

## 公司研究

## 业绩预告超预期，受益于存储周期上行

## ——佰维存储（688525.SH）跟踪报告之二

## 要点

**事件：**公司发布业绩预告。预计 2025 年实现营收 100-120 亿元，同比增长 49.36%-79.23%；预计 2025 年实现归母净利润 8.5-10.0 亿元，同比增长 427.19%-520.22%；预计 2025 年实现归母扣非净利润 7.6-9.0 亿元，同比增长 1034.71%-1243.74%。

**2025Q4 业绩预告营收利润双高增,业绩预告超预期。**根据业绩预告，公司预计 2025 年四季度实现营收 34.25-54.25 亿元，同比增长 105.09%-224.85%，环比增长 28.62%-103.73%；预计 2025 年四季度实现归母净利润 8.20-9.70 亿元，同比增长 1225.40%-1449.67%，环比增长 219.89%-278.43%；预计 2025 年四季度实现归母扣非净利润 7.78-9.18 亿元，同比增长 393.99%-482.85%，环比增长 264.90%-330.54%。

**受益于存储周期上行，公司业绩改善。**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，2025 年第一季度达到阶段性低点。但是 AI 浪潮下高效能推理服务需求增长，在传统大容量 HDD 供不应求的情况下，CSP 将储存需求转向 QLC Enterprise SSD。在 QLC 外溢效应驱动和整体供不应求的状态下，NAND Flash 各类产品价格上涨。由于三大 DRAM 原厂持续优先分配先进制程产能给高阶 Server DRAM 和 HBM，排挤 PC、Mobile 和 Consumer 应用的产能，同时受各终端产品需求分化影响，25Q4 旧制程 DRAM 价格涨幅可观。公司 25Q1 产品销售价格降幅较大。从 25Q2 开始，随着存储价格企稳回升，公司重点项目逐步交付，公司销售收入和毛利率逐步回升，经营业绩逐步改善。

**AI 端侧技术与产品布局领先，晶圆级先进封装制造项目构建 AI+存储综合竞争力。**公司在 AI 端侧存储拥有较强的竞争力，能够通过自研主控芯片、固件算法与先进封装能力实现差异化竞争，并已构建完整的产品布局，覆盖 AI 手机、AI PC、AI 眼镜、具身智能等多场景，公司是业内率先抓住 AI 眼镜机遇的解决方案厂商。公司正在布局的晶圆级先进封装制造项目，将服务于先进 DRAM 存储器、先进 NAND 存储器、存储与计算整合等领域，满足 AI 手机、AI PC、AI 眼镜等 AI 端侧对大容量存储解决方案的需求，构建 AI+存储综合竞争力。

**盈利预测、估值与评级：**我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 9.93、12.87 亿元（上调 61%和 64%），新增 2027 年归母净利润预测为 14.89 亿元。存储行业复苏叠加公司多款 AI 产品逐步放量，我们看好公司后续成长性，上调至“买入”评级。

**风险提示：**新产品出货不及预期风险、毛利率波动风险、下游需求不及预期风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,591	6,695	11,991	15,340	17,310
营业收入增长率	20.27%	86.46%	79.10%	27.93%	12.84%
归母净利润（百万元）	-624	161	993	1,287	1,489
归母净利润增长率	N/A	N/A	515.85%	29.62%	15.65%
EPS（元）	-1.45	0.37	2.13	2.75	3.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	-32.38%	6.68%	28.87%	27.23%	23.95%
P/E	N/A	420	74	57	49
P/B	35.0	28.1	21.2	15.5	11.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-15 注：23-27 年及以后总股本为 4.30/4.31/4.65/4.67/4.67 亿股

## 买入（上调）

当前价：157.01 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：黄筱茜

执业证书编号：S0930524050001

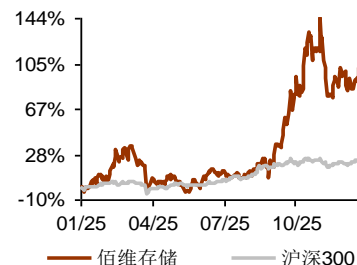
0755-25310400

huangxiaojian@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.67
总市值(亿元):	733.44
一年最低/最高(元):	52.00/163.00
近 3 月换手率:	458.59%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	38.94	47.24	141.63
绝对	43.32	50.39	166.80

