

中国“存”，存世界

长鑫科技深度报告

华西计算机团队

2026年7月19日

分析师：刘泽晶

SAC NO: S1120520020002

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

核心观点

- ◆ **长鑫科技：国产DRAM龙头企业**
- ◆ 长鑫科技是国内领先的DRAM研发设计制造一体化企业，具备DRAM产品研发、设计、生产及销售能力，产品覆盖DDR、LPDDR等系列。**公司持续推进DDR5及LPDDR5等高代际产品研发与量产，不断优化产品结构。受益于DRAM行业景气回升及产销规模扩大，公司营业收入快速增长，并于2025年实现扭亏为盈。随着DDR5等高代际产品持续放量、产品结构不断优化及规模效应逐步释放，未来业绩增长空间有望进一步打开。**
- ◆ **AI算力驱动全球DRAM需求扩张，量价共振驱动存储进入上行周期**
- ◆ **AI算力增长持续提升服务器对内存容量和带宽的需求，叠加现有产能受限导致的价格上涨，量价共振带动全球DRAM市场进入新一轮扩张周期。**当前行业竞争格局高度集中，海外头部厂商占据主要市场份额，同时出口管制持续加码，国产DRAM自主替代需求进一步提升。随着技术迭代及产能建设持续推进，长鑫科技市场份额有望进一步提升。
- ◆ **国产替代与AI算力需求共振，长鑫科技依托技术、产能和客户优势加速成长。**
- ◆ 长鑫科技正处于**国产替代、AI算力扩张与存储周期上行三重共振**阶段。国内DRAM自给率仍低，**政策、国资和产业协同**为扩产研发及客户导入提供支持；AI服务器需求增长，推动**DDR5、服务器DRAM及HBM市场扩容**。公司已形成**DDR、LPDDR完整产品矩阵，并布局HBM**，叠加**IDM模式、跳代研发和产能优势**，单位成本下降、盈利能力改善。随着头部客户绑定、产能爬坡和高端产品放量，公司有望实现份额、收入与利润同步提升。
- ◆ **投资建议：**公司是国内DRAM研发设计制造一体化龙头企业。由于AI产业发展对于存储需求快速提升，作为AI基建的核心环节，长鑫科技作为国内实现存储自主可控的核心企业，受益于行业景气度提升和国产替代共振，有望实现快速发展。盈利预测如下：盈利预测如下：预计2026-2028年公司营业收入分别为2776.90 /3917.94 /5726.94亿元，归母净利润为1244.05/1821.17/ 2906.02亿元，考虑到长鑫科技是A股第一家存储行业IDM公司，给予2026年40XPE，目标市值5万亿。
- ◆ **风险提示：**1) 宏观经济下行风险；2) 行业竞争加剧；3) 技术开发与客户导入进度不及预期；4) 需求不及预期。



目录 01 国产DRAM龙头，业绩逐步释放

02 供需矛盾凸显，存储行业迎上行周期

03 乘AI之风，国产替代正当时

04 投资建议与风险提示



01 国产DRAM龙头，业绩逐步释放

1.1 公司概况：国产DRAM产业化突破与产品迭代

- ◆ **长鑫存储是中国领先的DRAM存储芯片企业，具备存储芯片研发、制造及销售一体化能力。** 公司成立于2016年，总部位于安徽合肥，专注于DRAM芯片研发及产业化布局，产品覆盖DDR、LPDDR等系列，应用于移动终端、个人电脑、服务器及物联网等领域。
- ◆ **公司持续推进DRAM核心技术突破，逐步实现国产存储芯片从研发到量产的跨越。** 公司围绕先进工艺和产品研发持续投入，基于19nm工艺推出自主研发DDR4产品，实现国产DRAM产业化突破，并进一步推进DDR5、LPDDR5等新一代产品研发及量产。
- ◆ **公司产品升级方向与下游高性能存储需求增长趋势匹配。** DDR5相比DDR4具备更高的数据传输速率和带宽，主要面向PC、服务器等对存储性能要求更高的场景；LPDDR5则强调低功耗和高速传输，主要应用于智能手机、智能汽车等移动终端。随着DDR5、LPDDR5等新产品逐步完成客户验证并实现量产，公司产品应用领域有望由传统PC向服务器、汽车电子等高性能应用拓展。

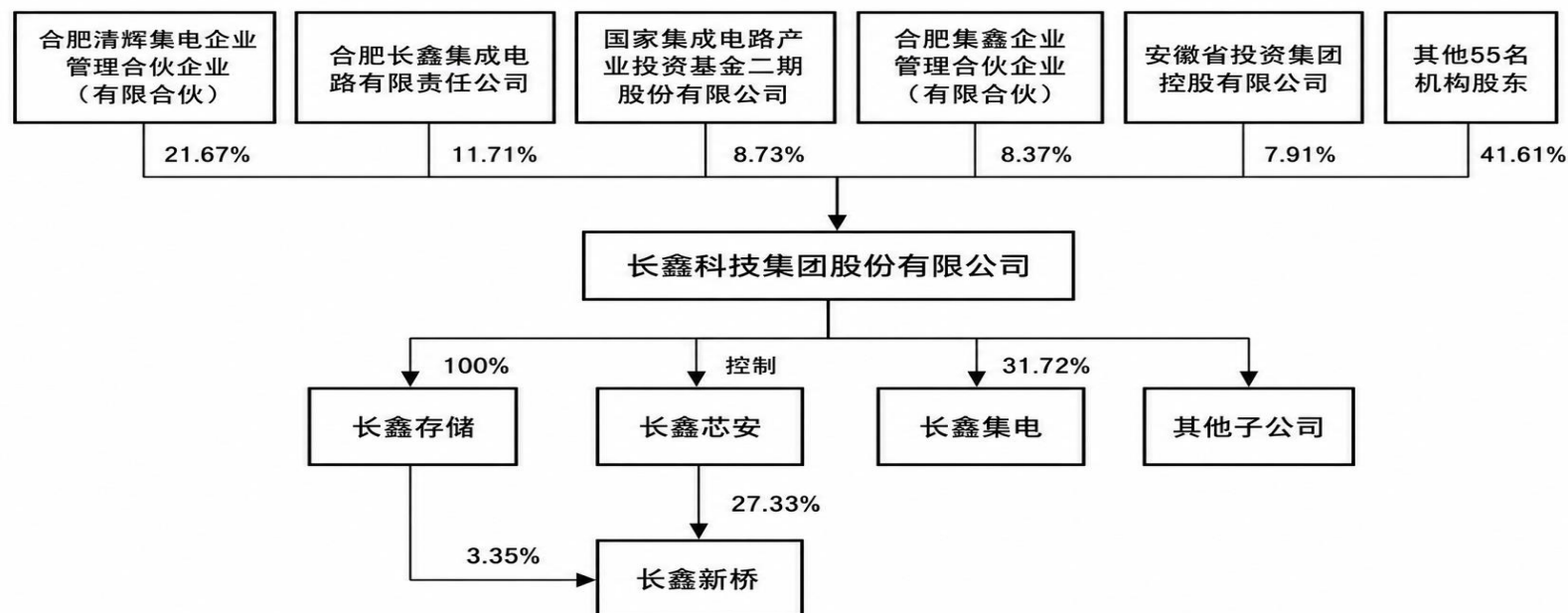
公司业务发展历程



1.2 公司股权结构：合肥国资为基石，多元资本助力发展

- ◆ **公司形成多元资本共同参与的股权结构，为长期发展提供资金与产业资源支持。** 长鑫科技股东涵盖地方国资、国家产业基金、产业资本及金融机构等多类投资者，其中合肥国资平台、国家集成电路产业投资基金二期等核心股东共同参与投资，同时引入阿里、小米、美的等产业资本及多家金融机构，形成市场化、多元化的股权体系。
- ◆ **公司不存在单一控股股东及实际控制人。** 公司董事会由11名成员组成，不存在任何一名股东能够决定董事会半数以上成员选任的情形，上市后前五大股东持股比例均不超过30%，多元化股东结构有利于形成权力制衡，并为公司融资及产业合作提供多方支持。
- ◆ **多元股东背景强化产业协同能力，为公司技术研发和产能扩张提供支持。** 地方政府、产业基金和市场化资本共同参与，有助于公司持续获得资金支持、产业资源和生态合作机会，推动国产DRAM产业持续发展。

