

透视存储龙头业绩，算力需求仍为周期向上驱动力

2025年02月05日

事件：近期全球存储龙头海力士、三星相继发布 4Q24 季报。海力士 4Q24 实现营收 19.8 万亿韩元，YOY+75%，QOQ+12%；三星存储业务 4Q24 实现营收 23.0 万亿韩元，YOY+46%，QOQ+3%。

► 数据中心市场构成主要需求增量，4Q24 收入维持高增。

海力士方面，4Q24 单季度收入 19.8 万亿韩元创下新高，其中 DRAM 收入占比 74%，QOQ+5pct，bit 出货量 QOQ 中个位数增长，ASP QOQ 增长 10%；NAND 收入占比 24%，出货量和 ASP 均 QOQ 中个位数下滑。海力士表示 AI 算力带来的存储需求贡献 4Q24 主要增量，HBM 收入占 DRAM 超过 40%，eSSD 亦持续增长。

三星方面，其存储业务 4Q24 收入 23.0 万亿韩元同样创下新高，公司表示增长主要来自 HBM 和 DDR5，其中 HBM 收入在 4Q24 环增 190%。

► 景气展望：传统存储阶段性回落，2Q25 有望呈现回暖拐点。

三星在业绩会上表示，4Q24 移动端市场和 PC 市场客户库存调整幅度超出公司预期，叠加终端需求疲软，同步影响 DRAM 和 NAND 需求，展望 2025 年预计 1Q25 公司 DRAM 产品的 bit 出货将环比高个位数下滑，NAND 的 bit 出货将环比双位数下滑，传统存储产品价格将继续下行。因此公司将在 2025 年减少传统 DRAM 和 NAND 产品产出，并预计伴随移动端和 PC 端库存调整完成，传统存储需求在 2Q25 有望呈现回暖迹象。

海力士方面同样预期 1Q25 DRAM 业务和 NAND 业务的 bit 出货量环比双位数下滑，但全年来看，预计 2025 年 DRAM bit 出货同比增长中高双位数，NAND bit 出货同比增长低双位数，PC/移动端市场均有望在 2025 年录得增长。

► 数据中心 DRAM/SSD 及 HBM 构成 2025 年主要增量。

除传统存储的周期复苏之外，AI 算力带来的数据中心存储需求仍将是存储厂商 2025 年的主要增长动力，包括服务器 DRAM、SSD 以及 HBM。海力士表示 2024 年 HBM 收入同比增长超过 4.5 倍，eSSD 同比增长超过 300%，并预计 2025 年 HBM 收入将有翻倍以上增长。三星预计 2025 年 HBM bit 产量同比翻倍增长，公司已向客户送样 16Hi HBM3E 产品，并预计在 2025 年下半年开始量产基于 1c 工艺的 HBM4 产品。

投资建议：传统存储周期触底在即，服务器存储需求持续增长，建议关注国产 DRAM 龙头兆易创新，存储模组厂德明利、江波龙、佰维存储等。

风险提示：存储价格周期性波动；下游需求复苏不及预期；行业竞争加剧。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603986	兆易创新	127.40	0.24	1.64	2.35	531	78	54	推荐
001309	德明利	104.39	0.15	2.30	3.21	676	45	32	推荐
301308	江波龙	83.11	-2.00	2.36	2.25	-	35	37	/
688525	佰维存储	59.50	-1.45	0.97	1.55	-	61	38	/

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2025 年 1 月 27 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

推荐

维持评级



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 张文雨

执业证书：S0100524060002

邮箱：zhangwenyu@mszq.com

相关研究

- 1.AI 终端系列专题（一）：AI 故事：《银翼杀手》，以及情感大模型-2025/01/24
- 2.海外 AI 研究系列（四）：台积电（TSM.N）深度报告：如何看全球 AI 引擎-2025/01/23
- 3.AIDC 电源系列一：探讨 HVDC 及超级电容的增量创新-2025/01/22
- 4.半导体行业点评：台积电业绩超预期，算力代工稀缺性凸显-2025/01/17
- 5.AI 终端深度报告：梦想照进现实-2025/01/16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048