

营收盈利指引均超预期，HBM 营收环比+50%

华泰研究

2025 年 6 月 27 日 | 美国

季报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

170.00

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

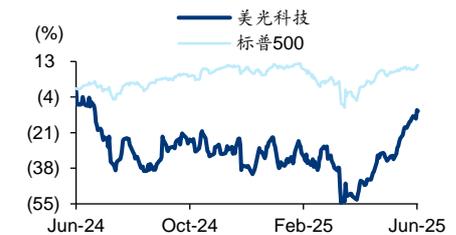
易楚妍

yichuyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	170.00
收盘价(美元 截至 6 月 25 日)	127.25
市值(美元百万)	142,211
6 个月平均日成交额(美元百万)	2,137
52 周价格范围(美元)	61.54-143.41
BVPS(美元)	40.70

股价走势图



资料来源: S&P

美光于美东时间 6/25 盘后发布 FY25Q3 财报, 盘后先涨约 7% 后收窄至 1%, 主要系营收盈利指引均超预期, 但 NAND 产能利用不足, 美光宣布到 FY25 年底将削减 NAND 晶圆产能 10% 以平衡供需。此外, 鉴于美光股价从 4 月初关税影响的低位到现在已翻倍, 我们认为短期可能存在获利了结情绪。我们重申美光将受益于: 1) GPU 和 ASIC 一并带动的 HBM 需求提升, 美光表示正在向四个客户(包括英伟达、AMD(新增)、以及两大 ASIC 设计公司, 我们预测为博通和 Marvell)大批量供应 HBM; 2) HBM 规格提升, 将逐步换代到 HBM4; 3) 英伟达游戏显卡需求拉动将 GDDR6X 和 GDDR7 等高端 DRAM 产品。重申“买入”。

美光 FY25Q3 营收盈利及下季度指引均超预期, 利润率均环比上升

FY25Q3 营收 93.0 亿美元, 同比+37%, 环比+15%, 超彭博一致预期(下同)的 88.5 亿美元; 经调整 EPS 为 1.91 美元, 同比+208%, 环比+22%, 超一致预期的 1.60 美元。FY25Q3 DRAM 营收 71 亿美元, 同比增长 51%; NAND 营收 22 亿美元, 环比增长 16%, 出货量提升约 25%, 但受制于高个位数的 ASP 环比下滑。为应对 NAND 供需和价格压力, 美光计划削减 NAND 晶圆产能, 预计 FY25 底较 FY24 结构性减少超过 10%。经调整毛利率/营业利润率/净利率环比上升至 39.0%/26.8%/23.4% (vs. FY25Q2 37.9%/24.9%/22.1%)。公司指引: FY25Q4 营收 107±3 亿美元, 经调整 EPS 2.50±0.15 美元, 中值均高于一致预期的 98.9 亿/2.03 美元。

HBM3E 也供 AMD MI350, HBM4 已送样, GDDR 受游戏显卡利好

FY25Q3 HBM 营收已超 15 亿美元, 环比增长超 50%。美光预计 FY25H2 HBM 市占率将达 20-25%。HBM3E 除供货给英伟达 Blackwell 系列之外, 新增供货 AMD MI350 系列。美光的 HBM4 已于 6 月送样给主要客户, 计划 26 年初量产。对比竞争对手海力士于 3 月已交付样品, 计划 25H2 量产(两者均沿用 1b 成熟工艺和堆叠技术); 三星也预计 25H2 量产, 采用 1c 工艺试图弯道超车。GPU 以外, 美光表示正为两大 ASIC 客户大批量供应 HBM, 我们认为或包括 Marvell 和博通。另外, GDDR6X 和 GDDR7 产品受英伟达游戏显卡出货增长拉动, 而近期 DDR4 价格受三大存储厂商停产影响快速上涨, 或反映 DRAM 产能转向 HBM 和 DDR5 等高端产品。

重申“买入”, 上调目标价至 170 美元, 对应 3.0x FY26E PB

我们认为存储行业将受益于 AI 加速器及应用的普及, HBM 为其中必不可少。FY25Q3 HBM 已占美光收入约 17%, 成为增长主要动力, 我们认为估值应能突破历史高位。我们上调 FY26 BPS 1.5% 至 56.5 美元, 并切换到 FY26E 3.0x PB (此前为 FY25E 3.2x PB), 目标价从 144 美元上调至 170 美元。

