

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	86.23
总股本/流通股本(亿股)	1.13 / 0.67
总市值/流通市值(亿元)	98 / 58
52周内最高/最低价	110.60 / 58.52
资产负债率(%)	65.8%
市盈率	391.95
第一大股东	李虎

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

德明利(001309)

23Q4 业绩大幅改善，存储上行周期释放业绩弹性

● 事件

2月26日，公司公告2023年年度报告，2023年实现营收17.76亿元，同比+49.15%；实现归母净利润0.25亿元，同比-62.97%；实现扣非归母净利润0.15亿元，同比+26.66%。

● 投资要点

把握价格反弹机遇，Q4业绩环比大幅增长。公司23年实现营收17.76亿元，同比+49.15%；归母净利润0.25亿元，同比-62.97%；扣非归母净利润0.15亿元，同比+26.66%。分季度看，公司23Q1-23Q4各季度分别实现营收3.02/2.89/3.86/8.00亿元，归母净利润-0.44/-0.36/-0.32/1.36亿元，扣非归母净利润-0.46/-0.39/-0.34/1.34亿元，分别实现毛利率5.87%/-1.71%/5.90%/32.55%，**23Q4业绩环比大幅改善，主要系：**

1) **NAND 价格 23 年内完成磨底反弹。**NAND 价格方面，根据 CFM 闪存市场数据，NAND Flash 价格指数在 22、23 年上半年下跌调整后，走势逐步趋于平缓，并于 23Q3 逐步开始反弹。随着存储原厂涨价态度坚决，减产效益逐渐体现，NAND 价格的变化逐步向下游传导，存储模组与存储产品出厂价格也逐步提升。根据 CFM 闪存市场数据，截至 2024 年 1 月 2 日，NAND Flash 价格指数较 2023 年最低点上涨 57.82%；同时，根据 TrendForce 预计 24Q1 DRAM 和 NAND 闪存价格较 23Q4 上涨 18%-23%。

2) **公司战略储备充足把握住价格反弹机遇。**23 年面对行业周期波动，公司坚持采取积极应对策略，持续聚焦存储主业，加大高端存储产品及细分领域存储产品开发，持续推动客户验证与海外渠道拓展工作，营收规模大幅增长，公司结合实际经营需要，适时提升战略储备，以降低库存成本和应对未来市场变化。存货方面，公司 23 年末存货的账面价值为 19.32 亿元，较期初账面价值 7.55 亿元大幅增长，得益于战略储备充足，以及前期积极拓展终端客户和销售渠道，公司在价格反弹趋势确认后经营业绩全面提升，整体呈现量价齐升增长态势，且产品毛利率持续改善。

以主控芯片为核心覆盖完整产品矩阵，有望存储景气上行释放业绩弹性。23 年存储行业上游晶圆厂经历长期亏损后改变经营策略，放弃争夺市场占有率，以恢复盈利为首要目标，不断减产收紧供应，最终促使存储价格逐步确认反弹趋势。需求端：AI 大模型涌现、新能源车智能化提速、卫星通讯等新技术刺激各应用领域需求回暖，车规级存储、AI 服务器等细分领域持续保持高景气度，消费电子、PC、可穿戴等领域在库存回补、技术迭代、产品存储扩容等因素刺激下呈现复苏迹象。**存储景气上行趋势较为确定，公司**