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,591	6,695	11,991	15,340	17,310
营业成本	3,527	5,477	9,138	11,572	13,095
折旧和摊销	55	107	124	168	238
税金及附加	7	9	13	18	21
销售费用	164	254	444	558	606
管理费用	145	281	492	614	692
研发费用	250	447	803	1,016	1,046
财务费用	122	125	99	128	169
投资收益	6	-3	7	7	7
营业利润	-743	165	984	1,430	1,659
利润总额	-742	165	984	1,430	1,659
所得税	-111	30	20	172	199
净利润	-631	135	964	1,258	1,460
少数股东损益	-7	-26	-29	-29	-29
归属母公司净利润	-624	161	993	1,287	1,489
EPS(元)	-1.45	0.37	2.13	2.75	3.19

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,966	532	-1,443	-3,495	-3,099
净利润	-624	161	993	1,287	1,489
折旧摊销	55	107	124	168	238
净营运资金增加	1,491	659	3,741	2,401	1,464
其他	-2,889	-395	-6,300	-7,351	-6,290
投资活动产生现金流	-454	-1,014	-1,019	-1,312	-1,422
净资本支出	-416	-968	-1,118	-1,218	-1,318
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-38	-46	99	-93	-103
融资活动现金流	1,859	745	4,066	5,477	4,915
股本变化	0	1	34	2	0
债务净变化	1,980	918	4,131	5,605	5,084
无息负债变化	442	200	587	422	257
净现金流	-558	279	1,604	670	394

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	1.8%	18.2%	23.8%	24.6%	24.4%
EBITDA 率	-7.9%	6.7%	10.4%	11.6%	12.3%
EBIT 率	-9.8%	4.8%	9.4%	10.5%	10.9%
税前净利润率	-20.7%	2.5%	8.2%	9.3%	9.6%
归母净利润率	-17.4%	2.4%	8.3%	8.4%	8.6%
ROA	-10.0%	1.7%	7.0%	6.0%	5.3%
ROE (摊薄)	-32.4%	6.7%	28.9%	27.2%	24.0%
经营性 ROIC	-5.1%	3.6%	9.1%	7.5%	6.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	70%	69%	75%	78%	78%
流动比率	1.25	1.24	1.12	0.86	0.72
速动比率	0.34	0.47	0.49	0.38	0.32
归母权益/有息债务	0.54	0.54	0.40	0.33	0.32
有形资产/有息债务	1.70	1.69	1.54	1.44	1.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,332	7,961	13,677	20,962	27,763
货币资金	339	794	2,398	3,068	3,462
交易性金融资产	7	139	0	0	0
应收账款	614	815	1,460	1,868	2,108
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	50	86	154	197	222
存货	3,552	3,537	5,901	7,472	8,455
其他流动资产	135	215	350	436	487
流动资产合计	4,880	5,688	10,433	13,256	14,976
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	846	1,175	1,867	2,624	3,415
在建工程	275	354	506	642	767
无形资产	62	172	218	263	308
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	16	312	312	312	312
非流动资产合计	1,452	2,273	3,244	7,706	12,787
总负债	4,411	5,530	10,248	16,275	21,616
短期借款	2,800	3,288	7,653	13,258	18,342
应付账款	692	685	1,143	1,448	1,638
应付票据	9	124	207	262	297
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	2	2	2	2
流动负债合计	3,898	4,574	9,301	15,328	20,669
长期借款	503	928	928	928	928
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	4	4	4	4
非流动负债合计	513	956	947	947	947
股东权益	1,921	2,431	3,429	4,687	6,146
股本	430	431	465	467	467
公积金	1,978	2,300	2,400	2,510	2,510
未分配利润	-482	-320	573	1,748	3,237
归属母公司权益	1,928	2,412	3,439	4,726	6,215
少数股东权益	-7	19	-10	-39	-68

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.57%	3.79%	3.70%	3.64%	3.50%
管理费用率	4.03%	4.20%	4.10%	4.00%	4.00%
财务费用率	3.40%	1.87%	0.82%	0.83%	0.98%
研发费用率	6.96%	6.68%	6.70%	6.62%	6.04%
所得税率	15%	18%	2%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-4.57	1.23	-3.10	-7.48	-6.63
每股净资产	4.48	5.59	7.39	10.11	13.30
每股销售收入	8.34	15.53	25.77	32.83	37.04

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	N/A	420	74	57	49
PB	35.0	28.1	21.2	15.5	11.8
EV/EBITDA	N/A	169.3	65.4	49.3	43.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