

德明利 (001309. SZ)

自研主控与产品线扩展打开成长空间

增持

核心观点

公司 3Q23 营收环比增长 29. 48%，扣非归母净利润环比增加 13. 29%。1-3Q23 公司实现营收 9.76 亿元 (YoY+17.0%)，归母净利润-1.11 亿元 (YoY-290%)，扣非归母净利润 1.19 亿元 (YoY-350%)，毛利率 3.64% (YoY-16.02pct)。随存储价格步入上行通道，公司收入环比持续改善，3Q23 单季度营收 3.85 亿元 (YoY+29.48%，QoQ+33.7%)，归母净利润-0.32 亿元 (YoY-321%，QoQ+10.82%)，扣非归母净利润-0.34 亿元 (YoY-444.76%，QoQ+13.29%)，毛利率 5.90% (YoY-12.17pct, QoQ+7.61pct)，毛利率显著改善。

原厂减产带来价格回暖，拥有稳定晶圆采购资源的模组厂显受益。根据 CFM 价格数据，以 Flash Wafer 为代表的存储现货从 7 月-10 月价格连续上涨，原厂积极减产的作用下供应端大幅优化。以三星为例，3Q 存储业务收入环比增长 17%，在扩大 HBM、DDR5、LPDDR5x、UFS 4.0 等先进节点产品比例和减产推动下，预计 4 季度存储价格将保持上涨，部分颗粒供给将进一步收缩。在此背景下，公司 3Q23 营收环比增长，充足的库存能给客户带来稳定的供货保证，短期实现盈利能力改善的同时亦能建立良好的长期客户关系。

产品结构聚焦存储赛道，主控与固件开发能力打造产品竞争力。公司设立合资公司（出资比例 10%），并将触控资产出售给合资公司，主业则聚焦存储领域，形成了移动存储、固态硬盘、嵌入式及行业存储三大产品线。公司通过自研主控芯片降低存储器成本，同时使产品方案更贴近应用需求。此前公司主控芯片主要覆盖移动存储，随着产品品类拓展，主控芯片同步开发：目前公司 SD6.0 存储卡主控芯片、首颗 SATASSD 主控芯片进入回片验证阶段，未来将自研 PCIeSSD 主控芯片，开拓 PC OEM、服务器、数据中心等领域。

1-3Q23 研发投入同比增长 54.5%，推进企业级及细分领域定制化存储产品。公司通过 UDStore 行业存储产品线快速切入行业客户市场，目前已成功开发细分领域定制化及高企业级存储产品。固态硬盘 PCIe Gen4X4 M.2 商规级产品已出货，eMMC 完整布局车规、工规、高耐久及商规产品，针对高速、大容量应用的 UFS3.1 产品线已具备量产能力。未来随手机、PC、服务器和数据中心等需求回暖将助力固态硬盘销售与嵌入式产品客户导入快速推进。

投资建议：我们看好公司主控芯片设计能力与产品线拓展带来的成长空间，预计 23-25 年公司归母净利润分别为-0.60/1.23/2.01 亿元，对应 24-25 年 PE 分别为 73/47 倍，给予“增持”评级。

风险提示：消费电子需求不及预期，产品客户拓展不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,080	1,191	1,402	2,028	2,544
(+/-%)	29.4%	10.3%	17.8%	44.6%	25.5%
净利润(百万元)	98	67	-60	123	201
(+/-%)	27.3%	-31.6%	-189.9%	303.0%	63.6%
每股收益(元)	1.64	0.84	-0.53	1.08	1.77
EBIT Margin	12.6%	6.6%	-4.5%	7.8%	10.0%
净资产收益率(ROE)	17.7%	6.2%	-5.7%	10.5%	15.1%
市盈率(PE)	61.5	120.1	-188.8	93.0	56.9
EV/EBITDA	44.6	89.9	-247.1	72.8	47.0
市净率(PB)	10.91	7.39	10.71	9.80	8.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

基础数据

投资评级

增持(首次评级)

