

德明利 (001309.SZ)

4Q23 归母净利润扭亏，随存储上行周期加速成长

增持

核心观点

公司发布业绩预告，4Q23 归母净利润中值环比增加 5 倍。23 年公司预计实现净利润 2400 万元至 2900 万元，同比下降 56.84%-64.28%；扣非归母净利润 1300 万元至 1800 万元，同比增加 13.20%-56.74%。对应 4Q23 归母净利润中值 1.38 亿元环比增加 5 倍，同比增加 14 倍；扣非归母净利润中值 1.34 亿元，环比增加 5 倍，同比增加 4.7 倍。

原厂减产成效渐体现，海力士、三星等原厂盈利能力显著修复。海力士 4Q23 营收约 85.5 亿美元 (YoY+47%, QoQ+25%)；经营利润扭亏为盈至约 2.6 亿美元，经营利润率转正至 3.06%；三星存储业务 4Q23 营收约 119 亿美元 (YoY+49%, QoQ+29%)，DRAM 恢复盈利；西部数据 4Q23 (2QFY24) 营收实现 30.32 亿元，环比增长 10%，NAND 毛利率转正至 7.9%。经历原厂减产并进行制程迭代升级，一季度存储价格涨幅进一步扩大，预计 24 年存储将保持高速修复。

存储步入上行周期，需求修复亦将带动存储器销售逐步增加。参考海力士预期，PC 市场受换机需求和 Windows 升级的推动预计将增长 5% 左右；AI PC 存储容量约是普通 PC 的 2 倍，长期将带来 PC 换机需求与存储容量的持续性增长；智能手机市场存储产品出货量将增加 5% 左右，其中旗舰机型对高密度和高性能存储器产品的强劲需求将推动存储需求；除 AI 服务器外，传统服务器存储需求有望随相关厂商资本支出增加逐步复苏。

计划定增 12.5 亿元，聚焦 PCIe SSD、嵌入式存储主控芯片与模组研发。公司计划定增 12.5 亿元，其中 4.5 亿元用于 PCIe SSD 主控芯片与模组开发，6.4 亿元用于嵌入式存储主控芯片与模组开发；未来，公司将针对不同级别的市场需求开发适用于相关领域和场景的 PCIe SSD 存储控制芯片与模组，提供集成化产品服务以实现由消费级、商业级市场切入向企业级市场延伸。在嵌入式方面，公司将引进先进的生产、测试等设备设施，扩大 eMMC 以及 UFS 标准下的产品生产规模及生产效率，以满足未来的订单需求。

投资建议：我们看好存储上行周期带来的业绩修复，公司主控芯片设计能力与产品线拓展带来的成长空间；根据公司业绩预告，存储 4 季度价格修复节奏好于我们此前预期，上修 23-25 年业绩预测，预计 23-25 年归母净利润 0.25/2.42/2.87 亿元 (前值：-0.60/1.23/2.01 亿元)，当前股价对应 24-25 年 PE 30.4/25.6x，维持“增持”评级。

风险提示：消费电子需求不及预期，产品客户拓展不及预期。

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

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

基础数据

投资评级 增持(维持)
合理估值
收盘价 65.02 元
总市值/流通市值 7363/4361 百万元
52 周最高价/最低价 114.18/59.38 元
近 3 个月日均成交额 139.64 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) - 自研主控与产品线扩展打开成长空间》
——2023-11-12

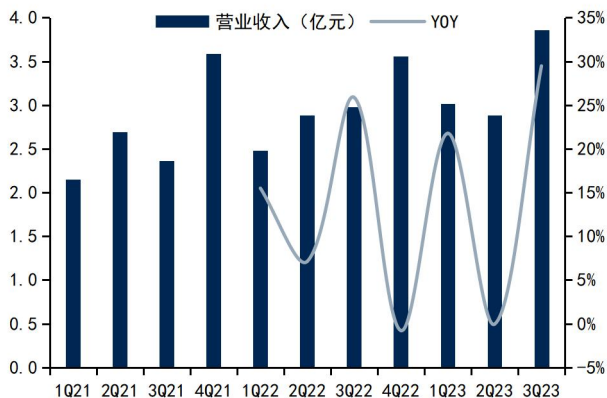
盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,080	1,191	1,695	2,595	3,027
(+/-%)	29.4%	10.3%	42.3%	53.2%	16.6%
净利润(百万元)	98	67	25	242	287
(+/-%)	27.3%	-31.6%	-62.5%	862.3%	18.5%
每股收益(元)	1.64	0.84	0.22	2.14	2.54
EBIT Margin	12.6%	6.6%	2.6%	11.2%	10.6%
净资产收益率 (ROE)	17.7%	6.2%	2.2%	18.1%	18.3%
市盈率 (PE)	39.7	77.6	292.3	30.4	25.6
EV/EBITDA	30.2	61.2	163.2	27.9	24.9
市净率 (PB)	7.05	4.77	6.43	5.49	4.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

