业绩保持高速增长，新产品扩展新边界

——兆易创新(603986)公司点评报告

增持|维持

事件：

公司发布 2020 年半年告，上半年公司实现营业收入 16.58 亿元，同比增长 37.91%，归母净利润 3.63 亿元，同比增长 93.73%。

- **无惧疫情影响，业绩保持高速增长**

公司业绩无惧疫情影响保持高速增长，具体来看：存储器营收较去年同期增加约 3.1 亿元，增速为 30.83%；微控制器营收增加约 7157 万元，增速为 40.69%。存储器方面主要受益于 NOR Flash 产品销售的增加，MCU 则主要受益于消费类、计算机等市场需求的同比增加以及新产品的量产销售。展望未来，在消费电子旺季到来、新产品推出的背景下，公司下半年业绩具有较高的确定性。

- **新产品推出，扩大业务边界**

除业绩保持高速增长之外，**公司上半年的亮点在于新产品的推出**。公司此前的 NOR Flash 产品以面向消费电子为主，新推出的产品面向工业、车载、AI 以及 5G 等相关应用领域。根据 CINNO research，NOR Flash 的市场规模约 25 亿美元，根据 Cypress，其中车载、工业等领域的市场规模已接近 10 亿美元。公司凭借在 TWS 耳机等消费领域的产品在 NOR Flash 市场冲到前三位，在产品容量扩大至 2G 之后，将拥抱更广阔的市场。此外，公司还推出 M23/M33 系列内核的 MCU，在**光收发器、光模块、接入网等领域有更大的应用范围**，未来增长可期。

- **募资顺利完成，DRAM 稳步推进**

公司 6 月初公告顺利完成定增募资，募资的目的为开展 DRAM 自主研发项目。募资的顺利完成意味着公司在迈向 DRAM 领域走出了重要的一步，显示着产业资金对公司未来发展的良好信心。此外，公司投资的合肥长鑫在 DRAM 领域走在全国的前列，已在官网上线 DDR4/LPDDR4X 存储芯片和 DDR4 内存模组，且产能正在逐步爬升中，已成为 DRAM 国产替代的排头兵。**随着公司自主 DRAM 研发项目的推进、合肥长鑫产能及良率的爬升，以及公司和长鑫合作的深入开展，未来的发展极具想象力。**

- **投资建议与盈利预测**

预计 2020-2022 营收 47.81/61.54/79.12 亿元，归母净利润 9.63/12.81/17.33 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 100/75/56 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

1）下游发展不及预期；2）技术研发不及预期；3）客户拓展不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2245.79	3202.92	4780.76	6154.46	7912.36
收入同比（%）	10.65	42.62	49.26	28.73	28.56
归母净利润(百万元)	405.01	606.92	963.31	1281.49	1733.83
归母净利润同比(%)	1.91	49.85	58.72	33.03	35.30
ROE（%）	21.35	11.61	9.29	11.15	13.15
每股收益（元）	0.86	1.29	2.05	2.72	3.68
市盈率(P/E)	239.19	159.62	100.57	75.60	55.87

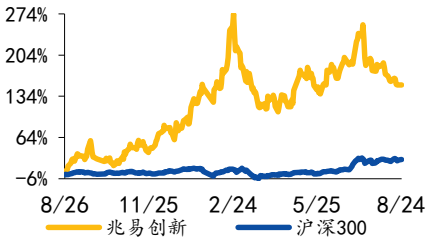
资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价：　205.80 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	426.16 / 113.85
A 股流通股（百万股）：	416.73
A 股总股本（百万股）：	470.78
流通市值（百万元）：	85763.43
总市值（百万元）：	96886.66

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-兆易创新（603986）：完成“存储+控制+传感”战略，再起航驶向未来》2020.03.27

报告作者

分析师　贺茂飞

执业证书编号　S0020520060001

电话　021-51097188

邮箱　hemaofei@gyzq.com.cn

联系人　刘堃

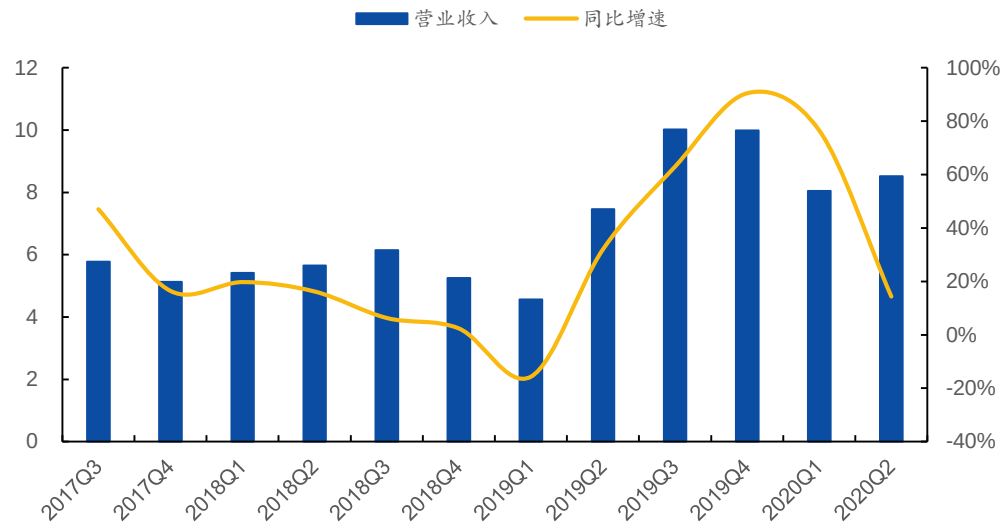
电话　021-51097188

邮箱　liukun1@gyzq.com.cn

1. 无惧疫情影响，业绩保持高速增长

上半年公司实现营业收入 16.58 亿元，比 2019 年同期增长 37.91%，季度营收方面，公司 2 季度营收 7.07 亿元，在疫情影响之下仍实现同比与环比的增长。

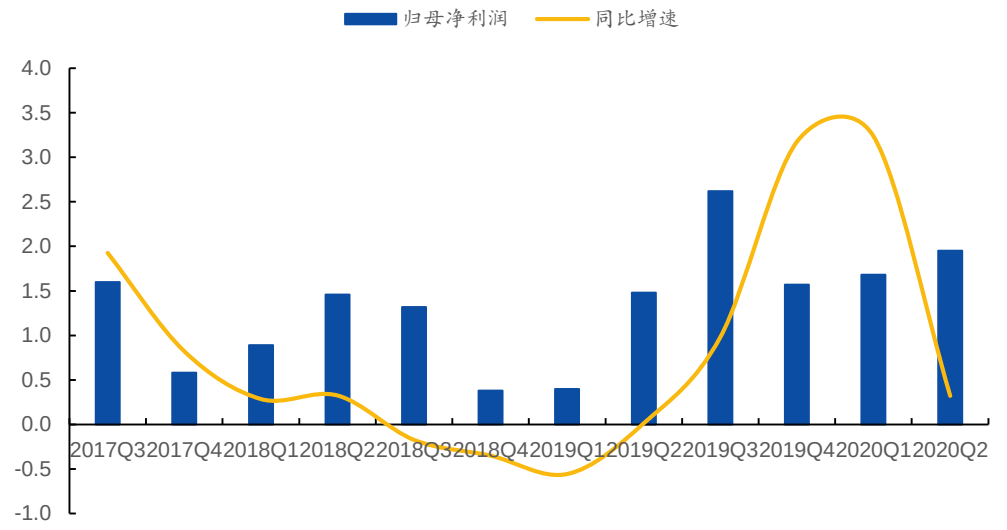
图 1：季度营收及增速（亿元）



资料来源：WIND，国元证券研究中心

归属于上市公司股东的净利润 3.63 亿元，比 2019 年同期增长 93.73%。公司归母净利润同比大幅增长，主要原因在于 2019 年 1 季度公司基数较低。

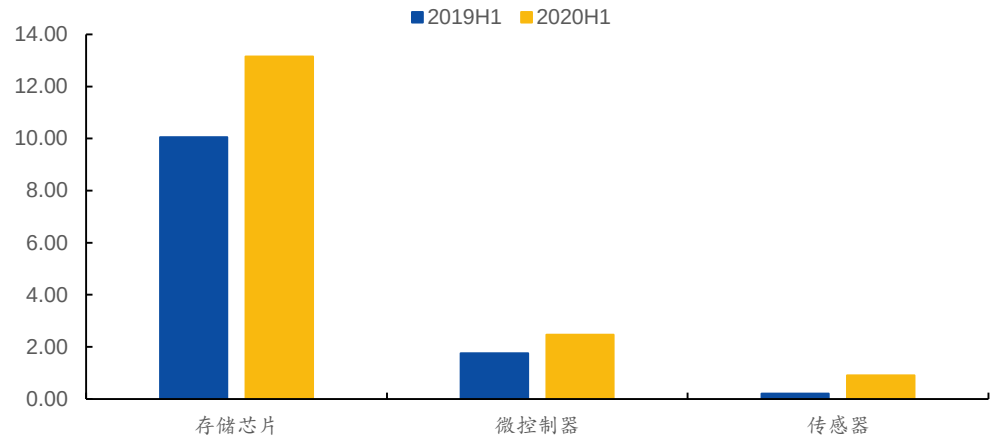
图 2：季度归母净利润及增速（亿元）



资料来源：WIND,国元证券研究中心

分业务看，公司存储器业务较去年同期增加约 3.1 亿元，增速为 30.83%；微控制器业务增加约 7157 万元，增速为 40.69%，MCU 的增加主要是由于消费类、计算机等市场需求的同比增加以及新产品的量产销售，另外传感器业务由于 2019 上半年同期仅合并 6 月单月收入，同期相比增加 7005 万元。

图 3：兆易创新 2020H1 分业务增长情况



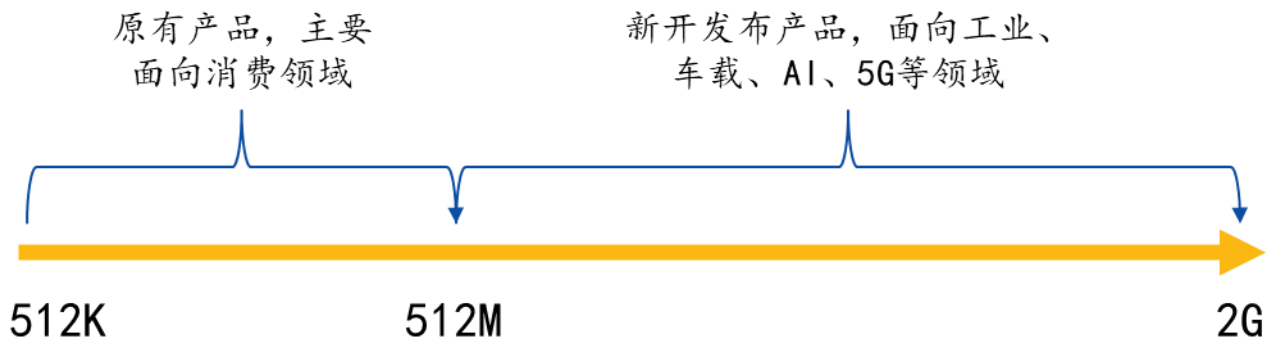
资料来源：wind，国元证券研究中心

2. 新产品推出，扩大业务边界

除业绩保持高速增长之外，公司上半年最大的亮点在于新产品的推出，扩大了公司的业务范围，丰富了公司业务的增长范围。

- **NOR Flash 方面**：上半年推出了容量高达 2G 的产品，并提供了 512Mb、1Gb 和 2Gb 的容量选择。全面满足车规级别 AEC-Q100 认证，支持 2Mb 至 2Gb 多种容量，该系列产品主要面向需要大容量存储、高可靠性与超高速数据吞吐量的工业、车载、AI 以及 5G 等相关应用领域。

图 4：兆易创新 NOR Flash 产品



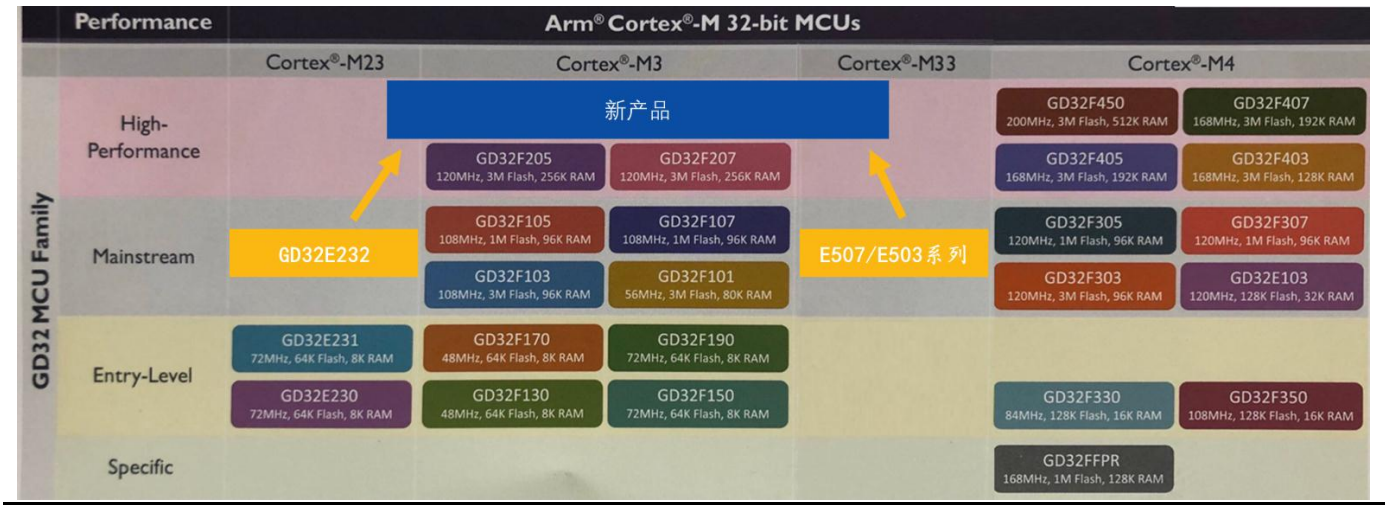
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

-

公司此前的 NOR Flash 产品以面向消费电子为主，新推出的产品面向工业、车载、AI 以及 5G 等相关应用领域。NOR Flash 的市场规模约 25 亿美元，其中车载、工业等领域的市场规模已接近 10 亿美元。公司凭借在 TWS 耳机等消费领域的 NOR Flash 在市场冲到前三位，在将产品容量扩大至 2G 之后，将拥抱更广阔的市场，未来增长可期。

- **微控制器方面**，公司上半年成功量产发布了两个系列的新产品，分别为基于 Cortex®-M23 和 Cortex®-M33 内核的 GD32E232 系列和 GD32E507/E503 系列。GD32E232 系列在**光收发器、光模块、接入网等工控系统**应用非常有利，高精度实时工业控制 E507/E503 系列 MCU 除了集成针对**工业场景 Ethernet、CAN 等通用外设**，还提供更丰富低功耗模式以满足客户不同操作场景。

图 5：公司 MCU 产品



资料来源：兆易创新产品手册、公告，国元证券研究中心

ARM 的 Cortex-M 系列分为 M0、M0+、M3、M4、M7、M23、M33 等版本，版本数字越小表示计算性能越简单、功耗越低、价格越便宜，反之数字越大表示计算性能越强，M23/M33 的两位数字表示具有更高性价比。市场主流产品为 M3/M4，兆易是本土 M3/M4 企业的龙头。现在 M23/M33 凭借高性价比市场占有率也在提升，公司推出 M23/M33 系列内核 MCU 意味着公司产品覆盖范围更广，可更好的满足市场需求，在**光收发器、光模块、接入网等领域有更大的应用范围**，未来增长可期。

- **传感器业务方面**：公司在光学指纹传感器方面，积极优化透镜式光学指纹产品、超小封装透镜式光学指纹产品、超薄光学指纹产品、大面积 TFT 光学指纹产品，是国内全行业最早拥有指纹全类别产品的公司。在 MEMS 超声指纹传感器研发方面，将基于已研发成功的超声换能器结构及工艺平台，搭配边缘端的信号处理系统，进一步拓展其在人机交互、体征监测及汽车电子等方向的应用。

3. 募资顺利完成，DRAM 巨头指日可待

公司 6 月初公告顺利完成定增募资，募资的目的为开展 DRAM 自主研发项目。募资的顺利完成意味着公司在迈向 DRAM 领域走出了重要的一步，而且此次增发的发行价格仅比当日收盘价低约 1%，显示着产业资金对公司未来发展的良好信心。此外，公司投资的合肥长鑫在 DRAM 领域走在全国的前列，已在官网上线 DDR4/LPDDR4X 存储芯片和 DDR4 内存模组，且产能正在逐步爬升中，已成为 DRAM 国产替代的排头兵。随着公司自主 DRAM 研发项目的推进、合肥长鑫产能及良率的爬升，以及公司和长鑫合作的深入开展，一个属于中国本土的 DRAM 巨头有望出现。

4. 风险分析

1）下游发展不及预期；

2）技术研发不及预期；

3）客户拓展不及预期。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1769.25	2869.24	8736.71	10087.51	11970.76
现金	933.95	1970.14	7285.68	8296.79	9669.57
应收账款	103.31	186.77	259.31	342.07	436.24
其他应收款	33.93	9.17	64.34	64.87	81.00
预付账款	12.89	7.75	16.52	19.23	25.48
存货	629.30	629.18	1060.51	1314.16	1705.99
其他流动资产	55.88	66.23	50.35	50.38	52.48
非流动资产	1091.58	3304.28	2754.24	2710.26	2745.04
长期投资	10.58	15.26	0.00	0.00	0.00
固定资产	250.92	556.71	432.72	308.24	183.51
无形资产	12.93	225.14	255.40	292.32	338.84
其他非流动资产	817.16	2507.17	2066.12	2109.69	2222.68
资产总计	2860.83	6173.52	11490.95	12797.77	14715.81
流动负债	627.29	678.07	913.04	1075.79	1310.90
短期借款	78.38	0.00	39.19	19.59	29.39
应付账款	269.67	376.98	570.01	730.28	935.34
其他流动负债	279.24	301.09	303.84	325.91	346.17
非流动负债	336.36	269.41	209.34	223.14	219.90
长期借款	213.11	82.40	82.40	82.40	82.40
其他非流动负债	123.25	187.01	126.94	140.75	137.50
负债合计	963.65	947.48	1122.37	1298.93	1530.80
少数股东权益	0.00	0.57	0.57	0.57	0.57
股本	284.64	321.08	470.73	470.73	470.73
资本公积	734.76	3213.25	7346.03	7346.03	7346.03
留存收益	1167.57	1694.95	2536.25	3700.07	5339.75
归属母公司股东权益	1897.18	5225.48	10368.01	11498.27	13184.44
负债和股东权益	2860.83	6173.52	11490.95	12797.77	14715.81

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	619.64	967.35	1353.31	1104.10	1379.27
净利润	403.98	605.27	963.31	1281.49	1733.83
折旧摊销	61.51	110.25	152.47	155.55	156.76
财务费用	-24.15	-26.16	-32.41	-63.41	-75.64
投资损失	-2.59	-15.43	-17.62	-14.39	-15.64
营运资金变动	90.95	259.30	-437.04	-199.71	-337.30
其他经营现金流	89.95	34.12	724.60	-55.43	-82.74
投资活动现金流	-284.83	-668.43	-283.93	13.69	-44.68
资本支出	297.44	276.96	0.00	0.00	0.00
长期投资	-5.91	158.20	291.77	-66.69	-17.83
其他投资现金流	6.70	-233.27	7.84	-53.00	-62.51
筹资活动现金流	8.02	713.82	4246.18	-106.68	38.19
短期借款	33.74	-78.38	39.19	-19.59	9.80
长期借款	29.57	-130.71	0.00	0.00	0.00
普通股增加	81.96	36.43	149.65	0.00	0.00
资本公积增加	18.84	2478.49	4132.79	0.00	0.00
其他筹资现金流	-156.09	-1592.01	-75.45	-87.09	28.39
现金净增加额	347.06	1030.06	5315.55	1011.11	1372.78

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2245.79	3202.92	4780.76	6154.46	7912.36
营业成本	1386.76	1905.09	2843.71	3677.27	4698.04
营业税金及附加	11.25	21.96	25.45	35.59	45.96
营业费用	77.04	124.80	186.28	239.80	308.30
管理费用	126.38	170.84	255.01	328.28	422.04
研发费用	208.05	363.33	525.88	615.45	712.11
财务费用	-24.15	-26.16	-32.41	-63.41	-75.64
资产减值损失	-73.08	-40.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.59	15.43	17.62	14.39	15.64
营业利润	417.45	661.46	1025.06	1369.35	1850.93
营业外收入	20.78	22.42	20.45	21.16	21.14
营业外支出	2.15	40.16	21.01	24.25	25.82
利润总额	436.09	643.72	1024.50	1366.27	1846.24
所得税	32.11	38.45	61.19	84.77	112.42
净利润	403.98	605.27	963.31	1281.49	1733.83
少数股东损益	-1.03	-1.65	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	405.01	606.92	963.31	1281.49	1733.83
EBITDA	454.81	745.55	1145.12	1461.49	1932.05
EPS（元）	1.42	1.89	2.05	2.72	3.68

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.65	42.62	49.26	28.73	28.56
营业利润(%)	-4.37	58.45	54.97	33.59	35.17
归属母公司净利润(%)	1.91	49.85	58.72	33.03	35.30
获利能力					
毛利率(%)	38.25	40.52	40.52	40.25	40.62
净利率(%)	18.03	18.95	20.15	20.82	21.91
ROE(%)	21.35	11.61	9.29	11.15	13.15
ROIC(%)	43.98	25.67	36.36	46.98	59.80
偿债能力					
资产负债率(%)	33.68	15.35	9.77	10.15	10.40
净负债比率(%)	30.25	9.70	11.26	8.28	7.69
流动比率	2.82	4.23	9.57	9.38	9.13
速动比率	1.66	3.12	8.20	7.93	7.60
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.71	0.54	0.51	0.58
应收账款周转率	22.70	22.01	21.37	20.40	20.27
应付账款周转率	5.12	5.89	6.01	5.66	5.64
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.29	2.05	2.72	3.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	2.06	2.87	2.35	2.93
每股净资产(最新摊薄)	4.03	11.10	22.03	24.43	28.01
估值比率					
P/E	239.19	159.62	100.57	75.60	55.87
P/B	51.06	18.54	9.34	8.43	7.35
EV/EBITDA	208.62	127.26	82.86	64.92	49.11

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188