

评级：增持（维持）

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG (2024E)	评级
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
兆易创新	67.93	0.24	1.77	2.46	3.16	327	45	32	25	-2.2	买入
澜起科技	51.50	0.39	1.27	2.15	2.72	132	41	24	19	-2.4	买入
北京君正	45.28	1.12	1.07	1.34	1.70	41	43	34	27	-11.8	买入
普冉股份	62.21	-0.46	2.58	3.69	4.80	-141	25	17	13	-11.5	买入
香农芯创	24.72	0.83	0.85	1.11	1.25	30	29	22	20	2.6	买入
江波龙	66.92	-1.99	3.10	3.04	3.35	-34	22	22	20	0.1	未评级
聚辰股份	45.59	0.64	2.20	3.14	4.23	72	21	15	11	1.4	未评级
东芯股份	15.45	-0.69	0.02	0.32	0.57	-22	782	48	27	3.5	未评级
德明利	66.95	0.17	5.29	4.65	5.58	395	13	14	12	2.0	未评级
深科技	13.37	0.41	0.60	0.79	0.97	32	22	17	14	0.4	未评级

注：股价时间为 2024/9/10；未评级标的采用 wind 一致预期

报告摘要

■ 大陆情况：24Q2 设计和模组公司财务数据出现分化。设计公司营收持续环增、毛利率和净利率环比改善，模组公司营收环增趋势分化且增幅收窄，毛利率、净利率 24Q1 达到高点、24Q2 环比下降，净利润环比下降。

我们重点分析了大陆 14 家存储板块公司 24Q2 财务情况，其中 6 家存储设计（兆易、君正、普冉、东芯、聚辰、恒烁），4 家存储模组（江波龙、佰维、德明利、朗科），2 家代理（香农和中电港），1 家封测（深科技）和 1 家其他设计（澜起科技）。我们从营收、盈利能力和存货角度进行重点分析。

1) 营收：24Q2 设计公司全部环增，模组公司环比趋势分化且增幅收窄。24Q2 14 家公司中 12 家公司环比增长，其中 6 家存储设计公司受益 Q2 需求复苏等因素，均实现环增，增幅 8%~51% 不等。4 家模组公司中 2 家模组公司营收环增（江波龙、德明利）、2 家环降（佰维存储和朗科科技），存储模组龙头江波龙环增 3%、增幅收窄。24Q2 澜起科技营收环比+26%，24Q2 互连芯片收入创单季度新高，主要是因 DDR5 渗透及子代迭代+三款 AI 新品放量，预计随着 DDR5 继续渗透，叠加新品持续放量，公司收入有望持续提升；24Q2 香农芯创营收环比+139%，主要是服务器需求复苏+服务器存储涨价+DDR5 渗透率提升；中电港营收 yoy+74%、qoq+11%，主要受益下游需求复苏；深科技营收 yoy+3%、qoq+26%。

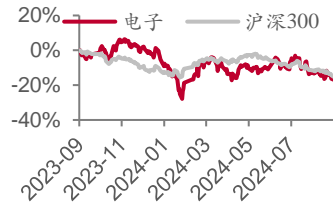
2) 毛利率：24Q2 利基 DRAM、SLC NAND 涨价，部分公司 NOR 涨价，叠加成本改善及产品结构优化，设计公司毛利率明显改善，而模组公司毛利率基本 24Q1 达到高点、24Q2 开始下滑。24Q2 6 家设计公司毛利率环比稳定甚至略有提升（环增 0~4pcts），其中普冉股份环比+4pcts，恒烁股份环比+3pcts，主要由 Q2 nor 涨价贡献，东芯股份环比+2pcts，主要是 Q2 SLC NAND、利基 DRAM 等涨价贡献，兆易创新、北京君正和聚辰股份环比稳定。模组公司基本在 24Q1 实现历史最高点，24Q2 环比相对稳定或环比略降，江波龙和德明利环比-2pcts、-13pcts，佰维存储环比+2pcts，朗科科技环比稳定。24Q2 澜起科技毛利率环比稳定，其中互连产品毛利率环比+3pcts，香农芯创毛利率环比+1pcts，主要是存货跨期销售，同时净利率环比+2pcts。

3) 净利率：设计公司均实现环比改善，模组公司 24Q1 创新高、Q2 有所下滑。因短期费用刚性，叠加毛利率提升，设计公司净利率明显修复，环增 1~17pcts（仅恒烁股份-2pcts）。24Q1 模组公司毛利率、净利率基本均创历史新高，24Q2 毛利率环比有所下降，对应净利率环比下降，4 家模组公司 24Q2 净利率环降 2~12pcts。

基本状况

上市公司数	475
行业总市值(亿元)	72,093
行业流通市值(亿元)	67,138

行业-市场走势对比



相关报告

4) 净利润: 14 家公司中 11 家公司盈利, 其中设计公司净利润整体环比增加, 模组公司净利润环比下降。24Q2 14 家存储公司中 3 家亏损, 包括 2 家设计公司、1 家模组公司。设计公司中, 24Q2 仅恒烁股份和东芯股份处于亏损, 兆易创新、北京君正、普冉股份、聚辰股份归母净利润均实现环增, 增幅 26%~80% 不等, 利润改善幅度高于营收改善幅度。模组公司, 24Q1 江波龙、佰维存储和德明利归母净利润创历史单季度新高, 24Q2 朗科科技处于亏损, 江波龙、佰维存储、德明利环比分别为-45%、-31%、-2%。24Q2 澜起科技归母净利润环比+66%, 同时公司 Q2 扣非净利润创历史新高; 24Q2 香农芯创归母净利润环比+909%, 扣非净利润创单季度新高。

5) 存货: 存货趋势分化, 考虑后续代工价格上涨, 部分设计公司 24Q2 继续采取备货策略, 考虑后续存储原厂价格继续上涨, 部分模组公司 24Q2 存货继续增加。14 家公司中 6 家公司存货上升, 其中 3 家存储设计公司, 3 家存储模组公司。设计公司存货环比-8%~+24% 不等, 存货趋势分化, 其中普冉股份、东芯股份和北京君正存货环比提升 24%、6% 和 3%, 恒烁股份存货环比-8%, 兆易创新存货环比-2%、相对稳定。模组公司中德明利、江波龙和佰维存储存货环比+36%、+17% 和 +3%, 朗科科技存货环比-23%。

■ **海外情况: 存储 IDM 和存储模组业绩趋势出现分化, 展望 25 年存储供需紧张。**

非大陆存储, 重点分析 9 家海外存储厂商财报, 包括 4 家主流存储 IDM 三星、海力士、美光和西部数据, 利基存储 IDM 华邦、旺宏和南亚, 存储模组厂威刚和群联, 其中 6 家存储 IDM 厂商 24Q2 业绩均超市场预期。

1) 营收: 24Q2 存储 IDM 收入均实现环增(主流存储 IDM 环增幅度大于利基存储 IDM), 存储模组厂收入环比转负。4 家主流存储 IDM 24Q2 收入环增 9%~28%, 基本已实现 5 个季度收入持续环比改善; 3 家利基存储 IDM 收入环比+1%~+9% 不等; 2 家存储模组厂 24Q2 收入环比下降, 群联收入环比-7%, 威刚收入环比-10%, 主要是因消费电子类存储 Q2 需求疲软。

2) 毛利率: 24Q2 存储 IDM 毛利率环增 4pcts 以上, 存储模组厂毛利率承压。24Q2 4 家主流存储 IDM 毛利率 27%~46% 不等, 毛利率环增 4~8pcts 不等; 利基存储 IDM 毛利率 3%~33% 不等, 毛利率环增 5~10pcts 不等; 2 家存储模组厂毛利率 25%~35% 不等, 群联毛利率环比+1pcts, 威刚毛利率环比-2pcts。

3) 净利润: 24Q2 主流存储 IDM 净利润继续大幅增长, 利基存储 IDM 亏损幅度大幅收窄, 存储模组厂 24Q2 净利润环比下降。主流存储 23Q3 开启涨价, 23Q4 海力士、美光和西部数据扭亏为盈, 24Q2 利润继续环比增长。利基存储 IDM, 旺宏和南亚科 24Q2 仍处于亏损状态, 但亏损幅度收窄, 华邦 24Q2 扭亏为盈。存储模组厂群联和威刚 24Q2 净利润环比有所下降, 群联净利润环比-2%, 威刚净利润环比-31%。

4) 展望: 服务器需求稳健, 手机、PC 需求较为疲软, 24H2 主流存储继续涨价, 25 年预计 DRAM、NAND 供需偏紧张。下游需求: 3 大主流存储原厂均展望 24H2 服务器相关需求稳健, PC、手机等消费电子类终端客户已有库、需去化, 同时需求相对疲软。价格: 预计 24H2 DRAM、NAND 价格继续上涨、但不同应用出现分化。出货量: 预计 24Q3 DRAM、NAND 出货量环比增幅收窄甚至转负增长。展望 25 年: 大厂普遍认为因新增产能有限+HBM 等挤占, 传统 DRAM、NAND 供需紧张。

■ **投资建议: 持续关注后续存储价格变化情况与需求情况, 建议关注:**

- 1) 设计端: 兆易创新/澜起科技/普冉股份/聚辰股份/北京君正/东芯股份/等;
- 2) HBM 产业链: 香农芯创/赛腾股份/联瑞新材/华海诚科/雅克科技/深科技等;
- 3) 模组端: 德明利/江波龙/佰维存储/朗科科技/万润科技等。

■ **风险提示: 行业需求不及预期的风险、中美贸易摩擦加剧、研报使用的信息更新不及时的风险、报告中各行业相关业绩增速测算未剔除负值影响, 计算结果存在与实际情况偏差的风险。**

内容目录

一、大陆情况：24Q2 设计公司和模组公司趋势出现分化	- 5 -
1.1 标的筛选：重点分析 14 家公司业绩情况	- 5 -
1.2 营收：24Q2 设计公司全部环增，模组公司环比趋势分化且增幅收窄 ...	- 7 -
1.3 毛利率&净利率：24Q2 设计公司环比明显改善，模组公司环比下滑	- 9 -
1.4 净利润：24Q2 设计公司净利润环增，模组公司环比下滑	- 10 -
1.5 存货：趋势分化，部分设计公司、部分模组公司存货增加	- 11 -
二、海外情况：原厂模组厂业绩分化，展望 25 年存储供需紧张	- 12 -
2.1 标的筛选：重点跟踪 9 家公司，6 家存储 IDM 24Q2 业绩超预期	- 13 -
2.2 营收：24Q2 存储 IDM 收入环增，模组厂收入环比转负	- 14 -
2.3 毛利率&净利率：24Q2 存储 IDM 均环增，模组厂环比承压	- 15 -
2.4 净利润：24Q2 存储 IDM 净利润环比增加，模组厂环比下降	- 17 -
2.5 价格&出货量：24Q2 价格提升，出货量趋势分化	- 18 -
2.6 展望：服务器需求稳健，展望 25 年供需紧张	- 20 -
三、投资建议	- 22 -
四、风险提示	- 23 -

图表目录

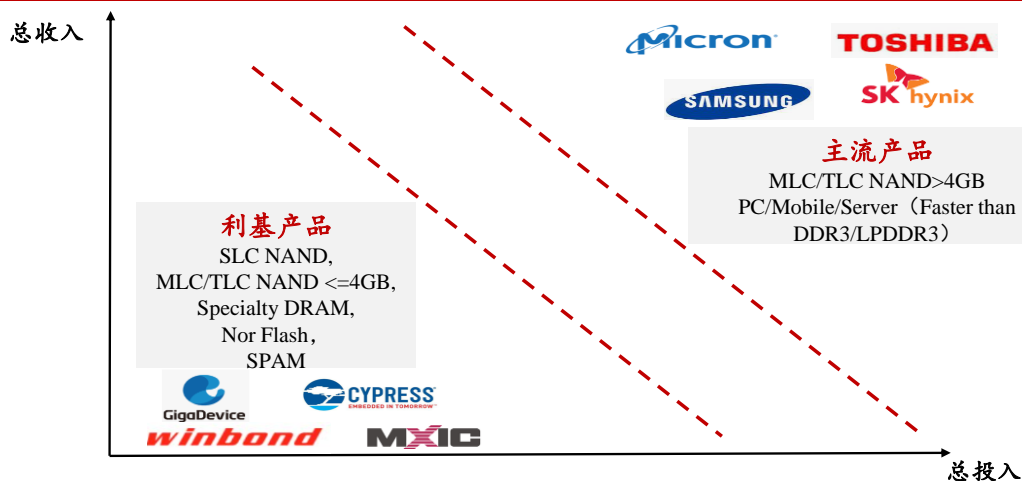
图表 1: 存储分为利基和主流.....	- 5 -
图表 2: 存储板块成分股.....	- 5 -
图表 3: 存储板块成分股营收占比 (各公司营收/总营收)	- 6 -
图表 4: 存储设计板块成分股营收占比 (各公司营收/总营收)	- 7 -
图表 5: 存储模组成分股营收占比 (各公司营收/总营收)	- 7 -
图表 6: 设计营收 (百万元)、yoy&qoq (右轴)	- 7 -
图表 7: 模组营收 (百万元)、yoy&qoq (右轴)	- 7 -
图表 8: 各公司营收 yoy&qoq.....	- 8 -
图表 9: 设计和模组毛利率	- 9 -
图表 10: 设计和模组净利率	- 9 -
图表 11: 各公司毛利率及毛利率环比.....	- 10 -
图表 12: 各公司净利率及净利率环比.....	- 10 -
图表 13: 设计净利润 (百万元)	- 11 -
图表 14: 模组净利润 (百万元)	- 11 -
图表 15: 各公司净利润 (百万元)	- 11 -
图表 16: 设计和模组存货 (亿元)	- 12 -
图表 17: 设计和模组存货周转天数.....	- 12 -
图表 18: 各公司存货、存货环比趋势和存货周转天数.....	- 12 -
图表 19: 2022 年 DRAM、NAND、NOR Flash 全球竞争格局.....	- 13 -
图表 20: 海外存储板块成分股	- 13 -
图表 20: 6 家海外存储公司 24Q2 业绩是否超预期.....	- 14 -
图表 21: 各公司季度营收 yoy 与 qoq	- 14 -
图表 22: 各公司季度毛利率、yoy&qoq.....	- 16 -
图表 23: 各公司季度净利率、yoy&qoq.....	- 17 -
图表 24: 各公司季度净利润 (单位: 百万美金) 与净利润 yoy&qoq.....	- 17 -
图表 25: 各家原厂 ASP 环比变化.....	- 18 -
图表 26: 各家原厂出货量环比变化.....	- 19 -
图表 27: 各家公司的展望.....	- 21 -
图表 28: DRAM 原厂的 HBM 进展.....	- 21 -
图表 29: 四大原厂资本开支情况.....	- 22 -
图表 25: 大陆存储厂商布局	- 22 -

