

# 超级周期中的北美存储巨头，AI 驱动史诗级涨价行情

## 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) AI 算力处于从“计算中心”向“数据存储中心”扩展的结构性变革时期，AI 驱动存储产业从传统的周期性向成长性转变；2) 作为全球存储芯片三巨头之一，美光凭借 DRAM 和 NAND 领域的领先布局，在产能供给有限和 AI 需求双重驱动下，将迎来价格上行的超级周期；3) 公司业绩高速增长，预计未来三年净利润年复合增速 80%，估值显著低于同业平均水平。由 AI 数据中心驱动的长期增长，叠加存储芯片进入强劲的涨价周期，使美光具备可观的收益。
- AI 推理爆发催生存储超级周期，美光迎来业绩快速扩张。**随着 AI 推理的爆发，存储进入了由 AI 基础设施建设驱动的超级周期。美光作为全球三大存储芯片巨头之一，正处于这一转型的核心位置。公司业绩正经历从 2023 财年底部修复后的强劲反弹，2024-2025 财年净利润同比增长 130% 和 543%，2026 财年一季度收入同比增长 56.7%，毛利率达 56%，净利润同比增长 169%，净利率达 40%，标志着公司已从主动去库存阶段跨入到利润快速扩张的新周期。
- AI 需求驱动存储供需失衡，存储市场迎来涨价潮，云存储业务高增印证 AI 需求拉动。**AI 的强劲需求导致全球存储供需结构性失衡，存储市场迎来涨价潮。TrendForce 预计 26Q1 DRAM 和 NAND Flash 合约价的环比涨幅分别为 90%-95%、55%-60%，DRAM、NAND Flash 的产值 2023-2027 年 CAGR 分别达 89.3%、46.6%。云存储事业部已跃升为公司第一大业务部门，FY23-FY25 收入 CAGR 高达 168.8%，充分印证了 AI 相关资本支出对存储的指数级需求拉动。
- 战略重心转移，全面向 AI 与企业级市场聚焦。**2025 年底美光宣布退出 Crucial 消费类品牌业务，旨在将有限的晶圆产能和研发力量配置到高利润的 AI 数据中心领域。此举将重塑公司的利润曲线，进一步巩固公司作为 AI 算力底层系统中核心资源包的角色。
- 盈利预测与评级。**公司是全球存储芯片头部企业，AI 拉动存储需求爆发，预计公司未来三年 GAAP 净利润 CAGR 为 80%、Non-GAAP 净利润 CAGR 为 74.5%。结合业绩增速，给予公司 2027 财年 12xPE，目标价 493.20 美元，对应市值 5551 亿美元，对应 4.9 倍 PB。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**存储周期持续度或不及预期的风险；AI 需求或不及预期的风险；存储原厂大幅扩增产能的风险；竞争加剧的风险。

## 西南证券研究院

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 杨镇宇  
执业证号: S1250517090003  
电话: 023-67563924  
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: Wind

## 基础数据

52周区间(美元)	64.59-437.80
3个月平均成交量(百万)	31.86
流通股数(亿)	11.26
市值(亿美元)	4316

## 相关研究

指标/年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元美元)	25111.00	37378.00	74828.27	92740.71	96842.27
增长率	61.59%	48.85%	100.19%	23.94%	4.42%
GAAP 净利润(百万元美元)	778.00	8539.00	35035.61	46256.79	49859.48
增长率	113.34%	997.56%	310.30%	32.03%	7.79%
Non-GAAP 净利润(百万元美元)	1472.00	9470.00	36457.00	47240.00	50316.00
增长率	130.28%	543.34%	284.97%	29.58%	6.51%
每股收益 EPS(美元)	0.69	7.59	31.13	41.10	44.30
净资产收益率	1.72%	15.76%	42.63%	41.20%	37.43%
PE	554.80	50.55	12.32	9.33	8.66
PB	9.56	7.97	5.25	3.84	3.24

数据来源: 公司公告, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 北美存储巨头，经营周期反转 .....	1
1.1 业绩的周期律：从消费电子驱动到 AI 引领成长 .....	1
1.2 业务结构：DRAM 与 NAND 的双轮引擎 .....	3
2 算力架构升级，AI 需求驱动存储周期强劲上行 .....	4
2.1 供需失衡，26Q1 合约价纪录性跳涨 .....	4
2.2 三足鼎立格局，美光的技术突围与市场卡位 .....	6
3 盈利预测与投资建议 .....	9
4 风险提示 .....	10

