



佰维存储 (688525.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

AI 存储量价齐升，研发封测一体化释

放成长弹性

投资逻辑

公司聚焦半导体存储解决方案，研发封测一体化布局逐步完善。

受益于存储芯片价格上涨，2025 年公司实现营业收入 113.02 亿元 (YOY+68.82%)，归母净利润 8.53 亿元 (YOY+429.07%)。公司预计 2026H1 实现营收 150—160 亿元，同比增长 283.4%—309.0%；归母净利润 70—75 亿元，均同比大幅扭亏。

AI 需求扩张与供给约束共振，存储行业进入量价齐升阶段。WSTS 预计 2026 年全球存储市场规模同比增长 249.5%，继续成为半导体行业增长的主要驱动力。价格端，根据 TrendForce 预测，2026Q2 传统 DRAM、NAND Flash 合约价格预计分别环比上涨 58%—63%和 70%—75%。供给端，美光预计 2026 年 DRAM 行业位元出货量仅增长约 20%，洁净室产能约束、HBM 占用更多晶圆产能以及制程微缩带来的位元增量下降，使 DRAM 及 NAND 供需紧张状态可能延续至 2026 年以后。

高端产品与先进封测协同布局，平台化能力构筑差异化优势。公司持续推进 LPDDR5/5X、UFS 3.1、ePOP、Mini SSD、PCIe Gen5 SSD 及 DDR5 模组等高附加值产品导入，覆盖 AI 手机、AI 眼镜、智能穿戴、AI PC、企业级存储及智能汽车等应用场景。先进封测方面，公司已形成 Bumping、Fan-in、Fan-out 及 RDL 等晶圆级封装能力，东莞松山湖项目预计于 2026 年末开始贡献收入。公司于 2025 年 4 月完成定增，募集资金净额 18.71 亿元。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2026—2028 年分别实现营业收入 301.10 亿元、365.22 亿元和 429.65 亿元，同比增长 166.40%、21.30%和 17.64%；归母净利润分别为 146.57 亿元、161.82 亿元和 172.99 亿元，同比增长 1618.19%、10.40%和 6.90%。充分考虑公司在端侧 AI 存储领域的产品布局、研发封测一体化形成的差异化能力，以及行业景气上行带来的业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

存储行业景气度及产品价格波动的风险；AI 新兴端侧需求及高价值产品放量不及预期的风险；上游存储晶圆供给及采购成本波动的风险；先进封测项目建设、客户验证及产能爬坡不及预期的风险；汇率波动及国际贸易环境变化的风险；存货规模较大及存货跌价的风险

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：周焕博 (执业 S1130525080009)

zhouhuanbo@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：232.94 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,695	11,302	30,110	36,522	42,965
营业收入增长率	86.46%	68.82%	166.40%	21.30%	17.64%
归母净利润(百万元)	161	853	14,657	16,182	17,299
归母净利润增长率	-	429.07%	1618.19%	10.40%	6.90%
摊薄每股收益(元)	0.374	1.833	31.081	34.315	36.684
每股经营性现金流净额	1.23	-4.22	30.14	29.69	32.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.68%	15.68%	79.75%	49.54%	36.09%
P/E	165.75	62.62	6.82	6.17	5.78
P/B	11.08	9.82	5.44	3.06	2.08

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、研发封测一体化奠定平台基础，全球化布局增强客户粘性	4
1.1 多年沉淀，从代工平台成长为研发封测一体化的存储模组龙头	4
1.2 平台化发展和全球化布局增强客户粘性	5
1.3 公司近几年业绩增长强劲，盈利能力有望持续提升	6
二、AI 驱动存储行业进入新一轮上行周期，中游模组环节迎来价值重估	9
2.1 存储行业景气回升，AI 与高性能应用带动需求增长	9
2.2 存储产业链分工明确，中游模组厂承接价值重构	10
2.3 下游需求结构演变：AI 驱动存储需求进入新阶段	12
三、规模化、平台化布局巩固竞争优势	13
3.1 研发封测一体化构筑核心壁垒，平台化布局增强客户黏性	13
3.2 晶圆级先进封测打开差异化竞争优势，成为公司特色壁垒	14
3.3 AI 驱动产品升级与高端化拓展，规模扩张与利润弹性有望持续释放	15
四、盈利预测	16
五、风险提示	18

图表目录

图表 1： 公司存储四大产品线	4
图表 2： 2025 年公司主营业务收入占比（按产品）	4
图表 3： 2025 年公司主营业务毛利占比（按产品）	4
图表 4： 公司平台化业务布局与能力延伸	5
图表 5： 公司 2026Q1 营收增长显著提速	6
图表 6： 公司归母净利润增速显著高于营收增速	6
图表 7： 公司销售毛利率与净利率持续修复	7
图表 8： 公司先进封装及测试业务毛利率最高	7
图表 9： 公司应收账款周转效率持续改善	7
图表 10： 公司存货周转天数处于较高水平	7
图表 11： 公司主要期间费用率随收入增长逐步下降	8
图表 12： 公司研发投入规模持续提升	8
图表 13： 公司 2025 年销售毛利率领先可比公司	8
图表 14： 公司 2025 年销售净利率领先可比公司	8
图表 15： 公司存货数据（单位：亿元）	9
图表 16： 全球半导体市场规模预测（单位：百万美元）	9



图表 17: 半导体细分板块市场规模增长率 (%)	9
图表 18: AI 服务器市场规模预计年增长率 18%	10
图表 19: 预计 2026 年 DRAM 晶圆与 NAND 晶圆盈利与平均销售价格变化	10
图表 20: 存储行业上中下游模式	11
图表 21: 公司所处产业链位置	11
图表 22: 26Q1 Dram 厂商市占率	11
图表 23: 26Q1 NAND 厂商市占率	11
图表 24: NAND 现货价格	12
图表 25: DRAM 现货价格	12
图表 26: AI 服务器及变化需求	12
图表 27: 一台 AI 服务器存储芯片成本	12
图表 28: 2024 年至 2027 年手机出货增长率	13
图表 29: 需求端各应用场景分化	13
图表 30: 公司设计、工艺与产品应用场景	14
图表 31: 公司封装技术与产品线	14
图表 32: 公司“松山湖”晶圆级先进封测项目推进节奏	15
图表 33: AI 端侧高价值产品放量驱动公司产品结构优化	15
图表 34: 佰维 PC 存储业务预装与后装双轮驱动格局	16
图表 35: 公司 PC 及企业级存储产品升级	16
图表 36: 公司分业务拆分	17
图表 37: 2024 -2028E 公司三费情况	18



一、研发封测一体化奠定平台基础，全球化布局增强客户粘性

1.1 多年沉淀，从代工平台成长为研发封测一体化的存储模组龙头

公司前身 BIWIN 成立于 1995 年，专注半导体存储器的研发设计、封测、生产和销售，主要产品为半导体存储器，主要服务为先进封测服务。公司早期转型做代工，受益于当时国内的出口红利，BIWIN 成为存储代工领域黑马。随后 BIWIN 抓住海外存储市场重塑格局的机遇，逆势投资建立了 8 寸和 12 寸 IC 晶圆封装、测试厂房，并推出了自有品牌的嵌入式存储芯片。2010 年，公司正式成立，并开始发力开拓国内客户。目前半导体存储器按照应用领域不同又分为嵌入式存储、PC 存储、工业存储、企业级存储和移动存储等。公司于 2022 年 12 月 30 日在科创板成功上市。公司紧紧围绕半导体存储器产业链，构筑了研发封测一体化的经营模式，在存储介质特性研究、固件算法开发、存储芯片封测、测试研发、全球品牌运营等方面具有核心竞争力，并积极布局芯片 IC 设计、先进封测、芯片测试设备研发等技术领域。

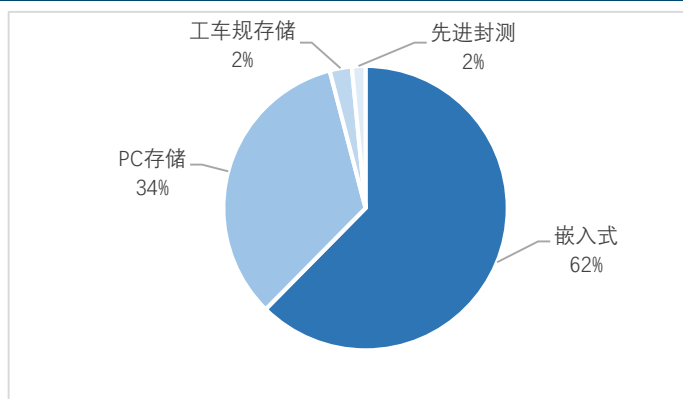
图表1：公司存储四大产品线



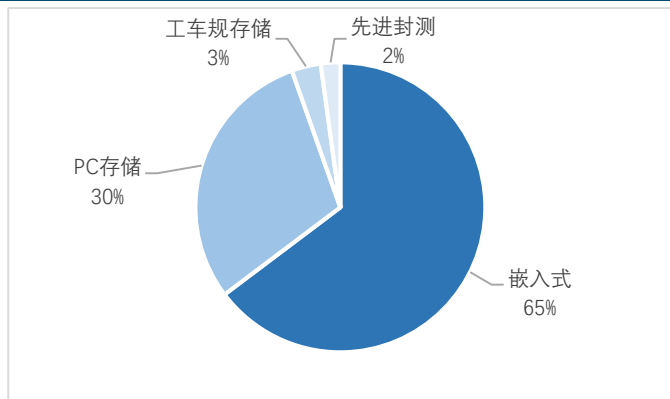
来源：公司 2025 年年度报告，国金证券研究所

公司主要营收及毛利来源于嵌入式及 PC 存储。2025 年度嵌入式存储收入 68.76 亿元，PC 存储收入 36.95 亿元，嵌入式存储和 PC 存储合计占比达 95.93%，为公司贡献主要营收。毛利方面，2025 年嵌入式存储、PC 存储毛利分别为 15.22 亿元和 7.02 亿元，占比分别为 64.73%、29.85%；总计达到全部毛利的 94.58%。嵌入式存储产品附加值较高，为公司贡献最多的毛利。

图表2：2025 年公司主营业务收入占比（按产品）



图表3：2025 年公司主营业务毛利占比（按产品）





来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

1.2 平台化发展和全球化布局增强客户粘性

公司围绕半导体存储产业链构建业务体系，形成以存储产品为核心，涵盖研发设计、先进封测及测试验证的一体化能力。凭借长期技术积累和产品迭代，公司在嵌入式存储、PC 存储及企业级存储等领域持续拓展，并逐步提升高附加值产品占比。