持续完善产品矩阵开辟业绩新增长点：1) 公司持续专注自研存储主控芯片，稳步提升公司产品竞争力。公司以自研主控芯片为核心，主控芯片量产后导入公司模组产品，不断夯实公司模组产品的竞争力。公司正在推动两款主控芯片量产流片，未来配合量产工具即可快速导入公司移动存储模组产品中，有效提高公司模组产品的稳定性和成本优势。**2) 公司积极拓展销售渠道，完善产品矩阵开辟业绩新增长点。**目前，公司已形成了完善的移动存储、固态硬盘、嵌入式存储三大产品线，在原有移动存储市场保持资源、技术优势的同时，向市场空间更广阔的固态硬盘、嵌入式存储市场快速发展，高端固态硬盘产品及嵌入式产品正在成为公司业绩新增长点。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 30/38/48 亿元，分别实现归母净利润 2.1/2.6/3.3 亿元，当前股价对应 2024/2025/2026 年 PE 分别为 47/37/30 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济波动的风险，市场需求不及预期风险，上游晶圆等原材料紧缺和价格波动的风险，技术升级迭代和研发失败风险，核心技术泄密风险，行业周期影响和业绩波动风险，存货规模较大及跌价风险，应收及预付款项增长较快风险，经营性现金流量为负的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1776	3016	3800	4784
增长率(%)	49.15	69.84	25.99	25.89
EBITDA(百万元)	118.60	321.33	399.86	497.51
归属母公司净利润(百万元)	25.00	207.78	260.75	328.65
增长率(%)	-62.97	731.18	25.49	26.04
EPS(元/股)	0.22	1.83	2.30	2.90
市盈率(P/E)	390.64	47.00	37.45	29.71
市净率(P/B)	8.70	7.39	6.18	5.11
EV/EBITDA	103.36	36.35	30.92	26.36

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1776	3016	3800	4784	营业收入	49.2%	69.8%	26.0%	25.9%
营业成本	1480	2390	3033	3852	营业利润	-85.8%	2,541.6%	25.8%	26.2%
税金及附加	4	7	9	11	归属于母公司净利润	-63.0%	731.2%	25.5%	26.0%
销售费用	17	24	29	36	获利能力				
管理费用	58	106	129	163	毛利率	16.7%	20.8%	20.2%	19.5%
研发费用	108	183	231	297	净利率	1.4%	6.9%	6.9%	6.9%
财务费用	49	61	75	94	ROE	2.2%	15.7%	16.5%	17.2%
资产减值损失	-47	-32	-20	20	ROIC	3.6%	7.0%	7.0%	7.1%
营业利润	9	235	295	372	偿债能力				
营业外收入	6	0	0	0	资产负债率	65.8%	70.5%	71.9%	72.5%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.49	1.41	1.38	1.37
利润总额	15	235	295	372	营运能力				
所得税	-11	23	30	37	应收账款周转率	4.33	5.09	4.32	4.32
净利润	26	211	266	335	存货周转率	1.32	1.39	1.36	1.30
归母净利润	25	208	261	329	总资产周转率	0.67	0.78	0.75	0.76
每股收益(元)	0.22	1.83	2.30	2.90	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.22	1.83	2.30	2.90
货币资金	274	530	598	645	每股净资产	9.91	11.66	13.96	16.87
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	434	773	1009	1239	PE	390.64	47.00	37.45	29.71
预付款项	106	246	309	374	PB	8.70	7.39	6.18	5.11
存货	1932	2400	3199	4176	现金流量表				
流动资产合计	2868	4098	5272	6602	净利润	26	211	266	335
固定资产	43	52	57	61	折旧和摊销	57	26	29	31
在建工程	6	-13	-41	-69	营运资本变动	-1167	-668	-966	-1070
无形资产	5	6	8	8	其他	68	145	100	82
非流动资产合计	420	388	392	390	经营活动现金流净额	-1015	-285	-571	-622
资产总计	3288	4486	5665	6992	资本开支	-100	-50	-35	-30
短期借款	1580	2238	2990	3789	其他	193	6	8	10
应付票据及应付账款	243	545	681	831	投资活动现金流净额	92	-44	-27	-20
其他流动负债	97	133	157	201	股权融资	27	0	0	0
流动负债合计	1920	2916	3829	4820	债务融资	1200	658	752	799
其他	245	245	245	245	其他	-82	-65	-86	-109
非流动负债合计	245	245	245	245	筹资活动现金流净额	1145	594	666	690
负债合计	2165	3161	4074	5066	现金及现金等价物净增加额	213	255	68	48
股本	113	113	113	113					
资本公积金	751	751	751	751					
未分配利润	257	424	646	925					
少数股东权益	1	4	9	16					
其他	1	32	71	121					
所有者权益合计	1123	1325	1591	1926					
负债和所有者权益总计	3288	4486	5665	6992					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048