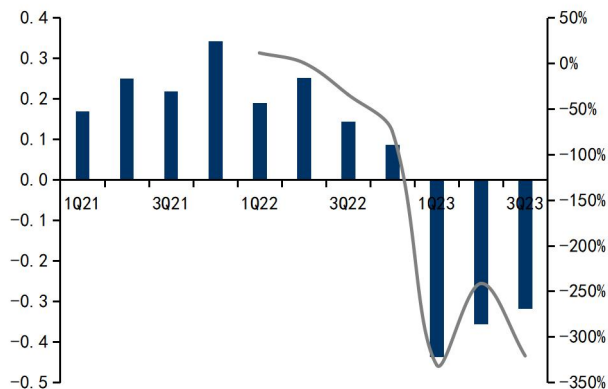
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



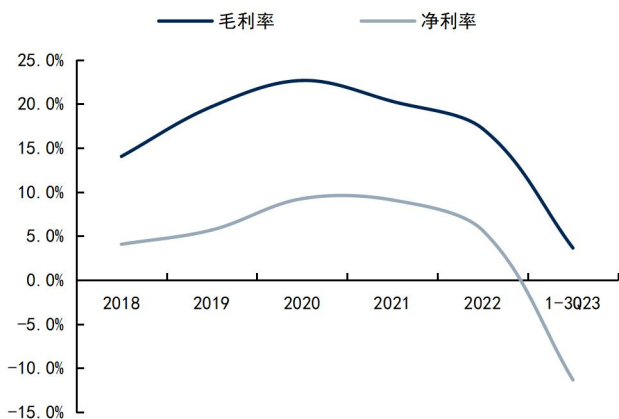
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



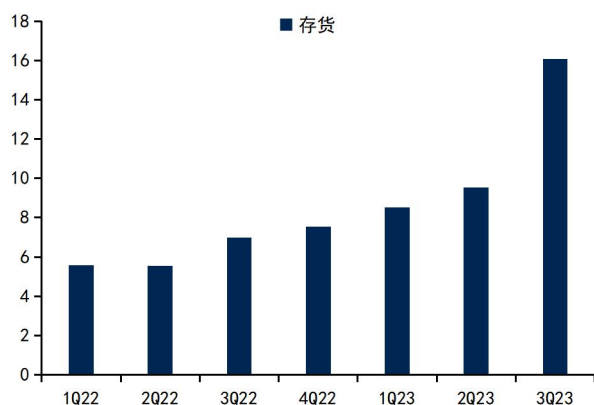
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



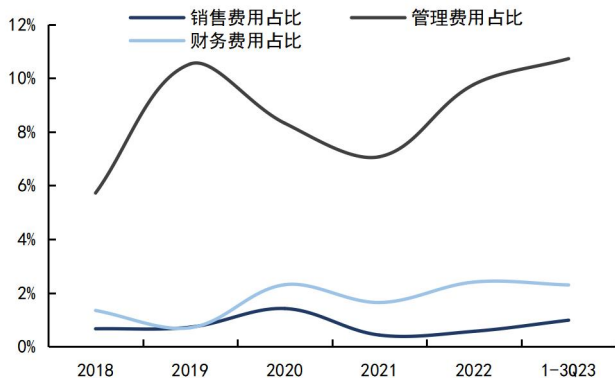
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近两年存货情况 (单位: 亿元)



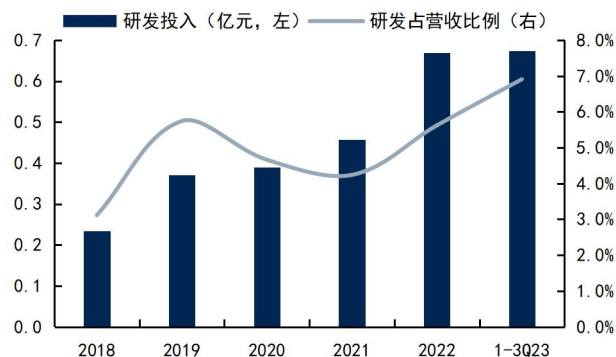
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 公司公告、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: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

23 年四季度 NAND 价格涨幅达 13-18%，预期 1Q24 NAND 涨价趋势延续。进入 23 年 4 季度，在原厂减产作用下，持续多个季度的下行周期迎来拐点，存储产品价格大幅上涨。根据 Trendforce 数据，3D NAND 晶圆价格涨幅最高大 35-40%；终端移动硬盘类产品价格涨幅均在 10-18% 区间。在供应商主导的情况下，预计 1Q24 将延续涨价态势；第一季度为传统淡季，为避免缺货，下游客户持续加大采购进行备货，而供应商为减少亏损仍会持续涨价，预计 1 季度 NAND Flash 合约价季涨幅约 15-20%。

