

# 佰维存储 (688525.SH)

## AI 眼镜加速放量，晶圆级先进封测稳步推进

优于大市

### 核心观点

**公司 1Q25 短期受存储价格影响收入同环比回落。**公司以存储颗粒为原材料进行存储模组开发，产品包括嵌入式存储、固态硬盘、移动存储及内存条等。24 年存储价格呈现前高后低趋势，受存储价格回落影响 4Q24 上游厂商再次减产，存储价格于 1Q25 触底，预计 25 年存储价格有望温和复苏。在此背景下，公司 1Q25 营收 15.43 亿元 (YoY-10.62%，QoQ-7.58%)，短期受研发投入同比增长 25.82%、股份支付费用 8054 万元及存货跌价准备等影响，扣非归母净利润 -2.16 亿元 (YoY-217.87%，QoQ-195.29%)，毛利率 1.99% (YoY-22.75pct，QoQ-3.19pct)。进入 2Q25 存储价格逐步回暖，预计公司业绩有望随周期回暖逐季度修复。

**PC 存储与嵌入式存储加速增长，AI 眼镜相关收入快速增加。**公司嵌入式存储 24 年实现营收 42.41 亿元 (YoY+151.68%)，产品已进入 OPPO、传音控股、摩托罗拉、HMD、ZTE、TCL 等头部客户供应链，面向 AI 手机已推出 UFS、LPDDR5/5X、uMCP 等产品并量产 12GB、16GB 等 LPDDR5X 产品。此外，AI 端侧智能穿戴存储产品 (如 ePOP) 收入约 8 亿元，已进入 Meta、Rokid、雷鸟创新、Google、小天才、小米等厂商供应链，24 年面向 AI 眼镜收入约 1.06 亿元，公司预计 25 年该部分收入有望同比增长超 500%。PC 存储 24 年实现营收 20.19 亿元 (YoY+28.75%)，SSD 产品已进入联想、Acer、HP、同方等国内外 PC 厂商供应链，面向 AI PC 已推出高端 DDR5 超频内存条、PCIe 5.0 SSD 等高性能存储产品。

**企业级、工车规存储拓展顺利，晶圆级先进封测有望推动中长期增长。**公司企业级产品已通过中国移动 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。工车规存储 24 年营收 0.81 亿元，产品已在国内头部车企及 Tier1 客户量产。此外，公司晶圆级先进封测制造项目稳步推进，预计 25 年下半年投产以满足先进存储封装需求，并服务客户对存算合封业务的需求。

**投资建议：**由于 24 年下半年需求不及此前预期，存储价格下跌，1Q25 行业价格仍承压，存货跌价影响大于此前预测，公司研发投入高于预期，基于公司 24 年与 25 年一季度经营情况，下调 25-26 年净利润预测，预计 25-27 年归母净利润有望达 1.78/2.00/3.82 亿元 (前值 25-26 年 5.08/5.78 亿元)，对应 25-27 年 PE 分别为 156/139/73 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**消费电子需求不及预期，产品产能提升不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,591	6,695	8,102	9,521	10,868
(+/--%)	20.3%	86.5%	21.0%	17.5%	14.1%
净利润 (百万元)	-624	161	178	200	382
(+/--%)	-976.7%	125.8%	10.4%	12.4%	90.9%
每股收益 (元)	-1.45	0.37	0.39	0.43	0.83
EBIT Margin	-14.0%	3.4%	4.6%	4.6%	6.1%
净资产收益率 (ROE)	-32.4%	6.7%	6.9%	7.2%	12.4%
市盈率 (PE)	-41.4	160.7	155.7	138.5	72.6
EV/EBITDA	-67.7	94.4	57.6	47.0	32.6
市净率 (PB)	13.41	10.74	10.69	10.03	8.98

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

### 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：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

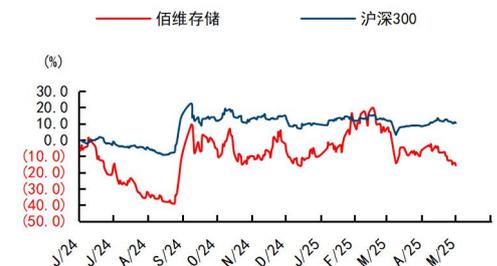
lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