风险提示: 技术落地缓慢、中美贸易摩擦、需求不及预期等。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	15,540	25,111	36,097	45,417	46,259
+/-%	(49.48)	61.59	43.75	25.82	1.85
归母净利润(美元百万)	(5,833)	778.00	8,341	12,387	12,803
+/-%	(167.15)	(113.34)	972.10	48.51	3.36
归母净利润(调整后,美元百万)	(4,862)	1,472	8,941	12,987	13,403
+/-%	(155.97)	(130.28)	507.40	45.25	3.21
EPS(调整后,美元,最新摊薄)	(4.35)	1.32	8.00	11.62	11.99
PE(调整后,倍)	(29.25)	96.61	15.91	10.95	10.61
PB(倍)	3.22	3.15	2.79	2.25	1.88
ROE(调整后,%)	(10.34)	3.30	18.62	22.77	19.30
EV EBITDA(倍)	74.24	16.81	7.70	5.92	5.30

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

FY25Q3 营收盈利指引均超预期，HBM 营收环比+50%

HBM3E：海力士、美光供英伟达 B300；美光、三星供 AMD MI350 系列

美光 12-Hi 36GB HBM3E 于 24 年 9 月发布可量产的样品，并据 Digitimes 报道于 25 年 4 月通过了英伟达质量验证后开始正式交付，成为继海力士后第二家 12-Hi 36GB HBM3E 供应商。该产品将用于计划 Q3 上市的 B300；还新增供货 AMD MI350 系列的 MI350X/MI355X。美光预计最早 8 月，12-Hi 36GB HBM3E 出货量将超过其目前的 8-Hi 24GB HBM3E。据韩媒 Sisa Journal 报道，美光今年 HBM 产能已全部售罄，全年销售目标定为 20 万亿韩元（约 150 亿美元），另外，美光的整体 DRAM 容量或小于海力士，但其在 10nm 级 1b 工艺中的份额更高。资本开支方面，美光于去年 8 月从友达光电手中收购了台中和台南工厂，并将其改造成 DRAM 生产基地，作为 HBM3E 专用生产线，目前已投入运营。

竞争对手方面，海力士于 24 年 9 月开始量产 12-Hi HBM3E。三星 12-Hi 36GB HBM3E 也将供货 AMD MI350 系列，据韩媒《首尔经济》，三星已完成博通 8-Hi HBM3E 产品的认证测试，即将进入大规模供货阶段，我们认为或缓解市场对三星 HBM3E 的品质担忧。目前，三星仍在尝试英伟达的 12-Hi HBM3E 认证，但时程延迟至 25H2 才可能完成，我们建议继续观察良率情况。

HBM4：美光于 6 月将 12-Hi HBM4 送样，计划 26 年初量产

从 HBM4 来看，由于英伟达或将 Rubin 样品生产时间从 26 年提前至 25 年 9 月，HBM4 的整体生产预计加速。美光已于 6 月将 12-Hi 36GB HBM4 送样给主要客户，计划 26 年初量产。美光 HBM4 将继续采用成熟堆叠技术非导电薄膜热压(TC-NCF)，并基于 1β DRAM 工艺，以确保良率，另外，使用台积电的 12FFC+（2nm 级）或 N5 制程生产的逻辑基片；配备 2048 宽接口及约 7.85 GT/s 的数据传输速率，带宽对比前一代 HBM3E 可提升 60% 以上，能效也提升高达 20%；此外，美光 HBM4 还内置内存测试功能，方便合作伙伴简化集成流程。

竞争对手来看，海力士于 3 月交付 HBM4 样品，计划在 25H2 量产，据 Digitimes 报道，目前部分用于 Rubin 的 HBM4 已少量先行供应。海力士 HBM4 也是采用较成熟的 1β DRAM 工艺。新 M15X 晶圆厂（拥有 1β DRAM 的量产生产线）预计将于 25H2 竣工，这或表明海力士正在放缓其 1c DRAM 的设备订单（去年 8 月已完成开发、良率已达 80% 以上），加倍押注利润更高、需求更大的 HBM 市场。三星 HBM4 预计 25H2 量产，押注第六代 1c DRAM，并计划明年开始在华城和平泽投资，扩大 1c DRAM 产能。据韩媒《朝鲜日报》4 月报道，三星 4nm 逻辑芯片（其 12-Hi HBM4 关键组件）测试生产良率已超 40%，传其 5 月 1c DRAM 良率已达 50~70%。

