Q3 营收大涨毛利抬升，下游升级叠加国产替代驱动长期成长

——兆易创新三季报点评

公司点评

● 公司营收净利双双大涨，毛利水平进一步抬升

公司前三季营收 31.7 亿元同比增 44%，扣非归母净利 5.8 亿元同比增 46%；Q3 单季营收 15.2 亿元同比增 51%，对应扣非归母净利 2.6 亿元同比增 12%、环比增 63%。毛利率上，前三季为 40.67%、同比升近 1.5pct; Q3 单季为 40.77%，毛利水平较 H1 进一步提升。

● Q3 业绩受益于存储、MCU 高景气

公司 Q3 营收、净利延续 H1 强劲表现，主要系存储和 MCU 下游需求的爆发。1）消费电子和汽车电子驱动 NOR 出货增长：TWS 功能复杂化使得 NOR Flash 存储升级；OLED 屏幕在手机的渗透提升，配套的外挂 NOR Flash 随之出货增长；乃至手机的 TDDI 芯片渗透增加对外挂 NOR Flash 的需求。汽车电子方面，整车电子化趋势带动单车 NOR Flash 用量和规格大幅提升。2）MCU 受益于国产替代及新品导入：H1 海外同行出货受疫情影响，公司国产替代加速进行；此外，H1 公司发布两款新品进入量产、导入客户数增加。3）DRAM 分销渠道建立，营收稳健。

● 中长期消费和汽车电子需求确定，国内收入占比有望增加

1）NOR 产品有望继续受益于 TWS 升级和 OLED 渗透，预计 2020 年 OLED 手机渗透率达 50%。汽车电子则由 ADAS 驱动 NOR 用量大幅增长。2）NAND 制程向 24nm 迈进，追赶行业主流，奠定国产替代产品力基础。3）存储和 MCU 产品，在疫情和正经局势影响下，国产客户替换国产产品的进程有望加速。4）指纹传感器和 DRAM 业务的稳步增长。

● 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 50、67、90 亿元，归母净利分别为 9.8、15.0 和 19.8 亿元，对应 EPS 分别为 2.08、3.19 和 4.20 元，最新收盘价下的 PE 分别为 87、57 和 43 倍，维持“**强烈推荐**”评级。

风险提示：海外疫情二次爆发影响销售，国内 MCU 市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,246	3,203	4,965	6,702	9,048
增长率(%)	10.6	42.6	55.0	35.0	35.0
净利润(百万元)	405	607	981	1,504	1,980
增长率(%)	1.9	49.9	61.6	53.4	31.7
毛利率(%)	38.3	40.5	43.0	45.0	45.0
净利率(%)	18.0	18.9	19.8	22.4	21.9
ROE(%)	21.3	11.6	16.1	20.2	21.4
EPS(摊薄/元)	0.86	1.29	2.08	3.19	4.20
P/E(倍)	210.9	140.8	87.1	56.8	43.1
P/B(倍)	45.0	16.3	14.0	11.5	9.2

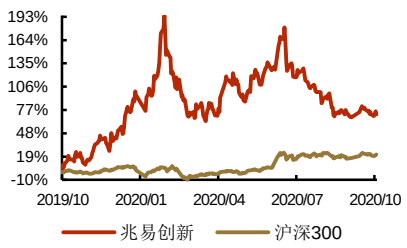
强烈推荐（维持评级）

毛正（分析师）
证书编号：S0280520050002

游凡（联系人）
证书编号：S0280120050003

市场数据	时间 2020.10.29
收盘价(元):	177.0
一年最低/最高(元):	143.68/428.18
总股本(亿股):	4.72
总市值(亿元):	834.68
流通股本(亿股):	4.18
流通市值(亿元):	739.67
近 3 月换手率:	103.37%

股价一年走势



相关报告

《H1 业绩亮眼，存储+部件双驱动受益》2020-08-25

《2019 年业绩符合预期，持续推进》2020-03-29

《2019 年业绩指引符合预期，NOR 量价齐升助推业绩爆发》2020-01-20

《Q3 业绩再超预期，行业景气上行助力业绩爆发》2019-10-30

《Q2 业绩超预期，存储周期见底未来成长可期》2019-08-28

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1769**	**2869**	**3632**	**4979**	**6702**
现金	934	1970	2543	3607	5013
应收票据及应收账款合计	103	191	239	306	392
其他应收款	34	9	30	40	50
预付账款	13	8	10	13	16
存货	629	629	774	967	1180
其他流动资产	56	62	37	47	52
非流动资产	**1092**	**3304**	**3623**	**3875**	**4218**
长期投资	11	15	16	13	15
固定资产	251	557	660	770	941
无形资产	48	253	258	261	267
其他非流动资产	782	2479	2688	2832	2995
资产总计	**2861**	**6174**	**7255**	**8855**	**10920**
流动负债	**627**	**678**	**945**	**1178**	**1415**
短期借款	78	0	100	100	100
应付票据及应付账款合计	270	395	543	698	857
其他流动负债	279	283	302	379	458
非流动负债	**336**	**269**	**228**	**251**	**273**
长期借款	213	82	85	85	90
其他非流动负债	123	187	143	166	183
负债合计	**964**	**947**	**1173**	**1429**	**1688**
少数股东权益	0	1	-3	-6	-12
股本	285	321	472	472	472
资本公积	735	3213	3085	3085	3085
留存收益	1168	1695	2452	3642	5205
归属母公司股东权益	1897	5225	6085	7432	9245
负债和股东权益	**2861**	**6174**	**7255**	**8855**	**10920**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**620**	**967**	**1115**	**1562**	**2046**
净利润	404	605	977	1501	1975
折旧摊销	62	110	140	184	226
财务费用	-24	-26	-47	-63	-73
投资损失	-3	-15	3	-6	-2
营运资金变动	91	259	30	-50	-80
其他经营现金流	90	34	12	-4	-0
投资活动现金流	**-285**	**-668**	**-476**	**-424**	**-565**
资本支出	297	277	210	144	232
长期投资	6	-158	-1	-1	-2
其他投资现金流	19	-550	-267	-280	-335
筹资活动现金流	**8**	**714**	**-66**	**-75**	**-75**
短期借款	34	-78	0	0	0
长期借款	30	-131	3	0	5
普通股增加	82	36	150	0	0
资本公积增加	19	2478	-128	0	0
其他筹资现金流	-156	-1592	-91	-75	-80
现金净增加额	**347**	**1030**	**573**	**1064**	**1406**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2246**	**3203**	**4965**	**6702**	**9048**
营业成本	1387	1905	2830	3686	4976
营业税金及附加	11	22	21	29	46
营业费用	77	125	189	235	335
管理费用	126	171	263	369	498
研发费用	208	363	571	771	1086
财务费用	-24	-26	-47	-63	-73
资产减值损失	73	-41	74	105	114
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	27	40	0	35	40
投资净收益	3	15	-3	6	2
营业利润	**417**	**661**	**1061**	**1611**	**2108**
营业外收入	21	22	0	25	25
营业外支出	2	40	3	3	3
利润总额	**436**	**644**	**1059**	**1634**	**2130**
所得税	32	38	81	133	155
净利润	**404**	**605**	**977**	**1501**	**1975**
少数股东损益	-1	-2	-4	-3	-6
归属母公司净利润	**405**	**607**	**981**	**1504**	**1980**
EBITDA	488	700	1122	1715	2220
EPS（元）	0.86	1.29	2.08	3.19	4.20

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.6	42.6	55.0	35.0	35.0
营业利润(%)	-4.4	58.5	60.4	51.9	30.8
归属于母公司净利润(%)	1.9	49.9	61.6	53.4	31.7
获利能力					
毛利率(%)	38.3	40.5	43.0	45.0	45.0
净利率(%)	18.0	18.9	19.8	22.4	21.9
ROE(%)	21.3	11.6	16.1	20.2	21.4
ROIC(%)	47.6	23.7	35.3	50.7	59.8
偿债能力					
资产负债率(%)	33.7	15.3	16.2	16.1	15.5
净负债比率(%)	-27.8	-33.8	-36.4	-43.8	-50.3
流动比率	2.8	4.2	3.8	4.2	4.7
速动比率	1.7	3.2	3.0	3.4	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	22.8	21.8	23.0	23.2	23.5
应付账款周转率	5.1	5.7	5.2	5.3	5.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.29	2.08	3.19	4.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.57	2.36	3.31	4.34
每股净资产(最新摊薄)	4.02	11.08	12.90	15.76	19.60
估值比率					
P/E	210.9	140.8	87.1	56.8	43.1
P/B	45.0	16.3	14.0	11.5	9.2
EV/EBITDA	173.8	119.4	74.2	47.9	36.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

毛正，复旦大学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，五年商品证券领域投研经验。曾就职于国元证券研究所，担任电子行业分析师，2020 年加入新时代证券，任电子行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	**未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。**
中性：	**未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。**
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/