#### 基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	56.08 元
总市值/流通市值	25868/17794 百万元
52 周最高价/最低价	85.99/40.13 元
近 3 个月日均成交额	1075.38 百万元

#### 市场走势

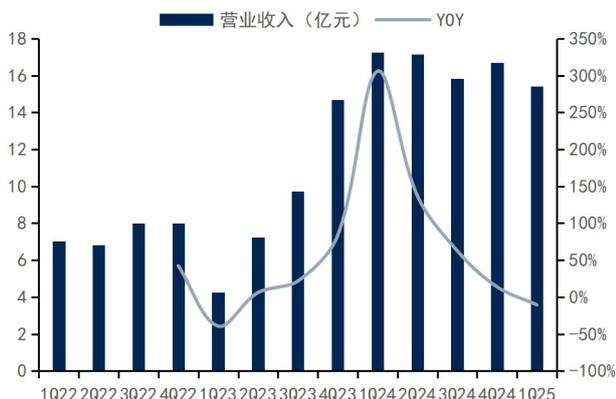


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

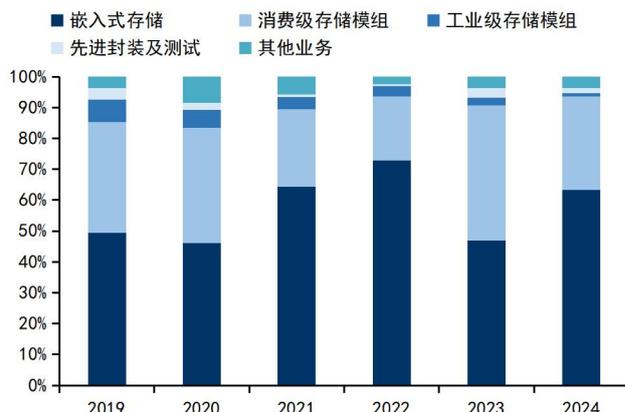
《佰维存储 (688525.SH) -1Q24 扣非净利润同比增长 228%，存储与先进封测多维布局》——2024-05-23

图1: 公司单季度营业收入及增速 (亿元、%)



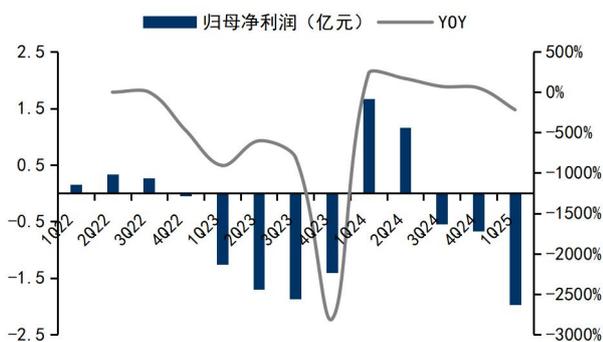
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司营收结构



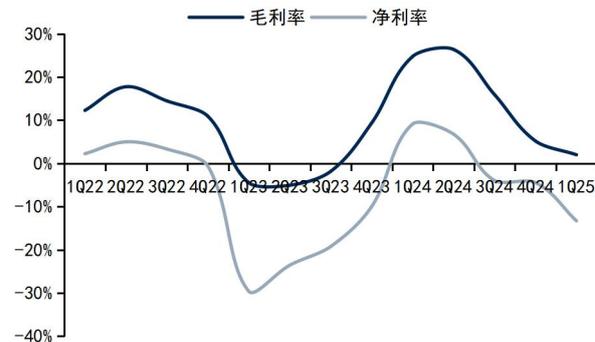
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



