

德明利 (001309.SZ)

2025 收入同环比增超 100%，嵌入式与固态硬盘加速放量

优于大市

核心观点

公司 2025 收入同环比增长超 100%，客户与产品数量持续增长。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。1H25 存储行业在原厂产能调控及需求复苏驱动下逐季上行，公司通过嵌入式、企业级客户拓展，1H25 实现营收 41.09 亿元 (YoY+88.83%)。其中 2025 随客户陆续放量，单季度实现营收 28.57 亿元 (YoY+109.27%，QoQ+128.19%)，盈利能力已现改善趋势，25Q2 归母净利润为-0.49 亿元，环比一季度减亏 29.28%；短期受成本影响 1H25 毛利率为 5.03% (YoY-23.98pct)，预计随终端存储产品价格修复，毛利率有望逐步改善。

1H25 嵌入式产品营收同比增长 290.1%，客户数量加速增长。1H25 嵌入式存储实现营收 17.00 亿元 (YoY+290.10%)，营收占比提升至 41.37%；公司已经布局车规、工规、商规应用，公司 eMMC 产品已通过主流 5G 平台认证，LPDDR4X 已实现批量出货，LPDDR5/5X 正加快验证；针对高速、大容量的应用包含端侧 AI 应用场景，公司推出了多款 LPDDR、UFS 产品，客户数量持续增加。

1H25 固态硬盘营收同比增长 64.6%，内存条开始起量。1H25 固态硬盘实现营收 15.34 亿元 (YoY+64.62%)，营收占比约 37%。公司已成功进入多家知名厂商供应链，部分客户已经实现批量出货，在工规级应用端构建了主流接口及多元形态的全场景布局，产品实现全容量段覆盖。企业级存储解决方案已推出，并进入头部云服务商供应链。内存条业务起量，1H25 实现营收 3.38 亿元，占 8.22%，企业级 RDIMM 目前已成功导入核心客户体系。

自研主控顺利推进，形成“主控芯片+固件算法+场景适配”定制能力。目前搭载公司自研采用 RISC-V 指令集的 SATA SSD 主控芯片已完成产品与客户导入工作，并实现批量销售；基于 40nm 工艺的新一代 SD6.0 存储卡主控芯片成功量产，进入送样验证阶段。此外，目前公司正在推进三颗主控芯片立项研发以满足客户的定制化需求。

投资建议：考虑公司上半年收入规模增长及费用投入高于预期，结合公司 1H25 情况，略调整公司收入及费用率，预计 25-27 年归母净利润为 3.61/5.10/10.17 亿元 (前值 25-26 年 3.61/4.93/7.32 亿元)，对应 25-27 年 PE 分别为 56/37/24 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	10,017	13,371	16,979
(+/-%)	49.2%	168.7%	109.9%	33.5%	27.0%
净利润(百万元)	25	351	361	510	1017
(+/-%)	-62.8%	1302.3%	2.9%	41.4%	99.5%
每股收益(元)	0.22	2.17	1.59	2.25	4.48
EBIT Margin	6.1%	10.7%	6.0%	7.6%	9.4%
净资产收益率 (ROE)	2.2%	14.1%	12.9%	16.2%	26.4%
市盈率 (PE)	439.1	44.7	60.9	43.1	21.6
EV/EBITDA	107.0	37.2	56.0	37.1	23.8
市净率 (PB)	9.78	6.32	7.86	6.98	5.70

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：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

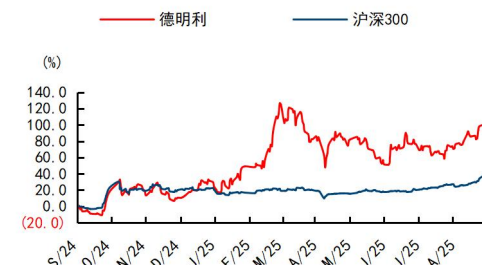
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	96.88 元
总市值/流通市值	21981/15479 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	703.95 百万元

市场走势

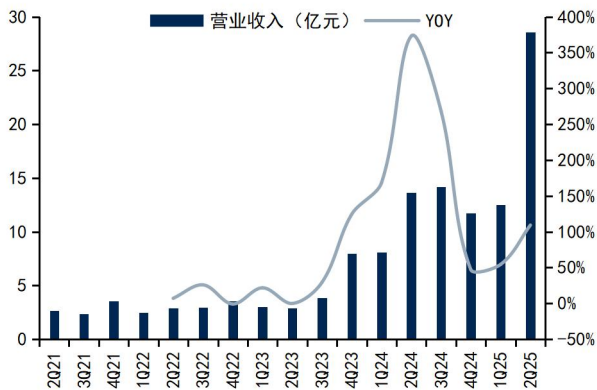


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

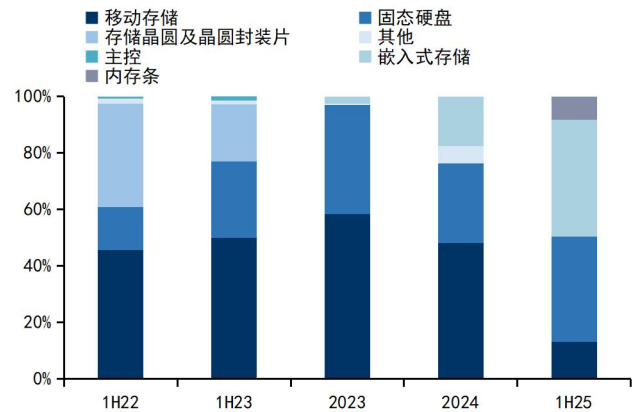
- 《德明利 (001309.SZ) -1Q25 收入逆势同环比增长，产品线与客户结构加速升级》——2025-05-03
- 《德明利 (001309.SZ) -1Q24 利润持续高增，产品结构加速优化》——2024-05-05
- 《德明利 (001309.SZ) -4Q23 归母净利润扭亏，随存储上行周期加速成长》——2024-02-05
- 《德明利 (001309.SZ) -自研主控与产品线扩展打开成长空间》——2023-11-12

图1：公司单季度营业收入及增速（亿元、%）



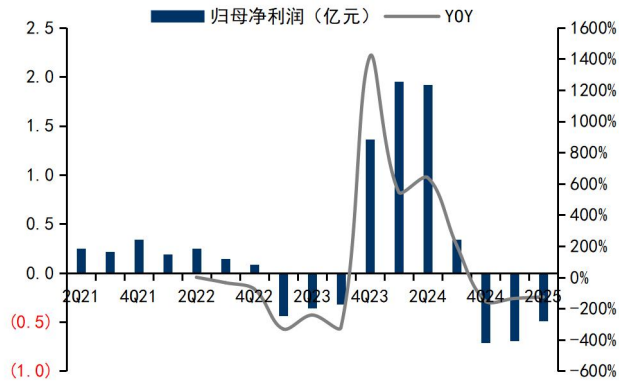
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司营收结构



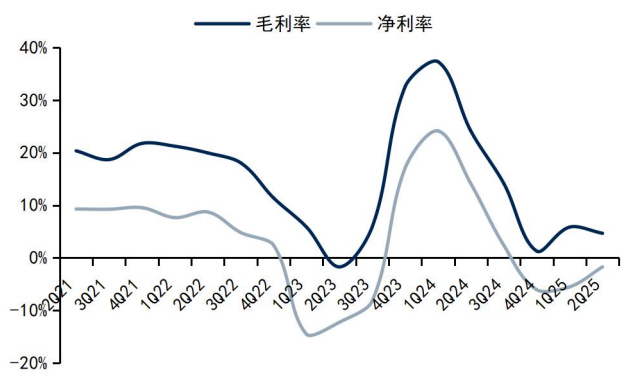
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度归母净利润及增速（亿元、%）



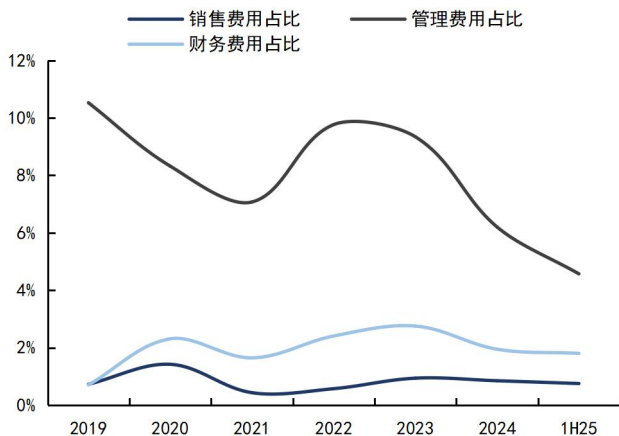
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度毛利率与净利率变化（亿元）



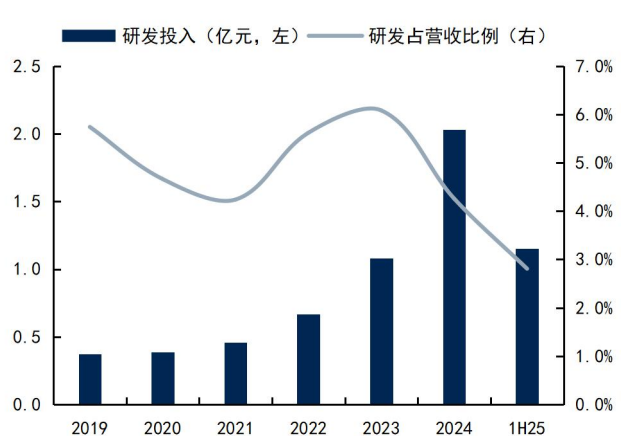
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	274	916	916	550	550	营业收入	1776	4773	10017	13371	16979
应收款项	448	444	931	1243	1578	营业成本	1480	3925	8947	11826	14773
存货净额	1932	4436	11669	15477	15470	营业税金及附加	4	2	5	7	8
其他流动资产	214	273	580	780	999	销售费用	17	40	62	76	89
流动资产合计	2868	6069	14095	18050	18596	管理费用	58	93	128	142	155
固定资产	50	141	380	669	1017	研发费用	108	203	277	308	364
无形资产及其他	5	22	21	20	19	财务费用	49	93	253	473	531
其他长期资产	364	335	335	335	335	投资收益	(2)	(1)	10	2	4
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(47)	(72)	6	(22)	(11)
资产总计	3288	6568	14833	19075	19968	其他	(2)	34	15	14	17
短期借款及交易性金融负债	1600	2027	8525	11582	10922	营业利润	9	377	376	533	1068
应付款项	243	927	2120	2802	3501	营业外净收支	6	2	4	4	3
其他流动负债	77	179	404	532	664	利润总额	15	379	380	537	1071
流动负债合计	1920	3132	11048	14917	15087	所得税费用	(11)	28	19	27	54
长期借款及应付债券	74	786	786	786	786	少数股东损益	1	0	0	0	0
其他长期负债	171	168	202	220	236	归属于母公司净利润	25	351	361	510	1017
长期负债合计	245	954	987	1005	1021	现金流量表（百万元）					
负债合计	2165	4086	12035	15923	16108	净利润	26	351	361	510	1018
少数股东权益	1	1	2	2	2	资产减值准备	53	95	1	31	23
股东权益	1122	2480	2796	3151	3858	折旧摊销	14	22	9	9	9
负债和股东权益总计	3288	6568	14833	19075	19968	公允价值变动损失	0	(20)	(7)	(9)	(12)
关键财务与估值指标						财务费用	29	83	253	473	531
每股收益	0.22	2.17	1.59	2.25	4.48	营运资本变动	(1282)	(1654)	(6569)	(3482)	312
每股红利	0.40	0.66	0.48	0.69	1.37	其它	145	(140)	(254)	(504)	(554)
每股净资产	9.90	15.33	12.32	13.89	17.00	经营活动现金流	(1015)	(1263)	(6205)	(2972)	1327
ROIC	5%	10%	4%	4%	6%	资本开支	(102)	(124)	(247)	(297)	(356)
ROE	2%	14%	13%	16%	26%	其它投资现金流	194	4	0	0	0
毛利率	17%	18%	11%	12%	13%	投资活动现金流	92	(120)	(247)	(297)	(356)
EBIT Margin	6%	11%	6%	8%	9%	权益性融资	27	1032	65	0	0
EBITDA Margin	7%	11%	6%	8%	9%	负债净变化	74	712	0	0	0
收入增长	49%	169%	110%	33%	27%	支付股利、利息	(45)	(107)	(110)	(156)	(310)
净利润增长率	-63%	1302%	3%	41%	99%	其它融资现金流	1090	414	6498	3058	(661)
资产负债率	66%	62%	81%	83%	81%	融资活动现金流	1145	2052	6453	2902	(971)
息率	0.3%	0.7%	0.7%	1.0%	2.0%	现金净变动	213	652	0	(366)	0
P/E	439.1	44.7	60.9	43.1	21.6	货币资金的期初余额	49	262	914	914	548
P/B	9.8	6.3	7.9	7.0	5.7	货币资金的期末余额	262	914	914	548	548
EV/EBITDA	107.0	37.2	56.0	37.1	23.8	企业自由现金流	(1184)	(1284)	(6238)	(2809)	1475
						权益自由现金流	(20)	(158)	19	(200)	310

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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