

2025年03月26日

德明利 (001309.SZ)

投资评级：买入（首次）

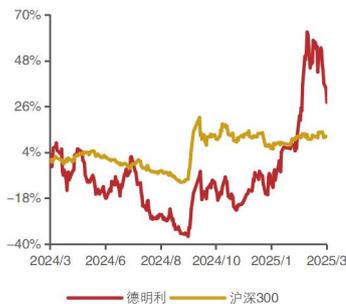
——受益闪存行业复苏业绩高增长，自研主控芯片+企业级存储开启未来

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年03月25日

| | |
|-------------|--------------|
| 收盘价(元) | 125.50 |
| 一年内最高/最低(元) | 163.58/61.99 |
| 总市值(百万元) | 20,302.47 |
| 流通市值(百万元) | 10,998.34 |
| 总股本(百万股) | 161.77 |
| 资产负债率(%) | 69.55 |
| 每股净资产(元/股) | 10.56 |

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **专注于存储模组设计研发，积极布局闪存存储产品矩阵。**公司主攻存储主控芯片自研，为客户提供定制化全链路存储解决方案。公司主要产品包括固态硬盘、嵌入式存储、移动存储和内存条，目前已广泛应用于数据中心、人工智能、车载电子、手机等应用场景。公司于2008年起步于闪存主控芯片与方案设计，逐步向嵌入式存储、企业级存储、内存条产品拓宽布局，完善公司存储产品线。公司营收自2019年6.46亿元上升至2023年17.76亿元，CAGR达29%，2024Q1-3公司营业收入实现35.97亿元，同比增长268%；受益于公司自研芯片和战略备货带来的成本优势，毛利率回升至23.13%，公司净利润突破4.22亿元，同比增长481%。
- **闪存市场复苏回暖，行业趋势稳步向好。**2024年NAND Flash经历上半年上涨周期后在下半年受供需失衡和消费市场疲软持续下修，产品价格徘徊底部，2025年原厂厂商减产与AI驱动，价格有望上涨。AI PC和AI手机的硬件需求增长推动DRAM和NAND Flash需求量扩张，同时AI PC和AI手机的市占率不断提高，消费电子产品升级同步利好闪存产品出货量上涨。此外AI服务器的快速增长和推理服务器的兴起带来算力需求的大幅增长，也带动企业级SSD部署规模的扩大，未来公司市场机会显著，有望扩大业务规模，推动营收和利润上行。
- **公司着重突破企业级存储、主控芯片，行业潜力广阔。**公司积极布局多形态SSD系列产品，加快国产化平台导入验证。公司于2024年持续推出M.2 2280 PCIe 4.0x4 NVMe SSD、SATA SSD主控芯片固态硬盘模组，布局PCIe SSD存储解决方案以应对下游市场需求扩张。2025年全球AI服务器有望进一步增长，市场前景广阔。公司拓展企业级SSD业务有望受益于市场规模的持续扩张，带动业务收入高速增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.97/6.57/10.08亿元，同比增速分别为1489.09%/65.31%/53.45%，当前股价对应的PE分别为51.11/30.92/20.15倍。我们选取江波龙/佰维存储/兆易创新/普冉股份为可比公司，2024-2026年平均PE分别为73.3/44.3/34.9，鉴于产业周期复苏推动的业绩弹性以及主控芯片+企业级存储推动的业绩增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**1) 新产品放量不及预期；2) 闪存价格下跌；3) 市场竞争加剧；4) 主控芯片研发不及预期。

盈利预测与估值(人民币)

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|-----------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,191 | 1,776 | 4,714 | 8,078 | 11,131 |
| 同比增长率(%) | 10.27% | 49.15% | 165.43% | 71.36% | 37.80% |
| 归母净利润(百万元) | 67 | 25 | 397 | 657 | 1,008 |
| 同比增长率(%) | -31.56% | -62.80% | 1,489.09% | 65.31% | 53.45% |
| 每股收益(元/股) | 0.42 | 0.15 | 2.46 | 4.06 | 6.23 |
| ROE(%) | 6.15% | 2.23% | 28.14% | 34.71% | 38.33% |
| 市盈率(P/E) | 302.16 | 812.15 | 51.11 | 30.92 | 20.15 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 3.97/6.57/10.08 亿元，同比增速分别为 1489.09%/65.31%/53.45%，当前股价对应的 PE 分别为 51.11/30.92/20.15 倍。我们选取江波龙/佰维存储/兆易创新/普冉股份为可比公司，2024–2026 年平均 PE 分别为 73.3/44.3/34.9，鉴于产业周期复苏推动的业绩弹性以及主控芯片+企业级存储推动的业绩增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 移动存储业务：受益于存储市场的增长、存储市场价格的周期回暖以及公司市占率提升，我们假设移动存储业务 2024–2026 年收入同比增长 50.0%/25.0%/20.0%；
- 2) 固态硬盘业务：受益于公司在消费级固态硬盘业务的持续发力，主控芯片的研发与推广，我们假设固态硬盘业务 2024–2026 年收入同比增长 270.0%/25.0%/20.0%；
- 3) 企业级存储业务：公司近年来对企业级存储产品全力攻关，随着大客户的验证完成，相关业务有望快速放量，我们假设企业级存储业务 2025–2026 年收入同比增长 1000.0%/80.0%；
- 4) 嵌入式存储：公司持续发力嵌入式存储业务，我们假设嵌入式业务 2024–2026 年收入同比增长 800.0%/80.0%/35.0%

投资逻辑要点

德明利作为模组与主控芯片开发商，随着其在主控芯片与固件方案的技术攻坚，公司具备能力为客户提供模组形式存储产品和定制化高效解决方案。2024 年公司营收呈现高速增长态势，其在企业级存储、嵌入式存储、内存条等产品的矩阵拓展有望增强公司持续盈利能力，推动公司利润上行。