在销售端，公司产品覆盖中国大陆、北美、欧洲及亚太等多个地区，已建立全球化销售与服务网络，具备较强的交付能力与客户响应能力。在客户方面，公司已进入全球主流服务器厂商及互联网客户供应链体系，并与国内外头部客户建立长期稳定合作关系。整体来看，公司正由单一存储产品供应商向具备“存储解决方案+先进封测能力”的综合平台型企业转型。

图表4：公司平台化业务布局与能力延伸



来源：公司公告，国金证券研究所

嵌入式产品: 公司围绕嵌入式存储产品持续加大研发投入，形成覆盖 eMMC、UFS、LPDDR 等多种产品形态的完整产品体系，广泛应用于智能手机、可穿戴设备、智能家居、工业控制及汽车电子等终端场景。随着下游终端对存储性能、可靠性及低功耗要求不断提升，嵌入式存储逐步向大容量、高速率方向升级，公司通过持续优化固件算法与控制技术，不断提升产品性能与稳定性。

PC 存储产品领域: 公司围绕 PC 及消费电子市场布局 SSD、内存条等产品，应用于笔记本及台式机终端。随着终端对性能及容量需求提升，PC 存储产品持续向高性能、大容量升级。公司通过主控方案与固件优化提升产品性能与稳定性，并强化渠道与客户拓展，已与主流 PC 厂商如联想、惠普等以及渠道客户形成稳定合作关系。PC 存储业务作为公司重要收入来源，在规模与渠道优势支撑下保持稳健发展。

工车规存储: 公司已围绕工业控制、智能座舱、ADAS 及智能驾驶等场景布局工规级与车规级存储产品，形成车规级 eMMC、UFS 等产品组合，并持续推进车规认证及客户导入。相较消费电子场景，工车规领域对产品可靠性、生命周期和供货稳定性要求更高，公司平台化的研发、测试与验证能力有助于其在该领域建立更强壁垒，并为后续长期稳定增长提供支撑。

先进封测: 先进封测服务是公司的核心优势之一。公司已将封测能力由传统制造环节延伸至晶圆级先进封装方向，并逐步形成与存储主业协同的能力平台。随着松山湖晶圆级先进封测项目推进，公司有望为客户提供“存储解决方案+晶圆级先进封测”一站式服务，进一步增强产品附加值与客户黏性。

通过持续的研发投入与技术积累，公司已在存储控制算法、固件开发、封测工艺及测试验证等方面形成核心技术能力。在产品一致性、可靠性验证及性能优化等关键环节具备较强竞争力。公司围绕存储产品全流程建立技术体系，覆盖方案设计、封装测试及质量控制等



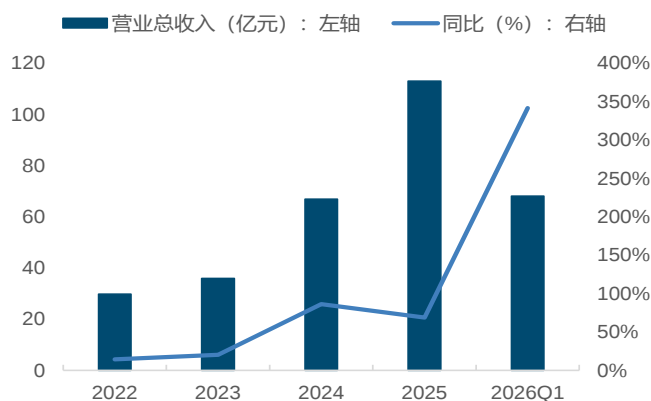
环节，并通过持续研发提升产品性能与稳定性。整体来看，公司技术能力为其产品升级及高端应用拓展提供了重要支撑。

1.3 公司近几年业绩增长强劲，盈利能力有望持续提升

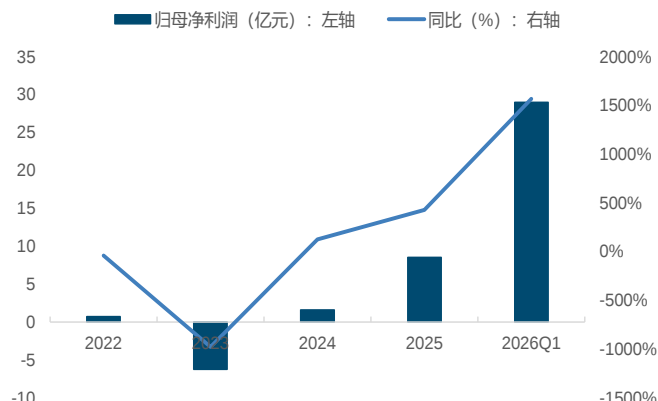
公司积极把握存储行业景气回升及 AI 新兴应用需求扩张带来的阶段性机遇，经营业绩在经历行业周期调整后进入快速增长阶段。2023 年，公司实现营业收入 35.91 亿元，归母净利润亏损 6.24 亿元，业绩处于周期低点；此后收入及盈利水平逐步修复。2025 年，公司实现营业收入 113.02 亿元，同比增长 68.82%；实现归母净利润 8.53 亿元，同比增长 429.07%，利润增速明显高于收入增速。进入 2026Q1，公司实现营业收入 68.14 亿元，同比增长 341.53%；归母净利润 28.99 亿元，同比增长 1567.85%，收入及利润增长进一步提速。

公司业绩增长主要受到存储产品价格回升、头部客户拓展以及 AI 新兴应用相关产品放量等因素推动。其中，2026Q1 公司 AI 新兴存储产品实现收入约 11.75 亿元，同比增长 496.45%、环比增长 53.19%，成为收入增长的重要增量来源；ePOP 等产品亦在 AI/AR 眼镜、智能手表等应用场景中加快导入。整体来看，公司本轮业绩改善既受益于存储行业景气修复，也获得新兴应用产品放量的支撑，但 2026Q1 较高增速同时受到上年同期基数及行业价格变化等因素影响，后续增长持续性仍需结合存储价格走势、客户拓展进度及新产品放量情况持续观察。公司预计 2026H1 实现营收 150—160 亿元，同比增长 283.4%—309.0%；归母净利润 70—75 亿元、扣非归母净利润 62—70 亿元，均同比大幅扭亏。

图表5：公司 2026Q1 营收增长显著提速



图表6：公司归母净利润增速显著高于营收增速



来源：ifind，国金证券研究所

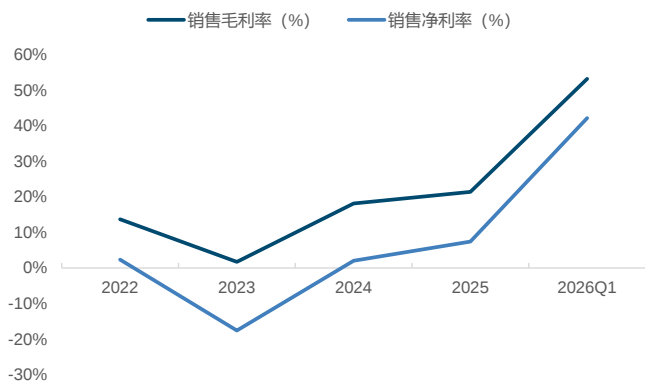
来源：ifind，国金证券研究所

从盈利指标变化来看，公司盈利能力在经历行业周期下行后呈现显著修复。公司销售毛利率由 2021 年的 17.55% 下降至 2023 年的 1.71%，随后随存储行业经营环境改善逐步回升，2024 年和 2025 年分别达到 18.19% 和 21.44%，2026Q1 进一步升至 53.30%；销售净利率亦由 2023 年的 -17.57% 恢复至 2024 年的 2.02% 和 2025 年的 7.42%，并于 2026Q1 升至 42.22%。2026Q1 利润率较历史水平明显提高，表明公司当期利润释放速度显著快于收入增长，但单季度利润率与年度指标的可比性相对有限，其可持续性仍需结合产品价格、产品结构、成本变化及非经常性损益等因素进一步判断。

分业务来看，作为公司主要业务构成的存储产品毛利率由 2023 年的 0.40% 回升至 2024 年的 18.17% 和 2025 年的 21.20%，是公司整体毛利率修复的主要基础。先进封装及测试业务毛利率在 2022—2025 年分别为 27.23%、35.76%、32.80% 和 37.70%，整体处于相对较高水平，为公司盈利结构提供一定支撑。由此来看，公司整体毛利率改善主要来自存储产品盈利水平恢复，同时先进封装及测试业务较高的毛利率有助于提升盈利结构的稳定性。不过，现有数据尚不足以证明公司盈利能力已经脱离存储行业周期，后续仍需关注存储产品价格、原材料成本及各业务收入占比变化对综合毛利率的影响。