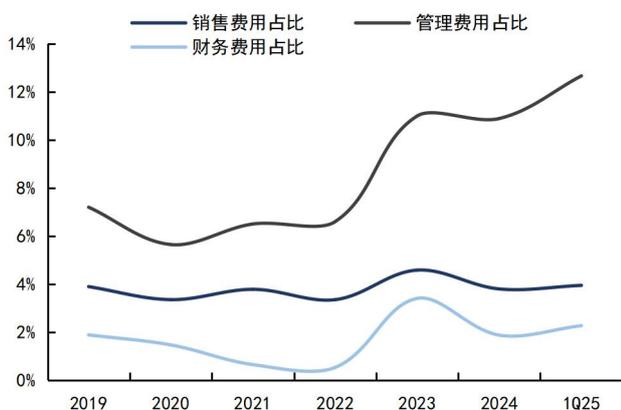
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度毛利率与净利率变化 (亿元)



资料来源: 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: 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、%)

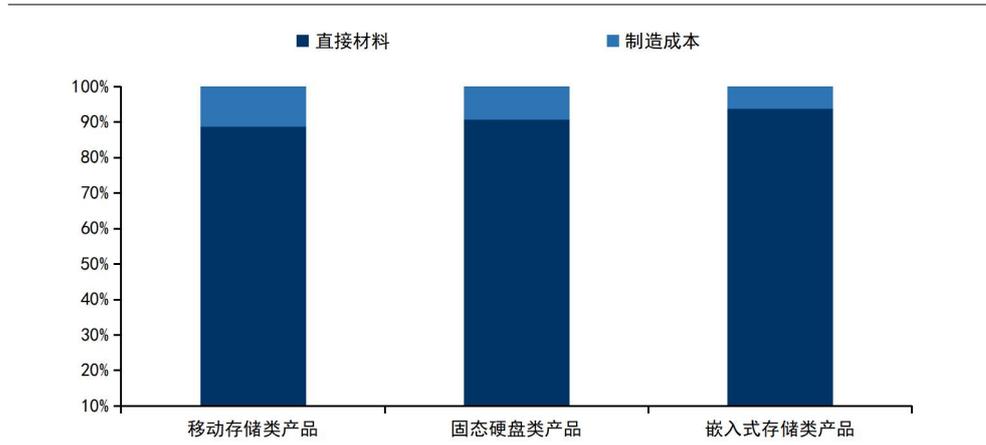


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 盈利预测

晶圆作为主要直接材料占存储模组成本较高，存储价格波动对产品成本影响大。根据公司公告，移动存储直接材料占比为 88.6%，固态硬盘类产品直接材料占比为 91%，嵌入式存储直接材料占比为 94%；直接材料中晶圆占比较高，因此晶圆价格波动将直接影响产品成本；存储产品价格波动将会影响毛利率。

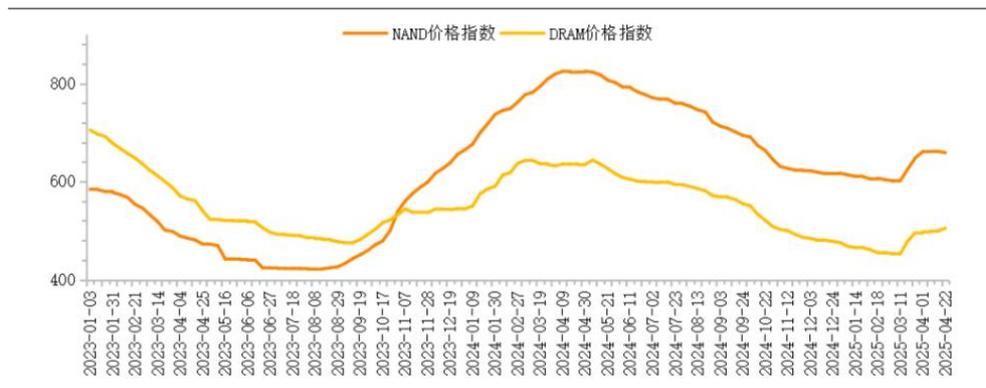
图 9：24 全年公司产品成本结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下游需求不及预期，存储价格 24 年下半年至 1Q25 承压影响模组毛利率。2024 年全球存储市场呈现出明显的前高后低趋势与结构性分化特征。2024 年上半年存储器市场合约价保持上涨加速复苏，而到了下半年由于市场需求变化步入库存消化阶段，存储器合约价遇到下行压力。根据 CFM 闪存市场数据，2024 年 NAND Flash 市场综合价格指数下跌 5.9%，DRAM 市场综合价格指数下跌 12.7%。

