



SK 海力士

(SKHY.NASDAQ)

买入 (首次评级)
公司深度研究
证券研究报告

HBM+LTA: AI 存储核心受益标的

投资逻辑

根据 WSTS, 2026 年全球存储芯片销售额预计同比增长 249%, 2027 年预计增长 32%。我们认为本轮存储周期与历史周期不同的关键在于: 1) 需求端 HBM 较传统 DRAM 定制化属性增强, 较同样位元 DRAM 消耗更多晶圆。Token 消耗量提升拉动 HBM、DRAM、NAND 需求共同增长; 2) 供给端存储厂 23 年下行周期亏损严重, CAPEX 投入有限。AI 建设持续高景气度, 设备产能有望成为扩产瓶颈。

目前存储原厂与下游客户持续推进 LTA (长期协议) 签订。LTA 有望加强与客户绑定, 维持存储厂高利润率, 减少存储厂商的强周期性。根据美光, 截至 FY26Q3 (26.3~26.5) 美光已经与客户完成 16 个 SCA (战略客户合作协议) 签订, 涵盖数据中心、消费电子、汽车市场, 汽车客户签订时间为三年, 其他客户基本为五年。SCA 协议已经占到美光 20% 的 DRAM 出货量, 1/3 的 NAND 出货量。美光签订的 SCA 的价格区间中下限也可以带来超过过去周期顶点的盈利能力, 上限将采用 26Q2 的市场价。公司作为 HBM 领先厂商与三大原厂之一, 未来 LTA 占出货比例有望持续提升。

公司在 AI 芯片需求强相关的 HBM 市场市占率第一, (根据 Counterpoint, 26Q1 市占率 58%), 在整体 DRAM 与 NAND 行业市占率均为第二, 均仅次于三星。公司自 HBM2E 持续强化产品性能与迭代, 在 HBM4 和 HBM4E 继续保持技术领先, 与下游客户更深入合作。2026 年 6 月公司宣布与英伟达建立技术合作, 围绕英伟达 AI 基础设施路线图推进下一代存储, 覆盖数据中心、PC、机器人等平台。公司扩产计划具备较强能见度, SK 集团会长预计公司 DRAM 产能到 2030 年实现翻倍。公司高盈利能力也有望让公司通过分红、回购等方式实现股东回报。公司持续布局新兴存储技术 SOCAMM、HBM 等。目前美光 forward PE 高于三星、海力士。本次公司共发行 1.78 亿 ADR, 每 ADR 对应 0.1 韩股, 占公司股本的约 2.5%, 共募集资金约 265 亿美元, 我们认为公司 ADR 发行有望带动公司估值折价修复。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 26~28 年净利润分别为 1487、2495、3075 亿美元, 每 ADR 收益分别为 20.86、35.01、43.15 美元。我们给予公司 27 年 8X PE, 对应 ADR 目标价 280.10 美元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

AI 存储需求不及预期; 行业扩产增速超预期; 产品迭代不及预期; ADR 流通盘小且杠杆类产品较多; 劳资纠纷风险。

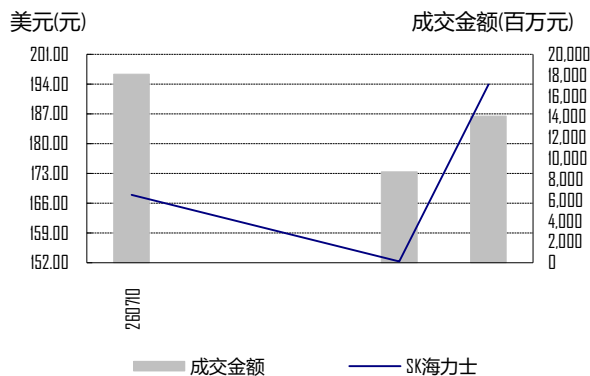
电子组

分析师: 樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (美元): 193.92 元

目标价 (美元): 280.10 元



公司基本情况 (百万美元)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	45,471	67,171	245,429	392,193	483,174
增长率 (%)	78.3%	47.7%	265.4%	59.8%	23.2%
EBITDA	16,994	32,219	185,864	302,437	362,888
归母净利润	13,594	29,676	148,672	249,531	307,508
增长率 (%)	291.6%	118.3%	401.0%	67.8%	23.2%
每股收益-期末股本摊薄	1.87	4.08	20.86	35.01	43.15
每股净资产	5.71	5.98	6.99	7.12	7.83
市盈率 (P/E)	103.85	47.57	9.30	5.54	4.49
市净率 (P/B)	33.94	32.41	27.73	27.22	24.76

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、AI 基础设施建设重塑存储需求：LTA 锁定高利润率，扩产带来业绩增长	4
1.1 AI 拉动存储超级周期，供不应求有望维持	4
1.2 LTA 体现存储原厂高议价能力，有望加强客户绑定，维持存储原厂高利润率	10
1.3 存储行业扩产将成为未来业绩增长点，存储有望从涨价品种转向成长品种	11
二、HBM 市占率领先，DRAM、eSSD 全面布局的全栈式 AI 存储受益标的	13
2.1 HBM 份额领先，带动与 AI 芯片厂商深度合作	13
2.2 高盈利支撑 CAPEX 投入打开成长空间，强现金流有望贡献更多股东回报	14
2.3 HBM+DRAM+NAND 的全栈式 AI 存储受益标的，推进 HBF 等新技术布局	16
2.4 美股 ADR 发行有望缩小估值折价	18
三、盈利预测与投资建议	18
3.1 盈利预测	18
3.2 投资建议	19
四、风险提示	20

图表目录

图表 1： 存储市场随半导体周期共振，但波动性大于整体半导体市场（单位：百万美元）	4
图表 2： WSTS 预计 2026 年存储芯片销售额将占到全球半导体芯片销售额 53%，远超历史周期高点（单位：百万美元）	5
图表 3： 从全球销售额同比变化看，本轮存储芯片上行持续时间与增长幅度均强于历史周期（单位：%）	5
图表 4： 根据 WSTS 在 26 年初的预测，存储芯片销售额 2022~2027 年 CAGR 有望达到 52%	6
图表 5： 单芯片 HBM 容量持续增长	6
图表 6： 全球 AI 芯片出货量持续增长	6
图表 7： AI 推理对于存储的需求沿 HBM→CPU DRAM→SSD（NAND）的链条渗透	7
图表 8： HBM 需要多层 DRAM 堆叠，工艺更复杂	7
图表 9： 26 年 HBM 占 DRAM 晶圆比例约 20%	7
图表 10： 英伟达 CMX Context Memory Storage Platform 由 DPU 管理，可以承接低频访问的 KV cache	8
图表 11： Agentic AI 应用中 CPU 与 GPU 比例提升至 1: 1	8
图表 12： Vera CPU 单芯片搭载 LPDDR 容量较上一代产品大幅度提升	8
图表 13： 23H1 美光、海力士毛利率转负（单位：%）	9
图表 14： 23 年全年美光、海力士净利率持续低于 0（单位：%）	9
图表 15： 23 年美光、三星、海力士合计营收大幅度下滑（单位：百万美元）	9
图表 16： 23 年全年海力士、美光合计亏损约 138 亿美元（单位：百万美元）	9
图表 17： 23 年行业下行周期，美光、海力士资本开支大幅下滑（单位：百万美元）	10



图表 18: 全球 NAND 行业位元供给增长缓慢 (单位: 等效百万 16Gb)	10
图表 19: 全球 DRAM 行业位元供给增长缓慢, 27 年增速预计较 26 年更低 (单位: 等效百万 4Gb)	10
图表 20: 存储厂商持续推进 LTA 签订	11
图表 21: 各公司毛利率已经处于高位, 涨价带来的毛利率边际变化减少	12
图表 22: DRAM 行业 27 年起第一批新增产能有望出现	12
图表 23: 1Q26 公司 HBM 市占率为 58%	13
图表 24: 公司率先开发采用 TSV 技术的 HBM	13
图表 25: 公司扩产计划中各个项目将构成多阶段的供给曲线	14
图表 26: 公司盈利能力已经恢复, 并达到历史新高 (单位: %)	15
图表 27: 公司经营现金流和净利润已经达到历史新高 (单位: 百万美元)	15
图表 28: 公司资本开支/营收比例仍维持较低水平, 未超过历史高位	15
图表 29: 1Q26 公司自由现金流达到 127 亿美元, 同比+576%, 环比+105%	15
图表 30: 公司 26Q1 现金与等价物合计约 139.6 亿美元 (单位: 百万美元)	16
图表 31: 公司 26Q1 整体 DRAM (HBM+普通 DRAM) 按营收市占率行业第二	16
图表 32: 公司 NAND 按营收市占率维持 20% 上下波动, 排名全球第二	17
图表 33: 公司 SOCAMM 已经批量生产	17
图表 34: HBF 有望实现单芯片更大容量显存	18
图表 35: 美光 forward PE 高于三星、海力士	18
图表 36: 海力士 ADR 发行前, 美光较海力士市值更大	18
图表 37: 公司营收与费用预测	19
图表 38: 可比公司估值比较 (当地货币)	20



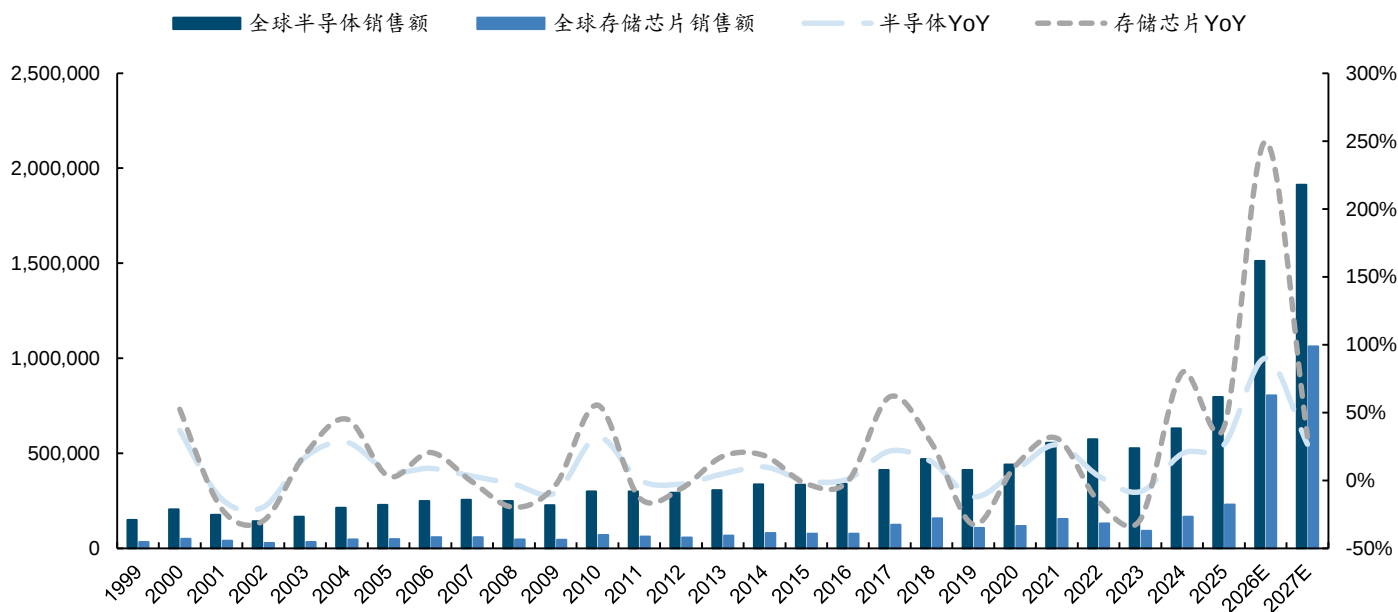
一、AI 基础设施建设重塑存储需求：LTA 锁定高利润率，扩产带来业绩增长

1.1 AI 拉动存储超级周期，供不应求有望维持

存储行业是半导体行业重要细分市场，根据 WSTS 数据，2025 年全球存储行业销售额达到 2300 亿美元，同比增长 39%，25 年全球半导体销售额 7956 亿美元，同比增长 26%，2026 年全球存储行业销售额预计为 8039.41 亿美元同比增长 249%，全球半导体销售额预计为 15112 亿美元，同比增长 90%。WSTS 预测，2027 年全球半导体销售额预计增长 27%，达到 19137 亿美元，而存储市场销售额预计增长 32%，达到 10621 亿美元。