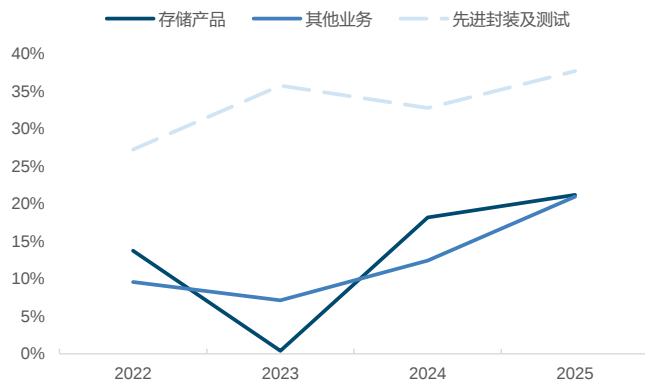


图表7：公司销售毛利率与净利率持续修复



来源：ifind，国金证券研究所

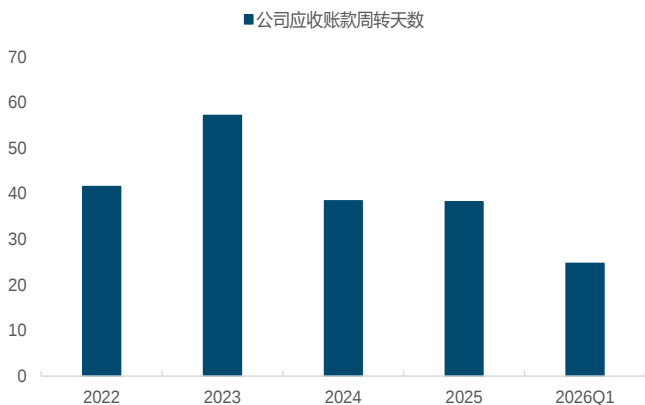
图表8：公司先进封装及测试业务毛利率最高



来源：ifind，国金证券研究所

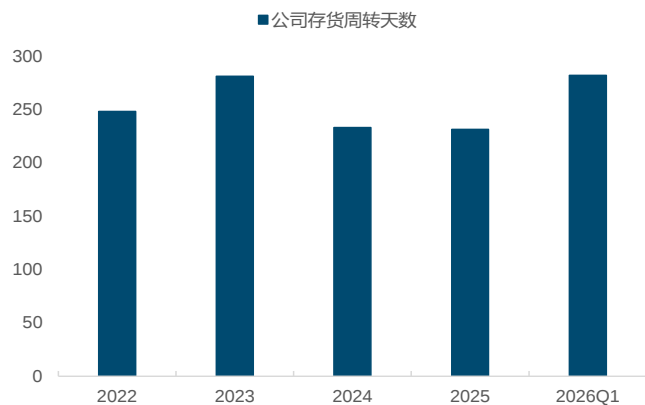
从营运效率与资产周转指标来看，公司应收账款管理在经历行业下行阶段承压后呈现明显修复，而存货周转仍处于相对高位。公司应收账款周转天数由2021年的26.71天上升至2023年的57.19天，随后于2024年和2025年分别回落至38.42天和38.22天，并于2026Q1进一步降至24.73天，表明公司在业务规模快速扩张过程中回款效率有所改善。存货端，公司存货周转天数由2021年的197.01天逐步升至2023年的280.99天，2024年和2025年分别回落至232.98天和231.21天，但2026Q1再次升至281.95天，整体仍维持较长的周转周期。深入分析其形成机制，这与存储行业较强的价格周期属性及公司的采购模式密切相关，公司采用按需采购与策略性储备相结合的方式，根据销售订单、库存水平、市场供给及存储晶圆价格趋势安排采购与备货。2026Q1末公司存货由2025年末的78.68亿元增至120.69亿元，经营活动现金流净额下降亦主要受到经营性采购支出增加影响。较为充足的库存有助于保障行业上行阶段的原材料供应与产品交付，但较长的周转周期亦将增加营运资金占用，后续库存消化效率及存储价格波动仍是观察公司经营质量的重要指标。

图表9：公司应收账款周转效率持续改善



来源：ifind，国金证券研究所

图表10：公司存货周转天数处于较高水平

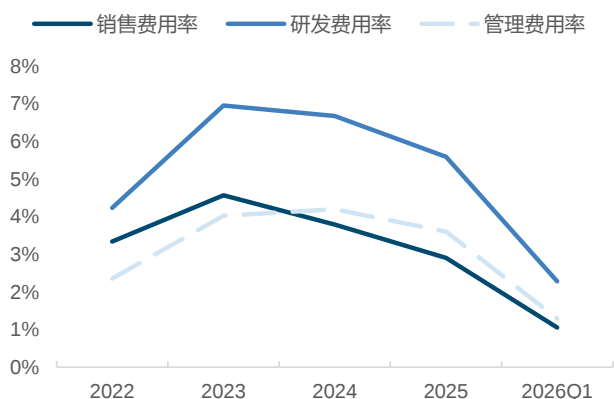


来源：ifind，国金证券研究所

公司在收入规模快速扩张的过程中展现出较为明显的费用摊薄效应，整体期间费用率呈现研发投入持续增加、运营费用率逐步优化的特征。公司销售、管理、研发及财务费用率合计由2022年的10.45%升至2023年的18.96%，主要反映行业下行阶段收入规模收缩而人员、研发及运营投入仍具一定刚性；随着经营规模恢复，四项费用率合计于2024年和2025年分别回落至16.54%和13.84%。其中，2025年销售、管理及财务费用率分别降至2.91%、3.61%和1.73%，相关费用绝对额虽有所增长，但整体增速低于同期收入增速，规模效应逐步释放。公司同时保持较高强度的研发投入，2025年研发费用达到6.32亿元，同比增长41.34%，主要投向解决方案研发、芯片设计、先进封装及测试设备等领域；由于营业收入增速更快，研发费用率由2024年的6.68%降至5.60%，并不代表研发投入收缩。进入2026Q1，单季度四项费用率进一步降至5.22%，其中研发费用同比增长26.78%至1.56亿元，但占收入比例降至2.29%，显示收入放量对费用端形成较强摊薄，推动利润释放效率提升。

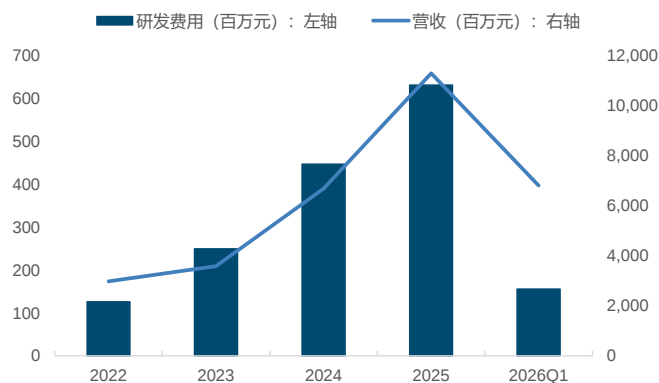


图表11：公司主要期间费用率随收入增长逐步下降



来源：ifind，国金证券研究所

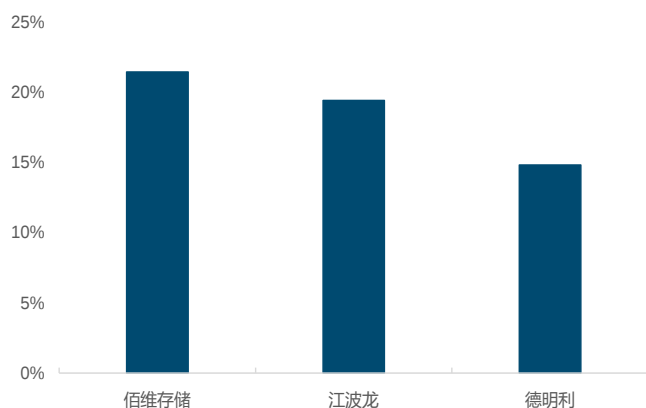
图表12：公司研发投入规模持续提升



来源：ifind，国金证券研究所

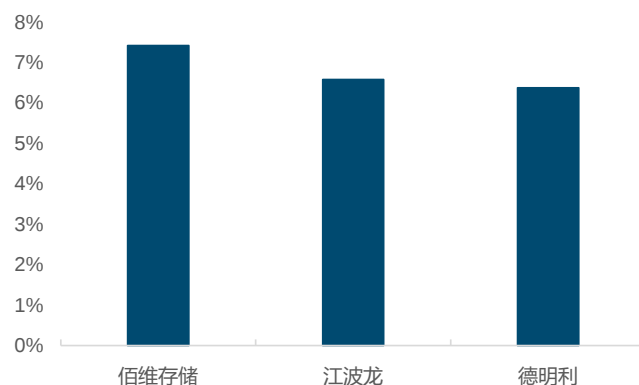
从可比公司盈利指标来看,公司2025年销售毛利率和销售净利率均高于江波龙和德明利。2025年,公司销售毛利率为21.44%,分别较江波龙和德明利高2.04和6.63个百分点;销售净利率为7.42%,分别高0.84和1.04个百分点。公司毛利率领先幅度明显高于净利率领先幅度,说明毛利端优势并未等比例转化为最终净利润优势,期间费用、减值损失及其他损益项目对各公司净利率产生了不同程度的影响。

图表13：公司2025年销售毛利率领先可比公司



来源：ifind，国金证券研究所

图表14：公司2025年销售净利率领先可比公司

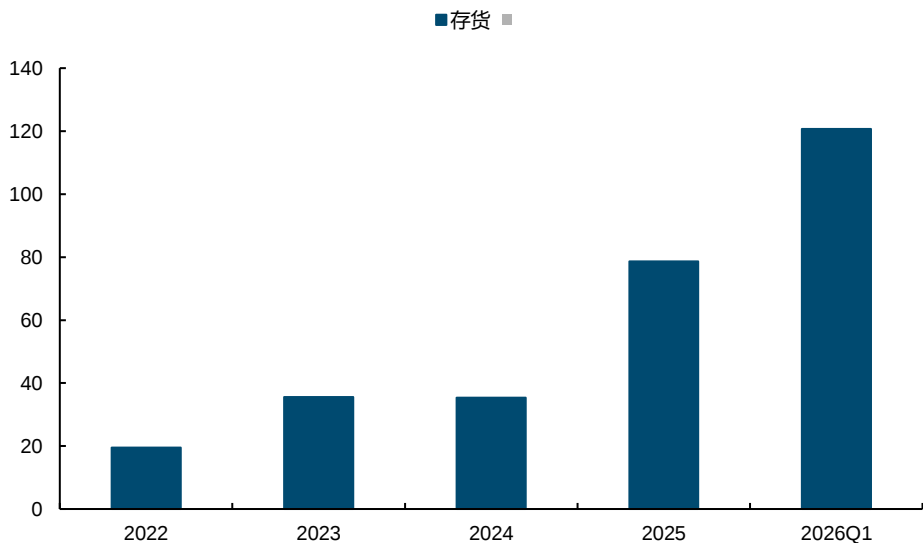


来源：ifind，国金证券研究所

公司采用按需采购与策略性储备相结合的采购模式,根据存储晶圆供需及价格趋势主动调整备货规模,历史上曾在价格相对低点进行战略储备。2025年末公司存货账面价值增至78.68亿元,占总资产的50.70%,主要由原材料和库存商品构成,战略采购在保障供应的同时,也使公司在存储价格上行阶段具备较强的库存价差弹性。2026年6月,公司签订18.61亿美元企业级闪存颗粒采购合同,自2026Q3至2028Q2分批采购并锁量锁价。



图表15: 公司存货数据 (单位: 亿元)



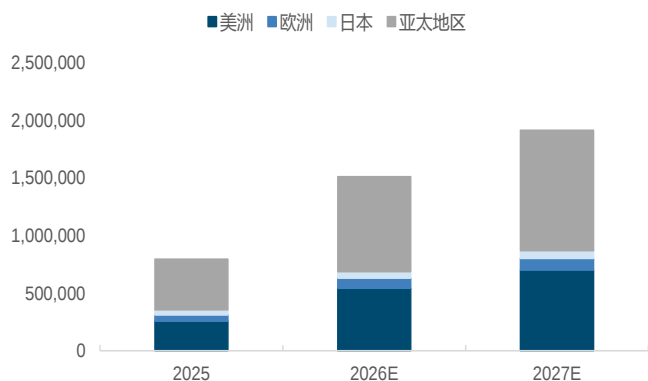
来源: ifind、国金证券研究所

二、AI 驱动存储行业进入新一轮上行周期，中游模组环节迎来价值重估

2.1 存储行业景气回升，AI 与高性能应用带动需求增长

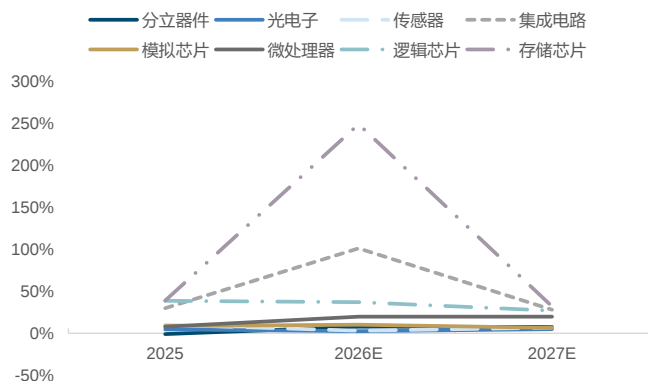
存储是半导体产业的重要组成部分，主要包括 DRAM 与 NAND Flash 两大类，广泛应用于消费电子、服务器、汽车及工业等领域。受人工智能系统持续部署、先进计算基础设施建设及终端需求复苏推动，全球半导体市场延续增长趋势。根据 WSTS 2026 年春季预测，2025 年全球半导体市场规模为 7956 亿美元，同比增长 26.2%；预计 2026 年市场规模进一步增至 1.51 万亿美元，同比增长 89.9%。从产品结构看，存储和逻辑芯片仍是行业增长的主要驱动力，其中存储市场预计 2026 年同比增长 249.5%，逻辑芯片同比增长 37.3%，主要受人工智能、高性能计算及数据中心需求扩张带动。

图表16: 全球半导体市场规模预测 (单位: 百万美元)



来源: WSTS, 国金证券研究所

图表17: 半导体细分板块市场规模增长率 (%)



来源: WSTS, 国金证券研究所

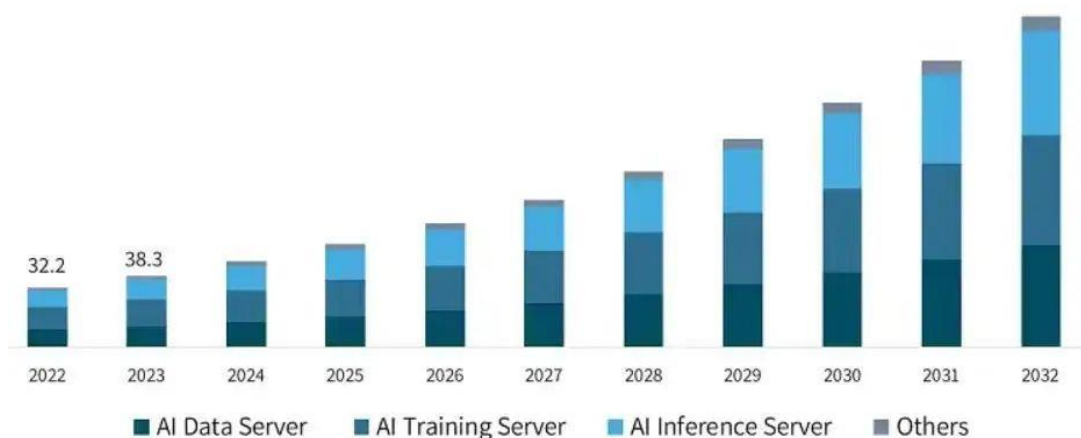
从行业周期来看，存储行业具有显著的周期性特征。2022 年至 2023 年，在终端需求疲弱及库存高企的背景下，存储价格大幅下行，行业进入下行周期；2024 年以来，随着库存逐步去化及主要厂商收缩供给，存储价格逐步企稳回升，行业进入景气修复阶段。根据 WSTS 数据，2025 年全球存储市场规模预计达到约 1800 亿美元，同比增长约 10%-15%，延续复苏态势。在此背景下，作为中游存储模组厂，公司有望同时受益于出货量回升及产品价格改善，业绩弹性逐步释放。

从细分需求看，AI 正在成为新一轮存储需求扩张的核心变量。一方面，服务器及数据中心对高带宽、大容量存储的需求持续提升；另一方面，AI 手机、AI PC 及智能汽车等终端也带动本地存储容量和性能升级。Micron 预计，2025 年 DRAM bit demand 增速处于 mid-to-high teens，NAND bit demand 增速处于 low double digits；其中 PC 市场



2025 年出货量预计实现中个位数增长，智能手机出货量预计低个位数增长，但 AI 终端对单机 DRAM 与 UFS 容量的提升更为明显。

图表18: AI 服务器市场规模预计年增长率 18%

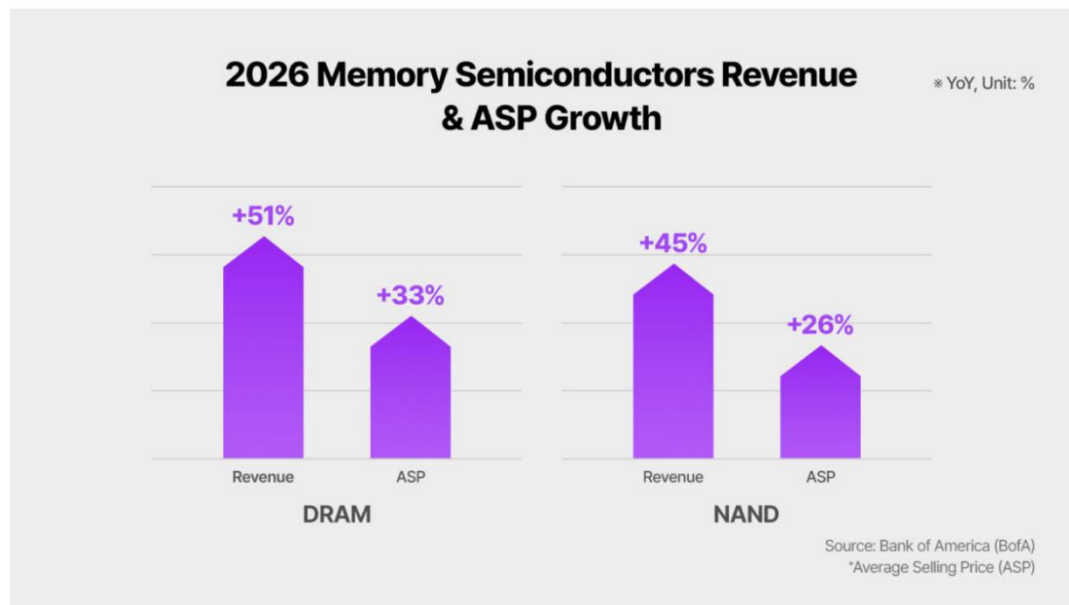


来源: Global market insight, 国金证券研究所

从供给端看，存储行业在经历 2022 至 2023 年下行周期后，主要厂商普遍采取控产、控资本开支及优化产品结构等措施，行业供需关系逐步改善。Micron 表示其 2025 年 DRAM 和 NAND 供给增长均将低于行业需求增长，库存天数预计随 2025 年推进而下降；Samsung 也在 2025 年四季度业绩说明中提到，受整体价格上涨及 HBM、server DDR5、enterprise SSD 等高附加值产品带动，存储业务收入和利润创下单季新高。

2026 年，SK 海力士公告指出 DRAM 晶圆的平均销售价格同比提高 33%，DRAM 板块收入预计同比提升 51%。NAND flash 晶圆的平均销售价格同比提高 26%，NAND flash 板块预计收入同比提高 45%。

图表19: 预计 2026 年 DRAM 晶圆与 NAND 晶圆盈利与平均销售价格变化



来源: SK 海力士, 国金证券研究所

整体来看，当前存储行业已由前期去库存和价格探底阶段逐步切换至景气修复阶段，需求增长与供给约束共同推动价格及盈利改善。对于位于中游模组环节的公司而言，行业复苏一方面有助于出货规模提升，另一方面也有助于高毛利产品占比上升，从而释放业绩弹性。

2.2 存储产业链分工明确，中游模组厂承接价值重构

存储产业链可分为上游晶圆制造、中游模组厂商及下游应用端三个环节。

上游主要为存储芯片原厂（IDM 厂商），包括三星、SK 海力士、美光以及国内的长江存储、



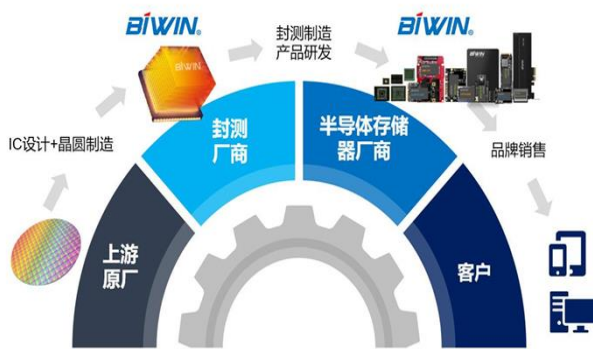
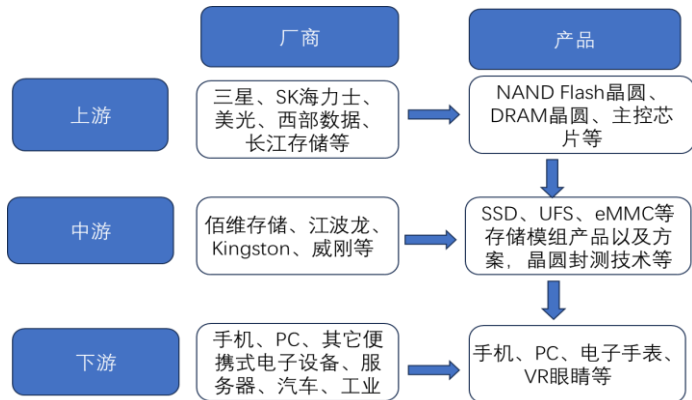
长鑫存储等，主要负责 NAND Flash 与 DRAM 晶圆的设计与制造。该环节技术壁垒高、资本开支大，行业集中度极高，呈现寡头垄断格局。

中游为存储模组厂商，主要负责晶圆采购、封装测试、固件开发及模组设计，将上游芯片加工为可应用于终端的存储产品。该环节技术壁垒相对较低，但对供应链管理能力和产品定义能力及客户拓展能力要求较高。

下游为应用端，涵盖智能手机、PC、服务器、汽车电子及工业控制等多个领域，需求呈现多元化特征。其中，服务器及数据中心已成为近年来增长最快的应用方向。

图表20：存储行业上中下游模式

图表21：公司所处产业链位置



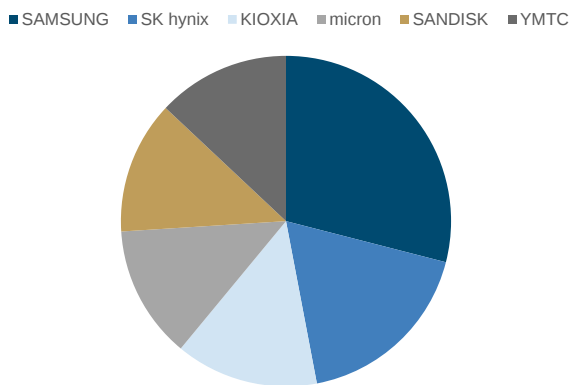
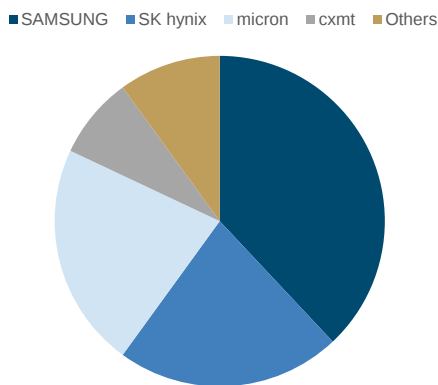
来源：宏芯宇招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书（2022），国金证券研究所

存储市场集中度较高，DRAM 与 NAND 市场均由少数头部厂商主导。根据 Counterpoint 2026Q1 数据，NAND 市场由三星、SK 海力士（含 Solidigm）、铠侠、美光、西部数据（Sandisk）及长江存储六家厂商占据主要份额，CR6 接近 90%，其中三星以 29% 的份额位居全球第一；DRAM 市场竞争格局更为集中，三星、SK 海力士和美光三大原厂合计市场份额超过 80%，其中三星以 38% 的收入份额保持领先，长鑫存储市场份额提升至 8%，国产厂商竞争力持续增强。整体来看，存储行业呈现寡头竞争格局，头部原厂凭借技术、资本及产能优势占据主导地位，行业供给格局相对稳定。

图表22：26Q1 Dram 厂商市占率

图表23：26Q1 NAND 厂商市占率



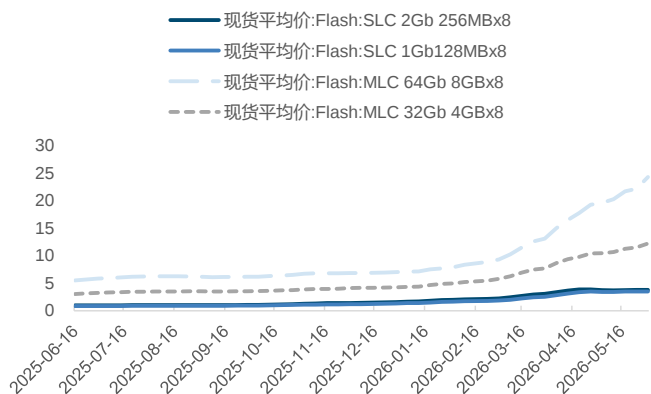
来源：Counterpoint，国金证券研究所

来源：Counterpoint，国金证券研究所

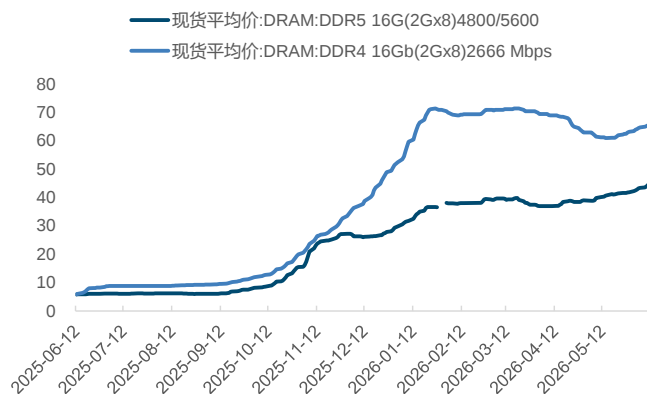
从产业链价值分配来看，上游晶圆厂由于掌握核心技术及产能资源，获取了产业链中大部分利润；中游模组厂商则处于相对弱势地位，其盈利能力受上游价格波动及下游需求变化影响较大。尽管中游模组厂在产业链中议价能力相对较弱，但其核心价值在于产品定义能力、供应链管理能力和客户拓展能力。在行业上行周期中，中游厂商能够通过库存管理与产品结构优化，放大价格上涨带来的盈利弹性，利润增速通常高于上游晶圆厂。但在行业上行周期中，随着存储价格回升及库存去化完成，中游模组厂商盈利弹性显著释放，利润增速通常高于上游厂商。2025 年以来，随着 AI 服务器需求快速增长，存储行业进入新一轮上行周期，DRAM 和 NAND 价格显著上涨，涨幅明显高于传统周期，行业景气度快速提升。



图表24: NAND 现货价格



图表25: DRAM 现货价格



来源: ifind、国金证券研究所

来源: ifind、国金证券研究所

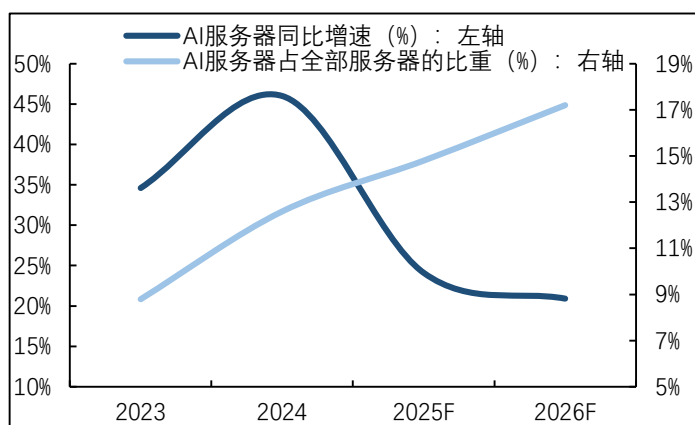
2.3 下游需求结构演变: AI 驱动存储需求进入新阶段

从下游应用结构来看,存储需求主要来源于消费电子、服务器、汽车电子及工业控制等领域,其中传统需求以智能手机和 PC 为主,但近年来需求结构正在发生明显变化,服务器及数据中心需求占比持续提升,逐步成为推动行业增长的核心动力。

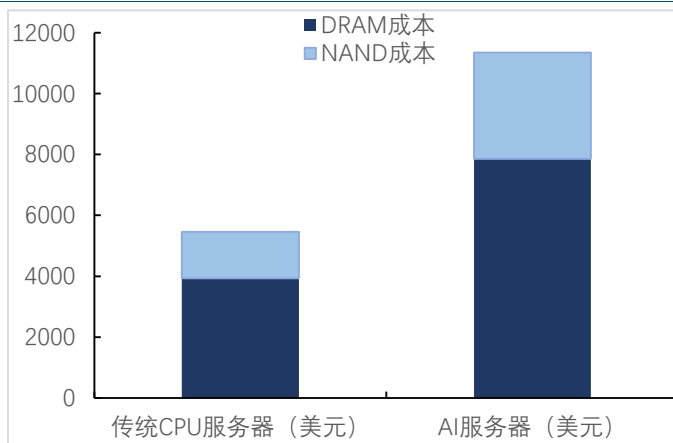
在本轮周期中,人工智能成为最关键的需求变量。随着大模型训练及推理规模持续扩大,数据中心对高带宽、高容量存储的需求显著提升,单台 AI 服务器所需 DRAM 及 NAND 容量远高于传统服务器,带动整体 bit demand 持续增长。同时, AI 服务器对性能要求更高,也推动存储产品向高容量、高速率方向升级,进一步提升单位价值量。

从需求结构演变来看,本轮存储行业上行周期与以往存在显著差异。历史上行业周期主要由消费电子需求驱动,而当前周期则更多由 AI 及数据中心需求主导,具备更强的结构性特征。一方面, AI 需求具备持续性和高增长特征;另一方面,其对存储容量及性能的要求更高,使行业不仅在量上扩张,同时在价上提升。

图表26: AI 服务器及变化需求



图表27: 一台 AI 服务器存储芯片成本



来源: TrendForce, 国金证券研究所

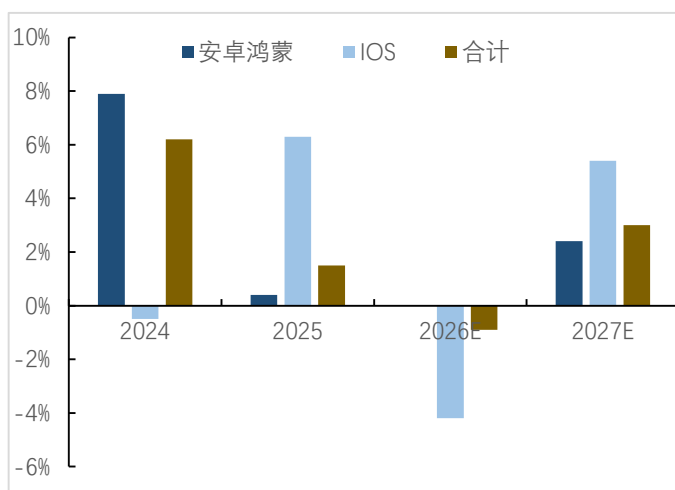
来源: Semianalysis, 国金证券研究所

相比之下,传统消费电子需求在 2022 年至 2023 年经历明显下行,主要受宏观环境及库存去化影响,行业进入去库存周期。进入 2024 年以来,消费电子需求逐步企稳,但整体增长仍相对温和,对行业的边际拉动作用有限。在 AI 需求快速扩张的背景下,消费电子在存储需求结构中的占比有所下降。

与此同时,供给端变化进一步放大了需求结构调整的影响。主要存储厂商逐步将产能向 DDR5、HBM 等高端产品倾斜,传统 DDR4 产能持续收缩,导致市场供给明显趋紧。供给收缩叠加 AI 需求增长,使得存储价格在 2024 年以来持续回升,并在 2025 年出现加速上涨。



图表28：2024年至2027年手机出货增长率



图表29：需求端各应用场景分化



来源：IDC，国金证券研究所

来源：Micron，国金证券研究所

此外，汽车电子及工业控制等领域对存储的需求亦保持稳定增长。随着智能驾驶及工业自动化程度提升，相关应用对存储可靠性及生命周期提出更高要求，带动工规级及车规级存储需求持续提升，为行业提供长期稳定的增量支撑。

整体来看，当前存储行业需求结构正由“消费电子主导”向“AI 与数据中心驱动”转变。在需求升级与供给收缩的共同作用下，行业已进入新一轮上行周期，价格与盈利能力同步改善。对于位于中游的存储模组厂商而言，在行业景气上行阶段，其盈利弹性通常高于上游晶圆厂，业绩有望实现更大幅度增长。

三、规模化、平台化布局巩固竞争优势

3.1 研发封测一体化构筑核心壁垒，平台化布局增强客户黏性

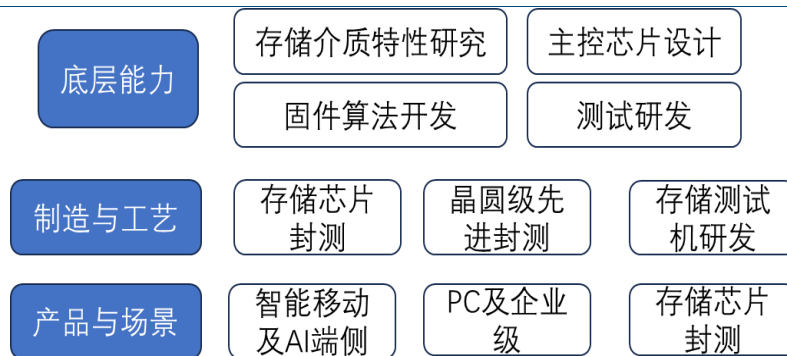
我们认为，公司竞争优势并非来自单一制造环节，而是围绕产品定义、主控与固件开发、封装测试及终端验证形成研发制造一体化平台。存储产品的性能、功耗、可靠性及兼容性不仅取决于 NAND、DRAM 颗粒本身，还受到主控平台、固件算法、封装工艺及测试验证能力的共同影响。公司持续布局存储介质特性研究、固件算法开发、主控芯片设计、存储封装测试及晶圆级先进封测等核心环节，实现产品研发、工艺开发与制造验证的协同，有助于围绕客户需求完成方案定义、样品验证及量产导入，提高产品开发效率和交付能力。

平台化能力进一步增强了公司产品开发及客户拓展能力。依托研发、封测及测试平台协同，公司产品已覆盖智能移动终端、AI 端侧设备、PC 及企业级存储等多个应用领域，并逐步形成底层技术平台向不同产品线复用的能力。2025 年，公司 LPDDR5/5X 解决方案获得全球头部客户采用，搭载自研 SP1800 主控平台的低功耗 eMMC 产品实现智能穿戴终端量产，Mini SSD 进入规模化出货阶段，表明公司研发成果正逐步完成产业化落地，并推动产品结构持续向高附加值方向升级。

平台化能力的核心价值在于提升客户导入效率及底层能力复用效率。企业级、工控及车规等高可靠性应用通常需要经过方案适配、兼容性验证、可靠性测试及长期供货认证，研发、封测及测试平台协同有助于缩短产品迭代周期，提高问题定位效率，并实现固件算法、测试平台及工艺能力在不同产品之间的复用。随着高端产品收入占比持续提升及客户数量增加，平台化能力有望进一步强化规模效应，推动研发投入向产品竞争力和盈利能力持续转化。



图表30：公司设计、工艺与产品应用场景



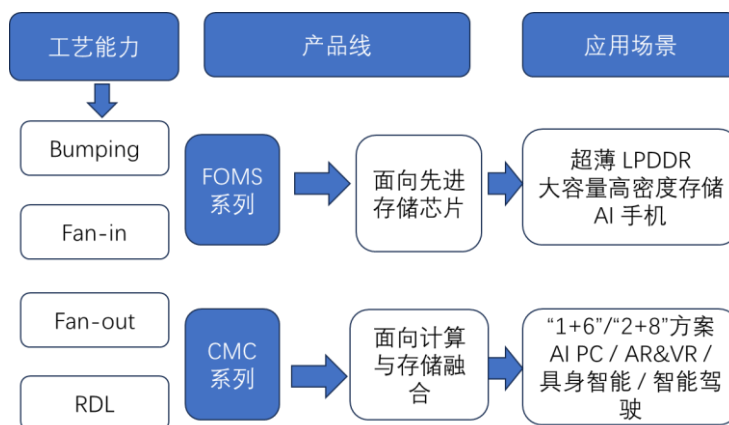
来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 晶圆级先进封测打开差异化竞争优势，成为公司特色壁垒

我们认为，先进封测能力是公司区别于传统存储模组厂的重要竞争优势，也是未来产品升级的重要支撑。传统存储模组厂主要围绕颗粒采购、产品设计及渠道销售展开，而公司持续向封装制造环节延伸，在 2025 年年报中将存储器封测及晶圆级先进封测列为重点布局方向，并围绕高性能、高集成度存储产品持续完善先进封测能力。随着 AI 手机、AI PC、智能穿戴、AR/VR 及智能汽车等终端快速发展，存储产品不断向更高容量、更高带宽、更低功耗及更小尺寸升级，封装工艺逐步由制造环节演变为影响产品性能、集成度及可靠性的关键因素，先进封测能力的重要性持续提升。

公司已形成覆盖 Bumping、Fan-in、Fan-out 及 RDL 等晶圆级先进封装工艺，并规划 FOMS 和 CMC 两大技术平台。其中，FOMS 系列主要面向先进存储产品，可支持超薄、高集成度封装需求，公司已推出基于 FOMS-R 工艺的超薄 LPDDR 产品，并应用于 AI 手机等端侧场景；CMC 系列则面向先进存算合封，提供“1+6”“2+8”等封装方案，以满足计算芯片与多颗存储芯片协同集成需求。我们认为，公司提前布局晶圆级先进封测，一方面有助于提升高端存储产品自主交付能力，另一方面亦有望受益于 AI 端侧、边缘计算及智能驾驶等新兴应用对高集成度存储产品需求持续提升，为公司向高附加值产品升级提供技术支撑。

图表31：公司封装技术与产品线



来源：公司公告，国金证券研究所

先进封测与存储主业的协同，首先体现为产品与工艺的协同设计。公司可在存储方案开发阶段同步考虑封装结构、电气连接、热管理和测试要求，并在样品异常后由设计、工艺和测试团队共同迭代，从而减少跨供应商沟通成本。其次，两项业务面向的 AI 端侧、智能驾驶等客户存在一定重合，封装能力可作为存储方案导入的配套条件。公司的差异化并不在于单项晶圆级封装工艺具有排他性，而在于能否将其与存储介质、主控固件和终端需求组合，形成可量产、可验证的一体化交付方案。从项目进度看，东莞松山湖晶圆级先进封测项目正按照客户需求推进打样与验证，公司规划 2026 年底月产能达到 5000 片、2027 年底提升至 1 万片，并预计自 2026 年底开始贡献收入。



图表32：公司“松山湖”晶圆级先进封装项目推进节奏

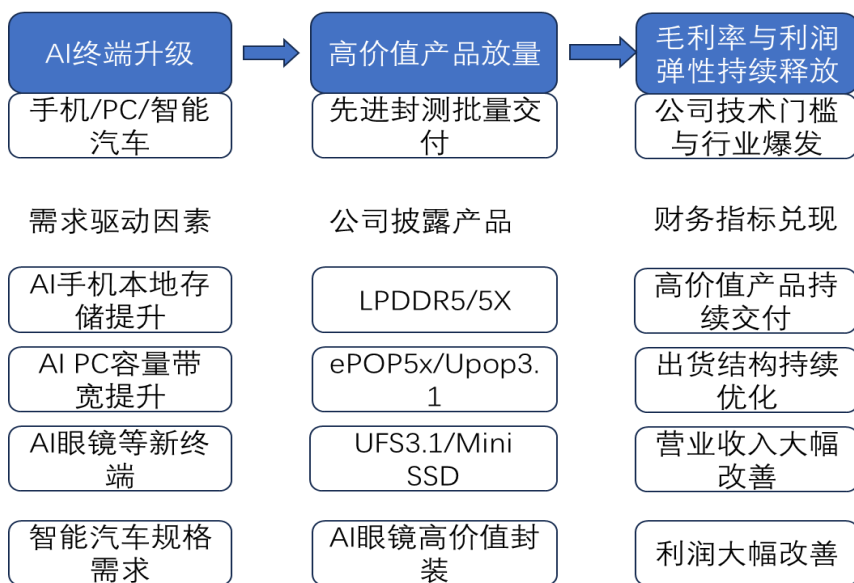


来源：公司公告、国金证券研究所

3.3 AI 驱动产品升级与高端化拓展，规模扩张与利润弹性有望持续释放

我们认为，AI 终端创新有望推动公司产品结构持续升级，高价值产品放量将成为公司中长期盈利能力提升的重要驱动力。随着 AI 手机、AI PC、智能穿戴及智能汽车等终端逐步向端侧智能化演进，对存储产品的容量、带宽、功耗及封装尺寸提出更高要求，LPDDR5/5X、UFS 3.1、ePOP 及 Mini SSD 等高性能存储产品需求有望持续增长。公司已围绕智能移动及 AI 端侧、PC 及企业级、智能汽车等应用领域完成产品布局，并持续推进高端存储产品导入，为承接 AI 终端升级需求奠定基础。短期来看，公司盈利仍将受到存储价格周期及库存成本变化影响；中长期来看，随着高附加值产品占比持续提升、头部客户合作不断深化以及 AI 终端渗透率提高，公司盈利能力有望逐步由周期驱动向产品结构升级驱动过渡，实现盈利中枢持续提升。

图表33：AI 端侧高价值产品放量驱动公司产品结构优化



来源：公司公告、国金证券研究所

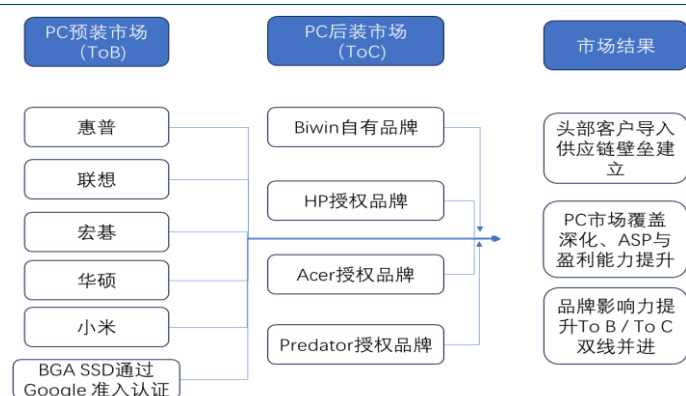
在智能移动及 AI 端侧，公司围绕 LPDDR、eMMC、UFS、ePOP、uMCP 和 eMCP 等产品持续扩展高容量、低功耗及超薄封装方案。ePOP5x、uPOP3.1 等高度集成产品适用于 AI 眼镜、智能手表等空间和功耗受限的设备，其附加值并非仅来自存储颗粒，而更多来自封装设计、主控固件适配、可靠性测试及客户定制。端侧 AI 应用若进入规模放量，公司有望凭借现有产品和封装协同提高单机价值量。

在 PC 及企业级市场，公司形成预装与后装并行的业务结构。预装业务已进入惠普、联想、宏碁等 PC 厂商供应链；后装市场则依托自有品牌及授权品牌覆盖消费渠道。公司同时推

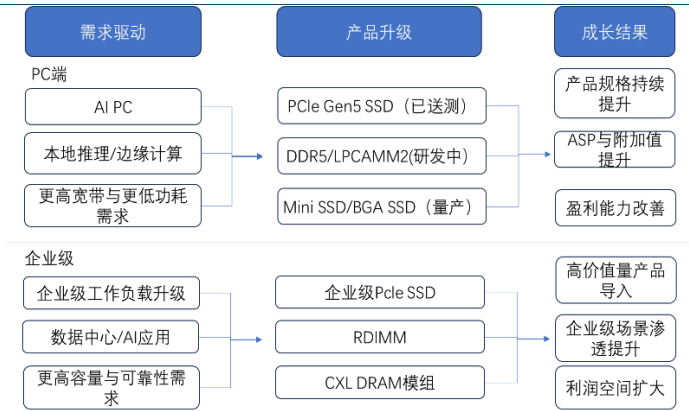


进 PCIe Gen5 SSD、DDR5 模组及企业级存储产品导入。相较后装业务，预装和企业级客户通常具有更长认证周期及更高可靠性要求，量产后订单稳定性相对更强；若高性能产品顺利放量，可改善产品 ASP 与客户结构。

图表34：佰维 PC 存储业务预装与后装双轮驱动格局



图表35：公司 PC 及企业级存储产品升级



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测

AI 需求扩张与供给约束形成共振，存储行业进入量价齐升的强景气阶段。WSTS 预计 2026 年全球存储市场规模同比增长 249.5%，继续成为半导体行业增长的主要驱动力。价格端，根据 TrendForce 预测，2026Q2 传统 DRAM 合约价格环比上涨 58%—63%，NAND Flash 合约价格环比上涨 70%—75%；进入 2026Q3，DRAM 和 NAND 合约价格预计仍将分别环比上涨 13%—18%和 10%—15%，显示本轮价格上涨并非单季度脉冲，而是由供需缺口支撑的持续上行。供给端，美光预计 2026 年 DRAM 行业位元出货量仅增长约 20%，并判断 DRAM 及 NAND 需求显著超过供给、供需紧张状态或延续至 2026 年以后，主要由于洁净室产能约束、HBM 占用更多晶圆产能以及制程微缩带来的位元增量下降。因此，本轮存储上行周期不仅来自终端补库存，更受到 AI 服务器、企业级 SSD 和端侧 AI 需求扩张，以及原厂产能向 HBM 等高端产品倾斜的共同推动。公司作为中游存储解决方案厂商，有望同时受益于存储产品价格上涨、前期低成本库存释放及 AI 新兴产品放量；2026Q1 公司实现营业收入 68.14 亿元，同比增长 341.53%，归母净利润 28.99 亿元，同比增长 1567.85%，毛利率升至 53.30%，行业景气已较快传导至公司经营端。同时，2026 年 6 月，公司进一步签订 18.61 亿美元企业级闪存颗粒采购合同，自 2026Q3 至 2028Q2 分批采购并锁量锁价。基于行业供需持续偏紧、AI 相关产品加快放量以及公司客户与产品结构持续升级，我们对公司各业务板块预测如下：

嵌入式存储业务：公司嵌入式存储产品覆盖 eMMC、UFS、LPDDR、ePOP 及 MCP 等多种产品形态，是公司收入和利润的主要来源。随着 AI 眼镜、智能手表及其他端侧 AI 设备加快渗透，终端对小型化、低功耗和高带宽存储产品的需求持续提升，公司 ePOP 等高价值量产品有望加快放量；同时，存储价格上涨将进一步抬升业务收入规模。我们预计 2026—2028 年嵌入式存储业务分别实现营业收入 170.93 亿元、204.26 亿元和 232.86 亿元，同比增长 148.50%、19.50%和 14.00%。盈利能力方面，考虑 2026 年存储价格上涨与低成本库存红利集中释放，预计同期毛利率分别为 64.00%、60.00%和 55.00%，此后伴随新增晶圆采购成本上升逐步回归正常水平。

消费级存储业务：公司消费级存储业务主要包括 PC SSD、内存条及企业级存储产品，有望受益于 PC 需求恢复、AI PC 单机存储容量提升及企业级 SSD 客户导入。公司持续推进 PCIe Gen5 SSD、DDR5 模组及大容量企业级产品放量，业务结构有望由传统消费级产品向大容量、高性能产品升级。我们预计 2026—2028 年消费级存储业务分别实现营业收入 115.82 亿元、141.31 亿元和 171.69 亿元，同比增长 213.50%、22.00%和 21.50%；预计毛利率分别为 65.00%、55.00%和 49.00%。2026 年业务盈利能力主要受存储产品涨价和低成本库存驱动，后续随着上游晶圆采购价格向成本端传导，毛利率预计逐步正常化。

工业级存储业务：随着汽车智能化、工业自动化及边缘计算需求增长，公司工规级及车规级 eMMC、UFS 等产品有望由前期客户验证逐步进入批量出货阶段。相较消费级产品，工规级存储具有认证周期较长、可靠性要求较高及产品生命周期较长等特点，预计能够维持较高产品附加值。我们预计 2026—2028 年工业级存储业务分别实现营业收入 6.77 亿元、8.94 亿元和 10.99 亿元，同比增长 144.00%、32.00%和 23.00%；预计毛利率分别为 67.00%、62.00%和 58.00%，收入增长主要来自低基数修复以及车载、工业和边缘侧客户持续导入。



先进封装及测试业务：公司围绕 Bumping、Fan-in、Fan-out 及 RDL 等晶圆级先进封装技术持续完善产能布局，松山湖项目预计于 2026 年末开始贡献增量收入，并计划于 2026 年末和 2027 年末分别形成月产 5000 片和 1 万片的生产能力。随着客户打样及产品验证逐步转向批量生产，先进封测业务有望成为公司第二增长曲线。我们预计 2026—2028 年先进封装及测试业务分别实现营业收入 3.09 亿元、5.55 亿元和 8.33 亿元，同比增长 82.00%、80.00%和 50.00%；预计毛利率分别为 44.00%、46.00%和 48.00%。伴随项目产能爬坡、良率提升和固定成本摊薄，业务盈利能力有望逐年改善。

其他业务：其他业务预计随公司整体经营规模扩大保持增长，但考虑其并非公司核心增长来源，我们采用相对审慎的预测。预计 2026—2028 年分别实现营业收入 4.49 亿元、5.17 亿元和 5.78 亿元，同比增长 59.00%、15.00%和 12.00%；预计毛利率分别为 21.00%、21.00%和 21.00%。

图表36：公司分业务拆分

指标	单位	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
嵌入式存储						
营收	百万元	4,240.99	6,878.48	17,093.02	20,426.16	23,285.82
YoY	%	151.68%	62.19%	148.50%	19.50%	14.00%
占比	%	63.34%	60.86%	56.77%	55.93%	54.20%
毛利率	%	17.91%	22.13%	64.00%	60.00%	55.00%
消费级存储						
营收	百万元	2,018.82	3,694.54	11,582.38	14,130.51	17,168.57
YoY	%	28.75%	83.00%	213.50%	22.00%	21.50%
占比	%	30.15%	32.69%	38.47%	38.69%	39.96%
毛利率	%	17.85%	18.99%	65.00%	55.00%	49.00%
工业级存储						
营收	百万元	81.32	277.46	677.00	893.64	1,099.18
YoY	%	-12.32%	241.20%	144.00%	32.00%	23.00%
占比	%	1.21%	2.45%	2.25%	2.45%	2.56%
毛利率	%	39.44%	27.51%	67.00%	62.00%	58.00%
先进封装及测试						
营收	百万元	107.12	169.51	308.51	555.31	832.97
YoY	%	-6.09%	58.24%	82.00%	80.00%	50.00%
占比	%	1.60%	1.50%	1.02%	1.52%	1.94%
毛利率	%	32.80%	37.69%	44.00%	46.00%	48.00%
其他业务收入						
营收	百万元	246.94	282.48	449.14	516.51	578.50
YoY	%	88.78%	14.39%	59.00%	15.00%	12.00%
占比	%	3.69%	2.50%	1.49%	1.41%	1.35%
毛利率	%	12.42%	20.95%	21.00%	21.00%	21.00%
合计						
营业总收入	百万元	6,695.19	11,302.47	30,110.06	36,522.14	42,965.04
YoY	%	86.46%	68.81%	166.40%	21.30%	17.64%



综合毛利率	%	18.19%	21.44%	63.61%	57.35%	52.09%
-------	---	--------	--------	--------	--------	--------

来源：ifind、国金证券研究所

收入快速扩张有望释放规模效应，期间费用率整体呈下降趋势，研发投入绝对规模保持增长。销售费用方面，随着客户及渠道体系逐步成熟，预计 2026—2028 年销售费用率分别为 1.22%、1.16% 和 1.09%；管理费用方面，伴随组织体系及生产运营平台逐步完善，预计同期管理费用率分别为 1.58%、1.45% 和 1.40%。研发费用方面，公司将继续围绕存储解决方案、主控芯片、固件算法及先进封装等方向加大投入，预计 2026—2028 年研发费用率分别为 2.31%、2.20% 和 2.10%；尽管研发费用率随收入放量有所下降，研发费用绝对金额仍将由 6.95 亿元增至 9.02 亿元。

图表37：2024 -2028E 公司三费情况

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.79%	2.91%	1.22%	1.16%	1.09%
管理费用率	4.20%	3.61%	1.58%	1.45%	1.40%
研发费用率	6.68%	5.60%	2.31%	2.20%	2.10%

来源：ifind、国金证券研究所

基于存储行业价格持续上行、AI 新兴存储产品放量以及前期低成本库存带来的利润弹性，我们预计公司 2026—2028 年分别实现营业收入 301.10 亿元、365.22 亿元和 429.65 亿元，同比增长 166.40%、21.30% 和 17.64%；综合毛利率分别为 63.61%、57.35% 和 52.09%。预计同期归母净利润分别为 146.57 亿元、161.82 亿元和 172.99 亿元，同比增长 1618.19%、10.40% 和 6.90%。公司利润增量预计主要集中于 2026 年，核心驱动来自存储产品价格上涨、低成本库存释放及高价值产品放量；2027 年以后，随着新增采购成本逐步上升，毛利率和净利率预计有所回落，但长期采购协议有助于保障部分原材料供给并提高成本可预测性，AI 新兴产品、企业级存储及先进封装业务放量则有望推动收入规模继续扩张，业绩驱动力逐步由库存价差向产品结构升级和业务规模增长切换。

我们认为，公司作为国内领先的存储解决方案厂商，已形成覆盖芯片设计、固件算法、存储模组及先进封装的研发封装一体化能力，有望受益于本轮存储行业供需偏紧及价格上行。短期来看，存储产品涨价、低成本库存释放及 AI 新兴存储产品快速放量，有望推动公司收入和盈利能力显著提升；中长期来看，公司在 AI 眼镜、智能穿戴、AI PC 及智能汽车等新兴应用中的产品和客户布局持续深化，企业级存储、车规级存储及晶圆级先进封装业务有望逐步贡献增量，推动增长动力由行业价差向产品结构升级和平台化能力扩张切换。我们预计公司 2026—2028 年分别实现营业收入 301.10 亿元、365.22 亿元和 429.65 亿元，归母净利润 146.57 亿元、161.82 亿元和 172.99 亿元。充分考虑公司在端侧 AI 存储领域的产品布局、研发封装一体化形成的差异化竞争力，以及行业景气上行带来的业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

存储行业景气度及产品价格波动的风险。

存储行业具有较强的周期属性，产品价格受下游需求、原厂产能投放、库存水平及市场预期等因素共同影响。公司存储产品盈利能力与存储价格及原材料成本变化具有较高相关性，若未来 AI 相关需求增长放缓、原厂供给恢复快于预期或终端客户进入去库存阶段，DRAM 和 NAND 价格可能回落，公司营业收入、毛利率及利润水平将面临下行压力。公司现有盈利数据尚不足以证明其已经脱离存储行业周期，未来业绩仍可能出现较大波动。

AI 新兴端侧需求及高价值产品放量不及预期的风险。

公司未来增长较大程度上依赖 AI 眼镜、智能穿戴、AI PC、智能汽车等新兴应用，以及 LPDDR5/5X、UFS 3.1、ePOP、Mini SSD 等高性能产品的客户导入和规模化出货。若相关终端销量、单机存储容量提升或客户采购节奏不及预期，或公司产品认证和量产进度低于预期，可能影响产品结构优化及收入增长，并使盈利预测中的高毛利产品放量假设无法充分兑现。

上游存储晶圆供给及采购成本波动的风险



公司作为中游存储解决方案厂商，经营表现不仅受产品售价影响，也取决于存储晶圆采购价格、供货稳定性及成本向下游传导的效率。若上游原厂供给收紧程度超出预期，公司可能面临原材料短缺及采购成本快速上升；若存储价格转弱而前期采购成本仍处高位，则可能出现售价下行快于成本下降的情况，压缩产品价差和综合毛利率。

先进封装项目建设及产能爬坡不及预期的风险。

公司将晶圆级先进封装作为差异化能力和第二成长曲线，松山湖项目仍处于客户打样、验证及产能建设阶段，预计 2026 年末开始贡献收入，并于 2026 年末、2027 年末分别形成月产 5000 片和 1 万片产能。若客户验证、设备调试、良率提升、订单获取或产能利用率爬坡进度不及预期，新增折旧及人员投入可能先于收入释放，进而拖累项目盈利水平及公司整体利润。

汇率波动及国际贸易环境变化的风险。

公司持续推进全球化客户和品牌布局，海外采购及销售涉及外币结算，汇率波动可能影响采购成本、收入折算及汇兑损益。同时，半导体产业链受国际贸易政策及地缘政治影响较大，若相关国家和地区进一步加强技术、产品或供应链限制，可能对公司的原材料采购、海外客户拓展及全球交付产生不利影响。

存货规模较大及存货跌价的风险。

公司采取按需采购与策略性储备相结合的采购模式，并可能根据存储产品供需及价格走势主动增加备货。在行业景气上行阶段，较高库存有助于保障供应并形成一定成本优势；但若后续存储价格快速下跌、终端需求不及预期或部分产品迭代加快，公司可能面临库存周转放缓、低价销售及存货跌价准备增加的风险。同时，长期采购协议及较高备货规模也可能加大资金占用和经营现金流压力，进而对公司盈利质量及资产周转效率产生不利影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	3,591	6,695	11,302	30,110	36,522	42,965
增长率		86.5%	68.8%	166.4%	21.3%	17.6%
主营业务成本	-3,527	-5,477	-8,879	-10,957	-15,577	-20,585
%销售收入	98.2%	81.8%	78.6%	36.4%	42.7%	47.9%
毛利	63	1,218	2,423	19,153	20,945	22,380
%销售收入	1.8%	18.2%	21.4%	63.6%	57.4%	52.1%
营业税金及附加	-7	-9	-16	-151	-183	-215
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-164	-254	-328	-367	-424	-468
%销售收入	4.6%	3.8%	2.9%	1.2%	1.2%	1.1%
管理费用	-145	-281	-408	-476	-530	-602
%销售收入	4.0%	4.2%	3.6%	1.6%	1.5%	1.4%
研发费用	-250	-447	-632	-696	-803	-902
%销售收入	7.0%	6.7%	5.6%	2.3%	2.2%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	-502	226	1,039	17,464	19,006	20,194
%销售收入	n.a	3.4%	9.2%	58.0%	52.0%	47.0%
财务费用	-122	-125	-196	-100	68	200
%销售收入	3.4%	1.9%	1.7%	0.3%	-0.2%	-0.5%
资产减值损失	-140	-66	-24	-144	-61	-66
公允价值变动收益	3	97	58	0	0	0
投资收益	6	-3	6	0	0	0
%税前利润	-0.7%	n.a	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-743	165	932	17,220	19,014	20,328
营业利润率	n.a	2.5%	8.2%	57.2%	52.1%	47.3%
营业外收支	1	-1	0	0	0	0
税前利润	-742	165	932	17,220	19,014	20,328
利润率	n.a	2.5%	8.2%	57.2%	52.1%	47.3%
所得税	111	-30	-93	-2,583	-2,852	-3,049
所得税率	n.a	17.9%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-631	135	839	14,637	16,162	17,279
少数股东损益	-7	-26	-14	-20	-20	-20
归属于母公司的净利润	-624	161	853	14,657	16,182	17,299
净利率	n.a	2.4%	7.5%	48.7%	44.3%	40.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-631	135	839	14,637	16,162	17,279
少数股东损益	-7	-26	-14	-20	-20	-20
非现金支出	214	190	216	371	329	374
非经营收益	4	61	155	273	95	94
营运资金变动	-1,554	145	-3,175	-1,255	-2,771	-2,848
经营活动现金净流	-1,966	532	-1,965	14,027	13,814	14,899
资本开支	-416	-968	-1,520	-259	-330	-330
投资	-42	-46	-182	0	0	0
其他	4	0	71	0	0	0
投资活动现金净流	-454	-1,014	-1,631	-259	-330	-330
股权募资	0	60	2,151	0	0	0
债权募资	2,149	920	2,701	-4,528	0	0
其他	-290	-235	-520	-1,878	-1,992	-2,123
筹资活动现金净流	1,859	745	4,333	-6,406	-1,992	-2,123
现金净流量	-558	279	691	7,361	11,492	12,446

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	339	794	1,744	9,087	20,566	33,003
应收款项	663	901	1,673	3,781	4,587	5,278
存货	3,552	3,537	7,868	7,061	10,037	13,264
其他流动资产	326	455	654	1,425	1,609	1,810
流动资产	4,880	5,688	11,940	21,354	36,800	53,356
%总资产	77.1%	71.4%	76.9%	85.9%	91.2%	93.7%
长期投资	50	56	168	168	168	168
固定资产	1,122	1,529	2,945	2,941	2,906	2,842
%总资产	17.7%	19.2%	19.0%	11.8%	7.2%	5.0%
无形资产	86	210	213	323	423	513
非流动资产	1,452	2,273	3,581	3,497	3,559	3,581
%总资产	22.9%	28.6%	23.1%	14.1%	8.8%	6.3%
资产总计	6,332	7,961	15,521	24,851	40,359	56,937
短期借款	3,069	3,562	4,520	0	0	0
应付款项	755	840	2,370	2,180	3,136	4,195
其他流动负债	74	171	378	1,529	1,830	2,107
流动负债	3,898	4,574	7,268	3,709	4,965	6,302
长期贷款	503	928	2,667	2,667	2,667	2,667
其他长期负债	10	28	71	43	30	21
负债	4,411	5,530	10,006	6,419	7,662	8,990
普通股股东权益	1,928	2,412	5,440	18,378	32,663	47,933
其中：股本	430	431	467	467	467	467
未分配利润	-482	-320	507	13,446	27,730	43,001
少数股东权益	-7	19	74	54	34	14
负债股东权益合计	6,332	7,961	15,521	24,851	40,359	56,937

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-1.451	0.374	1.833	31.081	34.315	36.684
每股净资产	4.481	5.593	11.692	38.973	69.264	101.647
每股经营现金净流	-4.570	1.233	-4.224	30.145	29.688	32.019
每股股利	0.000	0.000	0.214	3.679	4.061	4.342
回报率						
净资产收益率	-32.38%	6.68%	15.68%	79.75%	49.54%	36.09%
总资产收益率	-9.86%	2.03%	5.50%	58.98%	40.09%	30.38%
投入资本收益率	-7.77%	2.68%	7.37%	70.36%	45.68%	33.91%
增长率						
主营业务收入增长率	20.27%	86.46%	68.82%	166.40%	21.30%	17.64%
EBIT 增长率	N/A	-145.02%	359.51%	1580.48%	8.83%	6.25%
净利润增长率	#####	-125.82%	429.07%	1618.19%	10.40%	6.90%
总资产增长率	43.55%	25.72%	94.96%	60.12%	62.40%	41.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.0	38.9	38.8	38.0	38.0	37.0
存货周转天数	284.9	236.2	234.4	240.0	240.0	240.0
应付账款周转天数	51.1	45.9	47.0	62.0	63.0	64.0
固定资产周转天数	86.0	64.1	61.2	24.1	20.6	17.8
偿债能力						
净负债/股东权益	167.94%	146.36%	95.32%	-35.84%	-55.32%	-63.66%
EBIT 利息保障倍数	-4.1	1.8	5.3	174.6	-278.5	-100.8
资产负债率	69.66%	69.47%	64.47%	25.83%	18.99%	15.79%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	4	15
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究