一、大陆情况：24Q2 设计公司和模组公司趋势出现分化

1.1 标的筛选：重点分析 14 家公司业绩情况

- 存储器分为主流存储和利基存储，主流存储主要对应手机、PC 和服务器三大下游，市场规模接近 1400 亿美金，玩家是三星、海力士、美光、西部数据等 IDM 原厂，利基存储器主要玩家为中国台湾 IDM 和大陆厂商，市场规模约 160 亿美金。从存储器价格弹性看，主流存储器大于利基存储器，从价格反弹顺序看，主流存储优先于利基存储。**23Q3 主流存储器已率先涨价，截止 24Q2 价格已四个季度持续上涨，利基存储中，利基 DRAM 23Q4 开启涨价，SLC NAND 23Q4 开启涨价，NOR 24Q2 部分公司涨价。**
- 大陆存储设计公司均布局利基存储器；主流存储器方面，IDM 厂商长鑫和长存分别布局主流 DRAM 和主流 NAND，模组厂包括江波龙、佰维存储等，封测厂以深科技为代表，其他包括长电科技、通富微电等，代理商如香农芯创、中电港，其代理产品主要以主流存储为主。总结来说，大陆存储设计均是利基存储厂商；大陆模组、代理和封测均主要属于主流存储相关赛道。从板块分类来看，我们将存储板块细分为存储设计、存储模组、存储代理、存储封测和其他，重点对比 14 家上市公司业绩，对行业进行回顾、分析、比较、总结和展望。设计中主要是 6 家上市公司，模组主要是 4 家公司，代理 2 家公司，封测 1 家公司和其他（1 家公司），此外，大为股份、同有科技等均为模组相关公司，但因模组贡献营收比例仍较小，故未加入进行分析。

图表 1：存储分为利基和主流



来源：中泰证券研究所

图表 2：存储板块成分股

细分板块	代码	简称	2023 年营收构成
设计	603986.SH	兆易创新	存储芯片 71%，微控制器 23%，传感器 6%，技术服务及其他收入 0%
设计	300223.SZ	北京君正	集成电路设计 99%，房租收入 1%
设计	688110.SH	东芯股份	NAND44%，NOR7%，DRAM9%，MCP37%，技术服务 2%
设计	688766.SH	普冉股份	存储芯片 90%，微控制器及其他 10%
设计	688123.SH	聚辰股份	非易失性存储芯片 80%，音圈马达驱动芯片 12%，智能卡芯片 7%，其他 1%
设计	688416.SH	恒烁股份	NOR Flash86%，MCU14%
模组	301308.SZ	江波龙	嵌入式存储 43%，移动存储 22%，固态硬盘 27%，内存条 5%
模组	688525.SH	佰维存储	嵌入式存储 48%，消费级存储 45%，工业级存储 2%，先进封装服务 3%
模组	001309.SZ	德明利	移动存储 58%，固态硬盘 38%，嵌入式存储 2%，其他 0%
模组	300042.SZ	朗科科技	专利授权那许可收入 1%，闪存应用产品 67%，移动储存产品 1%，闪存控制芯片及其他 30%，房屋租赁 1%
模组	300302.SZ	同有科技	存储系统 35%，固态存储 65%
代理	300475.SZ	香农芯创	集成电路（含存储器）97%，洗衣机减速器及配件 2%
代理	001287.SZ	中电港	存储器 25%，处理器 32%，模拟器件 17%，射频与无线连接 9%，其他 16%
封测	000021.SZ	深科技	储存半导体 18%，计量智能终端 18% 高端制造 64%，其他 1%
其他	688008.SH	澜起科技	互连类芯片 96%，津逮服务器平台 4%

来源：各公司公告，中泰证券研究所

- 存储板块中，24Q2 中电港/香农芯创/江波龙收入占比 37%/16%/13%。从各公司营收占板块总营收比例看，大陆第一大半导体元器件代理商中电港占比最高，占比维持在四成左右，受益服务器需求复苏+服务器存储涨价+DDR5 渗透率提升，香农芯创 24Q2 占比提升到 16%。

图表 3：存储板块成分股营收占比（各公司营收/总营收）

		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
设计	兆易创新	7%	8%	8%	6%	7%	8%	6%	5%	6%	6%
设计	北京君正	5%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	3%
设计	东芯股份	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
设计	普冉股份	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
设计	聚辰股份	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
设计	恒烁股份	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
模组	江波龙	8%	8%	7%	7%	7%	10%	12%	13%	16%	13%
模组	佰维存储	2%	2%	3%	3%	2%	3%	4%	5%	6%	5%
模组	德明利	1%	1%	1%	2%	2%	1%	2%	3%	3%	4%
模组	朗科科技	1%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	0%	1%	1%
代理	香农芯创	13%	16%	9%	13%	8%	13%	14%	13%	8%	16%
代理	中电港	44%	39%	38%	37%	42%	35%	36%	38%	41%	37%
封测	深科技	12%	13%	18%	18%	20%	18%	14%	12%	11%	11%
其他	澜起科技	3%	3%	4%	3%	2%	2%	3%	3%	3%	3%

来源：Wind，中泰证券研究所

- 分板块看：设计板块中，24Q2 兆易创新和北京君正分别占比 48%、27%，模组板块中，江波龙和佰维存储分别占比 58%、22%，对板块趋势影响大。1)设计板块：24Q2 兆易创新和北京君正营收占板块比例分别为 48%、27%，为第一大、第二大存储设计公司，合计占比 75%，对板块营收趋

势影响较大，普冉股份、聚辰股份、东芯股份和恒烁股份占板块营收比例 12%/7%/4%/2%。2) 模组板块: 24Q2 江波龙占板块营收比例 58%，为第一大模组厂，佰维存储占比 22%，为第二大模组厂，江波龙和佰维存储合计占比 80%，德明利和朗科科技分别占比 17%/2%。

图表 4: 存储设计板块成分股营收占比 (各公司营收/总营收)

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
兆易创新	49%	51%	47%	42%	45%	48%	43%	42%	47%	48%
北京君正	31%	28%	34%	37%	36%	34%	36%	34%	29%	27%
东芯股份	8%	7%	6%	6%	4%	3%	4%	5%	3%	4%
普冉股份	5%	7%	5%	5%	7%	8%	9%	11%	12%	12%
聚辰股份	4%	5%	7%	8%	5%	5%	6%	6%	7%	7%
恒烁股份	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	3%	2%	2%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 存储模组成分股营收占比 (各公司营收/总营收)

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
江波龙	63%	66%	52%	51%	58%	62%	63%	60%	62%	58%
佰维存储	19%	17%	24%	24%	17%	20%	21%	25%	24%	22%
德明利	7%	7%	9%	11%	12%	8%	8%	14%	11%	17%
朗科科技	11%	10%	15%	15%	13%	10%	7%	1%	3%	2%

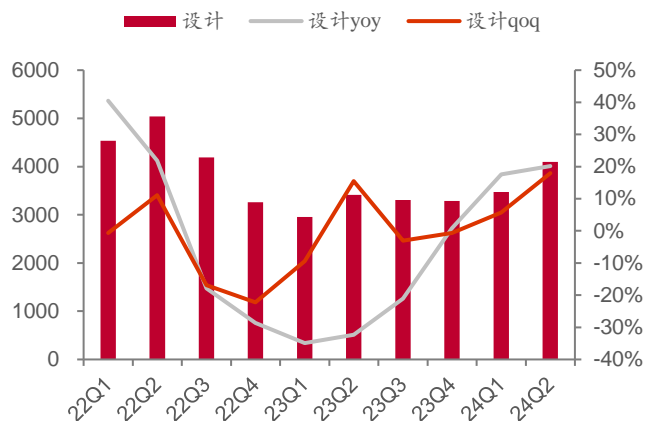
来源: Wind, 中泰证券研究所

1.2 营收: 24Q2 设计公司全部环增, 模组公司环比趋势分化且增幅收窄

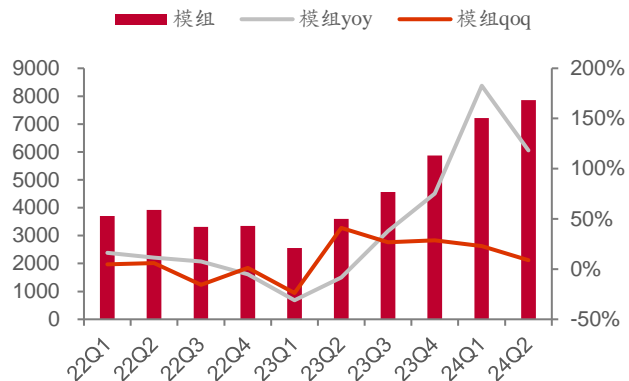
- **营收: 24Q2 设计和模组板块营收均环增, 但设计营收环增幅度高于模组。** 1) 设计: 24Q2 收入合计 41 亿元, 同比+20%, 环比+18%, 营收自 23Q4 以来持续环增, 且环增幅度在 24Q2 明显扩大。2) 模组: 24Q2 收入合计 79 亿元, 同比+118%, 环比+9%, 模组板块季度收入继续创新高, 但 24Q2 营收环增幅度继续收窄。3) 设计 VS 模组: 24Q2 设计营收环增幅度大于模组板块。

图表 6: 设计营收 (百万元), yoy&qoq (右轴)

图表 7: 模组营收 (百万元), yoy&qoq (右轴)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **营收: 分公司看, 24Q2 14 家公司中 13 家公司营收环比增长, 设计公司均实现营收环增, 模组公司环比变化出现分化。**

1) 设计: 从营收同比看, 24Q2 兆易创新、东芯股份、普冉股份、聚辰股份和恒烁股份营收同比增速均为正, 仅北京君正的营收同比增速为负; 从营收环比看, 24Q2 兆易创新、北京君正、东芯股份、普冉股份、聚辰股份和恒烁股份 6 家公司均营收环增, 其中东芯股份环比+51%, 主要受益 SLC NAND 涨价及网通等需求恢复, 兆易创新环比+22%, 主要受益需求复苏+份额提升, 普冉股份环比+21% (创单季度收入新高), 主要受益电子烟等消费电子需求复苏+NOR 和 MCU 份额提升。普冉股份和聚辰股份分别连续 6 个季度和 5 个季度营收环增。

2) 模组: 从营收同比看, 24Q2 江波龙、佰维存储、德明利和同有科技共 4 家公司均实现营收同比大增, 主要受益存储价格上涨叠加需求有所复苏; 从营收环比看, 24Q2 江波龙、德明利和同有科技的营收环增, 江波龙营收 qoq+3%, 营收环增幅度收窄, 德明利营收 qoq+68%, 佰维存储营收环比-1%。

3) 其他板块: 24Q2 澜起科技营收 yoy+83%, qoq+26%, 公司主要营收和利润主要由互连芯片贡献, 24Q2 互连芯片收入创单季度新高, 主要是因 DDR5 渗透及子代迭代+三款 AI 新品放量, 预计随着 DDR5 继续渗透, 叠加新品持续放量, 公司收入有望持续提升。24Q2 香农芯创营收 yoy+99%, qoq+139%, 主要是服务器需求复苏+服务器存储涨价+DDR5 渗透率提升; 中电港营收 yoy+74%、qoq+11%; 深科技营收 yoy+3%、qoq+26%。

4) 设计 VS 模组: 整体上, 设计公司均实现营收环增, 模组公司环比变化出现分化。

图表 8: 各公司营收 yoy&qoq

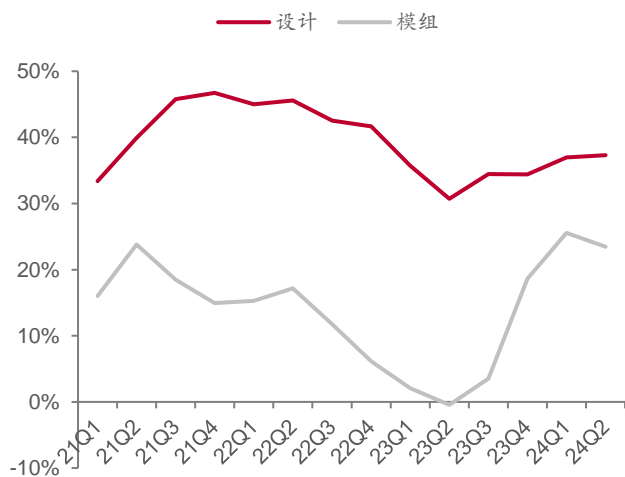
	收入同比										收入环比									
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
设计 兆易创新	39%	25%	-26%	-38%	-40%	-36%	-28%	0%	21%	22%	2%	14%	-22%	-32%	-1%	21%	-12%	-4%	19%	22%
设计 北京君正	32%	10%	-3%	-19%	-24%	-17%	-15%	-7%	-6%	-5%	-5%	-2%	2%	-16%	-10%	8%	4%	-7%	-9%	9%
设计 东芯股份	83%	39%	-29%	-43%	-64%	-69%	-44%	-20%	-14%	38%	-1%	7%	-37%	-15%	-38%	-6%	14%	21%	-33%	51%
设计 普冉股份	-5%	25%	-38%	-42%	-9%	-23%	54%	123%	99%	86%	-20%	54%	-44%	-17%	27%	30%	13%	21%	13%	21%
设计 聚辰股份	51%	84%	116%	73%	-29%	-28%	-33%	-23%	72%	54%	32%	20%	14%	-5%	-45%	21%	6%	9%	23%	8%
设计 恒烁股份		-10%	-55%	-32%	-42%	-44%	-21%	5%	12%	21%	0%	15%	-41%	0%	-14%	11%	-17%	32%	-8%	20%
模组 江波龙	-6%	-9%	-27%	-18%	-36%	-14%	67%	108%	201%	106%	13%	10%	-33%	-1%	-13%	50%	29%	23%	26%	3%
模组 佰维存储				42%	-39%	6%	22%	83%	306%	137%	25%	-3%	17%	0%	-47%	70%	35%	51%	18%	-1%
模组 德明利	15%	7%	26%	-1%	22%	0%	29%	125%	169%	373%	-31%	16%	3%	20%	-15%	-4%	34%	107%	1%	68%
模组 朗科科技	-16%	-10%	6%	-9%	-18%	-3%	-33%	-89%	-35%	-47%	-22%	-10%	30%	1%	-30%	6%	-9%	-84%	312%	-13%
代理 香农芯创			-53%	-34%	-58%	-43%	56%	21%	47%	99%	-18%	30%	-57%	42%	-48%	76%	19%	10%	-37%	139%
代理 中电港				-22%	-37%	-38%	-11%	19%	42%	74%	17%	-9%	-21%	-7%	-6%	-10%	12%	24%	12%	11%
封测 深科技	-5%	-6%	3%	-3%	8%	-2%	-28%	-20%	-21%	3%	-14%	7%	14%	-8%	-4%	-3%	-15%	2%	-5%	26%
其他 澜起科技	201%	142%	10%	-18%	-53%	-51%	-37%	-4%	76%	83%	-7%	14%	-7%	-17%	47%	21%	18%	27%	-3%	26%

