

# 德明利 (001309.SZ)

## 1Q24 利润持续高增，产品结构加速优化

增持

### 核心观点

公司1Q24扣非净利润同比增长522%。公司主要以存储颗粒为原材料进行存储模组开发，产品包括嵌入式存储、固态硬盘及移动存储。受市场疲软影响，23半年各存储颗粒原厂营业利润均跌入负值区间，随着上游厂商持续减产供给收缩，存储价格4Q23显著回暖，1Q24涨价持续，在此背景下：公司4Q23实现营收8.0亿元(YoY+124.6%，QoQ+107.3%)，扣非归母净利润1.34亿元(YoY+470.7%，QoQ+494.1%)，毛利率32.6%(YoY+21.2pct，QoQ+26.7pct)；1Q24实现营收8.1亿元(YoY+168.5%，QoQ+1.4%)，扣非归母净利润1.93亿元(YoY+521.8%，QoQ+44.2%)，毛利率37.3%(YoY+31.4pct，QoQ+4.7pct)。

存储步入上行周期，需求修复亦将带动存储器销售逐步增加。存储模组环节主要通过购买存储颗粒，将晶圆设计封装为存储器产品，存储颗粒占产品成本约80%，存储晶圆的价格波动直接影响公司盈利水平。存储行业下行周期自22年延续至23年三季度，存储原厂集体亏损。在此背景下，原厂持续采取减产措施，叠加需求复苏，4Q23存储价格进入上涨通道；依据WSTS预测，24年全球存储市场规模将同比增长45%，公司作为中游环节厂商显受益

NAND Flash和DRAM产品价格持续上涨，公司产品结构不断优化。公司在行业低谷准备低价原材料，借助行业上行周期，公司产品客户加速铺开，23年公司移动存储类产品营收10.35亿元(YoY+46.31%)，固态硬盘类产品营收6.86亿元(YoY+52.98%)。根据Trendforce数据，1Q24 NAND涨幅约为23-28%，预估2Q24 NAND Flash上涨持续，行业上行趋势明确，公司新产品有望实现加速成长。

23年研发投入同比增长61.39%，持续聚焦主控芯片与模组开发。公司23年研发投入1.08亿元，聚焦NAND Flash、SSD、eMMC主控芯片研发。在此基础上，公司计划定增12.5亿元，其中4.5亿元用于PCIe SSD主控芯片与模组开发，6.14亿元用于嵌入式存储主控芯片与模组开发；未来，公司将开发适用于各类用用和场景的PCIe SSD存储控制芯片与模组，提供集成化产品服务以实现由消费级、商业级市场切入向企业级市场延伸。

投资建议：由于存储涨价幅度远高于我们此前预期，公司存货补充高于此前预测，基于公司23年与24年一季度经营情况，上调24-25年净利润预测，预计24-26年归母净利润为8.3/8.6/7.4亿元（前值24-25年2.98/4.91亿元），对应股价PE分别为18/18/21倍，维持“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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,191	1,776	3,086	3,709	4,373
(+/-%)	10.3%	49.2%	73.8%	20.2%	17.9%
净利润(百万元)	67	25	828	864	744
(+/-%)	-31.6%	-62.8%	3211.7%	4.3%	-13.9%
每股收益(元)	0.84	0.22	5.62	5.87	5.05
EBIT Margin	6.6%	6.1%	35.0%	30.0%	21.6%
净资产收益率(ROE)	6.2%	2.2%	52.7%	43.1%	31.3%
市盈率(PE)	123.7	469.7	18.4	17.7	20.5
EV/EBITDA	92.3	113.2	16.7	15.3	18.2
市净率(PB)	7.61	10.47	9.72	7.62	6.43

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：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：周靖翔

021-60375402

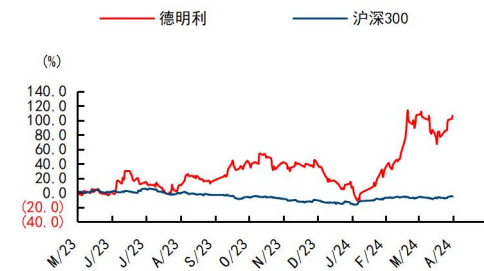
zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	103.64元
总市值/流通市值	15254/9037百万元
52周最高价/最低价	144.50/54.16元
近3个月日均成交额	493.35百万元

