

东芯股份（688110）

SLC 利基存储涨价，砺算再添成长动能

买入（维持）

2025 年 11 月 29 日

证券分析师 陈海进

执业证书：S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

研究助理 谢文嘉

执业证书：S0600125020003

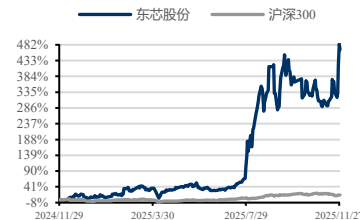
xiewenjia@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	530.59	640.95	832.00	1,112.00	1,447.00
同比（%）	(53.70)	20.80	29.81	33.65	30.13
归母净利润（百万元）	(306.25)	(167.14)	(160.20)	(48.44)	120.29
同比（%）	(265.13)	45.42	4.15	69.76	348.30
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.69)	(0.38)	(0.36)	(0.11)	0.27
P/E（现价&最新摊薄）	(187.73)	(343.97)	(358.88)	(1,186.76)	477.96

投资要点

- **国内 SLC NAND 龙头，受益利基存储涨价：**东芯半导体 SLC NAND Flash 处于国内前三的地位。东芯持续强化在 SLC NAND Flash 领域的技术领先优势，并加速存储产品的迭代升级。在 NAND Flash 领域，其“1xnm 闪存产品研发及产业化项目”已实现量产，工艺优化与产品可靠性指标显著提升，相关产品已进入市场销售阶段。同时，2xnm 制程 SLC NAND Flash 产品线持续扩充，可靠性指标进一步突破。目前在智能穿戴设备等特定领域，SLC NAND Flash 凭借擦写速度与存储密度优势，已形成对 NOR Flash 在代码存储应用中的替代效应。
- **应用领域多维升级，布局汽车、机器人赛道：**在汽车领域，东芯半导体 SLC NAND Flash、NOR Flash 以及 MCP 等产品陆续有更多料号通过 AEC-Q100 的验证，将适用于要求更为严苛的车规级应用环境。公司积极进行车规客户的导入和验证，完成国内多家整车厂的白名单导入，多家境内外一级汽车供应商（Tier1）的供应商资质导入，并已向包括境外知名的一级汽车供应商（Tier1）等进行车规产品的销售。同时，在人形机器人领域，东芯半导体也有一些存储方案在研。
- **砺算产品持续突破，云计算合作框架落地。**东芯子公司砺算 GPU 产品持续突破，其最多可同时运行 48 个没有依赖的任务，无需等待，能够最大化 GPU 使用效率，实现“智能多任务处理”；通过打破三角形渲染的顺序限制，在不依赖顺序的场景下提升 50%渲染效率，实现“智能乱序渲染”；支持 FP32 或 INT32 的指令双发射，实现“硬件级智能分配”；在矩阵内存布局优化层面，砺算 7G100 系列 GPU 将矩阵数据以方块形式存储，更贴近实际使用模式，优化 40%显存使用效率。且上海砺算近日与某国内领先云计算服务商签署了《战略合作框架协议》，双方就未来在国产云桌面系统开发、国产 AIPC、云渲染、数字孪生解决方案等领域的合作达成指导性的框架协议，具体项目未来再另行签订具体的业务协议。我们看好砺算商业化落地进程，持续受益 GPU 国产化趋势。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为国内领先的 SLC NAND 厂商，有望持续受益海外 SLC NAND 产能退出。同时，砺算 GPU 已逐渐进入商业化合作阶段，看好后续放量进展。但由于当前存储芯片正处周期下行转上行区间，我们下调公司 25-26 年营业收入，新增 27 年营业收入，预测值分别为 8.3/11.1/14.5 亿元（此前 25-26 年前值为 9.7/12.2 亿元）；下调 25-26 归母净利润，新增 27 年归母净利润，预测值分别为-1.6/-0.5/1.2 亿元（此前 25-26 年前值为 1.8/2.4 亿元）。考虑后续砺算 GPU 有望持续放量，且具备较强技术壁垒，维持“买入”评级。
- **风险提示：**技术迭代不及预期风险、需求不及预期风险、竞争加剧风险、股价波动相关风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	130.00
一年最低/最高价	21.90/139.84
市净率(倍)	18.48
流通 A 股市值(百万元)	57,492.47
总市值(百万元)	57,492.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.03
资产负债率(%，LF)	5.21
总股本(百万股)	442.25
流通 A 股(百万股)	442.25

相关研究

《东芯股份(688110)：2024 年三季报业绩点评：盈利能力稳步修复，成长动力充足》

2024-10-30

《东芯股份(688110)：2024 年中报业绩点评：营收逐季改善，持续布局“存、算、联”一体领域》

2024-08-25

东芯股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,613	2,718	2,707	2,876	营业总收入	641	832	1,112	1,447
货币资金及交易性金融资产	980	1,302	1,156	1,151	营业成本(含金融类)	551	685	810	953
经营性应收款项	131	154	174	206	税金及附加	0	0	1	1
存货	892	952	1,057	1,191	销售费用	22	25	28	29
合同资产	0	0	0	0	管理费用	78	83	100	101
其他流动资产	609	311	319	329	研发费用	213	250	289	318
非流动资产	918	678	667	655	财务费用	(36)	(14)	(20)	(16)
长期股权投资	184	184	184	184	加:其他收益	17	14	19	25
固定资产及使用权资产	142	122	100	76	投资净收益	13	21	28	36
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	3	3	3	3	减值损失	(11)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	3	4	5	营业利润	(169)	(162)	(49)	122
其他非流动资产	587	366	376	386	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3,531	3,396	3,374	3,531	利润总额	(169)	(162)	(49)	122
流动负债	128	150	175	204	减:所得税	6	5	1	(4)
短期借款及一年内到期的非流动负债	24	20	20	20	净利润	(175)	(167)	(50)	125
经营性应付款项	60	76	90	106	减:少数股东损益	(8)	(7)	(2)	5
合同负债	2	3	4	6	归属母公司净利润	(167)	(160)	(48)	120
其他流动负债	42	50	60	72	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.38)	(0.36)	(0.11)	0.27
非流动负债	33	40	43	46	EBIT	(220)	(176)	(69)	106
长期借款	4	6	8	10	EBITDA	(170)	(136)	(27)	150
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.99	17.64	27.19	34.17
租赁负债	13	14	15	16	归母净利率(%)	(26.08)	(19.25)	(4.36)	8.31
其他非流动负债	15	20	20	20	收入增长率(%)	20.80	29.81	33.65	30.13
负债合计	161	191	219	250	归母净利润增长率(%)	45.42	4.15	69.76	348.30
归属母公司股东权益	3,209	3,052	3,004	3,124					
少数股东权益	160	154	152	157					
所有者权益合计	3,370	3,206	3,155	3,281					
负债和股东权益	3,531	3,396	3,374	3,531					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(278)	(211)	(145)	(13)	每股净资产(元)	7.26	6.90	6.79	7.06
投资活动现金流	(523)	476	(53)	(45)	最新发行在外股份(百万股)	442	442	442	442
筹资活动现金流	(162)	9	3	3	ROIC(%)	(6.36)	(5.46)	(2.20)	3.34
现金净增加额	(965)	272	(195)	(56)	ROE-摊薄(%)	(5.21)	(5.25)	(1.61)	3.85
折旧和摊销	50	40	42	44	资产负债率(%)	4.57	5.61	6.48	7.09
资本开支	(41)	(20)	(20)	(20)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(343.97)	(358.88)	(1,186.76)	477.96
营运资本变动	(159)	(62)	(109)	(147)	P/B (现价)	17.91	18.84	19.14	18.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>