来源：wind，中泰证券研究所

1.3 毛利率&净利率：24Q2 设计公司环比明显改善，模组公司环比下滑

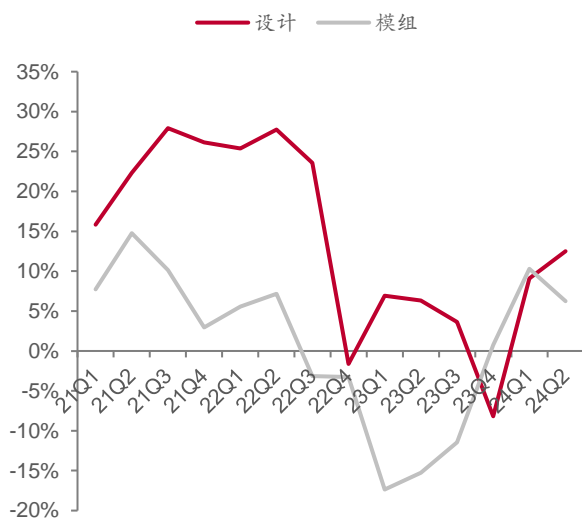
- 毛利率和净利率：分板块看，设计盈利能力更强，而模组盈利波动更大，24Q2 模组公司盈利能力有所下降，设计公司盈利能力持续改善。**
 - 设计：**24Q2 平均毛利率为 37%，同比+6pcts，环比持平，主要受益成本改善，设计板块毛利率自 23Q3 开始环比提升，24Q1 持续改善，24Q2 保持稳定。24Q2 净利率 13%，同比+7pcts，环比+3pcts。
 - 模组：**24Q1 毛利率、净利率均达到历史新高，24Q2 毛利率 23%，同比+23pcts，环比-3pcts，净利率 6%，同比+21pcts，环比-4pcts。

图表 9：设计和模组板块平均毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：设计和模组板块平均净利率



来源：Wind，中泰证券研究所

- 毛利率和净利率：分公司看，设计公司毛利率环比稳定、部分公司向上，净利率环比改善，模组公司 24Q1 毛利率和净利率创新高、Q2 有所下滑。**
 - 设计：**24Q2 设计公司毛利率 14%~55%，毛利率差异较大，聚辰毛利率最高 55%，其次是北京君正和兆易创新，2 家公司毛利率均为 38%；从变化看，24Q2 6 家公司毛利率环比稳定甚至略有提升（环比 0~+4pcts），其中普冉股份毛利率环增 4pcts，主要是 Q2 nor 涨价，恒

烁股份毛利率环增 2pcts, 主要是 Q2 nor 涨价, 东芯股份毛利率环增 2pcts, 主要是 Q2 SLC NAND、利基 DRAM 涨价, 兆易创新、北京君正和聚辰股份毛利率环比稳定。24Q2 设计公司净利率-43%~33%, 分化较大, 兆易创新、北京君正、东芯股份、普冉股份和和聚辰股份净利率环比+1~+17pcts, 仅恒烁股份-2pcts。

2) 模组: 模组公司毛利率基本在 24Q1 实现历史最高点, 24Q2 毛利率环比相对稳定部分环比略降, 江波龙和德明利毛利率环比分别下降 2pcts、13pcts, 佰维存储毛利率环比+2pcts, 朗科科技毛利率环比稳定。24Q2 江波龙、佰维存储和德明利净利率 5%~14%, 朗科科技净利率-15%, 佰维存储、德明利净利率分别达到 7%、14%, 均处于历史较高水平。从变化看, 4 家模组公司净利率环比下降 2~12pcts 不等。

3) 其他: 24Q2 澜起科技毛利率环比稳定, 公司互连类芯片/津逮服务器平台占比 90%/10%, 互连芯片毛利率 64% (DDR5 子代升级+AI 新品占比提升), 环比+3pcts, 津逮服务器毛利率 7%, 环比+2pcts, 澜起科技净利率环比+10pcts, 主要是因费用短期刚性, 收入环增、费用率下降。香农芯创毛利率环比+1pcts, 主要是存货跨期销售, 同时净利率环比+2pcts。

图表 11: 各公司毛利率及同环比

	毛利率										毛利率同比										毛利率环比									
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
设计 兆易创新	40%	49%	46%	44%	38%	29%	36%	35%	38%	38%	4%	1%	0%	-1%	-1%	-20%	-10%	0%	0%	0%	0%	-4%	0%	-3%	-2%	-5%	7%	12%	1%	0%
设计 北京君正	37%	41%	38%	38%	37%	36%	37%	38%	37%	38%	3%	5%	2%	-1%	0%	-5%	-3%	0%	0%	2%	0%	-2%	3%	-3%	1%	-1%	1%	1%	-1%	0%
设计 东芯股份	50%	43%	30%	33%	17%	8%	8%	14%	12%	14%	50%	2%	5%	-5%	-7%	3%	4%	3%	18%	-5%	0%	0%	-7%	-12%	2%	-16%	-8%	-1%	2%	2%
设计 普冉股份	33%	33%	26%	24%	22%	19%	20%	28%	32%	35%	0%	4%	-8%	-1%	-1%	-3%	0%	4%	10%	16%	0%	-1%	-1%	-7%	-2%	-2%	7%	2%	1%	3%
设计 聚辰股份	59%	64%	71%	72%	48%	47%	44%	48%	55%	55%	59%	28%	32%	2%	23%	-1%	-7%	2%	24%	7%	0%	10%	5%	7%	1%	-23%	0%	-3%	3%	1%
设计 恒烁股份	35%	30%	20%	18%	16%	16%	11%	15%	12%	15%	35%	38%	2%	-25%	-26%	9%	-4%	-8%	-3%	-4%	0%	-8%	-5%	-10%	-2%	-2%	0%	-4%	0%	3%
模组 江波龙	17%	18%	10%	0%	1%	1%	5%	19%	24%	23%	17%	0%	8%	0%	-5%	6%	1%	1%	2%	2%	0%	1%	1%	-8%	-10%	1%	-1%	4%	14%	6%
模组 佰维存储	12%	18%	14%	11%	-4%	-5%	-2%	9%	25%	26%	12%	18%	1%	1%	1%	-5%	7%	-3%	-6%	-2%	0%	-4%	5%	-3%	-4%	-13%	-1%	3%	11%	15%
模组 德明利	21%	20%	18%	11%	6%	-2%	6%	33%	37%	24%	21%	2%	0%	-1%	-10%	5%	-2%	-2%	2%	3%	0%	-1%	-1%	-2%	-7%	-6%	-8%	8%	2%	5%
模组 朗科科技	8%	10%	9%	14%	10%	4%	4%	7%	12%	12%	8%	-3%	3%	-1%	1%	2%	-5%	5%	2%	1%	0%	1%	2%	-1%	5%	-4%	-7%	0%	6%	0%
代理 香农芯创	4%	3%	3%	8%	6%	4%	5%	8%	5%	6%	4%	-7%	2%	-1%	3%	3%	0%	2%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	5%	-2%	-2%	1%	4%	-3%
封测 中电港	3%	4%	3%	5%	4%	3%	3%	5%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	2%	0%	0%	0%	1%	-1%	0%	0%	0%	-1%	2%	-1%	0%	2%	-3%	0%
其他 深科技	8%	11%	14%	14%	11%	17%	16%	23%	17%	17%	8%	0%	0%	7%	2%	3%	0%	3%	0%	3%	0%	-4%	3%	3%	0%	-4%	7%	-1%	7%	0%
其他 澜起科技	43%	42%	46%	56%	53%	59%	65%	57%	58%	58%	43%	42%	9%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	-3%	-1%	3%	11%	-3%	6%	6%	-7%	0%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 各公司净利率及同环比

	净利率										净利率同比										净利率环比									
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
设计 兆易创新	5%	3%	2%	3%	1%	1%	1%	10%	13%	10%	12%	9%	-4%	-4%	-20%	-22%	-22%	-17%	1%	4%	-1%	2%	-5%	-3%	14%	0%	-5%	-2%	33%	3%
设计 北京君正	16%	20%	15%	5%	10%	9%	12%	14%	9%	10%	3%	2%	-4%	-5%	-6%	-11%	-3%	10%	-2%	0%	-3%	4%	-5%	-11%	6%	-1%	3%	2%	-6%	1%
设计 东芯股份	35%	32%	29%	-4%	-28%	-33%	-53%	-99%	-43%	-28%	11%	14%	-2%	-5%	-3%	5%	2%	-3%	-8%	9%	6%	-3%	-4%	-7%	18%	-5%	-2%	-40%	54%	17%
设计 普冉股份	19%	18%	18%	-34%	-14%	-19%	-8%	15%	12%	18%	2%	-9%	-17%	-9%	-32%	-37%	-26%	4%	2%	36%	-6%	-1%	0%	-5%	20%	-5%	11%	23%	-2%	5%
设计 聚辰股份	28%	37%	39%	35%	13%	22%	7%	7%	20%	33%	16%	0%	2%	2%	-16%	-15%	-32%	-28%	8%	11%	12%	8%	3%	-4%	-23%	9%	-13%	0%	13%	13%
设计 恒烁股份	21%	15%	0%	-30%	-26%	-37%	-72%	-87%	-41%	-43%	2%	-7%	-30%	-1%	-7%	32%	2%	-7%	-15%	-5%	0%	-6%	-14%	-3%	4%	-11%	-3%	-13%	40%	-2%
模组 江波龙	7%	8%	-5%	-8%	-19%	-14%	-10%	1%	9%	5%	-1%	-9%	-11%	-11%	-26%	-22%	-1%	9%	2%	1%	4%	1%	-17%	1%	-11%	5%	4%	11%	7%	-4%
模组 佰维存储	2%	5%	3%	-1%	-30%	-24%	-19%	-10%	9%	7%	2%	3%	3%	-1%	-32%	-29%	-3%	-9%	3%	56%	2%	3%	-2%	-4%	-2%	6%	4%	9%	19%	-2%
模组 德明利	8%	8%	8%	5%	12%	3%	1%	2%	1%	1%	0%	-1%	-4%	-7%	-22%	-21%	-13%	1%	3%	2%	-2%	1%	-4%	-2%	-17%	2%	4%	25%	7%	-10%
模组 朗科科技	2%	4%	3%	5%	2%	-8%	-5%	-16%	-2%	-15%	-3%	-1%	-1%	4%	0%	-11%	-9%	-20%	-5%	-7%	1%	2%	0%	1%	-3%	-10%	-2%	-10%	13%	-12%
代理 香农芯创	1%	2%	0%	5%	6%	3%	1%	4%	0%	3%	1%	-7%	-12%	-2%	3%	4%	1%	2%	-1%	-5%	0%	1%	-3%	0%	0%	-2%	2%	3%	-4%	2%
封测 中电港	1%	0%	1%	1%	1%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%	1%	-1%	-1%	0%	1%	-1%	0%
其他 深科技	7%	5%	3%	3%	3%	6%	6%	8%	6%	8%	1%	3%	-3%	-3%	-4%	1%	3%	5%	2%	0%	1%	-1%	-3%	0%	0%	3%	0%	2%	-2%	2%
其他 澜起科技	34%	37%	33%	38%	5%	12%	25%	29%	30%	40%	-11%	-4%	10%	5%	-2%	-3%	-8%	-8%	-8%	26%	1%	3%	-3%	5%	-33%	8%	13%	3%	2%	10%

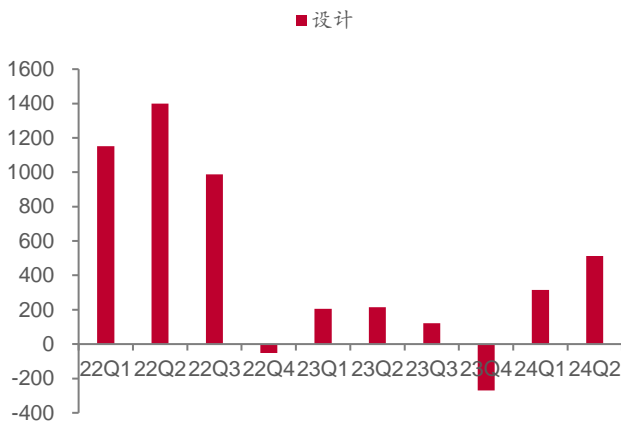
来源: wind, 中泰证券研究所

1.4 净利润: 24Q2 设计公司净利润环增, 模组公司环比下滑

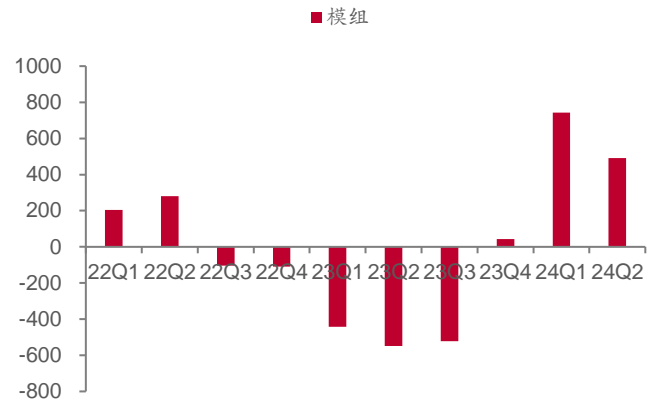
- 净利润: 分板块看, 设计公司 24Q2 利润环比大增, 模组公司 24Q2 利润环比下降。1)设计: 24Q2 净利润 5.12 亿元, 同比+138%, 环比+62%, 环增幅度大于营收环增幅度, 一方面是因涨价+产品结构优化带来毛利