#### 市场走势



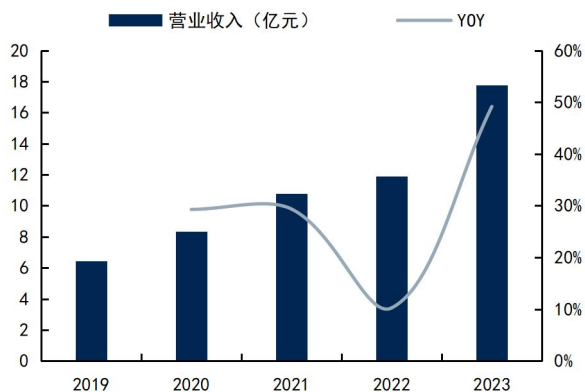
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《德明利(001309.SZ)-4Q23归母净利润扭亏，随存储上行周期加速成长》——2024-02-05

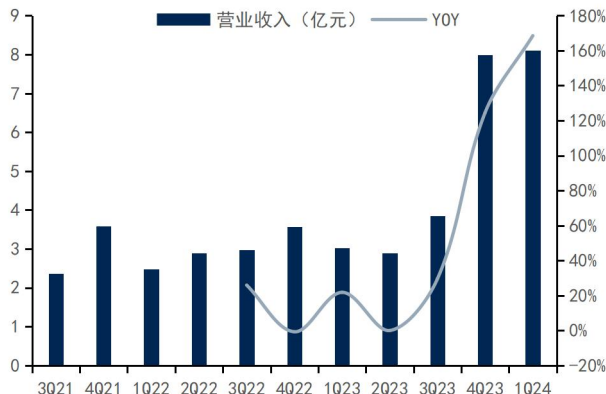
《德明利(001309.SZ)-自研主控与产品线扩展打开成长空间》——2023-11-12

图1: 公司近5年营业收入及增速(亿元、%)



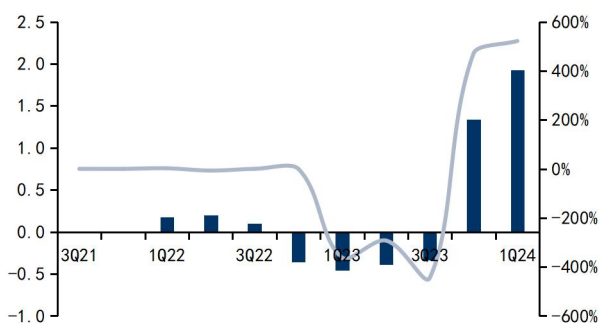
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及增速(亿元、%)



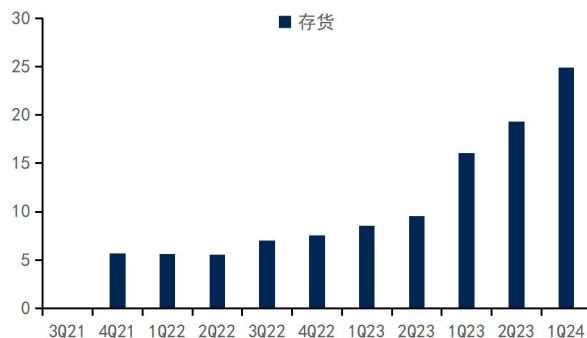
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度归母净利润及增速(亿元、%)



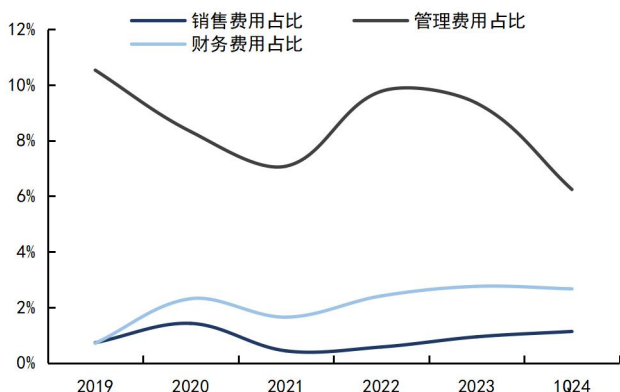
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度存货变化(亿元)