图7：4Q23-1Q23 NAND 涨幅预测

	4Q23	1Q24(E)
eMMC UFS	up 10~15%	up 18~23%
Enterprise SSD	up 10~15%	up 18~23%
Client SSD	up 13~18%	up 15~20%
3D NAND Wafers (TLC & QLC)	up 35~40%	up 8~13%
Total NAND Flash	up 13~18%	up 15~20%

资料来源：Trendforce、国信证券经济研究所整理

图8：4Q23-1Q23 DRAM 涨幅预测

	4Q23	1Q24(E)
PC DRAM	DDR4: up 8~13% DDR5: up 10~15% Blended ASP: up 10~15%	up 10~15%
Server DRAM	DDR4: up 5~10% DDR5: up 0~5% Blended ASP: up 8~13%	up 10~15%
Mobile DRAM	up 18~23%	up 18~23%
Graphics DRAM	up 8~13%	up 10~15%
Consumer DRAM	up 10~15%	DDR3: up 8~13% DDR4: up 10~15%
Total DRAM	up 13~18%	up 13~18%

资料来源：Trendforce、国信证券经济研究所整理

23 年四季度 DRAM 价格涨幅达 13-18%，预期 1Q24 DRAM 合约价将保持上涨。根据 Trendforce 数据，手机合约价格处于历史相对低点，4 季度涨幅达 18-23%，第一季 Mobile DRAM 随着手机客户备货需求延续，涨幅将保持 18-23%。PC DRAM DDR5 订单需求仍有缺口，目前其售价仍低于原厂目标，涨价仍会持续。服务器 DRAM 由于 23 年用户加速 DDR4 去化，4Q23 DDR5 加速渗透，叠加供给量收敛，服务器 DRAM 合约价季涨幅扩大。消费电子 DRAM 在原厂强势提高合约价格促使买方提前备货背景下四季度涨幅为 10-15%，一季度叠加原厂低毛利应用产能收缩将会形成局部缺货，最终价格呈现结构性上涨。

图9：台股存储企业 8-9 月营收环比进入上行区间

	1Q24(E)	2Q24(F)	3Q24(F)	4Q24(F)
Blended DRAM	up 13~18%	up 3~8%	up 8~13%	up 8~13%
Blended NAND Flash	up 18~23%	up 3~8%	up 8~13%	up 0~5%

资料来源：Trendforce、国信证券经济研究所整理

展望 24 年全年，存储产品价格涨幅将呈现逐步企稳态势。根据 Trendfoece 数据，一季度在备货和减产背景下合约价格仍将保持快速增长；二季度原厂逐步调升产能利用率，叠加库存回补完成，价格涨幅回落。三季度进入传统旺季，在云服务需求拉动与高端 DDR5 及 HBM 渗透率提升基础上，ASP 呈现涨幅扩大的趋势。四季度产品将呈现结构性价格调整，部分涨幅回落。

行业经历多个季度下跌，23 年四季度起涨，在此基础上，公司各细分领域客户、产品数量提升，4 季度业绩好于我们此前预期；展望 24 年，由于 1 季度仍将保持增长趋势，我们上调对公司的盈利预测：

目前公司产品矩阵主要包括移动存储、固态硬盘、嵌入式及行业存储三大产品线

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 涨价趋势与模组销量增长，我们上调该业务收入预期，预计 23-25 年移动存储业务收入约 7.97/11.92/13.11 亿元（前值：6.79/8.15/8.96 亿元）。

固态硬盘：公司目前拥有 2.5-inch、Half Slim、M.2、mSATA 多种形态的 SSD 系列产品。产品采用原厂的优质 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。根据 Yole 预测，22-28 年 SSD 市场总规模将从 290 亿美金增至 670 亿美金，CAGR 为 15%。其中以服务器应用为主的企业级市场为主要增长点，22-27 年复合增速为 18%，消费类市场（包括台式机、笔记本电脑、渠道分销和游戏系统）对应复合增速为 5%。公司目前 SSD 业务颗粒度尚小，企业级产品逐步退出，我们认为随着行业快速发展与公司产品结构升级，该业务将保持高速增长，预计固态硬盘业务 23-25 年对应营收 4.14/7.76/10.09 亿元。

嵌入式存储：嵌入式存储广泛应用于智能终端，公司 eMMC 产品线完整布局车规、工规、高耐久及商规，面向差异化市场，以丰富的闪存及主控方案搭配，深入应用场景以满足市场需求。此外，适用于高速、大容量应用的 UFS 3.1 产品线已经具备量产能力，处于产品验证和市场导入阶段。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，因此我们上调嵌入式存储业务收入，预计 23-25 年营收 1.6/3.23/4.37 亿元（前值 0.25/2.42/2.87 亿元）。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	1H22	1H23	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5.37	5.91	16.22	25.67	30.83
移动存储	2.45	2.95	7.97	11.92	13.11
固态硬盘	0.81	1.59	4.14	7.76	10.09
存储晶圆及晶圆封装片	1.96	1.19	2.14	2.14	2.14
其他	0.10	0.09	0.21	0.25	0.28
主控	0.04	0.07	0.16	0.37	0.85
嵌入式存储	0.00	0.01	1.60	3.23	4.37
同比增速(%)		10%	36%	58%	20%
移动存储		21%	-	50%	10%
固态硬盘		97%	-	88%	30%
存储晶圆及晶圆封装片		-39%	-	0%	0%
其他		-5%	-	15%	15%
主控		58%	-	130%	130%
嵌入式存储		-	-	103%	35%
毛利率(%)	20.54%	2.16%	14.32%	21.97%	20.78%

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，我们预计 23-25 年公司营收分别增长 36%/58%/20% 至 16.22/25.67/30.83 亿元，对应综合毛利率为 14.32%/21.97%/20.78%，23-25 年公司归母净利润分别增长至 0.25/2.42/2.87 亿元。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	118	109	103	83	121	营业收入	1080	1191	1695	2595	3027
应收款项	157	427	607	930	1085	营业成本	861	986	1454	2024	2387
存货净额	566	755	1294	539	602	营业税金及附加	2	4	5	8	9
其他流动资产	133	374	473	649	734	销售费用	5	7	10	15	17
流动资产合计	973	1665	2478	2201	2541	管理费用	31	49	65	94	104
固定资产	108	79	190	253	300	研发费用	46	67	116	165	190
无形资产及其他	0	7	6	6	6	财务费用	18	29	29	29	13
其他长期资产	65	220	220	220	220	投资收益	0	33	11	15	20
长期股权投资	0	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(14)	(32)	(1)	(0)	(0)
资产总计	1146	1974	2898	2684	3071	其他	1	12	(7)	(12)	(15)
短期借款及交易性金融负债	284	379	1026	357	324	营业利润	105	63	19	263	313
应付款项	176	331	493	684	804	营业外净收支	5	3	10	6	6
其他流动负债	64	24	36	50	59	利润总额	110	66	29	269	319
流动负债合计	524	734	1555	1092	1187	所得税费用	12	(1)	3	27	32
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	68	148	197	252	313	归属于母公司净利润	98	67	25	242	287
长期负债合计	68	148	197	252	313	现金流量表 (百万元)					
负债合计	592	882	1753	1343	1499	净利润	98	67	25	242	287
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(1)	资产减值准备	14	39	1	0	0
股东权益	554	1092	1145	1341	1572	折旧摊销	13	22	12	23	35
负债和股东权益总计	1146	1974	2898	2684	3071	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	14	26	29	29	13
每股收益	1.64	0.84	0.22	2.14	2.54	营运资本变动	(62)	(481)	(595)	516	(112)
每股红利	0.31	0.16	0.04	0.41	0.49	其它	(67)	(4)	(30)	(29)	(13)
每股净资产	9.23	13.62	10.11	11.84	13.88	经营活动现金流	11	(331)	(559)	781	209
ROIC	14%	5%	1%	13%	17%	资本开支	(57)	(122)	(122)	(86)	(81)
ROE	18%	6%	2%	18%	18%	其它投资现金流	0	(147)	0	0	0
毛利率	20%	17%	14%	22%	21%	投资活动现金流	(57)	(269)	(122)	(86)	(81)
EBIT Margin	13%	7%	3%	11%	11%	权益性融资	0	533	33	0	0
EBITDA Margin	14%	8%	3%	12%	12%	负债净变化	(14)	0	0	0	0
收入增长	29%	10%	42%	53%	17%	支付股利、利息	(19)	(13)	(5)	(47)	(56)
净利润增长率	27%	-32%	-63%	862%	19%	其它融资现金流	98	31	647	(669)	(34)
资产负债率	52%	45%	60%	50%	49%	融资活动现金流	66	550	675	(716)	(89)
息率	0.4%	0.2%	0.1%	0.9%	1.1%	现金净变动	18	(41)	(5)	(21)	39
P/E	39.7	77.6	292.3	30.4	25.6	货币资金的期初余额	72	90	49	43	23
P/B	7.0	4.8	6.4	5.5	4.7	货币资金的期末余额	90	49	43	23	61
EV/EBITDA	30.2	61.2	163.2	27.9	24.9	企业自由现金流	15	(502)	(667)	714	130
						权益自由现金流	100	(471)	(45)	19	85

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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所提及的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