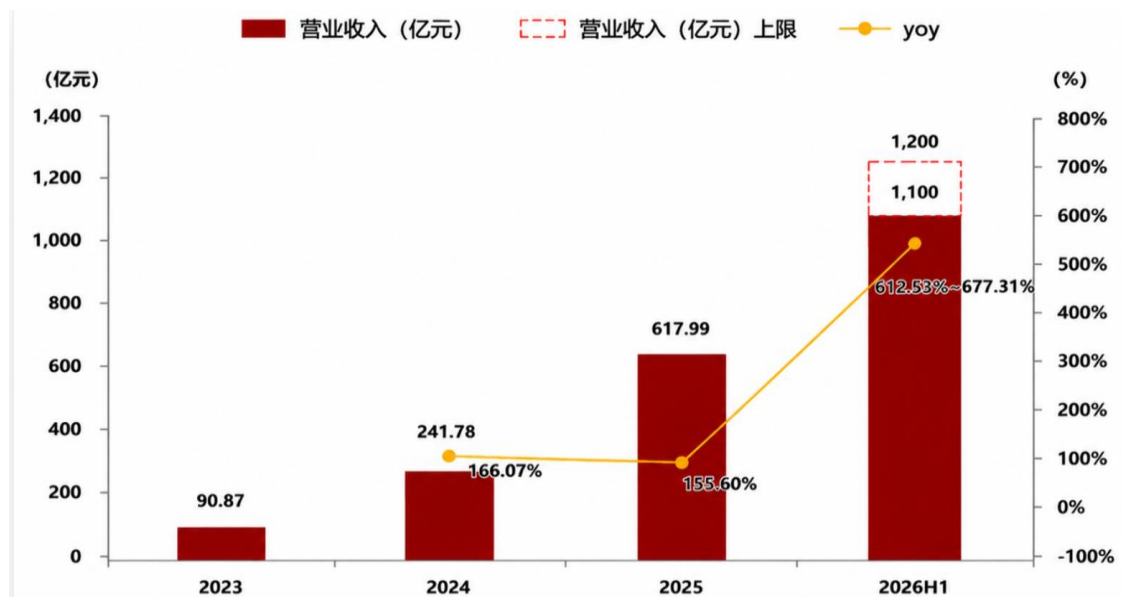
长鑫科技股权结构图



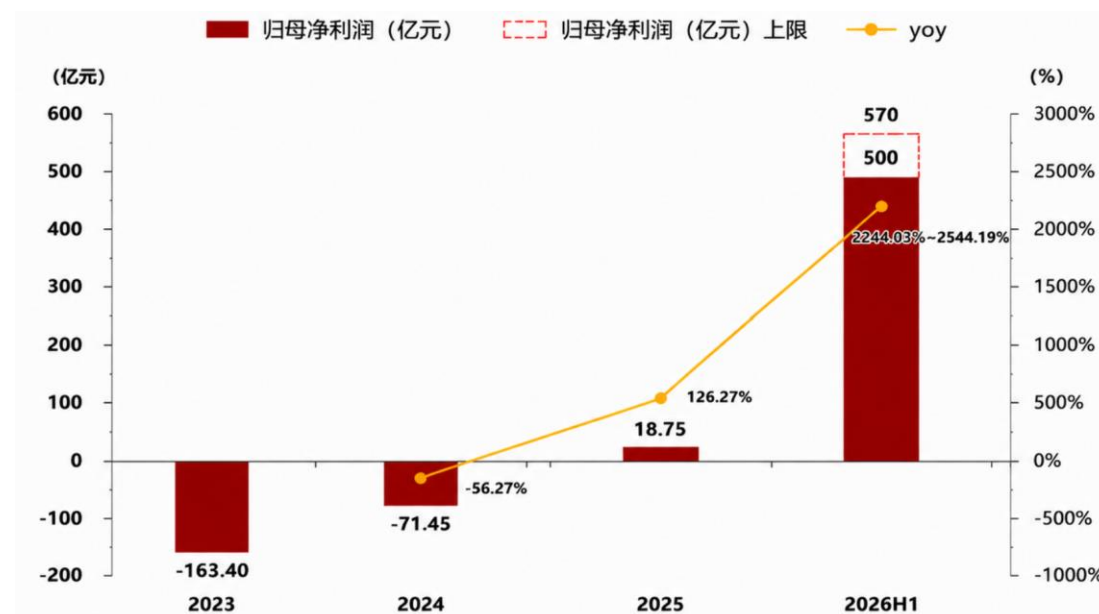
1.3 营收高速增长，盈利能力持续修复

- ◆ **公司营收规模快速增长，进入高速发展阶段。** 受益于DRAM行业周期回暖、AI算力需求提升以及国产替代进程加速，公司营业收入持续增长，2023-2025年分别实现营收90.87亿元、241.78亿元和617.99亿元，2026年上半年预计营收达到1100-1200亿元，同比增长612.5%—677.3%，已超过2025年全年水平。
- ◆ **公司盈利能力显著改善，2025年实现扭亏为盈。** 随着存储行业景气度回升、产品结构优化以及规模效应，公司亏损幅度持续收窄，2026年上半年实现归母净利润500—570亿元，同比增长2244.03%—2544.19%，利润进入快速释放阶段。
- ◆ **前期资本投入形成阶段性压力，长期有助于支撑产能扩张。** IDM模式下，公司晶圆厂建设及设备投入规模较大，历史折旧成本对利润形成一定影响，但随着产能利用率提升和收入规模扩大，固定成本摊薄效应逐步显现，盈利能力有望持续提升。

营收规模快速增长，2026H1营收已超2025全年



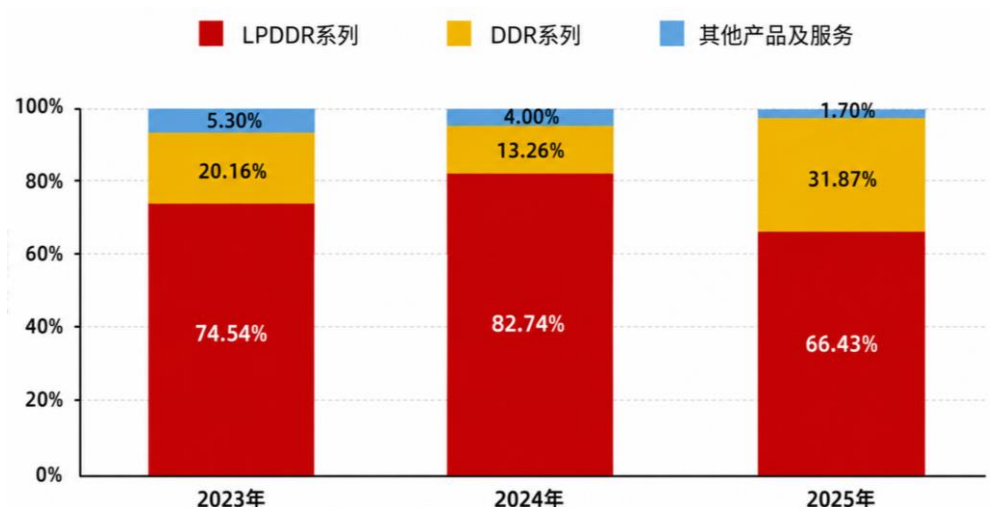
盈利拐点明确，2025年扭亏为盈，2026H1业绩爆发



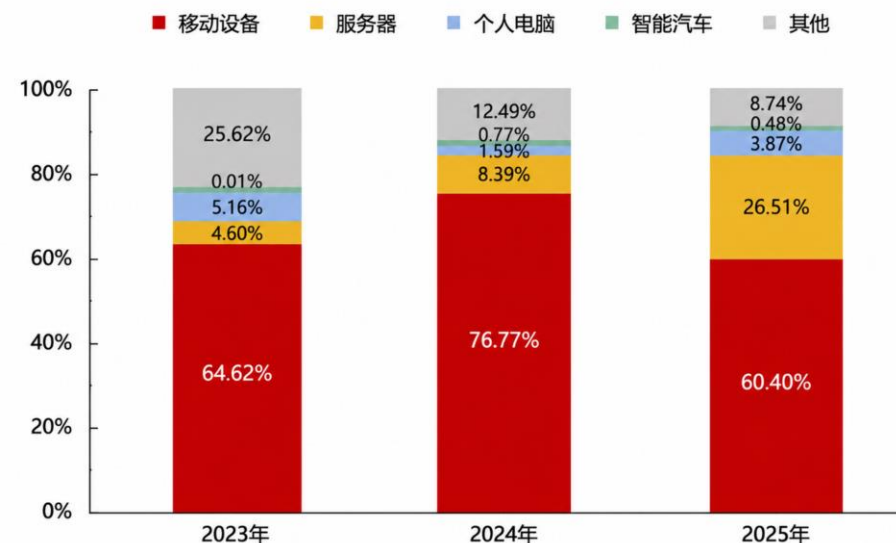
1.4 收入结构持续优化，产品增长驱动业绩提升

- ◆ **从产品收入结构来看，公司长期以LPDDR系列为主要收入来源。**2023—2025年LPDDR收入占比较高，由于LPDDR系列产品主要应用于智能手机和平板电脑等移动设备领域，公司快速拓展相关下游客户且客户对公司产品认可度较高。2025年，随着DDR5产品快速放量，DDR系列收入占比由13%提升至32%。
- ◆ **从下游应用结构来看，公司DRAM产品主要应用于移动设备、服务器及个人电脑等领域。**移动设备是公司产品的主要应用方向，收入占比较高，服务器的DRAM产品收入占比仍相对较低。2024年开始，受益于数据中心等基础设施建设需求持续增长，同时公司的DDR5新一代产品快速导入服务器客户，收入占比由2023年的4.60%提升至2025年的26.51%，但随着人工智能下游需求持续增长及服务器产品持续放量，相关领域收入及占比有望进一步提升。

公司产品收入结构图



公司下游应用领域收入结构图



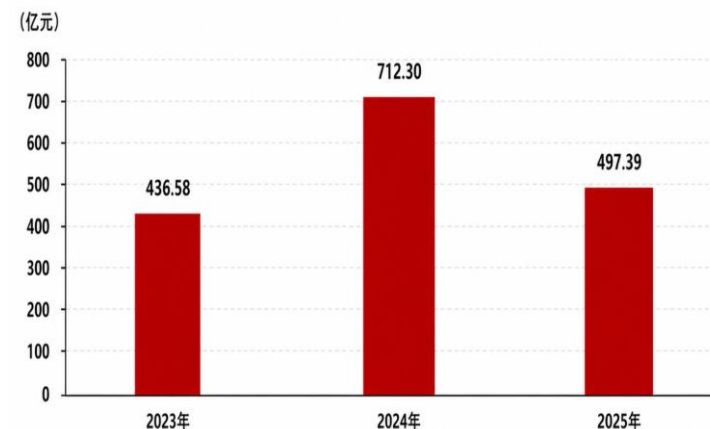
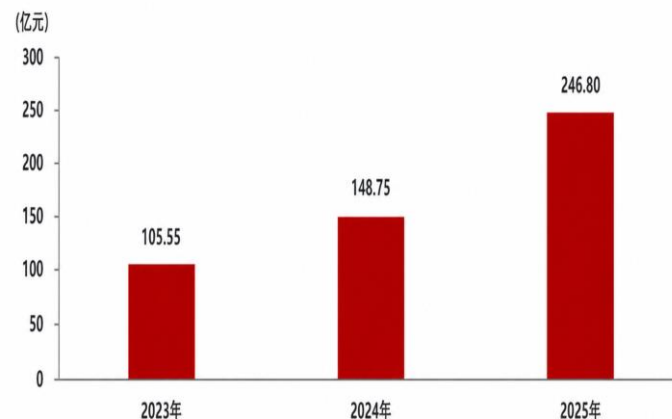
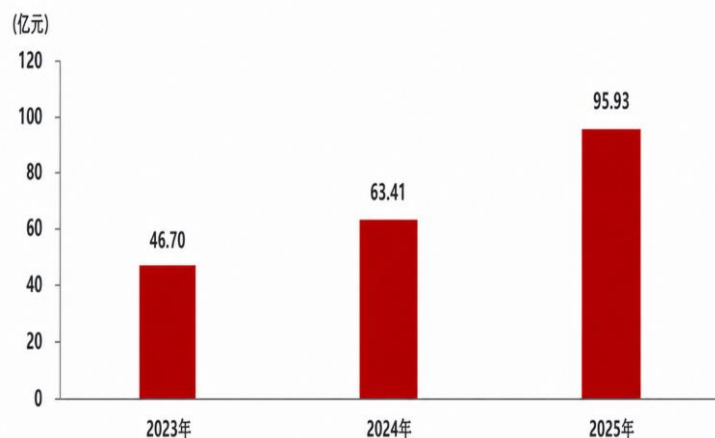
1.5 高研发投入构筑技术壁垒，固定资产投入影响短期盈利

