德明利（001309.SZ）

1Q25收入逆势同环比增长，产品线与客户结构加速升级

优于大市

核心观点

公司1Q25收入逆势同比增长54.41%。公司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、移动存储及内存条等。24年存储价格呈现前高后低趋势，受存储价格回落影响4Q24上游厂商再次减产，存储价格于1Q25触底，预计25年存储价格有望温和复苏。在此背景下：尽管1Q25存储价格下降触底，公司通过渠道及客户拓展仍逆势实现营收12.52亿元(YoY+54.4%，QoQ+6.5%)，短期受研发投入同比增长97.77%、银行贷款增加带来的财务费用增加及存货跌价准备等影响，扣非归母净利润-0.75亿元(YoY-138.9%，QoQ+24.7%)同比下降，随价格触底企稳公司1Q25亏损环比收窄，毛利率5.8%(YoY-31.4pct，QoQ+5.5pct)环比改善。目前公司研发投入已在收入端逐步体现，未来待规模稳定后盈利有望逐步改善。

产品结构持续优化，SSD与嵌入式存储双轮驱动。目前公司已形成移动存储、固态硬盘、嵌入式存储和内存条四大产品线。24年固态硬盘营收23.00亿元(+235.46%，占48%)，高速PCIe SSD销售规模同比增加979%，2TB以上高容量SSD产品快速提升；嵌入式存储营收8.43亿元(YoY+1730.60%，占18%)eMM通过主流5G平台认证，LPDDR已具备量产能力；内存条产品已量产出货。

企业级存储成功导入头部客户，打开长期成长空间。随着AI推动国内云服务厂商资本开支增加，服务器需求旺盛打开国产企业级SSD增量空间。公司在需求窗口期推出了企业级存储解决方案并成功进入云服务厂商供应链体系。M.2 NVMe PCIe 5.0 SSD已向多家云服务企业送样，部分产品已成功导入。此外公司建设了企业级存储产品测试线以补齐解决方案能力。

自研主控顺利推进，逐步构建“主控+模组”模式。目前公司新一代自研SD6.0存储卡主控芯片和SATA SSD主控芯片（采用RISC-V指令集）均成功量产，搭载自研主控的模组产品进入客户验证与导入阶段。高门槛PCIe SSD、UFS、eMMC主控芯片持续开发中。公司完成定增募资9.72亿元，部分重点投向PCIe SSD和嵌入式存储主控芯片研发，未来有望成为公司第三增长曲线。

投资建议：由于存储价格下跌，公司资产减值损失高于我们此前预期，毛利率低于此前预期，基于公司24年与25年一季度情况，上调研发投入，下调毛利率及净利润，预计25-27年归母净利润为3.61/4.93/7.32亿元(前值25-26年8.3/8.6亿元)，对应25-27年PE分别为50/42/28倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：消费电子及服务器需求不及预期，产品产能提升不及预期。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,776	4,773	6,772	8,312	9,651
(+/-%)	49.2%	168.7%	41.9%	22.8%	16.1%
净利润(百万元)	25	351	361	493	732
(+/-%)	-62.8%	1302.3%	2.9%	36.6%	48.6%
每股收益（元）	0.22	2.17	2.23	3.05	4.53
EBIT Margin	6.1%	10.7%	8.1%	9.6%	10.8%
净资产收益率（ROE）	2.2%	14.1%	13.2%	16.0%	20.4%
市盈率（PE）	577.9	58.8	57.2	41.9	28.2
EV/EBITDA	135.2	46.6	50.2	36.7	27.4
市净率（PB）	12.88	8.32	7.55	6.71	5.76

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：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	127.50元
总市值/流通市值	20626/11174百万元
52周最高价/最低价	163.58/61.99元
近3个月日均成交额	935.46百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

