

## 持续推进存储和 MCU 业务，重视端侧 AI 应用机会

### 核心观点

- **重视 NOR Flash 应用于端侧 AI 的相关机会。**公司 NOR Flash 产品份额位居全球第二，在工业、汽车等市场持续寻求突破之外，公司重视 NOR Flash 应用于端侧 AI 的相关机会。公司通用 NOR Flash 产品可广泛应用于消费电子、智能可穿戴设备等终端领域。AI PC 方面，BIOS 程序量代码量的不断增长带动 NOR Flash 容量提升的需求；可穿戴设备方面，AI 眼镜、AI 耳机等产品渗透率的提升，也将拉动对 NOR Flash 容量的需求，公司 NOR Flash 产品有望从端侧 AI 应用趋势中受益。
- **围绕利基型市场布局，持续推进 DRAM 业务。**利基型 DRAM 价格下行空间已较有限，据公司预计行业供给格局可能在 25Q2 或最晚 25H2 出现改善。公司积极切入 DRAM 存储器利基市场，已推出 DDR4、DDR3L 等产品，在消费电子、工业、网络通信等领域取得了较好营收。公司 2025 年将持续推进 DDR4 8Gb 产品在 TV 等领域的客户导入，并将推出 LPDDR4 进一步补齐利基型 DRAM 产品线，广泛服务网通、工业、TV、智能家居等客户。未来规划方面，公司预计持续围绕利基型市场布局，再经 1~2 年补齐 DDR4、LPDDR4 小容量产品，继而投入 LPDDR5 开发。
- **MCU 业务持续挖掘新方向，车规产品发展进入快车道。**公司 MCU 业务持续在工业领域深耕，不断提升产品竞争力，此外车规类 MCU 的发展已进入快车道。公司 24Q3 推出了重要的车规产品 GD32A7，芯片功能丰富度和性能较第一代产品显著升级，采用 M7 内核，产品符合 ASIL-B、ASIL-D 标准，应用领域拓展到域控、车灯、电池管理、底盘等方面。24 年 11 月，公司新增募投项目“汽车电子芯片研发及产业化项目”，未来将逐步完善汽车 MCU 产品布局，提升高端 MCU 产品研发能力，丰富产品线，进一步扩展市场空间，增强公司竞争力。
- **收购赛芯，迈出进军模拟的重要一步。**公司致力于成为多品类综合芯片供应商，关注模拟领域产品布局。在内生研发之外，公司注重外延并购，于 24 年 11 月收购了模拟芯片设计公司苏州赛芯电子，为公司模拟业务提供了有益补充。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股收益为 1.68、2.38、3.04 元（原 24-25 年预测为 2.02、2.74 元，主要因供需周期下行下调了主营业务营收和毛利率，上调了费用率），根据可比公司 25 年平均 61 倍 PE 估值，给予 145.18 元目标价，维持买入评级。

### 风险提示

- 需求复苏不及预期、价格上涨不及预期、新产品进展不及预期。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,130	5,761	7,674	9,412	11,315
同比增长(%)	-4.5%	-29.1%	33.2%	22.6%	20.2%
营业利润(百万元)	2,222	120	1,152	1,703	2,236
同比增长(%)	-3.6%	-94.6%	861.7%	47.9%	31.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,053	161	1,114	1,584	2,022
同比增长(%)	-12.1%	-92.2%	591.3%	42.2%	27.7%
每股收益(元)	3.09	0.24	1.68	2.38	3.04
毛利率(%)	47.7%	34.4%	40.9%	43.0%	44.1%
净利率(%)	25.3%	2.8%	14.5%	16.8%	17.9%
净资产收益率(%)	14.3%	1.1%	7.1%	9.4%	11.0%
市盈率	43.0	548.1	79.3	55.8	43.7
市净率	5.8	5.8	5.5	5.1	4.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2025年01月20日）	133 元
目标价格	145.18 元
52 周最高价/最低价	137.8/55.2 元
总股本/流通 A 股（万股）	66,412/66,299
A 股市值（百万元）	88,329
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 01 月 22 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	12.86	17.49	51.58	76.67
相对表现%	9.98	19.99	54.01	59.55
沪深 300%	2.88	-2.5	-2.43	17.12



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

### 联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

### 相关报告

存储价格进一步筑底，毛利率阶段性底部 2023-11-10 已过

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 1.68、2.38、3.04 元（原 24-25 年预测为 2.02、2.74 元），主要因供需周期下行下调了主营业务营收和毛利率，上调了费用率。根据可比公司 25 年平均 61 倍 PE 估值，给予 145.18 元目标价，维持买入评级。

**表 1：可比公司估值**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2025/1/20	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
东芯股份	688110	25.16	-0.69	-0.03	0.32	0.57	-36.33	-975.19	78.26	44.02
普冉股份	688766	110.20	-0.46	2.66	3.40	4.16	-241.09	41.48	32.45	26.48
北京君正	300223	64.48	1.12	1.03	1.31	1.57	57.80	62.40	49.37	41.10
芯海科技	688595	31.27	-1.01	-0.69	0.25	0.90	-31.05	-45.21	124.88	34.70
瑞芯微	603893	144.00	0.32	1.18	1.74	2.43	447.20	122.26	82.64	59.25
德明利	001309	95.20	0.17	5.02	4.49	6.15	566.33	18.96	21.20	15.49
	最大值						566.33	122.26	124.88	59.25
	最小值						-241.09	-975.19	21.20	15.49
	平均数						127.14	-129.22	64.80	36.84
	调整后平均						109.41	19.41	60.68	36.58

