

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	46.89
总股本/流通股本(亿股)	4.30 / 2.49
总市值/流通市值(亿元)	202 / 117
52周内最高/最低价	105.03 / 25.59
资产负债率(%)	45.1%
市盈率	260.50
第一大股东	孙成思

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

佰维存储(688525)

芯存百态，共赢维来

● 事件

2月23日，公司公告2024年限制性股票激励计划（草案），考核指标包括各年度营业收入及总市值（公司连续20个交易日的交易均价对应的总市值，下同）。

● 投资要点

嵌入式存储等产品线矩阵布局完整。公司紧随存储器大容量、大带宽、低延时、低功耗、高安全、小尺寸等升级方向，在移动智能终端、PC、行业终端、数据中心、智能汽车、移动存储等六大应用领域持续创新，打造了全系列、差异化的产品体系及服务，主要包括嵌入式存储、消费级存储、工业级存储、先进封测服务四大板块。公司专精于半导体存储器领域，布局了嵌入式存储（UFS、eMMC、LPDDR、eMCP、BGA SSD等）、固态硬盘（SATA/PCIe）、内存模组（SO-DIMM、U-DIMM、R-DIMM）、存储卡（SD卡、CF卡、CFast卡、CFexpress卡、NM卡）等完整的产品线矩阵，涵盖NAND Flash和DRAM存储器的各个主要类别。公司拥有完整的通用型存储器产品线以满足终端客户对标准化、规模化存储器产品的需求；同时，亦针对细分市场提供“千端千面”的定制化存储方案。公司已经形成完备的半导体存储器产品开发优势，可根据客户市场需求和下游应用的演进趋势对产品进行快速迭代升级，在支撑客户业务的同时也推动了公司核心技术的不断提升，使公司的产品体系始终满足市场和客户需求。

研发封测一体化优势强化公司竞争力。公司主要从事半导体存储器的研发设计、封装测试、生产和销售，公司紧紧围绕半导体存储器产业链，构筑了研发封测一体化的经营模式，在存储介质特性研究、固件算法开发、存储芯片封测、测试研发、全球品牌运营等方面具有核心竞争力，并积极布局芯片IC设计、先进封测、芯片测试设备研发等技术领域。公司以子公司惠州佰维作为先进封测及存储器制造基地。惠州佰维专精于存储器封测及SiP封测，目前主要服务于母公司的封测需求。惠州佰维封装工艺国内领先，目前掌握16层叠Die、30~40μm超薄Die、多芯片异构集成等先进工艺量产能力，达到国际一流水平。同时，公司自主开发了一系列存储芯片测试设备和测试算法，拥有一站式存储芯片测试解决方案。惠州佰维目前可提供Hybrid BGA（WB+FC）、WB BGA、FC BGA、FC CSP、LGA、QFN等封装形式的代工服务。未来，随着产能不断扩充，惠州佰维将利用富余产能向存储器厂商、IC设计公司、晶圆制造厂商提供代工服务，形成新的业务增长点。

主控芯片供应商长期稳定合作+自主结合算法需要定义主控芯片架构进一步提升竞争优势。公司根据自身生产工序特点及终端存储器产品需求，建立起完善的供应商采购体系：芯片类产品在生产过程涉及的原辅料主要包括 NAND Flash 晶圆、DRAM 晶圆、主控芯片、基板等；模组类产品在生产过程涉及的原辅料主要包括 NAND Flash 芯片、DRAM 芯片、主控芯片、PCB 等，其中 NAND Flash 芯片主要由公司芯片封测生产模块提供。主控制器是半导体存储器的核心部件之一。在主控芯片领域，公司与慧荣科技、联芸科技、英韧科技等行业内主流主控芯片供应商建立了长期稳定的合作关系。公司与主要供应商不断密切合作关系，持续为下游客户提供品质优良、供应稳定的半导体存储器产品。同时，公司有能力和结合算法需要定义主控芯片架构，以提升算法效率和实现基于应用场景的硬件加速及效能优化，进一步提升产品在智能穿戴、企业级、车规级等场景下的竞争优势。

将营收与市值同时纳入股权激励考核目标。2月23日，公司公告2024年限制性股票激励计划(草案)，本激励计划首次授予激励对象不超过10人，为公司(含分公司及控股子公司)董事、高级管理人员及核心技术/业务人员，含5%以上股份的股东、公司实际控制人及外籍人员，不含公司独立董事及监事；拟向激励对象授予第二类限制性股票合计3000万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额43,032.9136万股的6.97%。其中，首次授予2400万股，预留授予权益600万股。考核指标包括各年度营业收入及总市值，如下表所示，第一个归属期的年度营业收入及总市值考核目标(A)的触发值(A_n)为公司2024年营业收入不低于45亿元，且公司总市值在2024年度任意连续20个交易日达到或超过180亿元；目标值(A_m)为公司2024年营业收入不低于50亿元，且公司总市值在2024年度任意连续20个交易日达到或超过200亿元。费用方面，本激励计划首次授予的限制性股票预计摊销的总费用(假设授予日为2024年4月初)为1.76亿元，其中2024/2025/2026/2027年分别为7062.30/6387.00/3425.10/693.60万元，对各年净利润影响程度较小。

● 投资建议

我们预计公司2023/2024/2025年分别实现收入36/48/63亿元，分别实现归母净利润-5.88/1.17/2.13亿元，盈利能力逐渐修复，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

研发失败的风险，核心技术外泄或失密风险，技术人员流失风险，宏观经济环境变动及业绩下滑风险，原材料价格波动风险，供应商集中度较高的风险，品牌授权业务相关风险，存储器产品价格波动导致毛利率与业绩波动的风险，存货金额较大及发生存货跌

价的风险,经营活动产生的现金流量净额为负的风险,宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2986	3618	4769	6265
增长率(%)	14.44	21.19	31.80	31.37
EBITDA(百万元)	142.35	-450.30	462.58	629.32
归属母公司净利润(百万元)	71.22	-588.01	117.43	213.19
增长率(%)	-38.91	-925.64	119.97	81.55
EPS(元/股)	0.17	-1.37	0.27	0.50
市盈率(P/E)	283.33	-34.32	171.84	94.65
市净率(P/B)	8.33	10.15	10.77	9.67
EV/EBITDA	54.16	-51.91	54.17	41.66

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

图表1：本激励计划首次授予的第二类限制性股票 2024-2026 三个会计年度的考核目标

归属期	各年度营业收入及总市值考核目标(A)	
	触发值 (An)	目标值 (Am)
第一个归属期	公司 2024 年营业收入不低于 45 亿元，且公司总市值在 2024 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 180 亿元。	公司 2024 年营业收入不低于 50 亿元，且公司总市值在 2024 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 200 亿元。
第二个归属期	公司 2025 年营业收入不低于 60 亿元，且公司总市值在 2025 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 200 亿元。	公司 2025 年营业收入不低于 65 亿元，且公司总市值在 2025 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 250 亿元。
第三个归属期	公司 2026 年营业收入不低于 75 亿元，且公司总市值在 2026 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 250 亿元。	公司 2026 年营业收入不低于 80 亿元，且公司总市值在 2026 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 300 亿元。

注：1、上述“营业收入”以经公司聘请的会计师事务所审计的合并报表所载数据为计算依据。

2、上述“市值”为公司连续 20 个交易日的交易均价对应的总市值。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2986	3618	4769	6265	营业收入	14.4%	21.2%	31.8%	31.4%
营业成本	2576	3514	3934	5149	营业利润	-45.8%	-	118.3%	78.0%
税金及附加	4	5	7	9	归属于母公司净利润	-38.9%	-925.6%	120.0%	81.5%
销售费用	100	148	174	207	获利能力				
管理费用	70	109	134	175	毛利率	13.7%	2.9%	17.5%	17.8%
研发费用	126	333	353	407	净利率	2.4%	-16.3%	2.5%	3.4%
财务费用	16	102	118	156	ROE	2.9%	-29.6%	6.3%	10.2%
资产减值损失	-26	-139	50	35	ROIC	2.4%	-8.7%	3.1%	4.1%
营业利润	67	-707	130	231	偿债能力				
营业外收入	0	1	1	1	资产负债率	45.1%	69.1%	76.4%	78.4%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	2.20	1.34	1.18	1.22
利润总额	67	-706	130	232	营运能力				
所得税	-4	-118	13	19	应收账款周转率	8.66	7.04	7.81	7.63
净利润	71	-588	117	213	存货周转率	1.68	1.56	1.67	1.78
归母净利润	71	-588	117	213	总资产周转率	0.83	0.67	0.66	0.71
每股收益(元)	0.17	-1.37	0.27	0.50	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.17	-1.37	0.27	0.50
货币资金	798	597	512	603	每股净资产	5.63	4.62	4.35	4.85
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	527	501	721	921	PE	283.33	-34.32	171.84	94.65
预付款项	161	217	244	319	PB	8.33	10.15	10.77	9.67
存货	1954	2692	3018	4040	现金流量表				
流动资产合计	3523	4084	4595	6001	净利润	71	-588	117	213
固定资产	550	1408	2134	2426	折旧和摊销	52	153	214	242
在建工程	171	486	753	725	营运资本变动	-864	-650	-505	-1051
无形资产	48	67	88	109	其他	48	144	74	126
非流动资产合计	888	2342	3358	3644	经营活动现金流净额	-693	-941	-99	-470
资产总计	4411	6426	7953	9645	资本开支	-264	-1345	-1227	-525
短期借款	1148	2268	3068	3868	其他	-17	-161	10	13
应付票据及应付账款	307	486	519	690	投资活动现金流净额	-282	-1506	-1217	-513
其他流动负债	147	296	305	363	股权融资	552	53	-20	0
流动负债合计	1602	3050	3892	4921	债务融资	1123	2198	1600	1250
其他	387	1387	2187	2637	其他	-182	15	-259	-176
非流动负债合计	387	1387	2187	2637	筹资活动现金流净额	1493	2265	1321	1074
负债合计	1990	4437	6079	7558	现金及现金等价物净增加额	486	-193	5	91
股本	430	430	430	430					
资本公积金	1824	1877	1877	1877					
未分配利润	143	-464	-454	-273					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	24	145	21	53					
所有者权益合计	2422	1989	1874	2087					
负债和所有者权益总计	4411	6426	7953	9645					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048