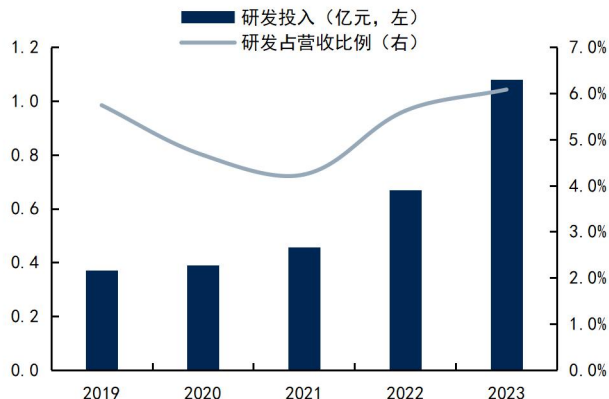
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率(%)



资料来源: 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: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 盈利预测

**1Q24 NAND 价格涨幅达 23-28%超预期，此前预计价格涨幅为 15-20%。**23 年上半年存储产品价格处于叠加区间，4Q23 至今价格持续上涨。行业自 4Q23 起产品价格持续上涨，第一季度多数供应商维持低投产策略，受供给端减产影响，1Q24 存储产品价格上涨幅度超预期，2Q24 合约价维持上涨趋势。根据 Trendforce 数据，1Q24 原预期 NAND 涨幅为 15-20%；在供给端海力士、三星与美光等原厂减产影响下，1Q24 存储产品价格上涨幅度超预期，涨幅约为 23-28%。由于智能手机和 CSP 等领域需求上升，大批量 OFR（订单达交率）偏低，供应商将持续主导价格走势；同时，存储颗粒原厂海力士 23 年净利率-12.2%、三星净利润下滑 72%，预测原厂为实现较好的盈利水平仍将保持供给端收缩持续涨价，预估 2Q24 NAND Flash 上涨幅度达 13-18%。

图7：4Q23-1Q24 NAND 涨幅与预测（24 年 1 月）

	4Q23	1Q24(E)
eMMC UFS	up 10~15%	up 18~23%
Enterprise SSD	up 10~15%	up 18~23%
Client SSD	up 13~18%	up 15~20%
3D NAND Wafers (TLC & QLC)	up 35~40%	up 8~13%
Total NAND Flash	up 13~18%	up 15~20%

Source: TrendForce, Jan., 2024

图8：1Q24-2Q24NAND 涨幅与预测（24 年 3 月）

产品	1Q24(E)	2Q24(F)
eMMC UFS	up 25~30%	up 10~15%
Enterprise SSD	up 23~28%	up 20~25%
Client SSD	up 23~28%	up 10~15%
3D NAND Wafers (TLC & QLC)	up 23~28%	up 5~10%
Total NAND Flash	up 23~28%	up 13~18%

Source: TrendForce, Mar., 2024

资料来源：Trendforce、国信证券经济研究所整理

资料来源：Trendforce、国信证券经济研究所整理

**展望 24 全年，NAND Flash 价格涨幅收敛，DRAM 涨幅企稳。**根据 Trendforce 数据，一季度由于供应商采用低投产策略，供给紧缩，NAND Flash 和 DRAM 价格涨幅超预期，分别为 23-28%和 20%；二季度库存回补动能减弱，价格上涨趋势回落；三季度为消费电子传统旺季，需求有望上升、DRAM 和 NAND Flash 产能利用率仍处于恢复状态，预计合约价上涨幅度有望达 8-13%，；四季度由于产品结构调整，合约价涨幅将回落至平稳区间。