闪存市场价格重回底部，未来受惠于原厂减产和 AI 行业发展，NAND Flash 价格即将迎来反弹，届时公司有望通过成本优势和领先的产品部署实现业绩边际高增长，把握行业发展趋势。

AI 服务器及 AI 消费电子产品市场具备成长潜力，DeepSeek 等大模型和超大模型部署赋能企业级 SSD 的需求增长，未来行业对主控芯片以及企业级 SSD 需求规模预计将持续扩张。公司核心业务为主控芯片并重点开拓企业级 SSD 产品，目前已推动资金募集项目突破 PCIe SSD 主控芯片和嵌入式存储芯片及模组的产业化研发，公司在前沿技术的突破有望加强自身的竞争优势，带动产品毛利率的提升，保持未来业务的稳定性和盈利性。

核心风险提示

- 1) 新产品放量不及预期；2) 闪存价格下跌；3) 市场竞争加剧；4) 主控芯片研发不及预期。

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 公司介绍：主控芯片+模组双轮驱动 | 5 |
| 1.1. 自研主控芯片技术，“小巨人”实力彰显行业先锋 | 5 |
| 1.2. 公司核心产品为多种存储模组 | 5 |
| 1.3. 营业收入平稳增长 | 7 |
| 1.4. 毛利率整体稳健，24Q1-Q3 受市场回暖增长明显 | 7 |
| 2. 闪存行业市场广阔，模组+主控模式大有可为 | 9 |
| 2.1. NAND 市场周期性明显，25 年市场持续恢复 | 9 |
| 2.2. AI 数据中心、智能手机持续推动闪存产品需求 | 10 |
| 2.3. 大模型推动 AI 服务器快速增长，DS 推动推理服务器需求增长 | 12 |
| 3. 盈利预测与评级 | 13 |
| 3.1. 盈利预测 | 13 |
| 3.2. 相对估值 | 13 |
| 4. 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 公司发展历程 | 5 |
| 图表 2: 公司股权架构 (截至 2025 年 1 月 23 日) | 5 |
| 图表 3: 公司产品布局 | 6 |
| 图表 4: 德明利 2019-2023 年度营业收入 (亿元) 及增速 | 7 |
| 图表 5: 德明利 2021-2024 Q1-3 营业收入 (亿元) 及增速 | 7 |
| 图表 6: 德明利 2019~2024Q3 毛利率 | 8 |
| 图表 7: 2019-2024Q3 德明利归母净利润 (亿元) 及增速 | 8 |
| 图表 8: 2019-2024Q3 德明利销售/管理/财务费率 | 9 |
| 图表 9: 2019-2024Q3 德明利研发费用及研发费用率 | 9 |
| 图表 10: 2018-2025 年全球 NAND Flash 市场规模 | 10 |
| 图表 11: 2023Q1~2024Q3 全球企业级 SSD 原厂营收 | 11 |
| 图表 12: 2014-2024 年全球智能手机出货量 | 11 |
| 图表 13: 2024~2025 年全球 AI 服务器产值 | 12 |
| 图表 14: 2021~2024 年中国 AI 服务器市场规模 | 12 |
| 图表 15: 德明利收入预测 (亿元) | 13 |
| 图表 16: 可比公司估值表 | 14 |

1. 公司介绍：主控芯片+模组双轮驱动

1.1. 自研主控芯片技术，“小巨人”实力彰显行业先锋

德明利成立于2008年11月，是一家全国领先的自研主控芯片的集成电路设计企业。公司于2008年起步于闪存主控芯片与方案设计，逐步向嵌入式存储、企业级存储、内存条产品拓宽布局，完善公司存储产品线。公司推进多款存储主控芯片的量产与存储模组产品形式销售，拓宽公司产品应用领域与场景。在消费级市场形成具有性价比的标准化移动存储、固态硬盘、内存条等存储产品；面向商规级、工规级、车规级与企业级应用领域，公司优化主控与固件方案，持续为客户提供高品质定制化的存储解决方案。公司加快企业级SSD产品研发与客户验证工作，初步接洽多家国产云服务企业。

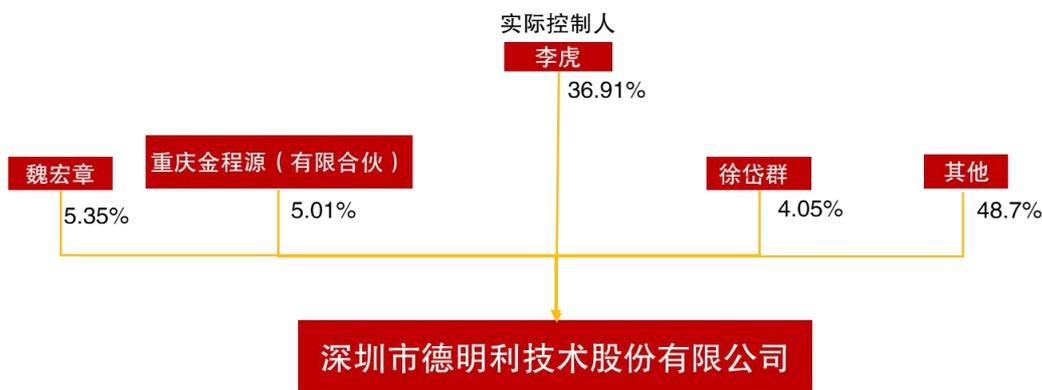
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司年报，公司官网等，华源证券研究所

公司控制权集中，控股结构清晰简洁。公司的实际控制股东为李虎，同时李虎和田华夫妇共同控制公司。截止2025年1月23日，公司的总股本达到16177.27万股，其中李虎直接持有59,704,735股，占公司总股本的36.91%。截止2025年1月23日，公司前四大股东分别为李虎、魏宏章、重庆金程源、徐岱群，股权占比分别为36.91%/5.35%/5.01%/4.05%。