图 9：DRAM 及 NAND Flash 价格指数变化



资料来源：CFM 闪存市场，国信证券经济研究所整理

原厂陆续减产，存储价格 25 年有望呈现前低后高趋势。根据 TrendForce, 1Q25 存储价格仍承压，预计 2Q25 NAND Flash 价格止跌回稳。得益于 NAND Flash 原厂 4Q24 开始陆续减产，效应逐步显现。预计模组端：Client SSD 历经去库存，OEM 厂商有回补需求，合约价季增 3%-8%；企业级 SSD 预计第二季合约价持平；eMMC 受智能电视等出货量增长及国补政策带动订单增加，预计第二季合约价持平；UFS 在高端智能手机及车载存储需求支撑合约价预计持平。原材料晶圆(Wafer)端：随价格触底、下游补库以及企业级高端 Wafer 需求，2Q25 预期 NAND Flash Wafer 合约价将季增 10%至 15%。

根据 TrendForce, 1Q25 存储价格仍承压, 预计 2Q25 传统 DRAM 价格跌幅收窄。PC 由于海力士减少 PC DDR5 供给价格预计持平, DDR4 需求仍疲弱但考虑 PC 补库需求增加, 2Q25 价格降幅有望收窄至个位数。Server DRAM 受 CS 采购带动 DDR5 需求, 原厂 DDR4 转产 DDR5 仍有供货瓶颈, 预计 DDR5 止跌, 整体趋势与 PC 应用接近。手机 DRAM 在国内补贴带动下高端机占比提升, LPDDR5X 需求增加, 价格预计上涨, LPDDR4X 供应充足, 预计 2Q25 跌幅收敛至小个位数。消费类 DRAM 受供给端收敛影响明显, DDR3、DDR4 价格有望企稳回暖。

图7: 2Q25 NAND 价格趋势预测

	1Q25E	2Q25F
eMMC UFS	Down 15-20%	Mostly flat
Enterprise SSD	Down 18-23%	Mostly flat
Client SSD	Down 18-23%	Up 3-8%
3D NAND Wafers (TLC & QLC)	Down 8-13%	Up 10-15%
Total NAND Flash	Down 15-20%	Up 0-5%

资料来源: Trendforce、国信证券经济研究所整理

图8: 2Q25 DRAM 价格趋势预测

	1Q25E	2Q25F
PC DRAM	DDR4: down 13~18% DDR5: down 10~15% Blended: down 10~15%	DDR4: down 3~8% DDR5: mostly flat Blended: mostly flat
Server DRAM	DDR4: down 10~15% DDR5: down 3~8% Blended: down 5~10%	DDR4: down 3~8% DDR5: mostly flat Blended: mostly flat
Mobile DRAM	LPDDR4X: down 8~13% LPDDR5X: down 3~8%	LPDDR4X: down 0~5% LPDDR5X: up 0~5%
Graphics DRAM	GDDR6: down 8~13% GDDR7: down 0~5%	GDDR6: down 3~8% GDDR7: down 0~5%
Consumer DRAM	DDR3: down 3~8% DDR4: down 10~15%	DDR3: mostly flat DDR4: up 0~5%
Total DRAM	Conventional DRAM: down 8~13% HBM Blended: down 0~5% (HBM Penetration: 8%)	Conventional DRAM: down 0~5% HBM Blended: up 3~8% (HBM Penetration: 9%)

资料来源: Trendforce、国信证券经济研究所整理

目前公司业务矩阵主要包括嵌入式存储、PC 存储模组、**工车规存储模组**、先进封装及测试, 参考行业情况, 业务收入预期如下:

**嵌入式存储:** 公司嵌入式存储产品类型涵盖 eMMC、UFS、ePOP、eMCP、uMCP、BGA SSD、LPDDR 等, 广泛应用于手机、平板、智能穿戴、无人机、智能电视、笔记本电脑、机顶盒、智能工控、物联网等领域, 覆盖行业知名客户。考虑 25 年存储价格一季度低迷二季度开始回暖, 25 年价格趋势趋稳, 结合客户增长带来的出货量增长, 预计 25-27 年嵌入式存储业务对应营收 54.39/64.59/73.63 亿元。

**PC 存储模组:** 在 PC 预装市场, 公司自主品牌佰维 (Biwin) 进入了惠普、联想、宏碁等知名 PC 厂商区域市场供应链。在 PC 后装市场, 公司一方面运营自主品牌佰维 (Biwin) 在京东、抖音等线上零售平台销售, 以及开发线下渠道市场; 另一方面独家运营的惠普 (HP)、宏碁 (Acer)、掠夺者 (Predator) 等授权品牌, 主要在京东、亚马逊等线上平台及 Best Buy、Staples 等线下渠道开发 To C 市场。结合存储周期温和复苏趋势, 我们预计该业务 25-27 年对应营收 22.06/22.83/23.63 亿元。

**工车规存储模组:** 公司工车规存储包括工车规 eMMC、UFS、LPDDR、SSD、内存模组、存储卡等, 应用于网络与通信、工业自动化、汽车电子、智慧交通、智慧安防、电力能源、智慧医疗、智慧金融等领域。公司工车规存储解决方案分为工业标准级、工业宽温级、车规级三大产品族, 并针对特定行业的存储需求, 推出多款行业解决方案产品。考虑**工车规存储模组**导入客户需要时间, 预计 26 年有望加速渗透, 结合公司客户增长带来的出货量增长, 预计该业务 25-27 年营收 1.55/2.94/4.18 亿元。

**先进封装及测试：**公司以子公司泰来科技作为先进封测及存储器制造基地，未来，随东莞晶圆级封装产能扩展，公司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；随着业务加速拓展，预计该业务 25-27 年营收 1.53/3.36/5.54 亿元。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	35.91	66.95	81.02	95.21	108.68
嵌入式存储	16.85	42.41	54.39	64.59	73.63
消费级存储模组	15.68	20.19	22.06	22.83	23.63
工业级存储模组	0.93	0.81	1.55	2.94	4.18
先进封装及测试	1.14	1.07	1.53	3.36	5.54
其他业务收入	1.31	2.47	1.50	1.50	1.69
同比增速(%)	20.27%	86.46%	21.02%	17.51%	14.15%
嵌入式存储	-23%	152%	28%	19%	14%
消费级存储模组	153%	29%	9%	3%	3%
工业级存储模组	-4%	-12%	90%	90%	43%
先进封装及测试	388%	-6%	43%	120%	65%
毛利率(%)	1.50%	17.73%	15.13%	15.29%	15.95%