## 图 目 录

图 1: 美光科技年度收入 (亿美元) 及增速 .....	1
图 2: 美光科技季度收入 (亿美元) 及增速 .....	1
图 3: 美光科技年度净利润 (亿美元) 及增速.....	2
图 4: 美光科技季度净利润 (亿美元) 及增速.....	2
图 5: 美光科技年度利润率.....	2
图 6: 美光科技季度利润率.....	2
图 7: 美光科技存货及变化趋势 .....	3
图 8: 美光科技存货周转天数 (天) .....	3
图 9: 美光科技年度业务结构 (按产品类型分) .....	3
图 10: 美光科技季度业务结构 (按产品类型分) .....	3
图 11: 美光科技年度业务结构 (按应用领域分) .....	4
图 12: 美光科技不同业务的毛利率水平 (按应用领域分) .....	4
图 13: 全球存储产值及预估 .....	5
图 14: DRAM 合约价走势 .....	6
图 15: NAND Flash 合约价走势 .....	6
图 16: 2025Q3 全球 DRAM 企业营收排名 .....	6
图 17: 2025Q3 全球 NAND Flash 企业营收排名.....	6
图 18: 全球 HBM 市场前景 .....	8
图 19: HBM 产品发展进程及技术路线.....	8

## 表 目 录

表 1: 美光科技重要机构股东持股 .....	4
表 2: 分业务收入 .....	9
表 3: 可比公司估值情况 .....	10
附: 财务报表 .....	11

# 1 北美存储巨头，经营周期反转

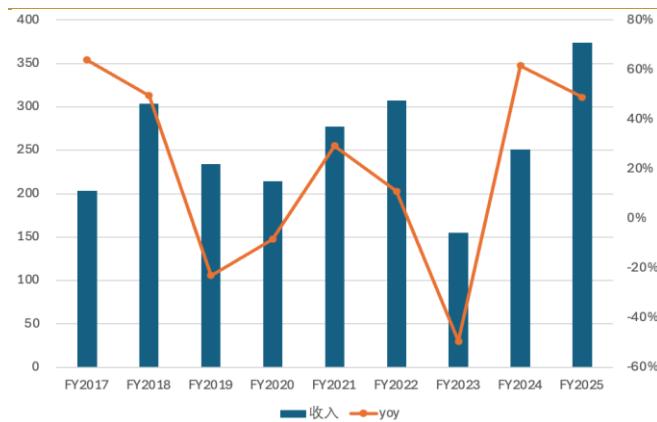
## 1.1 业绩的周期律：从消费电子驱动到AI引领成长

美光科技是全球三大存储企业之一，北美存储巨头。公司主要从事 DRAM、NAND 等存储产品的研发、制造、销售和服务的一体化解决方案。

美光科技的业绩呈现典型的周期特征。存储在 2018 财年之前主要由消费电子和云计算需求所驱动，智能手机、平板电脑、PC、传统数据中心等需求的变化影响了公司存储业务的增长，2018 财年公司盈利取得历史新高 147 亿美元，净利率高达 48.4%，同时毛利率也高达 58.9%；2018 年智能手机渗透率逐步见顶后，公司业务经历两年的周期性下滑；在疫情期间远程办公、在线娱乐等需求的推动下，公司业绩于 2021-2022 财年迎来了 2 年的周期增长；2023 财年由于下游需求被前两年的消费电子终端出货高峰所透支、叠加库存过剩，公司业绩出现大幅下滑，毛利润和 Non-GAAP 净利润分别亏损 14 亿美元、48.6 亿美元。

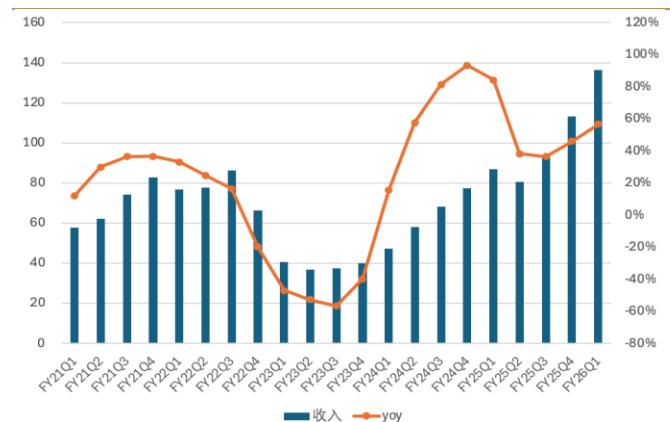
2023 年开始，存储行业的驱动力逐步由 AI 模型和应用接棒。公司在 2023 财年业绩筑底之后，于 2024-2025 财年迎来大幅反弹，收入端分别增长 61.6%、48.9%，毛利率分别达到 22.4%、39.8%，Non-GAAP 净利润分别为 14.7 亿、94.7 亿美元，同比大幅增长 130.3% 和 543.3%，其中 2026 财年一季度实现收入 136.4 亿美元，同比增长 56.7%，毛利率达 56%，Non-GAAP 净利润为 54.8 亿美元，同比增长 169%，净利率达到 40.2%。

图 1：美光科技年度收入（亿美元）及增速

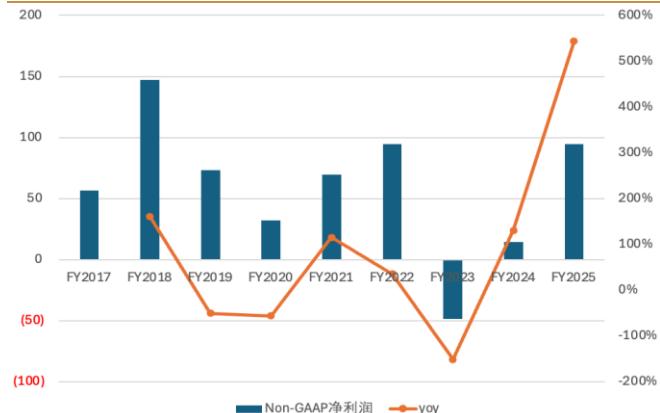


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：美光科技季度收入（亿美元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 3：美光科技年度净利润（亿美元）及增速**