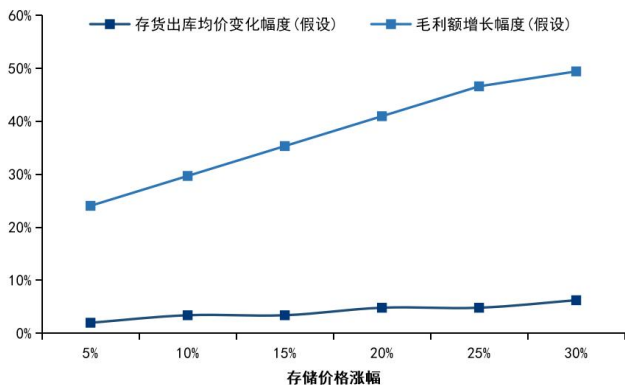
图 9：24 全年 DRAM 及 NAND Flash 季度合约价涨幅预测

产品	1Q24(E)	2Q24(F)	3Q24(F)	4Q24(F)
Blended DRAM	up ~20%	up 3~8%	up 8~13%	up 8~13%
Blended NAND Flash	up 23~28%	up 13~18%	up 8~13%	up 0~5%

资料来源：Trendforce，国信证券经济研究所整理

**存储价格上涨对毛利率的影响高于库存成本上升。**通过对存储价格涨幅对库存成本变化幅度、毛利率变化幅度进行测算，由于公司在行业低位准备一定原材料库存，随着存储价格上涨库存基数较大其变化幅度有限，而毛利率则随价格上涨呈现快速修复；因此公司毛利率 4Q23 和 1Q24 呈现较快增长趋势。

图9：存储价格对库存与毛利的敏感性测算

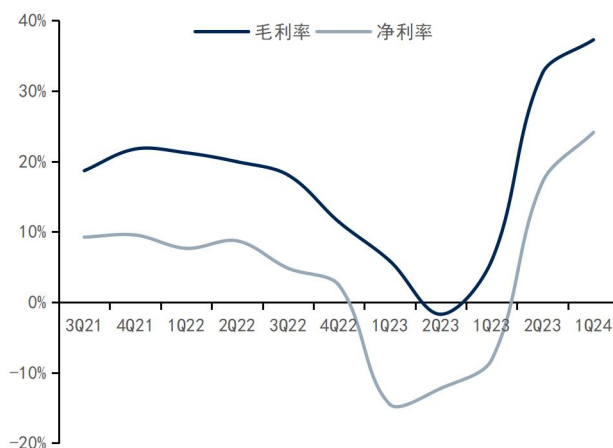


假设：

- 1、1Q22作为起始点，假设其存货加权平均价格为1.0
- 2、后续季度的加权平均价格按期末、期初计算
- 3、备货为每季度x亿元(各公司平均备货力度)

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

图10：21-24年单季度净利率与毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

随着起行业价格回暖，公司利润转正，考虑价格涨幅超预期，上调业务收入情况与产品毛利率：目前公司产品矩阵主要包括移动存储、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 涨价趋势与模组销量增长，我们上调该业务收入预期，预计 24-26 年移动存储业务收入约 14.94 /16.43/17.95 亿元（前值 24-25 年 11.92/13.11 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，企业级产品有望于 24 年底逐步起量，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 24-26 年对应营收 12.36 /15.36/18.66 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。由于嵌入式存储客户备货需求拉动，叠加公司客户数量持续增加，该业务发展好于预期，因此我们上调嵌入式存储业务收入，预计 24-26 年营收 3.45/5.18/7.0 亿元（前值 24-25 年 3.23/4.37 亿元）。

表1: 公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11.91	17.76	30.86	37.09	43.73
移动存储	7.07	10.35	14.94	16.43	17.95
固态硬盘	4.48	6.86	12.36	15.36	18.66
嵌入式存储	0.02	0.46	3.45	5.18	7.00
其他	0.33	0.09	0.11	0.12	0.12
同比增速(%)	10.3%	49.2%	73.8%	20.2%	17.9%
移动存储		46%	44%	10%	9%
固态硬盘		53%	80%	24%	22%
嵌入式存储		1906%	650%	50%	35%
其他		-71%	15%	15%	0%
毛利率(%)	17.19%	16.66%	43.36%	38.76%	31.46%