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，由于 24 年下半年需求不及此前预期，存储价格下跌，1Q25 行业价格仍承压，存货跌价影响大于此前预测，公司研发投入高于预期，基于公司 24 年与 25 年一季度经营情况，下调 25-26 年净利润预测，预计 25-27 年归母净利润有望达 1.78/2.00/3.82 亿元(前值 25-26 年 5.08/5.78 亿元)，对应 25-27 年 PE 分别为 156/139/73 倍，维持“优于大市”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	339	794	238	191	191	营业收入	3591	6695	8102	9521	10868
应收款项	664	901	1090	1281	1462	营业成本	3527	5477	6876	8065	9134
存货净额	3552	3537	3663	4262	4776	营业税金及附加	7	9	13	15	17
其他流动资产	325	455	554	666	787	销售费用	164	254	173	219	267
<b>流动资产合计</b>	<b>4880</b>	<b>5688</b>	<b>5546</b>	<b>6399</b>	<b>7216</b>	管理费用	145	281	207	302	302
固定资产	1122	1529	2294	2960	3445	研发费用	250	447	459	482	482
无形资产及其他	62	172	165	158	151	财务费用	122	125	198	236	282
其他长期资产	269	572	572	572	572	投资收益	6	(3)	(1)	0	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(135)	36	(30)	(29)	(41)
<b>资产总计</b>	<b>6332</b>	<b>7961</b>	<b>8577</b>	<b>10090</b>	<b>11384</b>	其他	11	31	15	16	19
短期借款及交易性金融负债	3069	3562	3782	4939	5780	营业利润	(743)	165	161	189	361
应付款项	701	809	1004	1168	1309	营业外净收支	1	(1)	0	0	(0)
其他流动负债	129	202	241	283	317	<b>利润总额</b>	<b>(742)</b>	<b>165</b>	<b>161</b>	<b>189</b>	<b>361</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3898</b>	<b>4574</b>	<b>5028</b>	<b>6391</b>	<b>7406</b>	所得税费用	(111)	30	8	19	36
长期借款及应付债券	503	928	928	928	928	少数股东损益	(7)	(26)	(25)	(30)	(57)
其他长期负债	10	28	35	44	55	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(624)</b>	<b>161</b>	<b>178</b>	<b>200</b>	<b>382</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>513</b>	<b>956</b>	<b>963</b>	<b>972</b>	<b>984</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4411</b>	<b>5530</b>	<b>5991</b>	<b>7363</b>	<b>8390</b>	净利润	(631)	135	153	170	325
少数股东权益	(7)	19	(6)	(36)	(93)	资产减值准备	140	61	63	73	99
股东权益	1928	2412	2593	2763	3088	折旧摊销	55	107	210	309	442
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6332</b>	<b>7961</b>	<b>8577</b>	<b>10090</b>	<b>11384</b>	公允价值变动损失	(3)	(97)	(33)	(44)	(58)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	125	127	198	236	282
每股收益	(1.45)	0.37	0.39	0.43	0.83	营运资本变动	(1516)	(323)	(141)	(641)	(573)
每股红利	0.26	0.34	0.06	0.07	0.12	其它	(136)	521	(261)	(309)	(381)
每股净资产	4.48	5.59	5.62	5.99	6.69	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1966)</b>	<b>532</b>	<b>189</b>	<b>(206)</b>	<b>136</b>
ROIC	-11%	1%	2%	2%	4%	资本开支	(416)	(968)	(968)	(968)	(920)
ROE	-32%	7%	7%	7%	12%	其它投资现金流	(38)	(45)	0	0	0
毛利率	2%	18%	15%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(454)</b>	<b>(1014)</b>	<b>(968)</b>	<b>(968)</b>	<b>(920)</b>
EBIT Margin	-14%	3%	5%	5%	6%	权益性融资	0	60	30	0	0
EBITDA Margin	-12%	5%	7%	8%	10%	负债净变化	123	425	0	0	0
收入增长	20%	86%	21%	18%	14%	支付股利、利息	(112)	(146)	(27)	(30)	(57)
净利润增长率	-977%	126%	10%	12%	91%	其它融资现金流	1847	406	220	1157	841
资产负债率	70%	70%	70%	73%	73%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1859</b>	<b>745</b>	<b>223</b>	<b>1127</b>	<b>784</b>
息率	0.4%	0.6%	0.1%	0.1%	0.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(558)</b>	<b>279</b>	<b>(556)</b>	<b>(48)</b>	<b>0</b>
P/E	(41.4)	160.7	155.7	138.5	72.6	货币资金的期初余额	690	132	411	(145)	(192)
P/B	13.4	10.7	10.7	10.0	9.0	货币资金的期末余额	132	411	(145)	(192)	(192)
EV/EBITDA	(67.7)	94.4	57.6	47.0	32.6	企业自由现金流	(2304)	(999)	(543)	(907)	(451)
						权益自由现金流	(334)	(168)	(511)	37	136

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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