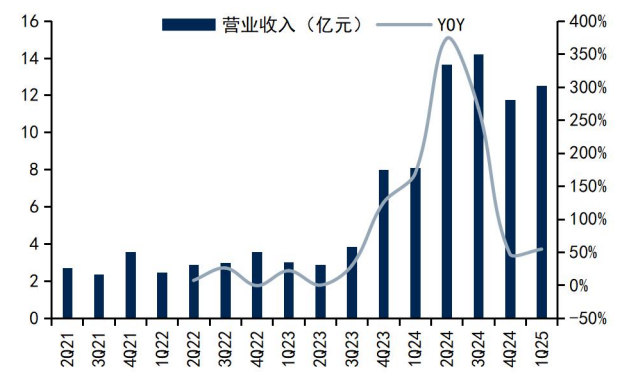
相关研究报告

《德明利（001309.SZ）-1Q24利润持续高增，产品结构加速优化》——2024-05-05

《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

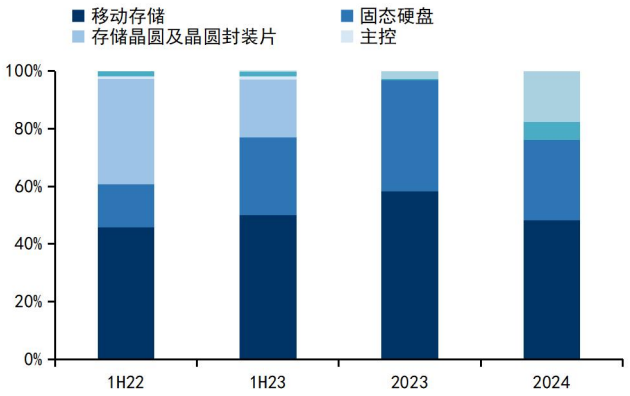
《德明利（001309.SZ）-自研主控与产品线扩展打开成长空间》——2023-11-12

图1：公司单季度营业收入及增速（亿元、%）



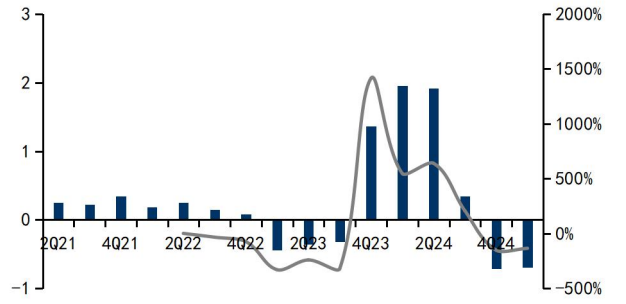
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司营收结构



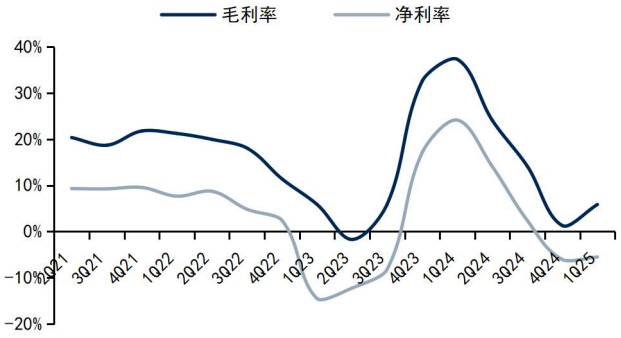
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度归母净利润及增速（亿元、%）



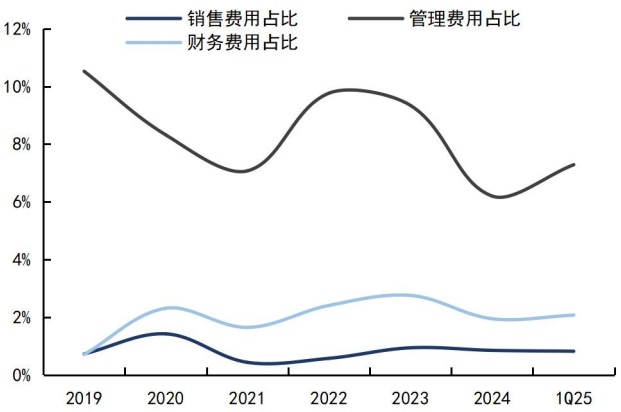
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度毛利率与净利率变化（亿元）