从历史数据来看，存储市场与半导体市场共振，但波动性大于整体半导体市场。由于相较于其他半导体细分领域如逻辑芯片、模拟芯片等，存储产品更类似大宗商品。存储芯片标准化程度高，不同厂商产品差异性较小，相互可替代性较高，因此更容易受到下游需求影响。当供需错配时，各厂商产品由于差异化低，且主要存储芯片厂商覆盖的下游行业也基本重合，因此容易产生价格的剧烈涨跌。当下游需求大于供给时，存储芯片进入价格上涨通道，存储芯片厂商盈利能力较强，会加大资本开支规模，通过扩产达到更大规模效应，以及技术迭代等方式，进一步压缩生产成本并扩大生产规模以期获得更大市占率。而在厂商持续扩产或下游需求收缩导致供给大于需求时，厂商会不断降价保证市占率，直到某一厂商出清（如 09 年 DRAM 厂商奇梦达破产、12 年 DRAM 厂商尔必达破产），或各主要厂商无法承担继续亏损共同控产，或下游需求提振重回供需平衡或供给紧张。因此存储市场较整体半导体市场具备更强波动性。

图表1：存储市场随半导体周期共振，但波动性大于整体半导体市场（单位：百万美元）



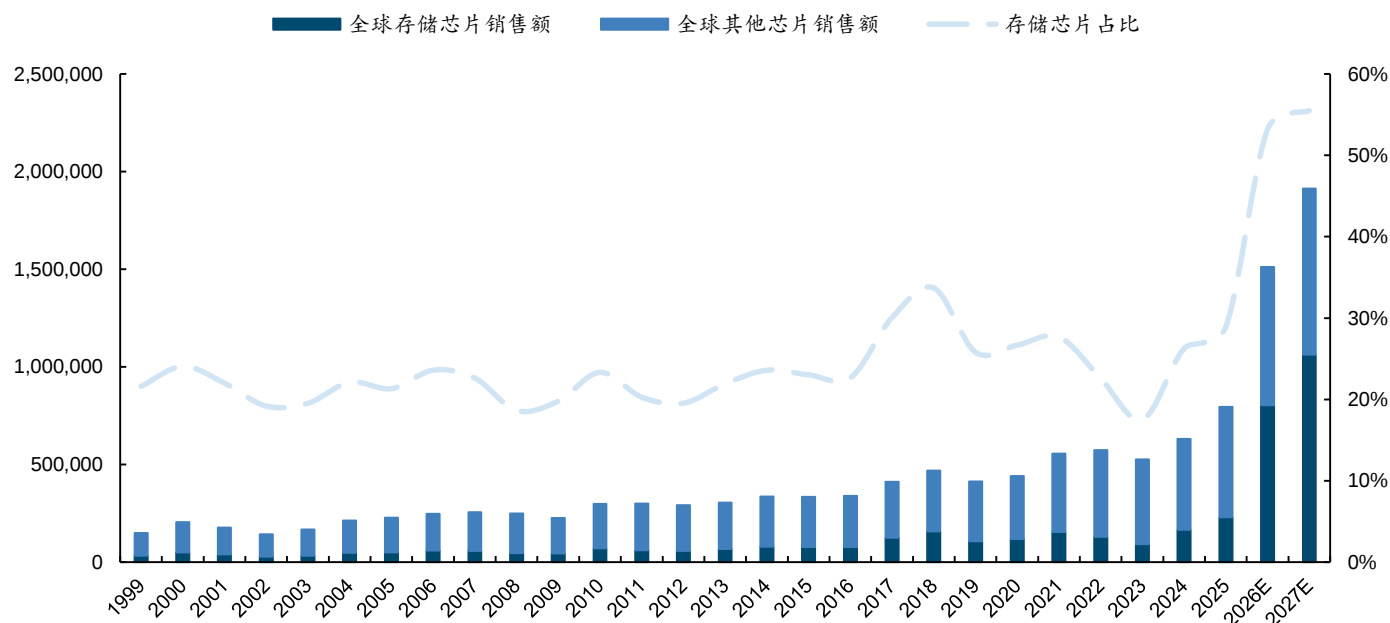
来源：WSTS，国金证券研究所

我们认为本轮存储周期与历史上周期不同的关键在于：1) 需求端 HBM 较传统 DRAM 定制化属性增强，且由于良率损失，HBM 较同样位元 DRAM 需要消耗更多晶圆。AI 模型为实现高效推理与训练，需要大量 KV cache，带来大量存储需求；2) 供给端存储原厂 22、23 年下行周期亏损严重，扩产计划持续延期，造成供需缺口。在 AI 基础设施建设持续高景气度情况下，晶圆厂、存储厂的扩产造成设备产能成为扩产瓶颈。存储原厂难以更大幅度扩产。

本轮周期存储占半导体销售额的比例已经超过历史上高点，从 23 年 AI 基础设施开始大规模建设以来，存储芯片的增速也超过了其他半导体细分板块。根据 WSTS，2025 年全球存储芯片销售额占全球半导体销售额已经达到 29%，预计今年占比提升至 53%，预计 2027 年达到 55%。而历史上周期高点如 2018 年时，全球存储芯片销售额占全球半导体销售额为 34%，2021 年占比为 28%。



图表2: WSTS 预计 2026 年存储芯片销售额将占到全球半导体芯片销售额 53%, 远超历史周期高点 (单位: 百万美元)

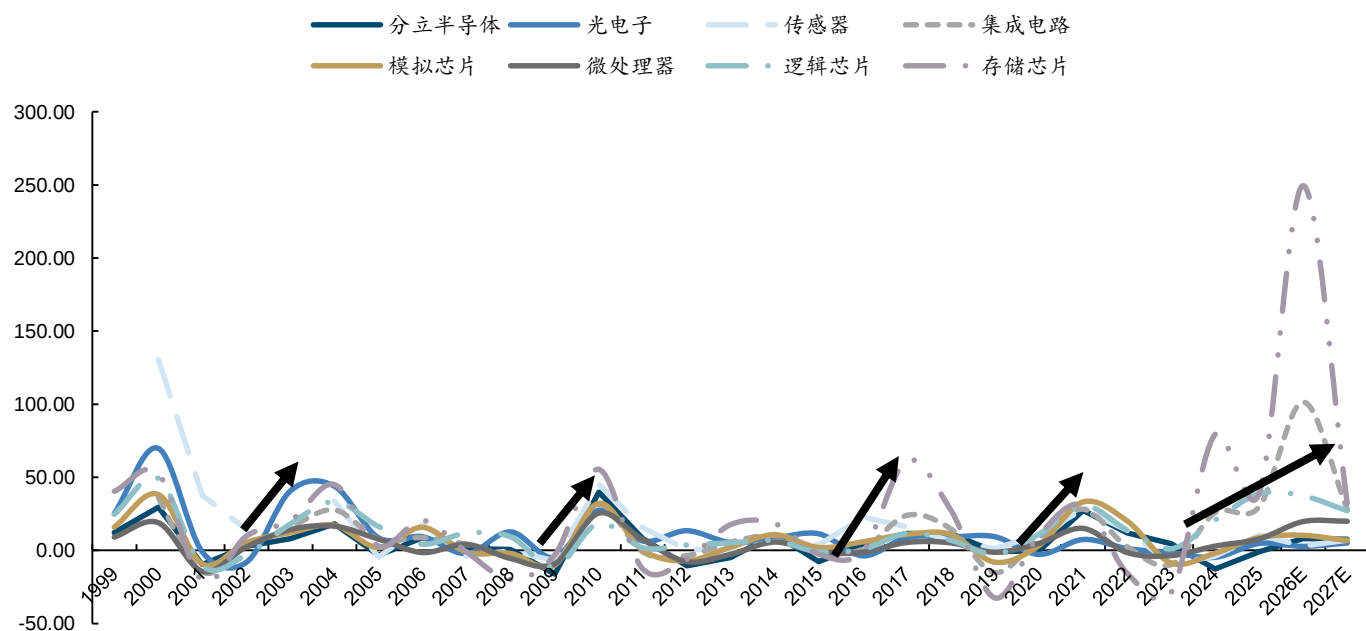


来源: WSTS, 国金证券研究所

从历史来看, 每一轮存储周期从见顶到见底通常为 1~2 年: 2000~2002 年、2004 年~2005 年、2006 年~2008 年、2010 年~2011 年、2014~2016 年、2017~2019 年。而过去几个周期重回上升渠道后销售额增速大于前一轮的跌幅, 主要由于下游需求长期看都处于增长状态, 除了终端设备销量的回暖以外, 单机存储容量也由于数据量的提升需要不断扩大, 因此对存储芯片的整体规模也在扩大。一旦存储市场供需改善后, 下游市场更大需求将拉动存储销售额提升。

本轮周期的持续性和增长速度均高于历史上周期, 存储行业销售额同比增速自 2024 年转正, 根据 WSTS, 24、25 年全球存储芯片销售额分别增长 79%、39%, 预计 26、27 年分别增长 250%、32%。24~27 年持续增长, 已经形成四年的增长周期, 且 26 年同比增长幅度较大。而历史上一轮上行周期维持两年左右, 如 17、18 年全球存储芯片销售额分别同比增长 61%、27%, 20、21 年分别同比增长 10%、40%。

图表3: 从全球销售额同比变化看, 本轮存储芯片上行持续时间与增长幅度均强于历史周期 (单位: %)