图表 2：公司股权架构（截至2025年1月23日）



资料来源：iFind，华源证券研究所

1.2. 公司核心产品为多种存储模组

公司主要产品包括固态硬盘（消费级 SSD、企业级 SSD、移动固态硬盘 PSSD）、嵌入式存储（eMMC、UFS）、移动存储（存储卡模组、存储盘模组）和内存条（SODIMM 和 UDIMM），目前已广泛应用于数据中心、人工智能、车载电子、手机等应用场景。

SD 卡主要用于存储数字信息的电子闪存数据存储设备，公司已全面布局。公司存储管理解决方案支持多家存储原厂的存储晶圆产品如三星电子、铠侠、西部数据/闪迪、海力士、长江存储等。除此之外，公司自研的主控芯片支持不同存储卡规格和闪存类型，提供高性能数据管理和纠错能力。同时不同主控芯片基于不同工艺制程适用于不同环境和闪存解决方案。U 盘主要用于便携式存储设备，公司存储盘模组性能卓越、成本优势，支持多存储厂商。

固态硬盘可满足大容量存储应用场景的需求，公司的 SSD 产品涵盖多种形态，支持多种协议接口。固态硬盘由固态存储芯片阵列组成，主要产品形式有 SSD（固态硬盘）和 PSSD（移动固态硬盘），广泛应用于个人电脑、数据中心和人工智能等领域。公司的 SSD 系列产品涵盖 2.5 英寸、M.2 和 mSATA 三种形态，支持 SATA3 和 PCIe 等协议接口。采用优质的 NAND Flash 资源以及定制化高性能主控和自主固件，提高性能并满足各种客制化需求。固态硬盘产品在台式机、商用电脑、企业级系统和数据中心中表现出卓越的性能。公司积极布局更高端的 PCIe SSD 解决方案，以加强 PCIe 主控芯片的供应能力，满足下游市场的存储需求。

嵌入式存储在智能终端设备中有广泛应用，公司的 eMMC 产品广泛应用于车规、工规和商规市场，且计划推出 UFS 产品线。随着智能网联汽车的崛起，自动驾驶辅助系统（ADAS）、智能车载娱乐系统（IVI）等车载设备也已成为嵌入式存储的重要应用场景。公司的 eMMC 产品线覆盖车规、工规和商规市场，遵循 eMMC 5.1 主流规范，具有高耐久性能，通过提供丰富的闪存和主控方案来满足不同的市场需求。

内存条广泛应用于个人电脑、数据中心和云服务器，公司已规划覆盖 DDR3、DDR4 和 DDR5 系列规格的产品线体系。公司已组建内存产品线团队，规划覆盖 DDR3、DDR4 和 DDR5 系列规格的产品线体系，包括 SODIMM 和 UDIMM，可广泛应用于各种设备。未来公司将继续研发新型、高性能内存条产品，以满足客户对高速数据处理的需求。公司已开始量产消费级内存并且行业内部分产品样本已用于向客户提供样品。公司最新推出针对 AIPC 的 DDR5 SO-DIMM 和 U-DIMM 内存模组系列产品，单条内存容量高达 48GB，理论带宽 32GB/s，为人工智能存储需求提供高效解决方案。

图表 3：公司产品布局



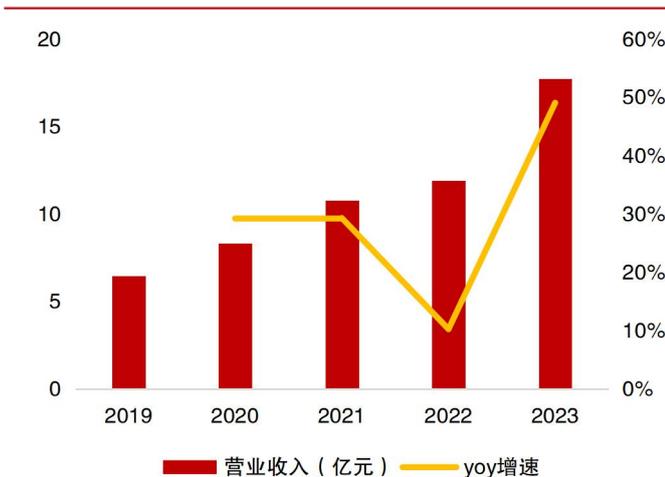
资料来源：公司年报，华源证券研究所

1.3. 营业收入平稳增长

公司历经高速发展,营业收入平稳增长。公司营业收入自 2019 年的 6.5 亿元增长至 2023 年的 17.8 亿元,2023 年营收相较于 2019 年营业收入增长 175%。营业收入的增长除了得益于下游市场需求持续扩大,造成的存储产品的销售量和生产量的大幅增加,也得益于公司在主营业务的突破,推动自研主控开发与升级迭代,积极拓展原有业务,客户持续突破,销售规模实现稳步增长。

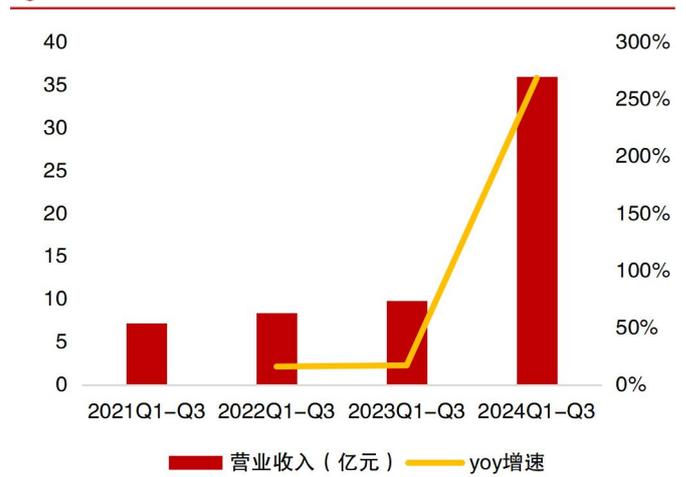
2024 前三季度营业收入高速增长,创历史新高。2024 年前三季度公司实现营业收入 35.97 亿元,同比增长 268.5%。2024 前三季度是公司 2019 年以来增长最快速的时期,主要原因除了行业回暖、存储行业销售价格上涨以外,也得益于公司在上行周期中强大的产品竞争力和业务快速增长。公司在存储主业方面加快完善产品、客户渠道、研发等各方面布局,并积极拓展原有业务。由于前期公司战略储备充足,公司客户导入、行业客户、品牌商合作等工作成果不断显现,推动公司营业销售规模不断增长。