- ◆ **持续加大研发投入，支撑公司技术迭代与产品竞争力。** 2023年至2025年，公司累计研发投入达206.05亿元，保持高强度研发投入，显著高于国内半导体行业平均水平，其中，公司2025年研发投入达95.93亿元，较中芯国际同期55.19亿元高约40.74亿元，公司在DRAM先进工艺研发和产品迭代方面保持较高投入强度，为DRAM先进制程与产品升级提供长期支撑。
- ◆ **资本开支持续增长，短期折旧承压，长期规模效应有望释放。** 2023—2025年，公司购建固定资产、无形资产及其他长期资产现金支分别为由436.58亿元、712.30亿元、497.39亿元，固定资产扩张带动折旧费用持续增加，2025年达到247亿元，对短期利润有一定压力；随着产线成熟、产能利用率提升及出货规模扩大，固定成本摊薄效应将逐步体现。同时，资本开支增长也将带动半导体设备、材料等上游产业链需求提升。

研发投入变化趋势

固定资产折旧费用变化趋势

资本性支出变化趋势



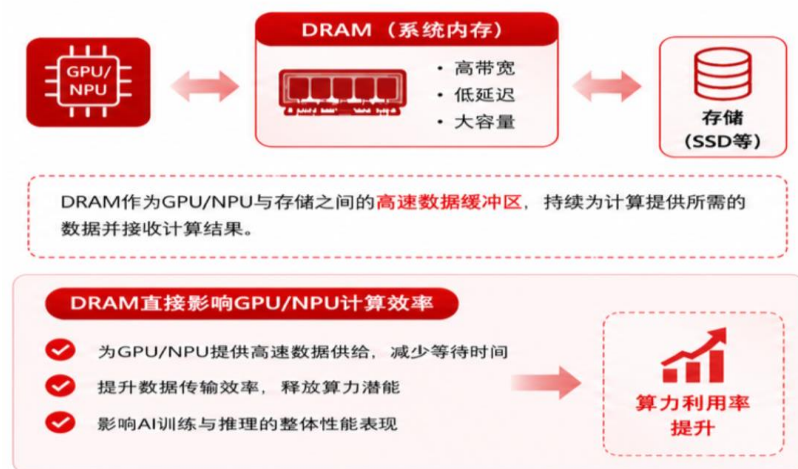


02 供需矛盾凸显，存储行业迎上行周期

2.1 DRAM：AI算力的核心存储基石

- ◆ **DRAM是AI计算系统中的核心存储芯片，承担高速数据缓存功能。** 在AI服务器中，GPU/NPU负责计算任务，而DRAM负责向处理器提供高速数据读写支持，通过高带宽、低延迟的数据传输提升计算效率，是AI基础设施的重要组成部分。
- ◆ **AI算力增长推动DRAM需求升级，高性能存储成为基础设施关键环节。** 随着大模型规模扩大及AI应用复杂度提升，AI计算对内存容量和带宽提出更高要求，对内存容量、带宽及数据传输效率提出更高要求。其中，HBM通过提供更高存储带宽满足AI计算的数据吞吐需求，DDR5通过提高容量与传输速率满足服务器性能需求，二者逐渐成为AI服务器的重要存储方案。
- ◆ **DRAM应用场景持续拓展，AI PC、智能汽车及边缘计算等新兴领域带来新增需求。** 除AI服务器外，DRAM广泛应用于个人电脑、智能手机、智能汽车、数据中心及工业物联网等场景，随着AI PC、智能汽车及边缘计算等新兴领域的发展，DRAM应用场景持续拓展。

DRAM 在AI服务器中的作用：提升算力效率的关键



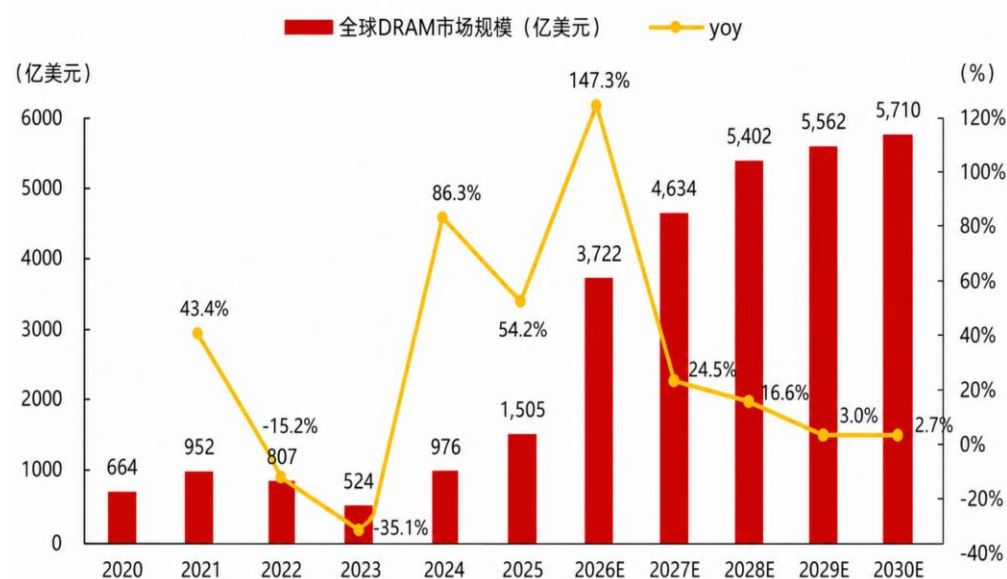
DRAM 下游应用场景



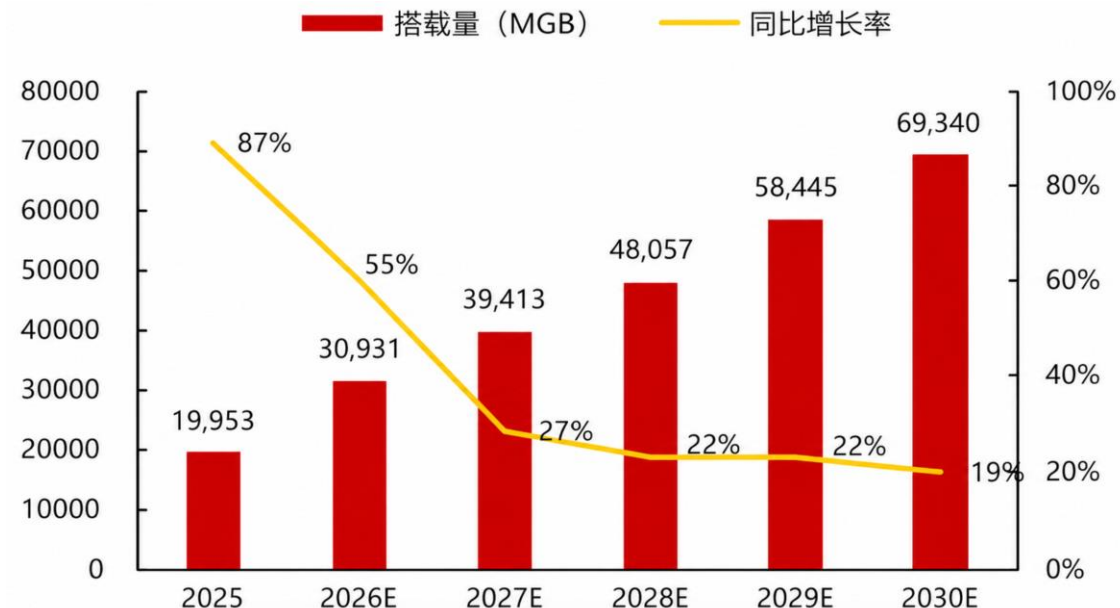
2.2 全球DRAM市场扩张，AI算力驱动需求增长

- ◆ **AI算力推动DRAM市场进入扩张周期，全球市场规模持续提升。** 根据TrendForce数据，全球DRAM市场规模预计由2025年的1,505亿美元增长至2030年的5,710亿美元，CAGR达30.6%，AI基础设施建设成为行业增长核心驱动力。
- ◆ **AI服务器需求快速增长，推动DRAM搭载量持续提升。** 大模型训练与推理对存储容量及带宽提出更高要求，AI服务器DRAM搭载量显著提升，预计全球服务器DRAM搭载量将由2025年的19,953MB增长至2030年的69,340MB，HBM及高性能DDR5成为关键需求来源。
- ◆ **AI需求增长叠加供给结构调整，共同推动DRAM市场扩容。** 一方面，AI服务器建设加速带动DRAM需求增长；另一方面，三星、SK海力士、美光等厂商将部分产能转向HBM等高价值产品，传统DRAM供给受限，推动产品价格上涨，量价共同驱动行业规模增长。