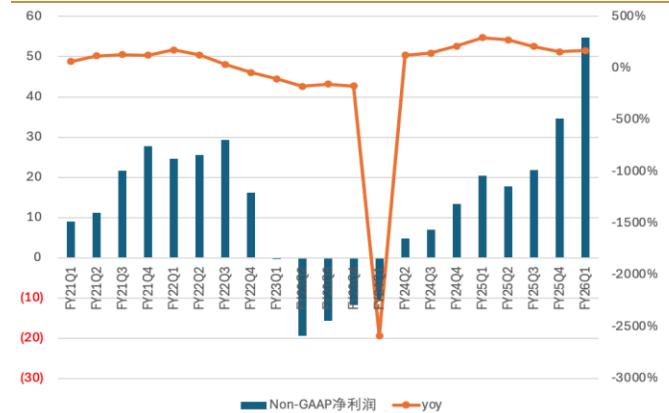
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：美光科技年度利润率**

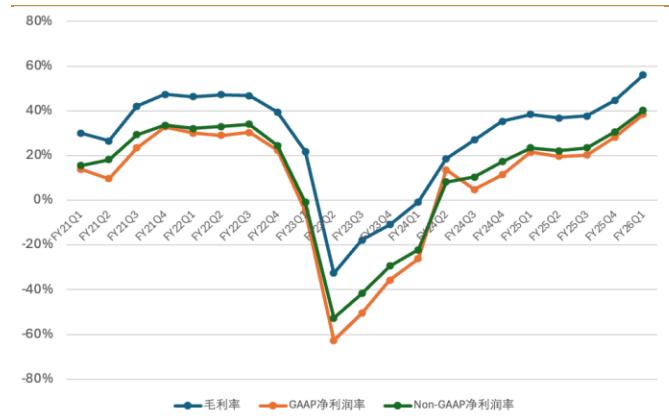

数据来源：公司公告，西南证券整理

库存方面，公司在 2021-2022 财年的存货值和存货周转天数均处于历史较低水平，每季度的存货值不超过 67 亿美元，存货周转天数最低时为 102 天。从 2023 财年开始，公司每季度的存货值均在 80 亿美元以上，存货周转天数由 FY2023Q1 的 212 天下降到 FY2026Q1 的 124 天。

结合 2023 财年低迷的业绩和 2024-2025 财年的复苏来看，公司由主动去库存阶段过渡到被动去库存阶段，且尚未看到主动补库存阶段。在当前 AI 对存储需求大幅提升的背景下，存储芯片价格或被紧缺的供给持续推高，为公司带来更高的营收和利润，公司业绩有望迎来持续上行周期。

**图 4：美光科技季度净利润（亿美元）及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：美光科技季度利润率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：美光科技存货及变化趋势**

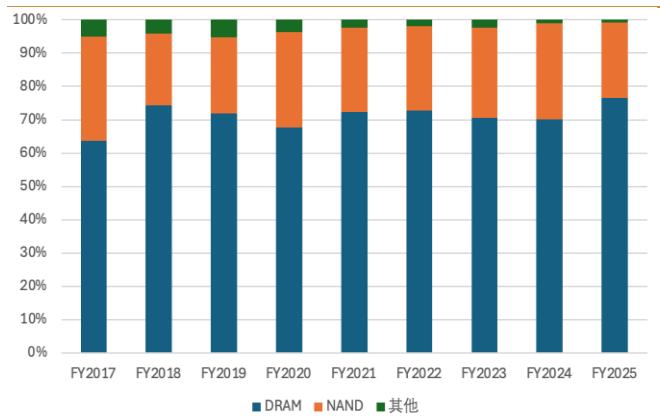

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：美光科技存货周转天数（天）**

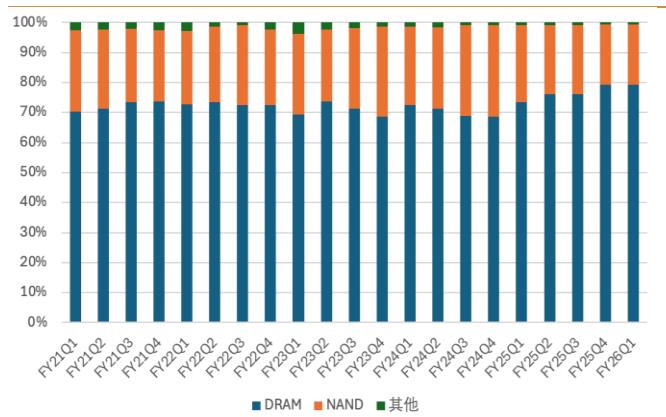

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 业务结构：DRAM 与 NAND 的双轮引擎

按产品类型分类，公司主要有三大业务板块：DRAM, NAND Flash, 其他业务(Nor Flash、3D Xpoint 等)。作为大宗存储品种的 DRAM 和 NAND 是公司最大的两类产品线，2025 财年 DRAM 和 NAND Flash 分别占据了公司整体收入比例的 76.5%、22.8%，而 2026 财年一季度 DRAM 占据了公司整体收入的 79.3%，NAND Flash 为整体收入的 20%。

