

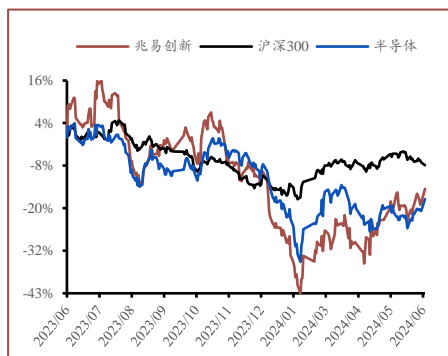
各产品线边际改善，端侧 AI 引领容量高需求

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-06-11
收盘价(元)	87.56
流通股本(亿股)	6.65
每股净资产(元)	23.00
总股本(亿股)	6.67

最近 12 月市场表现



分析师 张益敏

SAC 证书编号: S0160522070002
zhangym02@ctsec.com

分析师 吴姣晨

SAC 证书编号: S0160522090001
wujc01@ctsec.com

相关报告

- 《存储价格有望触底，产品多元静待复苏》 2023-06-14
- 《国家存储器龙头初长成》 2018-04-17
- 《减持利空消除，存储芯片迎政策风口》 2018-03-14

核心观点

- ❖ **事件:** 6/11 日凌晨, WWDC 2024 上苹果发布 Apple Intelligence, 系统+应用级 AI 为端侧的发展拉开序幕。
- ❖ **端侧 AI 创新, 产业链迎新一轮发展机遇:** Apple Intelligence 基于苹果内置的大语言模型, 通过理解自然语言来执行用户的语音或文字指令。苹果 AI 能力几乎覆盖了所有重要的原生应用并让彼此跨应用关联。同时, 苹果将接入 GPT-4o 支持下的 ChatGPT, 用户无需关联账户即可免费使用。WWDC 所呈现的软件更新一定程度上体现了其在端侧上 AI 的重视。此外, 在近期 Computex 2024 上, 英伟达推出了 GeForce RTX 技术, 支持在全新 GeForce RTX AI 笔记本电脑上运行 G-Assist AI 助手及 NVIDIA ACE 数字人生成式 AI 等内容; AMD 公布了第 5 代架构 Zen5 的 CPU 细分产品线, 覆盖从台式机到 AI PC、从游戏到服务器等应用领域, 并推出了 NPU 和 GPU 解决方案; 高通则在演讲中展示了 Copilot+PC 的强大功能。端侧 AI 仍在密集催化, AI 终端是商业化落地有效途径。随着系统越来越复杂, 代码存储量会提升, 叠加 AI 手机、AI PC 等换机需求提升, 间接对如 NOR 等存储的量价有所拉动。
- ❖ **各产品线触底回升, 长期增长空间仍可观:** 2023 年主流存储产品需求不振、价格大幅下降, 带动利基存储产品价格大幅下降。随着服务器和手机市场等的回暖, 业内大厂商将部分产能向 HBM 和 DDR5 等转移, 带来其晶圆价值量的提升, 经过 1-2 个季度的传导涨价外溢到小容量和利基存储产品上。在 2024Q1 利基 DRAM 价格已经实现温和上涨, SLC NAND 价格亦有温和上涨趋势。公司拟以自有资金 15 亿元人民币参与长鑫科技新一轮融资, 有利于加深双方战略合作关系, 提升 DRAM 市场份额, 进一步打开市场空间。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 73.09/91.90/109.51 亿元, 归母净利润 10.69/15.86/22.12 亿元。对应 PE 分别为 48.61/32.76/23.49 倍, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 市场竞争加剧风险; 新业务开拓不及预期; AI 发展不及预期。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8130	5761	7309	9190	10951
收入增长率(%)	-4.47	-29.14	26.88	25.73	19.16
归母净利润(百万元)	2053	161	1069	1586	2212
净利润增长率(%)	-12.15	-92.15	563.28	48.36	39.48
EPS(元/股)	3.10	0.24	1.60	2.38	3.32
PE	33.05	384.96	48.61	32.76	23.49
ROE(%)	13.52	1.06	6.61	9.05	11.40
PB	4.50	4.05	3.21	2.96	2.68

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 06 月 11 日收盘价计算)