图表 4: 德明利 2019-2023 年度营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: iFind, 华源证券研究所

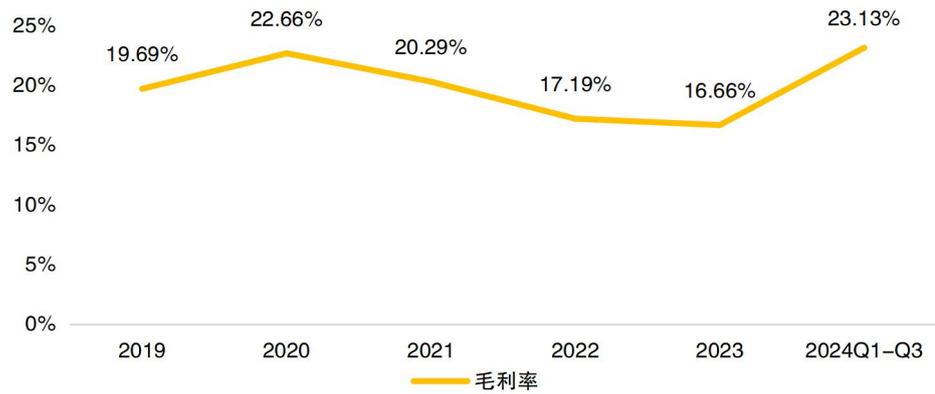
图表 5: 德明利 2021-2024 Q1-3 营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: iFind, 华源证券研究所

1.4. 毛利率整体稳健, 24Q1-Q3 受市场回暖增长明显

公司毛利率五年来一直维持在行业内较高水平,在一定区间内保持相对稳定。公司 2019-2023 的毛利率分别为 19.7%/22.7%/20.3%/17.2%/16.7%。其中 2022 和 2023 年受到行业下行影响,公司毛利率有所下滑。但自 2023 年 Q4 以来,公司毛利率高速增长,2024Q1-3 毛利率为 23.13%,高于公司过去五年的毛利率。主要原因一方面是为存储行业步入上行周期,公司在此期间加大了客户拓展力度,实现业务规模大幅提升;另一方面,公司在行业价格低点时进行了低成本的存货战略储备,建立了成本优势。

图表 6：德明利 2019~2024Q3 毛利率


资料来源：iFind，华源证券研究所

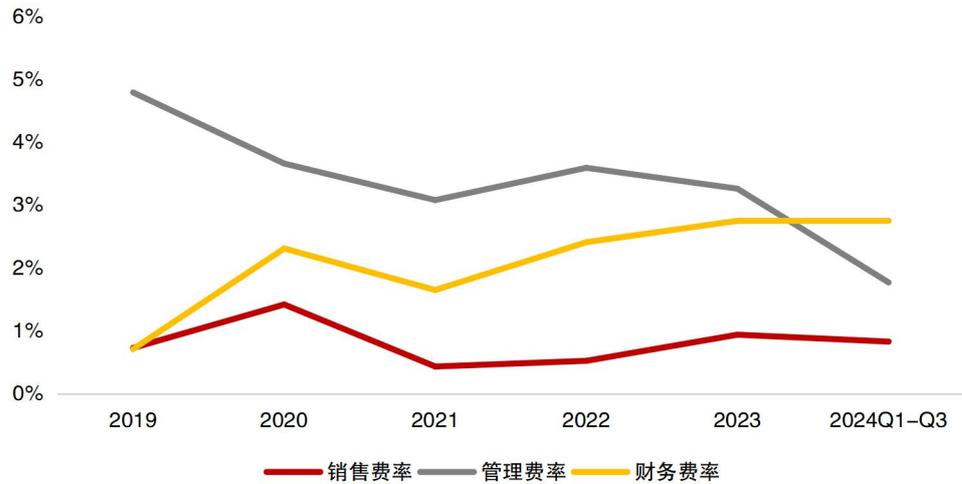
2024 前三季度公司净利润大幅上升，创历史新高。2024Q1-3 公司归母净利润大幅上升至 4.22 亿，同比增长 481.14%，其主要原因系存储行业进入上行周期，存储模组价格持续回暖，行业参与者包括公司在内均实现了净利润的大幅增长；公司在 2023 年行业周期处于低谷、存储晶圆位于价格低点时进行了存货战略储备，具备库存成本优势，2024 年前三季度毛利率相应大幅提升，故净利润上升；此外公司持续完善产品布局、拓展行业客户、与部分大客户的合作不断加深，净利润重新实现增长。

图表 7：2019-2024Q3 德明利归母净利润（亿元）及增速


资料来源：iFind，华源证券研究所

公司销售费用率持续低于可比公司，管理费率稳健。2024 年前三季度公司销售费率为 0.83%，我们认为由于公司未运营自有品牌，无需在品牌推广和营销等方面进行较大资金投入。公司产品主要以存储卡、存储盘等移动存储模组为主，通用性、流通性较强，因此公司销售费用率相对较低。公司管理费用率自 2020 起趋于稳定，2024 年 Q1-3 公司管理费用率下调至 1.77%，财务费率维持在 2.74%，整体管控良好。