技术路径方面，海力士持续采用 MR-MUF，或在 HBM4E 导入混合键合(Hybrid Bonding)；三星计划 16 层 HBM4 起导入 Hybrid Bonding。目前，HBM 堆栈中的存储芯片通常使用凸块连接，并使用诸如模压底部填充(MR-MUF)或非导电薄膜热压(TC-NCF)等技术键合，海力士持续采用 MR-MUF 技术作为 HBM4 的主要封装方式，该技术能结合回流和成型工艺，通过融化堆叠 DRAM 之间的凸块链接芯片，并采用液态环氧模塑料(EMC)填充芯片之间的空隙以提高耐用性和散热性。海力士预计第七代 HBM4E 以后才会开始导入 Hybrid Bonding 技术，而三星计划从 16 层 HBM4 起正式导入，以降低发热量并实现超宽内存接口。该技术通过键合铜与铜以及氧化物与氧化物表面直接连接芯片，无需使用凸块，支持小于 10 μm 的互连间距，与传统的基于凸块的堆叠相比，可提供更低的电阻和电容、更高的密度、更佳的热性能以及更薄的 3D 堆叠，但成本更高。

SOCAMM: 美光超车成为首家获英伟达认证供应商

此外，英伟达委托三星、海力士、美光开发 SOCAMM，美光为首家获英伟达认证供应商。美光推出 128 GB SOCAMM，完全与英伟达的 GB300 Blackwell 平台协同开发；新内存模块由 16 个堆叠的 LPDDR5X 芯片捆绑而成，每组 4 个。SOCAMM 功耗仅为标准 DDR5 RDIMM 的三分之一，可提升 AI 服务器中性能与能效比。目前，产品已进入量产阶段，被整合在英伟达 GB300 平台中（包括 GB300 NVL72 与 B300 系列），同时未来或支持下一代 Rubin GPU。不过据 Digitimes，美光发力 HBM，导致排挤 DDR5/LPDDR5X 相关产能，包括原本的封测产能转作为 HBM 封测，使得 DRAM 封测产能或将扩大委外订单。

图表1: 美光 SoCamm 内存模块



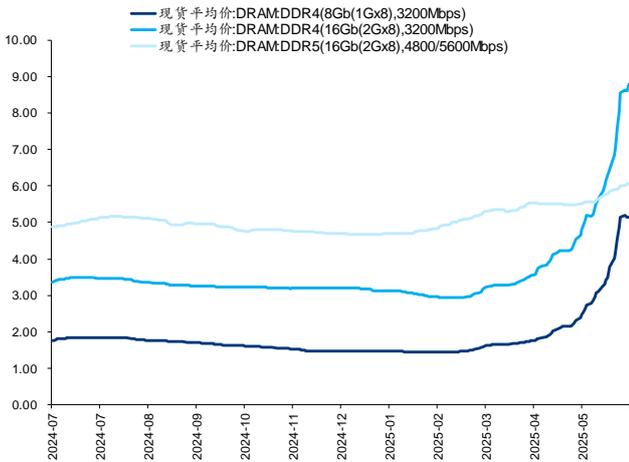
资料来源：美光科技官网，华泰研究

价格周期: DRAM 受停产与备货影响上涨, NAND 价格持平

价格方面，近期通用 DRAM 价格受停产影响快速上涨。据台媒《工商时报》4 月报道，三星从 4 月开始停产基于 1y nm 和 1z nm 的 8GB LPDDR4 产品，将显著影响依赖 1y nm 16GB DDR4 的 OEM 厂商；美光也通知客户将停止服务器传统 DDR4 模块，SK 海力士正在削减 DDR4 产量，将其产量占比降至 20%。我们认为或反映出存储厂商加速将产能转向 HBM 和 DDR5 等高端产品。同时，用家正在关税缓冲期逐步增加库存水平，以确保在关税政策明朗前拥有安全的库存量。据 Digitimes 5 月报道，海力士跟进调升消费级 DRAM 价格约 12%，三星 DDR4 DRAM 价格亦上调约 20%。客户备货加上中东地区引发新一波人工智能热潮，拉动 HBM 需求。英伟达基于 Blackwell Ultra 架构的 12-Hi HBM3E 需求强劲，促使海力士等厂商调高定价。英伟达与沙特阿拉伯合作建设大型 AI 数据中心，均助存储厂商。

