



长鑫科技 (688825.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

冉冉升起的中国 DRAM 龙头，充分受

益存储高景气周期

投资逻辑：

公司成立于 2016 年 6 月 13 日，是中国大陆少数实现 DRAM 规模化量产的 IDM 企业，专注于 DRAM 芯片的研发、设计、生产与销售，据招股说明书公司 25Q2 全球市场份额近 4%，位列全球第四、国内第一，公司致力于推动国产存储产业自主可控，是国家集成电路产业战略布局的关键载体。公司已形成以 DRAM 为核心的 DDR 系列（占比 31.60%）、LPDDR 系列（占比 65.86%）业务矩阵，终端客户包括互联网巨头、主流 PC 与手机厂商，覆盖服务器、移动设备、个人电脑等应用场景。公司 26H1 预计实现营收 1100-1200 亿元，同增 613%-677%。实现归母净利润 500-570 亿元，同增 2244%-2544%。

每轮存储大周期（08 年、16 年等）的开启都是由新兴技术推动产品升级和创新，进而催生新产品的总量、渗透率和存储器价值量的提升，推动存储器市场规模上升一个台阶，随着 AI 驱动需求提升，当下我们走在新一轮存储大周期的起点。我们看好模型和应用落地后对存储需求长期且大量的拉动。根据公司招股说明书的数据，2030 年全球存储芯片市场规模有望增长至 5710 亿，25-30 年市场规模 CAGR 达 30.56%

长期以来全球 DRAM 市场被三星、SK 海力士、美光三大厂商主导，占据全球 90% 以上市场份额，形成高度集中的寡头竞争格局。根据 Counterpoint Research 的数据，公司按 2026 年一季度收入计，占全球份额增长至 8%，成为全球第四大 DRAM 厂商。公司作为中国大陆少数具备 DRAM 自主制造能力的企业，正凭借技术突破与产能爬坡，逐步改变全球市场的竞争版图。

盈利预测、估值和评级

2026 年 7 月，公司发行新股 76.91 亿股（超额配售选择权行使后），发行价 8.66 元/股，募集总金额 666 亿。我们预计 2026-2028 年公司分别实现营业收入 3024.92 亿、4372.21 亿和 5899.64 亿元。同比增长 389.47%、44.54% 和 34.93%，实现归母净利润 1518.31 亿元、2521.81 亿元和 3510.35 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业周期性波动的风险，技术研发迭代的风险，市场需求不及预期的风险。

电子组

分析师：樊志远（执业 S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：周焕博（执业 S1130525080009）

zhouhuanbo@gjzq.com.cn

市价（人民币）：8.66 元

公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,178	61,799	302,492	437,221	589,964
营业收入增长率	166.1%	155.60%	389.47%	44.54%	34.93%
归母净利润(百万元)	-7,145	1,875	151,831	252,181	351,035
归母净利润增长率	-56.27%	-126.24%	7998.3%	66.09%	39.20%
摊薄每股收益(元)	-0.124	0.031	2.270	3.771	5.249
每股经营性现金流净额	0.08	0.51	3.69	5.29	7.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	-17.25%	3.30%	70.88%	69.00%	60.93%
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、中国 DRAM 龙头，技术与产能双线突破	4
1.1 深耕存储领域，构建自主研发体系	4
1.2 产能稳步扩张，规模化优势逐步显现	5
1.3 业绩受行业周期波动，25 年开启景气周期	6
二、存储周期高景气上行，国产替代空间广阔	7
2.1 全球存储市场景气度上行，需求向高附加行业转移	7
2.2 行业集中度较高，冉冉升起的国产新巨头	9
2.3 政策与需求双轮驱动，国产替代正当时	11
三、技术紧追海外龙头厂商，构筑核心竞争力	14
四、盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测	18
五、风险提示	20

图表目录

图表 1：长鑫科技产品矩阵	4
图表 2：长鑫科技部分客户	4
图表 3：25 年公司主营业务收入占比（按产品）	4
图表 4：25 年公司主营业务毛利占比（按产品）	4
图表 5：公司技术迭代节点	5
图表 6：公司产能利用率与产销率	5
图表 7：公司研发费用及研发费用率变化情况（亿元）	6
图表 8：同行业研发费用率比较	6
图表 9：2022-1Q26 公司营收及增速（单位：亿元）	6
图表 10：2022-1Q26 公司净利润及增速（单位：亿元）	6
图表 11：公司各产品板块毛利率对比	7
图表 12：同业应收账款周转能力对比（单位：次/年）	7
图表 13：同业存货周转能力对比（单位：次/年）	7
图表 14：存储板块通常大市场与强周期并存（亿美元）	8
图表 15：存储价格具有明显周期性，以 DDR3 4Gb 为例（单位：美元）	8
图表 16：DRAM 与 NAND 指数具有类似的周期性	8
图表 17：全球存储周期复盘（单位：亿美元）	9
图表 18：2025 年 DRAM 为存储芯片中规模最大的细分品类	10
图表 19：全球存储芯片市场规模预测（单位：亿美元）	10



图表 20: 全球存储芯片市场增速预测	10
图表 21: DRAM 产业链结构.....	11
图表 22: 2026 年 Q1 全球市场份额	11
图表 23: 国内存储芯片相关政策梳理	12
图表 24: DRAM 下游应用市场需求占比.....	12
图表 25: 2025-2030 年全球服务器 DRAM 搭载量 (MGB)	13
图表 26: 2025-2030 年全球移动设备 DRAM 搭载量 (MGB)	13
图表 27: 2025-2030 年全球个人电脑 DRAM 搭载量 (MGB)	13
图表 28: 2025-2030 年全球智能汽车 DRAM 搭载量 (MGB)	13
图表 29: 2025-2030 年全球其他类 DRAM 搭载量 (MGB)	13
图表 30: 全球 DRAM 现货价格走势	14
图表 31: 公司主要工艺流程图	15
图表 32: 公司 DRAM 制程技术演进路线	15
图表 33: 服务器领域公司与同行产品线对比	16
图表 34: 移动设备及其他消费电子领域公司与同行产品线对比	16
图表 35: 个人电脑领域公司与同行产品线对比	16
图表 36: 在研项目及进展	17
图表 37: 核心技术人员情况	17
图表 38: 公司所获荣誉奖状情况	18
图表 39: 公司各业务营收及毛利率预测	19
图表 40: 2024-2028E 公司三费情况.....	19



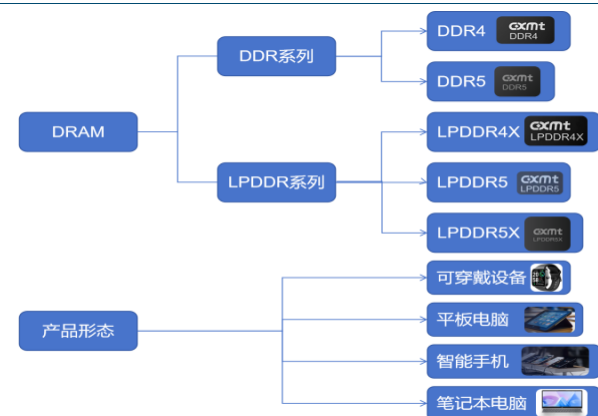
一、中国 DRAM 龙头，技术与产能双线突破

1.1 深耕存储领域，构建自主研发体系

长鑫科技成立于 2016 年 6 月 13 日，是中国大陆少数实现 DRAM 规模化量产的 IDM 企业，专注于 DRAM 芯片的研发、设计、生产与销售，据招股说明书公司 25 年全球市场份额近 4%，位列全球第四、国内第一，致力于推动国产存储产业自主可控，是国家集成电路产业战略布局的关键载体，2025 年底科创板 IPO 申请获受理。

公司已形成以 DRAM 为核心的完整产品矩阵，覆盖 DDR4、DDR5、LPDDR4X、LPDDR5/5X 等全世代主流规格，可提供颗粒、芯片及模组三大形态的产品，满足 PC、服务器、智能手机、AI 终端、车载等多场景需求。终端客户包括阿里云、字节跳动、腾讯等互联网巨头，以及联想、小米、传音、荣耀、OPPO、vivo 等主流 PC 与手机厂商，覆盖服务器、移动设备、个人电脑等各领域头部客户。