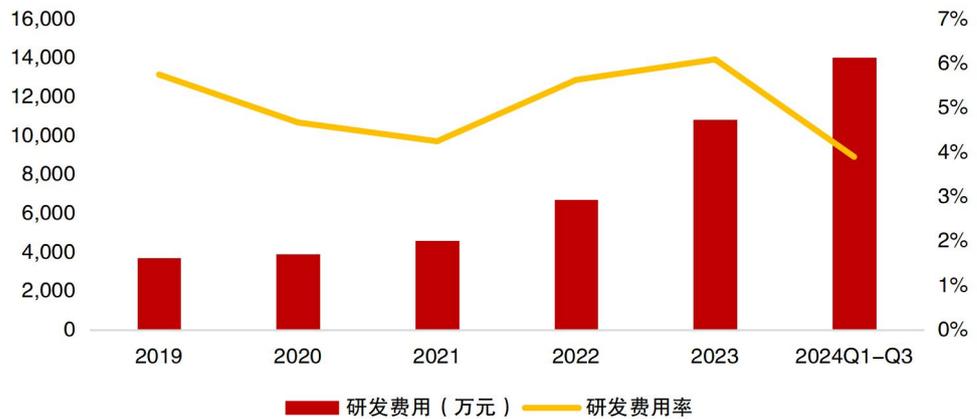
图表 8：2019-2024Q3 德明利销售/管理/财务费率



资料来源：iFind，华源证券研究所

高度重视研发能力，研发人员及费用持续增长。公司高度重视研发团队的建设，大力招聘相关技术人才，2021 年公司研发人员 103 人，截至 2024 年 H1 研发人员数量增至 255 人，占公司员工总数约 39%。2022 年，公司研发费用为 6,693 万元，同比增幅达 46.2%。2023 年，公司研发费用为 1.08 亿元，同比增幅达 61.4%。2024 年 Q1-3 公司研发费用突破 1.40 亿元，较 23 年同期增长 107.49%。研发的持续投入有望加速推动公司实现对更多主控芯片的覆盖，从而持续提升公司业务的整体竞争力，并有望推动毛利率的增长。

图表 9：2019-2024Q3 德明利研发费用及研发费用率



资料来源：iFind，华源证券研究所

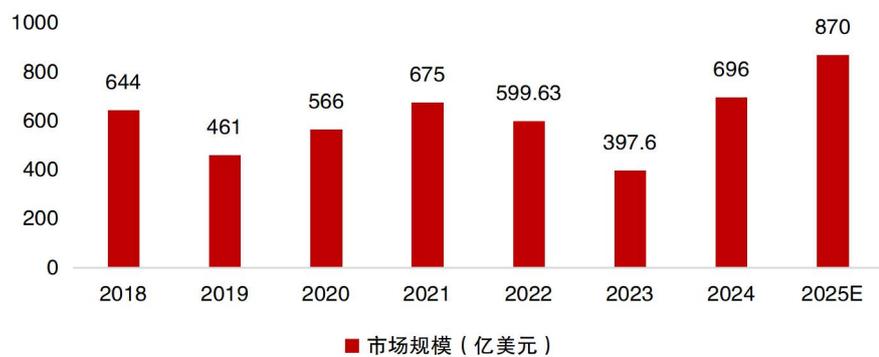
2. 闪存行业市场广阔，模组+主控模式大有可为

2.1. NAND 市场周期性明显，25 年市场持续恢复

2024 年，全球 AI 需求激增，周期向上，驱动 Nand Flash 存储市场稳步增长。2024 年，全球 AI 的需求量急剧增长，使得服务器 eSSD、DDR5 以及 HBM 的需求保持在高位，特别是 AI 服务器大量采用高性能存储以提高整机性能和优化能效。根据 CFM，2024 年第二季度，全球 NAND Flash 市场规模达到 180.0 亿美元，同比增长 97.2%，2024 年 Q3 全球 NAND Flash 市场规模约 190.2 亿美元，同比增长 93.8%，全年全球 NAND Flash 市场规模达到 696 亿美元。

2025 年，大容量 QLC 企业 SSD 与 UFS 崛起和厂商减产，推动全球 NAND Flash 价格反弹，市场规模持续增长。根据 TrendForce 数据，北美云服务提供商已开始广泛采用 QLC 企业 SSD 用于推理人工智能服务器。受大容量 QLC 企业 SSD 的崛起、智能手机中 QLC UFS 的采用、制造商对供应的限制性资本支出以及服务器需求的复苏驱动，2025 年，全球 NAND Flash 市场规模预计将达到 870 亿美元，同比增长 29%。2025 年受消费性电子产品需求疲软叠加 NAND Flash 价格的持续下滑影响，NAND Flash 供应商重启减产策略。根据 TrendForce 预测，2025 年下半年由于供应商的主动减产、智能手机库存去化以及 AI、DeepSeek 应用程序带动的市场需求扩张，有望缓解供过于求的局面促进 NAND Flash 价格回升，在 2025 年 Q3 实现价格反弹，预计增长 10~15%。我们认为，伴随着 25 年 NAND 价格实现反弹，作为头部模组厂之一的德明利，其业绩有望实现边际高增长；受益于其 24 年战略性囤货，公司原材料成本具备一定优势，在售价上涨的周期中，公司毛利率有较大上行空间，从而推动公司利润再上新台阶。