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, 由于存储涨价幅度远高于我们此前预期, 公司存货补充高于此前预测, 基于公司 23 年与 24 年一季度经营情况, 上调 24-25 年净利润预测, 预计 24-26 年归母净利润为 8.3/8.6/7.4 亿元 (前值 24-25 年 2.98/4.91 亿元), 对应股价 PE 分别为 18/18/21 倍, 维持“增持”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	109	274	274	165	319	营业收入	1191	1776	3086	3709	4373
应收款项	427	434	755	907	1070	营业成本	986	1480	1748	2272	2997
存货净额	755	1932	2630	1766	1865	营业税金及附加	4	4	7	9	10
其他流动资产	374	228	396	476	561	销售费用	7	17	29	35	41
<b>流动资产合计</b>	<b>1665</b>	<b>2868</b>	<b>4054</b>	<b>3314</b>	<b>3815</b>	管理费用	49	58	94	113	133
固定资产	79	50	164	303	471	研发费用	67	108	126	170	244
无形资产及其他	7	5	5	5	4	财务费用	29	49	84	73	45
其他长期资产	220	364	364	364	364	投资收益	33	(2)	10	14	7
长期股权投资	4	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(32)	(47)	(2)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>1974</b>	<b>3288</b>	<b>4588</b>	<b>3986</b>	<b>4656</b>	其他	12	(2)	(7)	(9)	(12)
短期借款及交易性金融负债	379	1600	2291	1037	1089	营业利润	63	9	998	1042	896
应付款项	331	243	287	374	494	营业外净收支	3	6	5	5	5
其他流动负债	24	77	93	120	157	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>15</b>	<b>1003</b>	<b>1046</b>	<b>901</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>734</b>	<b>1920</b>	<b>2672</b>	<b>1531</b>	<b>1740</b>	所得税费用	(1)	(11)	120	126	108
长期借款及应付债券	0	74	74	74	74	少数股东损益	(0)	1	55	57	49
其他长期负债	148	171	217	267	306	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>67</b>	<b>25</b>	<b>828</b>	<b>864</b>	<b>744</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>148</b>	<b>245</b>	<b>291</b>	<b>341</b>	<b>380</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>882</b>	<b>2165</b>	<b>2962</b>	<b>1872</b>	<b>2120</b>	净利润	67	26	883	921	793
少数股东权益	(0)	1	56	113	162	资产减值准备	39	53	2	1	1
股东权益	1092	1122	1570	2002	2373	折旧摊销	22	14	8	8	8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1974</b>	<b>3288</b>	<b>4588</b>	<b>3986</b>	<b>4656</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	26	29	84	73	45
每股收益	0.84	0.22	5.62	5.87	5.05	营运资本变动	(481)	(1282)	(1079)	794	(150)
每股红利	0.16	0.40	2.81	2.93	2.53	其它	(4)	145	(86)	(74)	(46)
每股净资产	13.62	9.90	10.67	13.60	16.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>(331)</b>	<b>(1015)</b>	<b>(188)</b>	<b>1724</b>	<b>651</b>
ROIC	5%	5%	26%	25%	23%	资本开支	(122)	(102)	(123)	(147)	(177)
ROE	6%	2%	53%	43%	31%	其它投资现金流	(147)	194	0	0	0
毛利率	17%	17%	43%	39%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(269)</b>	<b>92</b>	<b>(123)</b>	<b>(147)</b>	<b>(177)</b>
EBIT Margin	7%	6%	35%	30%	22%	权益性融资	533	27	34	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	35%	30%	22%	负债净变化	0	74	0	0	0
收入增长	10%	49%	74%	20%	18%	支付股利、利息	(13)	(45)	(414)	(432)	(372)
净利润增长率	-32%	-63%	3212%	4%	-14%	其它融资现金流	31	1090	691	(1254)	52
资产负债率	45%	66%	66%	50%	49%	<b>融资活动现金流</b>	<b>550</b>	<b>1145</b>	<b>311</b>	<b>(1686)</b>	<b>(320)</b>
息率	0.1%	0.4%	3.5%	3.7%	3.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(41)</b>	<b>213</b>	<b>0</b>	<b>(110)</b>	<b>155</b>
P/E	123.7	469.7	18.4	17.7	20.5	货币资金的期初余额	90	49	262	262	152
P/B	7.6	10.5	9.7	7.6	6.4	货币资金的期末余额	49	262	262	152	307
EV/EBITDA	92.3	113.2	16.7	15.3	18.2	企业自由现金流	(502)	(1184)	(242)	1633	515
						权益自由现金流	(471)	(20)	375	315	527

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所提及的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