一步爆发式增长。

2019H1 公司积极推进与上海思立微电子科技有限公司的整合, 实现优势互补。在光学指纹传感器方面, 积极优化第一代产品并推出超薄产品, 并在大面积 TFT 产品上取得阶段性进展, 另外公司在 MEMS 超声指纹传感器研发方面也取得了阶段性进展。

根据公司投资者关系记录 0827 披露, 公司 19Q2 推出了针对侧边位置的超薄电容指纹产品和升级版的屏下光学指纹传感器, 同时也推出了芯片级别封装的屏下光学指纹模组 CSM, 这些产品目前已经进入量产导入阶段, 公司预计今年下半年

将会有相应的机型上市。另外，公司针对 5G 手机的超薄屏下光学芯片产品，也已经启动量产导入。

图20 思立微近年所获奖励



资料来源：思立微官网，海通证券研究所

4. 拟非公开发行，投入 DRAM 芯片研发及产业化项目

4.1 拟非公开发行 43.24 亿元投入 DRAM 芯片项目并补充流动资金

公司 2019 年 10 月 1 日公告《非公开发行 A 股股票预案》，公司拟发行不超过 6422 万股（占公司总股本 20%），募集资金总额（含发行费用）不超过人民币 43.24 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于 DRAM 芯片研发及产业化项目（拟投入募集资金 33.24 亿元）以及补充流动资金（拟补充流动资金 10 亿元）。

表 1 募投项目情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	DRAM 芯片研发及产业化项目	399173.60	332402.36
2	补充流动资金	100000.00	100000.00
	合计	499173.60	432402.36

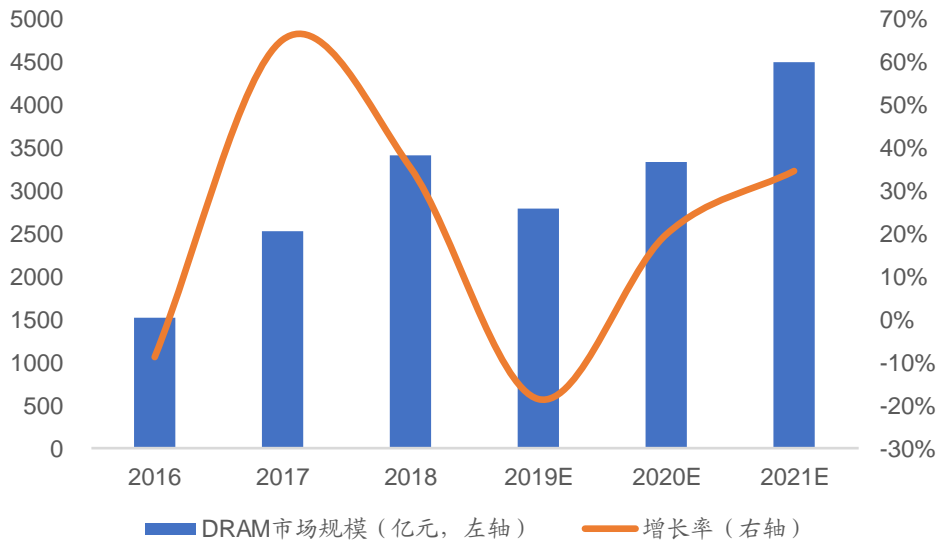
资料来源：公司非公开发行股票预案 191001，海通证券研究所

4.2 DRAM 市场空间大、国内起步晚，打造国内领先存储器厂商

DRAM 为最常见的系统内存，在服务器、计算机、手机及其他消费电子领域具有广泛的应用，具有巨大的市场空间。根据公司非公开发行股票预案 191001 援引自赛迪顾问数据，目前全球 90% 以上的手机出货量都来自中国，个人电脑、平板电脑等生产厂商也大部分将厂建在中国，2018 年各类电子产品存储器配置得到了提升，中国 DRAM 市场规模保持快速增长；此外，近几年中国数据中心建设增多，服务器使用量逐步上升，带动了服务器型 DRAM 产品的销售。2018 年，我国 DRAM 行业市场规模达到 3422.7 亿元，增长率达到 35.5%。随着 5G 时代的来临，存储的数据量将呈现指数级增长；同时，随着云计算、大数据、人工智能、物联网等新兴应用加速发展，未来市场对 DRAM 存储器的需求量仍将保持较大的增长势头。预