图表1：长鑫科技产品矩阵



图表2：长鑫科技部分客户

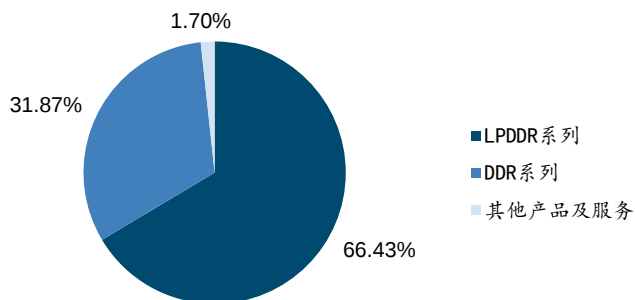


来源：长鑫科技官网，国金证券研究所

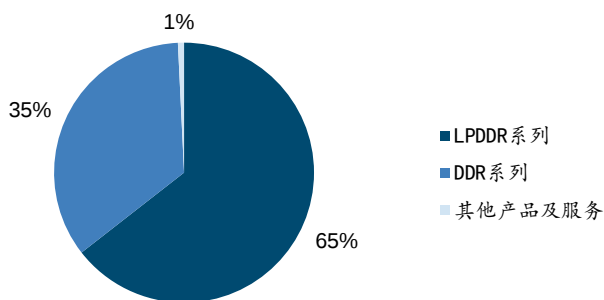
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

在技术研发层面，公司构建了覆盖芯片设计、制程工艺、封装测试的全链条研发体系，突破了存储芯片架构设计、10nm 级制程优化、良率提升等多项核心技术，部分产品性能已接近国际主流水平。同时，公司通过“研发-量产-迭代”的闭环机制，快速响应市场需求，推动技术转化与产品升级。截至目前，公司产品已批量进入小米、OPPO、vivo、联想、腾讯、字节等头部企业供应链，并同步推进车规、AI、可穿戴等新兴场景的产品验证，持续完善应用生态布局。

图表3：25 年公司主营业务收入占比（按产品）



图表4：25 年公司主营业务毛利占比（按产品）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

公司的主营业务（按产品）可分为 LPDDR 系列、DDR 系列、其他产品及服务三大类。25 年 LPDDR 系列营收占比达 66.43%，是第一大收入来源；DDR 系列营收占比 31.87%，两者合计贡献了公司 98.3% 的营业收入，构成核心营收支柱；其他产品及服务合计占比仅 1.7%。



1.2 产能稳步扩张，规模化优势逐步显现

作为国内 DRAM 领域龙头企业，公司凭借清晰的产能规划、高效的产线爬坡及精细化运营管理，实现产能规模有序扩张、运营效率持续优化，规模化生产优势逐步凸显，不仅为营收增长提供核心支撑，更强化了公司在成本控制与市场份额抢占中的竞争壁垒。

公司于 2019 年 9 月推出自主设计生产的 8Gb DDR4 产品，自此实现了中国大陆 DRAM 产业“从零到一”的突破。公司始终积极进行产业迭代，已完成 DDR4、LPDDR4X 到 DDR5、LPDDR5/5X 等产品覆盖和迭代升级，可提供 DRAM 晶圆、DRAM 芯片、DRAM 模组等多样化的产品方案。

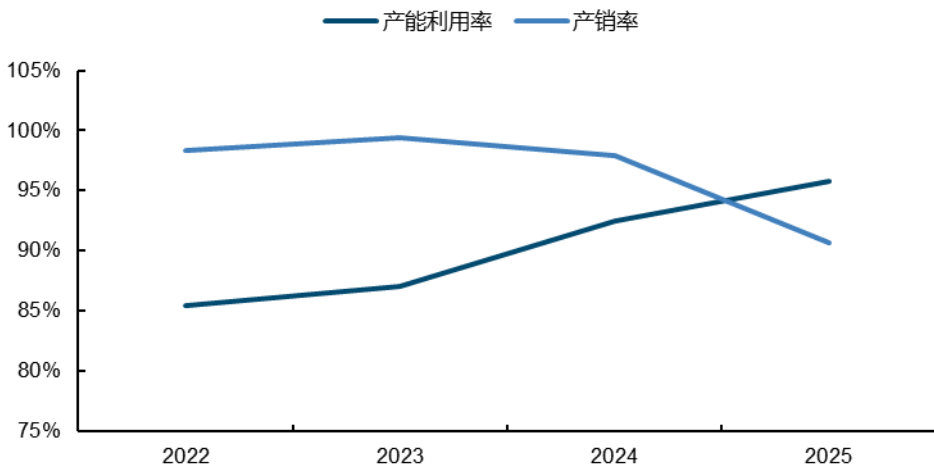
图表5：公司技术迭代节点



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

产能端，公司依托合肥一期、二期及北京三座 12 英寸 DRAM 晶圆厂的梯度建设与投产，实现产能规模持续跃升，带动营收体量跨越式增长。财务数据显示，2022-2024 年公司营业收入从 82.87 亿元增长至 241.78 亿元，三年间营收规模接近翻倍增长；2025 年公司营收已达 617.99 亿元，产能释放对营收的拉动作用显著。与此同时，公司持续逆势扩张，公司产能利用率呈稳步提升态势，从 2022 年的 85.45% 持续攀升至 2025 年的 96%，连续四年保持增长。

图表6：公司产能利用率与产销率

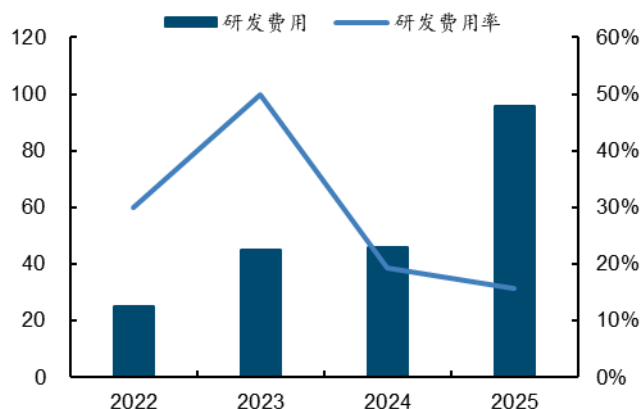


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

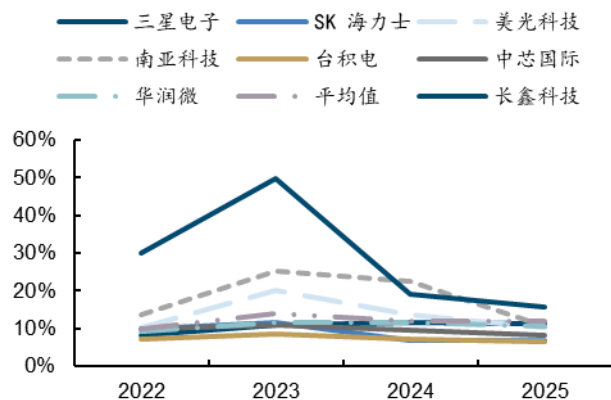
规模化扩张的背后，是公司对研发投入的持续加码，形成“研发驱动产能升级、产能反哺研发迭代”的良性循环。2022-2024 年，公司研发费用从 24.86 亿元增长至 46.07 亿元，累计研发投入超 116 亿元，为产线技术升级、良率提升及高端产品落地提供坚实保障。研发费用率随营收规模扩大呈现阶段性波动，2023 年因产能爬坡期营收基数相对较低，研发费用率达 49.74% 的阶段性高点；2024 年伴随营收大幅增长，研发费用率回落至 19.05%，2025 年为 15.66%，整体仍维持高于行业平均水平的投入强度，确保公司在制程工艺、产品规格等方面的技术竞争力。2022-2025 年公司的研发费用率显著高于行业平均水平及主要竞争对手。



图表7：公司研发费用及研发费用率变化情况（亿元）



图表8：同行业研发费用率比较



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

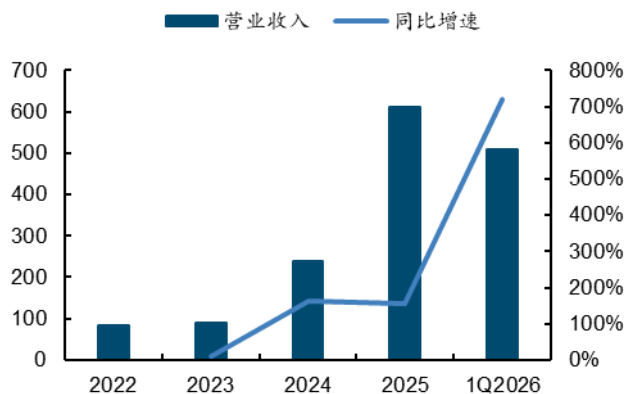
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.3 业绩受行业周期波动，25 年开启景气周期