率提升，同时短期费用刚性，收入环增带来费用率下降，盈利能力明显提升。2) 模组：24Q2 净利润 4.92 亿元，同比持平，环比-34%。

图表 13: 设计净利润 (百万元)



图表 14: 模组净利润 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 本报告中各行业相关业绩增速测算未剔除负值影响

- 净利润: 分公司看, 14 家公司中 11 家公司盈利, 其中设计公司净利润整体环比增加, 模组公司净利润有所下降。**
 - 1) 设计: 24Q2 仅恒烁股份和东芯股份处于亏损, 兆易创新、北京君正、普冉股份、聚辰股份归母净利润均实现环增, 环增幅度 26%~80%不等, 净利润增长幅度超过营收增长幅度。
 - 2) 模组: 24Q1 江波龙、佰维存储和德明利归母净利润创历史单季度新高。24Q2 朗科科技处于亏损, 24Q2 江波龙、佰维存储、德明利归母净利润环比分别下降 45%、31%、2%。
 - 3) 其他: 24Q2 澜起科技归母净利润环比+66%, 利润改善幅度高于收入环增幅度(收入环比+27%), 同时公司 Q2 扣非净利润创历史新高, 一方面是因高毛利率产品线互连芯片的收入创新高, 另一方面, 公司盈利能力提升主要是因费用率下降, 带来 Q2 扣非净利率环比提升 2pcts。受益服务器存储需求复苏+存储涨价, 24Q2 香农芯创归母净利润环比增加, 扣非净利润环比+201%, 创单季度新高。

图表 15: 各公司净利润 (百万元)

公司	归母净利润								归母净利润yoy								归母净利润qoq															
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2		
设计 兆易创新	86	41	65	-39	50	86	98	-273	205	312	128%	74%	-34%	-100%	-78%	-78%	-83%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	0%	23%	-33%	-107%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏
设计 北京君正	232	279	221	58	115	107	146	169	87	110	92%	19%	-21%	-80%	-51%	-62%	-34%	194%	-24%	3%	-20%	21%	-21%	-74%	99%	-6%	36%	15%	-48%	26%		
设计 东芯股份	114	102	54	5	28	23	110	110	5	5	217%	132%	-36%	-191%	-131%	-139%	-226%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏		
设计 普冉股份	2	2	55	28	80	23	2	2	2	2	8%	-18%	-68%	-180%	-168%	-181%	-167%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	
设计 聚辰股份	37	21	110	95	21	42	19	18	51	92	247%	85%	553%	272%	-63%	-54%	-83%	-81%	138%	118%	123%	59%	21%	-13%	-78%	96%	-55%	-5%	185%	80%		
设计 恒烁股份	25	21	0	-25	-19	-30	-48	-71	-33	-40																						
模组 江波龙	102	218	61	37	181	115	87	45	31	110	-21%	-56%	-160%	-310%	-273%	-252%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	
模组 佰维存储	1	3	2	-5	-26	-70	38	10	13	13																						
模组 德明利	19	25	14	9	-44	-36	-32	136	195	192	11%	1%	-34%	-75%	-331%	-242%	-321%	1468%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏		
模组 朗科科技	8	14	17	23	7	-27	-17	-7	-4	-26	-66%	-23%	-24%	463%	-13%	-295%	-200%	-130%	-158%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏		
代理 香农芯创	55	110	-9	158	85	91	40	61	14	142	9%	916%	-112%	90%	56%	-17%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	
代理 中电芯	134	51	87	128	71	8	32	25	51	58																						
封测 深科技	242	213	120	84	101	295	150	28	122	239	21%	193%	-51%	-68%	-58%	8%	25%	137%	21%	22%	-6%	-12%	-44%	-30%	21%	94%	-24%	32%	-39%	96%		
其他 澜起科技	346	375	318	300	20	62	152	17	23	37	128%	116%	55%	-5%	-94%	-83%	-52%	-28%	1033%	495%	-3%	22%	-15%	-6%	-93%	215%	144%	43%	3%	66%		

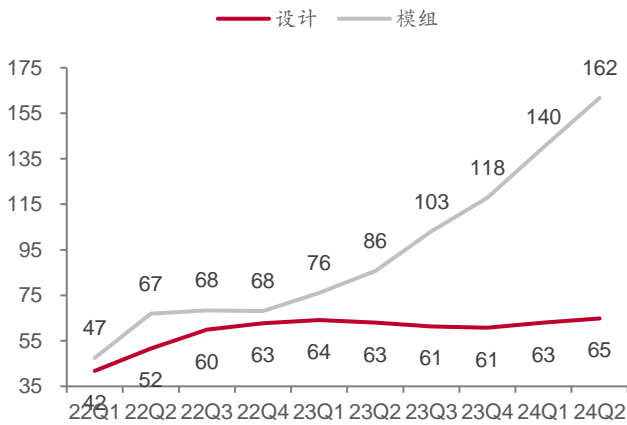
来源: wind, 中泰证券研究所

1.5 存货: 趋势分化, 部分设计公司、部分模组公司存货增加

- 存货: 分板块看, 设计和模组板块存货都是上升趋势, 考虑后续代工价**

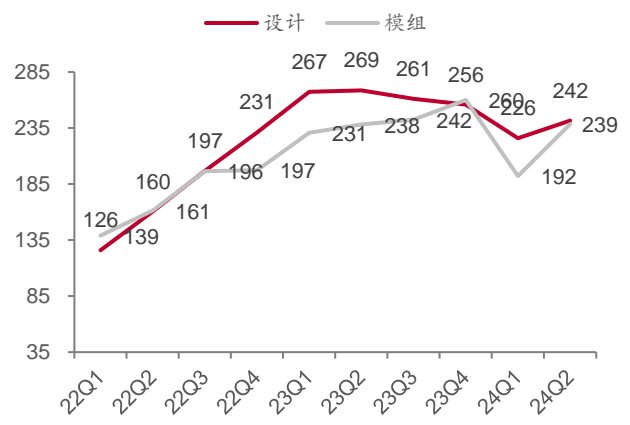
格上涨，部分设计公司 24Q2 继续采取备货策略，考虑后续存储原厂价格继续上涨，模组公司 24Q2 存货继续有所增加。1) 设计：24Q2 存货 65 亿元，环比+3%；24Q2 存货周转天数 242 天。2) 模组：24Q2 存货 162 亿元，环比+16%，连续 6 个季度存货增加；存货周转天数 239 天。

图表 16：设计和模组存货（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 17：设计和模组存货周转天数



来源：Wind，中泰证券研究所

- 存货：分公司看，14 家公司中 6 家公司存货上升，其中 3 家存储设计公司，3 家存储模组公司，设计公司存货趋势有所分化，模组公司江波龙、佰维存储和德明利存货环比有所提升。1) 设计：24Q2 设计公司存货环比-8%~+24%不等，存货趋势分化。其中普冉股份、东芯股份和北京君正存货环比分别提升 24%、6%和 3%，恒烁股份存货环比-8%，兆易创新存货环比-2%、相对稳定；从存货周转天数看，东芯股份（647 天）> 恒烁股份（384）> 北京君正（333 天）> 聚辰股份（172 天）> 兆易创新（158 天）> 普冉股份（153 天）。2) 模组：24Q2 模组公司存货环比-23%~+36%不等，存货趋势分化。其中德明利、江波龙和佰维存储存货环比+36%、+17%和+3%，朗科科技存货环比-23%；从存货周转天数看，德明利（309 天）> 佰维存储（250 天）> 江波龙（192 天）> 朗科科技（137 天）。

图表 18：各公司存货、存货环比趋势和存货周转天数

	存货 (百万元)										存货环比										存货周转天数									
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
设计 兆易创新	1,717	2,033	2,181	2,154	2,219	2,115	2,091	1,991	1,978	1,936	19%	18%	7%	-1%	3%	-5%	-1%	-5%	-1%	-2%	127	130	140	152	238	195	199	197	177	158
设计 北京君正	1,596	1,893	2,155	2,304	2,352	2,378	2,269	2,405	2,386	2,467	12%	19%	14%	7%	2%	1%	-5%	6%	-1%	3%	153	175	186	202	311	298	285	297	342	333
设计 东芯股份	413	502	654	668	755	808	854	757	847	897	18%	22%	30%	2%	13%	7%	6%	-11%	12%	6%	202	203	253	271	627	643	630	551	775	647
设计 普冉股份	331	419	595	670	550	437	358	363	519	645	47%	26%	42%	13%	-18%	-21%	-18%	1%	43%	24%	168	152	210	249	346	268	234	218	144	153
设计 聚辰股份	124	141	177	212	256	262	252	225	219	220	23%	14%	26%	19%	21%	2%	-4%	-11%	-3%	0%	122	129	150	174	280	256	232	209	178	172
设计 恒烁股份	0	174	226	263	286	301	312	333	347	319	-100%		30%	16%	9%	5%	4%	7%	4%	-8%	0	152	195	224	410	398	416	411	433	384
模组 江波龙	3,736	3,735	4,020	3,744	3,672	4,000	4,850	5,893	7,568	8,833	4%	0%	8%	-7%	-2%	9%	23%	21%	23%	17%	170	163	183	181	228	190	181	187	180	192
模组 佰维存储	0	1,999	1,776	1,954	2,761	3,307	3,519	3,552	3,461	3,574	-100%		-11%	11%	4%	2%	6%	1%	-3%	3%	275	244	248	477	393	336	281	243	250	250
模组 德明利	559	556	698	755	852	953	1,606	1,932	2,488	3,380	-1%	-1%	23%	8%	13%	12%	6%	2%	2%	3%	259	237	254	241	254	266	339	327	391	309
模组 朗科科技	315	256	184	208	195	190	210	280	357	273	2%	-19%	-8%	13%	-6%	-3%	11%	3%	23%	-3%	66	63	50	52	59	55	58	89	147	137
代理 香农芯创	1,074	1,238	3,090	1,248	1,984	2,765	1,917	1,436	1,683	1,645	6%	15%	15%	-6%	5%	3%	-1%	-5%	17%	-2%	22	21	49	26	99	87	59	46	64	38
代理 中电港	0	11,166	0	9,592	7,513	8,254	8,662	8,648	8,417	8,006	-100%		-100%		-22%	11%	5%	0%	-5%	-5%	0	80	0	86	97	106	106	99	67	62
封测 深科技	3,985	4,442	4,977	4,523	3,715	3,355	3,641	3,526	3,065	2,878	1%	1%	1%	-9%	-8%	-10%	9%	-3%	-3%	-6%	101	105	108	102	106	106	118	122	114	98

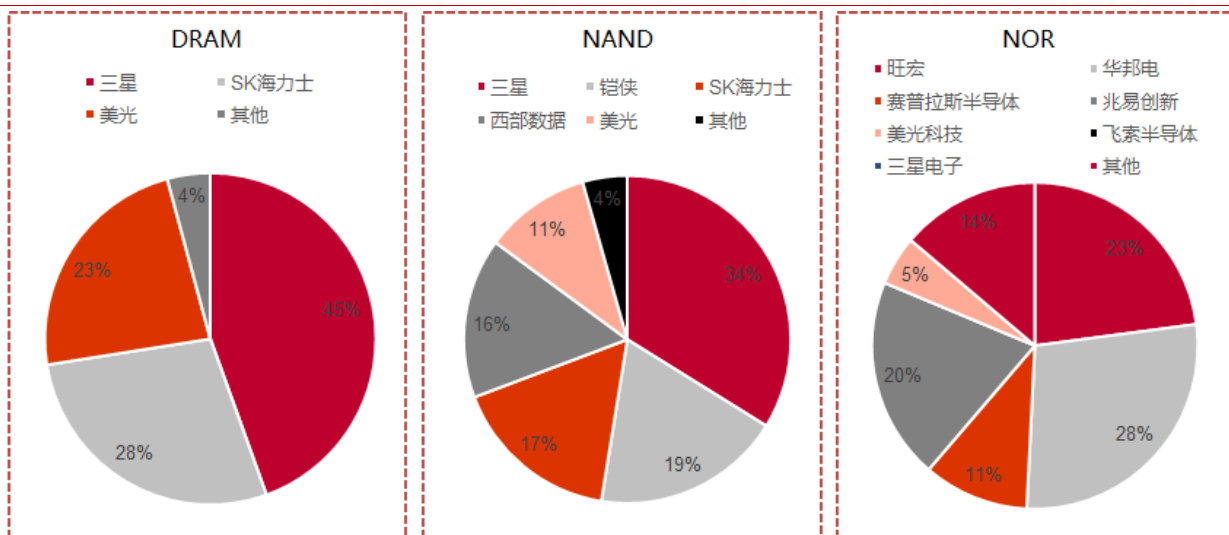
来源：wind，中泰证券研究所

二、海外情况：原厂模组厂业绩分化，展望 25 年存储供需紧张

2.1 标的筛选：重点跟踪 9 家公司，6 家存储 IDM 24Q2 业绩超预期

- 非大陆存储公司中，我们重点关注 9 家海外存储厂商的季报，包括三大原厂三星、海力士和美光，NAND 原厂西部数据，中国台湾 IDM 厂商华邦、旺宏和南亚，中国台湾存储模组厂威刚和群联。其中三大原厂和西部数据以容量的主流存储器为主，后文简称主流存储 IDM，3 家中国台湾 IDM 厂商以利基存储器为主，后文简称利基存储 IDM，2 家中国台湾存储模组厂以存储模组为主，后文简称存储模组厂。

图表 19：2022 年 DRAM、NAND、NOR Flash 全球竞争格局



来源：Trendforce，兆易创新公开演讲稿，CFM 闪存市场，中泰证券研究所

图表 20：海外存储板块成分股

细分板块	代码	简称	24Q2 营收构成
主流存储 IDM	005930.KS	三星	DX（终端：移动通讯、网络、影像显示、数位家电、健康医疗）51%，存储 26%，其他半导体 8%，SDC（显示面板）9%，Harman（汽车电子、音响、物联网）4%
主流存储 IDM	000660.KS	SK 海力士	NAND 31%，DRAM 66%，其他 3%
主流存储 IDM	MU	美光	NAND 30%，DRAM 69%，其他 1%
主流存储 IDM	WDC	西部数据	Flash 47%，HDD 53%
利基存储 IDM	2344	华邦	DRAM 25%，Flash 35%，逻辑 38%
利基存储 IDM	2337	旺宏	NAND 14%，NOR 63%，ROM 14%，FBG 9%
利基存储 IDM	2408	南亚	DRAM 100%
存储模组厂	3260	威刚	DRAM Module 48%，UFD & Memory Card 19%，SSD 25%，External Storage 4%，其他 4%
存储模组厂	8299	群联	闪存&模组产品 66%，控制芯片 16%，集成电路 15%，其他 3%