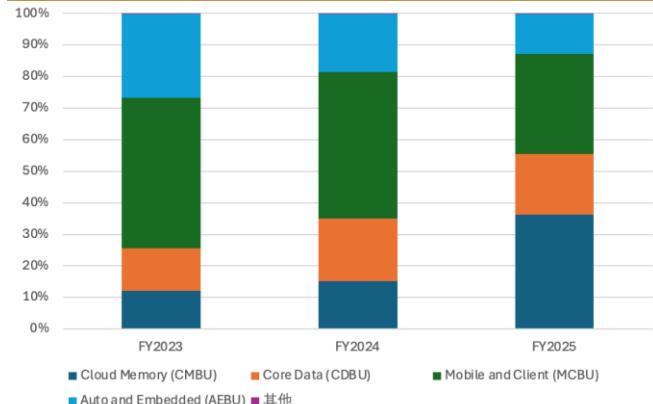
**图 9：美光科技年度业务结构（按产品类型分）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

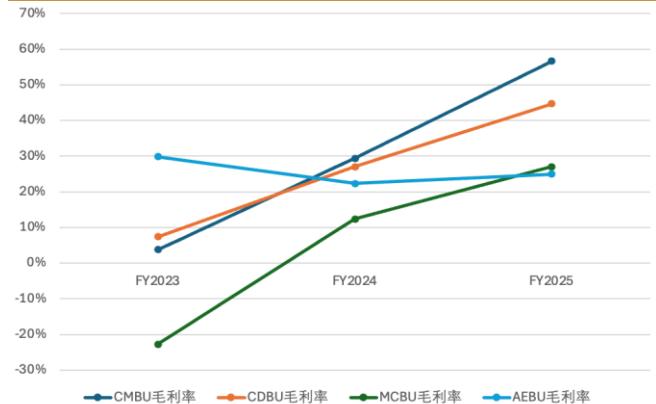
**图 10：美光科技季度业务结构（按产品类型分）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

按应用领域分类，公司主要有四大业务板块：云存储事业部（CMBU）、核心数据事业部（CDBU）、移动与客户端事业部（MCBU）、汽车与嵌入式事业部（AEBU）。受 AI 对云端存储需求的驱动影响，云存储事业部（CMBU）是公司增长最快的业务部门，FY23-FY25 财年 CAGR 高达 168.8%，2025 财年占公司整体收入 36%，成为第一大业务部门，其毛利率从 2023 财年的 3.8% 大幅提升至 2025 财年的 56.6%，FY26Q1 的毛利率高达 66%；移动与客户端事业部（MCBU）的业绩主要受智能手机、PC 等消费电子需求驱动，其收入体量从 2023 财年的 74 亿美元提升至 2025 财年的 118.6 亿美元，CAGR 为 26.6%，占整体收入比重为 31.7%。

**图 11：美光科技年度业务结构（按应用领域分）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12：美光科技不同业务的毛利率水平（按应用领域分）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2025 年 11 月 30 日，公司前五大机构持股合计近 3.98 亿股，占比 35.4%。

**表 1：美光科技重要机构股东持股**

重要股东	持股数量（万股）	持股比例
Vanguard	10095.11	8.97%
Capital Research and Management	8810.82	7.82%
BlackRock, Inc.	8590.43	7.64%
Capital World Investors	7100.35	6.32%
State Street Corporation	5165.92	4.60%

数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 算力架构升级，AI 需求驱动存储周期强劲上行

### 2.1 供需失衡，26Q1 合约价纪录性跳涨

根据 TrendForce 的数据，AI 的创新带来存储市场结构性变化，数据的存取量持续扩大，除了依赖高带宽、大容量且低延迟的 DRAM 产品配置，以支撑大型模型参数存取、长序列推理与多任务并行运作之外，NAND Flash 也是高速数据流动的关键基础元件。存储已成为 AI 基础架构中不可或缺的关键资源，更成为 CSP（云服务厂商）的兵家必争之地。在有限的产能之下必须达成更多的分配，带动存储报价不断上涨，连带使得整个存储产业产值逐年创高。TrendForce 预估 2026 年全球存储市场规模达 5516 亿美元，同比增长 134%；2027 年则将再创高峰达 8427 亿美元，同比增长 53%。

