


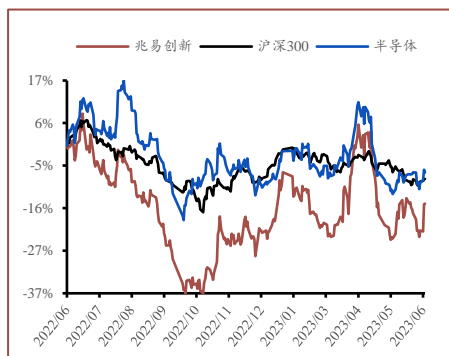
## 存储价格有望触底，产品多元静待复苏

 证券研究报告

### 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-06-14
收盘价(元)	112.20
流通股本(亿股)	6.64
每股净资产(元)	23.03
总股本(亿股)	6.67

#### 最近 12 月市场表现



分析师 张益敏

SAC 证书编号: S0160522070002  
zhangym02@ctsec.com

分析师 吴姣晨

SAC 证书编号: S0160522090001  
wujc01@ctsec.com

#### 相关报告

- 《国家存储器龙头初长成》 2018-04-17
- 《减持利空消除，存储芯片迎政策风口》 2018-03-14

### 核心观点

- ❖ **【事件】**: 2023 年 5 月 21 日，网信办公告称美光公司产品存在较严重网络安全问题隐患，国内关键信息基础设施的运营者应停止采购美光公司产品。
- ❖ **存储价格有望触底，产品多元静待复苏**。根据美光 FY23Q2 财报指引数据中心业务的存储有望在 FY23Q2 见底，并将在 FY23Q3 复苏；汽车市场维持增长；PC 和图形市场客户的库存调整顺利；移动市场部分 OEM 库存仍将进一步调整。考虑到行业低迷、定价环境异常等问题，美光发布削减供应的决定。同时，伴随三星 2023Q1 存储业务亏损，正式宣布存储芯片减产。海外大厂的陆续减产助于改善供应商库存，加速存储价格见底。美光指引 FY23Q3 收入 37±2 亿美金环比持平（FY23Q2 收入 37 亿美金），存储周期见底预期有望得到增强。公司存储方面 Nor+NAND+DRAM 全覆盖，业绩有望企稳改善。
- ❖ **Chatgpt 带动 AI 算存需求增长**。2023 年 4 月 6 日，Meta 发布 Segment Anything Model (SAM)，基于 Transformer 视觉模型设计，针对图像分割任务实现了 zero-shot 泛化能力。相比传统的 CNN，Transformer 模型结构更为复杂、参数更多。人工智能的最新发展为需要大量内存和存储空间的大型语言模型的转型能力拉开了序幕。据美光估算，一台 AI 服务器的 DRAM 容量约为普通服务器的 8 倍、NAND 容量的 3 倍。随着人工智能技术的广泛部署以及其商业用例的潜在指数增长，亦有望进一步拉动上游基础建设中的存算需求。
- ❖ **美光未通过网络安全审查，国产替代有望加速演绎**。2023 年 3 月 31 日，网信办公告称，将对美光公司 (Micron) 在华销售的产品线实施网络安全审查；5 月 21 日称，美光公司产品存在较严重网络安全问题隐患，对我国关键信息基础设施供应链造成重大安全风险，影响我国国家安全，按照《网络安全法》等法律法规，国内关键信息基础设施的运营者应停止采购美光公司产品。Trendforce 数据，2022Q4，美光分别占据全球 DRAM、NAND 市场 23%和 11% 的份额。我国存储国产化率仍较低，此次事件有望加速我国存储国产替代进程。公司作为国内存储行业龙头，技术领先，DRAM 品牌逐步成长，NOR/NAND/MCU 大厂平台化发展，有望充分受益。
- ❖ **投资建议**：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 70.73/88.83/105.87 亿元，归母净利润 12.32/16.03/21.22 亿元。对应 PE 分别为 60.58/46.57/35.18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示**：产品价格下滑；新业务开拓不及预期；下游需求增速放缓。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8510	8130	7073	8883	10587
收入增长率(%)	89.25	-4.47	-13.00	25.59	19.17
归母净利润(百万元)	2337	2053	1232	1603	2122
净利润增长率(%)	165.33	-12.16	-39.96	30.09	32.38
EPS(元/股)	3.54	3.10	1.85	2.40	3.18
PE	49.68	33.05	60.58	46.57	35.18
ROE(%)	17.33	13.52	7.50	8.89	10.53
PB	8.70	4.50	4.55	4.14	3.71

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>8510.22</b>	<b>8129.99</b>	<b>7073.04</b>	<b>8883.26</b>	<b>10586.60</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4549.38	4255.36	4466.05	5669.02	6735.66	营业收入增长率	89.2%	-4.5%	-13.0%	25.6%	19.2%
营业税费	36.72	71.66	63.66	72.46	90.49	营业利润增长率	145.4%	-3.6%	-44.9%	33.4%	32.9%
销售费用	220.87	265.88	247.56	302.03	359.94	净利润增长率	165.3%	-12.2%	-40.0%	30.1%	32.4%
管理费用	390.73	425.17	353.65	399.75	423.46	EBITDA 增长率	173.2%	-12.0%	-33.2%	24.2%	27.1%
研发费用	842.04	935.58	848.76	977.16	1058.66	EBIT 增长率	200.7%	-16.9%	-37.6%	26.6%	30.7%
财务费用	-120.74	-342.70	-137.50	-182.08	-215.30	NOPLAT 增长率	197.1%	-18.5%	-40.9%	29.5%	33.7%
资产减值损失	-200.61	-418.91	-200.00	-200.00	-200.00	投资资本增长率	27.4%	12.4%	8.1%	9.7%	11.7%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-201.59</b>	<b>-6.97</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	26.1%	12.6%	8.1%	9.8%	11.8%
投资和汇兑收益	43.66	50.60	52.79	59.17	72.58	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>2304.88</b>	<b>2221.56</b>	<b>1225.02</b>	<b>1633.83</b>	<b>2171.16</b>	毛利率	46.5%	47.7%	36.9%	36.2%	36.4%
加:营业外净收支	218.48	40.86	208.00	188.00	187.00	营业利润率	27.1%	27.3%	17.3%	18.4%	20.5%
<b>利润总额</b>	<b>2523.36</b>	<b>2262.43</b>	<b>1433.02</b>	<b>1821.83</b>	<b>2358.16</b>	净利润率	27.5%	25.2%	17.4%	18.0%	20.0%
减:所得税	186.57	209.86	200.62	218.62	235.82	EBITDA/营业收入	32.7%	30.2%	23.2%	22.9%	24.4%
<b>净利润</b>	<b>2336.79</b>	<b>2052.57</b>	<b>1232.45</b>	<b>1603.24</b>	<b>2122.40</b>	EBIT/营业收入	29.3%	25.5%	18.3%	18.5%	20.2%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	6598.04	6874.85	9103.78	10765.07	13121.47	固定资产周转天数	32	40	52	43	36
交易性金融资产	2424.52	1857.55	1757.55	1657.55	1557.55	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>72</b>	<b>137</b>	<b>154</b>	<b>110</b>	<b>90</b>
应收账款	281.76	142.12	176.63	197.01	234.66	流动资产周转天数	418	497	624	572	555
应收票据	96.23	31.81	39.29	41.95	44.11	应收帐款周转天数	10	9	8	8	7
预付帐款	34.25	35.08	30.27	41.90	49.36	存货周转天数	87	152	151	113	109
存货	1448.92	2153.88	1598.86	1962.09	2112.98	总资产周转天数	574	710	881	767	717
其他流动资产	77.94	112.80	132.80	152.80	172.80	投资资本周转天数	514	641	811	703	653
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	17.3%	13.5%	7.5%	8.9%	10.5%
长期股权投资	15.63	11.80	9.41	6.40	3.46	ROA	15.2%	12.3%	6.9%	8.1%	9.5%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	17.0%	12.3%	6.7%	7.9%	9.5%
固定资产	809.63	998.75	1057.15	1079.48	1060.35	费用率					
在建工程	2.50	6.15	4.62	2.62	1.95	销售费用率	2.6%	3.3%	3.5%	3.4%	3.4%
无形资产	255.36	300.34	250.02	198.22	145.97	管理费用率	4.6%	5.2%	5.0%	4.5%	4.0%
其他非流动资产	245.30	972.85	587.40	587.40	587.40	财务费用率	-1.4%	-4.2%	-1.9%	-2.0%	-2.0%
<b>资产总额</b>	<b>15418.37</b>	<b>16645.07</b>	<b>17960.75</b>	<b>19895.13</b>	<b>22273.97</b>	三费/营业收入	5.8%	4.3%	6.6%	5.9%	5.4%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	617.22	479.27	496.23	614.14	710.99	资产负债率	12.6%	8.8%	8.6%	9.4%	9.5%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	14.4%	9.6%	9.4%	10.4%	10.6%
其他流动负债	3.13	2.70	2.70	2.70	2.70	流动比率	6.88	9.54	10.25	9.37	9.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	5.91	7.45	8.68	7.88	8.03
其他非流动负债	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00	利息保障倍数	423.38	263.24	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>1935.32</b>	<b>1459.53</b>	<b>1538.60</b>	<b>1869.78</b>	<b>2126.26</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.13</b>	DPS(元)	1.06	0.62	0.00	0.00	0.00
股本	667.47	667.03	667.03	667.03	667.03	分红比率					
留存收益	4824.88	6169.93	7381.73	8984.97	11107.37	股息收益率	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>13483.05</b>	<b>15185.53</b>	<b>16422.15</b>	<b>18025.36</b>	<b>20147.70</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	3.54	3.10	1.85	2.40	3.18
净利润	2336.79	2052.57	1232.45	1603.24	2122.40	BVPS(元)	20.20	22.77	24.62	27.02	30.21
加:折旧和摊销	287.95	375.53	342.44	394.24	441.45	PE(X)	49.7	33.1	60.6	46.6	35.2
资产减值准备	199.87	419.65	200.20	200.20	200.20	PB(X)	8.7	4.5	4.5	4.1	3.7
公允价值变动损失	-24.20	6.97	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	36.61	-101.72	0.00	0.00	0.00	P/S	13.8	8.4	10.6	8.4	7.1
投资收益	-43.66	-50.60	-52.79	-59.17	-72.58	EV/EBITDA	39.8	25.1	40.1	31.5	23.9
少数股东损益	0.00	0.00	-0.05	-0.03	-0.05	CAGR(%)					
营运资金的变动	-429.95	-1704.11	360.48	-292.27	-165.12	PEG	0.3	—	—	1.5	1.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2262.07</b>	<b>949.69</b>	<b>1868.32</b>	<b>1658.05</b>	<b>2339.11</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3278.68</b>	<b>-43.73</b>	<b>358.02</b>	<b>3.24</b>	<b>17.29</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>232.98</b>	<b>-780.31</b>	<b>23.24</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：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。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。