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

需求复苏不及预期、价格上涨不及预期、新产品进展不及预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,875	7,266	10,355	11,832	12,964	营业收入	8,130	5,761	7,674	9,412	11,315
应收票据及应收账款	174	127	177	216	260	营业成本	4,255	3,778	4,539	5,366	6,322
预付账款	35	24	32	40	47	销售费用	266	270	370	444	528
存货	2,154	1,991	2,042	1,878	1,897	管理费用	425	370	451	553	664
其他	2,177	2,195	407	414	422	研发费用	936	990	1,124	1,342	1,590
<b>流动资产合计</b>	<b>11,415</b>	<b>11,603</b>	<b>13,014</b>	<b>14,381</b>	<b>15,590</b>	财务费用	(343)	(258)	(174)	(131)	(121)
长期股权投资	12	26	26	26	26	资产、信用减值损失	420	614	255	201	151
固定资产	999	1,090	936	859	1,080	公允价值变动收益	(7)	(12)	(8)	0	0
在建工程	6	4	143	380	798	投资净收益	51	83	25	53	53
无形资产	300	244	254	267	285	其他	7	52	24	14	2
其他	3,915	3,489	3,126	3,087	3,087	<b>营业利润</b>	<b>2,222</b>	<b>120</b>	<b>1,152</b>	<b>1,703</b>	<b>2,236</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,232</b>	<b>4,853</b>	<b>4,485</b>	<b>4,620</b>	<b>5,276</b>	营业外收入	45	7	9	20	12
<b>资产总计</b>	<b>16,647</b>	<b>16,456</b>	<b>17,498</b>	<b>19,000</b>	<b>20,866</b>	营业外支出	4	2	1	2	1
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>2,262</b>	<b>125</b>	<b>1,160</b>	<b>1,721</b>	<b>2,247</b>
应付票据及应付账款	479	502	603	713	840	所得税	210	(36)	46	138	225
其他	717	484	516	547	581	<b>净利润</b>	<b>2,053</b>	<b>161</b>	<b>1,114</b>	<b>1,584</b>	<b>2,022</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,197</b>	<b>986</b>	<b>1,119</b>	<b>1,260</b>	<b>1,421</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,053</b>	<b>161</b>	<b>1,114</b>	<b>1,584</b>	<b>2,022</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	3.09	0.24	1.68	2.38	3.04
其他	263	270	268	268	268	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>263</b>	<b>270</b>	<b>268</b>	<b>268</b>	<b>268</b>		<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,460</b>	<b>1,256</b>	<b>1,387</b>	<b>1,528</b>	<b>1,689</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	-4.5%	-29.1%	33.2%	22.6%	20.2%
股本	667	667	664	664	664	营业利润	-3.6%	-94.6%	861.7%	47.9%	31.3%
资本公积	8,005	8,089	8,386	8,386	8,386	归属于母公司净利润	-12.1%	-92.2%	591.3%	42.2%	27.7%
留存收益	6,172	5,947	7,061	8,422	10,127	<b>获利能力</b>					
其他	344	496	0	0	0	毛利率	47.7%	34.4%	40.9%	43.0%	44.1%
<b>股东权益合计</b>	<b>15,187</b>	<b>15,200</b>	<b>16,111</b>	<b>17,472</b>	<b>19,177</b>	净利率	25.3%	2.8%	14.5%	16.8%	17.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,647</b>	<b>16,456</b>	<b>17,498</b>	<b>19,000</b>	<b>20,866</b>	ROE	14.3%	1.1%	7.1%	9.4%	11.0%
<b>现金流量表</b>						ROIC	11.9%	-1.2%	6.0%	8.6%	10.4%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	2,053	161	1,114	1,584	2,022	资产负债率	8.8%	7.6%	7.9%	8.0%	8.1%
折旧摊销	318	391	281	305	339	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(343)	(258)	(174)	(131)	(121)	流动比率	9.54	11.77	11.63	11.41	10.97
投资损失	(51)	(83)	(25)	(53)	(53)	速动比率	7.55	9.40	9.49	9.66	9.41
营运资金变动	(1,028)	(134)	(3)	279	80	<b>营运能力</b>					
其它	(1)	1,109	(219)	(28)	3	应收账款周转率	38.4	45.0	57.3	55.1	54.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>950</b>	<b>1,187</b>	<b>974</b>	<b>1,956</b>	<b>2,269</b>	存货周转率	2.2	1.6	1.9	2.3	2.9
资本支出	(405)	(280)	(235)	(440)	(995)	总资产周转率	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6
长期投资	4	(14)	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
其他	358	(1)	1,883	53	53	每股收益	3.09	0.24	1.68	2.38	3.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>(44)</b>	<b>(295)</b>	<b>1,648</b>	<b>(387)</b>	<b>(942)</b>	每股经营现金流	1.42	1.78	1.47	2.95	3.42
债权融资	2	7	0	0	0	每股净资产	22.87	22.89	24.26	26.31	28.88
股权融资	316	84	294	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(1,098)	(664)	174	(92)	(195)	市盈率	43.0	548.1	79.3	55.8	43.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(780)</b>	<b>(573)</b>	<b>468</b>	<b>(92)</b>	<b>(195)</b>	市净率	5.8	5.8	5.5	5.1	4.6
汇率变动影响	115	24	-0	-0	-0	EV/EBITDA	36.2	314.7	63.2	42.4	32.4
<b>现金净增加额</b>	<b>240</b>	<b>344</b>	<b>3,090</b>	<b>1,477</b>	<b>1,132</b>	EV/EBIT	42.4	-575.2	81.4	50.6	37.6

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。