

# 总营收盈利与指引均超预期，但 DRAM 和 NAND 营收环比下滑

华泰研究

2025 年 3 月 22 日 | 美国

中报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

144.00

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

美光 3/20 盘后发布 FY25Q2 财报, 营收盈利均超预期, 但考虑到 DRAM 和 NAND 营收环比下滑, 且经调整毛利率、营业利润率、净利率环比均有下滑, 3/21 股价回调约 8%。我们看好美光 AI 与传统业务利好释放, 且 DRAM 和 NAND 价格逐步企稳回升, 重申“买入”。

## 纳入 B300 和 ASIC 加速落地驱动 HBM3E 需求激增, 政策端或迎新机遇

我们在 2/23 “美股四朵小花 (MIPS) 黎明将至?” 报告里重点看好美光, 如今逻辑逐一实现。我们认为美光正迎来新机遇: 1) 12 层 HBM3E 已进 Blackwell Ultra (B300) 并量产; HBM4 预计 26 年量产, 有望进 Rubin; 2) DeepSeek 降本增效的逻辑表明 AI 将加速商业化, 推动 ASIC 芯片需求激增, 并带动 HBM 规格与需求双双提升。美光表示已向第三大客户供货, 我们按照 HBM3E 需求推断其第二和第三大客户可能为 Marvell、博通或 AMD; 3) 三星与海力士优化传统 NAND 供需, 价格有望回暖, 美光传统存储业务或受益; 4) 我们推测美国政府或有意打造类似三星的晶圆代工和内存综合巨头, 以抗衡与亚洲的竞争, 且《芯片法案》将提供约 61 亿美元联邦补贴。

## 本季度营收盈利、下季度指引均超预期, 但利润率和业务收入环比下跌

美光 FY25Q2 营收 80.5 亿美元, 同比+38%, 环比-8%, 对比一致预期的 79.1 亿美元; 经调整 EPS 为 1.56 美元, 同比+271%, 环比-12.8%, 超一致预期的 1.43 美元。鉴于低毛利消费类产品销量增加, 加上 DRAM 产品青黄不接, 经调整毛利率/营业利润率/净利率环比下滑至 37.9%/24.9%/22.1% (vs. FY25Q1 39.5%/27.5%/23.4%)。公司指引: FY25Q3 营收 88±2 亿美元, 中值高于一致预期的 85.5 亿美元; 经调整 EPS 1.57±0.10 美元, 中值高于一致预期的 1.48 美元。公司维持 FY25 资本支出指引 140 亿美元。

## 本季度 HBM 营收已超 10 亿美元, HBM4 或受益定制化需求

美光 FY25Q2 HBM 营收环比增长超 50%, 已超 10 亿美元。公司预计 25 年行业 HBM TAM 有望超 350 亿美元, 其中美光市占率约 20-25%。HBM4 方面, 海力士有望在 2H25 推出领先行业, 但初期仍采用相对成熟的 1β 工艺和 MR-MUF 堆叠技术以保障良率。美光同样采用 1β HBM4 或于 26 年量产。三星试图以采用第六代 1c DRAM 弯道超车, 但因良率问题仍需观察。

## 重申“买入”与目标价 144 美元, 对应 3.2x FY25E PB

我们维持 FY25 盈利预测, 下调 FY26 调整后净利润 2.3% 至 129 亿美元, 主系毛利率环比下滑。上调 FY27 营收/调整后净利润 3.4/2.1% 至 463/134 亿美元, 主系消费电子需求回暖, DRAM 和 NAND 价格或回升。重申“买入”与目标价 144 美元, 对应 3.2x FY25E PB。

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

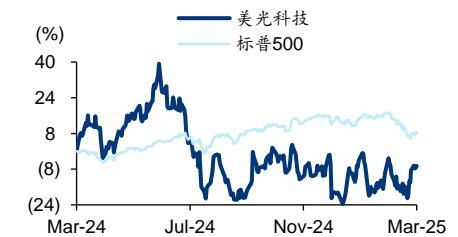
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (美元百万)	15,540	25,111	35,700	45,417	46,259
+/-%	(49.48)	61.59	42.17	27.22	1.85
归母净利润 (美元百万)	(5,833)	778.00	8,105	12,341	12,755
+/-%	(167.15)	(113.34)	941.83	52.25	3.35
归母净利润 (调整后, 美元百万)	(4,862)	1,472	8,705	12,941	13,355
+/-%	(155.97)	(130.28)	491.40	48.65	3.20
EPS (调整后, 美元, 最新摊薄)	(4.36)	1.32	7.81	11.61	11.99
PE (调整后, 倍)	(23.60)	77.96	13.18	8.87	8.59
PB (倍)	2.60	2.54	2.29	1.84	1.53
ROE (调整后, %)	(10.34)	3.30	18.30	23.07	19.50
EV EBITDA (倍)	60.63	13.77	6.38	4.83	4.21

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (美元)	144.00
收盘价 (美元 截至 3 月 20 日)	103.00
市值 (美元百万)	114,760
6 个月平均日成交额 (美元百万)	2,265
52 周价格范围 (美元)	83.43-157.02
BVPS (美元)	40.70

## 股价走势图



资料来源: S&P

**HBM3E 方面,海力士与美光先下一城,三星 HBM3E 或重新与博通达成合作。**美光 FY25Q2 HBM 营收环比增长超 50%,已经超过 10 亿美元。公司预计 25 年 HBM 市场 TAM 超过 350 亿美元,其中美光市占率约为 20-25%,与整体 DRAM 市场市占率基本一致。公司表示本季度已向第三大 HBM 客户大量发货。我们按照 HBM3E 需求推断其第二和第三大客户可能为博通、Marvell 或 AMD。目前,美光 12-Hi 36GB HBM3E 已被设计应用于英伟达 HGX B300 NVL16 和 GB300 NVL72 平台,而 8-Hi 24GB HBM3E 则用于 HGX B200 和 GB200 NVL72 平台。我们也认为 DeepSeek 将引领更多 ASIC 芯片的需求。亚马逊的 Trainium3 将于今年年内更新,谷歌的 TPU v7 将于 26 年投入生产,以及 Meta 的 MTIA v3 也或于 26 年推出,加上微软也已于 2024 年 8 月 Hot Chips 大会公布 Maia 100 自研 AI 芯片(具体量产时间未定),我们认为将带动 HBM 的规格和需求量双双上升,利好美光。竞争对手方面,海力士于 24 年底前量产 12 层 HBM3E,并于 2025 年 CES 中展示 16 层 48GB HBM3E,或能累积 16 层量产经验,加速后续 16 层 HBM4 量产时程。据 SammyGuru 报道,三星 8Hi HBM3E 已通过博通测试,或有可能进入其供应链,但 12Hi HBM3E 尚未通过英伟达测试。

**HBM4 方面,英伟达 GTC 公布 Rubin HBM4 和 Rubin Ultra HBM4E 参数,分别于 2H26、2H27 推出。**其中 Rubin Unit 搭载 288GB HBM4 或仍采用 8 块 12Hi 层设计, Ultra Unit 搭载 16 块 HBM4E 提供 1TB 内存。海力士 HBM4 采用第五代 10nm 级 1 $\beta$  DRAM,有望在 25H2 量产,进展领先行业。美光 HBM4 同样采用第五代 10nm 级 1 $\beta$  DRAM,或将于 26 年量产,定制版 HBM4E 或于 27-28 年推出。但考虑到 Rubin 或于 2H26 推出,美光仍有机会加入 Rubin 供应链。三星寄希望于 HBM4 采用第六代 1c DRAM 试图弯道超车,但因良率问题仍需观察。

**HBM4 的 DRAM 堆叠技术方面,海力士或仍采取 MR-MUF 技术,而美光与三星则考虑无助焊剂键合技术(Fluxless Bonding)应对厚度挑战。**堆叠技术上,海力士仍然采用 MR-MUF 技术堆叠 DRAM,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。对比美光有望在 HBM4 中率先采用无助焊剂键合技术,该技术能进一步削减键合 DRAM 时的氧化膜,并降低芯片堆叠的间距,目前美光已与合作伙伴展开技术测试。此外,其 HBM4 能让客户加入自有 IP,以推动性能并实现 HBM 定制化。

**Digitimes 报道 DRAM 与 NAND 价格拐点或于 25Q2-25Q3 出现,关键在于行业内产量削减,以及手机与 PC 行业出货量回暖,且 AI 需求推动高存储产品更新。**根据 TrendForce 的预测,25Q1 NAND Flash 价格将下降 13%至 18%,25Q2 跌幅收窄至 0%至 5%;市场预计将在下半年迎来回暖,25Q3 价格预计上涨 10%至 15%,25Q4 价格将上涨 8%至 13%。随着市场价格回暖,我们预计美光的 DRAM 和 NAND 营收及毛利率将于 2025 年中起逐步回升。

**DRAM:** 美光 FY25Q2 DRAM 营收为 61.2 亿美元,同比+47%,环比-4%,略低于一致预期的 61.7 亿美元。我们认为,DRAM 营收环比下滑主要与消费电子产品销量不及预期,以及换机周期继续延迟有关。例如 DDR4 逐步被新一代 DDR5 所取代,但 DDR4 存量较多,而 DDR5 上量较慢,叠加一定程度的季节性库存等影响。

产品推进方面,公司加速 1c 进程,并于 25 年 2 月完成首批 1c DDR5 产品出货。1c 是美光首个采用 EUV 技术的 DRAM 节点,与 1 $\beta$  DRAM 相比,功耗降低 20%,性能提升 15%。美光于 GTC 2025 展示 LPDDR5X SOCAMM 模块化内存解决方案,与 NVIDIA 合作开发,专为支持 Grace Blackwell Ultra (GB300) 而设计。SOCAMM (片上系先进内存模块, System On Chip Advanced Memory Module) 拥有多达 694 个 I/O 端口,远超传统内存模块(如 DDR5 的 64 至 128 个端口),并结合 3D 封装技术,实现高密度的芯片互连,其带宽表现已接近 HBM3,有效缓解处理器与内存之间数据传输瓶颈。Semi Analysis 报道,对于 GB300,英伟达将不再提供完整 Bianca 主板,而是以“SXM Puck”模块形式提供,其 Grace CPU 采用 BGA (Ball Grid Array) 封装,管理控制器(HMC, hybrid memory cube)则由美国初创公司 Axiado 提供。终端客户将自行采购其余的组件,同时第二层内存将采用

LPCAMM 模块，取代之前直接焊接的 LPDDR5X。本次美光凭借 SOCAMM，作为 LPCAMM（低功耗压缩附加内存模块，Low-power Compression Attached Memory Modules）的升级，或成为该类模块主要供应商。另外，公司全球首款汽车级 LPDDR5X DRAM 已准备量产，其速率高达 9.6Gbps，可满足 AI 应用在车载系统中的高性能需求。

**NAND：**美光 FY25Q2 NAND 营收为 18.6 亿美元，同比+18%，环比-17%，高于一致预期的 16.5 亿美元。我们认为，NAND 营收环比下滑同样主要与消费电子产品销量不及预期、换机周期继续延迟以及各渠道库存仍待消化稳定有关。

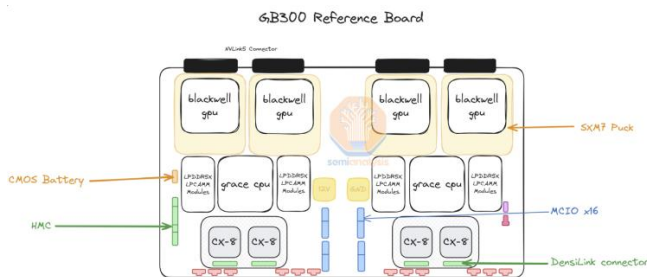
**产品推进方面，**公司高性能 9550/7450 SSD 已获 GB200 NVL72 供应链认证，有望保障数据中心 NAND 业务营收。公司谨慎管理 NAND 产能供应，并计划将部分闲置 NAND 设备高效转向先进节点技术转换，预计 2025 年 6 月 NAND 产能将较 2024 年同期结构性下降 10%。

图表1：美光 SOCAMM：面向数据中心 AI 服务器的模块化 LPDDR5X 内存解决方案



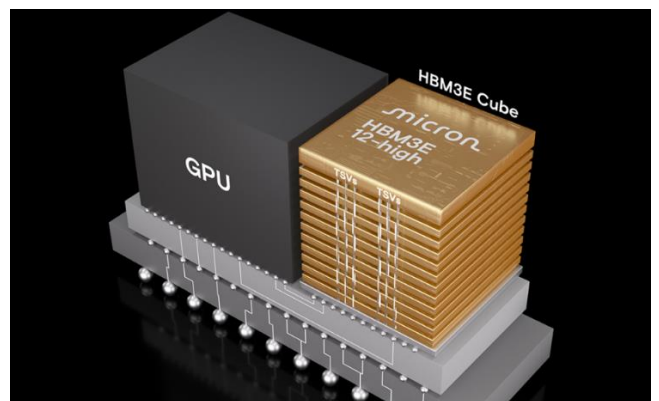
资料来源：公司官网，华泰研究

图表2：GB300 结构图，美光或凭借 SOCAMM，作为 LPCAMM 的升级，成为该类模块主要供应商



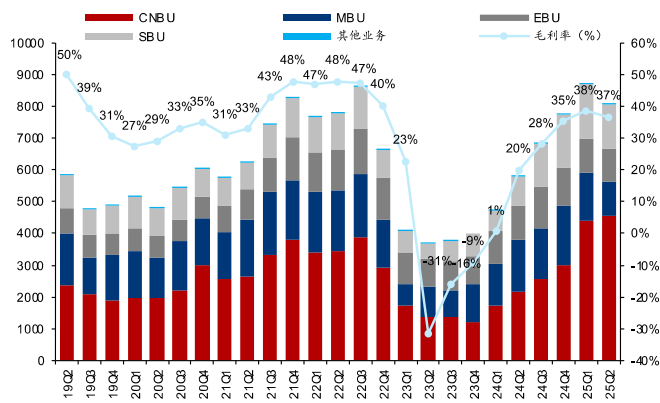
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：美光 HBM3E 12H 36GB 现已应用于 HGX B300 NVL16 和 GB300 NVL72 平台



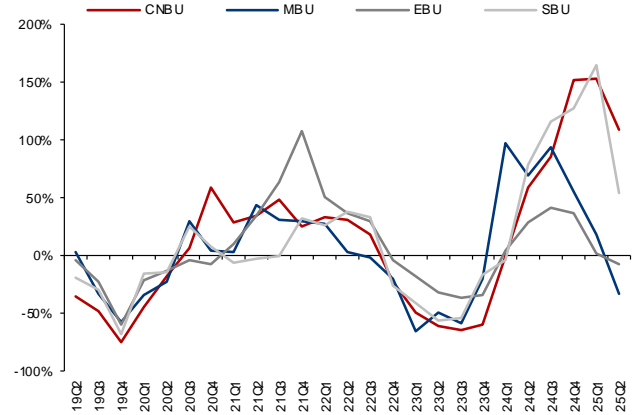
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：美光营收按部门划分 (FY, 百万美元)



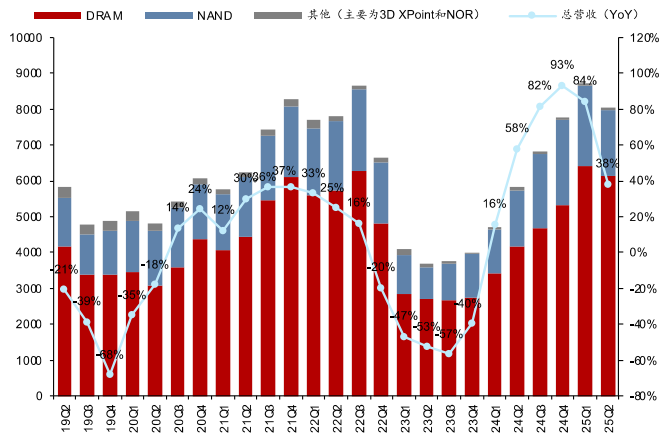
注：毛利率为 Non-GAAP  
资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：美光营收分部门同比增速 (FY, %)



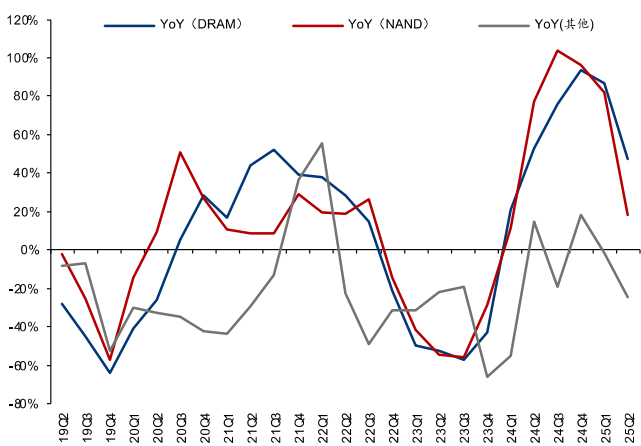
资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：美光营收按技术划分 (FY, 百万美元)



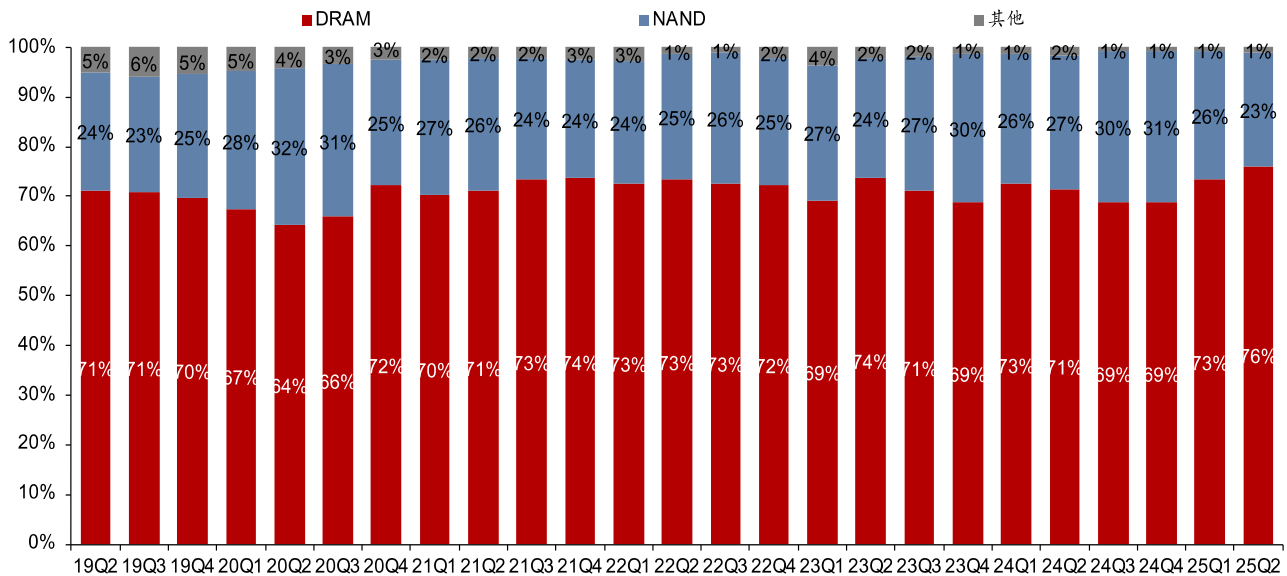
资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：美光营收分技术同比增速 (FY, %)



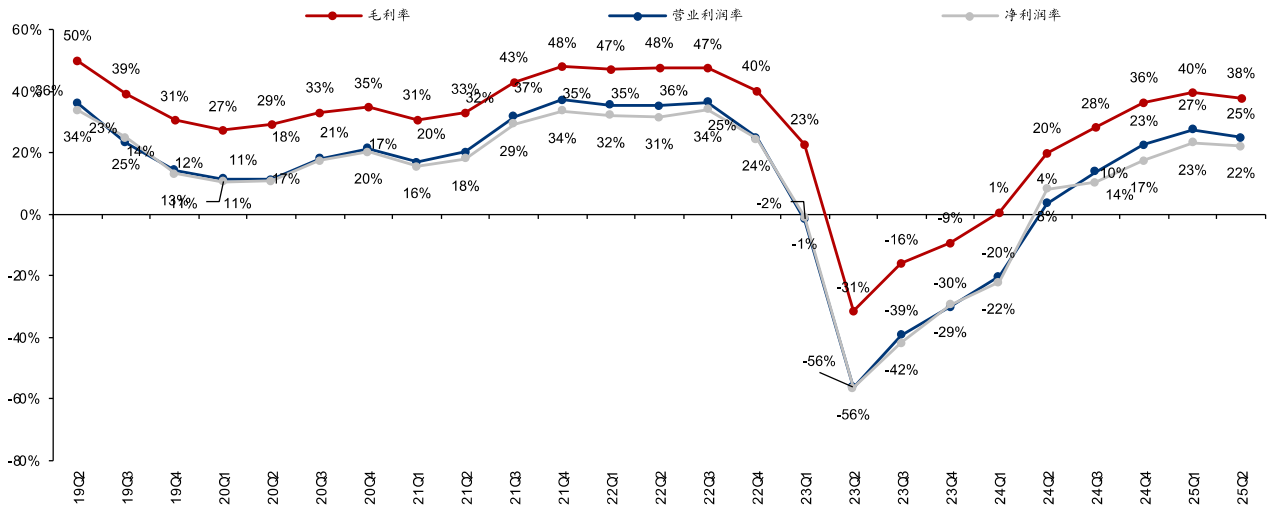
资料来源：公司公告、华泰研究

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：海外云大厂和互联网巨头的自研芯片

	云厂商	芯片	(预计) 发布时间	代际	制程	设计	种类	功能	特点
AI 芯片	amazon	Trainium	2023	2	5 nm	Marvell	ASIC	Training	适用于大模型训练
	amazon	Trainium	2025	3	3 nm	TBD	ASIC	Training	适用于大模型训练
	amazon	Inferentia	2019	2	5 nm	TBD	ASIC	Inference	主要为高性能深度学习推理应用程序而设计
	Google	TPU	2024	6	3 nm	Broadcom	ASIC	Training and Inference	少数能与英伟达高算力 GPU 匹敌的 AI 芯片
	Google	TPU	2026Q1	7p	3 nm	Broadcom	ASIC	Training and Inference	少数能与英伟达高算力 GPU 匹敌的 AI 芯片
	Google	TPU	2026Q3	7e	3 nm	In-house + MediaTek	ASIC	Training and Inference	少数能与英伟达高算力 GPU 匹敌的 AI 芯片
	Meta	MTIA	2024	2	5 nm	Broadcom	ASIC	Training and Inference	主要用于广告推荐、信息流等业务
	Meta	MTIA	2026	3	5 nm	In-house	ASIC	Training and Inference	V3 或将搭载 HBM, 可用于训练与推理
CPU	Microsoft	Maia 100	2023 (量产时间未定)	1	5 nm	In-house	ASIC	Training and Inference	专为处理大型 AI 和生成式 AI 工作负载设计
	amazon	Graviton	2023	4	5 nm	In-house	ArmCPU	-	支持广泛的云上工作负载
	Google	Axion	2024	1	5 nm	Marvell	ArmCPU	-	用于执行云端通用运算负载
	Microsoft	Cobalt 100	2023	1	5 nm	In-house	ArmCPU	-	用于在微软 Cloud 上运行通用计算工作负载

注：根据 The next platform 报道, Axion 或为基于 Crypsis 的设计  
资料来源：The Information 官网、各公司官网、华泰研究

## 盈利预测与公司估值

我们认为 HBM 已成为美光主要增长动力,但考虑到低毛利消费类产品销量增加或导致调整后毛利率出现下滑,下调 FY26 调整后净利润 2.3%至 129 亿美元。鉴于消费电子需求正回暖、新产品开始上量,以及 DRAM 和 NAND 价格或逐步上行,上调 FY27 营收与调整后净利润 3.4%/2.1%至 463/134 亿美元。

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 芯片及 AI 应用普及所带来的中长期增长,估值应往 2014 年水平靠拢,甚至突破。我们重申“买入”与 144 美元目标价,对应 3.2x FY25E PB。

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(数据截至 2025 年 3 月 21 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	15.10	9.46	8.33	3.25	2.57	2.54	2.25	1.94	1.53
SK海力士	000660 KS	5.75	4.84	4.64	1.81	1.54	1.48	1.55	1.19	1.02
三星电子	005930 KS	13.23	9.76	8.34	1.11	1.04	1.00	1.01	0.93	0.84

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
<b>总营收</b>	<b>27705</b>	<b>30758</b>	<b>15540</b>	<b>25111</b>	<b>35700</b>	<b>45417</b>	<b>46259</b>
YoY(%)	29.3%	11.0%	-49.5%	61.6%	42.2%	27.2%	1.9%
<b>DRAM</b>	<b>20035</b>	<b>22384</b>	<b>10974</b>	<b>17603</b>	<b>27356</b>	<b>35176</b>	<b>36178</b>
YoY(%)	38.1%	11.7%	-51.0%	60.4%	55.4%	28.6%	2.8%
<b>NAND</b>	<b>7007</b>	<b>7811</b>	<b>4206</b>	<b>7227</b>	<b>8029</b>	<b>9901</b>	<b>9733</b>
YoY(%)	13.0%	11.5%	-46.2%	71.8%	11.1%	23.3%	-1.7%
<b>Others</b>	<b>663</b>	<b>563</b>	<b>360</b>	<b>281</b>	<b>315</b>	<b>340</b>	<b>348</b>
YoY(%)	-8.6%	-15.1%	-36.1%	-21.9%	12.1%	8.0%	2.3%
<b>毛利润</b>	<b>10423</b>	<b>13898</b>	<b>-1416</b>	<b>5613</b>	<b>14280</b>	<b>19529</b>	<b>19938</b>
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%	154.4%	36.8%	2.1%
<b>研发费用</b>	<b>2663</b>	<b>3116</b>	<b>3114</b>	<b>3263</b>	<b>3949</b>	<b>4603</b>	<b>4698</b>
YoY(%)	2.4%	17.0%	-0.1%	4.8%	21.0%	16.6%	2.1%
<b>销售和管理费用</b>	<b>894</b>	<b>1066</b>	<b>920</b>	<b>1101</b>	<b>1447</b>	<b>1671</b>	<b>1690</b>
YoY(%)	1.5%	19.2%	-13.7%	19.7%	31.4%	15.5%	1.1%
<b>营业利润</b>	<b>6734</b>	<b>9709</b>	<b>-5437</b>	<b>1304</b>	<b>8884</b>	<b>13255</b>	<b>13550</b>
营业利润率	24.3%	31.6%	-35.0%	5.2%	24.9%	29.2%	29.3%
YoY(%)	120.1%	44.2%	-156.0%	-124.0%	581.3%	49.2%	2.2%
<b>Non-GAAP 净利润</b>	<b>6976</b>	<b>9475</b>	<b>-4862</b>	<b>1472</b>	<b>8705</b>	<b>12941</b>	<b>13355</b>
净利率	25.2%	30.8%	-31.3%	5.9%	24.4%	28.5%	28.9%
YoY(%)	115.6%	35.8%	-151.3%	-130.3%	491.4%	48.7%	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	35,700	45,417	46,259
销售成本	(16,956)	(19,498)	(21,420)	(25,888)	(26,321)
<b>毛利润</b>	(1,416)	5,613	14,280	19,529	19,938
销售及分销成本	(920.00)	(1,129)	(1,447)	(1,671)	(1,690)
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	406.24	566.42
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	(5,658)	1,240	8,907	13,561	14,016
税费开支	(177.00)	(451.00)	(801.64)	(1,221)	(1,261)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	(5,833)	778.00	8,105	12,341	12,755
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	8,705	12,941	13,355
折旧和摊销	(7,756)	(7,780)	(9,886)	(11,048)	(11,049)
EBITDA	2,018	9,053	18,721	24,204	24,499
EPS (美元, 基本)	(5.24)	0.70	7.27	11.08	11.45

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	8,387	8,875	6,595	11,382	6,896
应收账款和票据	2,443	6,615	4,293	9,584	4,551
现金及现金等价物	8,577	7,041	11,738	13,878	27,039
其他流动资产	1,837	1,841	2,085	2,085	2,085
<b>总流动资产</b>	21,244	24,372	24,711	36,929	40,571
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
<b>总长期资产</b>	43,010	45,044	47,571	51,722	55,773
<b>总资产</b>	64,254	69,416	72,282	88,652	96,344
应付账款	3,958	7,299	5,791	10,460	6,063
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
<b>总流动负债</b>	4,765	9,248	7,740	12,409	8,012
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
<b>总长期负债</b>	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	49,880	62,080	74,670
股东权益	44,120	45,131	50,005	62,205	74,795
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	44,120	45,131	50,005	62,205	74,795

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(19.67)	147.51	14.16	9.30	9.00
PB	2.60	2.54	2.29	1.84	1.53
调整后 PE (倍)	(23.60)	77.96	13.18	8.87	8.59
调整后 ROE	(10.34)	3.30	18.30	23.07	19.50
EV EBITDA	60.63	13.77	6.38	4.83	4.21
股息率 (%)	0.44	0.58	1.20	0.65	0.67
自由现金流收益率 (%)	(6.53)	(0.20)	6.06	2.10	11.60

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	18,721	24,204	24,499
融资成本	(80.00)	33.00	(72.91)	(406.24)	(566.42)
营运资本变动	(1,653)	(434.00)	1,525	(5,408)	5,122
税费	(177.00)	(451.00)	(801.64)	(1,221)	(1,261)
其他	1,451	306.00	574.74	1,819	2,299
<b>经营活动现金流</b>	1,559	8,507	19,945	18,987	30,092
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
<b>投资活动现金流</b>	(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)	(1,378)	(740.45)	(765.27)
其他融资活动现金流	(43.00)	(131.00)	257.41	(406.24)	(566.42)
<b>融资活动现金流</b>	4,983	(1,842)	(1,621)	(1,647)	(1,832)
现金变动	351.00	(1,644)	4,697	2,141	13,161
年初现金	8,262	8,577	7,041	11,738	13,878
汇率波动影响	(34.00)	40.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	8,577	7,041	11,738	13,878	27,039

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(49.48)	61.59	42.17	27.22	1.85
毛利润	(110.19)	(496.40)	154.41	36.76	2.09
营业利润	(156.00)	(123.98)	581.30	49.20	2.22
净利润	(167.15)	(113.34)	941.83	52.25	3.35
调整后净利润	(155.97)	(130.28)	491.40	48.65	3.20
EPS (基本)	(167.15)	(113.34)	941.83	52.25	3.35
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	(9.11)	22.35	40.00	43.00	43.10
EBITDA	12.99	36.05	52.44	53.29	52.96
净利润率	(37.54)	3.10	22.70	27.17	27.57
调整后净利润率	(31.29)	5.86	24.38	28.49	28.87
ROE	(12.41)	1.74	17.04	22.00	18.62
调整后 ROE	(10.34)	3.30	18.30	23.07	19.50
ROA	(8.94)	1.16	11.44	15.34	13.79
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	11.51	14.48	2.68	(2.09)	(20.01)
流动比率	4.46	2.64	3.19	2.98	5.06
速动比率	2.70	1.68	2.34	2.06	4.20
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.24	0.38	0.50	0.56	0.50
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
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS (基本)	(5.24)	0.70	7.27	11.08	11.45
EPS (调整后, 基本)	(4.36)	1.32	7.81	11.61	11.99
每股净资产	39.60	40.51	44.88	55.83	67.13

## 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](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），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