存储市场从结构上看，DRAM 仍是最大的品类。随着 2025 下半年云端服务供应商加大资本支出，AI 服务器建设提速、存储采购量显著成长，推动新一轮存储价格上行循环。AI 已从早期的大模型训练，演进至结合推理、记忆与决策能力，对存储容量、带宽与存取效率的需求呈现指数型提升。此一技术演变，使得本轮 DRAM 的涨幅显著高于历史水平。在数据存取高需求的带动下，DRAM 的需求量成长更为放大，2025 年产值 1657 亿美元，同比大幅增长 72.8%，占整体市场 70% 的份额。在已经推高的 DRAM 价格基础之下，云服务厂商仍不减对存储的需求，持续推升价格上扬。根据 TrendForce 的预测，预计 DRAM 的产值 2023-2027 年 CAGR 或高达 89.3%。

英伟达在 2026 年 CES 中指出，AI 正在重塑整个运算堆栈，随着生成式 AI 迈向具备长期推理能力的代理系统，AI Agent 在执行任务时需频繁存取庞大的矢量数据库以进行检索增强生成 (RAG)，相关数据量庞大且具高度随机存取特性，将显著推升对高 IOPS 企业级 SSD 的需求。为了在 Token 生成效能与成本之间取得平衡，业界正加速采用大容量 QLC SSD 以应对海量数据存取，也带动 NAND Flash 报价涨幅扩大。TrendForce 预计 NAND Flash 的产值 2023-2027 年 CAGR 将达到 46.6%。

图 13：全球存储产值及预估

### 2023-2027年DRAM与NAND Flash产值预估 (unit: Billion USD)

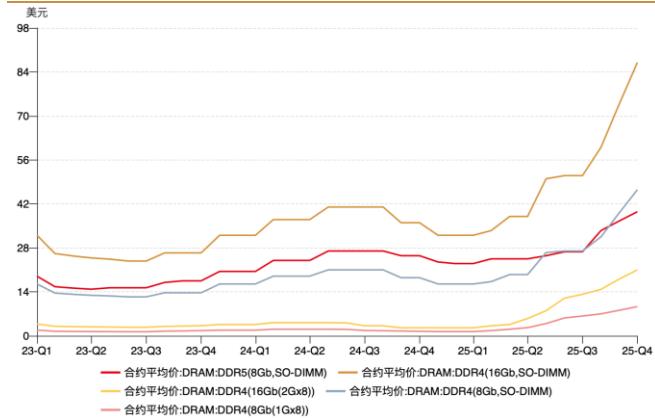


数据来源：TrendForce，西南证券整理

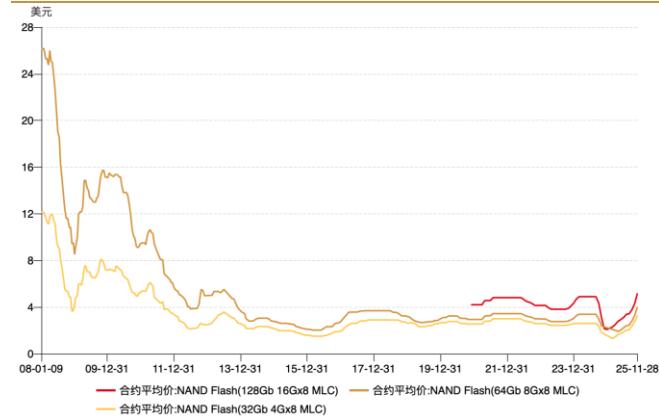
2026 年一季度 AI 与数据中心需求持续加剧全球存储供需失衡，原厂议价能力有增无减。TrendForce 预计 2026Q1 DRAM 合约价将有 90%-95% 的环比涨幅；2026Q1 NAND Flash 合约价将有 55%-60% 的环比增幅，且不排除仍有进一步上修的空间。

根据 TrendForce 调研，服务器 DRAM 市场，北美、中国各大 CSP、服务器 OEM 至 2026 年一月止，仍持续和存储原厂洽谈年度 DRAM LTA (long-term agreement，长期供应协议) 供应量。由于买方积极竞逐原厂供给，将带动 2026 年一季度付服务器 DRAM 价格上涨约 90%，幅度创历年之最。

随着 AI 推理应用场景扩大，市场对高效能存储的需求远高于预期，北美各大 CSP 自 2025 年底开始强力拉货，刺激企业级 SSD 订单爆发。在供给缺口持续扩大的情况下，买方激进囤货以尽早补足库存，推升 2026 年一季度企业级 SSD 价格将环比增长 53%-58%，创单季涨幅最高纪录。

**图 14: DRAM 合约价走势**


数据来源: DRAMexchange, 西南证券整理

**图 15: NAND Flash 合约价走势**


数据来源: DRAMexchange, 西南证券整理

## 2.2 三足鼎立格局, 美光的技术突围与市场卡位

美光科技与三星、SK 海力士是全球三大存储原厂。据 CFM 闪存市场数据显示, 2025 年三季度全球 DRAM 市场规模环比增长 24.7% 至 400.4 亿美元, NAND 市场规模环比增长 16.8% 至 184.2 亿美元。

存储市场集中度高, DRAM 市场 CR3 为 91.6%, NAND 市场 CR5 为 89.6%。美光以 22.4% 的市占率位列全球 DRAM 厂商第三; 而三星因 25Q3 HBM bit 出货环比大增 85%, 同时传统 DRAM 受益于涨价效应推动整体 DRAM 收入创纪录新高, 重回 DRAM 市占率第一。NAND Flash 方面, 美光以 12.2% 的市占率位列全球第五。