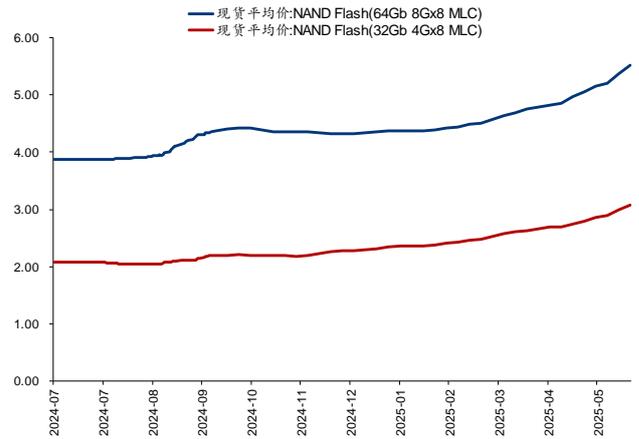
NAND 方面，据《工商时报》4 月报道，尽管目前现货价格已逼近制造成本，不过厂商已启动占比约 10%~20% 的产能调节，仍能维持获利与价格稳定。

图表2：全球 DRAM 现货平均价走势



资料来源：Wind、DRAMexchange、华泰研究

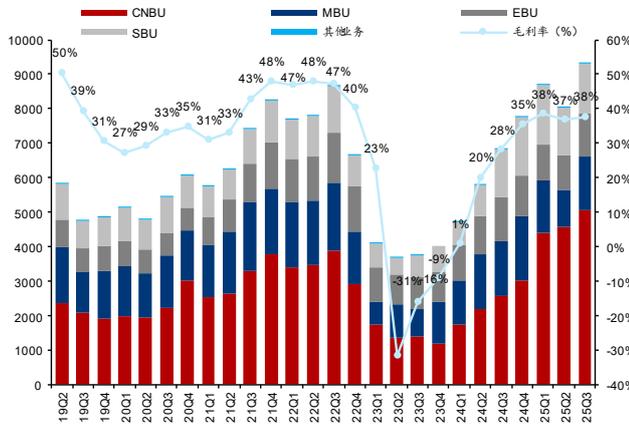
图表3：全球 NAND Flash 现货平均价走势



资料来源：Wind、DRAMexchange、华泰研究

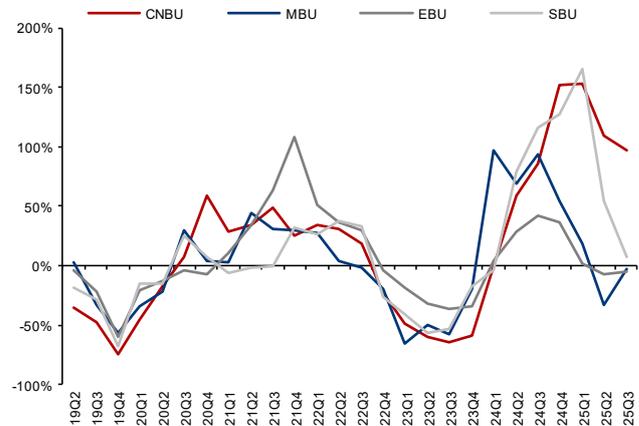
关税影响方面，美国关税不确定性或将赋予美光战略优势。自4月9日美国对华“对等关税”生效以来，中国及大多数地区均获得了90天的宽限期；目前，美国对韩国半导体进口实施临时10%关税(取代此前提议的25%全面关税)，对中国实行30%关税。据Sisa Journal报道，三星西安工厂和SK海力士大连工厂分别占其NAND产量的约40%和29%；DRAM方面，海力士近40% DRAM产量将来自中国无锡工厂，三星所有DRAM都在韩国生产。而美光总部位于美国，主要客户为英伟达和美国云服务提供商等。我们认为若关税再度紧张促使企业转向美国本土供应商，美光或会从中受益。

图表4：美光营收按部门划分 (FY, 百万美元)



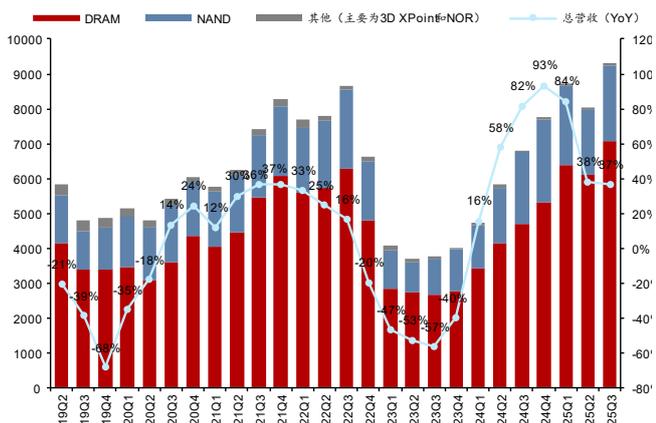
注：毛利率为 Non-GAAP
资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：美光营收分部门同比增速 (FY, %)



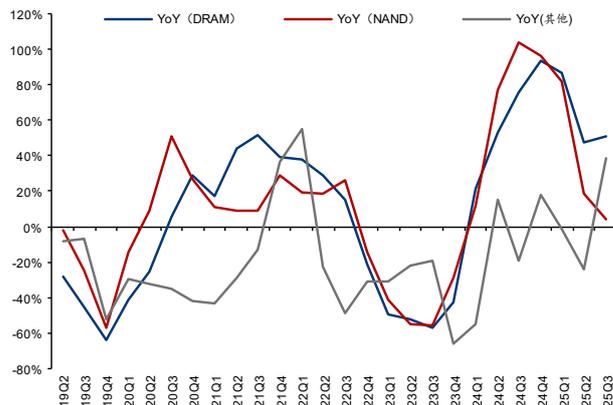
资料来源：公司公告、华泰研究

图表6: 美光营收按技术划分 (FY, 百万美元)



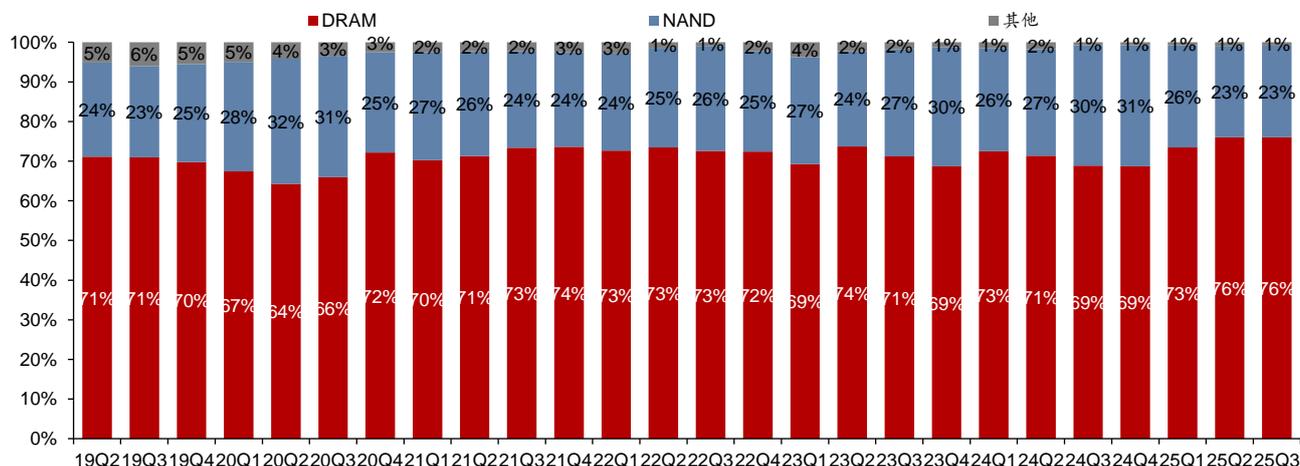
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表7: 美光营收分技术同比增速 (FY, %)



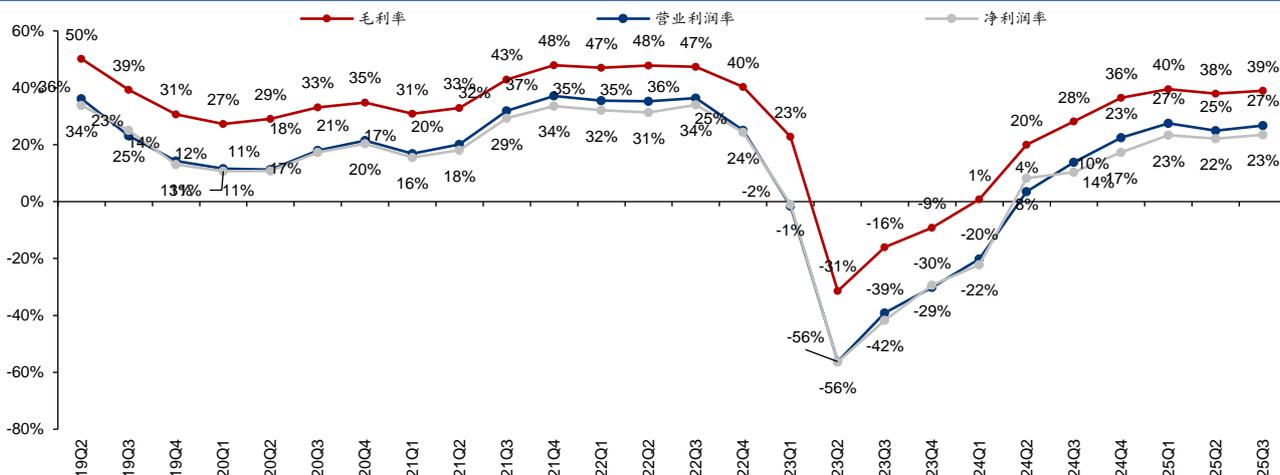
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表8: 美光科技营收划分 (FY, %)



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表9: 美光科技 Non-GAAP 毛利率、营业利润率和净利率 (FY, %)



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表10: DRAM/HBM 市占率

MU	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25
DRAM	2,722	2,672	2,755	3,427	4,158	4,692	5,326	6,400	6,123	7,071.00
HBM					47	114	284	641	1,073	1,600
HBM/DRAM					1.1%	2.4%	5.3%	10.0%	17.5%	22.6%
Market Shares					2.5%	3.4%	4.3%	5.6%	16.3%	
SK Hynix	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
DRAM	2,259	3,441	4,490	5,676	5,570	7,747	9,134	9,814	9,527	
HBM	110	300	532	769	895	1,624	2,876	4,143	4,337	
HBM/DRAM	4.9%	8.7%	11.8%	13.6%	16.1%	21.0%	31.5%	42.2%	45.5%	
Market Shares	24.1%	37.0%	44.7%	55.4%	47.3%	48.1%	44.0%	36.4%	65.7%	
Samsung	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
DRAM	4115	4885	7429	7518	9290	10175	10826	38048	8841	
HBM	347	510	657	620	951	1638	3373	6609	1188	
HBM/DRAM	8.4%	10.4%	8.8%	8.2%	10.2%	16.1%	31.2%	17.4%	13.4%	
Market Shares	75.9%	63.0%	55.3%	44.6%	50.3%	48.5%	51.6%	58.0%	18.0%	
Whole Market	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
HBM Total	457	810	1,189	1,389	1,893	3,377	6,533	11,393	6,598	
DRAM Total	9,096	10,998	14,674	16,621	19,018	22,613	25,286	54,261	24,491	
HBM/DRAM	5.0%	7.4%	8.1%	8.4%	10.0%	14.9%	25.8%	21.0%	26.9%	

注: 美光 FY25Q3 HBM 营收由 Q2 营收环比约增长 50%口径计算

资料来源: Visible Alpha、华泰研究

盈利预测与公司估值

自 2014 年以来美光估值曾经历三次峰值, 分别受益于: 移动互联网普及 (14 年, 2.8x Forward PB, 3.7x TTM PB)、上云趋势带来的服务器需求和加密货币潮 (18 年, 1.7x Forward PB, 3.1x TTM PB) 以及疫情居家办公带来的短期需求激增 (21 年, 2.0x Forward PB, 2.65x TTM PB)。我们认为, 2025 年内存行业迈入新一轮上行周期, 将受益于 AI 加速器及 AI 应用普及所带来的增长。FY25Q3, HBM 已占美光收入约 17%, 成为美光增长的主要动力。我们认为, 美光估值应往 2014 年历史高位水平靠拢, 甚至突破。我们重申“买入”, 小幅提升 FY25E 营收/净利润(+1%/3%), 考虑到 FY26 美光 HBM 占营收比重和市占率或将进一步提升, 切换至 3.0x FY26E PB (此前为 3.2x FY25E PB), 目标价从 144 美元上调至 170 美元。

图表11: 美光 2014、2018、2021 年 Forward PB 与 TTM PB

2014		2018		2021	
Forward PB	TTM PB	Forward PB	TTM PB	Forward PB	TTM PB
2.8x	3.7x	1.7x	3.1x	2.0x	2.65x

资料来源: 公司公告、Bloomberg、华泰研究

图表12: 美光科技可比估值表 (数据截止 2025 年 6 月 25 日)

公司	股票代码	PE			PS			PB		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
美光科技	MU US	18.39	11.90	9.72	4.03	3.17	2.85	2.74	2.23	1.81
SK 海力士	000660 KS	6.69	6.04	5.39	2.41	2.07	1.83	2.00	1.52	1.19
三星电子	005930 KS	12.78	10.47	9.15	1.13	1.07	1.01	1.00	0.93	0.86

资料来源: Bloomberg、华泰研究

图表13: 美光科技盈利预测

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收	27705	30758	15540	25111	36097	45417	46259
YoY(%)	29.3%	11.0%	-49.5%	61.6%	43.8%	25.8%	1.9%
DRAM	20035	22384	10974	17603	27273	35176	36178
YoY(%)	38.1%	11.7%	-51.0%	60.4%	54.9%	29.0%	2.8%
NAND	7007	7811	4206	7227	8525	9901	9733
YoY(%)	13.0%	11.5%	-46.2%	71.8%	18.0%	16.1%	-1.7%
Others	663	563	360	281	300	340	348
YoY(%)	-8.6%	-15.1%	-36.1%	-21.9%	6.9%	13.3%	2.3%
毛利润	10423	13898	-1416	5613	14439	19529	19938
毛利率(%)	37.6%	45.2%	-9.1%	22.4%	40.0%	43.0%	43.1%
YoY(%)	59.1%	33.3%	-110.2%	-496.4%	157.2%	35.3%	2.1%
研发费用	2663	3116	3114	3263	3949	4603	4698
YoY(%)	2.4%	17.0%	-0.1%	4.8%	21.0%	16.6%	2.1%
销售和管理费用	894	1066	920	1101	1347	1671	1710
YoY(%)	1.5%	19.2%	-13.7%	19.7%	22.3%	24.1%	2.3%
营业利润	6734	9709	-5437	1304	9143	13255	13530
营业利润率	24.3%	31.6%	-35.0%	5.2%	25.3%	29.2%	29.2%
YoY(%)	120.1%	44.2%	-156.0%	-124.0%	601.1%	45.0%	2.1%
调整后净利润	6976	9475	-4862	1472	8941	12987	13403
净利率	25.2%	30.8%	-31.3%	5.9%	24.8%	28.6%	29.0%
YoY(%)	115.6%	35.8%	-151.3%	-130.3%	507.4%	45.3%	3.2%

资料来源: Bloomberg、华泰研究预测

风险提示

技术落地缓慢: 公司的生产技术推进和产品落地可能达不到预期, 或影响营收及利润。

中美贸易摩擦: 中国是半导体产业的重要市场之一, 如果中美局势再次升级, 将对宏观因素和板块产品销售产生影响。

芯片需求不及预期: 市场的芯片需求规模可能不及预期, 影响行业营收及利润。

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,540	25,111	36,097	45,417	46,259
销售成本	(16,956)	(19,498)	(21,658)	(25,888)	(26,321)
毛利润	(1,416)	5,613	14,439	19,529	19,938
销售及分销成本	(920.00)	(1,129)	(1,347)	(1,671)	(1,710)
管理费用	(3,114)	(3,430)	(3,949)	(4,603)	(4,698)
其他收入 / 支出	(301.00)	(31.00)	(50.00)	(100.00)	(100.00)
财务成本净额	80.00	(33.00)	72.91	457.03	640.16
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(5,658)	1,240	9,166	13,612	14,070
税费开支	(177.00)	(451.00)	(824.93)	(1,225)	(1,266)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	(5,833)	778.00	8,341	12,387	12,803
Non-GAAP 调整项	971.00	694.00	600.00	600.00	600.00
调整后净利润	(4,862)	1,472	8,941	12,987	13,403
折旧和摊销	(7,756)	(7,780)	(9,886)	(11,048)	(11,049)
EBITDA	2,018	9,053	18,979	24,204	24,479
EPS (美元, 基本)	(5.22)	0.70	7.46	11.08	11.46