图表 10：2018-2025 年全球 NAND Flash 市场规模

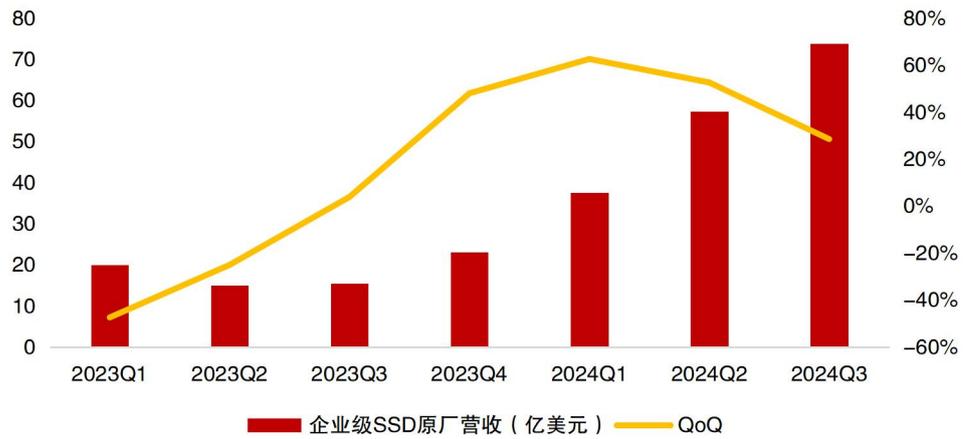


资料来源：德明利公司招股书，CFM 闪存市场官网，华源证券研究所

2.2. AI 数据中心、智能手机持续推动闪存产品需求

AI 服务器带动大容量存储需求扩张，企业级 SSD 持续发力。2024 年上半年受大容量订单需求增加叠加 AI 服务器需求看涨，企业级 SSD 需求迎来回暖期。2024 年 Q1 企业级 SSD 营收升至 37.58 亿美元，环比增长 62.9%，增长动能强劲。二季度英伟达 GPU 平台放量、AI 应用与服务器品牌方需求升温作用带动企业级 SSD 采购容量放量，原厂营收环比增长 50% 以上，二季度营收达 57.38 亿美元。2024 年下半年强劲的 AI 应用需求持续推动企业级 SSD 产业增长，三季度原厂营收实现 73.79 亿美元，环比增长 29%。

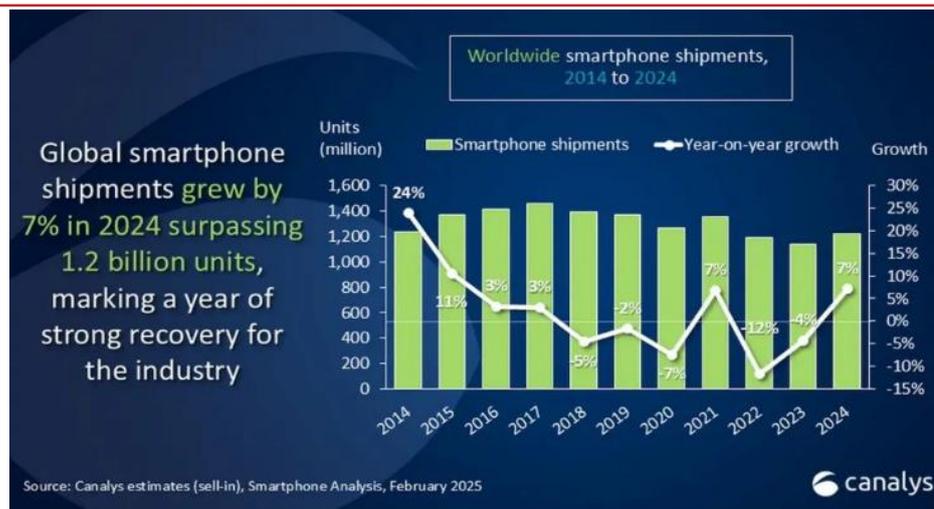
图表 11: 2023Q1~2024Q3 全球企业级 SSD 原厂营收



资料来源: TrendForce, 华源证券研究所

5G 时代催生智能手机市场增长, 2024 年全年全球智能手机出货量达到 12.2 亿部。随着 5G 时代的到来, 5G 手机的更替潮将为 NAND Flash 存储产品带来更强的增长动力。根据 Canals 数据, 得益于厂商推出更新的产品组合和新兴市场经济的宏观稳定, 2024 年第一季度全球智能手机市场出货量达到 2.962 亿部, 同比增长 10%, 二季度智能手机市场持续保持增长, 出货量达到 2.889 亿台, 同比增长 12%。根据 IDC 数据显示, 2024 年三季度全球智能手机出货量同比增长 4%, 达到 3.161 亿部, 四季度出货量则为 3.317 亿部, 同比增长 2.4%。根据 Canals 数据, 2024 年受益于手机综合配置提升和 5G 普及, 全球智能手机的出货量达到 12.2 亿部, 同比增长 7%, 市场经历两年下滑后迎来复苏。我们认为, 下游的需求增长或将进一步推动公司消费级业务成长, 相关产品营收增长展望积极。

图表 12: 2014-2024 年全球智能手机出货量



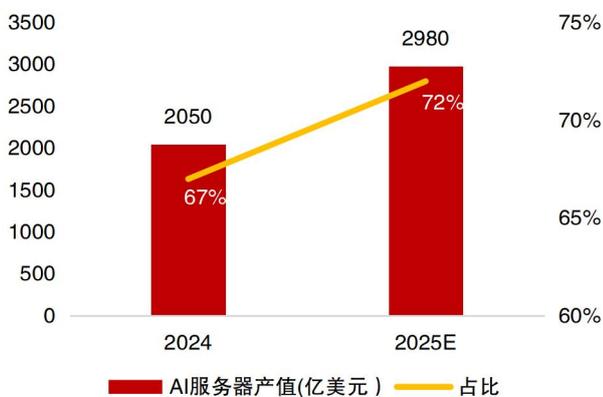
资料来源: Canals, 华源证券研究所

2.3. 大模型推动 AI 服务器快速增长，DS 推动推理服务器需求增长

人工智能热潮下，全球 AI 服务器市场规模预计不断扩大。根据 IDC 数据，2023 年全球服务器市场规模约 1284.71 亿美元，并预计于 2025 年/2026 年分别实现 10.2%与 9.7%的同比增长。其中 AI 服务器收入于 2023 年经历近四倍增长，全球人工智能服务器市场规模达到约 500 亿美元。根据 TrendForce 预测，2024 年 AI 服务器出货量受惠于云服务提供商和原始设备制造商的强劲需求，增幅达 46%。此外 DeepSeek 效应有利于 CSP 积极发展自有 ASIC 方案，提高 AI 推理的优先级，TrendForce 展望 AI 推理服务器占比升至约 50%，推理服务器有望成为市场主流。