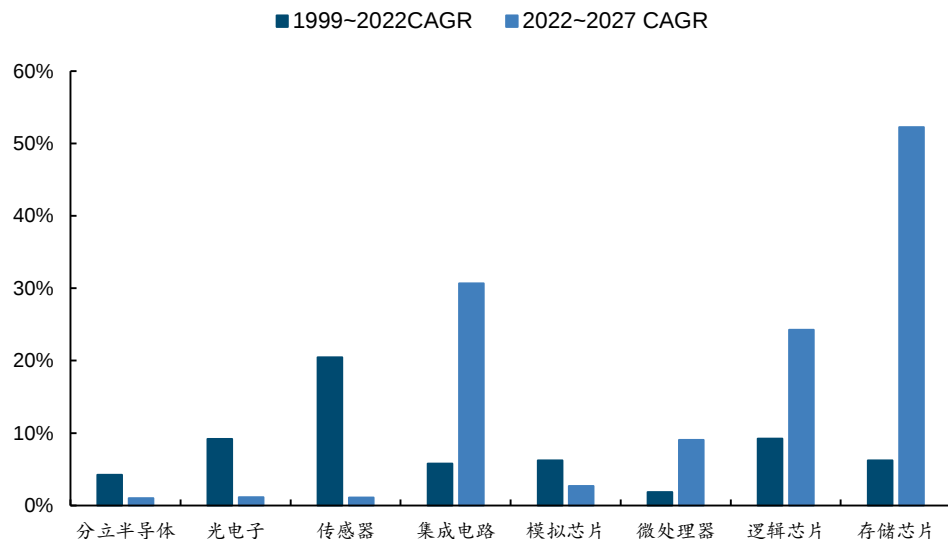




来源：WSTS，国金证券研究所

本轮 AI 基础设施建设拉动半导体行业快速增长，存储芯片、逻辑芯片、集成电路与微处理器明显受益，根据 WSTS 在 26 年初的预测，2022~2027 年 CAGR 均较 1999~2022 年 CAGR 明显提升，其中存储芯片提升显著。根据 WSTS 数据测算，2022~2027 年存储芯片销售额 CAGR 有望达到 52%，而 1999~2022 年存储芯片销售额 CAGR 仅 6%。

图表4：根据 WSTS 在 26 年初的预测，存储芯片销售额 2022~2027 年 CAGR 有望达到 52%

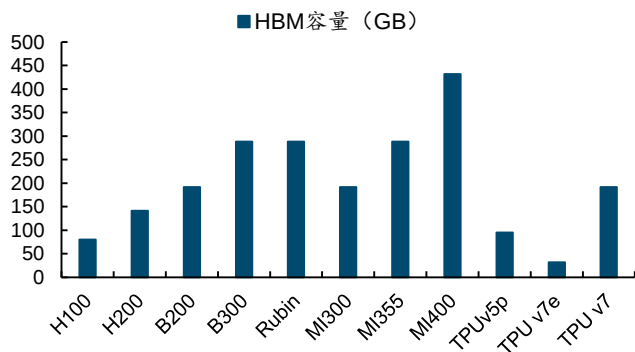


来源：WSTS，国金证券研究所

本轮存储周期在 2023Q3 见底，随着下游需求库存去化结束，拉货逐渐正常，后续 AI 基础设施建设持续高景气，带来存储旺盛需求。我们认为 AI 带来的存储需求主要包括：1) AI 芯片拉动 HBM 需求，HBM 较 DRAM 同样位元产出需要消耗更多晶圆；2) 更大 KV cache 带动的 DRAM 需求增长；3) AI 服务器出货带动企业级 SSD 需求增长，拉动 NAND 需求增长。

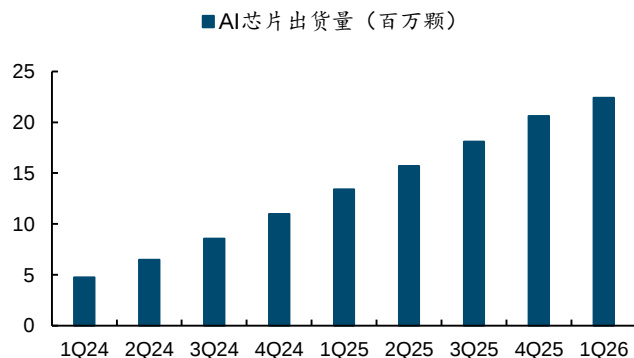
HBM 需求增长来自 AI 芯片出货量增长，以及单芯片搭载的 HBM 容量增长，因此 HBM 的出货增速高于 AI 芯片的出货量的增速。英伟达 H100 产品单芯片 HBM 容量仅 80GB，Rubin 单芯片容量已经提升至 288GB。根据 Epoch AI，24Q1 全球 AI 芯片出货约 475 万颗，26Q1 已经提升至约 2200 万颗。

图表5：单芯片 HBM 容量持续增长



来源：Silicon Analysts，国金证券研究所

图表6：全球 AI 芯片出货量持续增长

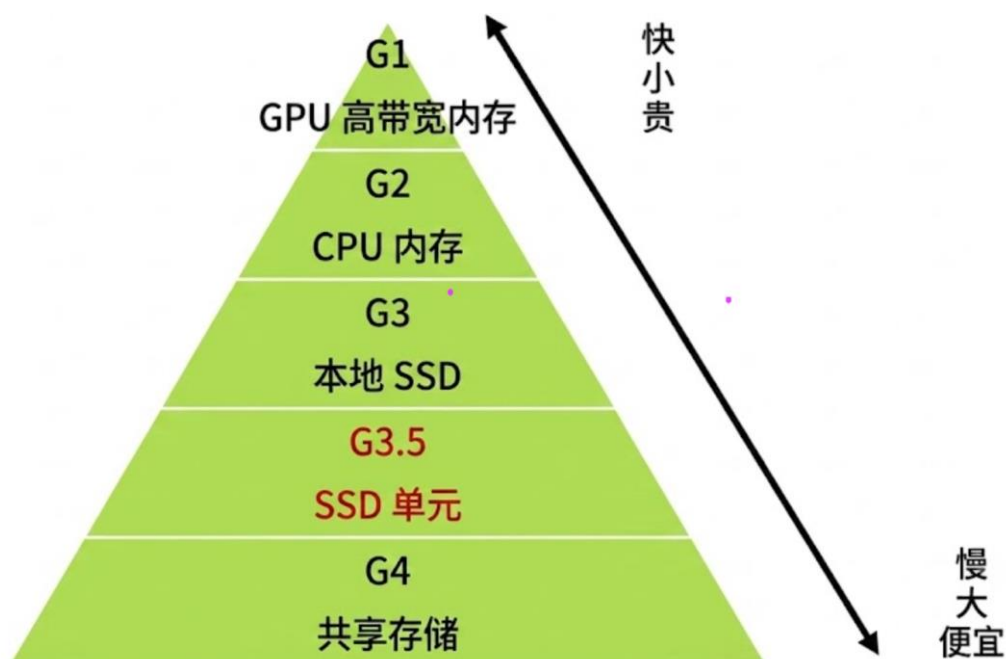


来源：Epoch AI，国金证券研究所

AI 推理对于存储的需求沿 HBM→CPU DRAM→SSD (NAND) 的链条渗透。自 2024 下半年以来，AI 处理每个问题的平均输出 token 数量以超过 5 倍/年的速度激增，达到约 30000 到 40000 个 token，直接推高了对内存和算力的需求。



图表7: AI 推理对于存储的需求沿 HBM→CPU DRAM→SSD (NAND) 的链条渗透

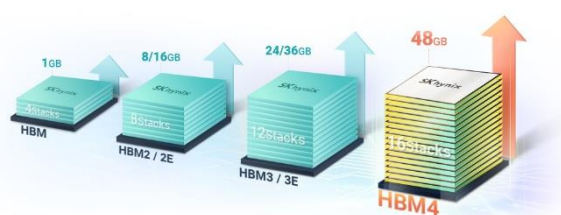


来源: Trendforce, 国金证券研究所

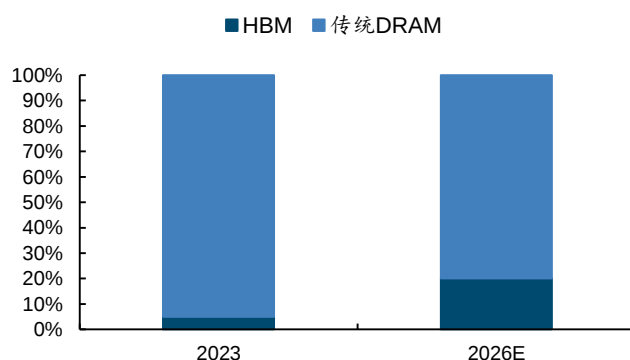
AI 对于存储的拉动首先在静态分配对 HBM 的拉动, 模型加载后权重占用固定显存, 公式 = 参数量 × 每参数字节数。模型参数越大占用越多

由于 HBM 相较于 DRAM 在生产中需要更多步骤, 如堆叠、硅穿孔、键合等, 因此会存在一定良率损失, 导致同样位元产出时 HBM 所消耗的晶圆较 DRAM 更高。根据 Silicon Analyst, 同样位元 HBM 需要消耗的晶圆是 DRAM 的 3 倍, 对产能的需求更高。根据 Silicon Analyst, 2023 年 HBM 占 DRAM 晶圆消耗量的 5%, 预计 2026 年有望达到 20%。

图表8: HBM 需要多层 DRAM 堆叠, 工艺更复杂



图表9: 26 年 HBM 占 DRAM 晶圆比例约 20%



来源: 海力士网站, 国金证券研究所

来源: Silicon Analyst, 国金证券研究所

KV Cache (KV 缓存) 是推理阶段的新增量, 推理 prefill (预填充) 阶段生成的 key-value 向量, 用于避免 decode (解码) 阶段重复计算, 会随对话长度和批次大小增长而膨胀。当 GPU HBM 容量不够时, 系统被迫丢弃 KV cache 并重跑 prefill, 拉高延迟和 TCO, 推动 KV cache 向外卸载。

英伟达在 2025 年 3 月推出 Dynamo 软件, 把低频访问的 KV cache 下放到带宽较低但容量更大、成本更低的层级比如 CPU DRAM、SSD 当中。2026 年 1 月英伟达进一步推出 CMX Context Memory Storage Platform, 由 BlueField-4 DPU 管理, 在本地 SSD 和共享存储之间新增了一个层级, 单机架用 64 颗 BlueField-4 DPU (4 颗 DPU×16 个计算槽) 管理约 9600TB 容量。