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8129.99	5760.82	7309.23	9189.97	10951.03	成长性					
减:营业成本	4255.36	3777.81	4449.75	5480.91	6454.61	营业收入增长率	-4.5%	-29.1%	26.9%	25.7%	19.2%
营业税费	71.66	25.20	43.86	55.14	65.71	营业利润增长率	-3.6%	-94.6%	839.2%	49.1%	39.6%
销售费用	265.88	270.50	292.37	349.22	394.24	净利润增长率	-12.1%	-92.2%	563.3%	48.4%	39.5%
管理费用	425.17	369.88	402.01	487.07	547.55	EBITDA 增长率	-12.0%	-75.1%	120.7%	41.9%	36.6%
研发费用	935.58	989.95	1023.29	1194.70	1204.61	EBIT 增长率	-16.9%	-92.0%	467.7%	54.6%	44.2%
财务费用	-342.70	-258.17	-189.57	-222.44	-240.93	NOPLAT 增长率	-18.5%	-88.6%	313.1%	54.6%	44.2%
资产减值损失	-418.91	-612.71	-330.00	-355.00	-360.00	投资资本增长率	12.4%	0.0%	6.3%	8.2%	10.6%
加:公允价值变动收益	-6.97	-11.99	15.00	20.00	-5.00	净资产增长率	12.6%	0.1%	6.4%	8.4%	10.7%
投资和汇兑收益	50.60	82.62	73.09	76.60	73.05	利润率					
营业利润	2221.56	119.78	1125.01	1677.88	2341.81	毛利率	47.7%	34.4%	39.1%	40.4%	41.1%
加:营业外净收支	40.86	4.97	12.00	9.00	11.00	营业利润率	27.3%	2.1%	15.4%	18.3%	21.4%
利润总额	2262.43	124.75	1137.01	1686.88	2352.81	净利率	25.3%	2.8%	14.6%	17.3%	20.2%
减:所得税	209.54	-36.39	68.22	101.21	141.17	EBITDA/营业收入	30.2%	10.6%	18.5%	20.8%	23.9%
净利润	2052.88	161.14	1068.81	1585.71	2211.70	EBIT/营业收入	25.5%	2.9%	13.0%	15.9%	19.3%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	6874.85	7265.86	8900.53	10280.19	12314.06	固定资产周转天数	40	65	54	43	37
交易性金融资产	1857.55	1805.56	1820.56	1840.56	1835.56	流动营业资本周转天数	137	209	155	116	97
应收账款	142.12	114.15	161.43	202.22	240.36	流动资产周转天数	497	719	609	547	522
应收票据	31.81	13.13	30.46	38.29	45.63	应收账款周转天数	9	8	7	7	7
预付账款	35.08	24.18	31.15	38.37	45.18	存货周转天数	152	197	151	121	111
存货	2153.88	1990.87	1747.67	1925.96	2048.71	总资产周转天数	710	1034	842	725	668
其他流动资产	112.80	133.58	133.58	133.58	133.58	投资资本周转天数	641	957	778	664	610
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.5%	1.1%	6.6%	9.0%	11.4%
长期股权投资	11.80	25.73	22.72	19.78	16.91	ROA	12.3%	1.0%	6.0%	8.2%	10.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.3%	1.4%	5.5%	7.8%	10.2%
固定资产	998.75	1089.77	1101.67	1115.55	1115.16	费用率					
在建工程	6.15	4.27	2.34	1.72	0.90	销售费用率	3.3%	4.7%	4.0%	3.8%	3.6%
无形资产	300.34	244.44	192.63	140.38	88.60	管理费用率	5.2%	6.4%	5.5%	5.3%	5.0%
其他非流动资产	972.85	572.87	332.82	332.82	332.82	财务费用率	-4.2%	-4.5%	-2.6%	-2.4%	-2.2%
资产总额	16646.69	16455.78	17716.48	19277.01	21371.47	三费/营业收入	4.3%	6.6%	6.9%	6.7%	6.4%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	479.27	501.84	593.30	700.34	788.90	资产负债率	8.8%	7.6%	8.7%	9.1%	9.2%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	9.6%	8.3%	9.5%	10.0%	10.1%
其他流动负债	2.70	4.25	4.25	4.25	4.25	流动比率	9.54	11.77	10.11	9.70	9.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	7.45	9.34	8.40	8.13	8.29
其他非流动负债	0.00	2.00	2.00	2.00	2.00	利息保障倍数	263.24	23.46	164.74	262.91	452.21
负债总额	1459.55	1256.21	1543.41	1751.69	1967.97	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	-0.02	-0.06	-0.11	DPS(元)	0.62	0.00	0.05	0.35	0.50
股本	667.03	666.91	666.91	666.91	666.91	分红比率					
留存收益	6171.54	5947.16	6988.08	8340.37	10218.62	股息收益率	0.6%	0.0%	0.1%	0.4%	0.6%
股东权益	15187.14	15199.58	16173.07	17525.32	19403.51	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	3.10	0.24	1.60	2.38	3.32
净利润	2052.88	161.14	1068.81	1585.71	2211.70	BVPS(元)	22.77	22.79	24.25	26.28	29.09
加:折旧和摊销	375.53	444.78	402.49	450.80	504.40	PE(X)	33.1	385.0	48.6	32.8	23.5
资产减值准备	419.65	613.53	331.00	356.00	361.00	PB(X)	4.5	4.1	3.2	3.0	2.7
公允价值变动损失	6.97	11.99	-15.00	-20.00	5.00	P/FCF					
财务费用	-101.72	-7.46	5.75	5.57	4.67	P/S	8.4	10.7	7.1	5.7	4.7
投资收益	-50.60	-82.62	-73.09	-76.60	-73.05	EV/EBITDA	25.1	89.0	32.0	21.8	15.2
少数股东损益	0.00	0.00	-0.02	-0.04	-0.06	CAGR(%)					
营运资金的变动	-1704.11	76.59	251.78	-295.52	-268.19	PEG	—	—	0.1	0.7	0.6
经营活动产生现金流量	949.69	1186.75	1938.39	1996.91	2734.47	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-43.73	-294.90	-196.00	-363.27	-357.47	REP					
融资活动产生现金流量	-780.31	-572.60	-113.17	-253.99	-343.12						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 06 月 11 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。