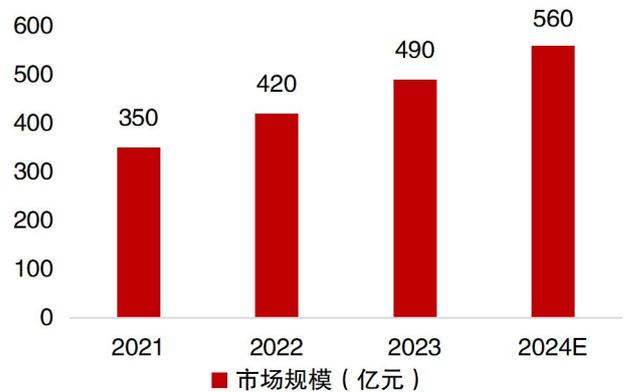
全球 AI 服务器市场规模持续增长，中国 AI 服务器规模稳步发展。根据 TrendForce 调查，2024 年全年整体服务器产值预计为 3060 亿美元，其中 AI 服务器成长动能稳健，强于一般型服务器，产值估计 2050 亿美元，24 年 AI 服务器总出货量同比增长 46%；展望 2025 年因 AI 服务器需求仍处在成长周期，产值有望上升至 2980 亿美元，出货量增速有望突破 28%，市场规模不断扩张。根据中商产业研究院预测，2024 年中国 AI 服务器市场规模约 560 亿元，同比增长约 14%，全年出货量预计达 42.1 万台，呈现稳定发展态势。AI 服务器需求增长或将显著推动企业级 SSD 需求的增长，行业需求的膨胀为德明利这样的模组厂商带来显著的市场机会，有望持续突破企业级 SSD 业务规模，提高未来大容量产品需求订单。

图表 13：2024~2025 年全球 AI 服务器产值



资料来源：TrendForce，华源证券研究所

图表 14：2021~2024 年中国 AI 服务器市场规模



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

1) 移动存储业务：受益于存储市场的增长、存储市场价格的周期回暖以及公司市占率提升，我们假设移动存储业务 2024–2026 年收入同比增长 50.0%/25.0%/20.0%；

2) 固态硬盘业务：受益于公司在消费级固态硬盘业务的持续发力，主控芯片的研发与推广，我们假设固态硬盘业务 2024–2026 年收入同比增长 270.0%/25.0%/20.0%；

3) 企业级存储业务：公司近年来对企业级存储产品全力攻关，随着大客户的验证完成，相关业务有望快速放量，我们假设企业级存储业务 2025–2026 年收入同比增长 1000.0%/80.0%；

4) 嵌入式存储：公司持续发力嵌入式存储业务，我们假设嵌入式业务 2024–2026 年收入同比增长 800.0%/80.0%/35.0%。

图表 15：德明利收入预测（亿元）

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-------|----------|---------|----------|--------|
| 营业收入 | 11.91 | 17.76 | 47.14 | 80.78 | 111.31 |
| yoy | | 49.15% | 165.43% | 71.36% | 37.80% |
| 移动存储 | 5.88 | 10.35 | 15.52 | 19.40 | 23.28 |
| yoy | | 75.93% | 50.00% | 25.00% | 20.00% |
| 固态硬盘 | 1.85 | 6.86 | 25.37 | 31.71 | 38.06 |
| yoy | | 269.97% | 270.00% | 25.00% | 20.00% |
| 企业级存储 | 0.00 | 0.00 | 2.00 | 22.00 | 39.60 |
| yoy | | | | 1000.00% | 80.00% |
| 嵌入式存储 | 0.02 | 0.46 | 4.15 | 7.46 | 10.07 |
| yoy | | 1906.20% | 800.00% | 80.00% | 35.00% |
| 其他产品 | 0.18 | 0.09 | 0.10 | 0.20 | 0.30 |
| yoy | | -48.67% | 5.93% | 100.00% | 50.00% |

资料来源：ifind，华源证券研究所

3.2. 相对估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 3.97/6.57/10.08 亿元，同比增速分别为 1489.09%/65.31%/53.45%，当前股价对应的 PE 分别为 51.11/30.92/20.15 倍。我们选取江波龙/佰维存储/兆易创新/普冉股份为可比公司，2024–2026 年平均 PE 分别为 73.3/44.3/34.9，鉴于产业周期复苏推动的业绩弹性以及主控芯片+企业级存储推动的业绩增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 16: 可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 | | | EPS | | | PE | | |
|--------|------|-----------|-----|-----|-----|-------|------|------|--|--|
| | | 2025/3/25 | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E | | |
| 301308 | 江波龙 | 94.5 | 1.2 | 1.9 | 2.5 | 78.8 | 48.8 | 37.4 | | |
| 688525 | 佰维存储 | 69.5 | 0.7 | 1.4 | 1.8 | 103.7 | 48.0 | 38.6 | | |
| 603986 | 兆易创新 | 119.31 | 1.7 | 2.5 | 3.2 | 71.1 | 47.7 | 36.9 | | |
| 688766 | 普冉股份 | 107.9 | 2.7 | 3.3 | 4.0 | 39.5 | 32.6 | 26.9 | | |
| | 平均值 | | | | | 73.3 | 44.3 | 34.9 | | |
| 001309 | 德明利 | 125.5 | 2.5 | 4.1 | 6.2 | 51.1 | 30.9 | 20.1 | | |

