

佰维存储 (688525.SH)

2025 毛利率环比提升 11.7pct, AI 端侧应用多点开花

优于大市

核心观点

公司 2025 营收与毛利率环比改善。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。2025 年上半年存储市场呈现前低后高走势,一季度价格触底后,二季度行业景气度逐步回暖。在此背景下,公司 2025 营收 23.69 亿元 (YoY+38.2%, QoQ+53.5%),扣非归母净利润-0.16 亿元 (YoY-113.36%, QoQ+92.61%),毛利率 13.68% (YoY-12.69pct, QoQ+11.70pct)。预计下半年随存储价格持续回暖,叠加公司客户数量增加,环比改善趋势有望延续。

AI 端侧应用多点开花,手机、可穿戴及 PC 业务加速拓宽。公司嵌入式存储 1H25 实现营收 22.86 亿元;AI 眼镜方面,Meta 是公司出货量最大的 AI 眼镜客户,此外公司 ePOP 等产品已进入 Google、小米、Rokid 等国内外头部厂商供应链;手机方面,公司 LPDDR5/5X、UFS、uMCP 等产品已进入 OPPO、vivo 等一线品牌供应链,并向高端 AI 手机批量供应 12GB、16GB 等大容量产品。此外,公司 PC 存储 1H25 实现营收 13.84 亿元,预装市场成功进入联想、小米、Acer、HP、同方等知名 PC 厂商供应链,消费级市场通过掠夺者等品牌在 618 等大促中表现优异。

企业级、工车规存储持续推进,晶圆级先进封装有望推动中长期增长。公司企业级产品已获得 AI 服务器厂商、头部互联网厂商以及国内头部 OEM 厂商的核心供应商资质,并实现预量产出货。工车规存储 1H25 营收 0.54 亿元,产品已在国内头部车企及 Tier1 客户量产。此外,公司 1H25 先进封装实现收入 0.83 亿元,晶圆级先进封装制造项目预计 3Q25 完成全部设备安装与调试并将于下半年投产,未来将服务客户对存算合封等先进封装业务的需求。

投资建议:基于 1H25 经营情况,考虑后续 AI 端侧、先进封装等高附加值业务占比提升,上调公司 26-27 年收入与毛利率,预计 25-27 年归母净利润有望达 1.76/2.94/5.67 亿元 (前值 25-27 年 1.78/2.00/3.8 亿元),对应 25-27 年 PE 分别为 186/112/58 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	9,087	10,985	13,216
(+/-%)	20.3%	86.5%	35.7%	20.9%	20.3%
净利润(百万元)	-624	161	176	294	567
(+/-%)	-976.7%	125.8%	9.4%	66.8%	92.7%
每股收益(元)	-1.45	0.37	0.38	0.63	1.21
EBIT Margin	-14.0%	3.4%	4.5%	5.2%	6.9%
净资产收益率 (ROE)	-32.4%	6.7%	6.8%	10.3%	17.0%
市盈率 (PE)	-48.6	188.5	186.5	111.8	58.0
EV/EBITDA	-77.7	107.8	64.1	46.6	31.4
市净率 (PB)	15.73	12.60	12.66	11.55	9.88

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

证券分析师:连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

证券分析师:胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

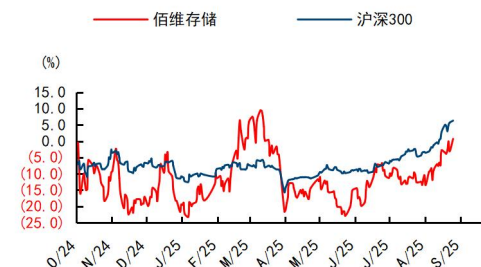
证券分析师:张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

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	73.22 元
总市值/流通市值	34172/23632 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	784.40 百万元