AI需求与价格上涨共同推动全球DRAM市场扩张



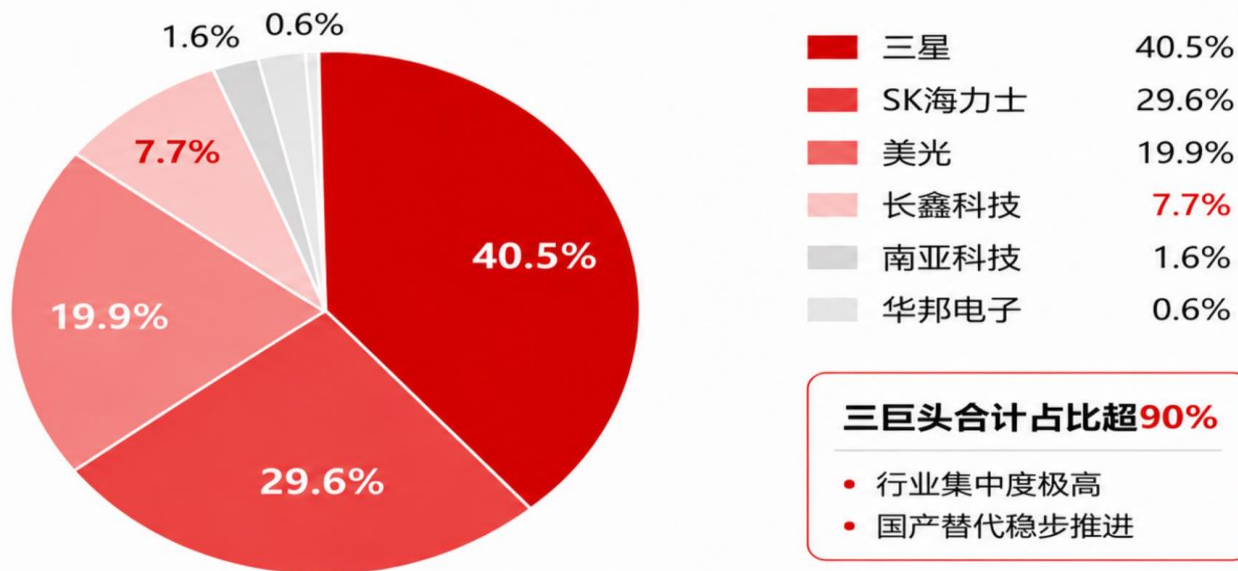
AI服务器升级推动DRAM搭载量持续提升



2.3 竞争格局高度集中，国产替代加速

- ◆ **多轮行业竞争与市场整合后，全球DRAM市场形成高度集中的寡头格局，三星电子、SK海力士、美光科技三家厂商合计占据全球DRAM市场90%以上份额。** DRAM行业早期参与厂商众多，曾包括三星、SK海力士、美光、尔必达、南亚科技等多家企业。随着DRAM行业长期经历周期波动及价格竞争，部分厂商因持续亏损退出市场或被并购整合，其中尔必达于2012年申请破产并被美光收购，行业竞争格局逐步向具备技术、资本和规模优势的头部厂商集中。
- ◆ **长鑫科技凭借技术突破和产能建设快速崛起，有望推动国产DRAM市场份额持续提升。** 公司持续推进DDR、LPDDR等产品迭代，已实现DDR5、LPDDR5/5X等新一代产品量产，并进入服务器、移动设备、个人电脑及智能汽车等应用领域。根据CFM闪存市场数据，2026年第一季度长鑫科技全球DRAM市场份额已提升至7.7%，随着产能扩张、技术升级及国产替代需求提升，公司市场份额有望进一步增长，逐步改变全球DRAM竞争格局。

全球DRAM市场竞争格局



2.4 出口管制持续加码，国产DRAM自主替代提速

- ◆ **中国是全球主要DRAM消费市场，但核心产品长期依赖境外供应，自主供给能力仍显不足。**根据长鑫科技招股意向书，2024年中国DRAM市场规模约250亿美元，占全球市场规模超过四分之一，但全球DRAM供给长期集中于三星电子、SK海力士和美光科技等海外厂商，一旦境外供应受限或出口管制升级，将直接影响下游产业链稳定，自主替代需求持续提升。
- ◆ **美国持续扩大半导体出口管制范围，设备及技术获取约束不断增强。**2022年美国对部分先进计算芯片及半导体制造设备实施出口限制；2025年取消外国企业在华晶圆厂的VEU免许可待遇；2026年美国国会提出MATCH Act，拟进一步收紧半导体制造设备出口管制。
- ◆ **长鑫科技实现国产DRAM“从0到1”，产品代际持续升级。**公司于2019年推出自主DDR4产品，随后推进DDR5、LPDDR5及LPDDR5X量产，逐步完善国产DRAM产品布局。
- ◆ **外部限制持续加码，进一步凸显国产DRAM自主替代的迫切性。**美国出口管制已逐步延伸至半导体制造设备、技术服务及许可政策，先进设备和工艺获取难度持续提升。在此背景下，长鑫科技持续推进技术研发和产能建设，加快完善国产DRAM产品体系。

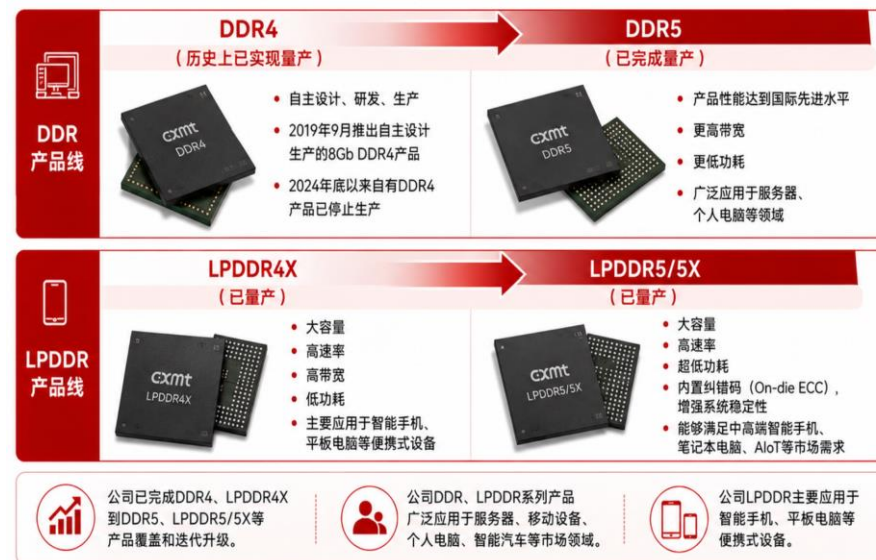
美国半导体出口管制演进



美国22年出口管制文件原文



长鑫科技国产DRAM产品迭代路径



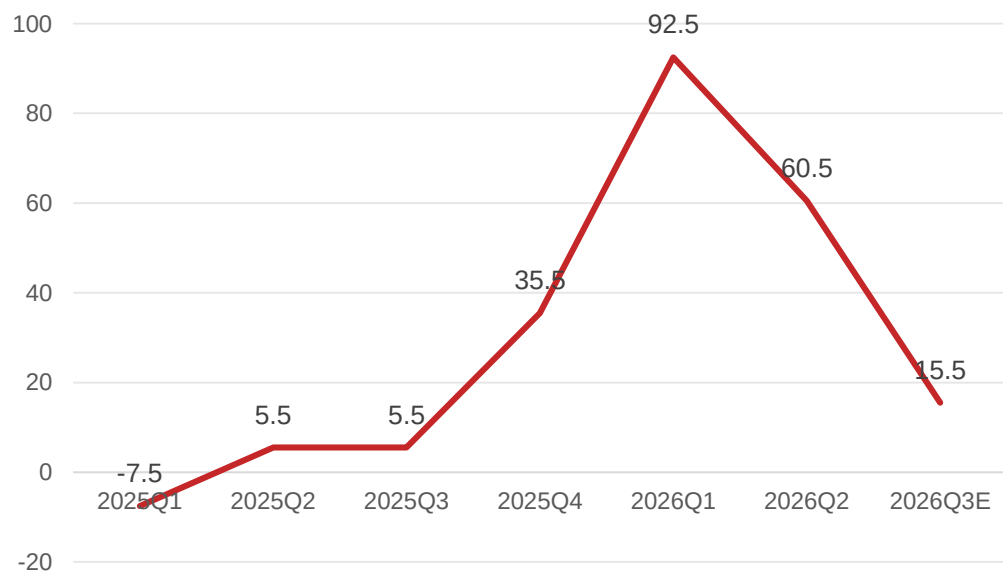


03 乘AI之风，国产替代正当时

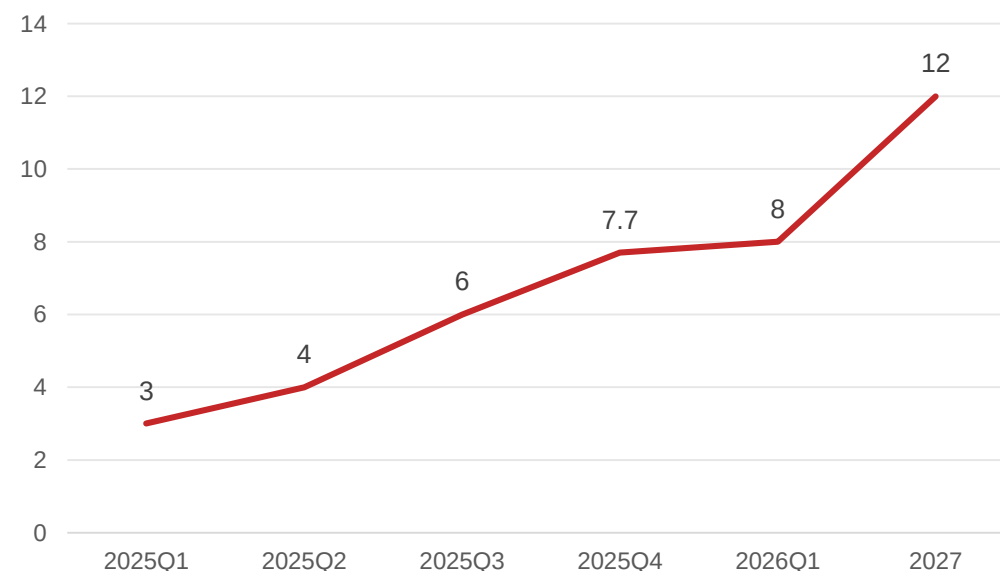
3.1 AI需求扩张与国产替代共振，长鑫科技迎来成长机遇

- ◆ **国产替代持续推进，DRAM产业进入发展阶段。**我国是全球主要DRAM消费市场，但本土品牌DRAM产品自给率仍较低，未来发展空间广阔。经过多年发展，长鑫科技突破了DRAM关键核心技术并顺利实现产品自主研发、设计和商业化量产，填补了中国大陆DRAM产品在全球市场上的长期空白。
- ◆ **供给重配抬升价格。** AI基础设施投资推动HBM和服务器DDR5需求快速增长，三星、SK海力士等海外原厂将更多先进产能优先配置至HBM及高端DRAM；HBM占用的晶圆产能显著高于标准DRAM，传统DRAM供给趋紧。长鑫招股书指出，2025年下半年全球DRAM供不应求、价格大幅上涨，为公司售价和毛利改善创造外部条件。
- ◆ **产能爬坡释放规模效应。** 长鑫在行业回暖期持续扩大产销规模，并通过工艺迭代和精益生产降低单位成本；2025年DDR、LPDDR单位成本分别下降26.26%和22.85%，综合毛利率由2024年的5.58%升至40.99%，产量增长使重资产模式下的折旧和固定成本得到进一步摊薄。