来源：各公司公告，中泰证券研究所

- 6 家存储 IDM 厂商 24Q2 利润均超市场预期，美光、西部数据 24Q3 指

引符合市场预期。

- 1) 受益出货量提升、涨价和高附加值产品出货量提升 (HBM、DDR5、eSSD 等), 三星、海力士、美光、西部数据 24Q2 的收入和利润均超市场预期, 美光和西部数据的下季度指引符合市场预期。
- 2) 旺宏二季度收入略超市场预期, 毛利率、利润大超市场预期, 主要系 Q2 计提的存货跌价损失较 Q1 大幅减少。
- 3) 华邦二季度收入略低于预期, 毛利率、净利润超市场预期。

图表 21: 6 家海外存储公司 24Q2 业绩是否超预期 (彭博一致预期)

单位	24Q2 是否超预期	24Q2 实际		24Q2 市场预期		24Q3 指引		24Q3 市场预期		
		收入	净利润	收入	净利润	收入	EPS	收入	EPS	
三星	万亿韩元	是	74.1	9.6	73.2	8				
海力士	万亿韩元	是	16.4	4.12	16.1	3.74				
美光	亿美金	是	66.69	7.02	7.93	4.76	74-80	1-1.16	75.88	1.024
西部数据	亿美金	是	37.6	5.4	37.6	4	36-38	0.9-1.2	37.6	1.17
华邦	亿台币	是	214.8	17.23	220.4	3.38				
旺宏	亿台币	是	64.6	-2.86	63.8	-8.91				

来源: 彭博一致预期, 中泰证券研究所

- 从 9 家存储公司二季度业绩趋势看, 存储 IDM 厂商和存储模组厂趋势出现分化, 与大陆情况相同。

2.2 营收: 24Q2 存储 IDM 收入环增, 模组厂收入环比转负

- 营收: 24Q2 存储 IDM 收入均实现环增 (主流>利基), 存储模组厂收入环比转负。
 - 1) 主流存储 IDM: 24Q2 4 家主流存储 IDM 厂商收入环增, 已连续 5 个季度收入环增。24Q2 海力士收入环增 28%, 三星存储收入环增 24%, 美光收入环增 17%, 西部数据收入环增 9%, 各家厂商主要受益出货量提升和涨价, 其中海力士收入环增幅度最大, 主要是因 HBM、DDR5 收入环增幅度大, 受益 AI 驱动明显。
 - 2) 利基存储 IDM: 3 家利基存储 IDM 厂商, 南亚、华邦、旺宏收入环增 1%~9% 不等。
 - 3) 存储模组厂: 2 家存储模组厂 24Q2 收入环比下降, 群联收入环比下降 7%, 威刚收入环比下降 10%, 主要是因消费电子类存储 Q2 需求疲软。

图表 22: 各公司季度营收 yoy 与 qoq

	营收yoy									营收qoq								
	三星	海力士	美光	西部	南亚	华邦	旺宏	群联	威刚	三星	海力士	美光	西部	南亚	华邦	旺宏	群联	威刚
15Q1	-5%	25%	1%	-4%	-1%	7%	-6%	8%	28%	-12%	-8%	-9%	-9%	-5%	-1%	23%	8%	22%
15Q2	-3%	11%	-3%	-3%	-9%	-7%	-2%	4%	40%	3%	-3%	-8%	-10%	-5%	-3%	8%	2%	-13%
15Q3	-4%	0%	-15%	-15%	-6%	-10%	-21%	14%	-39%	0%	0%	-7%	5%	-11%	-1%	9%	7%	0%
15Q4	-5%	19%	-27%	-15%	-21%	-3%	11%	9%	28%	4%	-9%	-7%	-1%	-2%	1%	3%	0%	5%
16Q1	-3%	-30%	-30%	-21%	-18%	-1%	3%	12%	-15%	-10%	-20%	-12%	-15%	-1%	1%	-10%	-6%	-8%
16Q2	-1%	-20%	-25%	10%	-24%	8%	-1%	8%	3%	6%	11%	-1%	24%	-12%	6%	4%	8%	5%
16Q3	-3%	10%	-11%	40%	0%	14%	27%	22%	22%	-3%	12%	11%	35%	17%	5%	40%	21%	19%
16Q4	0%	21%	19%	47%	20%	12%	24%	10%	46%	8%	22%	23%	4%	18%	0%	5%	10%	26%
17Q1	6%	79%	58%	65%	25%	10%	88%	3%	75%	-5%	18%	17%	-5%	4%	-1%	0%	12%	11%
17Q2	23%	75%	92%	38%	51%	16%	86%	7%	61%	23%	8%	20%	4%	6%	12%	2%	13%	3%
17Q3	28%	89%	91%	10%	36%	22%	55%	-5%	48%	2%	21%	10%	7%	5%	10%	60%	7%	9%
17Q4	30%	76%	71%	9%	46%	29%	55%	1%	19%	9%	14%	11%	3%	27%	6%	1%	4%	1%
18Q1	29%	49%	58%	8%	63%	24%	45%	3%	6%	-5%	0%	8%	-6%	15%	-5%	-12%	10%	-1%
18Q2	0%	52%	40%	6%	98%	20%	88%	0%	6%	-4%	18%	6%	2%	29%	9%	-4%	9%	-2%
18Q3	7%	42%	38%	-3%	81%	8%	-5%	-3%	4%	8%	6%	8%	-2%	-4%	-1%	10%	4%	7%
18Q4	-12%	8%	16%	-21%	-1%	-12%	-17%	-7%	-20%	-10%	-13%	-6%	-16%	-31%	-4%	-11%	9%	-22%
19Q1	-18%	26%	-21%	-27%	-3%	-15%	-37%	-5%	24%	-11%	-32%	-26%	13%	-33%	8%	33%	8%	6%
19Q2	-11%	42%	-39%	-29%	-2%	15%	19%	-9%	33%	3%	-8%	-18%	-1%	8%	9%	23%	4%	-14%
19Q3	-11%	44%	-42%	-20%	-4%	-4%	17%	10%	28%	8%	4%	2%	1%	19%	11%	30%	26%	16%
19Q4	-3%	33%	-35%	0%	-22%	6%	8%	32%	4%	-2%	3%	6%	5%	-9%	-5%	-18%	9%	12%
20Q1	0%	0%	-18%	14%	30%	9%	60%	41%	15%	-9%	2%	-7%	-1%	11%	-6%	-1%	1%	3%
20Q2	-10%	28%	14%	18%	38%	10%	29%	15%	39%	-6%	17%	13%	3%	15%	11%	-1%	15%	4%
20Q3	9%	19%	24%	-3%	10%	27%	-2%	2%	42%	30%	-3%	11%	-9%	-5%	28%	20%	12%	18%
20Q4	8%	21%	12%	7%	21%	75%	13%	4%	34%	-2%	4%	-5%	1%	-1%	31%	4%	11%	5%
21Q1	26%	26%	30%	-1%	32%	88%	10%	7%	35%	7%	7%	8%	5%	22%	6%	4%	2%	4%
21Q2	31%	30%	36%	15%	47%	12%	32%	57%	52%	-3%	21%	19%	19%	28%	19%	19%	24%	17%
21Q3	13%	49%	37%	28%	64%	78%	44%	50%	18%	12%	11%	3%	6%	7%	32%	7%	9%	9%
21Q4	17%	47%	33%	23%	48%	31%	47%	34%	18%	1%	3%	-7%	-4%	-10%	-4%	3%	0%	5%
22Q1	10%	32%	25%	6%	13%	25%	21%	33%	8%	0%	-4%	1%	-9%	-7%	1%	-21%	1%	-4%
22Q2	8%	19%	16%	-8%	-24%	0%	-6%	-3%	22%	-5%	9%	11%	3%	-14%	-4%	7%	9%	-15%
22Q3	-10%	20%	-20%	-26%	-58%	25%	30%	21%	-16%	-6%	-25%	-23%	-17%	-41%	-9%	2%	13%	1%
22Q4	-20%	-46%	-47%	-36%	-67%	-34%	-45%	-35%	35%	-9%	-31%	-39%	-17%	-30%	-6%	-23%	-18%	-19%
23Q1	-23%	-60%	-53%	-36%	-70%	-39%	-44%	46%	-32%	-4%	-30%	-10%	-10%	-17%	-6%	-19%	16%	0%
23Q2	-26%	49%	57%	-41%	-63%	-32%	-37%	41%	-25%	-9%	39%	2%	-5%	8%	6%	3%	2%	6%
23Q3	-10%	-16%	-40%	-26%	-33%	-16%	-39%	-18%	-7%	13%	24%	7%	3%	7%	1%	5%	20%	22%
23Q4	-1%	51%	16%	-2%	8%	-2%	-37%	26%	45%	0%	24%	18%	10%	12%	-2%	-21%	27%	28%
24Q1	8%	134%	58%	23%	43%	11%	-22%	59%	46%	5%	9%	23%	14%	10%	6%	0%	6%	0%
24Q2	18%	116%	62%	41%	34%	8%	-17%	51%	39%	0%	28%	17%	8%	1%	4%	9%	7%	-10%

来源：彭博，中泰证券研究所

2.3 毛利率&净利率：24Q2 存储 IDM 均环增，模组厂环比承压

■ **毛利率：24Q2 存储 IDM 毛利率环增 4pcts 以上，存储模组厂毛利率承压。**

- 1) **主流存储 IDM:** 从 24Q2 毛利率排序看，海力士(46%)>三星(40%)>西部数据(36%)>美光(27%)，海力士毛利率明显高于美光，主要系海力士的 HBM 收入占比更高。从环比变化看。三星、海力士、美光和西部数据的毛利率环比+4~8pcts 不等，主要是因存储涨价+产品结构优化(HBM、eSSD 占比提升等)。
- 2) **利基存储 IDM:** 从 24Q2 毛利率排序看，华邦(33%)>旺宏(30%)>南亚(3%)，南亚主要是利基 DRAM。从环比变化看，南亚、华邦和旺宏毛利率环比+5~10pct 不等，其中旺宏毛利率环比+10pcts，主要是因 Q2 存货跌价损失较少+产品组合变化，华邦毛利率环比+5pcts，主要是因单价提升+大容量出货增加+有利汇率+存货跌价损失冲回(增厚 3pcts 毛利率)。
- 3) **存储模组厂:** 从 24Q2 毛利率排序看，群联(35%)>威刚(25%)，