计至 2021 年，中国 DRAM 市场规模将达到 4505.70 亿元。综合来看，DRAM 面临良好的发展环境，整体市场前景广阔。

图21 中国 DRAM 市场规模及增长预测



资料来源：公司非公开发行股票预案 191001 援引自赛迪顾问，海通证券研究所

目前，国内厂商在 DRAM 领域处于刚起步阶段，与国际巨头具有较大差距，形成全面布局加紧追赶态势。三星、海力士、美光等企业掌握了绝大多数 DRAM 设计、工艺类相关的知识产权。从制程工艺角度来看，三星、海力士、美光已进入 10nm 级制程领域。目前，三星已量产 1Xnm 级工艺、1Ynm 级工艺，并研发成功 1Znm 级产品；海力士已量产出 1Xnm 级产品，并成功研发出 1Ynm 级产品，未来将逐步更换主力产品代际；美光目前已量产 1Xnm 级产品、1Ynm 级产品，并率先量产 1Znm 级产品。DRAM 芯片市场需求大，但对技术要求较高，需要巨额的资金投入前期的研发工作。公司拟非公开发行募集资金投入的 DRAM 项目拟采用自主研发团队，持续研发创新，并进行 1Xnm 级（19nm、17nm）工艺 DRAM 芯片的设计，确保完全独立掌握核心技术与知识产权，提升国内 DRAM 行业的整体技术水平，并设计出具有国际竞争力的下游产品，力争缩小与国际巨头差异，争取更多的行业话语权。

公司拟通过本次非公开发行，以募集资金投入 DRAM 芯片的研发及产业化，积极推进产业整合，加快业务发展，拓展战略布局。DRAM 作为集成电路领域通用芯片，产品标准化，非常适宜于迅速扩张，项目完成后，公司将掌握 DRAM 技术、具备 DRAM 产品设计能力。本次非公开发行是公司打造国内领先存储器厂商、全球领先芯片设计公司的关键战略，发行完成后，公司在存储器领域将成为覆盖 Flash、DRAM 的领军企业，公司竞争力及行业地位将得到大幅提升。

5. 盈利预测与估值

假设 1: 公司在投资者关系记录 190827 中披露“2 季度 Flash 市场，尤其是 Nor Flash 市场强劲反弹，公司营收在 4 月逐渐开始反弹，基本上在 4 月份单月营收已经创造了公司历史新高，到目前为止还是维持了逐月创新高的状态，所以目前看来本次反弹力度在 3 季度仍然能维持”以及“展望未来，Nor Flash 整个市场、SLC NAND 市场未来前景还是看好，主要是以穿戴设备为代表的 IOT 应用和以 AI 人工智能为代表的智能设备以及 5G 为代表的通讯设备的需求数量增加、容量上升。目前看 Nor Flash 市场的需求还是非常旺盛，到现在为止看到从整个供应会出现一些比较紧张的状况”，基于此，我们

预测 2019~2021 年公司存储芯片销量增长分别为 10.00%、13.00%、15.00%，单价我们判断分别增长 5.00%、3.00%、3.00%。

表 2 公司存储芯片业务增长预测

	2018	2019E	2020E	2021E	
存储芯片业务	收入 (亿元)	18.39	21.24	24.72	29.28
	yoy	7.17%	15.50%	16.39%	18.45%
	毛利率	37.04%	37.00%	37.00%	37.00%
	销量 (百万颗)	1974.75	2172.23	2454.62	2822.81
	销量变动	13.73%	10.00%	13.00%	15.00%
	单价 (元/颗)	0.93	0.98	1.01	1.04
	价格变动	-5.77%	5.00%	3.00%	3.00%

资料来源: wind, 公司投资者关系记录 190827, 海通证券研究所整理

假设 2: 公司在投资者关系记录 190827 中披露“公司 2 季度 MCU 反弹不错, 今年 2 季度相比 1 季度成长超过 40%。受中美贸易摩擦的影响, 从 2018 年第四季度到 2019 年第一季度公司很多客户有很大量的库存, 第二季度反弹的现象表明公司整个客户的库存基本上清理的差不多了。另外一个数据是公司今年 6 月份单月出货超过 1050 万颗, 是一个创记录的数字”以及“在国内以前大的企业, 相对比较排斥国产芯片, 现在因为受大的地缘政治环境影响, 现在要国产化基本上都会考虑公司的产品。”, 基于此, 我们预测 2019~2021 年 MCU 芯片销量增长分别为 20.00%、30.00%、30.00%, 单价我们判断分别增长-1.50%、-1.50%、-1.50%。