2025Q1-2026Q3E Server DRAM合约价环比变化（%）



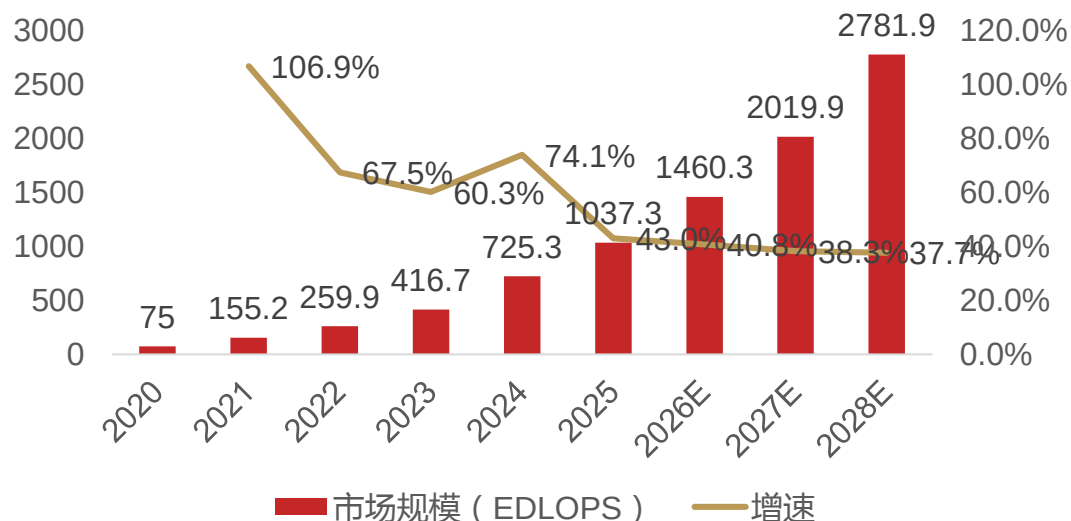
长鑫科技全球市场占有率（%）



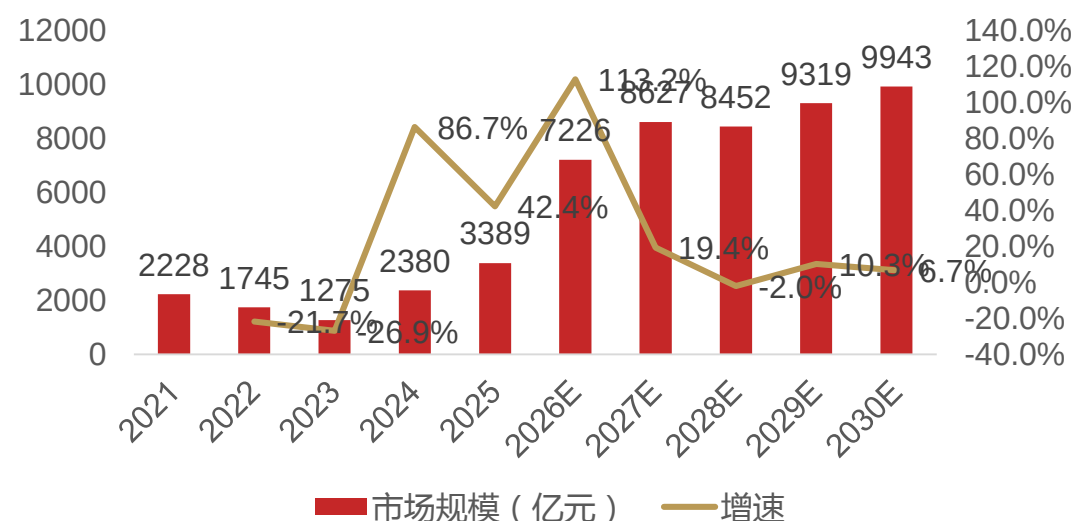
3.2 国产AI算力需求扩张，打开长鑫科技发展空间

- ◆ **中国智能算力仍将保持高速增长。**根据浪潮信息与IDC联合发布的《中国人工智能算力发展评估报告》，2026年中国智能算力规模将达到1,460.3 EFLOPS，同比增长约40.8%。中国智能算力规模将持续扩大，并将于2028年达到2781.9 EFLOPS，2025—2028年复合增长率约38.9%。。算力基础设施持续扩张，将直接带动AI服务器、数据中心及高性能计算设备数量增长，为长鑫科技扩大产品出货和提升服务器市场渗透率提供增量空间。
- ◆ **AI算力供需缺口扩大，涨价仍将持续。**全球大模型训练与推理需求持续攀升，AI服务器单机内存搭载量超过传统数据中心服务器的10倍，机构预计2026年AI相关DRAM需求占比将突破53%。与此同时，三星、SK海力士、美光等厂商将先进产能优先投向高附加值AI存储产品，进一步压缩通用DRAM供给，高盛、集邦咨询等机构预计存储供需紧张格局或延续至2027年下半年。长鑫科技目前收入仍以通用DRAM为主，行业价格中枢回升有利于提高产能利用率、产品单价和毛利率，并为公司持续投入先进制程、服务器DRAM及HBM研发提供现金流支撑。
- ◆ **AI 算力与智能终端双重催化，推动中国DRAM 实际采购增长。**根据弗若斯特沙利文测算，按销售收入计，中国DRAM市场规模已由2024年的2380亿元增至2025年的3389亿元，同比增长约42.4%；受AI服务器、HBM及大容量DDR5需求增长和存储价格上行推动，预计2026—2030年市场规模将进一步增至7226亿元，2030年达到9943亿元，2025—2030年复合增长率约24.0%。

2020-2028E年中国智能算力规模及增速（EFLOPS）



2021-2030E年中国DRAM市场规模（亿元）



资料来源：浪潮信息，新华网，中商产业研究院，华西证券研究所

3.3 国家战略与产业政策强力支撑

◆ 近年来，为进一步鼓励国内存储行业的整体发展，增强科技竞争力，国家相关部委出台了一系列支持和引导行业发展的政策法规。其中，自2020年以来行业主要法律法规及产业政策如下：

时间	主题	主要内容
2020年	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》（国发〔2020〕8号）	从财税、投融资、研发创新和市场应用等方面支持集成电路产业发展，对符合条件的存储器生产企业给予所得税及进口关税优惠，并支持先进存储创新平台建设。
2020年	《关于促进集成电路产业和软件产业高质量发展企业所得税政策的公告》（2020年第45号）	根据集成电路生产企业或项目的制程水平和经营期限实施分档所得税减免，并允许符合条件的企业延长亏损结转年限，降低存储芯片制造企业长期投资成本。
2021年	《“十四五”大数据产业发展规划》（工信部规〔2021〕179号）	提升数据存储等通用技术水平，加快全国一体化大数据中心和高性能计算集群建设，推动高性能存算系统及超融合硬件研发。
2021年	国务院关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知(国发〔2021〕29号)	加快全国一体化大数据中心、算力枢纽、数据中心集群和智能计算中心建设，推进“东数西算”与云网协同，扩大服务器及数据中心存储需求。
2023年	《算力基础设施高质量发展行动计划》（工信部联通信〔2023〕180号）	加快先进存储技术研发应用，提升关键存储部件自主研发制造水平，构建存储介质、存储芯片、存储系统和存储应用协同发展的产业生态。
2023年	《产业结构调整指导目录(2024年本)》	将65纳米及以下逻辑电路和存储器生产，以及2.5D、3D等先进封装测试技术列入鼓励类，引导资金和产业资源向先进存储制造领域投入。
2024年	《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》（发改数据〔2024〕1836号）	加强新型存储技术研发，支撑规模化、实时性和跨域数据存储流动，提高智能存储使用占比，并培育计算存储领域技术企业。
2024年	《国家数据基础设施建设指引》	推进多元异构算力协同和全国一体化算力网建设，探索存算分离架构建设新型智算中心，提升数据汇聚、存储、处理和流通效率。
2026年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	提高先进制程制造能力，加快关键装备、材料和零部件发展，重点发展高性能处理器和高密度存储器，推进存算一体和三维集成技术突破。

资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会，中华人民共和国生态环境部，华西证券研究所

3.4 产业链深度协同与优质客户绑定

- ◆ **本土头部客户全覆盖。**据长鑫科技招股书披露，公司终端客户涵盖阿里云、字节跳动、腾讯、联想、小米、传音、荣耀、OPPO、vivo等知名客户。2023年至2025年，前五大客户销售额占比约67%至74%。长鑫科技已形成覆盖国内主流消费电子、互联网科技领域领军企业的稳定且优质的本土客户矩阵，深度嵌入中国AI算力产业链。
- ◆ **获腾讯百亿级战略绑定。**据路透社报道，长鑫存储已与腾讯控股签署了一份价值超过200亿元人民币的长期供应协议。协议主要涵盖未来数年的服务器DRAM内存芯片供应，最长期限在三年至五年之间。DRAM是服务器和数据中心中的关键组件。路透社认为，这是腾讯对长鑫存储的重大认可。据路透社报道，长鑫存储还在与其他中国大型互联网公司就类似合作进行洽谈。
- ◆ **采购合作深化。**兆易创新与长鑫集团持续开展DRAM相关产品采购及代工合作。根据兆易创新公告，2025年度双方实际交易金额为11.82亿元，2026年上半年预计采购代工生产的DRAM相关产品约15.47亿元，合作规模进一步扩大。

长鑫科技核心客户矩阵



兆易创新2026年上半年度交易额预计公告

证券代码: 603986 证券简称: 兆易创新 公告编号: 2026-006

兆易创新科技股份有限公司 关于 2026 年上半年度日常关联交易预计额度的公告

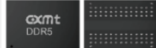
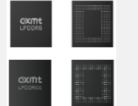
本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

重要内容提示:

- 本次预计日常关联交易额度需要提交股东会审议。
- 本次日常关联交易内容: 兆易创新科技股份有限公司及控股子公司(以下合并简称“公司”)从长鑫科技集团股份有限公司及其控股子公司(以下合并简称“长鑫集团”),包括但不限于长鑫存储技术有限公司(以下简称“长鑫存储技术”)、长鑫存储科技(合肥)有限公司(以下简称“长鑫科技(合肥)”)等主要业务子公司采购代工生产的DRAM相关产品,2026年上半年度预计交易额度为2.21亿美元,折合人民币约15.47亿元。
- 日常关联交易对公司的影响: 该关联交易事项是基于正常的商业交易行为,交易价格依据市场公允价格公平、合理确定,符合公司经营发展需要,符合全体股东利益。公司业务不会因此对关联方形成较大的依赖,不影响公司独立性。

3.5 完整产品矩阵覆盖，满足产业链存储需求

- ◆ 公司构建了覆盖 **DDR、LPDDR 两大主流技术路线**的完整产品矩阵，包括 DDR4、DDR5、LPDDR4X、LPDDR5/5X 等核心型号，产品广泛适配服务器、移动设备、个人电脑、智能汽车等多元下游场景。基于不同应用特性与客户需求，公司可提供 DRAM 晶圆、DRAM 芯片、DRAM 模组等多元化交付方案，其中 DRAM 芯片为公司当前核心出货与销售产品。
- ◆ DDR5相比DDR4在数据传输速率、容量扩展以及功耗管理方面实现提升，更适用于服务器、高性能计算等应用场景。根据长鑫科技官网信息，公司已推出DDR5系列产品，DDR5内存芯片加入片内**错误检查与自纠错机制以及更强的抗干扰设计**，确保工作稳定性与数据完整性，并覆盖服务器、工作站等应用方向，为高性能计算场景提供存储支持。
- ◆ 公司自主设计研发生产的LPDDR5/5X芯片具备**大容量、高速率、超低功耗与高安全性**等特性，相较于上一代LPDDR4X芯片，LPDDR5/5X芯片单一颗粒的容量和速率均大幅提升，同时功耗进一步降低。此外，公司LPDDR5/5X芯片加入了强大的RAS功能，通过内置纠错码(On-die ECC)等技术，能够实现实时纠错，有效减少系统故障，确保数据安全，增强系统稳定性。

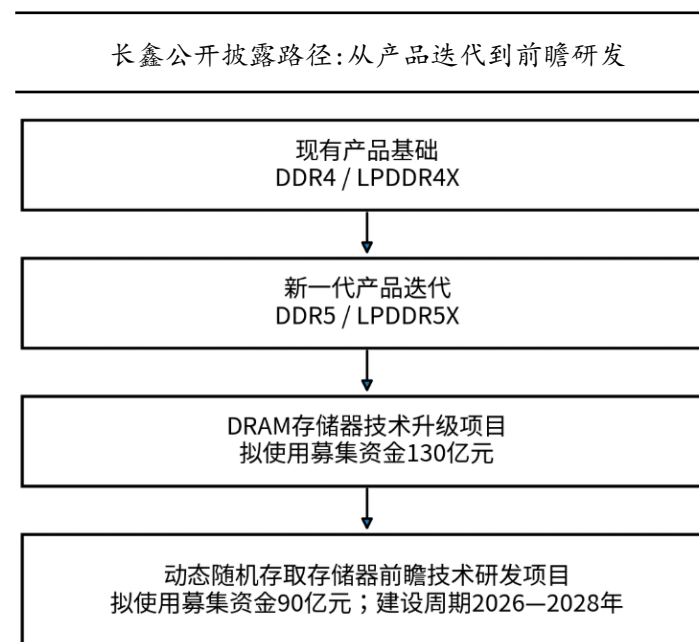
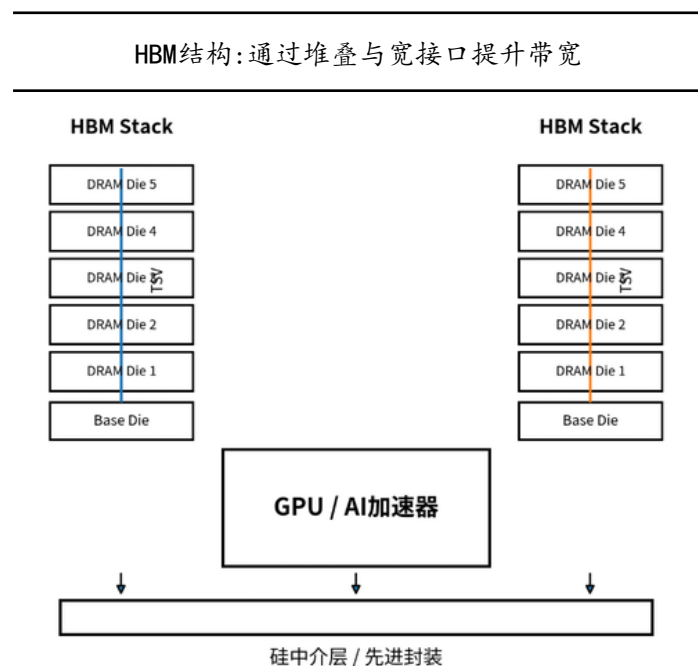
长鑫科技 DDR 系列产品				
产品系列	产品类型	产品介绍	产品图示	主要应用领域
DDR	DDR4	提供 8Gb 或 16Gb 的容量选择，速率可达 3,200Mbps，并可提供 4bit/8bit/16bit 不同位宽选择；可用于制造 8GB/16GB/32GB/64GB 等多种容量规格的 DDR4 模组		服务器、台式电脑、笔记本电脑、其他消费类产品
	DDR5	具备 16Gb、24Gb、32Gb 的容量，速率可达 8,000Mbps，并可提供 4bit/8bit/16bit 等不同位宽选择；可用于制造 8GB/16GB/32GB/64GB/96GB/128GB 等多种容量规格的 DDR5 模组		
LPDDR	LPDDR4X	采用 LVSTL 的低功耗接口及多项降低功耗的设计，具备低功耗的特点。可提供 8GB 以下、8GB、12GB、16GB 等不同容量规格的产品，速率可达 4,266Mbps，广泛用于移动设备等领域		手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备及其他消费类产品
	LPDDR5/5X	具备 6GB、8GB、12GB、16GB 等多种容量规格，速率可达 10,667Mbps。通过内置纠错码等技术，能够有效减少系统故障，增强稳定性，广泛应用于中高端移动设备市场		

长鑫科技 DRAM 模组产品			
产品系列	产品类型	产品图示	主要应用领域
RDIMM	DDR4		服务器等
	DDR5		
MRDIMM	DDR5		计算机工作站、台式电脑等
UDIMM	DDR4		
	DDR5		
CUDIMM	DDR5		
SODIMM	DDR4		笔记本电脑、一体机主机等
	DDR5		
CSODIMM	DDR5		高性能笔记本电脑、移动工作站等
LPCAMM	LPDDR5X		

资料来源：长鑫科技招股意向书，华西证券研究所

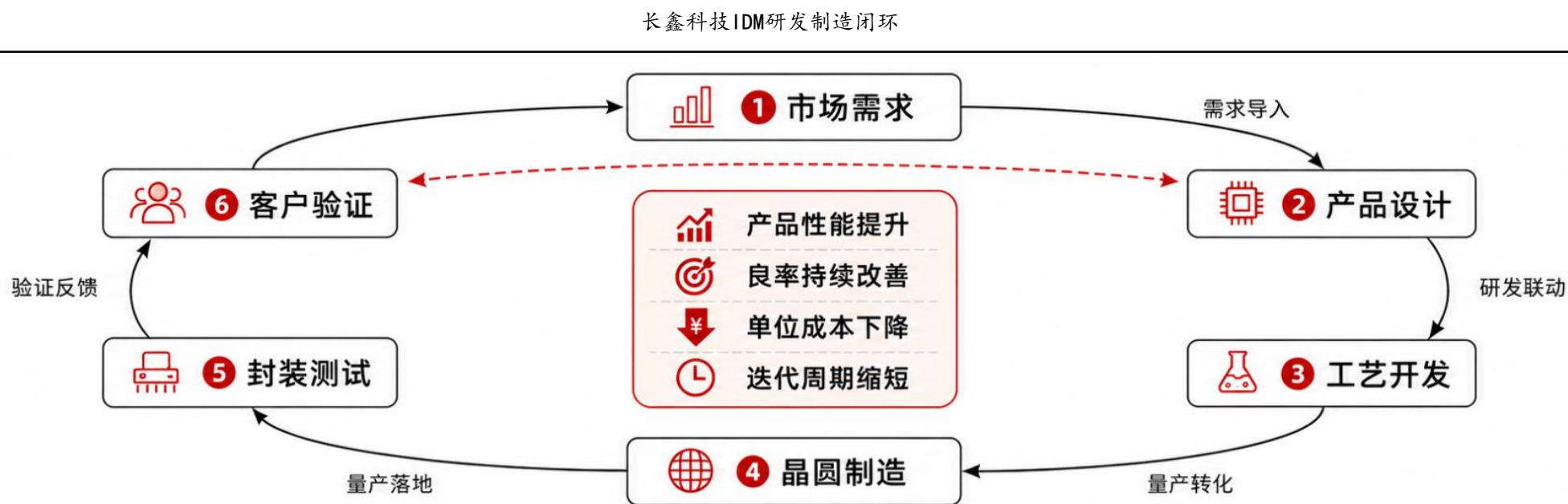
3.6 前瞻布局HBM，从通用存储走向AI高端存储

- ◆ 随着人工智能大模型参数规模持续扩大，AI芯片对于数据传输效率和存储带宽提出更高要求。HBM通过先进封装技术实现存储芯片与计算芯片高速互联，相比传统DRAM具备更高带宽优势，已成为高性能计算和人工智能加速器的重要配套存储方案，推动DRAM产业向高端化方向发展。
- ◆ 本轮存储芯片企业股价飙升的核心原因是高带宽内存（HBM）需求激增。当前全球HBM市场主要由三星、SK海力士、美光等国际存储厂商占据，海外企业依托DRAM制造技术积累和先进封装能力，在高端AI存储领域保持领先地位。随着AI服务器需求持续增长，**HBM已成为存储产业竞争的重要方向**。
- ◆ **长鑫存储在HBM（高带宽内存）这一AI算力“咽喉”上实现关键突破**，于2026年量产12层堆叠的HBM3，成为全球第四家掌握该技术的企业，将技术差距从5年缩短至3年内。在HBM等高端赛道，国产存储实现了从“0到1”的破冰，但良率和代际差距仍是现实壁垒；而在NAND和通用DRAM领域，已实现从“追赶”到“局部领先”的质变。