图表10: 英伟达 CMX Context Memory Storage Platform 由 DPU 管理, 可以承接低频访问的 KV cache

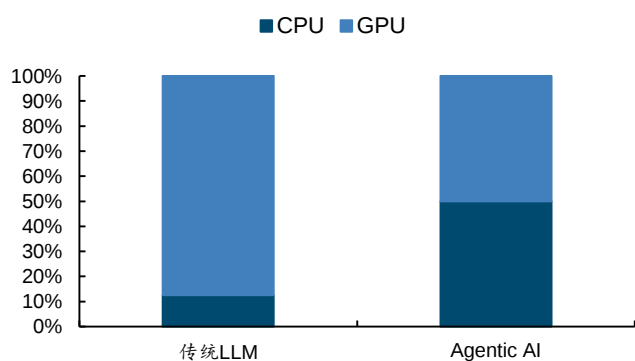


来源: 英伟达, 国金证券研究所

AI agent 拉动 CPU DRAM 需求高速增长。Agent 工作流需要模型主动规划、调用工具、决策、执行, 这些任务高度依赖 CPU。因此 agentic 部署下 CPU:GPU 的工作负载比例, 预计会从传统的 1:4 或 1:8 上升到接近 1:1, 直接拉动 CPU 和 CPU RAM (LPDDR/DDR 类) 的需求。英伟达 2026 年推出的 Vera CPU 支持最高 1.5TB LPDDR5X 内存容量, 是上一代 Grace CPU 的 3 倍。

图表11: Agentic AI 应用中 CPU 与 GPU 比例提升至 1: 1

图表12: Vera CPU 单芯片搭载 LPDDR 容量较上一代产品大幅度提升



	Grace	Vera
核心数	72	88
线程数	72	176
单核心 L2 缓存	1MB	2MB
L3 统一缓存	114MB	162MB
LPDDR5X 容量	480GB	1.5TB

来源: Trendforce, 国金证券研究所

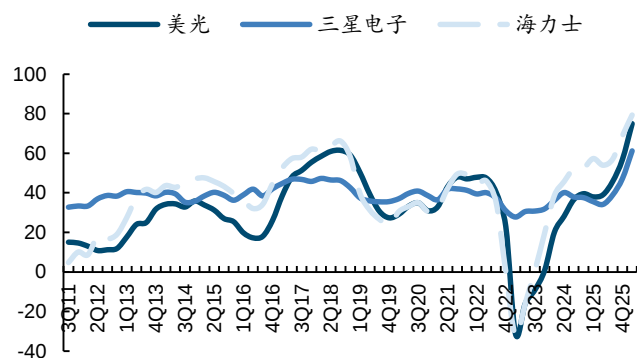
来源: serverthetome, 国金证券研究所

供给端, 由于 22、23 年存储价格大幅度下行, 导致存储厂商陷入严重亏损, CAPEX 投资缩水, 影响扩产计划。半导体行业中, 存储工厂、晶圆厂扩产周期较长, 需要前期土建、设备拉货、设备安装调试、风险量产、量产爬坡等阶段, 导致 22、23 年受到影响的扩产规划, 直接影响到了目前的新增供给受限。未来来看, 我们认为存储行业的扩产也受到上游 EUV 等关键设备产能的限制, 难以快速大幅度释放产能, 在 AI 基础设施建设持续高景气情况下, 供需缺口有望持续。

22、23 年行业受到云计算 CAPEX 放缓、消费电子需求下滑、行业去库存共同影响, 存储价格持续下降, 三星电子由于上市公司体内除存储外还有智能手机、晶圆代工、面板等业务, 毛利率 23 年仍为正数, 但海力士、美光 23 年上半年毛利率已经转负。23Q1 美光、海力士毛利率分别为-31%、-32%, 23Q2 分别为-16%、-16%。23 年除三星电子因为上市公司体内存在非存储业务仍然盈利以外, 美光、海力士净利率持续低于 0, 24Q1 才实现利润转正。23 年美光、海力士累计分别亏损-68.72、-69.87 亿美元。

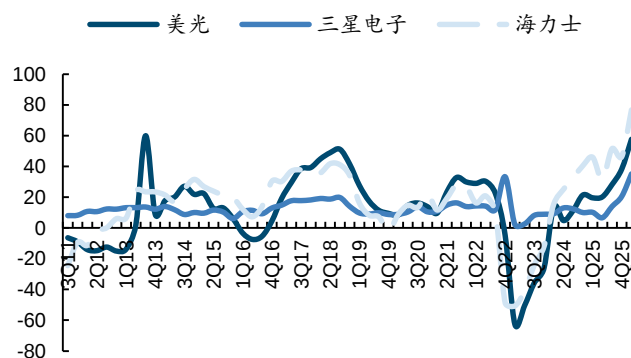


图表13: 23H1 美光、海力士毛利率转负 (单位: %)



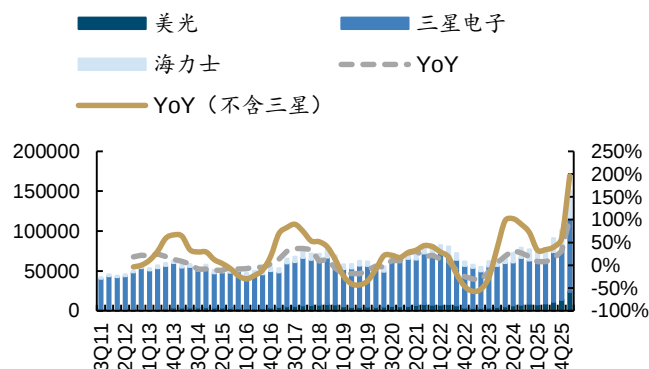
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 23 年全年美光、海力士净利率持续低于 0 (单位: %)



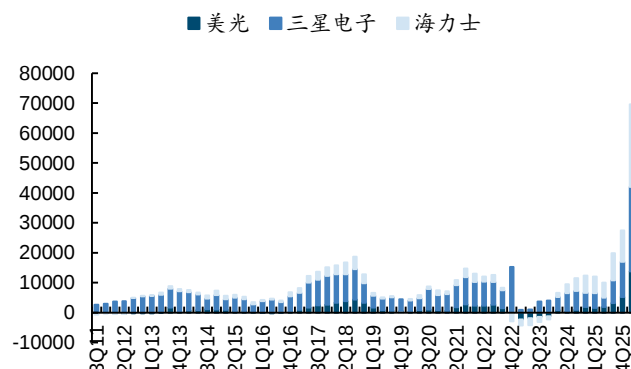
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表15: 23 年美光、三星、海力士合计营收大幅度下滑 (单位: 百万美元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表16: 23 年全年海力士、美光合计亏损约 138 亿美元 (单位: 百万美元)

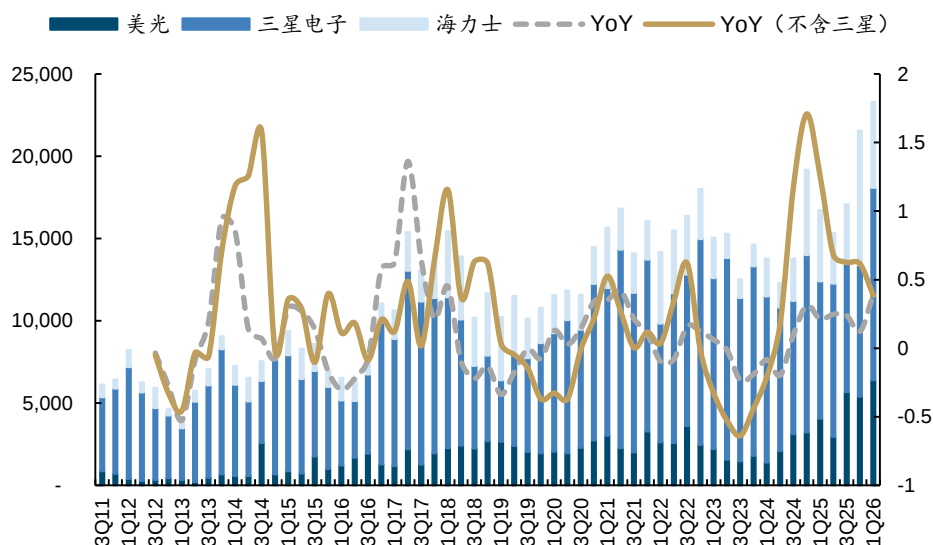


来源: 公司公告, 国金证券研究所

由于存储行业 22、23 年的持续低迷, 头部公司如海力士、美光已经陷入持续亏损, 行业公司财务压力较大, 导致 CAPEX 投资谨慎, 影响了后续产能释放。三星电子由于上市公司体内存在晶圆代工等业务, 资本开支相对平滑。若仅考虑体内均为存储业务的海力士与美光, 1Q23~4Q23 CAPEX 分别同比下滑-33%、-53%、-64%、-44%, 海力士与美光 23 年资本开支规模甚至低于 17 年的资本开支水平 (23 年美光、海力士资本开支分别为 70、64 亿美元, 17 年分别为 66、81 亿美元)。



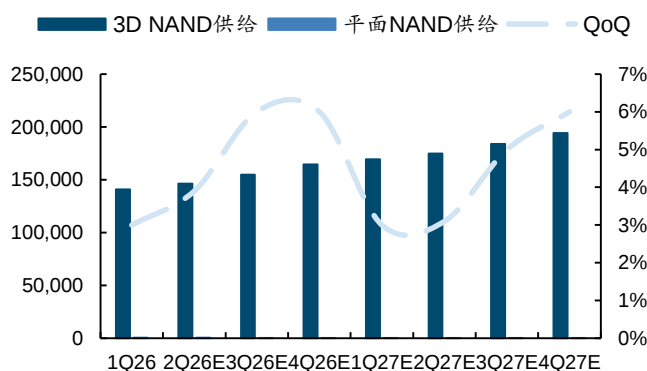
图表17: 23 年行业下行周期, 美光、海力士资本开支大幅下滑 (单位: 百万美元)



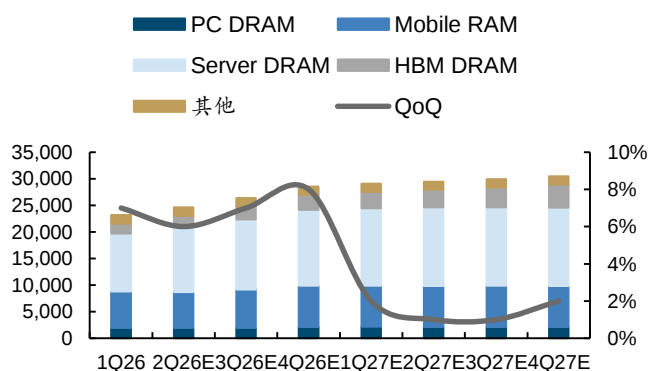
来源: 公司公告, 国金证券研究所

22、23 年下行周期时的低资本开支导致当前行业供给增长缓慢, 存储行业公司业绩增长驱动主要来自涨价, 出货量增长贡献极其有限。根据威刚工控测算, 1Q26~4Q27, 全球 NAND 与 DRAM 每季度位元出货增长量环比增长均仅个位数。

图表18: 全球 NAND 行业位元供给增长缓慢 (单位: 等效百万 16Gb)



图表19: 全球 DRAM 行业位元供给增长缓慢, 27 年增速预计较 26 年更低 (单位: 等效百万 4Gb)