群联有主控芯片设计业务，毛利率高于纯存储模组厂威刚。从毛利率环比变化看，群联毛利率环比+1pcts，威刚毛利率环比-2pcts。

图表 23: 各公司季度毛利率、yoy&qoq

	毛利率									毛利率yoy									毛利率qoq								
	三星	海力士	美光	西部	南亚	华邦	旺宏	群联	威刚	三星	海力士	美光	西部	南亚	华邦	旺宏	群联	威刚	三星	海力士	美光	西部	南亚	华邦	旺宏	群联	威刚
15Q1	39%	47%	34%	29%	47%	32%	13%	22%	5%	-2%	4%	0%	0%	7%	6%	-5%	3%	-3%	3%	0%	-2%	1%	-1%	1%	4%	10%	1%
15Q2	40%	46%	31%	29%	42%	32%	12%	24%	5%	1%	3%	-3%	1%	-2%	3%	6%	6%	-1%	2%	-2%	-3%	0%	-5%	0%	-1%	2%	1%
15Q3	39%	43%	27%	28%	37%	28%	14%	19%	8%	4%	-2%	-6%	-1%	-11%	0%	-4%	1%	2%	-2%	-2%	-4%	-1%	-5%	-4%	2%	4%	3%
15Q4	36%	40%	25%	27%	30%	31%	8%	18%	6%	0%	-7%	-10%	-1%	-19%	0%	0%	6%	3%	-3%	-4%	-2%	-1%	-7%	3%	5%	-1%	2%
16Q1	39%	36%	20%	27%	33%	30%	16%	19%	7%	0%	-1%	-14%	-2%	-14%	-2%	2%	-2%	3%	3%	-4%	-6%	-1%	3%	-1%	7%	1%	1%
16Q2	42%	32%	17%	23%	28%	28%	14%	19%	7%	2%	-14%	-14%	-6%	-14%	-4%	1%	-4%	2%	3%	-4%	-3%	-3%	-4%	-2%	2%	0%	0%
16Q3	38%	34%	16%	28%	31%	28%	31%	21%	17%	0%	-9%	-9%	0%	-6%	0%	17%	2%	9%	-3%	2%	1%	5%	3%	-1%	17%	2%	9%
16Q4	42%	45%	25%	31%	31%	28%	32%	24%	22%	6%	5%	0%	4%	1%	-3%	24%	6%	15%	4%	10%	7%	3%	0%	1%	1%	3%	4%
17Q1	44%	53%	37%	33%	40%	29%	27%	31%	18%	5%	16%	17%	6%	7%	-1%	12%	11%	11%	2%	8%	11%	1%	9%	0%	5%	6%	4%
17Q2	47%	57%	47%	35%	44%	33%	34%	30%	11%	5%	26%	30%	1%	16%	4%	20%	10%	4%	3%	5%	10%	2%	4%	4%	6%	-1%	7%
17Q3	47%	58%	51%	37%	44%	37%	38%	27%	13%	8%	24%	33%	9%	13%	9%	8%	5%	-4%	0%	1%	4%	2%	0%	4%	5%	3%	1%
17Q4	46%	62%	55%	38%	50%	38%	43%	23%	13%	4%	17%	30%	6%	19%	10%	11%	-1%	-5%	-1%	4%	4%	1%	5%	1%	5%	3%	0%
18Q1	47%	61%	58%	38%	52%	38%	42%	20%	7%	3%	9%	21%	6%	12%	9%	15%	-11%	-11%	1%	0%	3%	1%	2%	0%	-1%	4%	5%
18Q2	47%	64%	61%	36%	55%	39%	45%	23%	5%	0%	6%	14%	1%	11%	6%	12%	-7%	-6%	-1%	3%	2%	-2%	3%	1%	3%	3%	-1%
18Q3	46%	66%	61%	33%	59%	38%	35%	26%	7%	-1%	8%	10%	-4%	15%	1%	-3%	-1%	-6%	0%	2%	0%	3%	4%	-1%	-10%	3%	1%
18Q4	43%	58%	58%	25%	53%	34%	28%	21%	5%	-3%	-4%	3%	-13%	3%	-3%	-15%	-2%	-6%	-4%	-8%	-3%	3%	-6%	-4%	7%	-5%	-1%
19Q1	37%	40%	49%	16%	41%	32%	25%	22%	11%	-10%	-22%	-9%	-23%	-11%	-8%	-17%	3%	4%	-5%	-19%	-9%	9%	-12%	-3%	3%	1%	6%
19Q2	36%	31%	38%	13%	35%	26%	27%	22%	8%	-11%	-32%	-22%	-23%	-20%	-16%	-19%	0%	3%	-2%	-8%	-11%	-3%	-6%	-5%	1%	0%	2%
19Q3	35%	27%	29%	19%	28%	26%	30%	27%	16%	-11%	-40%	-32%	-14%	-31%	-12%	-5%	2%	10%	0%	-5%	-10%	6%	-7%	0%	3%	5%	3%
19Q4	36%	24%	27%	22%	26%	22%	26%	26%	9%	-7%	-34%	-32%	-3%	-27%	-12%	-2%	5%	3%	0%	-3%	-2%	3%	-2%	-4%	4%	-1%	3%
20Q1	37%	30%	28%	24%	24%	24%	31%	30%	24%	0%	-9%	-21%	8%	-17%	-8%	6%	8%	13%	1%	7%	2%	2%	-2%	2%	5%	4%	15%
20Q2	40%	39%	32%	25%	31%	29%	35%	25%	14%	4%	8%	-6%	12%	-4%	3%	8%	2%	6%	3%	8%	4%	1%	7%	5%	4%	5%	9%
20Q3	40%	35%	34%	23%	26%	27%	36%	23%	11%	5%	8%	6%	4%	-2%	0%	6%	-4%	-6%	1%	-4%	2%	-2%	-5%	-2%	1%	2%	4%
20Q4	39%	30%	30%	24%	22%	30%	32%	23%	12%	3%	6%	4%	2%	-4%	8%	6%	-3%	4%	-2%	-5%	-4%	1%	-4%	3%	4%	0%	2%
21Q1	37%	32%	26%	26%	29%	38%	34%	30%	19%	-1%	2%	-2%	2%	5%	13%	3%	-1%	-4%	-2%	2%	-4%	2%	7%	7%	2%	6%	7%
21Q2	42%	42%	42%	32%	42%	42%	39%	32%	18%	2%	3%	10%	7%	12%	13%	4%	8%	4%	5%	10%	16%	5%	13%	5%	3%	3%	-1%
21Q3	42%	49%	47%	33%	49%	45%	43%	32%	10%	2%	14%	13%	10%	23%	16%	7%	9%	0%	0%	7%	5%	1%	7%	3%	4%	-1%	3%
21Q4	41%	49%	46%	33%	49%	45%	47%	28%	11%	3%	16%	16%	8%	27%	15%	15%	5%	-2%	-1%	0%	-1%	0%	0%	0%	4%	3%	0%
22Q1	39%	44%	47%	27%	44%	49%	48%	32%	16%	3%	12%	21%	1%	15%	11%	14%	2%	-4%	-2%	-4%	1%	6%	-5%	3%	1%	3%	9%
22Q2	40%	46%	47%	32%	44%	48%	48%	30%	11%	-2%	4%	5%	0%	2%	6%	9%	-2%	-7%	1%	1%	-1%	5%	0%	0%	0%	-1%	5%
22Q3	37%	35%	39%	26%	33%	46%	44%	24%	12%	-9%	-14%	-8%	-7%	-17%	1%	1%	-7%	2%	-3%	-11%	-7%	5%	-12%	-3%	4%	5%	4%
22Q4	31%	0%	22%	17%	13%	37%	34%	28%	11%	-16%	-49%	-25%	-15%	-36%	-8%	-15%	0%	0%	-6%	-35%	-18%	9%	-20%	-8%	-10%	4%	-1%
23Q1	28%	32%	33%	10%	9%	28%	25%	32%	12%	-12%	-77%	-80%	-17%	-52%	-21%	-23%	0%	-4%	-3%	-32%	-55%	7%	-22%	-10%	9%	4%	0%
23Q2	31%	16%	18%	3%	11%	31%	28%	32%	15%	-8%	-62%	-64%	-28%	-55%	-17%	-20%	2%	5%	3%	16%	15%	7%	-3%	4%	3%	1%	4%
23Q3	31%	1%	11%	4%	25%	32%	24%	32%	19%	-7%	-34%	-50%	-23%	-58%	-14%	-20%	8%	6%	0%	17%	7%	0%	-14%	0%	4%	0%	3%
23Q4	32%	20%	1%	16%	14%	28%	19%	36%	20%	1%	20%	-23%	-1%	-27%	-9%	-15%	8%	9%	1%	19%	10%	15%	12%	-3%	5%	4%	1%
24Q1	36%	39%	19%	29%	-3%	28%	20%	34%	26%	8%	71%	51%	19%	6%	0%	-5%	2%	15%	4%	19%	19%	13%	11%	-1%	1%	2%	7%
24Q2	40%	46%	27%	36%	0%	33%	30%	35%	25%	10%	62%	45%	33%	14%	2%	2%	2%	9%	4%	7%	8%	7%	6%	5%	10%	1%	2%

来源：彭博，中泰证券研究所

- **净利率：24Q2 存储 IDM 净利率环增 4pcts 以上、盈利能力明显修复，存储模组厂净利率有所承压。**
- 4) **主流存储 IDM:** 从 24Q2 净利率排序看，海力士(25%)>三星(13%)>西部数据(9%)>美光(5%)。从环比变化看。三星、海力士和西部数据的净利率环比+4~10pcts 不等，美光净利率环比-9pcts，净利率趋势与毛利率趋势类似。
- 5) **利基存储 IDM:** 从 24Q2 净利率排序看，华邦(8%)>旺宏(-4%)>南亚(-8%)。从环比变化看，南亚、华邦和旺宏净利率环比+5~14pct 不等。
- 6) **存储模组厂:** 24Q2 从净利率排序看，群联(15%)>威刚(8%)，群联有主控芯片设计业务，毛利率和净利率均高于纯存储模组厂威刚。从净利率环比变化看，群联毛利率环比+1pcts，威刚环比-2pcts，毛利率变化趋势一致。

图表 24: 各公司季度净利率、yoy&qoq

	净利率										净利率yoy								净利率qoq										
	三星	海力士	美光	西数	南亚	华邦	旺宏	群联	威刚		三星	海力士	美光	西数	南亚	华邦	旺宏	群联	威刚		三星	海力士	美光	西数	南亚	华邦	旺宏	群联	威刚
15Q1	10%	27%	22%	11%	52%	10%	-8%	10%	0%	-4%	5%	5%	1%	0%	6%	19%	0%	-5%	0%	-5%	0%	0%	-17%	-1%	3%	2%	2%		
15Q2	12%	24%	13%	7%	38%	9%	-25%	11%	-6%	0%	7%	-7%	-2%	-3%	1%	12%	1%	-11%	2%	-3%	-10%	-4%	-14%	-2%	-17%	1%	-6%		
15Q3	10%	21%	13%	8%	46%	7%	-17%	12%	1%	2%	-4%	-14%	-2%	-11%	-2%	0%	1%	0%	-1%	-3%	0%	2%	8%	-2%	8%	1%	7%		
15Q4	6%	20%	6%	8%	18%	8%	-30%	10%	2%	-4%	-12%	-16%	-4%	-51%	-3%	9%	1%	4%	-4%	-2%	-7%	-1%	-28%	1%	-19%	-2%	1%		
16Q1	11%	12%	-3%	3%	18%	8%	-17%	9%	2%	1%	-15%	-26%	-8%	-35%	-3%	-10%	-1%	2%	4%	-8%	-9%	-5%	0%	-1%	12%	-1%	0%		
16Q2	11%	7%	-7%	-10%	4%	6%	-13%	9%	2%	0%	-17%	-20%	-17%	-34%	-3%	11%	-2%	7%	1%	-5%	-4%	-13%	-13%	-2%	4%	0%	-1%		
16Q3	9%	14%	-5%	-8%	14%	6%	9%	12%	6%	-1%	-7%	-18%	-16%	-32%	-1%	26%	1%	5%	-2%	7%	2%	3%	9%	0%	22%	3%	4%		
16Q4	13%	30%	5%	5%	166%	8%	10%	13%	10%	7%	11%	-2%	-3%	148%	-1%	40%	3%	8%	4%	16%	10%	13%	152%	1%	1%	1%	4%		
17Q1	15%	30%	19%	5%	27%	7%	3%	13%	10%	4%	18%	23%	3%	9%	-1%	21%	4%	7%	2%	0%	15%	1%	-139%	-1%	-7%	0%	-1%		
17Q2	18%	37%	30%	6%	51%	9%	9%	15%	7%	6%	30%	37%	16%	47%	-3%	23%	6%	5%	3%	7%	10%	0%	23%	2%	6%	2%	-3%		
17Q3	18%	38%	39%	13%	64%	17%	23%	14%	6%	9%	24%	44%	21%	51%	10%	11%	2%	0%	0%	1%	9%	7%	13%	8%	11%	-1%	-1%		
17Q4	18%	36%	39%	-15%	131%	14%	24%	12%	-1%	5%	5%	35%	-20%	-35%	6%	14%	-1%	-11%	0%	-2%	1%	-29%	67%	-3%	4%	-2%	-6%		
18Q1	19%	36%	45%	1%	38%	13%	21%	9%	1%	4%	6%	26%	-4%	12%	6%	18%	-4%	9%	1%	0%	6%	17%	-9%	-1%	-4%	-3%	1%		
18Q2	19%	42%	49%	15%	46%	16%	28%	12%	1%	1%	5%	19%	9%	-5%	7%	11%	-3%	-5%	0%	6%	4%	14%	8%	3%	5%	2%	1%		
18Q3	20%	41%	51%	10%	53%	21%	19%	13%	0%	2%	3%	13%	0%	-11%	4%	-1%	-2%	-5%	1%	-1%	2%	-5%	7%	5%	-7%	1%	-1%		
18Q4	14%	34%	42%	-12%	47%	7%	32%	8%	-6%	-4%	-2%	2%	4%	-94%	-6%	8%	-4%	-5%	-6%	-7%	-10%	-22%	-6%	-13%	13%	-5%	-6%		
19Q1	10%	16%	28%	-16%	32%	4%	2%	9%	2%	-9%	-20%	-17%	-17%	-7%	-9%	-18%	0%	2%	-4%	-18%	-14%	-4%	-15%	-4%	-30%	2%	8%		
19Q2	9%	8%	18%	-5%	22%	4%	4%	8%	2%	-10%	-33%	-31%	-20%	-24%	-2%	-23%	-4%	0%	-1%	-8%	-10%	10%	-9%	0%	1%	-1%	-1%		
19Q3	10%	7%	12%	-7%	15%	4%	18%	13%	6%	-18%	-34%	-44%	-17%	-38%	-6%	-4%	0%	6%	1%	-1%	-6%	-1%	-7%	1%	12%	5%	5%		
19Q4	9%	-2%	10%	-3%	10%	-2%	8%	9%	-4%	-5%	-3%	-32%	8%	-37%	-9%	-24%	2%	2%	-1%	-9%	-2%	4%	-5%	-6%	-8%	-4%	-10%		
20Q1	9%	9%	8%	0%	13%	-1%	13%	15%	7%	-1%	-7%	-19%	16%	-8%	-5%	11%	5%	4%	0%	11%	-1%	4%	4%	1%	5%	5%	10%		
20Q2	10%	15%	15%	3%	20%	6%	14%	11%	4%	1%	6%	-3%	9%	-3%	2%	11%	3%	2%	2%	6%	6%	3%	6%	6%	1%	-4%	-3%		
20Q3	14%	13%	16%	-2%	11%	2%	15%	15%	3%	4%	6%	5%	5%	-4%	-2%	-1%	2%	-3%	3%	-1%	2%	-5%	-9%	-3%	0%	4%	0%		
20Q4	10%	22%	14%	2%	6%	2%	11%	29%	4%	2%	24%	4%	5%	-4%	3%	4%	2%	7%	-3%	9%	-2%	3%	-4%	0%	-3%	14%	0%		
21Q1	11%	12%	10%	5%	15%	7%	10%	13%	8%	2%	3%	1%	4%	2%	8%	-3%	-2%	1%	0%	-11%	-4%	3%	9%	6%	-2%	-16%	4%		
21Q2	15%	19%	23%	13%	27%	13%	17%	14%	14%	4%	4%	9%	9%	8%	6%	3%	3%	16%	4%	8%	14%	8%	12%	6%	7%	1%	6%		
21Q3	16%	28%	33%	12%	32%	17%	38%	14%	0%	2%	15%	17%	14%	21%	15%	21%	-1%	-3%	1%	9%	9%	0%	4%	3%	19%	0%	-1%		
21Q4	14%	27%	30%	12%	30%	16%	25%	11%	1%	3%	5%	16%	10%	24%	14%	14%	-9%	-3%	-2%	-1%	-3%	0%	-1%	0%	-1%	-3%	0%		
22Q1	14%	16%	29%	1%	33%	17%	25%	13%	5%	3%	5%	19%	-4%	18%	10%	16%	0%	-3%	0%	-10%	-1%	-11%	3%	1%	0%	2%	4%		
22Q2	14%	21%	30%	7%	36%	19%	28%	11%	0%	-1%	2%	7%	-6%	9%	6%	9%	-3%	-13%	0%	5%	1%	6%	4%	2%	1%	-2%	-4%		
22Q3	12%	10%	22%	1%	24%	12%	22%	8%	2%	-4%	-18%	-10%	-11%	-8%	-5%	-14%	-6%	1%	-2%	-11%	-8%	-6%	-13%	-7%	-4%	-3%	1%		
22Q4	33%	-49%	-5%	-15%	-14%	3%	7%	2%	2%	19%	-7%	-3%	-26%	-8%	-3%	-19%	-9%	2%	21%	-59%	-27%	-16%	-33%	-9%	-15%	-6%	1%		
23Q1	2%	-51%	-63%	-20%	-26%	-6%	-5%	2%	0%	-12%	-67%	-92%	-21%	-59%	-23%	-30%	-10%	-4%	-31%	-2%	-58%	-6%	-12%	-9%	-12%	1%	-2%		
23Q2	3%	-41%	-51%	-27%	-11%	2%	1%	4%	4%	-12%	-62%	-81%	-34%	-47%	-17%	-25%	-7%	3%	0%	10%	12%	-6%	15%	8%	6%	2%	4%		
23Q3	8%	-24%	-36%	-25%	-32%	-1%	-6%	7%	5%	-4%	-34%	-58%	-26%	-66%	-13%	-27%	-1%	3%	6%	17%	15%	2%	-21%	-2%	-7%	3%	1%		
23Q4	9%	-12%	-26%	-9%	-28%	-2%	-17%	13%	6%	-24%	37%	-2%	5%	-14%	-5%	-24%	11%	4%	1%	12%	10%	15%	4%	-1%	-12%	6%	2%		
24Q1	9%	15%	14%	4%	-13%	-2%	-19%	15%	10%	7%	66%	76%	24%	14%	3%	-14%	12%	9%	0%	27%	40%	13%	16%	0%	-1%	1%	3%		
24Q2	13%	25%	5%	9%	-8%	6%	-4%	15%	6%	10%	66%	55%	35%	3%	6%	-5%	11%	4%	4%	10%	-9%	5%	5%	10%	14%	1%	-2%		