3.7.1 护城河一：全球稀缺的IDM模式

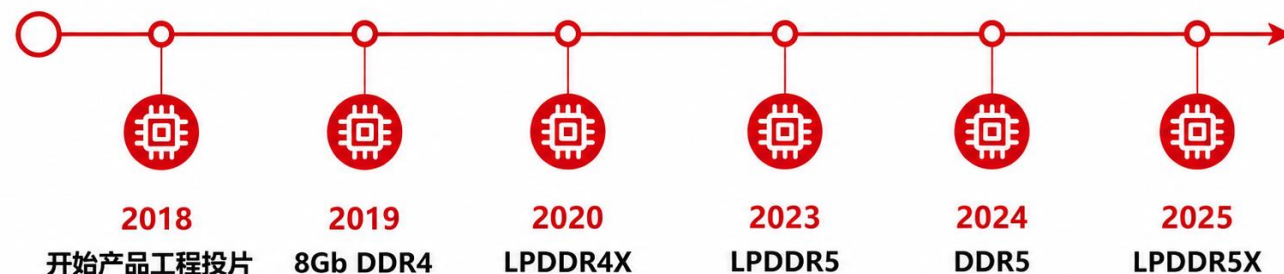
- ◆ **IDM一体化运营，核心能力覆盖产业链主要环节。** 根据公司招股意向书，长鑫科技采用IDM模式，业务及核心技术覆盖DRAM产品设计、工艺开发、晶圆制造、封装测试、模组设计与应用等环节。企业能够在研发、生产等环节实现长期且深厚的经验积累，这对于技术与工艺的沉淀以及产品矩阵的健全完善具有显著推动作用。
- ◆ **相较Fabless模式，IDM模式强化协同并释放规模效应。** 相较Fabless模式，IDM模式将产品设计、工艺研发和晶圆制造纳入统一体系，有利于缩短技术迭代和量产周期，提高良率及客户响应效率。随着产能持续爬坡，长鑫科技还可通过研发、产线和供应链资源的集中调配释放规模效应，逐步强化成本和供应保障优势。
- ◆ **行业高度集中，长鑫进入全球主要规模化厂商阵营。** IDM模式对企业的研发能力、资金实力、技术水平和运营管理能力都有很高的要求。全球DRAM市场仍主要由三星电子、SK海力士和美光科技主导，且其存储芯片业务均采用IDM模式。长鑫科技已进入全球主要竞争者序列。长鑫科技采用IDM模式运营，不断改善工艺技术和产品技术两大方面，共同构筑了公司的核心技术竞争力。



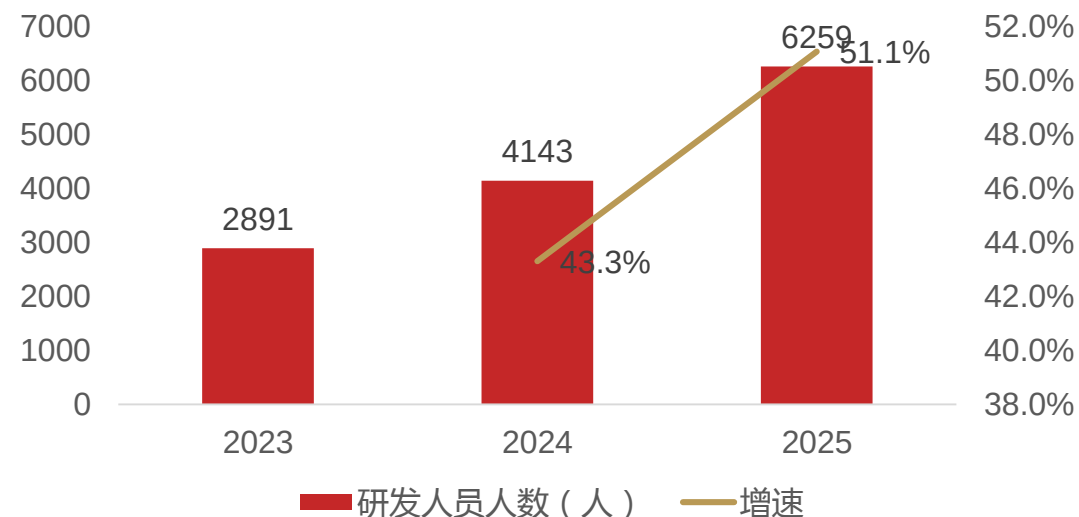
3.7.2 护城河二：技术迭代与资源储备

- ◆ **跳代研发加快工艺与产品迭代。**始终专注于DRAM产品的研发、设计、生产及销售。公司采取“跳代研发”的策略，完成了从第一代工艺技术平台到第四代工艺技术平台的量产，以及 DDR4、LPDDR4X到DDR5、LPDDR5/5X等产品覆盖和迭代升级，目前公司核心产品及工艺技术已达到国际先进水平。
- ◆ **专利与研发人才储备持续扩充。**作为人才密集型行业，DRAM对核心人才的知识储备、研发能力和实践经验要求极高。IDM模式涵盖设计、制造、封装测试等多环节，高端人才稀缺构成新进入者的重要障碍。截至2025年12月31日，公司拥有境内专利3,929项，其中发明专利3,165项，另拥有境外专利3,043项，专利合计6,972项；研发人员为6,259人，占员工总数的32.43%。

长鑫科技主要产品的演变情况



2023-2025年长鑫科技研发人员人数（人）



3.7.3 护城河三：产能规模与制造壁垒

- ◆ **产能规模持续扩张，生产负荷维持高位。**长鑫科技在合肥、北京两地拥有3座12英寸DRAM晶圆厂，整体产能和产量快速增长。其中LPDDR5、DDR5和LPDDR5X分别于2023年、2024年和2025年实现量产，中高端市场渗透率快速提高。2023—2025年，公司产能利用率由87.06%提升至95.73%，生产线整体保持较高负荷运行。
- ◆ **规模效应释放，单位生产成本持续改善。** DRAM厂商需将产能提升至足够规模，才能通过规模效应摊薄成本；随着公司产能爬坡、精益生产和工艺持续优化，2024年及2025年产品单位生产成本持续下降，规模化运营的经济效益逐步显现。
- ◆ **资金、产能与运营管理构成复合制造壁垒。** DRAM晶圆制造需要持续投入大量资本，生产过程涉及数百道工序，并对工艺控制、质量监控、问题追溯和良率管理提出较高要求，DRAM晶圆制造产线成本与持续高额研发费用投入需求显著限制潜在竞争者进入。

2023-2025DDR系列单位成本变动（%）



长鑫科技合肥12英寸存储器芯片生产项目

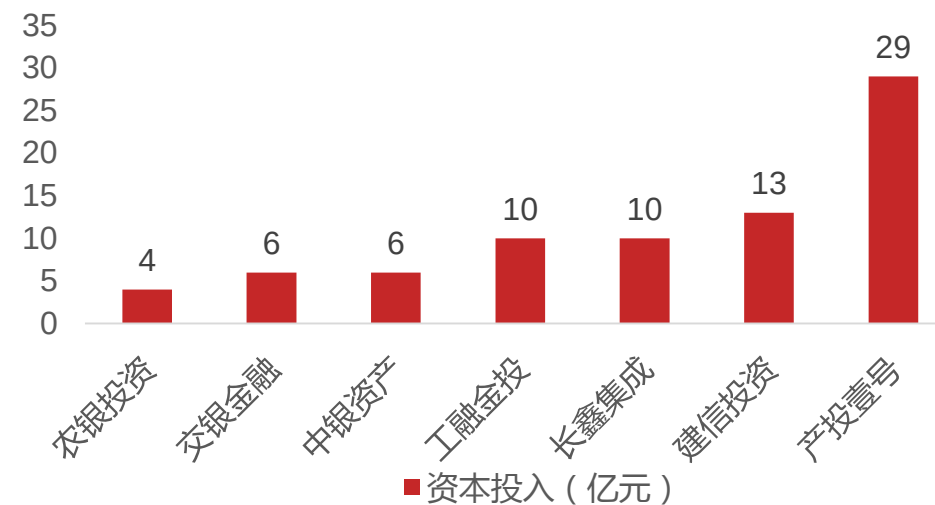
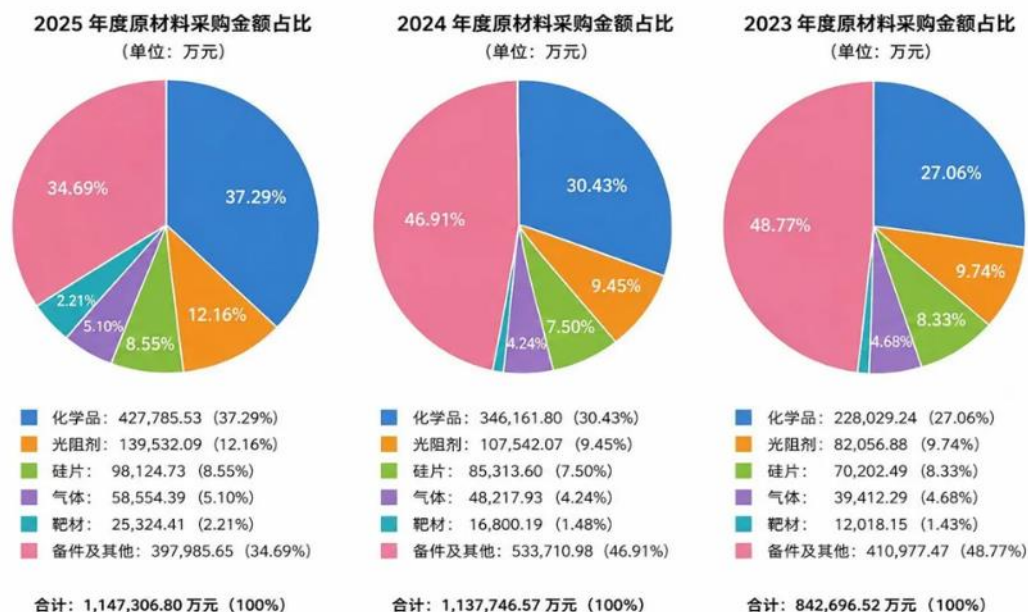


3.7.4 护城河四：政策、国资与产业链协同支撑长期发展

- ◆ **大规模采购与联合验证，带动上游设备材料企业发展。**长鑫科技通过供应链开发、产品验证和规模化采购，与国内EDA、半导体材料、设备及零部件企业建立协作关系，持续为上游产业链提供订单支撑。2025年，公司主要原材料采购额合计约114.73亿元，其中化学品、光阻剂、硅片、气体和靶材采购额分别达到42.78亿元、13.95亿元、9.81亿元、5.86亿元和2.53亿元，形成对上游半导体产业链的持续需求牵引。
- ◆ **下游客户深度绑定，以产品导入与资本投入支持长鑫发展。**长鑫科技已进入阿里云、字节跳动、腾讯等头部客户供应链，并与联想、小米、OPPO、vivo等终端厂商开展合作。头部客户通过产品验证、批量采购及联合适配，将国产DRAM导入服务器、云计算和智能终端应用；其中阿里云进一步以61亿元参与公司增资，体现双方关系已由单纯采购向“产品应用+资本协同”深化。
- ◆ **国有资本深度参与，形成长期资本支持基础。**2024年公司完成108亿元现金增资，其中按公开投资者名单可明确识别的合肥国资及国有金融资本合计投入至少78亿元，包括产投壹号29亿元、长鑫集成10亿元、工融金投10亿元、建信投资13亿元、中银资产6亿元、交银金融6亿元和农银投资4亿元。