**图 16: 2025Q3 全球 DRAM 企业营收排名**

3Q25 DRAM Revenue Ranking				
Ranking	Company	3Q25 Sales of DRAM(\$M)	3Q25 Market share	QoQ
No.1	Samsung	13,942	34.8%	29.6%
No.2	SK hynix	13,790	34.4%	12.4%
No.3	Micron	8,984	22.4%	27.1%
No.4	Nanya	630	1.6%	83.7%
No.5	Winbond	222	0.6%	21.5%
	Others	2,470	6.2%	67.4%
	<b>Total</b>	<b>40,037</b>	<b>100.0%</b>	<b>24.7%</b>

数据来源: CFM 闪存市场, 西南证券整理

**图 17: 2025Q3 全球 NAND Flash 企业营收排名**

3Q25 NAND Flash Revenue Ranking				
Ranking	Company	3Q25 Sales of NAND Flash(\$M)	3Q25 Market share	QoQ
No.1	Samsung	5,366	29.1%	20.7%
No.2	SK hynix	3,536	19.2%	5.8%
No.3	Kioxia	3,046	16.5%	28.1%
No.4	Sandisk	2,308	12.5%	21.4%
No.5	Micron	2,252	12.2%	4.5%
	Others	1,914	10.4%	23.9%
	<b>Total</b>	<b>18,422</b>	<b>100%</b>	<b>16.8%</b>

数据来源: CFM 闪存市场, 西南证券整理

## 2.2.1 DRAM 产品线：1-gamma 制程为主要驱动力

技术方面，美光在制程技术上已实现对竞争对手的追赶。

- 1-beta (1β)：是公司目前的主力制程，其良率成熟，广泛用于 DDR5 和 LPDDR5X 产品线。
- 1-gamma (1γ)：公司于 2025 年正式引入 EUV 技术用于 1-gamma 节点量产。这是公司历史上首次导入 EUV。EUV 的引入将大幅提升晶体管密度并降低功耗，不仅服务于标准 DRAM，更是未来 HBM4 制造的基础。1-gamma 将是公司 2026 年 DRAM 位增长的主要驱动力。
- 新节点 1-delta 和 1-epsilon 的开发正在进行中。

随着 Intel 和 AMD 新一代服务器 CPU (Granite Rapids, Turin) 的发布，DDR5 在服务器端的渗透率显著提升。美光的高容量 DDR5 正在全球各地推动 AI 数据中心的发展。更高带宽、更低延迟和更大容量的 MRDIMM 主内存，可用于加速使用 Intel 和 AMD 最新处理器的内存密集型工作负载，如 AI 和高性能计算环境等，且在带宽和能效方面可提高 39%。

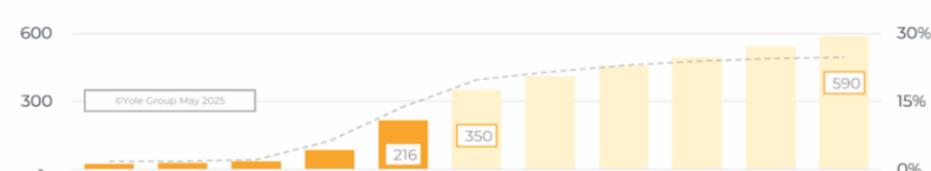
美光推出可扩展内存，DDR5 RDIMM 扩展后的总带宽高达 9200 MT/s，MRDIMM 扩展后的总带宽高达 8800 MT/s；与 3200 MT/s 的 DDR4 SDRAM 相比，DDR5 SDRAM 内存的带宽最高可提升 1 倍。

美光率先在数据中心采用 LP DRAM，其模块的消耗功率是 DDR DRAM 服务器模块的三分之一。公司的 192GB LP SOCAMM2 产品将每个模块的容量增加了 50%，机架级 LP DRAM 密度超过 50TB。

## 2.2.2 HBM 战略高地：HBM3e 功耗领先，HBM4 静待花开

HBM 即高带宽存储器，采用先进的封装技术，如 TSV 硅通孔和微凸块，将多个 DRAM 芯片进行堆叠，与处理器通过相同的中间介质层紧凑连接，与 GPU 一同进行封装，形成 DDR 组合阵列。它有大容量，传输速度快，高带宽，低功耗，低延时，集成度高的特点。在 AI 大模型兴起的大背景下，高性能 GPU 对算力的需求推动着 HBM 的发展：不断提升存储器的带宽和容量，降低功耗，并不断优化封装技术，以适应更广泛的应用场景。现阶段，HBM 已基本成为 AI 服务器中 GPU 的搭载标配。

训练侧 AI 服务器主要依靠高端 GPU，HBM 渗透率 100%；随着模型复杂化和应用的大规模推广，推理侧 AI 服务器逐渐采用中高端 GPU 和 ASIC，HBM 渗透率也在迅速提高，未来 HBM 需求持续看涨。根据 Yole Group 数据预测，HBM 市场规模 2024-2030 年的年复合增速将达到 33%，2030 年将达到 980 亿美元。其中，位元出货量 2024-2030 年的年复合增速为 31%，2030 年将达到 76 亿 GB；相关晶圆产量 2024-2030 年的年复合增速为 18%，2030 年将达到 590 kWPM。