合理估值

100.69 元

收盘价

11403/6754 百万元

总市值/流通市值

114.18/52.56 元

52 周最高价/最低价

216.21 百万元

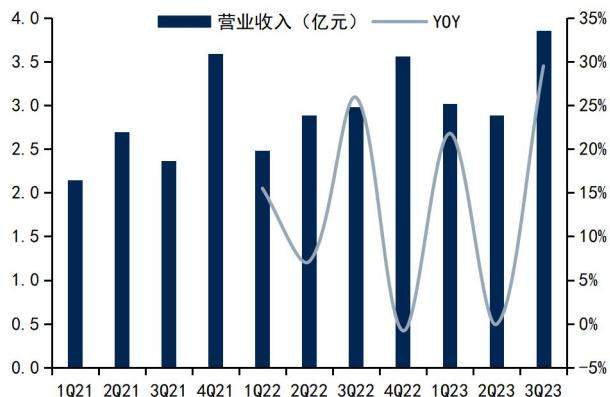
近 3 个月日均成交额

市场走势

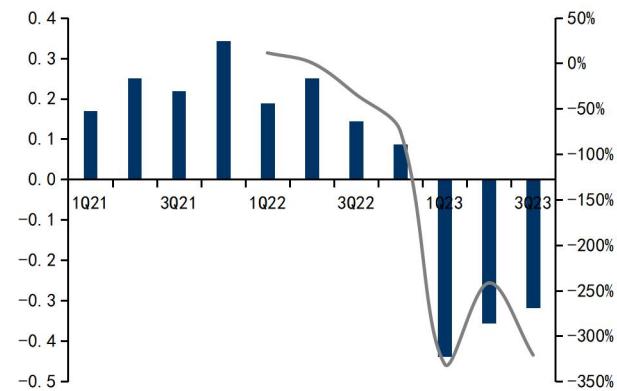


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

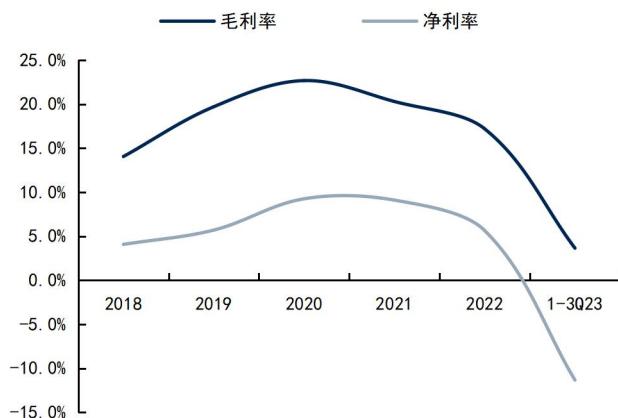
相关研究报告

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)


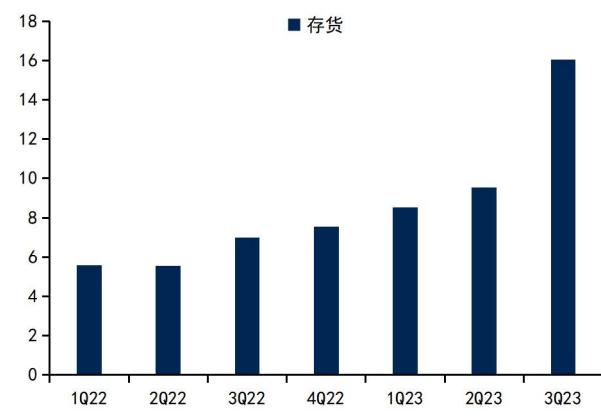
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)


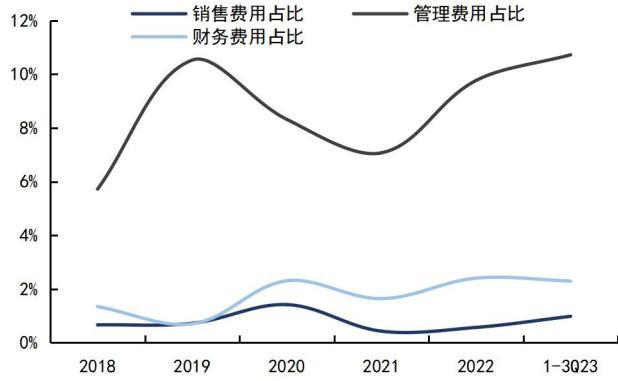
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)


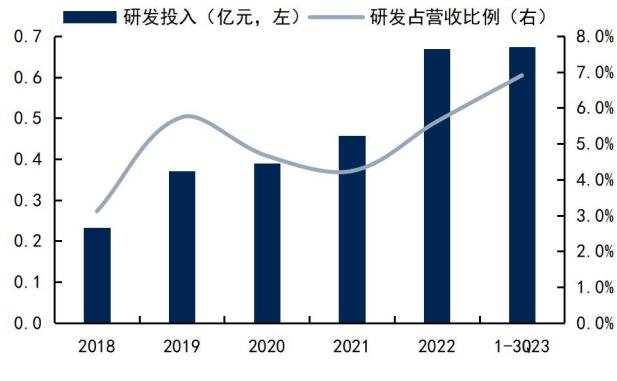
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近两年存货情况 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元, %)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

公司目前已经建立了完善的闪存存储产品矩阵，具体包括移动存储、固态硬盘、嵌入式及行业存储三大产品线：

移动存储：该业务包含存储卡与存储盘模组，公司存储管理应用方案支持三星电子、铠侠、西部数据、海力士、长江存储等原厂存储晶圆，在消费级产品基础上开发了工规级、商规级、宽温级、高耐久产品，并具备一定的成本优势。随着存储价格上涨，公司移动存储业务保持稳定增长，考虑NAND flash涨价与模组销量增长，我们预计23-25年移动存储业务收入约6.79/8.15/8.96亿元。

固态硬盘：公司目前拥有2.5-inch、Half Slim、M.2、mSATA多种形态的SSD系列产品。产品采用原厂的优质NAND Flash，结合公司定制化高性能主控和自主固件，在保证兼容性和稳定性的同时也可实现客制化需求。根据Yole预测，22-28年SSD市场总规模将从290亿美金增至670亿美金，CAGR为15%。其中以服务器应用为主的企业级市场为主要增长点，22-27年复合增速为18%，消费类市场（包括台式机、笔记本电脑、渠道分销和游戏系统）对应复合增速为5%。公司目前SSD业务颗粒度尚小，企业级产品逐步退出，我们认为随着行业快速发展与公司产品结构升级，该业务将保持高速增长，预计固态硬盘业务23-25年对应营收3.98/7.76/11.10亿元。

嵌入式存储：嵌入式存储广泛应用于智能终端，公司eMMC产品线完整布局车规、工规、高耐久及商规，面向差异化市场，以丰富的闪存及主控方案搭配，深入应用场景以满足市场需求。此外，适用于高速、大容量应用的UFS 3.1产品线已经具备量产能力，处于产品验证和市场导入阶段。随着验证与产品导入推进，我们预计嵌入式存储业务23-25年营收0.03/0.33/0.83亿元。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	1H22	1H23	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5.37	5.91	14.02	20.28	25.44
移动存储	2.45	2.95	6.79	8.15	8.96
固态硬盘	0.81	1.59	3.98	7.76	11.10
存储晶圆及晶圆封装片	1.96	1.19	2.85	3.42	3.42
其他	0.10	0.09	0.21	0.25	0.28
主控	0.04	0.07	0.16	0.37	0.85
嵌入式存储	0.00	0.01	0.03	0.33	0.83
同比增速(%)		10%	18%	45%	25%
移动存储		21%	-	20%	10%
固态硬盘		97%	-	95%	43%
存储晶圆及晶圆封装片		-39%	-	20%	0%
其他		-5%	-	15%	15%
主控		58%	-	130%	130%
嵌入式存储		-	-	1150%	150%
毛利率(%)	20.54%	2.16%	7.07%	18.69%	20.64%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计23-25年公司营收分别增长18%/45%/26%至14.02/20.28/25.44亿元，对应综合毛利率为7.07%/18.69%/20.64%，23-25年公司归母净利润分别增长至-0.60/1.23/2.01亿元。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	118	109	103	83	83	营业收入	1080	1191	1402	2028	2544
应收款项	157	427	502	727	912	营业成本	861	986	1303	1649	2019
存货净额	566	755	957	1145	1328	营业税金及附加	2	4	4	6	8
其他流动资产	133	374	415	538	639	销售费用	5	7	8	12	15
流动资产合计	973	1665	1978	2492	2961	管理费用	31	49	54	74	87
固定资产	108	79	190	253	300	研发费用	46	67	96	129	162
无形资产及其他	0	7	6	6	6	财务费用	18	29	21	34	45
其他长期资产	65	220	220	220	220	投资收益	0	33	11	15	20
长期股权投资	0	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(14)	(32)	(1)	(0)	(0)
资产总计	1146	1974	2398	2975	3491	其他	1	12	(5)	(9)	(12)
短期借款及交易性金融负债	284	379	663	964	1125	营业利润	105	63	(78)	130	216
应付款项	176	331	441	556	678	营业外净收支	5	3	10	6	6
其他流动负债	64	24	32	41	50	利润总额	110	66	(69)	136	223
流动负债合计	524	734	1136	1560	1853	所得税费用	12	(1)	(8)	14	22
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(0)	0	(0)	(0)
其他长期负债	68	148	197	252	313	归属于母公司净利润	98	67	(60)	123	201
长期负债合计	68	148	197	252	313	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	592	882	1334	1812	2166	净利润	98	67	(60)	122	200
少数股东权益	0	(0)	0	(0)	(0)	资产减值准备	14	39	1	0	0
股东权益	554	1092	1065	1163	1325	折旧摊销	13	22	12	23	35
负债和股东权益总计	1146	1974	2398	2975	3491	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	14	26	21	34	45
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(62)	(481)	(151)	(357)	(276)
每股收益	1.64	0.84	(0.53)	1.08	1.77	其它	(67)	(4)	(22)	(35)	(45)
每股红利	0.31	0.16	0.00	0.21	0.34	经营活动现金流	11	(331)	(200)	(212)	(41)
每股净资产	9.23	13.62	9.40	10.27	11.70	资本开支	(57)	(122)	(122)	(86)	(81)
ROIC	14%	5%	-5%	6%	9%	其它投资现金流	0	(147)	0	0	0
ROE	18%	6%	-6%	11%	15%	投资活动现金流	(57)	(269)	(122)	(86)	(81)
毛利率	20%	17%	7%	19%	21%	权益性融资	0	533	33	0	0
EBIT Margin	13%	7%	-4%	8%	10%	负债净变化	(14)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	8%	-4%	9%	11%	支付股利、利息	(19)	(13)	0	(24)	(39)
收入增长	29%	10%	18%	45%	25%	其它融资现金流	98	31	284	301	161
净利润增长率	27%	-32%	-190%	303%	64%	融资活动现金流	66	550	317	277	123
资产负债率	52%	45%	56%	61%	62%	现金净变动	18	(41)	(5)	(21)	0
息率	0.2%	0.2%	0.0%	0.3%	0.5%	货币资金的期初余额	72	90	49	43	23
P/E	61.5	120.1	(188.8)	93.0	56.9	货币资金的期末余额	90	49	43	23	23
P/B	10.9	7.4	10.7	9.8	8.6	企业自由现金流	15	(502)	(318)	(278)	(94)
EV/EBITDA	44.6	89.9	(247.1)	72.8	47.0	权益自由现金流	100	(471)	(52)	(7)	27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032