资料来源: ifind, 华源证券研究所。可比公司的盈利预测来自 ifind 一致预期, 德明利的盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

- 1) 新产品放量不及预期的风险: 存储产品的销售具有一定周期性, 新产品的销售和订单也有波动性, 存在新产品放量不及预期的风险;
- 2) 闪存价格下跌的风险: 闪存行业具有较强周期性, 尤其是闪存价格波动明显, 存在闪存价格下跌的风险;
- 3) 市场竞争加剧的风险: 国内外模组厂商较多, 竞争较为激烈, 存在市场竞争加剧的风险;
- 4) 主控芯片研发不及预期的风险: 主控研发难度大, 流片费用昂贵, 主控芯片研发存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 货币资金 | 274 | 471 | 742 | 2,071 |
| 应收票据及账款 | 434 | 1,123 | 1,925 | 2,653 |
| 预付账款 | 106 | 409 | 701 | 967 |
| 其他应收款 | 14 | 65 | 111 | 153 |
| 存货 | 1,932 | 3,404 | 4,696 | 5,406 |
| 其他流动资产 | 108 | 282 | 482 | 665 |
| 流动资产总计 | 2,868 | 5,755 | 8,658 | 11,915 |
| 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 166 | 155 | 150 | 145 |
| 在建工程 | 6 | 41 | 55 | 55 |
| 无形资产 | 5 | 4 | 6 | 9 |
| 长期待摊费用 | 146 | 147 | 135 | 96 |
| 其他非流动资产 | 95 | 100 | 104 | 106 |
| 非流动资产合计 | 420 | 448 | 451 | 413 |
| 资产总计 | 3,288 | 6,203 | 9,109 | 12,328 |
| 短期借款 | 1,580 | 3,423 | 5,023 | 6,823 |
| 应付票据及账款 | 243 | 884 | 1,548 | 2,106 |
| 其他流动负债 | 97 | 263 | 458 | 624 |
| 流动负债合计 | 1,920 | 4,570 | 7,028 | 9,552 |
| 长期借款 | 187 | 157 | 119 | 66 |
| 其他非流动负债 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 非流动负债合计 | 245 | 216 | 177 | 124 |
| 负债合计 | 2,165 | 4,786 | 7,205 | 9,676 |
| 股本 | 113 | 113 | 162 | 162 |
| 资本公积 | 751 | 751 | 703 | 705 |
| 留存收益 | 258 | 548 | 1,027 | 1,762 |
| 归属母公司权益 | 1,122 | 1,412 | 1,892 | 2,629 |
| 少数股东权益 | 1 | 5 | 12 | 23 |
| 股东权益合计 | 1,123 | 1,417 | 1,904 | 2,651 |
| 负债和股东权益合计 | 3,288 | 6,203 | 9,109 | 12,328 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 税后经营利润 | 26 | 378 | 640 | 995 |
| 折旧与摊销 | 57 | 80 | 97 | 110 |
| 财务费用 | 49 | 116 | 188 | 257 |
| 投资损失 | 2 | -10 | -10 | -10 |
| 营运资金变动 | -1,185 | -1,882 | -1,775 | -1,203 |
| 其他经营现金流 | 36 | 24 | 24 | 24 |
| 经营性现金净流量 | -1,015 | -1,295 | -836 | 173 |
| 投资性现金净流量 | 92 | -98 | -89 | -60 |
| 筹资性现金净流量 | 1,145 | 1,591 | 1,196 | 1,217 |
| 现金流量净额 | 213 | 197 | 270 | 1,330 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|-----------|------------|------------|--------------|
| 营业收入 | 1,776 | 4,714 | 8,078 | 11,131 |
| 营业成本 | 1,480 | 3,765 | 6,593 | 8,970 |
| 税金及附加 | 4 | 11 | 19 | 27 |
| 销售费用 | 17 | 47 | 73 | 100 |
| 管理费用 | 58 | 94 | 145 | 178 |
| 研发费用 | 108 | 203 | 323 | 423 |
| 财务费用 | 49 | 116 | 188 | 257 |
| 资产减值损失 | -47 | -28 | -40 | -56 |
| 信用减值损失 | -6 | -17 | -29 | -40 |
| 其他经营损益 | 0 | -46 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -2 | 10 | 10 | 10 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 资产处置收益 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 6 | 9 | 9 | 9 |
| 营业利润 | 9 | 405 | 686 | 1,102 |
| 营业外收入 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 15 | 410 | 691 | 1,107 |
| 所得税 | -11 | 8 | 28 | 89 |
| 净利润 | 26 | 401 | 664 | 1,018 |
| 少数股东损益 | 1 | 4 | 7 | 10 |
| 归属母公司股东净利润 | 25 | 397 | 657 | 1,008 |
| EPS(元) | 0.15 | 2.46 | 4.06 | 6.23 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|----------|-----------|--------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营收增长率 | 49.15% | 165.43% | 71.36% | 37.80% |
| 营业利润增长率 | -85.84% | 4,460.79% | 69.54% | 60.53% |
| 归母净利润增长率 | -62.80% | 1,489.09% | 65.31% | 53.45% |
| 经营现金流增长率 | -207.02% | -27.54% | 35.42% | 120.63% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 16.66% | 20.12% | 18.38% | 19.42% |
| 净利率 | 1.45% | 8.52% | 8.21% | 9.15% |
| ROE | 2.23% | 28.14% | 34.71% | 38.33% |
| ROA | 0.76% | 6.40% | 7.21% | 8.17% |
| 估值倍数 | | | | |
| P/E | 812.15 | 51.11 | 30.92 | 20.15 |
| P/S | 11.43 | 4.31 | 2.51 | 1.82 |
| P/B | 18.09 | 14.38 | 10.73 | 7.72 |
| 股息率 | 0.07% | 0.53% | 0.88% | 1.34% |
| EV/EBITDA | 103 | 39 | 26 | 18 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。