表 3 公司 MCU 业务增长预测

	2018	2019E	2020E	2021E	
MCU 业务	收入 (百万元)	4.04	4.78	6.11	7.83
	yoy	29.90%	18.20%	28.05%	28.05%
	毛利率	43.72%	43.00%	42.00%	41.00%
	销量 (万颗)	97.47	116.96	152.05	197.67
	销量变动	31.96%	20%	30%	30%
	单价 (元/颗)	4.14	4.08	4.02	3.96
	价格变动	-1.56%	-1.50%	-1.50%	-1.50%

资料来源: wind, 公司投资者关系记录 190827, 海通证券研究所整理

假设 3: 公司收购思立微完成, 2019 年 6 月开始并表。根据《公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金之独立财务顾问报告 20190509》, 思立微 2018 年 1-9 月实现营业收入 5.12 亿元, 我们年化后估计 2018 年收入为 6.83 亿元。结合公司在投资者关系记录 190827 中披露“在第二季度公司对一些重点产品进行了升级。其中推出了针对侧边位置的超窄电容指纹产品和升级版的屏下光学指纹传感器。同时, 也推出了芯片级别封装的屏下光学指纹模组 CSM。上述几个新产品目前已经进入量产导入阶段, 今年下半年将会有相应的机型上市”, 我们预测 2019~2021 年思立微收入增长分别为 10.00%、10.00%、10.00%, 毛利率分别为 37.50%、37.00%、36.50%。

表 4 思立微业务增长预测

	2018	2019E	2020E	2021E	
思立微 (2019 年 6 月并表)	收入 (亿元)	6.83	7.51	8.26	9.09
	yoy		10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	38.69%	37.50%	37.00%	36.50%

资料来源: wind, 公司投资者关系记录 190827, 海通证券研究所整理

表 5 公司整体分业务预测

		2018	2019E	2020E	2021E
存储芯片	收入 (亿元)	18.39	21.24	24.72	29.28
	Yoy	7.17%	15.50%	16.39%	18.45%
	毛利率	37.04%	37.00%	37.00%	37.00%
MCU	收入 (亿元)	4.04	4.78	6.11	7.83
	Yoy	29.90%	18.20%	28.05%	28.05%
	毛利率	43.72%	43.00%	42.00%	41.00%
技术服务及其他	收入 (亿元)	0.02	0.02	0.02	0.02
	Yoy		0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	48.18%	48.18%	48.18%	48.18%
思立微 (2019 年 6 月并表, 2019 年按其年度收入之 7/12 并入合计收入)	收入 (亿元)	6.83	7.51	8.26	9.09
	Yoy		10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率		37.50%	37.00%	36.50%
合计	收入 (亿元)	22.46	30.42	39.12	46.22
	Yoy		35.42%	28.61%	18.16%
	毛利率	38.30%	38.02%	37.79%	37.58%

资料来源: wind, 公司投资者关系记录 190827, 海通证券研究所整理

我们预测公司 2019~2021 年收入分别为 30.42、39.12、46.22 亿元, 归母净利润 (扣非前) 分别为 5.64、7.34、8.66 亿元, 对应 EPS 分别为 1.76、2.29、2.70 元/股。

公司收入以存储芯片、MCU 为主, 在 A 股并不存在业务模式、产品品类完全可比的竞争对手, 我们选取与公司产业链环节相近、均为 fabless 业务模式的 A 股典型公司以及半导体行业龙头作为可比公司, 我们选取圣邦股份、卓胜微、韦尔股份、北方华创作为公司的可比公司, 可比公司 2019 年 PE 平均水平为 121x。结合可比公司我们保守给予公司 PE (2019) 90~100x, 对应每股合理价值区间 158.40~176.00 元。同时, 我们结合 PB (2019) 估值方式, 可比公司平均 (2019) PB 19.09x, 我们保守给予公司 PB (2019) 12~15x, 对应每股合理价值区间 186.60~233.25 元。我们审慎采用 PE 方式作为公司的主要估值方法, 对应最终每股合理价值区间为 158.40~176.00 元。给予“优于大市”评级。

表 6 A 股可比公司 PE (2019)

企业	PE (x)
圣邦股份	123
卓胜微	94
韦尔股份	187
北方华创	80
平均	121

资料来源: wind, 根据 2019 年 10 月 17 日股价测算, 海通证券研究所整理

表 7 A 股可比公司 PB（2019）

企业	PB (x)
圣邦股份	18.02
卓胜微	28.12
韦尔股份	23.11
北方华创	7.10
平均	19.09

资料来源：wind，根据 2019 年 10 月 17 日股价测算，海通证券研究所整理

风险提示：1) 公司收购思立微后可能存在整合风险；2) 公司切入 DRAM 领域可能面临专利风险；3) 新产品开发可能需要大笔研发投入支撑；4) 公司多个业务处于扩张阶段，后续获取行业大客户需要较多销售费用，未来销售费用率或将上升，拖累公司短期业绩。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	2246	3042	3912	4622
每股收益	1.26	1.76	2.29	2.70	营业成本	1387	1885	2434	2885
每股净资产	5.91	15.55	17.84	20.53	毛利率%	38.3%	38.0%	37.8%	37.6%
每股经营现金流	1.93	1.73	2.20	2.79	营业税金及附加	11	15	20	23
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	77	104	134	159
P/E	49.41	78.46	60.25	51.06	营业费用率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
P/B	10.55	8.86	7.72	6.71	管理费用	126	171	220	260
P/S	17.46	14.51	11.29	9.55	管理费用率%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
EV/EBITDA	34.34	67.22	52.17	43.67	EBIT	436	584	742	867
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-24	-33	-58	-75
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.1%	-1.1%	-1.5%	-1.6%
毛利率	38.3%	38.0%	37.8%	37.6%	资产减值损失	73	10	10	10
净利润率	18.0%	18.5%	18.8%	18.7%	投资收益	3	0	0	0
净资产收益率	21.3%	11.3%	12.8%	13.1%	营业利润	417	607	790	933
资产回报率	14.2%	9.3%	10.4%	10.7%	营业外收支	19	0	0	0
投资回报率	55.1%	20.8%	23.8%	26.2%	利润总额	436	607	790	933
盈利增长 (%)					EBITDA	498	629	802	942
营业收入增长率	10.6%	35.4%	28.6%	18.2%	所得税	32	45	58	69
EBIT 增长率	-5.1%	33.8%	27.0%	16.9%	有效所得税率%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
净利润增长率	1.9%	39.2%	30.2%	18.0%	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	405	564	734	866
资产负债率	33.7%	17.9%	18.5%	18.4%					
流动比率	2.8	4.3	4.1	4.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.8	3.1	3.0	3.1	货币资金	934	2082	2527	3212
现金比率	1.5	2.8	2.6	2.8	应收账款及应收票据	103	141	176	211
经营效率指标					存货	629	822	1082	1270
应收帐款周转天数	16.0	16.9	16.5	16.7	其它流动资产	103	149	176	198
存货周转天数	165.4	159.1	162.3	160.7	流动资产合计	1769	3194	3962	4891
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	长期股权投资	11	11	11	11
固定资产周转率	12.7	8.5	7.9	8.5	固定资产	251	466	521	566
					在建工程	198	298	398	448
					无形资产	13	193	218	238
					非流动资产合计	1092	2887	3067	3182
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	2861	6080	7028	8073
净利润	405	564	734	866	短期借款	78	0	0	0
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	应付票据及应付账款	270	381	484	578
非现金支出	135	55	70	85	预收账款	20	24	33	38
非经营收益	-10	12	11	11	其它流动负债	259	346	450	532
营运资金变动	91	-74	-107	-64	流动负债合计	627	751	967	1148
经营活动现金流	620	556	706	896	长期借款	213	213	213	213
资产	-297	-1850	-250	-200	其它长期负债	123	123	123	123
投资	6	0	0	0	非流动负债合计	336	336	336	336
其他	7	0	0	0	负债总计	964	1088	1304	1484
投资活动现金流	-285	-1850	-250	-200	实收资本	285	321	321	321
债权募资	54	-78	0	0	普通股股东权益	1897	4994	5728	6594
股权募资	48	2375	0	0	少数股东权益	0	-1	-3	-5
其他	-94	146	-11	-11	负债和所有者权益合计	2861	6080	7028	8073
融资活动现金流	8	2443	-11	-11					
现金净流量	343	1148	445	685					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 17 日
 资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈平 电子行业
谢磊 电子行业
尹苓 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 精测电子, 闻泰科技, 沪电股份, 顺络电子, 海洋王, 澜起科技, 三利谱, 大族激光, 洁美科技, 卓胜微, 欣旺达, 安集科技, 博通集成, 三安光电, 至纯科技, 乐鑫科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbc6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj112245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄斌(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金珪 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦9楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com