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	8,387	8,875	6,767	11,210	7,068
应收账款和票据	2,443	6,615	4,415	9,463	4,672
现金及现金等价物	8,577	7,041	12,487	14,967	27,878
其他流动资产	1,837	1,841	2,085	2,085	2,085
总流动资产	21,244	24,372	25,754	37,725	41,704
固定资产	37,928	39,749	41,148	45,299	49,350
无形资产	404.00	1,566	1,566	1,566	1,566
其他长期资产	4,678	3,729	4,857	4,857	4,857
总长期资产	43,010	45,044	47,571	51,722	55,773
总资产	64,254	69,416	73,325	89,447	97,476
应付账款	3,958	7,299	5,937	10,315	6,209
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	807.00	1,949	1,949	1,949	1,949
总流动负债	4,765	9,248	7,886	12,264	8,158
长期债务	13,655	13,576	13,076	12,576	12,076
其他长期债务	1,714	1,461	1,461	1,461	1,461
总长期负债	15,369	15,037	14,537	14,037	13,537
股本	124.00	125.00	125.00	125.00	125.00
储备/其他项目	43,996	45,006	50,777	63,021	75,656
股东权益	44,120	45,131	50,902	63,146	75,781
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	44,120	45,131	50,902	63,146	75,781

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(24.38)	182.79	17.05	11.48	11.11
PB	3.22	3.15	2.79	2.25	1.88
调整后 PE (倍)	(29.25)	96.61	15.91	10.95	10.61
调整后 ROE	(10.34)	3.30	18.62	22.77	19.30
EV EBITDA	74.24	16.81	7.70	5.92	5.30
股息率 (%)	0.35	0.47	1.00	0.52	0.54
自由现金流收益率 (%)	(5.27)	(0.16)	4.95	1.90	9.14

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,018	9,053	18,979	24,204	24,479
融资成本	(80.00)	33.00	(72.91)	(457.03)	(640.16)
营运资本变动	(1,653)	(434.00)	1,377	(5,113)	4,826
税费	(177.00)	(451.00)	(824.93)	(1,225)	(1,266)
其他	1,451	306.00	574.74	1,971	2,520
经营活动现金流	1,559	8,507	20,033	19,380	29,919
CAPEX	(7,676)	(8,386)	(12,500)	(15,200)	(15,100)
其他投资活动	1,485	77.00	(1,128)	0.00	0.00
投资活动现金流	(6,191)	(8,309)	(13,628)	(15,200)	(15,100)
债务增加量	5,955	(898.00)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
权益增加量	(425.00)	(300.00)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(504.00)	(513.00)	(1,418)	(743.23)	(768.21)
其他融资活动现金流	(43.00)	(131.00)	959.34	(457.03)	(640.16)
融资活动现金流	4,983	(1,842)	(958.63)	(1,700)	(1,908)
现金变动	351.00	(1,644)	5,446	2,480	12,911
年初现金	8,262	8,577	7,041	12,487	14,967
汇率波动影响	(34.00)	40.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	8,577	7,041	12,487	14,967	27,878

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(49.48)	61.59	43.75	25.82	1.85
毛利润	(110.19)	(496.40)	157.24	35.25	2.09
营业利润	(156.00)	(123.98)	601.15	44.98	2.07
净利润	(167.15)	(113.34)	972.10	48.51	3.36
调整后净利润	(155.97)	(130.28)	507.40	45.25	3.21
EPS (基本)	(167.15)	(113.34)	972.10	48.51	3.36
盈利能力比率 (%)					
毛利率	(9.11)	22.35	40.00	43.00	43.10
EBITDA	12.99	36.05	52.58	53.29	52.92
净利润率	(37.54)	3.10	23.11	27.27	27.68
调整后净利润率	(31.29)	5.86	24.77	28.60	28.97
ROE	(12.41)	1.74	17.37	21.72	18.43
调整后 ROE	(10.34)	3.30	18.62	22.77	19.30
ROA	(8.94)	1.16	11.69	15.22	13.70
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	11.51	14.48	1.16	(3.79)	(20.85)
流动比率	4.46	2.64	3.27	3.08	5.11
速动比率	2.70	1.68	2.41	2.16	4.25
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.24	0.38	0.51	0.56	0.49
应收账款周转天数	87.72	64.93	55.00	55.00	55.00
应付账款周转天数	106.67	103.92	110.00	113.00	113.00
存货周转天数	159.77	159.36	130.00	125.00	125.00
现金转换周期	140.82	120.37	75.00	67.00	67.00
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	(5.22)	0.70	7.46	11.08	11.46
EPS (调整后, 基本)	(4.35)	1.32	8.00	11.62	11.99
每股净资产	39.48	40.38	45.55	56.50	67.81

免责声明

分析师声明

本人，何翩翩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何翩翩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司