**图 18：全球 HBM 市场前景**
**HBM MARKET OUTLOOK – OVERVIEW**


数据来源：Yole Group，西南证券整理

全球 HBM 市场目前被 SK 海力士、三星和美光三大原厂占据。其中，SK 海力士在历代 HBM 产品上均保持了绝对优势，三星、美光也在加速追赶。

美光虽然进军 HBM 时间相对较晚，但加快了向领先企业的追赶速度。公司在 2020 年推出 HBM2e 后，直接跳过 HBM3，于 2024 年 3 月开始量产功耗比业界其他同代产品更低 30% 的 12 层堆叠（12-Hi）HBM3e，这一特性对于受限于电力成本的 AI 数据中心极具吸引力。公司计划在 2026 年推出 HBM4。

**图 19：HBM 产品发展进程及技术路线**

HBM generation	HBM	HBM2	HBM2E	HBM3	HBM3E	HBM4
Players with products in the market		<b>SAMSUNG</b> Flarebolt Aquadbolt Aquadbolt-XL (PIM)	<b>SAMSUNG</b> Flashbolt 	<b>SAMSUNG</b> Icebolt	<b>SAMSUNG</b> Shinebolt	<b>SAMSUNG</b> 
Year of first product release	2014	2018	2020	2022 - 2023	2024	2026(E)
Typical number of dies per stack (Main packaging approach)	4Hi (TSV & microbumps)	4-8Hi (TSV & microbumps)	4-8Hi (TSV & microbumps)	8-12Hi (TSV & microbumps)	8-12Hi (16Hi) <sup>NEW</sup> (TSV & microbumps)	12-16Hi (TSV & microbumps)
Max capacity per stack	1GB	4-8GB	8-16GB	16-24GB	24-36GB (48GB) <sup>NEW</sup>	36-48GB
Die density (Typical process)	2Gb (2x)	8-16Gb (2y, 2z)	16Gb (1y, 1z)	16Gb (1z)	24Gb (1a, 1b/1β)	24Gb (32Gb)* (1b/1β, 1c/1γ)
Max data rate	1Gbps	2-2.4Gbps	3.2-3.6Gbps	5.6-6.4Gbps	8.0-9.6Gbps	≥ 6.4Gbps
Effective bus width	1,024	1,024	1,024	1,024	1,024	2,048
Max bandwidth per stack	128GB/s	205-307GB/s	460GB/s	819GB/s	1.2TB/s	≥ 2TB/s

数据来源：Yole Group，西南证券整理

### 2.2.3 NAND Flash: G9 节点爬坡与大容量 QLC SSD 爆发

美光目前正在通过数据中心和客户端 SSD 的稳健产量爬坡来提升 G9 节点（300+层）。公司的 QLC NAND 组合，包括 G9 QLC，在 2026 财年一季度创下历史新高。向 G9 的技术过渡将是公司 2026 年 NAND 位增长的主要驱动力，公司预计它将在 2026 财年晚些时候成为最大的 NAND 节点。

据公司披露，数据中心 NAND 产品组合在 FY2026Q1 收入超 10 亿美元。基于 G9 NAND 的 SSD 在 2026Q1 表现出强劲的需求，基于 QLC 的 122TB/245TB G9 SSD 正在多个超大规模客户中进行资格认证。

### 2.2.4 战略重心转移，拥抱 AI 红利

美光正进行重大战略调整，以实现资源配置优化。公司于 2025 年 12 月初计划退出 Crucial 消费类业务，公司将通过销售渠道出货 Crucial 消费类产品直至 2026 年 2 月结束，此后将完全专注于企业和商业业务，以保留更多满足 AI 芯片和数据中心相关需求的供应能力。

这一举措旨在将受限的晶圆产能、封装资源和研发资金从毛利率较低、波动较为剧烈的消费市场抽离，全力保障全球战略性 AI 客户的供应。通过向 AI 和企业级市场的资源集中，美光正在重塑其利润曲线。在推理应用场景扩大的背景下，美光通过锁定产能，利用多年的 DRAM 和 QLC 技术积累，进一步巩固其作为 AI 算力底层系统中核心资源包的角色。

## 3 盈利预测与投资建议

**关键假设：**

假设 1：AI 模型和应用对内存的需求持续提升，有限的产能供给驱动 DRAM 持续涨价，预计 DRAM 业务未来三年收入复合增速达 40%；

假设 2：AI 推理提升对高 IOPS 企业级 SSD 的需求，有限的产能供给驱动 NAND 持续涨价，预计 NAND 业务未来三年收入复合增速达 27.7%；

假设 3：Nor Flash 等其他业务稳步增长，预计未来三年收入复合增速达到 8.7% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 财年分业务收入如下表：

