

佰维存储 (688525.SH)

业绩逆势增长，深化布局汽车电子领域

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,609	2,986	3,617	4,466	5,370
增长率 yoy (%)	58.9	14.4	21.2	23.5	20.2
归母净利润 (百万元)	117	71	107	134	177
增长率 yoy (%)	325.7	-38.9	49.9	25.5	31.8
ROE (%)	6.4	2.9	4.2	5.0	6.2
EPS 最新摊薄 (元)	0.27	0.17	0.25	0.31	0.41
P/E (倍)	279.9	458.1	305.6	243.5	184.7
P/B (倍)	17.9	13.5	12.9	12.3	11.5

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件: 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 年全年公司实现营收 29.86 亿元, 同比增长 14.44%; 实现归母净利润 0.71 亿元, 同比下降 38.91%; 实现扣非净利润 0.66 亿元, 同比下降 -44.37%。公司 2023 年 Q1 实现营收 4.25 亿元, 同比下降 39.41%, 环比下降 46.84%; 实现归母净利润 -1.26 亿元, 同比转亏, 环比亏损扩大; 实现扣非归母净利润 -1.29 亿元, 同比转亏, 环比亏损扩大。

营收逆势增长, 销售价格承压拖累利润: 在全球通胀高企、经济下行、市场需求持续疲软的背景下, 公司整体营收逆势保持稳定增长, 主要系公司调整营销策略, 拓宽营销渠道。分产品来看: 2022 年公司嵌入式存储营收 21.77 亿元, 同比增长 29.85%, 营收占比 72.90%; 2022 年公司消费级存储模组营收 6.18 亿元, 同比下降 -5.59%, 营收占比 20.72%; 2022 年公司工业级存储模组营收 0.96 亿元, 同比下降 8.91%, 营收占比 3.23%。2022 年公司综合毛利率为 13.73%, 同比减少 3.82pct; 净利率为 2.39%, 同比减少 2.08pct; 公司毛利率、净利率均有下降, 主要原因是: (1) 公司基于经济形势和市场供需情况, 主动采取降价策略以巩固市场份额; (2) 研发费用增长导致期间费用率提升。费用方面, 2022 年全年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.34%/2.35%/4.23%/0.52%, 同比变动分别为 -0.44/-0.15/+0.13/-0.12pct。2022 年研发费用增长主要系公司持续加大新项目新技术的研发投入, 不断增加对存储解决方案研发、先进封测、芯片 IC 设计、测试设备研发等核心技术的费用投入。

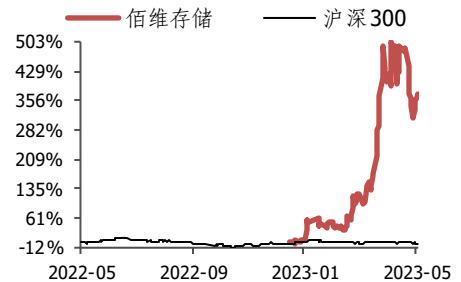
惠州工厂优势凸显, 封测制造能力显著提升: 公司以子公司惠州佰维作为先进封测及存储器制造基地。惠州佰维专精于存储器封测及 SiP 封测, 目前主要服务于公司的封测需求。惠州佰维封装工艺国内领先, 目前掌握 16 层叠 Die、30~40μm 超薄 Die、多芯片异构集成等先进工艺量产能力, 达到国际一流水平。2022 年, 公司着力强化惠州工厂的管理水平和 IT 能力, 并不断增强公司在超薄 Die, 多芯片堆叠等方面的先进封测工艺能力。惠州佰维目前可提供 Hybrid BGA (WB+FC)、WB BGA、FC BGA、FC CSP、LGA、QFN

增持 (首次评级)

股票信息

行业	电子
2023 年 5 月 18 日收盘价 (元)	75.82
总市值 (百万元)	32,627.56
流通市值 (百万元)	2,637.51
总股本 (百万股)	430.33
流通股本 (百万股)	34.79
近 3 月日均成交额 (百万元)	711.48

股价走势



作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulanlan@cgws.com

相关研究

等封装形式的代工服务。公司通过芯片封装设备、模组制造设备以及测试设备系统的一体化智能联机运行，实现高度自动化。芯片封测生产模块目前可达到 98.7% 自动化生产水平，模组制造测试模块目前可达到 91% 自动化生产水平。2022 年，惠州工厂顺利通过国内外各大一线客户的现场审核，推动公司业务的发展，并出色完成了公司产品的按期、保质交付。国产存储芯片目前占比较小，国产存储行业有巨大的成长空间，国内存储器厂商迎来巨大的发展机遇。未来，随着产能不断扩充和国产替代不断加速，惠州佰维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，并有望形成新的业务增长点。

存储芯片行业复苏在即，深化布局汽车电子领域：根据 CFM 闪存市场数据显示，2022 年全球存储市场规模为 1,391.87 亿美元；其中，全球 NAND Flash 市场规模为 601.26 亿美元，全球 DRAM 市场规模为 790.61 亿美元；NAND Flash 和 DRAM 存储器领域的规模占整个半导体存储器市场比例达到 95% 以上。2022 年存储市场持续走弱，存储行业萎靡不振。近期，存储龙头镁光 and 三星纷纷宣布拒绝进一步降价，存储芯片价格有望止跌，存储市场有望加快复苏。根据汽车之家研究院数据显示，预计到 2025 年，中国 L2 及以上智能汽车销量破千万辆，中国智能汽车渗透率达 49.3%。公司深化布局汽车电子领域，嵌入式存储、工业级存储器产品均有用于汽车上。汽车存储从基本的动力系统、传感器、连接器采用的 SRAM、Nor Flash、EEPROM、MCP、小容量 eMMC 和 LPDDR4，转向以 ADAS、信息娱乐系统驱动的大容量 eMMC、UFS、LPDDR4X/5、BGA SSD 等存储产品。公司 BGA SSD 已通过 Google 准入供应商名单认证，公司 eMMC、UFS、LPDDR 等产品及车载 SD 卡适用于智能汽车市场。公司于 2018 年获得 IATF16949:2016 汽车质量管理体系认证，进一步布局车规级存储器产品应用市场。

首次覆盖，给予“增持”评级：公司主要从事半导体存储器的研发设计、封装测试、生产和销售，主要产品及服务包括嵌入式存储、消费级存储、工业级存储及先进封测服务。公司在移动智能终端、PC、行业终端、数据中心、智能汽车、移动存储等六大应用领域持续创新，打造了全系列、差异化的产品体系及服务，主要包括嵌入式存储、消费级存储、工业级存储、先进封测服务四大板块。受益于存储器国产替代的发展趋势，随着存储器行业复苏，下游需求回暖，公司业绩有望更上新台阶。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.07 亿元、1.34 亿元、1.77 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.31 元、0.41 元，PE 分别为 306X、244X、185X。

风险提示：宏观经济波动风险、下游需求不及预期、技术开发和迭代升级风险、市场竞争加剧。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2167	3523	3975	5185	5315
现金	212	798	1381	1194	1435
应收票据及应收账款	163	527	28	748	173
其他应收款	8	55	21	73	40
预付账款	130	161	191	243	279
存货	1595	1954	2325	2898	3359
其他流动资产	58	29	29	29	29
非流动资产	643	888	961	1071	1187
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	435	550	604	683	769
无形资产	20	48	53	55	58
其他非流动资产	187	290	305	333	360
资产总计	2810	4411	4937	6256	6502
流动负债	851	1602	2085	3327	3456
短期借款	251	1148	1148	2672	2282
应付票据及应付账款	379	307	695	456	887
其他流动负债	220	147	241	199	287
非流动负债	139	387	324	267	207
长期借款	131	380	316	259	199
其他非流动负债	8	8	8	8	8
负债合计	990	1990	2408	3594	3663
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	387	430	430	430	430
资本公积	1337	1824	1824	1824	1824
留存收益	94	165	272	406	582
归属母公司股东权益	1819	2422	2528	2662	2839
负债和股东权益	2810	4411	4937	6256	6502

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-488	-693	835	-1363	1022
净利润	117	71	107	134	177
折旧摊销	27	48	73	88	98
财务费用	17	16	56	98	121
投资损失	-3	7	1	1	1
营运资金变动	-700	-871	595	-1690	619
其他经营现金流	55	37	3	5	5
投资活动现金流	-298	-282	-147	-199	-216
资本支出	303	267	147	198	215
长期投资	0	-10	0	0	0
其他投资现金流	6	-5	-1	-1	-1
筹资活动现金流	802	1493	-105	-149	-175
短期借款	141	897	0	1524	-390
长期借款	56	249	-64	-57	-60
普通股增加	221	43	0	0	0
资本公积增加	385	487	0	0	0
其他筹资现金流	-2	-183	-41	-1616	275
现金净增加额	9	486	583	-1711	632

资料来源: 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2609	2986	3617	4466	5370
营业成本	2151	2576	3105	3790	4540
营业税金及附加	3	4	4	6	7
销售费用	99	100	126	158	186
管理费用	63	70	83	105	125
研发费用	107	126	143	183	220
财务费用	17	16	56	98	121
资产和信用减值损失	-54	-32	-4	-5	-5
其他收益	4	13	9	9	9
公允价值变动收益	0	-2	-0	-1	-1
投资净收益	3	-7	-1	-1	-1
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	124	67	105	130	173
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	6	0	2	2	3
利润总额	118	67	103	129	171
所得税	1	-4	-3	-5	-6
净利润	117	71	107	134	177
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	117	71	107	134	177
EBITDA	156	143	225	304	388
EPS (元/股)	0.27	0.17	0.25	0.31	0.41

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	58.9	14.4	21.2	23.5	20.2
营业利润 (%)	397.9	-45.8	56.5	24.2	33.1
归属母公司净利润 (%)	325.7	-38.9	49.9	25.5	31.8
获利能力					
毛利率 (%)	17.5	13.7	14.2	15.1	15.5
净利率 (%)	4.5	2.4	3.0	3.0	3.3
ROE (%)	6.4	2.9	4.2	5.0	6.2
ROIC (%)	5.7	2.5	3.9	4.0	5.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.2	45.1	48.8	57.4	56.3
净负债比率 (%)	13.0	32.9	6.5	68.6	40.2
流动比率	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5
速动比率	0.5	0.9	0.7	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	13.5	8.7	13.1	11.5	11.7
应付账款周转率	6.2	7.7	6.4	6.7	6.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.17	0.25	0.31	0.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.13	-1.61	1.94	-3.17	2.38
每股净资产 (最新摊薄)	4.23	5.63	5.88	6.19	6.60
估值比率					
P/E	279.9	458.1	305.6	243.5	184.7
P/B	17.9	13.5	12.9	12.3	11.5
EV/EBITDA	210.3	233.8	145.7	113.5	87.0

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686