来源: 威刚工控, 国金证券研究所

来源: 威刚工控, 国金证券研究所

我们认为受制于关键上游设备产能如光刻机, 中期存储行业扩产尤其 DRAM 的扩产难以加速。目前 DRAM 1c 制程扩产海外厂商已经采用 EUV 光刻机。根据 ASML 26Q1 业绩说明会, 26 年 ASML 预计 EUV 产能为至少 60 台, 预计 28 年达到至少 80 台, 提升幅度有限。考虑先进制程扩产同样需要 EUV 光刻机, 我们认为 DRAM 中期扩产难以超预期, 存储行业紧缺有望持续。

1.2 LTA 体现存储原厂高议价能力, 有望加强客户绑定, 维持存储原厂高利润率

存储行业供给增加有限, 下游需求尤其数据中心需求持续增长, 导致供需缺口有望长期存在。另外存储价格的持续上涨, 也使得下游客户资金压力变大。为了保障供给, 下游客户开始寻求与存储厂商签订长期协议, 以确保供给同时将价格限制在一定范围内, 避免更大幅度的价格上涨。而 LTA 对存储厂也具备较大战略价值, LTA (长期协议) 有望加强与客户绑定, 同时在存储价格已经在高位情况下, 签订限制价格变化幅度的 LTA 也有望维持存储厂高利润率。

根据目前主要存储厂所披露的 LTA 签订情况, LTA 一般为 3~5 年的时间, LTA 的价格下限也将高于历史周期高点的利润率, 同时客户需要给存储原厂预缴保证金。目前美光、铠侠、闪迪已经在业绩会中对 LTA 有较明确预期。


图表20：存储厂商持续推进 LTA 签订

公司	当前披露进展	覆盖产品	合约期限	价格/采购量机制	客户保证/押金
美光	已签 16 个 SCA；已签合约覆盖约 20% 的 DRAM 采购量、约 1/3 的 NAND 采购量；计划协议全部完成后，约 50% 以上公司收入可纳入 SCA 框架。	DRAM 与 NAND；覆盖数据中心、消费、汽车等终端。	通常为 2026 - 2030 年五年；汽车客户通常为三年。	强制采购/不提货也需承担付款责任；绑定具体采购量。部分协议为固定价或设置价格下限/上限；大客户现有产品价格上限接近当前 CQ2 市场价，价格下限可保障高毛利率。	已签协议预计带来约 220 亿美元现金押金及相关财务承诺，其中约 180 亿美元为现金押金；已签 SCA 按最低采购量和最低价格计算的剩余履约义务约 1000 亿美元。
闪迪	已签 5 个多年供货伙伴协议；2027 财年超过 1/3 的比特出货量处于客户确定承诺之下；第三财季签署的前三个协议提供约 420 亿美元最低合同收入。	NAND / 企业级 SSD 为主，尤其 AI 数据中心 TLC/QLC 企业级 SSD。	各协议期限不同，最长五年；管理层提到组合中可能有一年、两年、三年、五年等不同期限。	包含季度采购承诺；整体采购量承诺在合约期内增加；价格为固定价与可变价组合，可变价使 Sandisk 在价格上涨时保留上行，同时在价格下跌时客户也有部分好处。	五个协议合计财务担保超过 110 亿美元，包括预付款及第三方金融机构管理的金融工具；第三财季资产负债表已有 4 亿美元预付款。
铠侠	明确表示会利用客户承诺（包括 OTA）建立稳定供给框架；管理层称受保密限制无法披露具体客户细节，但 2028 年及以后许多 hyperscaler 和企业客户希望签 OTA；当前覆盖比例粗略约 50%，未来希望进一步提高。	NAND / SSD，偏 AI 数据中心、企业级 SSD 和高性能/大容量存储。	未明确披露；讨论重点偏 2028 年及以后。	未披露价格下限/上限、固定价/可变价或强制采购机制；公司表示 LTA/OTA 会帮助确认资本开支、价格和合约时间，从而支持投资决策。	未披露押金、财务担保或最低合同收入。
三星电子	未披露强制采购、押金、最低合同收入等硬 LTA 条款；公司仅说明 HBM 按行业惯例提前年度谈预计价格，传统 DRAM 按季度谈价。	HBM、传统 DRAM、高密度 DDR5、企业级 SSD 等。	HBM 定价偏年度；其他未披露。	HBM 考虑后端产能准备周期，提前按年度谈预计价格；传统 DRAM 按季度谈价。未披露价格下限/上限。	未披露。
海力士	公司确认客户锁定中长期供给的需求显著增加，正在综合评估新的多年 LTA 结构；但未披露已签数量、采购量覆盖比例、收入覆盖比例或价格条款。	公司没有逐项确认 LTA 覆盖产品范围。	未披露	公司表示新多年 LTA 应同时为客户提供供给稳定性、为卖方提供需求可见度和稳定收入结构；未披露强制采购、价格下限/上限或固定/可变价机制。	未披露押金、财务担保或最低合同收入。

来源：各公司公告，国金证券研究所

我们认为，存储原厂与下游客户尤其数据中心客户签订 LTA 在供给增长有限，数据中心基建持续高景气情况下是未来必然趋势。公司作为 HBM 领先厂商与三大原厂之一，未来 LTA 占出货比例有望持续提升。

1.3 存储行业扩产将成为未来业绩增长点，存储有望从涨价品种转向成长品种

我们认为，LTA 的持续落地有望减少存储厂商的强周期性。未来随着技术持续迭代，HBM、高端服务器 DRAM、HBF 等新技术有望更加定制化，减少存储的大宗商品属性。存储行业有望从周期行业，逐渐向成长行业转化，而存储原厂未来业绩增长也将逐渐从产品涨价转向



新增产能释放。

目前存储价格已经处于高位，涨价对于利润率提升的边际变化已经逐渐减少，叠加 LTA 逐步落地，我们认为未来存储原厂的业绩增长将来自依靠 LTA 维持高利润率情况下的新增产能释放。

图表21：各公司毛利率已经处于高位，涨价带来的毛利率边际变化减少

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
美光	38%	39%	46%	57%	75%	81%
三星电子	36%	34%	39%	47%	61%	
海力士	57%	54%	57%	69%	79%	
闪迪	23%	26%	30%	51%	78%	公司指引 79~80%
铠侠	19%	21%	27%	36%	64%	
DRAM 环比 涨价	-8%~-13%	-0%~-5%	+10%~15%	+45%~50%	+93%~98%	+58%~63%
NAND 环比 涨价	-10%~-15%	企稳	+5~10%	+33~38%	+85~90%	+70~75%

来源：各公司公告，TrendForce，国金证券研究所，美光、闪迪毛利率为 Non-GAAP 口径

2026 年是主要存储厂商增加 capex，开始扩大洁净室、前道设备、封装设备等项目的第一年。目前 DRAM 行业供给增长主要依赖大型新建厂房扩产，需要较长建设周期，27 年开始 DRAM 行业有望有第一批新增产能出现。NAND 行业预计将依赖现有厂房在 28、29 年增加产线，30 年以后依赖新增厂房扩产。

图表22：DRAM 行业 27 年起第一批新增产能有望出现

	26 年扩产计划	27~28 年扩产节奏	29 年以后长期扩产节奏
美光	FY26 CAPEX 约 270 亿美元，FQ4 单季约 100 亿美元；FY27 季度 CapEx 将高于 FQ4，且 FY27 同比增加部分超过一半来自建设 capex，用于提前拉 cleanroom。签署多年 EUV 供给协议，加速 1c 及后续节点 EUV 导入。	Idaho ID1 工厂预计 2027 年中实现晶圆出货；ID2 工厂预计 2028 年底实现晶圆出货。铜锣工厂现有 30 万平方英尺工厂预计 2027 年中贡献有意义出货，新建第二期洁净室且支持 EUV。新加坡 HBM 封装产能预计 2027 上半年开始有意义贡献。	美国长期制造版图包括 Idaho 两座 fab、纽约最多四座 fab、Virginia 扩建、HBM 封装和 R&D，目标长期在美国生产约 40% DRAM。
三星	26 年存储 CAPEX 显著增加，主要利用此前在 Pyeongtaek 提前的工厂，后续设备投资会显著增加；全年 CapEx 预计大幅同比提升，受 AI 需求驱动。	未披露	包括约 400 万亿韩元 Gwangju 新半导体工厂、约 56 万亿韩元 Cheonan/Onyang 先进 HBM 工厂；2026 - 2040 年韩国本土总投资规划约 2450 万亿韩元，其中约 2100 万亿韩元投向 Pyeongtaek、Yongin 等半导体集群。
海力士	2026 年 CapEx 将显著同比增加，主要用于 M15X 产能爬坡、Yongin 基础设施准备、EUV 等关键设备采购。	Yongin 第一座一期洁净室开业从 2027 年 5 月提前三个月至 2027 年 2 月，Phase 1 用于 DRAM。之后 Phase 2 - 6 分阶段投资。	Yongin 地区长期包括多座先进 fab；韩国最新长期规划中，海力士计划把 Yongin 第四座工厂完成时间提前到 2033 年，比此前 2045 年计划提前 12 年。此外 SK Group 还有约 400 万亿韩元韩国西南部新芯片生产基地规划，但会按市场需求和董事会批准分阶段执行。



铠侠/闪迪	计划未来三年平均年 CapEx 约 4700 亿日元, R&D 约 2300 亿日元。FY26 CapEx 约 4500 亿日元	公司计划通过 YokkAlchi 和 Kitakami 既有厂房内设备投资支持 CY25 - CY28 约 22% 位元 CAGR。	YokkAlchi Y7 和 Kitakami K2 仍有剩余空间, 可支持到 CY29 左右
-------	--	--	---

来源: 各公司公告, Reuters, 国金证券研究所

随着数据中心客户逐步签署长期 LTA, 价格波动收窄, 核心驱动不再主要来自 ASP 上行, 而是来自 AI 基础设施扩张带来的持续出货增长。LTA、客户预付款、供给承诺以及更强的产品定制化属性, 有望使行业利润率在高位保持相对稳定。过去市场对存储厂的定价框架主要围绕“涨价—盈利上修—周期见顶”展开, 因此估值往往受制于周期高点担忧, 但在本轮 AI 基建拉动下, HBM、高密度服务器 DRAM、企业级 SSD 等产品已经成为 AI 系统性能和供给安全的关键部件, 客户更愿意用长期协议锁定供给, 供应商也因此获得更清晰的需求可见度和资本开支回报预期。存储行业有望从“价格弹性资产”转向“出货增长资产”, 盈利增长的可持续性和可预测性提升。