来源: 彭博, 中泰证券研究所

2.4 净利润: 24Q2 存储 IDM 净利润环比增加, 模组厂环比下降

- **净利润: 24Q2 主流存储 IDM 净利润继续大幅增长, 利基存储亏损幅度大幅收窄, 存储模组厂 24Q1 达到高点净利润、24Q2 环比下降。**

- 7) **主流存储 IDM:** 主流存储 23Q3 开启涨价, 24Q1 海力士、美光和西数数据扭亏为盈, 24Q2 利润继续环比增长。
- 8) **利基存储 IDM:** 旺宏和南亚科 24Q2 仍处于亏损状态, 但亏损幅度收窄, 华邦 24Q2 扭亏为盈。
- 9) **存储模组厂:** 群联和威刚 24Q1 净利润为最高点, 24Q2 净利润环比有所下降, 群联净利润环比-2%, 威刚净利润环比-31%。

图表 25: 各公司季度净利润 (单位: 百万美金) 与净利润 yoy&qoq

	净利润										净利润yoy										净利润qoq									
	三星	海力士	美光	西部	南亚	华邦	旺宏	群臣	威刚		三星	海力士	美光	西部	南亚	华邦	旺宏	群臣	威刚		三星	海力士	美光	西部	南亚	华邦	旺宏	群臣	威刚	
15Q1	4,103	1,176	834	384	199	32	-11	27	1	-41%	57%	28%	2%	-1%	153%	-73%	11%	-93%		-18%	-21%	-7%	-12%	-28%	-7%	-8%	10%	-124%		
15Q2	5,126	1,010	491	220	138	26	-40	30	-9	-15%	54%	-39%	-31%	-32%	10%	-34%	13%	-162%		-12%	-11%	-4%	29%	7%	-19%	-25%	25%	-104%		
15Q3	4,537	896	471	283	148	21	-30	37	2	13%	-16%	-59%	-33%	-41%	-32%	-19%	24%	-50%		-12%	-11%	-4%	29%	7%	-19%	-25%	25%	-106%		
15Q4	2,800	52	206	251	57	25	-51	32	4	-42%	-50%	-79%	-43%	-79%	-27%	-31%	27%	-203%		-38%	-16%	-56%	-1%	-61%	18%	72%	-14%	61%		
16Q1	4,387	470	497	77	56	23	-27	28	4	7%	-69%	-110%	-81%	-72%	-26%	139%	2%	323%		57%	-51%	-147%	-7%	-2%	-6%	-47%	-1%	-3%		
16Q2	5,010	446	215	386	12	20	-21	30	3	-2%	-76%	-144%	-266%	-91%	-24%	-46%	0%	-132%		14%	-34%	12%	-56%	-78%	-16%	-21%	5%	-25%		
16Q3	3,935	533	170	386	44	21	20	47	11	-13%	-41%	-136%	-228%	-70%	-1%	-167%	28%	397%		-21%	116%	-21%	0%	26%	5%	-184%	64%	308%		
16Q4	5,969	1,404	180	235	632	26	22	46	24	113%	87%	-13%	-6%	1002%	3%	-143%	46%	549%		52%	164%	-286%	-164%	1328%	24%	11%	-2%	118%		
17Q1	6,502	1,648	494	249	106	22	7	41	25	48%	345%	-1022%	235%	89%	-6%	-124%	47%	597%		9%	17%	38%	6%	-8%	-14%	-70%	-11%	4%		
17Q2	9,552	2,183	1,647	280	214	33	20	53	17	91%	787%	-866%	-177%	1652%	65%	-196%	77%	509%		47%	32%	84%	13%	103%	48%	212%	27%	-35%		
17Q3	9,746	2,896	2,368	651	282	89	70	53	16	148%	406%	-1493%	-28%	539%	231%	251%	12%	44%		2%	23%	44%	14%	32%	11%	24%	1%	-3%		
17Q4	10,861	2,911	2,078	823	730	59	86	43	-2	82%	107%	1388%	-45%	16%	131%	287%	-8%	-107%		11%	8%	13%	-221%	158%	-14%	22%	-19%	-111%		
18Q1	10,832	2,911	3,309	61	247	54	64	30	2	67%	77%	27%	-75%	134%	143%	884%	-27%	-92%		0%	0%	24%	-167%	-68%	-10%	-25%	-30%	-20%		
18Q2	10,166	4,008	3,823	758	380	72	78	42	4	6%	84%	132%	170%	77%	121%	284%	-21%	-77%		-6%	38%	16%	113%	54%	3%	22%	38%	7%		
18Q3	11,564	4,188	4,325	511	420	93	62	46	1	19%	55%	83%	-25%	49%	34%	-11%	-13%	-91%		14%	4%	13%	-32%	11%	28%	-20%	10%	-64%		
18Q4	7,387	3,012	3,293	487	258	28	93	26	-13	-32%	3%	23%	-41%	-65%	-52%	9%	-40%	634%		-38%	-28%	-24%	-18%	-38%	-68%	4%	-44%	-1033%		
19Q1	4,539	980	1,619	381	116	13	5	29	5	-58%	-66%	-51%	-1092%	-53%	-75%	-93%	-5%	148%		-39%	-67%	-51%	19%	-52%	-53%	-5%	11%	-141%		
19Q2	4,343	69	940	197	88	15	8	25	3	-57%	-89%	-78%	-126%	-77%	-79%	-89%	-40%	-15%		-4%	-53%	-48%	-68%	-24%	10%	84%	-12%	-38%		
19Q3	5,113	413	661	276	71	19	59	52	13	-56%	-90%	-87%	-154%	-83%	-80%	-5%	14%	879%		18%	-10%	-33%	4%	-20%	28%	60%	10%	31%		
19Q4	4,448	107	491	139	62	-7	25	41	-9	-40%	-104%	-85%	-71%	-84%	-124%	-73%	59%	-33%		-13%	-126%	-12%	-50%	-40%	-177%	-58%	-22%	-184%		
20Q1	4,101	331	405	17	84	-3	41	63	16	-10%	-46%	-75%	-103%	-45%	-121%	782%	120%	204%		-8%	-97%	-18%	-12%	52%	-59%	64%	54%	-283%		
20Q2	4,501	1,441	803	148	108	24	44	40	9	4%	127%	-4%	-175%	22%	60%	425%	58%	175%		16%	94%	98%	77%	6%	-93%	16%	-37%	-44%		
20Q3	7,801	912	888	40	55	11	55	62	10	53%	121%	76%	-78%	-22%	-41%	-7%	19%	-24%		73%	-12%	23%	-141%	-48%	-52%	24%	58%	16%		
20Q4	5,769	1,584	803	62	32	12	41	133	11	30%	-158%	64%	-145%	-23%	-27%	64%	224%	-228%		-28%	74%	-19%	-283%	-41%	9%	-28%	18%	7%		
21Q1	6,364	89	803	197	96	56	33	60	24	55%	67%	49%	1059%	50%	-2057%	-20%	-5%	55%		10%	-44%	-25%	218%	197%	358%	-20%	-55%	122%		
21Q2	8,428	1,770	1,735	622	220	119	69	81	53	87%	70%	116%	320%	105%	403%	55%	105%	499%		32%	94%	188%	218%	125%	11%	11%	35%	118%		
21Q3	10,396	2,855	2,720	677	270	161	195	86	1	33%	213%	175%	-1128%	392%	1326%	254%	37%	-88%		23%	61%	57%	-1%	23%	3%	16%	6%	-98%		
21Q4	8,991	2,802	2,306	571	232	151	133	65	2	56%	77%	187%	821%	615%	1125%	227%	-51%	-83%		-14%	-2%	-15%	-7%	-14%	-6%	-32%	-24%	52%		
22Q1	9,233	1,645	2,263	40	234	163	105	78	17	45%	85%	275%	-80%	143%	186%	221%	30%	-31%		3%	-4%	-2%	-9%	1%	8%	-21%	20%	77%		
22Q2	8,687	2,281	2,628	318	223	175	100	61	1	3%	29%	51%	-49%	1%	47%	45%	-24%	-98%		-6%	39%	16%	68%	-5%	8%	-5%	-21%	-93%		
22Q3	6,820	829	1,492	47	87	88	82	39	5	-34%	-71%	-45%	-92%	-68%	-45%	-58%	-54%	271%		-21%	-64%	-43%	-85%	-61%	-50%	-17%	-38%	278%		
22Q4	17,336	2,750	195	451	37	17	19	7	6	93%	-198%	-108%	-175%	-116%	-88%	-85%	-89%	199%		154%	-42%	-113%	-100%	-142%	-80%	-70%	-82%	22%		
23Q1	1,098	-2,023	-2,312	-571	-55	-33	-12	8	1	-88%	-223%	-202%	-1529%	-124%	-120%	-111%	-90%	-95%		-84%	-28%	1086%	27%	51%	-281%	-180%	15%	-8%		
23Q2	1,176	-2,273	-896	-709	-25	12	2	14	9	-86%	-200%	-172%	-323%	-111%	-93%	-98%	-77%	599%		7%	12%	-18%	24%	-5%	-135%	-120%	80%	978%		
23Q3	4,189	-663	430	485	-79	-4	-13	27	13	-39%	-301%	-196%	-1557%	-191%	-104%	-116%	-31%	179%		258%	-27%	-25%	-3%	216%	-111%	-877%	84%	51%		
23Q4	4,563	-1,028	-234	-287	-78	-12	-32	66	22	-74%	-63%	533%	-36%	113%	-168%	-264%	844%	287%		9%	-38%	-14%	-58%	-1%	22%	14%	14%	69%		
24Q1	4,977	1,443	83	135	-38	-15	-34	77	34	353%	-171%	-134%	-124%	-31%	-56%	194%	866%	4895%		9%	-240%	-184%	-147%	-51%	25%	8%	17%	52%		
24Q2	7,032	3,005	332	330	-25	53	-9	76	23	488%	-232%	-118%	-147%	0%	363%	-483%	428%	169%		41%	108%	-58%	14%	-34%	-41%	-74%	-2%	-31%		

来源：彭博，中泰证券研究所

2.5 价格&出货量：24Q2 价格提升，出货量趋势分化

- **价格：24Q2 DRAM、NAND Flash 和 NOR Flash 各家厂商 ASP 均实现环增，DRAM 环增 15%~20%，NAND 环增 10%~20%，NOR Flash 环增 5%。**

1) **DRAM**: 24Q2 三星、海力士、美光 ASP 环比提升 15%~20%不等，华邦 ASP 环比提升 25%，整体 DRAM ASP 环增幅度继续保持强劲。三星和美光预计价格继续提升，但不同应用出现分化。

2) **NAND Flash**: 24Q2 三星、海力士、美光和西部数据 ASP 环比提升 10%~20%不等。三星和美光预计价格继续提升，但不同应用出现分化。

3) **NOR Flash**: 24Q2 华邦 ASP 环比提升 5%。

图表 26：各家原厂 ASP 环比变化

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
DRAM						
三星						+15~20pcts
海力士	-15~20pcts	+5~10pcts	+10pcts	+15~20pcts	>+20pcts	+15pcts
美光	-20pcts	-10pcts	-5~10pcts	+0~5pcts	+15~20pcts	+20pcts
华邦						+25pcts
NAND Flash						
三星						+10~15pcts
海力士	-10pcts	-10pcts	-0~5pcts	>+40pcts	>+30pcts	+15~20pcts
美光	-15~20pcts	-15pcts	-15pcts	+20pcts	+30pcts	+20pcts
西部数据	-10pcts	-6pcts	-10pcts	+10pcts	+18pcts	+14pcts
NOR Flash						
华邦						+5pcts

来源：各公司官网，中泰证券研究所

■ **出货量：24Q2 DRAM、NAND Flash 厂商出货量趋势出现分化，NOR Flash 厂商出货量环增。**

1) **DRAM:** 24Q2 三星、海力士 DRAM 出货量环增，其中海力士环增 15%~20% (HBM 收入环增 80%+)，三星环增 5%左右 (HBM 销量环增 50%，服务器 DDR5 销量环增 80%)，美光出货量环比下降 5%左右 (HBM 收入贡献超 1 亿美金，占总收入比例在 5%以内)，华邦出货量环比-20%~-25%，主要是因网通客户从 wifi6 切换到 wifi7，DRAM 从 DDR3 升级到 DDR4，华邦之前 DDR4 量不大，之前 DDR4 处于送样阶段，7 月开始 DDR4 出货量，DRAM 出货量有望恢复成长。

2) **NAND Flash:** 24Q2 三星、海力士和西部数据出货量环比下降，美光出货量环比提升。

3) **NOR Flash:** 24Q2 消费类需求复苏+AI 服务器、AI PC 需求提升，华邦、旺宏出货量环增 15%~20%。

图表 27：各家原厂出货量环比变化

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3 E
DRAM							
三星						+5pcts	+0~5pcts
海力士	-20pcts	+30pcts	+20pcts	+0~5pcts	-15pcts	+15~20pcts	+0~5pcts
美光	+15pcts	+10pcts	+15pcts	+10~15pcts	+0~5pcts	-5pcts	
华邦						-20~-25pcts	
NAND Flash							
三星						-5pcts	+0~5pcts
海力士	-15pcts	+50pcts	+5pcts	-0~5pcts	环比持平	-0~5pcts	-5pcts
美光	+5~10pcts	+25~30pcts	>+40pcts	-15pcts	-0~5pcts	+5~10pcts	
西部数据	-14pcts	+15pcts	+26pcts	-2pcts	-15pcts	-7pcts	
NOR Flash							
华邦						+15~20pcts	
旺宏	-13pcts	-2pcts	+17pcts	+5pcts	+6pcts	+19pcts	