长鑫科技各半导体材料采购金额占比

2024年长鑫科技新增合肥国资及国有金融资本（亿元）





04 投资建议与风险提示

4.1 盈利预测

◆ 关键性假设如下：

1.扩产节奏：长鑫空港的三期预留地块建厂，预计28年下半年开始爬坡，或在现有产线上新增设备增加部分产能，新拿地建厂预计29年才可量产；

2.DDR、LPDDR平均单价：当前存储仍处于供不应求的阶段，预计26Q3、Q4价格环比增长15%、10%，27年Q2到达最高点，并在Q3、Q4维持高位震荡，2028年随着全球存储产能扩张开始下跌。

◆ 预计2026-2028年公司营业收入分别为2776.90 /3917.94 /5726.94亿元，增速分别为349.3%/41.1%/46.2%。

公司收入拆分预测

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q4	2027Q1	2027Q2	2027Q3	2027Q4	2028Q1	2028Q2	2028Q3	2028Q4
营业收入		10898.86	12752.40	14767.87	29256.60	52793.86	66297.84	76242.52	84349.17	89565.19	94125.98	95031.64	113071.04	144177.16	141474.41	142002.63	145040.22
合计月产能（万片）		21	22	24	26	28	30	30	31	32	33	33	39	42	42	43	45
合计月Bit出货量（EB）		0.60	0.63	0.69	0.76	0.82	0.88	0.88	0.89	0.89	0.90	0.90	1.08	1.40	1.40	1.44	1.51
非HBM产线																	
合肥Fab1期	月产能（万片）	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	11	11	11	11	11
	良率	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
	单片晶圆容量（TB）	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
	Bit出货量（EB）	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.28	0.34	0.34	0.34	0.34
合肥Fab2期	月产能（万片）	1	2	4	6	8	10	10	10	10	10	10	11	11	11	11	11
	良率	85%	85%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
	单片晶圆容量（TB）	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	Bit出货量（EB）	0.03	0.06	0.12	0.19	0.25	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
合肥Fab3期	月产能（万片）															1	3
	良率															85%	85%
	单片晶圆容量（TB）															1.5	1.5
	Bit出货量（EB）															0.04	0.11
北京Fab1期	月产能（万片）	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4
	良率	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
	单片晶圆容量（TB）	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.7	1.7	1.7	1.7
	Bit出货量（EB）	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.13	0.19	0.19	0.19	0.19
北京Fab2期	月产能（万片）	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	10	10	10	10	10
	良率	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
	单片晶圆容量（TB）	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.7	1.7	1.7	1.7
	Bit出货量（EB）	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.31	0.48	0.48	0.48	0.48
	DDR合约均价（美元/Gb）	0.34	0.38	0.40	0.72	1.20	1.40	1.61	1.77	1.86	1.92	1.92	1.90	1.84	1.81	1.77	1.72
	DDR收入（百万元）	10898.86	12752.40	14767.87	29256.60	52793.86	66297.84	76242.52	83866.77	88060.11	90701.91	90922.75	108551.26	135137.61	132434.85	133415.05	136452.64
HBM产线																	
上海（HBM）	月产能（万片）								1	2	3	3	3	6	6	6	6
	良率								25%	30%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
	单片晶圆容量（TB）								0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	Bit出货量（EB）								0.004	0.009	0.016	0.016	0.016	0.032	0.032	0.032	0.032
	HBM均价（美元/Gb）								2	2.4	3.1	4.1	4.9	5.4	5.4	5.4	5.09
	HBM收入（百万元）								482.4	1505.088	3424.075	4108.89	4519.7793	9039.5585	9039.5585	8587.5806	8587.5806

4.2 投资建议

◆ 可比公司估值：

- ✓ 公司是国内DRAM研发设计制造一体化龙头企业。由于AI产业发展对于存储需求快速提升，作为AI基建的核心环节，长鑫科技作为国内实现存储自主可控的核心企业，受益于行业景气度提升和国产替代共振，有望实现快速发展。在A股选取两家晶圆厂和一家存储设计公司，海外选取三家存储IDM公司，共六家作为可比公司。
- ✓ 注：EPS均来自ifind一致预测。

◆ 投资建议：

- ✓ 公司是国内DRAM研发设计制造一体化龙头企业。由于AI产业发展对于存储需求快速提升，作为AI基建的核心环节，长鑫科技作为国内实现存储自主可控的核心企业，受益于行业景气度提升和国产替代共振，有望实现快速发展。盈利预测如下：预计2026-2028年公司营业收入分别为2776.90 /3917.94 /5726.94亿元，归母净利润为1244.05/1821.17/ 2906.02亿元，每股收益（EPS）为1.86/2.72/4.35元，考虑到长鑫科技是A股第一家存储行业IDM公司，给予2026年40XPE，目标市值5万亿。

可比公司估值

分类	证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS（元/股）			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
A股上市公司	688981. SH	中芯国际	139. 88	0. 80	0. 98	1. 16	185. 89	152. 37	129. 09
	688347. SH	华虹宏力	309. 00	0. 60	0. 83	1. 10	517. 02	373. 48	282. 02
	688008. SH	澜起科技	183. 60	2. 68	3. 56	4. 64	68. 67	51. 49	39. 47
	平均值			18. 53	36. 70	44. 38	158. 91	118. 03	92. 27
海外上市公司	SKHY. O	SK海力士	154. 03	20. 40	34. 24	42. 19	7. 38	4. 40	3. 57
	MU. O	美光科技	848. 95	68. 15	143. 91	172. 83	15. 59	8. 42	7. 20
	005930. KS	三星电子	255, 000. 00	39, 323. 44	55, 467. 77	55, 471. 51	6. 48	4. 60	4. 60
	平均值						9. 82	5. 81	5. 12

注：货币均为本币

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	24,178	61,799	277,690	391,794	572,694
YoY（%）	166.1%	155.6%	349.3%	41.1%	46.2%
归母净利润（百万元）	-7,145	1,875	124,405	182,117	290,602
YoY（%）	56.3%	126.2%	6535.4%	46.4%	59.6%
毛利率（%）	5.6%	41.0%	79.6%	81.2%	85.9%
每股收益（元）	-0.13	0.03	1.86	2.72	4.35
ROE	-17.2%	3.3%	68.9%	50.3%	44.6%
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

4.3 风险提示

- ◆ 1) 宏观经济下行风险；
- ◆ 2) 行业竞争加剧；
- ◆ 3) 技术开发与产品导入进度不及预期；
- ◆ 4) 需求不及预期。

附录：三张表及主要财务比例

财务报表和主要财务比率									
利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	61,799	277,690	391,794	572,694	净利润	7,144	155,506	227,646	363,252
YoY (%)	155.6%	349.3%	41.1%	46.2%	折旧和摊销	27,086	39,220	50,426	55,338
营业成本	36,465	56,521	73,478	80,826	营运资金变动	-1,585	-5,147	-5,915	-7,632
营业税金及附加	351	1,837	2,407	3,654	经营活动现金流	36,520	192,289	275,707	414,580
销售费用	337	1,388	1,959	2,863	资本开支	-49,704	-66,364	-68,059	-70,134
管理费用	6,631	28,440	41,083	59,353	投资	-2,433	-1,150	-960	-770
财务费用	2,954	2,415	683	-2,195	投资活动现金流	-86,823	-68,986	-69,818	-71,366
研发费用	9,593	48,011	64,279	96,487	股权募资	31,795	0	0	0
资产减值损失	-755	-250	-260	-270	债务募资	15,277	29,136	24,985	24,975
投资收益	-68	450	101	538	筹资活动现金流	46,121	28,564	21,553	21,019
营业利润	7,721	155,712	227,908	363,658	现金净流量	-4,710	151,243	226,842	363,633
营业外收支	-20	-50	-35	-42	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	7,701	155,662	227,874	363,616	成长能力 (%)				
所得税	557	156	228	364	营业收入增长率	155.6%	349.3%	41.1%	46.2%
净利润	7,144	155,506	227,646	363,252	净利润增长率	126.2%	6535.4%	46.4%	59.6%
归属于母公司净利润	1,875	124,405	182,117	290,602	盈利能力 (%)				
YoY (%)	126.2%	6535.4%	46.4%	59.6%	毛利率	41.0%	79.6%	81.2%	85.9%
每股收益	0.03	1.86	2.72	4.35	净利率	3.0%	44.8%	46.5%	50.7%
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率ROA	2.3%	35.1%	33.4%	35.9%
货币资金	51,990	203,233	430,075	793,708	净资产收益率ROE	3.3%	68.9%	50.3%	44.6%
预付款项	93	208	229	275	偿债能力 (%)				
存货	28,568	45,102	58,099	64,202	流动比率	2.10	3.30	5.15	7.60
其他流动资产	30,335	45,875	48,759	62,130	速动比率	1.42	2.69	4.48	6.95
流动资产合计	110,986	294,419	537,161	920,315	现金比率	0.98	2.28	4.12	6.55
长期股权投资	1,520	1,520	1,520	1,520	资产负债率	54.2%	43.8%	34.0%	25.8%
固定资产	183,024	200,754	209,368	215,160	经营效率 (%)				
无形资产	4,278	3,778	3,378	3,078	总资产周转率	0.20	0.63	0.58	0.57
非流动资产合计	225,799	255,767	275,041	291,403	每股指标 (元)				
资产合计	336,785	550,186	812,202	1,211,718	每股收益	0.03	1.86	2.72	4.35
短期借款	9,676	15,676	20,676	25,676	每股净资产	0.94	2.70	5.41	9.75
应付账款及票据	8,702	14,512	18,199	20,385	每股经营现金流	0.61	2.88	4.12	6.20
其他流动负债	34,465	59,083	65,385	75,093	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	52,842	89,270	104,261	121,155	估值分析				
长期借款	118,825	138,825	158,825	178,825	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	11,017	13,110	13,090	13,060	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	129,843	151,935	171,915	191,885					
负债合计	182,685	241,206	276,176	313,040					
股本	60,193	66,881	66,881	66,881					
少数股东权益	97,346	128,448	173,977	246,627					
股东权益合计	154,100	308,980	536,025	898,678					
负债和股东权益合计	336,785	550,186	812,202	1,211,718					

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS