

佰维存储(688525)

报告日期: 2025 年 04 月 29 日

Q1 亏损不改全年增长趋势, AI 端侧落地与本土化替代空间可期

——佰维存储 2024 年年报&25 年一季报点评报告

投资要点

□ **事件:** 2024 年实现营业收入 66.95 亿元, 同比增长 86.46%; 归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 125.82%; 扣非归母净利润 6697.72 万元, 同比增长 110.44%。2025Q1 实现营业收入 15.43 亿元, 同比下降 10.62%; 归母净利润为-1.97 亿元, 扣非归母净利润为-2.16 亿元。

□ **一季报亏损主因 2024Q3 起存储价格再次下行, 传导有一定时间差, 2025Q2 起存储市场已经逐渐企稳, 盈利有望逐季回升**

受全球宏观经济环境影响, 存储价格从 2024 年第三季度开始逐季下滑, 公司嵌入式存储类客户较多, 嵌入式存储客户的合同拟定和产品交付有一定的时间差, Q1 业绩反应的是 Q4 后半的行业均价水平, 而这个阶段正好是过去几个月的存储价格阶段低位, 因此公司产品销售价格降幅较大, 同时, 受客户项目节奏影响, 第一季度公司面向 AI 眼镜、AI 手机等领域的高价值产品销售金额较低, 综合以上因素, 公司营业收入同比下滑 10.62%, 销售毛利率同比下降 22.75 个百分点。此外, 公司第一季度股份支付费用为 8,063.85 万元, 剔除股份支付费用后, 归母净利润亏损为 1.17 亿。从 2025 年第二季度开始, 存储价格企稳回升, 公司经营业绩有望逐步改善, 叠加 AI 眼镜、AI 手机等高价值产品从第二季度开始批量交付, 公司的营业收入和毛利率有望逐季回升。

□ **2024 建树颇多, 嵌入式存储本土替代与渗透空间广阔**

2024 年, 公司在手机领域实现了一线手机客户的历史性突破; 在 PC 领域, 实现了全球头部 PC 客户预装市场突破; 在服务器领域, 公司产品通过中国移动 AVAP 测试、20 余家 CPU 平台和 OEM 厂商的互认证测试, 并已通过多家互联网厂商的审厂; 在手机、PC 外的 AI 新兴端侧领域, 智能穿戴 (含智能手表、智能眼镜) 进入了 Meta、小米等全球头部客户, AI 学习机、翻译机领域与头部客户合作紧密, AI 新兴端侧领域营收超过 10 亿元, 同比增长约 294%; 在智能汽车领域, 公司历史性进入了多家国内头部车企供应体系, 产品覆盖智能座舱、自动驾驶等领域。嵌入式存储是公司业务收入的第一大组成部分, 也是全球存储器需求的最大下游市场, 公司 2024 年在这么多细分领域实现了质的突破与成长, 是对公司自身价值的最好诠释。

2025 年是 AI 端侧落地的荣景元年, AI 终端、AI 眼镜、具身智能机器人等新兴产品的落地, 一改存储行业过往单一倚赖智能终端, 需求不断下滑的疲弱态势, 行业需求开始呈现出多样化与层次化的健康成长。而在全球贸易争端的背景下, 我国下游终端企业的本土化需求是非常明确的, 佰维 2024 年实现了嵌入式存储收入翻倍以上的增长, 这只是加速的伊始。

□ **主控芯片自主化实现首款芯片量产, 未来产业链覆盖长度进阶空间可期**

主控芯片自研对于第三方解决方案厂商具有重要意义, 其既能够帮助解决方案厂商打造差异化的存储产品, 同时助力盈利能力提升。公司积极进行主控芯片自研, 第一款国产自研主控 eMMC (SP1800) 已成功量产, 性能优异, 可应用在智能穿戴、手机和车规等领域, 目前已送样国内某头部客户, 实测关键指标性能和功耗满足客户需求, 已进入小批量生产环节, 同时, 公司正在开发 UFS (SP9300) 国产自研主控, 将采用业界领先的架构设计, 提升公司在 AI 手机、AI 穿戴、AI 智驾等领域的高端存储解决方案的产品竞争力。我们认为公司有望在未来几年内实现主控芯片自主化供给比例的持续提升, 进一步完善产业链布局。在产业链覆盖长度上, 以台湾群联电子为比照目标, 公司的整体盈利水平和产品竞争力仍有进阶的空间。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王凌涛

执业证书号: S1230523120008

wanglingtao@stocke.com.cn

研究助理: 梁艺

liangyi@stocke.com.cn

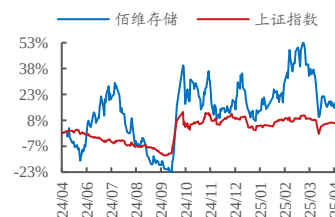
基本数据

收盘价 ¥ 61.52

总市值(百万元) 28,377.06

总股本(百万股) 461.27

股票走势图



相关报告

1 《研封一体构建领先格局, 先进封装勇立 AI 潮头》

2025.04.21

2 《研封一体构建领先格局, 先进封装勇立 AI 潮头》

2025.04.20

□ 存算合封大势所趋，晶圆级封测项目稳步推进

AI 终端带动大容量、高性能的存储解决方案需求，同时对存储产品的集成度、体积和功耗提出更高要求，更为极致的存算合封技术是应对上述挑战的重要途径，通过 3DIC 集成之后，DRAM 容量可以提升 8~16 倍，功耗可以降低 70% 以上，带宽可以提高 10~20 倍，存算合封为 AI 终端提供了更高水平的集成、更高性能的计算和更多的内存访问。

公司技术团队正在开发多种存算合封技术方案和先进存储芯片技术方案，覆盖了 Chiplet、RDL、Fanout、SiP 等多种先进封装形式，4 月初完成的 19 亿元定增，其中半数以上也将投向这个方向，晶圆级先进封测项目预计 2025 年下半年正式投产，未来有望成为公司的重要增长动力。

□ 盈利预测与估值

预计 2025-2027 年营业收入分别为 85 亿元、108 亿元和 142 亿元，对应归母净利润分别为 5.4 亿元、9.7 亿元和 13.8 亿元，维持买入评级。

□ 风险提示

存储周期下行风险；研发进展不及预期风险；公司拓展客户不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6695.19	8520.09	10849.04	14212.24
(+/-) (%)	86.46%	27.26%	27.33%	31.00%
归母净利润	161.23	538.20	965.83	1377.91
(+/-) (%)	/	/	79.46%	42.67%
每股收益(元)	0.35	1.17	2.09	2.99
P/E	/	52.73	29.38	20.59

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,688	8,028	9,192	12,321
现金	794	567	680	623
交易性金融资产	139	139	139	139
应收账款	815	1,239	1,482	2,040
其它应收款	86	109	139	182
预付账款	102	232	224	337
存货	3,537	5,427	6,115	8,472
其他	215	316	413	527
非流动资产	2,273	3,006	3,767	4,548
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,175	1,258	1,414	1,614
无形资产	172	228	306	373
在建工程	354	843	1,234	1,548
其他	572	678	813	1,013
资产总计	7,961	11,034	12,959	16,868
流动负债	4,574	7,148	6,375	8,930
短期借款	3,288	5,566	4,504	6,555
应付款项	809	1,137	1,333	1,809
预收账款	0	0	0	0
其他	476	444	538	566
非流动负债	956	944	946	949
长期借款	928	928	928	928
其他	28	15	18	20
负债合计	5,530	8,091	7,321	9,879
少数股东权益	19	(7)	(33)	(59)
归属母公司股东权	2,412	2,950	5,671	7,049
负债和股东权益	7,961	11,034	12,959	16,868

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	532	(1,509)	340	(1,130)
净利润	135	512	940	1,352
折旧摊销	124	146	174	207
财务费用	125	149	166	181
投资损失	3	1	0	1
营运资金变动	(51)	(319)	(83)	(297)
其它	196	(1,999)	(856)	(2,575)
投资活动现金流	(1,014)	(775)	(799)	(789)
资本支出	(408)	(700)	(700)	(700)
长期投资	0	0	0	0
其他	(606)	(75)	(99)	(89)
筹资活动现金流	745	2,057	573	1,862
短期借款	488	2,278	(1,062)	2,051
长期借款	425	0	0	0
其他	(168)	(221)	1,635	(188)
现金净增加额	263	(227)	114	(57)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,695	8,520	10,849	14,212
营业成本	5,477	6,567	8,308	10,844
营业税金及附加	9	13	18	22
营业费用	254	298	380	483
管理费用	281	460	434	512
研发费用	447	550	542	640
财务费用	125	149	166	181
资产减值损失	66	58	38	41
公允价值变动损益	97	50	73	62
投资净收益	(3)	(1)	0	(1)
其他经营收益	36	42	42	40
营业利润	165	515	1,079	1,590
营业外收支	(1)	0	1	1
利润总额	165	515	1,080	1,590
所得税	30	3	140	239
净利润	135	512	940	1,352
少数股东损益	(26)	(26)	(26)	(26)
归属母公司净利润	161	538	966	1,378
EBITDA	406	823	1,433	1,992
EPS (最新摊薄)	0.35	1.17	2.09	2.99

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	86.46%	27.26%	27.33%	31.00%
营业利润	/	211.41%	109.44%	47.29%
归属母公司净利润	/	/	79.46%	42.67%
获利能力				
毛利率	18.19%	22.93%	23.42%	23.70%
净利率	2.02%	6.01%	8.66%	9.51%
ROE	7.41%	20.03%	22.51%	21.82%
ROIC	3.34%	6.97%	9.64%	10.26%
偿债能力				
资产负债率	69.47%	73.33%	56.50%	58.56%
净负债比率	81.20%	82.76%	77.59%	78.19%
流动比率	1.24	1.12	1.44	1.38
速动比率	0.47	0.36	0.48	0.43
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.90	0.90	0.95
应收账款周转率	9.37	8.26	8.03	8.25
应付账款周转率	7.96	7.55	7.41	7.66
每股指标(元)				
每股收益	0.35	1.17	2.09	2.99
每股经营现金	1.15	-3.50	0.74	-2.45
每股净资产	5.59	6.84	12.29	15.28
估值比率				
P/E	/	52.73	29.38	20.59
P/B	11.00	8.99	5.00	4.03
EV/EBITDA	/	39.50	23.18	17.71

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>