市场走势



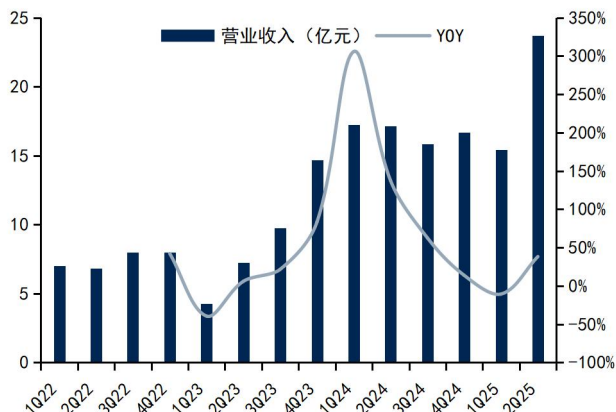
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《佰维存储 (688525.SH) - AI 眼镜加速放量,晶圆级先进封装稳步推进》——2025-06-01

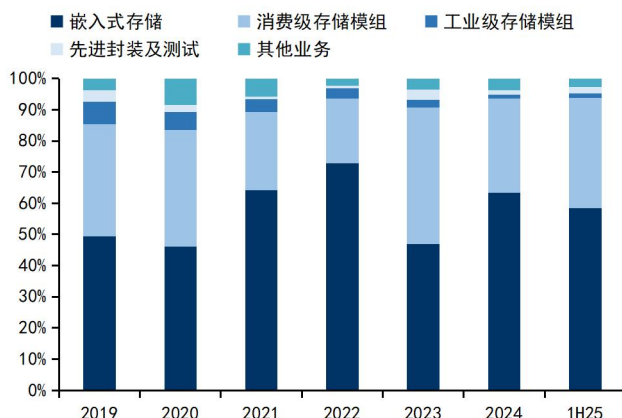
《佰维存储 (688525.SH) - 1Q24 扣非净利润同比增长 228%,存储与先进封装多维布局》——2024-05-23

图1：公司单季度营业收入及增速（亿元、%）



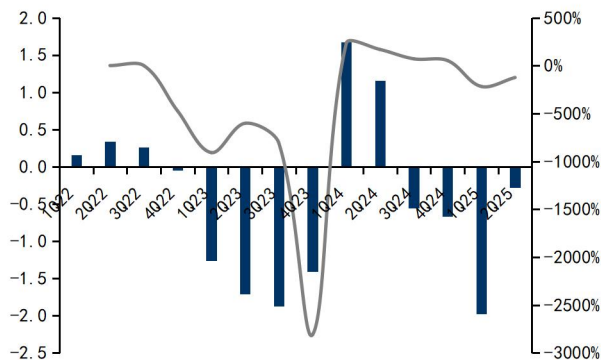
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司营收结构



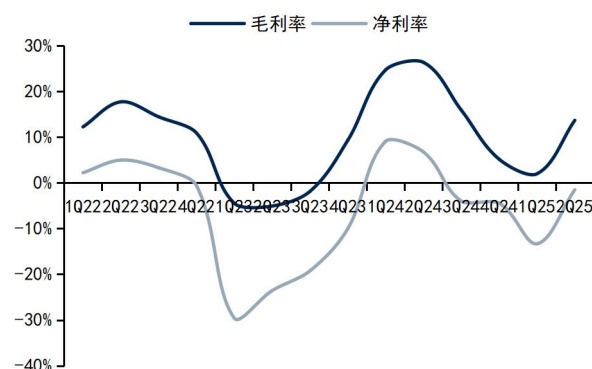
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度归母净利润及增速（亿元、%）



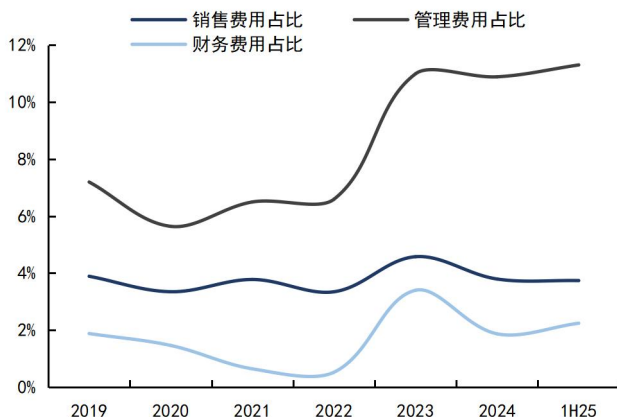
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度毛利率与净利率（%，%）