**表 2：分业务收入**

单位：百万美元		FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
DRAM	收入	28,578.00	60,013.80	75,017.25	78,768.11
	增速	62.35%	110.00%	25.00%	5.00%
NAND	收入	8,503.00	14,455.10	17,346.12	17,693.04
	增速	17.66%	70.00%	20.00%	2.00%
其他	收入	297.00	359.37	377.34	381.11
	增速	5.69%	21.00%	5.00%	1.00%
合计	收入	37378.00	74828.27	92740.71	96842.27
	增速	48.85%	100.19%	23.94%	4.42%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了存储产业链的 5 家可比公司，2026-2027 年平均估值为 23 倍 PE、16 倍 PE。公司是全球存储芯片头部企业，AI 拉动存储需求爆发，预计公司未来三年 GAAP 净利润年复合增速为 80%、Non-GAAP 净利润年复合增速为 74.5%。当前股价下公司 2026-2027 财年对应估值分别为 12xPE、9xPE，相比同业平均水平，公司显著低估。结合业绩增速，给予公司 2027 财年 12xPE，目标价 493.20 美元，对应市值 5551 亿美元，对应 4.9 倍 PB。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 3：可比公司估值情况**

股票代码	证券简称	股价 (美元/韩元)	市值 (亿美元/万亿韩元)	PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E
SNDK.O	闪迪	583.40	861	-4.17	27.21	13.31	11.29
WDC.O	西部数据	285.99	970	11.69	25.27	22.25	18.06
STX.O	希捷	425.00	927	20.43	35.76	21.71	17.14
000660.KS	SK 海力士	876000	637.73	17.11	11.29	10.18	—
005930.KS	三星电子	165800	981.48	22.10	13.75	12.05	—
平均值				17.83	22.66	15.90	15.50
MU.O	美光	383.50	4316	50.55	12.32	9.33	8.66

数据来源: Wind, Bloomberg, 西南证券整理。注: 平均值剔除负值影响, 股价为 2026 年 2 月 10 日收盘价

## 4 风险提示

存储周期持续度或不及预期的风险；

AI 需求或不及预期的风险；

存储原厂大幅扩增产能的风险；

竞争加剧的风险。

**附：财务报表**

资产负债表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	利润表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
货币资金	10307.00	24384.95	52307.06	75940.29	销售收入	37378.00	74828.27	92740.71	96842.27
应收账款	9265.00	16674.50	20666.05	21580.03	销售成本	22505.00	26349.34	29132.01	28710.40
预付款项	0.00	0.00	0.00	0.00	销售和管理费用	1205.00	1870.71	2411.26	2808.43
存货	8355.00	11603.01	12828.37	12642.71	研发费用	3798.00	6659.72	9088.59	9781.07
其他流动资产	914.00	2696.88	3342.46	3490.28	营业利润	9798.00	39418.85	52046.92	56108.89
流动资产总计	28841.00	55359.34	89143.94	113653.32	其他非经营损益	-135.00	-53.00	-73.00	-87.00
长期股权投资	1629.00	1629.00	1629.00	1629.00	税前利润	9663.00	39365.85	51973.92	56021.89
固定资产	47326.00	48344.93	46110.52	42622.78	所得税	1124.00	4330.24	5717.13	6162.41
无形资产	453.00	502.50	568.67	584.83	净利润	8539.00	35035.61	46256.79	49859.48
其他非流动资产	4549.00	4834.00	4952.00	5126.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	53957.00	55310.43	53260.19	49962.61	归属于母公司股东的净利润	8539.00	35035.61	46256.79	49859.48
资产总计	82798.00	110669.77	142404.13	163615.93	EBITDA	17996.00	48685.18	62042.31	66729.17
应付账款	3132.00	3343.84	3696.97	3643.47	NOPLAT	8657.21	35300.21	46062.92	49106.06
其他流动负债	7762.00	7638.44	8808.75	8902.08	EPS(美元)	7.59	31.13	41.10	44.30
流动负债合计	11454.00	10982.28	12505.72	12545.54	Non-GAAP净利润	9470.00	36457.00	47240.00	50316.00
长期债务	14017.00	14017.00	14017.00	14017.00					
其他非流动负债	3162.00	3477.00	3621.00	3852.00					
非流动负债合计	17179.00	17494.00	17638.00	17869.00					
负债合计	28633.00	28476.28	30143.72	30414.54					
归属母公司权益	54165.00	82193.49	112260.40	133201.38					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	54165.00	82193.49	112260.40	133201.38					
负债和股东权益合计	82798.00	110669.77	142404.13	163615.93					
现金流量表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
税后经营利润	8650.34	35082.78	46321.76	49936.91					
折旧与摊销	8352.00	9081.57	10368.24	11651.57					
财务费用	-19.00	237.75	-299.85	-944.29					
其他经营资金	541.66	-12352.11	-4339.05	-836.32					
经营性现金净流量	17525.00	32050.00	52051.10	59807.87					
投资性现金净流量	-14087.00	-10167.17	-8238.97	-8200.43					
筹资性现金净流量	-850.00	-7804.87	-15890.03	-27974.21					
现金流量净额	2588.00	14077.95	27922.11	23633.23					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanj@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn