

三季度报符合预期，NOR Flash 高景气度持续



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 公司前三季度营收 31.7 亿元, yoy+44%, 归母净利润 6.73 亿元, yoy+49.7%。其中 Q3 季度营收为 15.2 亿元, yoy+51.4%, 归母净利润 3.1 亿元, yoy+18.1%, 毛利率为 40.8%, 与前两个季度持平, 这表明公司 nor flash 等产品需求强劲, 产品价格平稳。
- **NOR Flash 高景气度持续, 自研 DRAM 进展顺利:**根据 Futuresource 的预测, 2020 年全球 TWS 真无线智能耳机出货量将达到 1.86 亿副, 同比增长约 63.1%。受益于 TWS 耳机销售旺盛, NOR Flash 产品 Q3 高景气度持续, 预计到 Q4 还是供不应求的局面。公司 NOR Flash 技术领先、产品组合丰富, 提供了从 512Kb 至 2Gb 的系列产品, 涵盖了 NOR Flash 市场的绝大部分容量类型。公司今年推出的国内首款容量高达 2Gb、高性能的 GD25/GD55 B/T/X 系列产品, 能满足汽车、工业等领域的需求, 公司 nor flash 业务有望从消费领域走向汽车、工业等领域。自研 DRAM 进展顺利, 首款面向消费类市场的 DDR3 4Gb 产品, 公司计划明年推向市场。NAND Flash 产品, 公司稳定量产业界领先性能的 38nm SLC Nand 制程产品, 并推出了 24nm 工艺节点的 NAND Flash 等新产品满足市场需求。
- **MCU 景气度高:** 公司是国内最大的 MCU 提供商, 能提供 350 余个型号、24 个产品系列及 12 种不同封装类型的 MCU, 并且公司全球首发推出基于 RISC-V 内核的 32 位通用 MCU 产品。受下游需求旺盛, 尤其是工控领域需求增长快, MCU 产品出现了供不应求的局面, 预计高景气度将会持续到 2021 年, MCU 业务收入占比有望持续提升。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 10.87、14.48、18.73 亿元 (原预测 11.95、14.49、17.56 亿元, 下调了 20 年传感器营收预测), 根据可比公司 2021 年 74 倍估值, 对应目标价 227.18 元, 维持增持评级。

风险提示

存储业务不及预期; 新品研发不及预期; 商誉减值风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,246	3,203	4,825	6,403	8,049
同比增长(%)	10.6%	42.6%	50.6%	32.7%	25.7%
营业利润(百万元)	417	661	1,141	1,525	1,977
同比增长(%)	-4.4%	58.5%	72.5%	33.6%	29.7%
归属母公司净利润(百万元)	405	607	1,087	1,448	1,873
同比增长(%)	1.9%	49.9%	79.1%	33.2%	29.4%
每股收益(元)	0.86	1.29	2.30	3.07	3.97
毛利率(%)	38.3%	40.5%	41.0%	41.5%	42.1%
净利率(%)	18.0%	18.9%	22.5%	22.6%	23.3%
净资产收益率(%)	22.2%	17.0%	13.7%	12.9%	14.9%
市盈率	206.1	137.5	76.8	57.7	44.6
市净率	44.0	16.0	7.9	7.1	6.2

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	194.7元
目标价格	227.18元
52周最高价/最低价	426.16/153.93元
总股本/流通A股(万股)	47,157/41,789
A股市值(百万元)	91,815
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2020年10月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	9.98	12.47	-15.22	22.76
相对表现	10.47	10.12	-16.06	2.10
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuajian@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514050005

香港证监会牌照: BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

一季度业绩符合预期, 存储、MCU 业务持续突破: 2020-05-04
TWS 驱动 NorFlash 需求旺盛, 公司业绩回暖: 2019-12-26

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 10.87、14.48、18.73 亿元（原预测 11.95、14.49、17.56 亿元，下调了 20 年传感器营收预测），根据可比公司 2021 年 74 倍估值，对应目标价 227.18 元，维持增持评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2020/10/30	每股收益(元)			市盈率		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
景嘉微	300474	60.55	0.58	0.89	1.27	103.66	67.71	47.65
紫光国微	002049	107.32	0.67	1.42	2.03	160.49	75.73	52.80
圣邦股份	300661	272.60	1.13	1.85	2.62	241.67	147.31	103.98
卓胜微	300782	433.75	2.76	5.19	7.06	157.04	83.63	61.46
韦尔股份	603501	198.02	0.54	2.78	3.97	367.25	71.11	49.85
澜起科技	688008	68.65	0.83	1.03	1.37	83.14	66.39	50.25
北京君正	300223	70.45	0.13	0.44	0.85	563.15	160.41	82.75
北方华创	002371	171.00	0.62	0.95	1.43	274.61	180.61	119.69
中微公司	688012	161.98	0.35	0.62	0.72	459.52	260.84	225.07
	最大值					563.15	260.84	225.07
	最小值					83.14	66.39	47.65
	平均数					267.84	123.75	88.16
	调整后平均					252.03	112.36	74.40

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

存储业务不及预期；新品研发不及预期；商誉减值风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	934	1,970	8,461	9,403	10,833	营业收入	2,246	3,203	4,825	6,403	8,049
应收票据及应收账款	103	191	241	320	402	营业成本	1,387	1,905	2,849	3,744	4,661
预付账款	13	8	12	15	19	营业税金及附加	11	22	29	38	48
存货	629	629	855	1,311	1,631	营业费用	77	125	175	226	276
其他	90	71	46	46	46	管理费用及研发费用	334	534	763	993	1,248
流动资产合计	1,769	2,869	9,614	11,095	12,932	财务费用	(24)	(26)	(46)	(83)	(95)
长期股权投资	11	15	15	15	15	资产、信用减值损失	73	38	45	90	64
固定资产	251	557	478	402	323	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	198	1	26	38	44	投资净收益	3	15	60	60	60
无形资产	13	225	237	253	273	其他	27	41	70	70	70
其他	619	2,506	1,348	1,339	1,339	营业利润	417	661	1,141	1,525	1,977
非流动资产合计	1,092	3,304	2,103	2,047	1,994	营业外收入	21	22	20	20	20
资产总计	2,861	6,174	11,717	13,142	14,926	营业外支出	2	40	5	5	5
短期借款	78	0	0	0	0	利润总额	436	644	1,156	1,540	1,992
应付票据及应付账款	270	395	564	741	922	所得税	32	38	69	92	119
其他	279	283	301	319	337	净利润	404	605	1,087	1,448	1,873
流动负债合计	627	678	865	1,060	1,259	少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
长期借款	213	82	82	82	82	归属于母公司净利润	405	607	1,087	1,448	1,873
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.86	1.29	2.30	3.07	3.97
其他	123	187	187	187	187						
非流动负债合计	336	269	269	269	269						
负债合计	964	947	1,134	1,329	1,529						
少数股东权益	0	1	1	1	1						
股本	285	321	472	472	472						
资本公积	603	3,122	7,451	7,451	7,451						
留存收益	1,168	1,695	2,660	3,890	5,474						
其他	(158)	87	0	0	0						
股东权益合计	1,897	5,226	10,583	11,813	13,397						
负债和股东权益总计	2,861	6,174	11,717	13,142	14,926						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	404	605	1,087	1,448	1,873
折旧摊销	56	111	138	146	148
财务费用	(24)	(26)	(46)	(83)	(95)
投资损失	(3)	(15)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	16	46	(130)	(434)	(271)
其它	170	247	1,107	90	64
经营活动现金流	620	967	2,095	1,107	1,659
资本支出	(345)	(384)	(85)	(90)	(95)
长期投资	273	516	0	0	0
其他	(213)	(801)	76	60	60
投资活动现金流	(285)	(668)	(9)	(30)	(35)
债权融资	29	(121)	(0)	0	0
股权融资	90	2,556	4,480	0	0
其他	(111)	(1,721)	(76)	(134)	(194)
筹资活动现金流	8	714	4,404	(134)	(194)
汇率变动影响	4	17	-0	-0	-0
现金净增加额	347	1,030	6,490	943	1,430

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	10.6%	42.6%	50.6%	32.7%	25.7%
营业利润	-4.4%	58.5%	72.5%	33.6%	29.7%
归属于母公司净利润	1.9%	49.9%	79.1%	33.2%	29.4%
获利能力					
毛利率	38.3%	40.5%	41.0%	41.5%	42.1%
净利率	18.0%	18.9%	22.5%	22.6%	23.3%
ROE	22.2%	17.0%	13.7%	12.9%	14.9%
ROIC	17.5%	15.9%	12.9%	12.0%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	33.7%	15.3%	9.7%	10.1%	10.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.82	4.23	11.12	10.47	10.27
速动比率	1.66	3.12	9.94	8.99	8.72
营运能力					
应收账款周转率	22.8	22.1	22.5	22.8	22.3
存货周转率	2.0	2.6	3.2	2.9	2.6
总资产周转率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.6
每股指标(元)					
每股收益	0.86	1.29	2.30	3.07	3.97
每股经营现金流	2.18	3.01	4.44	2.35	3.52
每股净资产	4.02	11.08	22.44	25.05	28.41
估值比率					
市盈率	206.1	137.5	76.8	57.7	44.6
市净率	44.0	16.0	7.9	7.1	6.2
EV/EBITDA	169.2	101.9	61.7	47.9	37.4
EV/EBIT	193.3	119.6	69.4	52.7	40.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