二、HBM 市占率领先, DRAM、eSSD 全面布局的全栈式 AI 存储受益标的

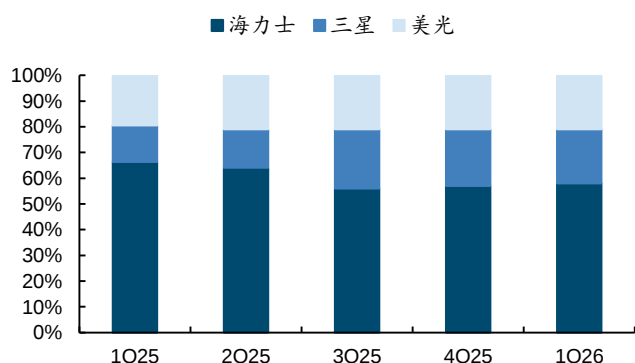
2.1 HBM 份额领先, 带动与 AI 芯片厂商深度合作

HBM 已从传统 DRAM 中的高端产品, 演变为 AI 加速器平台的核心架构部件。其带宽、容量、功耗、封装厚度、良率和量产节奏, 直接决定 GPU/ASIC 的系统性能、能效、封装设计和上市时间。因此, HBM 供应商的竞争力不再只取决于 DRAM 制程节点, 而是取决于制程、TSV、先进封装、良率爬坡、品质控制和供应稳定性的综合执行能力。公司管理层强调, HBM 竞争力由 DRAM 工艺、TSV、封装、性能、良率、质量和供应稳定性共同构成。

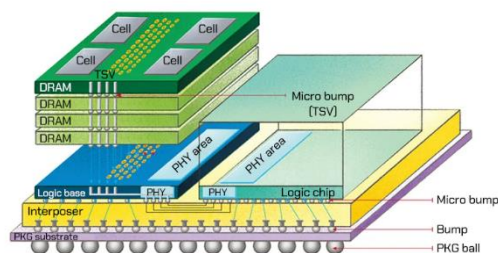
公司的领先优势来自多年量产经验与客户信任积累。公司自 HBM2E 以来持续强化推向市场时间、成本、良率、性能和客户信任, 并在 HBM4 和 HBM4E 继续保持技术领先。由于 AI 芯片平台迭代速度快、失败成本高, 客户在选择 HBM 供应商时更重视量产可见度和交付稳定性, 而非单一纸面参数。领先供应商一旦进入客户主平台, 便能在下一代产品定义早期获得更深参与, 从而形成“早期协同—产品适配—量产验证—下一代继续合作”的正反馈。公司市占率也持续领先。

根据公司提交的 F1 表格, 公司率先开发采用 TSV 封装技术的 HBM, 并于 2024 年实现 HBM3E 商业化、2025 年开发下一代 HBM4, 体现公司在封装、堆叠、量产和客户验证上积累的结果。

图表23: 1Q26 公司 HBM 市占率为 58%



图表24: 公司率先开发采用 TSV 技术的 HBM



来源: Counterpoint, 国金证券研究所

来源: 公司网站, 国金证券研究所

公司正在从“按标准供货”走向“参与客户平台定义”。公司表示, HBM4 从开发早期即与主要客户建立前置协同, 并将按照客户所需的性能水平和约定节奏推进量产; HBM4E 方面, 公司也正在与客户就出货时间、产品规格和 base die 技术进行密切协商, 目标于 2027 年量产。公司在下一代 AI 平台定义阶段即参与带宽、容量、功耗、封装和供给节奏的共同规划。

公司与英伟达深度合作。公司 F-1 披露, 2026 年 6 月公司宣布与英伟达建立技术合作, 围绕英伟达 AI 基础设施路线图推进下一代存储, 覆盖英伟达 Vera Rubin 系列产品、Vera CPUs、RTX Spark-powered PCs 和 Jetson Thor 等平台, 体现公司在英伟达下一代 AI 平台中参与存储规格的前置定义。



从产品形态看，HBM 的竞争正在从标准化供给转向定制化协同。公司 F1 表显示，公司正在围绕 HBM4E 及未来 DRAM 投入定制化 base die 集成和先进堆叠技术开发，以开发适配客户特定架构需求的定制化 HBM 解决方案。同时公司通过专门团队覆盖关键客户，在客户终端产品开发多个阶段提供支持，并主动提出解决方案。我们认为，定制化产品 + 前置客户协同 + 关键客户专属覆盖的模式，将显著提升客户粘性和平台绑定关系，使公司在 AI 芯片路线图中的话语权持续增强。

2.2 高盈利支撑 CAPEX 投入打开成长空间，强现金流有望贡献更多股东回报

AI 基础设施扩张正在推动存储需求从单点 HBM 扩展至多层存储需求，带动 DRAM、NAND 等需求共同增长。随着 AI 从训练阶段进入推理、agent AI 和更长上下文，系统对 HBM、DRAM 以及 NAND 的需求同步提升。对下游客户，存储已经从可替代的标准部件转变为 AI 算力交付的关键瓶颈，供给安全的重要性显著上升。在供需紧张背景下，我们认为客户更重视锁定供应量而非短期价格，供应商的可交付产能、先进制程迁移能力以及先进封装能力成为核心竞争力。公司扩产计划具备较强能见度，有望充分受益。

公司扩产节奏已经具备较强能见度，且覆盖前道晶圆、先进制程迁移和后段封装多个关键环节。近端看，M15X 已于 2025 年 10 月开放洁净室，并于 2026 年一季度开始晶圆投片，主要用于提升下一代 DRAM 如 HBM 的产能；中期看，公司已于 2025 年 2 月启动 Yongin 第一座 fab 建设，第一阶段洁净室预计于 2027 年一季度开放；后段封装方面，公司正在建设 Cheongju P&T7 先进封装厂，预计 2027 年底完工，同时 Indiana 先进封装厂预计 2028 年下半年开始运营。这意味着公司的成长路径是由 M15X 近端产能爬坡、Yongin 中长期产能、P&T7/Indiana 先进封装共同构成多阶段供给曲线。

26 年 6 月在台北电脑展中，SK 集团会长崔泰源指出，受人工智能基础设施驱动，存储供应瓶颈预计将持续至 2030 年，公司正加速资本支出以缓解供需失衡，将在五年内将其存储晶圆产能翻倍。

图表25：公司扩产计划中各个项目将构成多阶段的供给曲线

项目	节奏	产品/作用	对公司贡献
M15X/Cheongju	2025 年 10 月洁净室开放；2026Q1 开始晶圆投片	下一代 DRAM，尤其 HBM	近端产能爬坡，支撑 HBM/高端 DRAM 供给
Yongin Cluster Fab 1	2025 年 2 月开工；Phase 1 洁净室预计 2027Q1 开放	下一代 fab 和研发基地	中长期核心 DRAM/HBM 产能平台
P&T7 / Cheongju	预计 2027 年底完工	先进封装	强化 HBM 后段能力，缓解封装瓶颈
Indiana	预计 2028 年下半年运营	美国先进封装	支撑海外客户、供应链韧性和地缘多元化

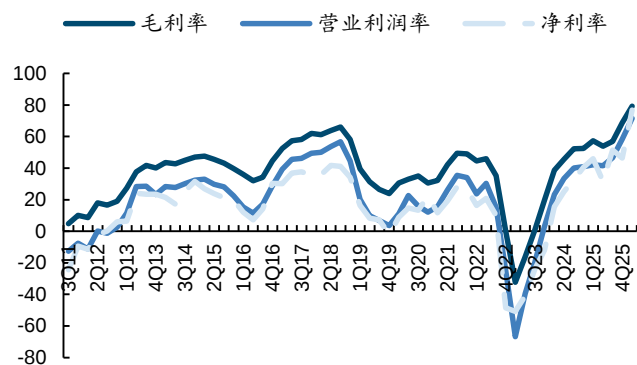
来源：公司公告，国金证券研究所

公司当前具备以高盈利支撑高 capex 投入的能力。26Q1 公司收入达到 52.6 万亿韩元（约 358.9 亿美元），同比增长 198%、环比增长 60%；经营利润率提升至 72%，实现净利润约 275.3 亿美元。公司已经从上一轮下行周期中的资本压力，切换为由高毛利率、高现金流驱动的扩产周期。

公司 CAPEX 24 年以来持续增加，公司 23~25 年 CAPEX 分别为约 64、116.192 亿美元。26Q1 公司 CAPEX 达到 52 亿美元，同比增长 39%。公司本次美股发行 ADR 募集资金预计将全部用于长期扩产计划，主要用于 Yongin 工厂以及 PT&7 工厂的建设（合计约 45.5 万亿韩元）、EUV 光刻机的购买（合计约 11.9 万亿韩元）。

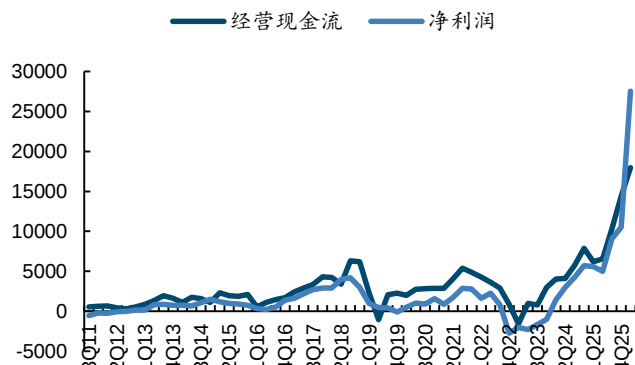


图表26：公司盈利能力已经恢复，并达到历史新高（单位：%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表27：公司经营现金流和净利润已经达到历史新高（单位：百万美元）

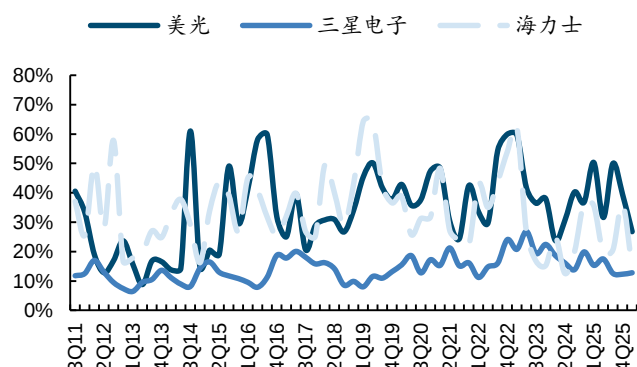


来源：公司公告，国金证券研究所

我们认为，公司资本开支的投入并未削弱公司的自由现金流。1Q26 公司产生自由现金流 127.5 亿美元，同比+576%，环比+105%。公司创造的大量现金未来有望通过扩大分红、回购等方式实现股东回报。根据公司 F-1 表，公司正持续关注自身业绩与现金流变化情况，同时有望采用分红、回购等方式在 2026 年剩下时间更大实现股东回报。

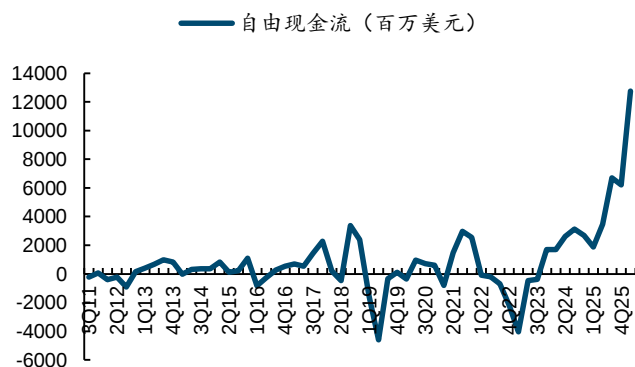
截至 26Q1，公司现金与一般等价物合计约 139.6 亿美元。我们认为，随着公司盈利能力维持高位，带来大量现金流入，现金与等价物有望快速增长，为公司未来分红、回购打开空间。

图表28：公司资本开支/营收比例仍维持较低水平，未超过历史高位



来源：各公司公告，国金证券研究所

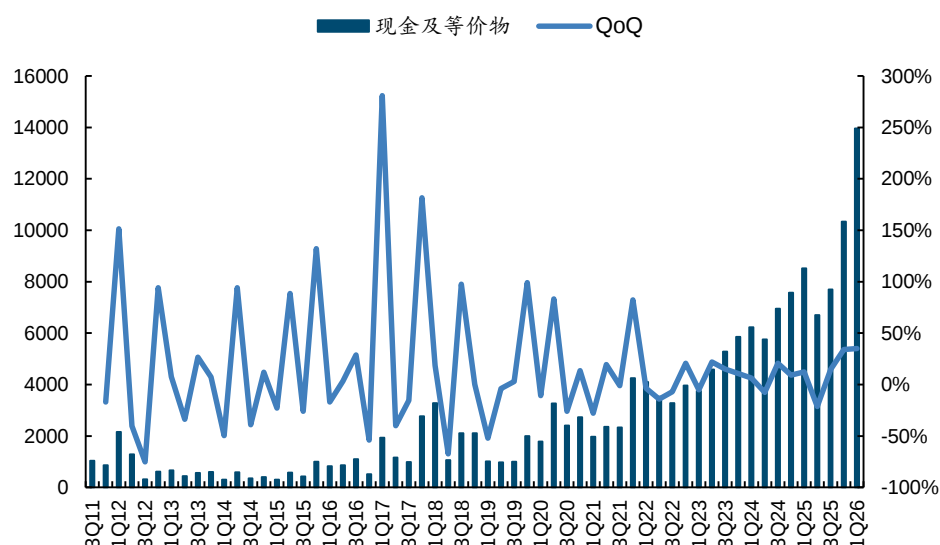
图表29：1Q26 公司自由现金流达到 127 亿美元，同比+576%，环比+105%



来源：公司公告，国金证券研究所



图表30: 公司 26Q1 现金与等价物合计约 139.6 亿美元 (单位: 百万美元)



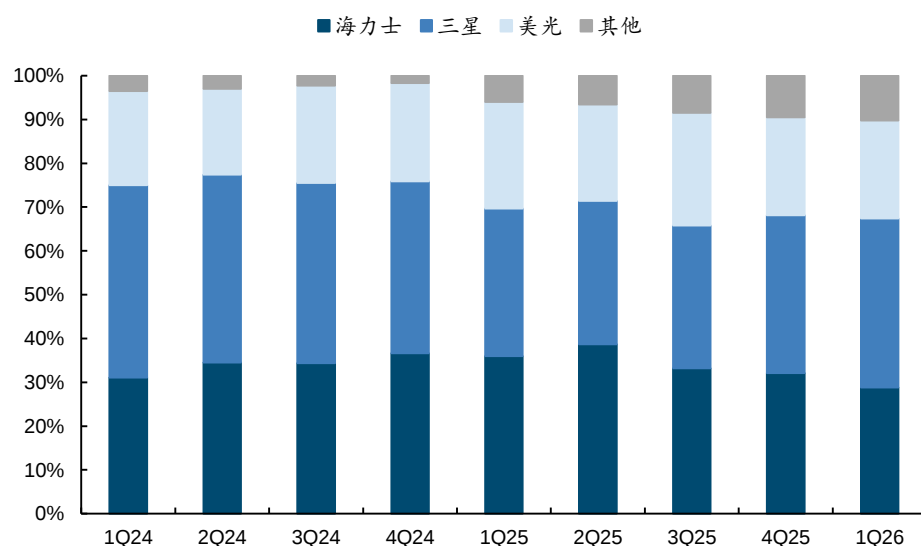
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 HBM+DRAM+NAND 的全栈式 AI 存储受益标的, 推进 HBF 等新技术布局

公司与三星、美光均为 HBM、DRAM、NAND 全面布局的厂商, 公司在 HBM 市占率领先, 在整体的 DRAM (HBM+普通 DRAM)、NAND 市占率均为行业第二, 仅次于三星。

根据 TrendForce, 公司 1Q26 在整体 DRAM 行业按营收市占率为 29%, 较 25 年有所下滑。公司市占率下滑主要原因为公司 HBM 市占率全球第一, HBM 定价周期以一年为单位, 普通 DRAM 以每季度为单位定价, 25 年以来 DRAM 价格大幅上涨, HBM 价格较为稳定, 使得 HBM 市占率更低的三星市占率快速提升。

图表31: 公司 26Q1 整体 DRAM (HBM+普通 DRAM) 按营收市占率行业第二

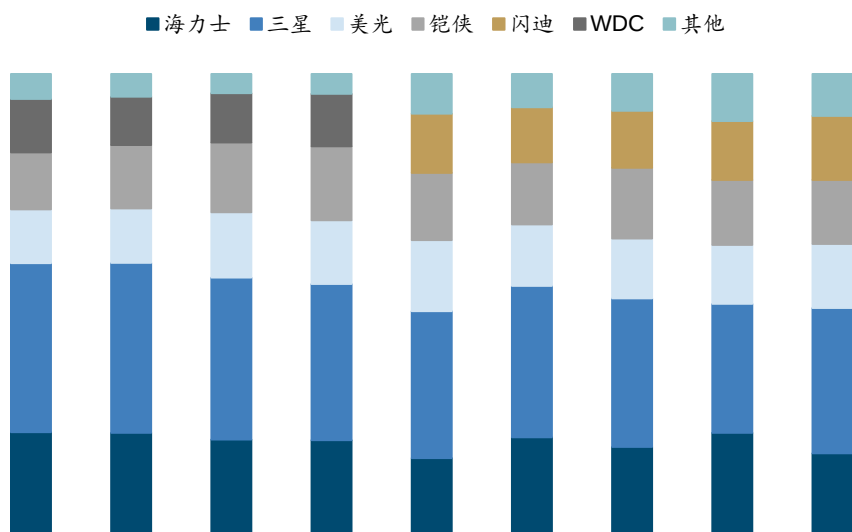


来源: TrendForce, 国金证券研究所

根据 TrendForce, 公司 1Q26 在整体 DRAM 行业按营收市占率为 18%, 24 年以来维持在 20% 上下的市占率波动, 市占率排名第二, 次于三星。



图表32：公司 NAND 按营收市占率维持 20% 上下波动，排名全球第二



来源：TrendForce，国金证券研究所

公司在新一代存储技术，如 SOCAMM、HBF 等也持续布局。随着 AI 服务器架构不断演进，CPU 使用率的提升将带来单节点服务器 DRAM 需求的增加，因为由 CPU 负责调度和编排的 AI 工作负载，需要更大、更快的 DRAM 容量来支撑其吞吐量和内存需求。SOCAMM 是面向 AI 服务器的新型低功耗 DRAM 模组形态，相比传统 RDIMM 具有更小尺寸、更高能效，适合在 CPU rack、AI 推理服务器场景中提供高带宽、低功耗的系统内存扩展。公司已量产基于 1c nm 工艺的 192GB SOCAMM2，面向 Vera Rubin 平台优化，相比传统 RDIMM 带宽超过两倍、能效提升超过 75%。

图表33：公司 SOCAMM 已经批量生产

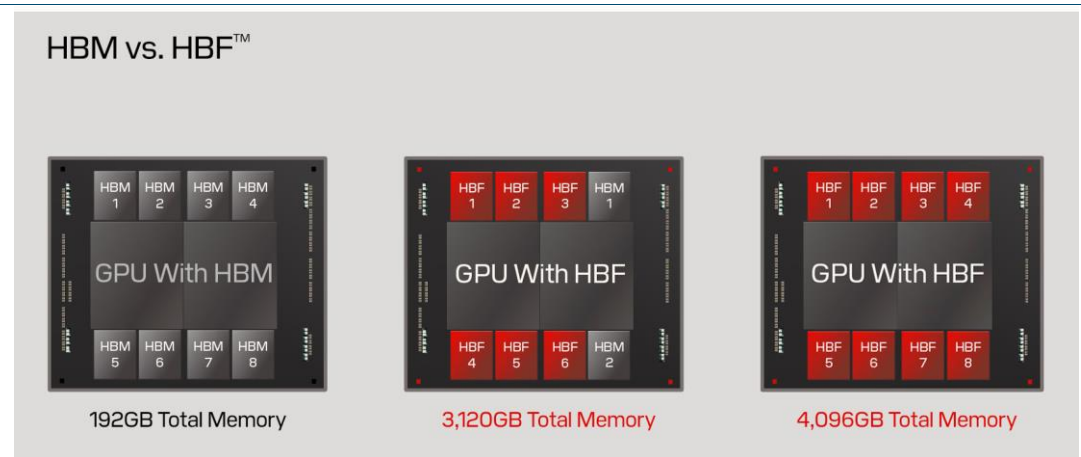
厂商	三星	海力士	美光
目前产品容量	192GB	192GB	256GB
产品进展	25 年底客户送样	26 年 4 月开始批量生产	26 年 3 月开始客户送样
产品性能	相比 RDIMM 带宽翻倍以上增长，功耗降低超 55%	相比 RDIMM 带宽翻倍以上增长，功耗降低超 75%	功耗是 RDIMM 的 1/3

来源：TrendForce，国金证券研究所

除 HBM 以外，公司也持续布局其他新兴存储技术。公司已开始布局 HBF 等下一代高带宽存储形态。HBF 通过类似 HBM 的垂直堆叠方式堆叠 NAND 芯片，目标在 HBM 与 SSD 之间形成新的存储层级，以满足 AI 推理、长上下文、KV cache 和 RAG（外挂知识库）等场景对高容量、高带宽和低功耗的需求。公司已与闪迪启动 HBF 全球标准化，推动 HBF 标准化和商业化。我们认为，HBF 短期仍处于标准制定和生态培育阶段，但其战略意义在于将公司的 HBM 先进封装和客户协同能力延伸至 NAND 侧，为公司在下一代 AI 内存层级中继续保持话语权提供潜在路径。



图表34: HBM 有望实现单芯片更大容量显存



来源：闪迪网站，国金证券研究所

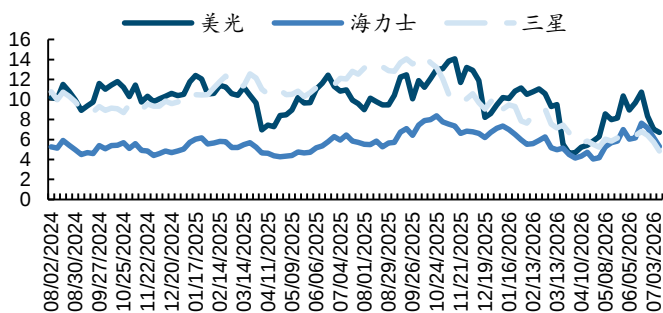
2.4 美股 ADR 发行有望缩小估值折价

公司本次计划在美国最多发行 1779 万股，相当于当前公司 7.12 亿股的约 2.5%。我们认为，公司发行 ADR，有望扩大投资者的多元性，同时在更成熟市场发行，也有望降低公司的估值折价。

目前美光 forward PE 高于三星、海力士，市值接近三星，超过海力士。截至 2026 年 7 月 8 日，美光市值为 1.06 万亿美元，海力士为 9858 亿美元，三星为 1.07 万亿美元；美光、海力士、三星基于未来十二个月一致预期的 forward PE 分别为 7、5、5X。考虑三星、海力士分别为 DRAM 与 NAND 行业市占率第一、第二，海力士在高端产品如 HBM 市占率第一，且三星电子除了存储业务以外，上市公司体内还有晶圆代工、智能手机、面板等业务，我们认为美光的估值溢价主要来自美股市场的流动性溢价。

图表35: 美光 forward PE 高于三星、海力士

图表36: 海力士 ADR 发行前，美光较海力士市值更大



来源：各公司公告，国金证券研究所，forward PE 采用 Bloomberg 未来十二个月业绩对应的一致预期

来源：Wind，国金证券研究所

本次公司共发行 1.78 亿 ADR，每 ADR 对应 0.1 韩股，占公司股本的约 2.5%，共募集资金约 265 亿美元。我们认为，公司发行 ADR 后，有望推动其相对美光的估值折价修复。过去公司估值的折价我们认为来自韩国本地上市带来的可投资性、流动性和投资者覆盖折价。参照台积电发行 ADR 后，其美国 ADR 长期相对台股存在溢价，反映美国投资者准入、流动性偏好和指数资金配置带来的估值差异。我们认为公司 ADR 发行时点叠加 HBM 龙头地位、AI 半导体资金偏好以及潜在指数纳入，有望使公司从“韩国存储周期股”逐步切换为“全球投资者可直接配置的 AI 存储核心资产”，从而推动相对美光的估值折价收敛。

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

根据 WSTS 数据，2026 年全球存储芯片销售额预计为 8039.41 亿美元同比增长 249%，全 2027 年全球存储芯片销售额预计增长 32%，达到 10621 亿美元。



我们认为，HBM 是当前 AI 存储最核心物料，由于单 AI 芯片搭载 HBM 容量持续提升，叠加 AI 芯片出货增长，HBM 需求增速高于 AI 芯片出货增速。公司作为 HBM 市占率第一的公司，HBM 未来价格有望上调，带动公司 27 年收入增速高于行业平均增速。另外公司扩产计划明确，覆盖前道晶圆、先进制程迁移和后段封装多个关键环节。在 AI 基础设施维持高景气度情况下，我们认为公司未来产能释放将继续带动公司收入增长。我们认为，在下游客户与存储原厂持续推进 LTA 签订的背景下，普通 DRAM、NAND 未来价格波动将收窄，公司普通 DRAM 与 NAND 的收入将主要依靠产能释放驱动。另外，由于高端 DRAM 产品如 SOCAMM 开始出现定制化属性，而 NAND 主要用于固态硬盘 SSD，技术已经较成熟，NAND 较 DRAM 大宗商品属性更强，我们预计 DRAM 的 LTA 签订比例将较 NAND 更大，导致短期 NAND 价格弹性预计将高于 DRAM。

因此我们预计公司 26~27 年营收 2454、3922、4832 亿美元，同比+265%、+60%、+23%，其中 DRAM 收入（含 HBM 与普通 DRAM）分别为 1790、2684、3339 亿美元，同比+246%、+50%、+24%；NAND 收入分别为 664、1238、1492 亿美元，同比+364%、+85%、+21%。

我们认为，LTA 的签订有望将存储价格波动收窄。存储行业供给增长有限，AI 基础设施建设维持高景气度，存储厂商有望维持较高盈利能力。我们预计公司 26~27 年毛利率分别为 83.83%、86.29%、84.93%。

26 年 3 月 31 日，公司与工会达成协议，未来将把 K-IFRS 准则下 10% 的营业利润作为奖金发放，其中生产制造相关员工奖金计入营业成本，销售、管理、职能部门员工奖金将计入一般费用。因此我们预计公司一般费用率未来将有所提升。我们预计公司存储行业制造技术已经较为成熟，我们预计公司研发费用率维持较稳定。我们预计公司 26~27 年一般费用率分别为 6.0%、6.0%、6.0%，研发费用率分别为 6.5%、6.5%、6.5%。

图表37：公司营收与费用预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
DRAM（百万美元）	16,161	30,695	51,798	179,016	268,417	333,939
YoY		89.93%	68.75%	245.61%	49.94%	24.41%
NAND（百万美元）	7,372	13,270	14,300	66,414	123,776	149,235
YoY		80.00%	7.76%	364.43%	86.37%	20.57%
其他（百万美元）	1,975	1,506	1,073	0	0	0
YoY		-23.77%	-28.70%	-100%	NA	NA
合计收入（百万美元）	25,509	45,471	67,171	245,429	392,193	483,174
YoY		78.26%	47.72%	265.38%	59.80%	23.20%
营收成本（百万美元）	25,924	23,607	26,590	39,688	53,751	72,814
毛利率	-1.63%	48.08%	60.41%	83.83%	86.29%	84.93%
一般费用（百万美元）	2,342	2,340	3,468	14,726	23,532	28,990
一般费用率	9.18%	5.15%	5.16%	6.00%	6.00%	6.00%
研发费用（百万美元）	3,261	3,403	4,473	15,953	25,493	31,406
研发费用率	12.78%	7.48%	6.66%	6.50%	6.50%	6.50%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 投资建议

我们认为，AI 发展有望带动 HBM、DRAM、NAND 等各层级存储需求快速增长。23 年下行周期的亏损导致存储行业 CAPEX 投入不足，造成当前行业新增供给有限，供需极其紧张。未来来看，我们认为存储需求增长受制于上游设备尤其 EUV 光刻机产能，难以实现大规模扩产。在 AI 基础设施处建设处于高景气度情况下，行业供需缺口有望维持。当前下游客户与存储厂商推进 LTA 签署，未来存储价格波动有望收窄，存储行业未来业绩增长主要驱动将来自产能扩张，存储有望逐步从涨价品类转向成长品类。公司作为 HBM 全球市占率第一的企业，产品品类齐全，同时布局 HBF 等新兴存储技术，有望充分受益。另外公司股票过去仅在韩国市场交易，发行 ADR 有望使得投资者群体更为多元化，迎来估值折价修复。

我们预计公司 26~28 年净利润分别为 1487、2495、3075 亿美元，同比+401%、+68%、+23%，公司每 ADR 对应 0.1 股韩股，26~28 年每 ADR 收益分别为 20.86、35.01、43.15 美元。我们选取美股上市的存储企业美光、闪迪，以及存储行业市占率第一的三星电子作为可比公司，可比公司 27 年平均 PE 为 7 倍，考虑公司 ADR 发行后有望带动公司估值折价修复，我



们给予公司 27 年 8X PE，对应 ADR 目标价 280.10 美元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表38：可比公司估值比较（当地货币）

代码	名称	股价	EPS					PE				
			24	25	26E	27E	28E	24	25	26E	27E	28E
MU	美光科技	983.12	4.39	14.83	112.71	116.52	173.62	224	66	9	8	6
SNDK	闪迪	1757.82	-	7.41	153.72	214.99	179.09	-	237	11	8	10
005930.KS	三星电子	285000	5630	7470	46580	66450	71100	47	35	6	4	4
平均								135	113	9	7	6
SHKY	海力士	193.92	1.87	4.08	20.86	35.01	43.15	104	48	9	6	4

来源：Bloomberg，国金证券研究所，可比公司盈利预测为 Bloomberg 一致预期，股价截至 2026 年 7 月 14 日，公司、美光、闪迪货币单位为美元，三星电子货币单位为韩元

四、风险提示

AI 存储需求不及预期：目前存储供需缺口有望维持，主要依赖数据中心 AI 基础设施建设的需求高速增长，如果 AI 发展不及预期，或云厂商数据中心建设节奏低于预期，将导致 AI 存储需求减弱，导致存储供需紧张缓解，造成公司业绩不及预期。

行业扩产增速超预期：目前存储供需缺口有望维持，下游客户与原厂签订 LTA 的重要前提在于行业扩产增速有限，未来扩产瓶颈主要在上游设备。如果上游设备厂扩产超预期，以及中国厂商扩产超预期，将可能导致存储行业扩产增速超预期，造成公司业绩不及预期。

产品迭代不及预期：HBM 等面向 AI 芯片的高端存储产品迭代速度快，技术难度较大，如果产品迭代不及预期，将造成公司 HBM 市占率大幅下降，同时可能影响下游 AI 芯片出货，造成公司业绩。

ADR 流通盘小且杠杆类产品较多：公司 ADR 发行股数占公司仅 2.5%，ADR 的流通盘有限。另外全球市场有大量与公司股价相关的高杠杆产品，容易放大短期股价波动，可能造成公司股价在短期大幅度波动。

劳资纠纷风险：公司与工会于 26 年 3 月底达成协议，未来将按照 K-IFRS 准则下 10% 营业利润作为员工奖金，避免罢工发生。未来公司员工可能出现其他诉求，影响公司生产，造成公司业绩不及预期。


附录：报表预测摘要（单位：百万美元）

利润表						单位：美元(百万)
项目/报告期	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,509	45,471	67,171	245,429	392,193	483,174
营业成本	25,924	23,607	26,590	39,688	53,751	72,814
毛利	-415	21,864	40,581	205,741	338,442	410,360
其他收入	0	0	0	0	0	0
一般费用	2,342	2,340	3,468	14,726	23,532	28,990
管理费用	0	0	0	0	0	0
研发费用	3,261	3,403	4,473	15,953	25,493	31,406
营业利润	-6,018	16,121	32,640	175,063	289,418	349,963
利息收入	1,761	3,335	11,321	480	4,745	12,355
利息支出	4,744	3,921	8,646	635	597	544
权益性投资损益	12	-26	-390	0	0	0
其他非经营性损益	-87	899	-31	0	0	0
其他损益	0	0	0	0	0	0
除税前利润	-9,076	16,408	34,894	174,908	293,566	361,774
所得税	-1,962	2,809	5,198	26,236	44,035	54,266
净利润（含少数股东损益）	-7,114	13,599	29,696	148,672	249,531	307,508
少数股东损益	-20	6	20	0	0	0
净利润	-7,094	13,594	29,676	148,672	249,531	307,508
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0	0
归属普通股东净利润	-7,094	13,594	29,676	148,672	249,531	307,508

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	0	0	0
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	0.00	0.00	0.00

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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