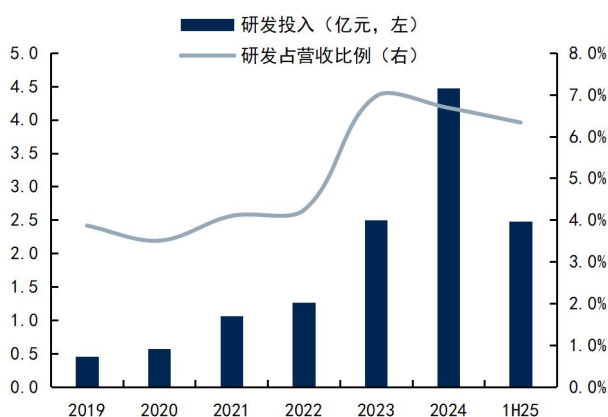
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

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	9087	10985	13216
应收款项	664	901	1223	1478	1779	营业成本	3527	5477	7657	9216	10951
存货净额	3552	3537	4092	4894	5773	营业税金及附加	7	9	14	18	20
其他流动资产	325	455	601	735	898	销售费用	164	254	254	305	267
流动资产合计	4880	5688	6154	7297	8640	管理费用	145	281	288	407	549
固定资产	1122	1529	2294	2960	3445	研发费用	250	447	467	467	520
无形资产及其他	62	172	165	158	151	财务费用	122	125	208	260	316
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	(41)	(44)	(64)
资产总计	6332	7961	9185	10988	12809	其他	11	31	14	15	17
短期借款及交易性金融负债	3069	3562	4238	5550	6665	营业利润	(743)	165	170	283	546
应付款项	701	809	1122	1342	1583	营业外净收支	1	(1)	0	0	(0)
其他流动负债	129	202	273	329	388	利润总额	(742)	165	170	283	546
流动负债合计	3898	4574	5633	7221	8635	所得税费用	(111)	30	20	34	66
长期借款及应付债券	503	928	928	928	928	少数股东损益	(7)	(26)	(27)	(45)	(86)
其他长期负债	10	28	35	44	55	归属于母公司净利润	(624)	161	176	294	567
长期负债合计	513	956	963	972	984	现金流量表（百万元）					
负债合计	4411	5530	6596	8193	9619	净利润	(631)	135	150	249	481
少数股东权益	(7)	19	(8)	(53)	(139)	资产减值准备	140	61	74	88	121
股东权益	1928	2412	2597	2847	3329	折旧摊销	55	107	210	309	442
负债和股东权益总计	6332	7961	9185	10988	12809	公允价值变动损失	(3)	(97)	(33)	(44)	(58)
关键财务与估值指标						财务费用	125	127	208	260	316
每股收益	(1.45)	0.37	0.38	0.63	1.21	营运资本变动	(1516)	(323)	(599)	(862)	(974)
每股红利	0.26	0.34	0.06	0.09	0.18	其它	(136)	521	(282)	(348)	(437)
每股净资产	4.48	5.59	5.57	6.10	7.13	经营活动现金流	(1966)	532	(272)	(348)	(109)
ROIC	-11%	1%	2%	3%	5%	资本开支	(416)	(968)	(968)	(968)	(920)
ROE	-32%	7%	7%	10%	17%	其它投资现金流	(38)	(45)	0	0	0
毛利率	2%	18%	16%	16%	17%	投资活动现金流	(454)	(1014)	(968)	(968)	(920)
EBIT Margin	-14%	3%	4%	5%	7%	权益性融资	0	60	35	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%	36%	21%	20%	支付股利、利息	(112)	(146)	(26)	(44)	(85)
净利润增长率	-977%	126%	9%	67%	93%	其它融资现金流	1847	406	675	1313	1114
资产负债率	70%	70%	72%	74%	74%	融资活动现金流	1859	745	684	1269	1029
息率	0.4%	0.5%	0.1%	0.1%	0.3%	现金净变动	(558)	279	(556)	(48)	0
P/E	(48.6)	188.5	186.5	111.8	58.0	货币资金的期初余额	690	132	411	(145)	(192)
P/B	15.7	12.6	12.7	11.6	9.9	货币资金的期末余额	132	411	(145)	(192)	(192)
EV/EBITDA	(77.7)	107.8	64.1	46.6	31.4	企业自由现金流	(2304)	(999)	(1000)	(1018)	(652)
						权益自由现金流	(334)	(168)	(507)	65	185

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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