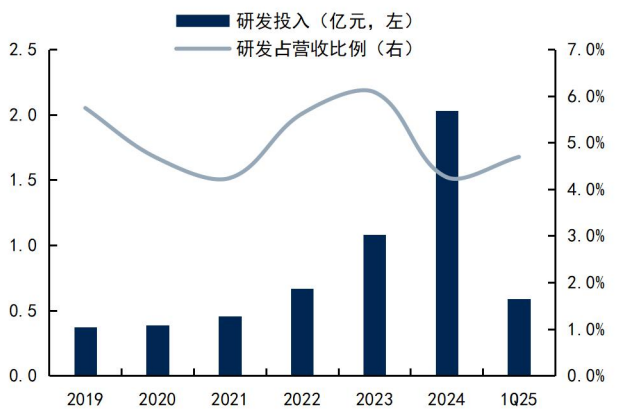
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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，%）

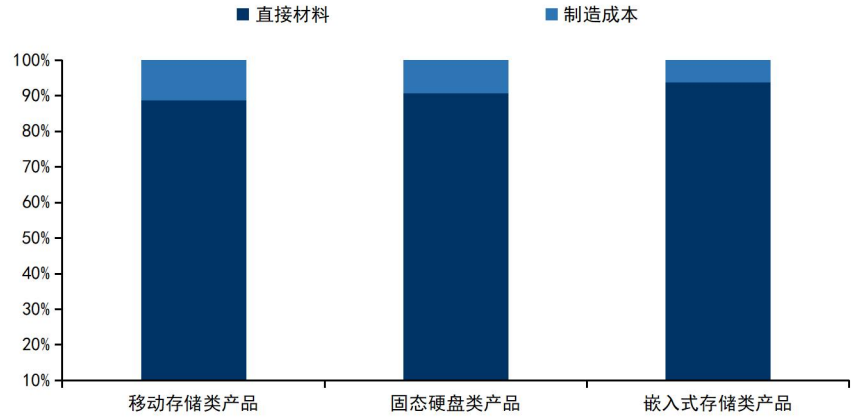


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

晶圆作为主要直接材料占存储模组成本较高，存储价格波动对产品成本影响大。根据公司公告，移动存储直接材料占比为 88.6%，固态硬盘类产品直接材料占比为 91%，嵌入式存储直接材料占比为 94%；直接材料中晶圆占比较高，因此晶圆价格波动将直接影响产品成本；存储产品价格波动将会影响毛利率。

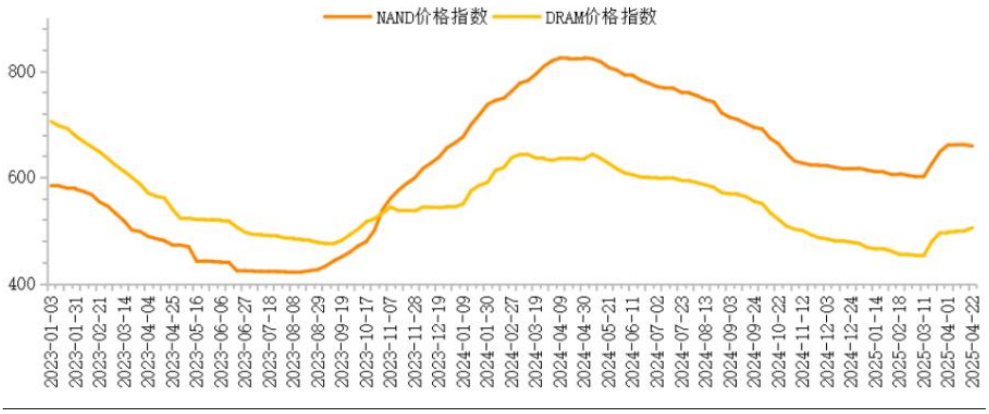
图 9：24 全年公司产品成本结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下游需求不及预期，存储价格 24 年下半年承压影响模组毛利率。2024 年全球存储市场呈现出明显的前高后低趋势与结构性分化特征。2024 年上半年存储器市场合约价保持上涨加速复苏，而到了下半年由于市场需求变化步入库存消化阶段，存储器合约价遇到下行压力。根据 CFM 闪存市场数据，2024 年 NAND Flash 市场综合价格指数下跌 5.9%，DRAM 市场综合价格指数下跌 12.7%。

图 9：DRAM 及 NAND Flash 价格指数变化



资料来源：CFM 闪存市场，国信证券经济研究所整理

原厂陆续减产，存储价格 25 年有望呈现前低后高趋势。根据 TrendForce 预计 2Q25 NAND Flash 价格止跌回稳。得益于 NAND Flash 原厂 4Q24 开始陆续减产，效应逐步显现。预计模组端：Client SSD 历经去库存，OEM 厂商有回补需求，合约价季增 3%-8%；企业级 SSD 预计第二季合约价持平；eMMC 受智能电视等出货量增长及国补政策带动订单增加，预计第二季合约价持平；UFS 在高端智能手机及车载存储需求支撑合约价预计持平。原材料晶圆(Wafer)端：随价格触底、下游补库以及企业级高端 Wafer 需求，2Q25 预期 NAND Flash Wafer 合约价将季增 10%至 15%。

根据 TrendForce 预计 2Q25 传统 DRAM 价格跌幅收窄。PC 由于海力士减少 PC DDR5 供给价格预计持平，DDR4 需求仍疲弱但考虑 PC 补库需求增加，2Q25 价格降幅有望收窄至个位数。Server DRAM 受 CS 采购带动 DDR5 需求，原厂 DDR4 转产 DDR5 仍有供货瓶颈，预计 DDR5 止跌，整体趋势与 PC 应用接近。手机 DRAM 在国内补贴带动下高端机占比提升，LPDDR5X 需求增加，价格预计上涨，LPDDR4X 供应充足，预计 2Q25 跌幅收敛至小个位数。消费类 DRAM 受供给端收敛影响明显，DDR3、DDR4 价格有望企稳回暖。

图7：2Q25 NAND 价格趋势预测

	1Q25E	2Q25F
eMMC UFS	Down 15-20%	Mostly flat
Enterprise SSD	Down 18-23%	Mostly flat
Client SSD	Down 18-23%	Up 3-8%
3D NAND Wafers (TLC & QLC)	Down 8-13%	Up 10-15%
Total NAND Flash	Down 15-20%	Up 0-5%

资料来源：Trendforce、国信证券经济研究所整理

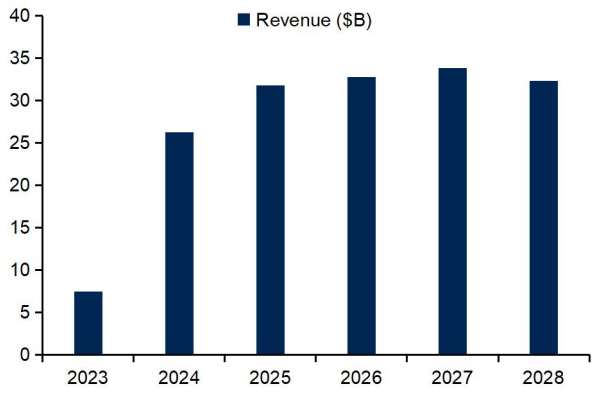
图8：2Q25 DRAM 价格趋势预测

	1Q25E	2Q25F
PC DRAM	DDR4: down 13~18% DDR5: down 10~15% Blended: down 10~15%	DDR4: down 3~8% DDR5: mostly flat Blended: mostly flat
Server DRAM	DDR4: down 10~15% DDR5: down 3~8% Blended: down 5~10%	DDR4: down 3~8% DDR5: mostly flat Blended: mostly flat
Mobile DRAM	LPDDR4X: down 8~13% LPDDR5X: down 3~8%	LPDDR4X: down 0~5% LPDDR5X: up 0~5%
Graphics DRAM	GDDR6: down 8~13% GDDR7: down 0~5%	GDDR6: down 3~8% GDDR7: down 0~5%
Consumer DRAM	DDR3: down 3~8% DDR4: down 10~15%	DDR3: mostly flat DDR4: up 0~5%
Total DRAM	Conventional DRAM: down 8~13% HBM Blended: down 0~5% (HBM Penetration: 8%)	Conventional DRAM: down 0~5% HBM Blended: up 3~8% (HBM Penetration: 9%)

资料来源：Trendforce、国信证券经济研究所整理

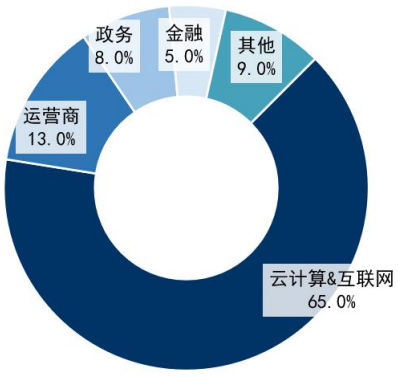
云计算与互联网厂商需求增长，国产企业级 SSD 迎增量机遇。AI 应用兴起全球算力快速增长，数据存储加速升级。随着视频、图像数据越来越多保存下来并用于模型训练，AI 对存储性能、功耗及成本要求提升，数据中心存储介质从传统机械硬盘 HDD（磁存储）向企业级固态硬盘 SSD（半导体存储）过渡，根据 IDC 数据，预计 28 年全球企业级存储市场容量从 24 年 262 亿美金增加至 28 年 324 亿美金。目前国内企业级固态硬盘采购主力为云计算与互联网企业（占 65%），随着国内头部云服务商如腾讯、阿里巴巴资本开支持续上升，高性能存储需求持续增长。目前国内企业级存储产品供应商仍以海外为主，下游国产云计算与互联网厂商需求增加打开国产化替代窗口，国产企业级 SSD 有望加速导入并实现放量。

图9：2023-2028 年全球企业级 SSD 市场容量（十亿美元）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图10：中国企业级固态硬盘客户结构



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

随着行业价格触底，25 年存储价格有望温和复苏，在此基础上公司企业级 SSD 产品、嵌入式产品在大客户端的增量将成为主要增长方向：目前公司已形成移动存储、固态硬盘、嵌入式存储和内存条四大产品线：

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 价格企稳温和复苏，我们预计 25-27 年移动存储业务收入约 24.15/25.36/26.63 亿元。

固态硬盘（SSD）：公司目前公司目前拥有 2.5 inch、SATA、M.2、U.2 等形态的 SSD 系列产品，除 SATA 接口外，M.2 支持 SATA3、PCIe 两种协议接口。公司产品通过原厂 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。24 年公司高速 PCIe 固态硬盘销售规模同比提升 979%，2TB 以上高容量固态硬盘销售规模快速提升；此外，随国产 CSP 厂商资本开支增长打开国产企业级 SSD 增长窗口，公司已给多家云服务企业进行送样，部分产品已顺利通过客户验证并成功导入，我们认为随企业级 SSD 产品加速放量，该业务将保持高速成长，预计固态硬盘业务 25-27 年对应营收 27.70 /36.31 /41.31 亿元。

嵌入式存储：嵌入式存储广泛应用于智能终端，公司目前嵌入式存储产品线已经布局车规、工规、商规，产品矩阵已经涵盖 eMMC、UFS、LPDDR 等核心品类。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，预计 25-27 年营收 12.65/15.02/18.93 亿元。

其他：包括内存条、主控等产品。公司已组建了内存条产品线相关团队，并规划覆盖 DDR3、DDR4 及 DDR5 系列规格，目前公司消费级内存已经开始量产出货，行业客户、品牌终端客户产品送样与验证工作加速推进；预计该业务有望在 26-27 年进入就放量期，对应 25-27 年营收预测为 3.21/6.43/9.64 亿元。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2023	2024	2025	2026	2027
营业收入(百万元)	17.76	47.73	67.72	83.12	96.51
移动存储	10.35	23.00	24.15	25.36	26.63
固态硬盘	6.86	13.37	27.70	36.31	41.31
嵌入式存储	0.46	8.43	12.65	15.02	18.93
其他	0.09	2.92	3.21	6.43	9.64
同比增速(%)	49%	169%	42%	23%	16%
移动存储	46%	122%	5%	5%	5%
固态硬盘	53%	95%	107%	31%	14%
嵌入式存储	1906%	1731%	50%	19%	26%
其他	-71%	2995%	10%	100%	50%
毛利率(%)	16.66%	17.75%	14.82%	16.11%	17.23%

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 24 年下半年需求不及此前预期，存储价格下跌，存货跌价带了影响大于此前预测，公司研发投入高于预期，基于公司 24 年与 25 年一季度经营情况，下调 25-26 年净利润预测，预计 25-27 年归母净利润为 3.61/4.93/7.32 亿元（前值 25-26 年 8.3/8.6 亿元），对应 25-27 年 PE 分别为 50/42/28 倍，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	274	916	916	550	550
应收款项	448	444	629	773	897
存货净额	1932	4436	7519	9122	8362
其他流动资产	214	273	394	491	579
流动资产合计	**2868**	**6069**	**9459**	**10935**	**10388**
固定资产	50	141	380	669	1017
无形资产及其他	5	22	21	20	19
其他长期资产	364	335	335	335	335
长期股权投资	1	1	1	1	1
资产总计	**3288**	**6568**	**10196**	**11960**	**11760**
短期借款及交易性金融负债	1600	2027	4848	5912	4899
应付款项	243	927	1366	1652	1892
其他流动负债	77	179	262	316	362
流动负债合计	**1920**	**3132**	**6476**	**7880**	**7154**
长期借款及应付债券	74	786	786	786	786
其他长期负债	171	168	202	220	236
长期负债合计	**245**	**954**	**987**	**1005**	**1021**
负债合计	**2165**	**4086**	**7464**	**8885**	**8175**
少数股东权益	1	1	2	2	2
股东权益	1122	2480	2731	3073	3582
负债和股东权益总计	**3288**	**6568**	**10196**	**11960**	**11760**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.22	2.17	2.23	3.05	4.53
每股红利	0.40	0.66	0.68	0.93	1.38
每股净资产	9.90	15.33	16.88	19.00	22.15
ROIC	5%	10%	5%	6%	8%
ROE	2%	14%	13%	16%	20%
毛利率	17%	18%	15%	16%	17%
EBIT Margin	6%	11%	8%	10%	11%
EBITDA Margin	7%	11%	8%	10%	11%
收入增长	49%	169%	42%	23%	16%
净利润增长率	-63%	1302%	3%	37%	49%
资产负债率	66%	62%	73%	74%	70%
息率	0.2%	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%
P/E	577.9	58.8	57.2	41.9	28.2
P/B	12.9	8.3	7.6	6.7	5.8
EV/EBITDA	135.2	46.6	50.2	36.7	27.4

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**1776**	**4773**	**6772**	**8312**	**9651**
营业成本	1480	3925	5768	6973	7989
营业税金及附加	4	2	3	4	5
销售费用	17	40	48	56	62
管理费用	58	93	113	130	144
研发费用	108	203	288	354	410
财务费用	49	93	170	262	268
投资收益	(2)	(1)	10	2	4
资产减值及公允价值变动	(47)	(72)	(31)	(37)	(30)
其他	(2)	34	17	16	21
营业利润	9	377	376	515	768
营业外净收支	6	2	4	4	3
利润总额	**15**	**379**	**380**	**519**	**771**
所得税费用	(11)	28	19	26	39
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**25**	**351**	**361**	**493**	**732**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	26	351	361	493	733
资产减值准备	53	95	38	46	42
折旧摊销	14	22	9	9	9
公允价值变动损失	0	(20)	(7)	(9)	(12)
财务费用	29	83	170	262	268
营运资本变动	(1282)	(1654)	(2827)	(1476)	862
其它	145	(140)	(208)	(308)	(310)
经营活动现金流	**(1015)**	**(1263)**	**(2464)**	**(983)**	**1592**
资本开支	(102)	(124)	(247)	(297)	(356)
其它投资现金流	194	4	0	0	0
投资活动现金流	**92**	**(120)**	**(247)**	**(297)**	**(356)**
权益性融资	27	1032	(0)	0	0
负债净变化	74	712	0	0	0
支付股利、利息	(45)	(107)	(110)	(150)	(223)
其它融资现金流	1090	414	2821	1063	(1012)
融资活动现金流	**1145**	**2052**	**2711**	**913**	**(1236)**
现金净变动	**213**	**652**	**0**	**(366)**	**0**
货币资金的期初余额	49	262	914	914	548
货币资金的期末余额	262	914	914	548	548
企业自由现金流	(1184)	(1284)	(2542)	(1008)	1504
权益自由现金流	(20)	(158)	117	(194)	237

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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