来源：各公司官网，中泰证券研究所

注：旺宏为 NOR 出货量指数的环比变化情况；华邦自 24Q2 开始披露出货量和 ASP 环比变化趋势

2.6 展望：服务器需求稳健，展望 25 年供需紧张

- **展望：主流存储，短期 24H2 服务器相关需求好，PC、手机等消费电子类终端客户库存需去化、需求相对稳定，价格方面，预计 24H2 价格继续上涨、但不同应用出现分化，出货量方面，预计 24Q3 出货量环比增幅收窄甚至转负增长，但展望 25 年，大厂普遍认为因新增产能有限+HBM 等挤占，传统 DRAM、NAND 供需紧张。**

1) 下游需求：24H2 服务器需求好，手机、PC 等消费类客户有库存，需求疲软，

2) 主流存储价格继续上涨，利基存储价格趋势分化：三星展望 Q3 价格继续上涨，不同应用涨幅分化，美光预计 24H2 价格继续上涨；旺宏预计 24H2 NOR 价格有望向上，华邦 NOR 价格看平；华邦预计 4Gb DDR3 价格回升。

3) Q3 出货量环增幅度收窄：三星展望 Q3 DRAM、NAND 出货量环增低个位数，海力士展望 Q3 DRAM 出货量环增低个位数（增加 HBM 出货量），NAND 出货量环减中个位数。

4) 存储供需关系：主流存储方面，美光预计 24H2 存储供不应求，三星预计 25 年存储供应紧张，西部数据预计 24H2 NAND 供应紧张，背后的逻辑相似：AI 驱动存储需求，包括 HBM、DDR5、eSSD，以及手机和 PC 存储容量提升，但供给层面，三星、海力士和美光资本开支主要用于 HBM 和 DDR5 等产品，传统 DRAM 供给受限，NAND 因减产和产能增加有限也保持供应紧张。

利基存储方面，华邦预计 24H2 NOR 供需平衡，25 年供需可能偏向紧张，SLC NAND 24H2 有库存需要消化，25 年供需可能紧张，利基 DRAM 预计 24、25 年供给紧张（因海外大厂退出）。

图表 28: 各家公司的展望

	24Q3展望	手机	PC	服务器	存储供需关系
三星	预期Q3价格继续上涨, 但不同产品涨幅有差异; 预计DRAM、NAND的位元出货量增长低个位数, 出货量增幅幅度收窄, 主要是因Q2高基数及终端客户库存增加。			预计HBM、DDR5和SSD等服务器产品需求仍然强劲。HBM和服务器DRAM产销量增加可能会进一步限制DRAM和NAND的传统供应	1) 25年将看到AI带来强劲需求。随着HBM量产, 先进制程的传统DRAM将持续看到供应受限。NAND由于去年减产以及产量增长有限, 供应保持紧张。 2) 早些时候收到了2025年DRAM和NAND的LTA。
海力士	1) DRAM: 预计出货量环比低个位数增长(0~5%), 增加HBM出货量; 2) NAND: 预计出货量环比中个位数减少(5%左右), 主要是eSSD销量增加, 但其他终端需求较疲软, 同时客户有库存, 预计部分终端出货量出现中个位数的下降, 预计Q4随着需求改善, 出货量将恢复增长。随着产品结构的优化和平均售价的提高, 预计Q3 NAND收入继续增长。	随着支持AI旗舰机型和可折叠手机的推出, 预计2024年下半年手机终端需求逐渐改善; 预计24H2-25年AI手机的相继发布将助推存储需求增长, 这类手机对存储的要求更高。	需求复苏弱于预期; AI技术加持的高规格设备将推动24H2存储需求增长; AI PC将促进使用更高容量和低功耗存储。	1) AI服务器: 需求强劲, 科技公司对AI投资支出也不断攀升。 2) 通用型服务器: 2017、2018年的通用服务器到了更换周期, 同时AI数据中心推动通用服务器更新, 高能耗AI服务器增加, 客户将现有通用服务器升级为更低功耗服务器以降低成本。 3) 随着AI从训练拓展到推理, AI服务器需求增加, 同时通用服务器有更新需求, 预计服务器DRAM(不包括HBM)今年和明年的需求有20%左右增长。	
美光	1) 指引: FY24Q4收入74-78亿美金, 中值76亿美金, qoq+12%, 毛利率33.5%~35.5%, 中值34.5%, qoq+6.5ppts(主要受定价环境和产品组合推动, 比如HBM和高容量DIMM), EPS 1~1.16美金。 2) 库存: 数据中心客户库存正常, 客户需求持续增长。为应对涨价、AI发展和考虑后续供应紧张, PC和手机客户已经建立了额外库存。由于预期到先进制程的紧张, 看到许多跨细分市场的客户对提前确保CY25长期协议的興趣越来越大。 3) 价格: 手机和PC短期需求稳定, 但AI对数据中心强劲需求导致先进制程产能紧张, 预计CY24年价格将持续上涨。AI手机、AI PC需求, 持续增长的数据中心需求, 有信心FY25收入创新高。	预计24年总出货量中低个位数增长。 预计AI手机DRAM容量较非AI手机增加50%-100%。 H2手机客户需求稳定	预计24年出货量低个位数增长。 win12的到来, 新一代AI PC将CY24晚些时间加速PC换机, PC换机将在CY25获得动能。 Computex上的AI PC DRAM容量提升40%-80%, AI PC也需求更高性能和更大容量的SSD。 H2 PC客户需求稳定。	预计24年全球总出货量中高个位数增长, 得益于AI服务器出货和通用服务器温和增长。 数据中心SSD: 随着客户库存正常化, SSD需求改善, 主要受AI训练和AI推理服务器推动, 此外, 传统计算和存储基建复苏也推动了需求, 公司在该市场创下收入和市场份额记录。 H2服务器客户需求增长。	1) 需求: 预计行业CY24位元需求增加15%左右。中长期DRAM增速15%左右, NAND增速15%~20%。 2) 供给: 预计CY24供给小于需求。 3) 预计FY24结束时, 美光DRAM和NAND的晶圆产能都将比FY22的峰值水平低两位, FY24美光位元供给增长将低于需求增速。 4) HBM产能增加挤占其他DRAM。相较D5, HBM3E消耗3倍晶圆, 预计HBM4消耗更多。
西部数据	1) FY25Q1指引: 预计营业收入40亿-42亿美元, 中值环增9%, 毛利率37%-39%, 中值环增2ppts。 2) Flash: 企业级SSD的持续拉动和移动端季节性复苏, 预计将拉动15%~20%的位元增长, ASP环比提升0%~5%。 3) NAND晶圆厂满载运转。		个人电脑市场在24Q3会出现库存再平衡, 这种情况随着全年的发展而有所改善。	预期24H2企业级SSD需求继续强劲	预计24H2 NAND需求将超过供应。
华邦	满产: 24Q2出货1.8万片, yoy+43%, qoq+1%, 满产运行。 nor: 大陆Fab逻辑需求好, NOR供应减少, 预计今年供需平衡, 预期价格持平, 明年可能会有短缺。 SLC NAND: 目前渠道有库存需要消化; 预计25年供需偏紧。 利基DRAM: 预计全球DRAM晶圆产出24、25年没有增加, 25年D4/LPD4产能减少30%+。4Gb D3价格持续回升, 目前价格处于勉强不亏钱或者亏钱状态。 华邦存储业务23Q1触底, 后持续向上, 24Q2已超过22Q3水平, 后续有望快速回到上一轮高点22Q2的水平。				
旺宏	市场恢复, 预计NOR、NAND、ROM、FBG四大产品线Q3均好于Q2, 其中ROM因Q2低基数, 有望环比翻倍以上成长。 NOR订单趋势持续向上: 电脑、普通消费电子及通讯带动需求, 特别是服务器等持续增长, 公司订单向上趋势稳定并回到22年水平, H2对NOR有高期待。 NOR价格有望继续向上: Q2 NOR价格已有回升, 考虑H2市场恢复, 有望继续向上。 产能满载, 对产品以及市场有信心。 汽车与工业需求较为疲软, 预计2-3个季度后有复苏。				
群联	NAND Flash市场需求方面, 消费类不好, 企业级强劲。消费类市场没有动力买大容量SSD的PC; CSP需要大容量SSD。 NAND Flash供给端, 暂时看不到新产能, Flash从现在到25年底供给都是紧张的。 此前预计24H2好于H1, 但目前市场情况不好, 预计24H2与24H1持平的机会较大, 是否有成长看Q4消费信心。 零售市场赔钱所以不做, 预计零售市场8月底9月初看到回稳(圣诞需求提前备货); 企业级快速提升收入。				

来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

图表 29: DRAM 原厂的 HBM 进展

	Q2情况	8层HBM3E	12层HBM3E	HBM4	2024年产能	2025年产能
海力士	HBM3E Q2收入提高; 预计HBM3E出货量自Q3超过HBM3; 预计24年HBM3E占比超过50%。	Q2已量产	5月已送样, Q3开始量产、Q4规模出货; 预计25年12层3E需求大幅增加, 预计12层供应量在25H1超过8层。	预计25年发货, 首先是12层, 预计使用先进MR-MUF量产。HBM4 16层预计2026年推出, 使用哪种技术方案暂未确定。	TSV产能是23年的一倍以上, 预计24年HBM收入同比增长300%以上	大部分资本开支已与客户达成一致, 预计出货量同比24年增长一倍以上
三星	HBM3向所有主要GPU客户量产, Q2收入环比增长3倍左右。12层占HBM3收入的2/3。	8层HBM3E在24Q2初向客户送样, 计划Q3规模量产。	已送样, 并完成量产前准备, 计划在H2根据客户要求出货。	HBM4计划25H2推出, 发展定制化HBM去应对客户需求。	HBM3E有望24Q3量产, 24年HBM的位元生产量和承诺产出是23年的4倍	预计25年HBM产能翻倍; 预期2025年的产能是2024年的2倍
美光	24Q2 3E收入超过1亿美金, 预计FY24 HBM收入数亿美元, 预计FY25 HBM收入数十亿美元。预计CY25 HBM份额与DRAM相同。	Q2已量产	已送样, 预计25年大规模量产。		CY24 HBM产能已售罄, 且价格已锁定	CY25 HBM产能已售罄, 且价格已锁定

来源：各公司官网，中泰证券研究所

图表 30：四大原厂资本开支情况

	资本开支情况
三星	继续保持积极投资以满足对 HBM 和 DDR5 等高附加值产品的需求，同时持续投资于研发和后道能力。
海力士	24 年资本开支高于预期，投资 HBM 和新厂。 M15X 晶圆厂和龙仁工厂的建设还在按计划进行 增加基础设施投资以支持 HBM，HBM 消耗更多晶圆和空间 HBM 需求高于预期，预计 24 年资本开支比此前计划稍高，但会在经营现金流内执行。 根据最终市场需求和盈利能力并保持审慎的投资决策，追求投资效率和财务稳定。
美光	FY24 Capex 80 亿美金、WFE 支出同比下降，FY24 Capex 同比增加 14%。 FY25 增加 Capex，预计是 FY25 收入占比的 35% 左右，主要是以 DRAM 为主，支持 HBM 产能和新建工厂。预计 FY25 单季度 Capex 高于 FY24Q4 的 30 亿美金（即 FY25 全年 Capex 高于 120 亿美金）。 FY25 Capex 计划：爱达荷州以及纽约 Greenfield（全新厂房）将占一半以上，HBM 投资和绿地项目占绝大部分投资额； 预计爱达荷州 Fab 预计在 FY27 有产能贡献，纽约 Fab 预计在 FY28 及之后又产能贡献。
西部数据	资本开支占营收比例维持在 2% 左右，保持纪律性、保障盈利。 FY24 现金资本开支：2.44 亿美元，占营收 1.9%，同比下降 69%。 预计 FY25Q1 现金资本支出将与 FY24Q4 大致持平，占营收的 2% 左右，公司将继续专注于业务的获利能力。

来源：各公司官网，中泰证券研究所

三、投资建议

- 持续关注后续的价格变化情况与下游需求情况，建议关注：
 - 1) 设计端：兆易创新/东芯股份/普冉股份/澜起科技/聚辰股份/北京君正等。
 - 2) HBM 产业链：香农芯创/赛腾股份/联瑞新材/华海诚科/雅克科技/深科技等
 - 3) 模组端：德明利/江波龙/佰维存储/朗科科技/万润科技等

图表 31：大陆存储厂商布局

类别	主流 DRAM	主流 NAND	利基 DRAM	SLC NAND	Nor Flash	EEPROM	SRAM	
市场规模	836 亿美金	538 亿美金	93 亿美金	21 亿美金	29 亿美金	10 亿美金	约 4 亿美金	
存储 Fabless	兆易创新		✓	✓	✓			
	北京君正		✓	✓	✓		✓	
	普冉股份					71%	29%	
	东芯股份			7%	62%	6%		
	聚辰股份					✓	87%	
	恒烁股份					81%		
	博雅科技					99%		
	芯天下				47%	38%		
存储 IDM	长鑫存储	✓						
	长江存储		✓					
存储模组	江波龙	嵌入式存储 (52%)、移动存储 (24%)、固态硬盘 (18%)、内存条 (5%)						
	佰维存储	嵌入式存储 (73%)、消费级存储 (21%)、工业级存储 (3%)、先进封测服务 (2%)						
	德明利	移动存储 (50%)、存储晶圆及晶圆封装片 (32%)、固态硬盘 (16%)						
	朗科科技	闪存应用产品 (58%)、闪存控制芯片及其他 (38%)、移动存储产品 (1%)						
存储代理	香农芯创	约 80% 存储器						
存储封测	深科技	高端制造 (72%)、存储半导体 (16%)、计量智能终端 (11%)						

来源：各公司公告，中泰证券研究所；注：百分数表示营收占比，除了普冉和博雅科技为 21 年营收占比外，其他均为 22 年营收占比；市场规模为 2021 年数据

四、风险提示

- 行业需求不及预期的风险：若包括手机、PC、可穿戴等终端产品需求回暖不及预期，则产业链相关公司的业绩增长可能不及预期。
- 中美贸易摩擦加剧：若中美贸易摩擦加剧，板块公司可能受影响，影响产品进展等。
- 研报使用的信息更新不及时的风险。
- 报告中各行业相关业绩增速测算未剔除负值影响，计算结果存在与实际情况偏差的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。