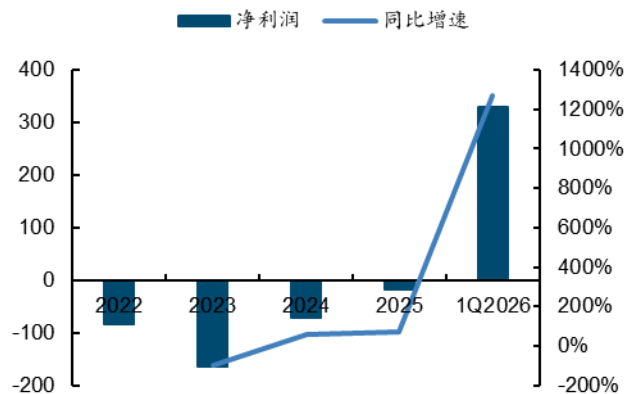
全球存储芯片行业的强周期性特征对公司业绩表现产生显著影响，但公司凭借技术迭代与产品结构优化，展现出较强的盈利韧性。

存储板块进入上行周期，公司营收同比高增。2025 年公司营业收入 617.99 亿元，同比增长 155.60%，2026 年第一季度实现营收 508.00 亿元，同比高增 719.13%。2026 年第一季度实现净利润 330.12 亿元，同比暴增 1268.45%。高速增长主要归因于全球算力需求持续增长、全球主要厂商产能调配等因素影响，全球 DRAM 产品供不应求，价格自 2025 年下半年以来持续呈现大幅上涨趋势，同时，随着公司产销规模的持续增长、产品结构的持续优化，公司营业收入及净利润迅速增长。

图表9：2022-1Q26 公司营收及增速（单位：亿元）



图表10：2022-1Q26 公司净利润及增速（单位：亿元）



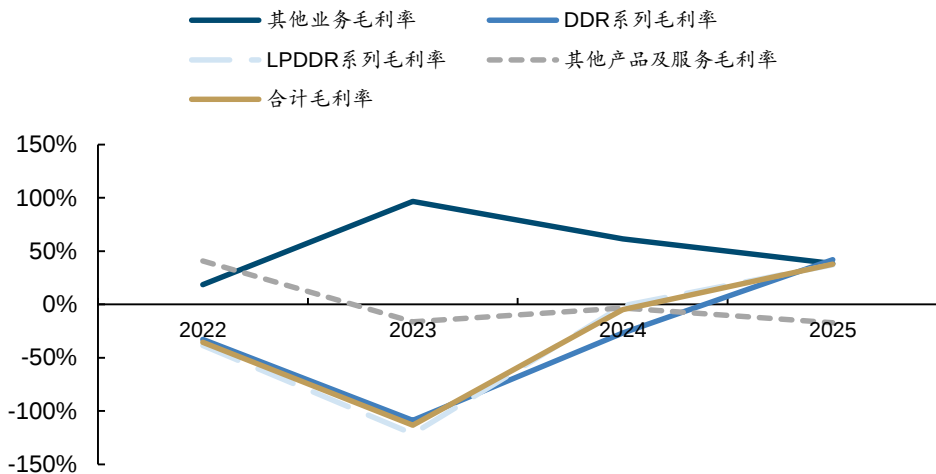
来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

公司毛利率与行业周期高度绑定，整体呈现显著的触底回升态势，盈利韧性凸显。2025 年，公司综合毛利率已修复至 37.30% 水平持续改善；分业务来看，受益于人工智能驱动存储周期上行，DDR 系列凭借高端 DDR5 产品放量和产品价格大涨，毛利率成功转正至 41.89%，LPDDR 系列受益于消费电子需求回暖、产品结构优化及价格上涨，毛利率亦大幅转正至 37.15%，而其他产品及服务受新兴业务投入影响，2025 年上半年毛利率为 -17.23%，呈现阶段性波动。



图表11：公司各产品板块毛利率对比

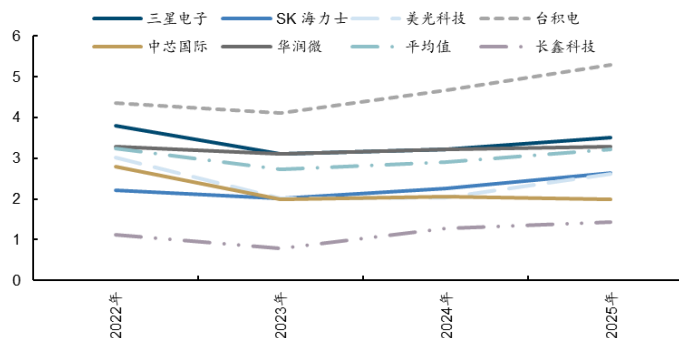
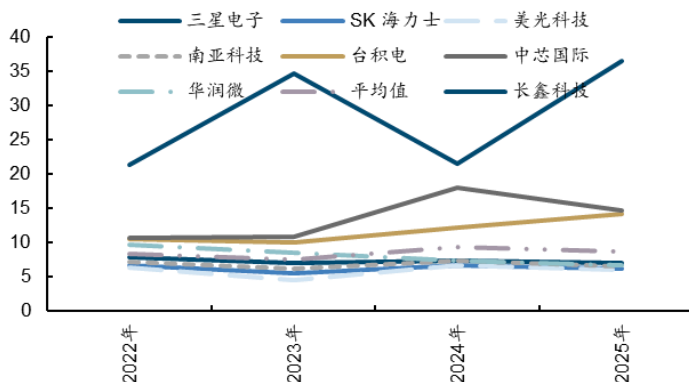


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

从运营效率看，公司与可比公司存在一定差异，应收账款周转率显著高于行业平均水平，2022-2025年分别为21.35次、34.63次、21.44次、36.49次，远高于行业均值，反映公司应收账款回收能力较强，现金流管理较为稳健；而存货周转率显著低于行业平均水平，2022-2025年分别为1.13次、0.78次、1.29次、1.44次，低于行业均值，主要系存储芯片行业库存周期较长、公司产能扩张阶段备货增加所致。

图表12：同业应收账款周转能力对比（单位：次/年）

图表13：同业存货周转能力对比（单位：次/年）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

二、存储周期高景气上行，国产替代空间广阔

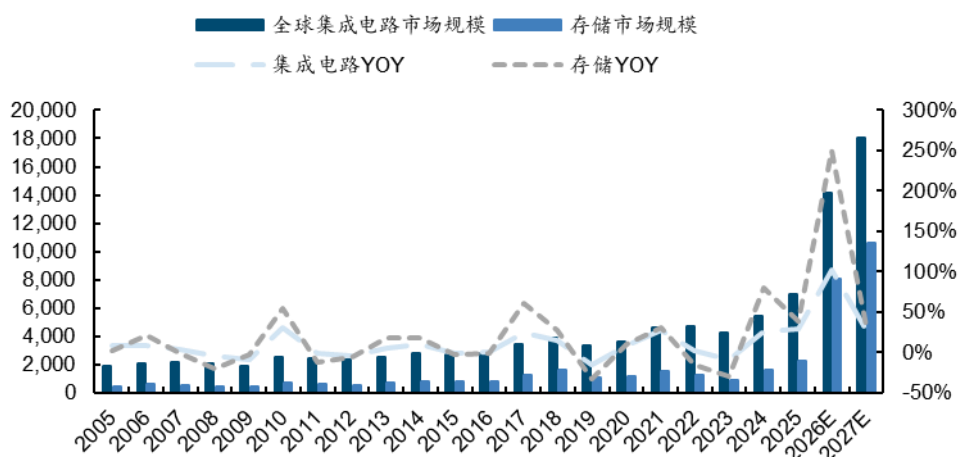
2.1 全球存储市场景气度上行，需求向高附加行业转移

半导体行业是一个分工较为精细的行业，产业链自下而上的环节分别为：终端客户及分销商-IC设计公司（Fabless）-晶圆厂（Fab）/封测厂-半导体设备/材料，这么长的链条导致在终端需求发生变化时，容易发生上游不同环节反应不及时，因此也导致了半导体行业呈较为明显的周期性。但其周期性背后的根本归因是：供需关系。存储板块作为半导体最大的细分领域之一，存储的周期与半导体板块的周期既有相似的地方，也具有不同的特色。

根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）的数据，2025年全球半导体的市场规模为7009.8亿美元，同比增长30%。其中，存储器细分赛道市场规模达2300.4亿，同比增加39%，占比约为33%。从历史上看，半导体以及存储细分赛道呈现出趋同的周期性，但存储板块在一定程度上放大了行业整体波动性。2000年以来，全球存储行业已经历多轮周期，每一轮完整周期大概会历时3-5年。随着AI驱动需求提升，当下我们走在新一轮存储大周期的起点。



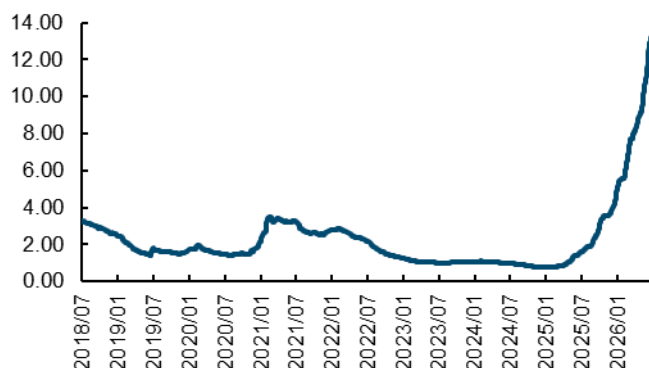
图表14：存储板块通常大市场与强周期并存（亿美元）



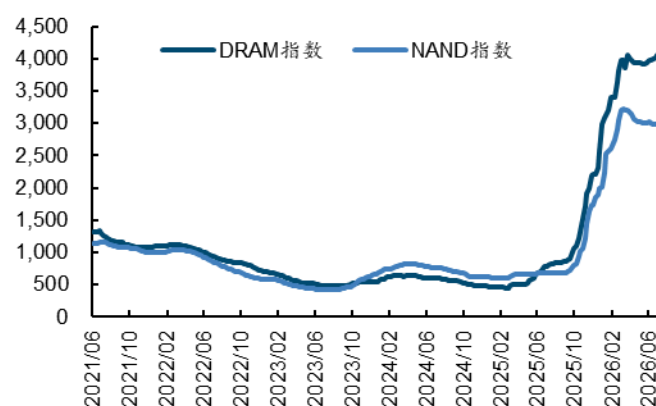
来源：WSTS，国金证券研究所

颗粒价格与存储价格也息息相关。当行业开始上行周期，下游需求走高，行业新增产能有限的情况下，市场格局逐渐从供过于求走向供不应求，原厂会有意识的去推高现货价格，以此抬升公司盈利能力。当新增产能被大幅度开出，行业重新走向供过于求，渠道和终端库存开始走高，现货价格开始下跌。原厂会通过缩减资本开支以及降低稼动率的方式减少晶圆产出，同时等待下游库存去化以及新需求的出现，周而复始形成存储周期。

图表15：存储价格具有明显周期性，以DDR3 4Gb为例（单位：美元）



图表16：DRAM与NAND指数具有类似的周期性



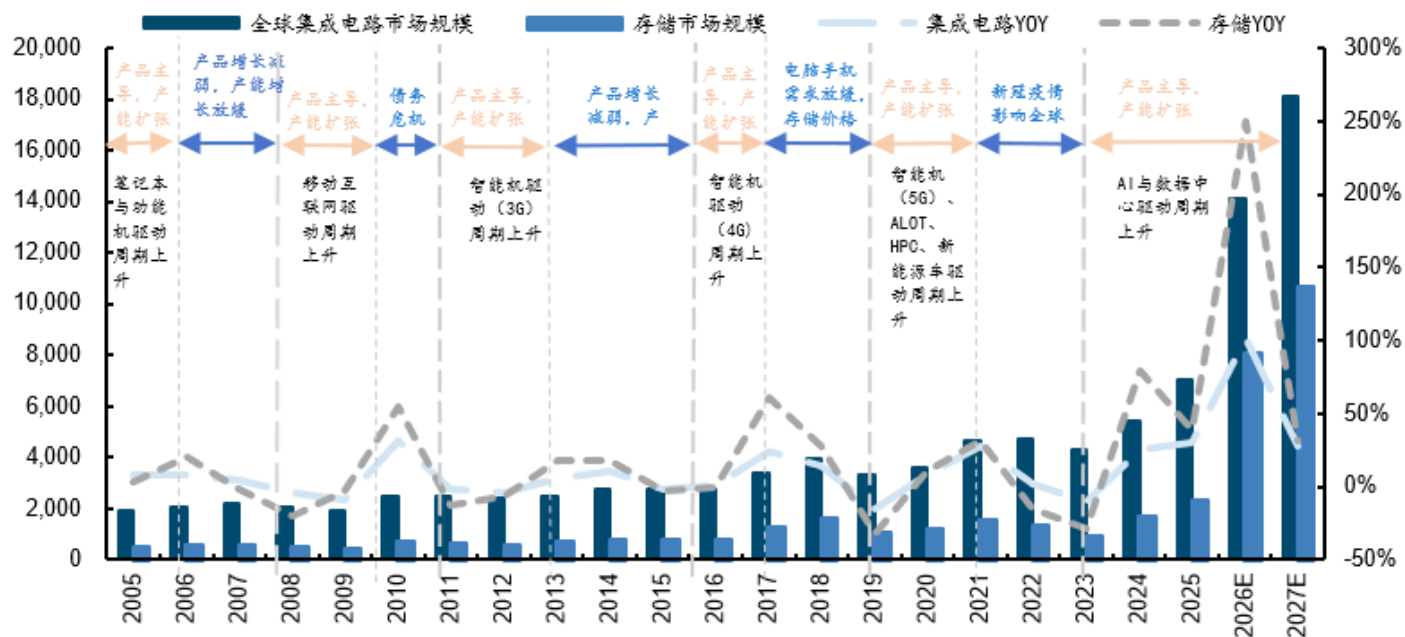
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

每轮存储周期亦有不同，需求驱动的周期通常持续性更长及弹性更大。2008年移动互联网周期和2016年4G手机周期皆充分印证了这一点。移动互联网爆发催生高清音视频等应用，用户侧对手机存储的需求从最初的16GB，逐步向64GB、128GB乃至更大容量升级。这种增长并非短期技术迭代推动，而是随应用场景深化持续释放持续提升的过程。2023年AI时代开始落地，我们同样看好模型和应用落地后对存储需求长期且大量的拉动。



图表17：全球存储周期复盘（单位：亿美元）



来源：WSTS，国金证券研究所

终端需求层面，消费电子换机潮与新兴场景渗透形成共振。智能手机、PC 等传统终端向大容量、高性能存储升级，LPDDR5/5X 成为中高端机型标配；车规存储、AI 终端、可穿戴设备等新兴场景快速放量，推动存储需求从消费级向工业级、车规级延伸，需求结构更加多元。在此背景下，全球存储市场不仅迎来规模层面的周期性复苏，更在需求结构优化驱动下，开启高质量增长新阶段，为具备技术迭代能力与高端产品布局的厂商提供了广阔成长空间。

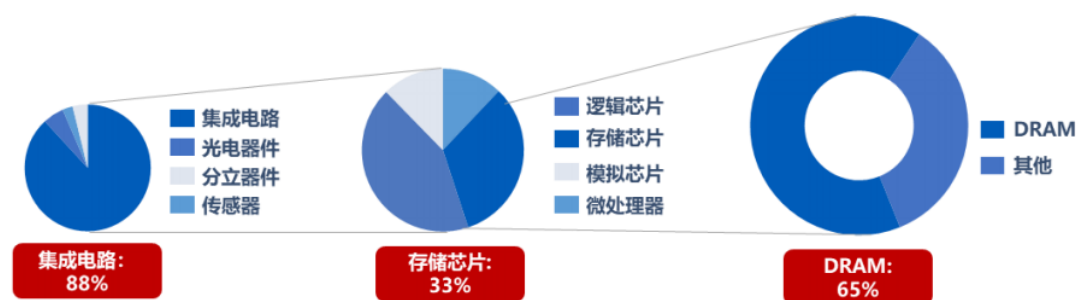
公司已与上游供应商和下游客户建立了紧密的战略合作关系，积极整合产业生态资源，为后续持续发展并积极参与全球竞争奠定了坚实的基础。一方面，经过长期发展，公司与上游 EDA 厂商、材料厂商、设备及零部件厂商等供应商建立了稳固的合作关系，并通过深化产业链合作，积极推进供应链的多元化、本土化，增强供应链的安全保障能力，为公司产能持续扩充和技术工艺升级提供了有力保障。另一方面，公司与业内领先的移动端厂商、服务器厂商、存储模组厂商等下游客户建立了紧密的合作关系，并取得了众多客户的高度认可，树立了良好的市场品牌，为公司加强市场渗透，提升全球市场份额奠定了坚实的基础。

2.2 行业集中度较高，冉冉升起的国产新巨头

当前，全球 DRAM 产业正处于供需关系、技术迭代与地缘格局的多重驱动之下，市场格局迎来深度重塑期。DRAM 作为存储芯片的核心品类，在全球半导体市场中占据关键地位。根据公司招股说明书的数据，集成电路占全球半导体市场的 88%，存储芯片在集成电路中的占比达 33%，其中 DRAM 更是以 65% 的份额成为存储芯片的绝对主导品类，这一市场结构凸显了 DRAM 在全球半导体产业中的核心价值。



图表18：2025 年 DRAM 为存储芯片中规模最大的细分品类



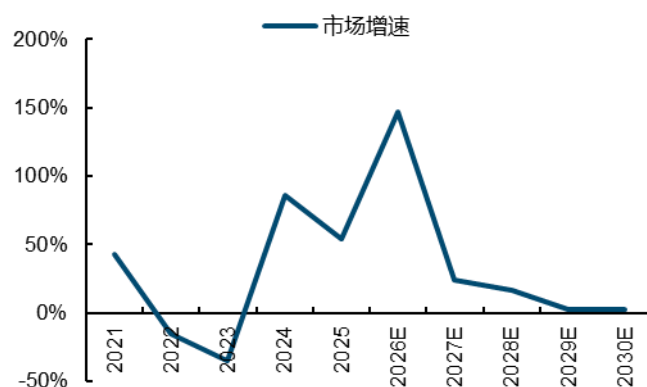
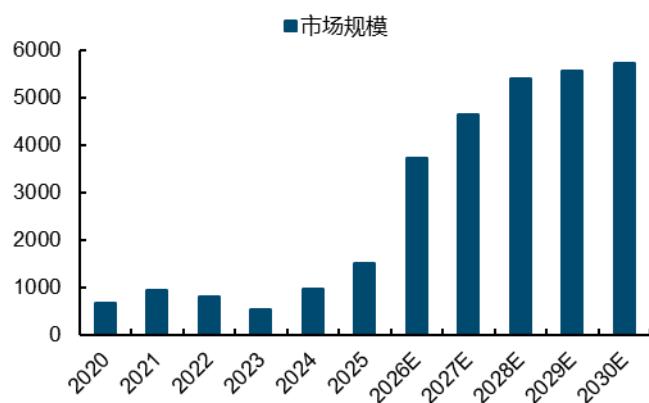
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

存储芯片市场正处于高增长轨道上。根据公司招股说明书的数据，2019-2021 年受益于消费电子、服务器需求放量及技术迭代红利，全球存储芯片市场规模从 622 亿美元快速攀升至 952 亿美元，2021 年同比增速高达 53.05%，创下阶段性高点。2022-2023 年，行业进入库存调整与供需再平衡阶段，终端需求疲软叠加产能过剩导致市场承压，2023 年市场规模回落至 524 亿美元，同比下降 35.07%，完成周期底部调整。2024 年行业触底回升，市场规模重回 976 亿美元，同比增长 86.26%，标志着复苏周期正式开启。AI 驱动下，2030 年全球存储芯片市场规模有望增长至 5710 亿，25-30 年市场规模 CAGR 达 30.56%

本轮复苏并非简单的周期轮动，而是叠加结构性需求升级的“超级周期”启动信号，需求结构呈现显著优化特征。从驱动因素来看，AI 算力需求爆发成为核心引擎，全球数据量呈指数级增长，IDC 预计 2025 年全球将产生 213.56ZB 数据，到 2029 年将增长一倍以上达到 527.47ZB，有望带动服务器存储、HBM 等高附加值产品需求激增。同时存储原厂将产能向 HBM 等高端型号倾斜，导致传统 DRAM 产品供给收紧，推动价格持续上行。

图表19：全球存储芯片市场规模预测（单位：亿美元）

图表20：全球存储芯片市场增速预测



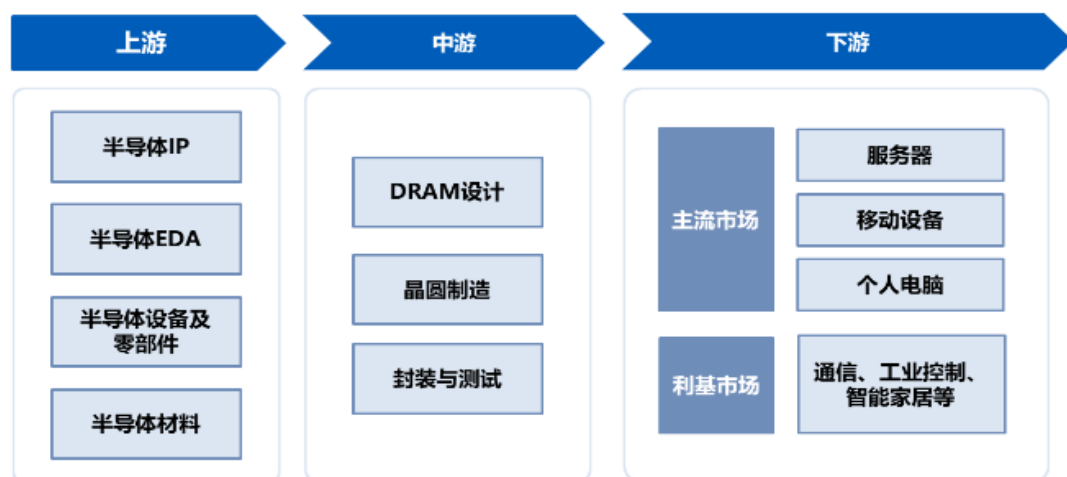
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

DRAM 产业链呈现典型的垂直分工特征。上游环节以半导体 IP、EDA 工具、设备及材料为核心，技术壁垒高且呈现寡头垄断格局，直接决定行业技术上限与产能扩张节奏；中游涵盖 DRAM 设计、晶圆制造、封装测试等核心环节，兼具资本与技术密集属性，对企业资金储备、工艺积累与良率管控能力提出严苛要求；下游需求呈现“双轮驱动”特征，服务器、移动设备、个人电脑构成主流市场，贡献绝大部分出货量，而通信、工业控制、智能家居等利基市场则成为差异化需求的重要来源，尤其在 AI 算力爆发的背景下，服务器 DRAM 需求的指数级增长正在重塑下游需求结构。



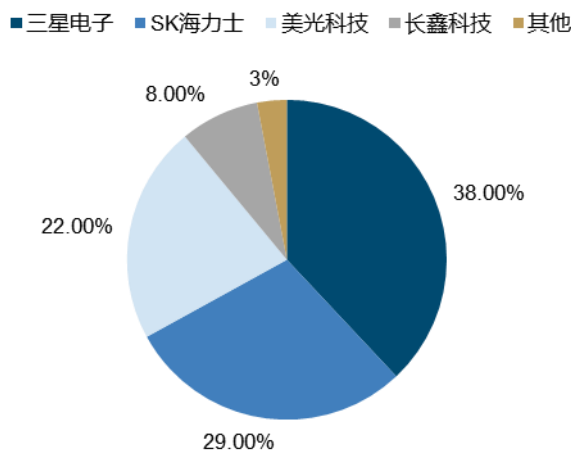
图表21: DRAM 产业链结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

长期以来，全球 DRAM 市场被三星、SK 海力士、美光三大厂商主导，占据全球 90% 以上市场份额，形成高度集中的寡头竞争格局。根据 Counterpoint Research 的数据，2026 年 Q1 三星电子在全球 DRAM 市场的占有率为 38%，排名第一；SK 海力士、美光科技在全球 DRAM 市场的占有率分别为 29%、22%，排名第二、第三；公司按 2026 年一季度收入计，占全球份额增长至 8%。但近年来，多重变量正在打破原有平衡：全球半导体供应链的区域化趋势，促使各国加速推动本土存储产业建设，为新进入者创造政策与市场窗口；从 DDR4 到 DDR5 的技术升级，以及 HBM 在 AI 场景中的快速渗透，既带来技术红利，也为具备后发优势的企业提供换道超车的可能；行业周期性的产能过剩与短缺交替出现，叠加下游需求结构变化，使得原有价格竞争模式面临挑战，具备成本与技术双重优势的企业将在新一轮周期中脱颖而出。

图表22: 2026 年 Q1 全球市场份额



来源：Counterpoint Research，国金证券研究所

在这一轮格局重塑中，长鑫科技作为中国大陆少数具备 DRAM 自主制造能力的企业，正凭借技术突破与产能爬坡，逐步改变全球市场的竞争版图。公司通过自主研发掌握 DDR4、LPDDR4 等主流技术，并推进 DDR5、LPDDR5 等相关技术布局，在本土供应链支持下持续提升产能规模与良率水平，不仅在国内市场实现关键领域的进口替代，更在全球市场中成为不可忽视的新生力量，为全球 DRAM 产业格局注入新的变量。

2.3 政策与需求双轮驱动，国产替代正当时

在全球半导体产业重构的大背景下，DRAM 市场正迎来政策扶持与需求增长的双重红利，行业规模持续扩容，为本土企业创造了历史性发展机遇。

从政策端来看，我国自 2014 年起便将存储芯片列为集成电路产业的核心发展方向，通过



《国家集成电路产业发展推进纲要》明确战略定位,并依托国家集成电路产业投资基金(大基金)一期、二期、三期的持续投入,为 DRAM 产业提供了充足的资本保障。科创板上市支持政策、《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》等专项举措,进一步从财税减免、投融资支持、研发激励到市场应用等多维度构建了完善的产业生态。在“十四五”规划等顶层设计的推动下,DRAM 技术研发与产业化被纳入关键核心技术攻关清单,持续的政策护航为公司等本土企业突破技术瓶颈、实现产能扩张筑牢了坚实基础。

图表23: 国内存储芯片相关政策梳理

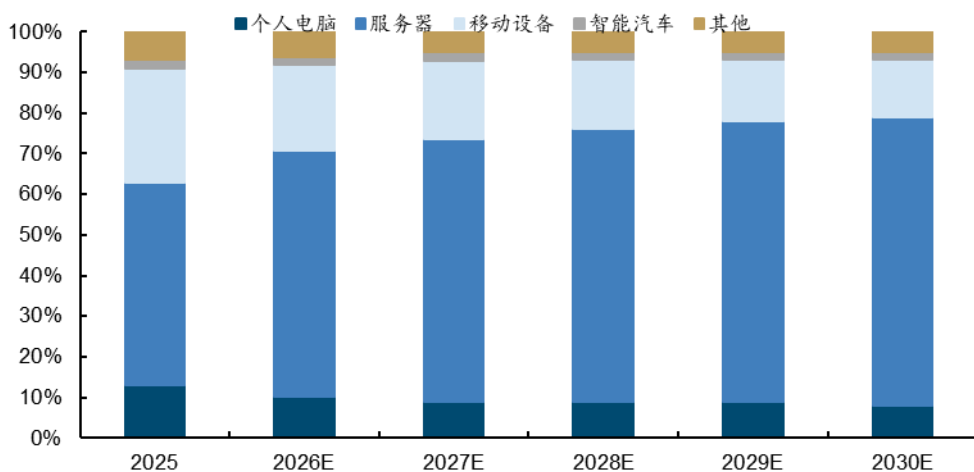
时间	政策	内容
2014 年	《国家集成电路产业发展推进纲要》	将存储器作为重点发展领域,建立国家大基金支持存储芯片项目
2014 年	国家集成电路产业投资基金(大基金一期)	重点支持存储芯片等关键领域
2019 年	科创板上市支持政策	允许未盈利 DRAM 企业上市融资,加快审核流程
2019 年	国家集成电路产业投资基金(大基金二期)	继续支持存储芯片产业发展
2020 年	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	财税优惠(所得税减免、进口关税免征)、投融资支持、研发支持、市场应用(优先采购国产存储)
2021 年	《“十四五”国家信息化规划》	将存储芯片纳入关键核心技术攻关清单,支持 DRAM 技术研发和产业化
2024 年	国家集成电路产业投资基金(大基金三期)	明确存储芯片为重点投资领域,支持产能扩张
持续实施	财税专项政策(企业所得税优惠、研发加计扣除)	DRAM 制造企业按线宽享受所得税减免,研发费用加计扣除

来源:公司招股说明书,国金证券研究所

需求端的结构性增长则成为拉动市场扩容的核心引擎。根据公司招股说明书的数据,2025 年服务器、移动设备、个人电脑合计贡献了全球 DRAM 需求的 91%,其中服务器以 50% 的占比成为第一大应用场景。在 AI 算力爆发的驱动下,服务器 DRAM 需求呈现高速增长态势,预计 2025-2030 年搭载量将从 19,953 MGB 增至 69340 MGB,年复合增长率超 28.29%,到 2030 年其需求占比将进一步提升至 71%,成为拉动行业增长的核心动力。移动设备 DRAM 需求保持稳健增长,预计 2030 年搭载量将达 13776 MGB,年复合增长率约 4.39%。个人电脑 DRAM 需求虽增速放缓,但仍保持扩容态势。同时,智能汽车等新兴场景的需求也在快速崛起,其 DRAM 搭载量预计 2025-2030 年将实现 14% 以上的年复合增长,成为行业增长的重要补充。

政策红利与需求扩容的共振,不仅推动全球 DRAM 市场规模持续攀升,更在技术迭代与国产替代的双重逻辑下,为长鑫科技等本土企业打开了广阔的成长空间。随着产能规模的持续提升与产品结构的优化升级,公司有望深度受益于行业扩容红利,进一步巩固其在全球 DRAM 市场中的地位。

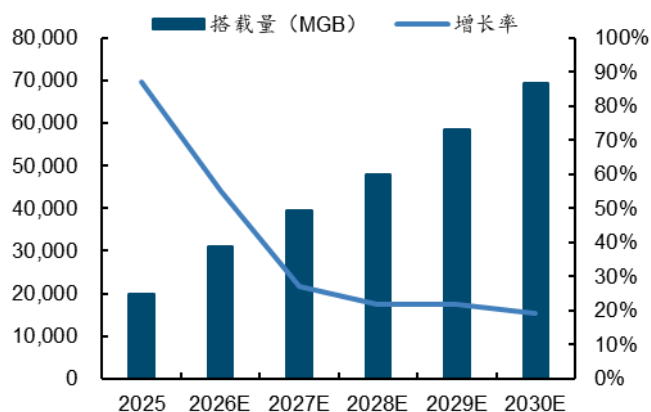
图表24: DRAM 下游应用市场需求占比



来源:公司招股说明书,国金证券研究所

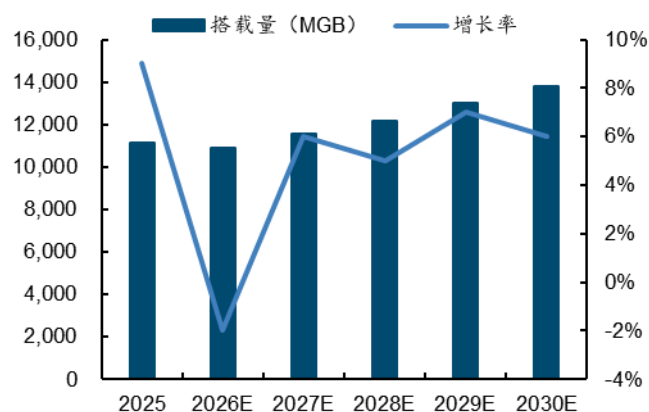


图表25：2025-2030 年全球服务器 DRAM 搭载量 (MGB)



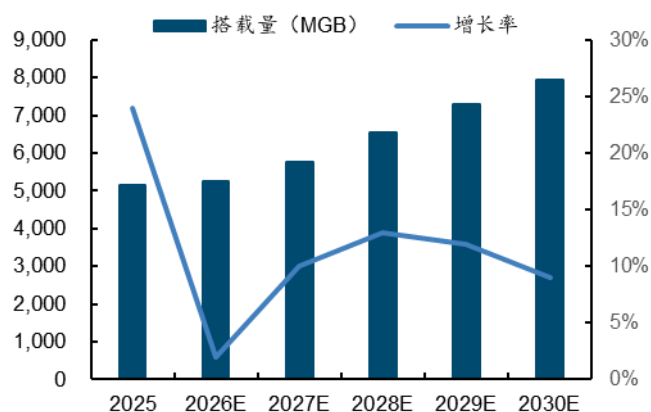
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表26：2025-2030 年全球移动设备 DRAM 搭载量 (MGB)



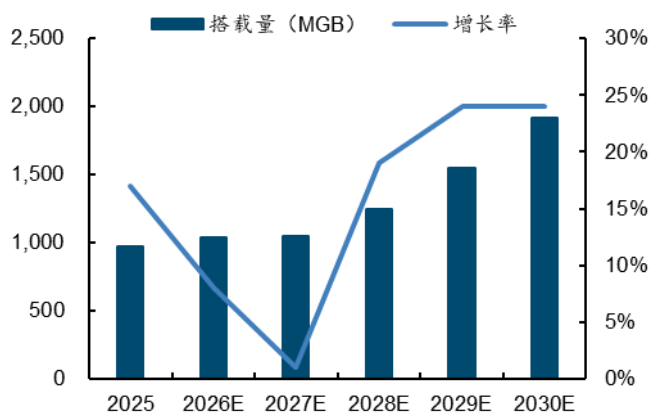
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表27：2025-2030 年全球个人电脑 DRAM 搭载量 (MGB)



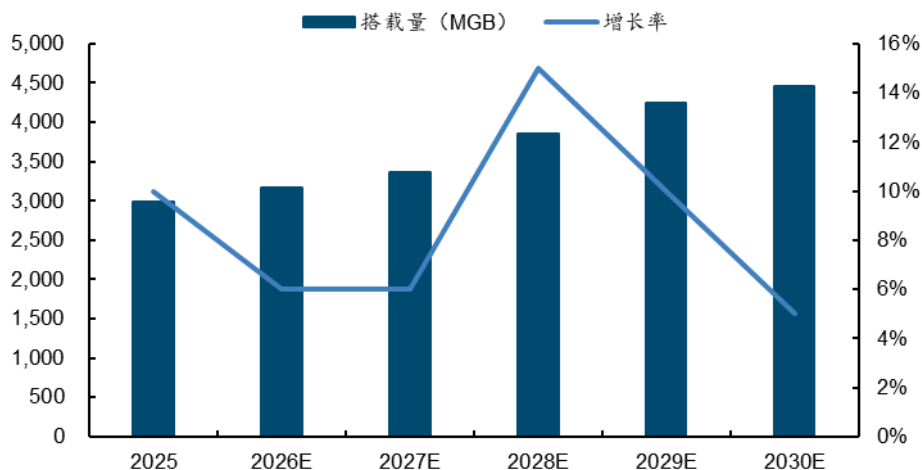
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表28：2025-2030 年全球智能汽车 DRAM 搭载量 (MGB)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表29：2025-2030 年全球其他类 DRAM 搭载量 (MGB)

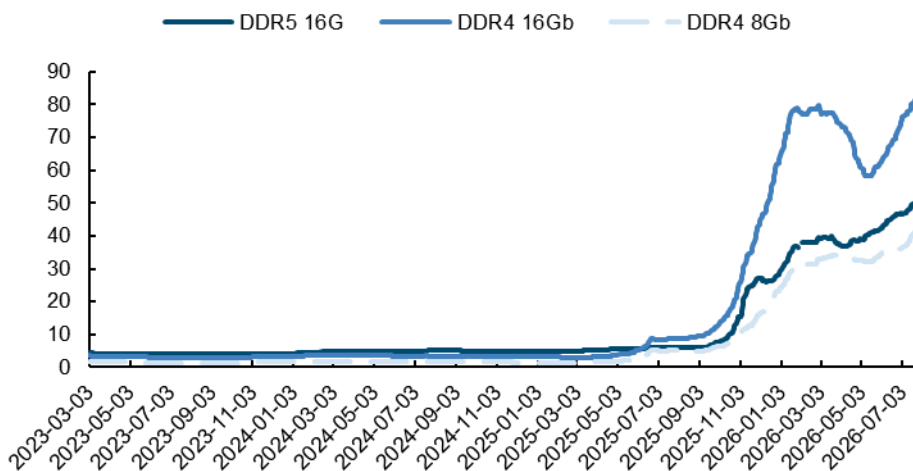




来源：公司招股说明书，国金证券研究所

AI 算力爆发驱动存储价格暴涨。从全球 DRAM 现货价格走势看，根据 iFind 的数据，2023 年 3 月至 2024 年下半年，DDR5 16Gb、DDR4 8Gb 及 DDR4 16Gb 价格长期处于低位窄幅波动，行业供给过剩与需求疲软压制价格。2025 年四季度起，DDR4 16Gb 价格率先大幅攀升，至 2026 年中接近 80 美元，DDR5 16Gb 与 DDR4 8Gb 价格同步温和上行。这一趋势反映行业供需格局反转：上游厂商在 AI 服务器、数据中心等下游需求爆发与产能收缩的背景下，将产能转向 DDR5 和 HBM（高带宽内存），导致 DDR4 供应缺口急剧扩大。与此同时，AI 服务器、工控设备等对 DDR4 的刚性需求未减，供需失衡推动价格持续攀升，且短期内无降温迹象。推动 DDR4 16Gb 等第四代大容量产品价格弹性相对于 DDR5 更显著，行业景气度进入上行周期。

图表30：全球 DRAM 现货价格走势



来源：iFind，国金证券研究所

政策红利与需求量价齐升的共振，不仅推动全球 DRAM 市场规模持续攀升，更在技术迭代与国产替代的双重逻辑下，为长鑫科技等本土企业打开了广阔的成长空间。随着产能规模的持续提升与产品结构的优化升级，公司有望深度受益于行业扩容红利，进一步巩固其在全球 DRAM 市场中的地位。

三、技术紧追海外龙头厂商，构筑核心竞争力

工艺技术覆盖全流程，追赶全球行业先进水平。公司自成立以来，始终以技术自主为核心战略，通过持续高强度研发投入，构建了覆盖芯片设计、晶圆制造、测试与封测的完整技术体系，并已经大量应用于公司产品的批量生产中。目前，公司实现了 DRAM 工艺技术的快速迭代与产品矩阵的全面突破，正加速向全球行业先进水平靠拢。



图表31：公司主要工艺流程图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

在制程技术演进方面，公司已完成三代自主工艺技术平台的迭代与量产。第一代工艺技术平台通过埋入式字线、马鞍状梯形有源区等创新结构，实现了存储阵列性能的显著提升；第三代工艺技术平台则依托多对重自对准曝光、精细化化学机械抛光等关键技术，进一步缩小了产品体积并提升了良率；当前量产的第四代工艺技术平台，已具备低漏电控制体栅管、精细化薄膜沉积等国际先进技术能力，其过程控制与先进量测技术可满足先进 DRAM 制造的严苛要求，标志着公司在核心工艺上已达到国际先进水平。

图表32：公司 DRAM 制程技术演进路线

序号	核心技术名称	工艺技术特征及先进性表征	技术来源	先进程度	所处阶段
1	第一代工艺技术平台	采用低漏电、高性能、高密度的存储阵列结构设计及自主制造技术，通过埋入式字线、马鞍状梯形有源区等创新结构，提升存储阵列性能。	自主	国内领先	已完成迭代并投产
2	第三代工艺技术平台	以多对重自对准曝光实现更精细图形转移，缩小产品体积；以精细化化学机械抛光提升界面均一性与研磨精度，减少缺陷，提高良率。	自主	国内领先	量产
3	第四代工艺技术平台	用低漏电控制体栅管技术实现高可靠外围控制；用精细化薄膜沉积工艺提升芯片整体性能；用改进清洗工艺减少残留与粘附；用过程控制与先进量测技术满足先进 DRAM 制造的严苛要求。	自主	国际先进	量产

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

从产品布局来看，公司的 DRAM 产品矩阵已实现与国际龙头企业的全面对标。在应用于服务器、消费电子以及个人电脑的 DDR4、DDR5、LPDDR4X、LPDDR5/5X 等主流产品线中，公司已完成从基础容量到高阶容量的全系列覆盖，各容量规格均实现量产，这一能力已与三星、SK 海力士、美光等全球一线厂商持平，显著领先于南亚科技等其他二线厂商。在生产制造环节，公司聚焦于芯片设计、晶圆制造与核心测试等技术壁垒最高的环节，将部分封装测试环节进行委外加工，通过这种“核心自主+高效协同”的模式，既保证了技术可控性，又实现了资源的优化配置。


图表33：服务器领域公司与同行产品线对比

公司简称	DDR4		DDR5		
	32GB 及以下	32GB 以上	64GB 以下	64GB	64GB 以上
三星电子	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产
SK 海力士	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产
美光科技	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产
南亚科技	已量产	已量产	已量产	开发中	开发中
长鑫科技	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表34：移动设备及其他消费电子领域公司与同行产品线对比

公司简称	LPDDR4X			LPDDR5/5X		
	8GB 以下	8GB	8GB 以上	16GB 以下	16GB	16GB 以上
三星电子	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产
SK 海力士	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产
美光科技	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产
南亚科技	已量产	/	/	开发中	/	/
长鑫科技	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表35：个人电脑领域公司与同行产品线对比

公司简称	DDR4		DDR5		
	8GB 及以下	8GB 以上	16GB 以下	16GB	16GB 以上
三星电子	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产
SK 海力士	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产
美光科技	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产
南亚科技	已量产	已量产	已量产	已量产	开发中
长鑫科技	已量产	已量产	已量产	已量产	已量产

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

始终聚焦 DRAM 赛道，逐步突破先进制程。凭借扎实的技术积累与高效的迭代能力，公司不仅在本土市场实现了关键技术的自主可控，更在全球 DRAM 产业竞争中建立起独特的技术优势，为后续向更先进工艺节点与高端产品突破奠定了坚实基础。公司聚焦 DRAM 赛道，始终以技术迭代为核心，逐步突破先进制程与产品品类的双重壁垒。


图表36：在研项目及进展

序号	研发项目名称	研发目标	项目进展情况	技术来源	参与研发人员
1	第四代工艺技术平台及相关产品研发项目	基于第四代技术平台，开发容量更大、性能更高的 LPDDR4X 产品、DDR5 产品和 LPDDR5X 产品，以满足服务器、手机、个人电脑等市场需求	工艺改进研发和更大容量、更高性能的产品研发	自主研发	发行人研发团队
2	第五代工艺技术平台及相关产品研发项目	采用进一步优化的多重曝光技术，进一步提升存储密度和阵列性能	研发阶段	自主研发	发行人研发团队
3	预研项目及其他	建立未来的 DRAM 技术平台并开发面向未来市场应用的相关产品及技术，能够基于技术平台设计满足行业 JEDEC 标准的更高密度 LPDDR5X、LPDDR6、DDR5 等产品，实现更高密度、更高容量、更高速度、更低功耗，满足服务器、移动设备和个人电脑等市场内存需求	研发阶段	自主研发	研发团队

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司汇聚国内 DRAM 领域顶尖人才，搭建起经验深厚、结构完善的核心技术团队。以曹堪宇、李红文、陈德鸿、王丹、唐衍哲为代表的核心技术人员均具备头部院校博士等高学历背景，拥有多年全球半导体产业实战积淀，覆盖工艺研发、芯片设计、量产运营、前沿预研等全链条关键环节。核心团队主导搭建第三代、第四代自主 DRAM 工艺平台，完成 DDR4/LPDDR4X、DDR5/LPDDR5/LPDDR5X 系列存储芯片从研发到量产的全流程突破，同时推进第五代工艺技术平台与 LPDDR6 等下一代产品预研；团队成员先后斩获国家卓越工程师、中国专利优秀奖、全国发明专利金奖等多项国家级、省部级重要荣誉，主持、参与多项国家级、省部级重大科研项目，拥有大量自主发明专利，构建形成完整自主的 DRAM 技术创新体系，支撑公司持续推进工艺迭代与新一代存储产品研发，是国内少数实现 DRAM 设计制造一体化自主突破的核心人才底座。

图表37：核心技术人员情况

姓名	核心履历	负责项目	成果荣誉
曹堪宇	清华大学应用物理系本科；美国加州大学伯克利分校博士；20 余年半导体行业经验	主导制定公司研发战略与技术路线图；带领团队开发第三代/第四代自主工艺技术平台；实现 DDR4/LPDDR4X、DDR5/LPDDR5/LPDDR5X 从设计到量产；推动器件模型、电路设计、产品测试全流程研发	多项授权发明专利；多篇学术论文；国家科技部、工信部专家库成员；2023 年首届“国家卓越工程师”称号
李红文	北京航空航天大学自动控制专业	组建本土设计团队并搭建整体设计流程；建立 DRAM 的 DFT 设计雏形；创建全自主制程开发套件；推动第一颗测试芯片流片与量产；带领团队研发 DDR4、DDR5、LPDDR4X、LPDDR5/5X；主导多个省部级重大科研项目	作为发明人参与公司大量已授权发明专利
陈德鸿	新加坡国立大学机械工程系本科；南洋理工大学工商管理硕士	担任公司晶圆厂厂长及运营副总裁；带领量产团队完成第一代/第三代工艺技术平台量产；与产品研发团队合作改进 DDR5 和 LPDDR4X 工艺；推动新厂产能建设及智能工厂雏形建设	搭建公司工厂自主可持续运营流程与标准化体系



王丹	上海交通大学微电子学博士	组建本土首个 DRAM 核心器件研发团队；参与并完成第三代/第四代工艺技术平台开发；以项目总负责人身份参与第五代工艺技术平台研发	作为发明人参与公司多项已授权发明专利；发表多篇半导体器件及工艺研发相关论文；参与多项国家及省部级重点科研项目
唐衍哲	浙江大学信息与电子工程学系；微电子学与固体电子学博士	参与第三代/第四代/第五代工艺技术平台及相关产品研发；DDR 系列产品设计负责人；前沿研究项目设计负责人；作为项目负责人参与国家级重大科研项目	多项已授权专利发明人；全国发明专利金奖；上海市科技进步二等奖；发表多篇技术论文

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

长期承担重大科研项目，获诸多荣誉奖项。作为我国规模最大、技术最先进、布局最全的 DRAM 研发设计制造一体化企业，公司在相关业务领域具有强大的科研实力和技术创新能力，并长期承担及参与各类重大科研项目。报告期内，公司参与了多项重大科研项目，在 2021-2025 年期间，获得三项国家级及诸多省级荣誉奖项。

图表38：公司所获荣誉奖状情况

序号	荣誉名称	级别	获得时间
1	第二十五届中国专利优秀奖	国家级	2025 年
2	十三届中国专利优秀奖	国家级	2022 年
3	国家知识产权优势企业	国家级	2022 年
4	动态随机存储器安徽省技术创新中心	省级	2020 年
5	安徽省计算存储器产业创新中心	省级	2020 年
6	2021 年安徽省智能工厂	省级	2021 年
7	第九届安徽省专利金奖	省级	2022 年
8	2023 年安徽省科技领军企业	省级	2024 年
9	2023 年皖美品牌示范企业	省级	2024 年
10	第十一届安徽省专利金奖	省级	2024 年
11	安徽省商标品牌示范企业	省级	2021 年、2024 年

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

预测 2026-2028 年公司分别实现营业收入 3024.92 亿、4372.21 亿和 5899.64 亿元。同比增长 389.47%、44.54%和 34.93%。

DDR 系列板块：2025 年下半年以来，受人工智能快速发展导致全球算力需求的快速增长和全球主要厂商产能调配等因素影响，全球 DRAM 产品供不应求，价格呈现大幅上涨趋势，未来存储芯片价格预计还会出现小幅上涨，并在高位保持一段时间。同时公司始终处于产能扩建及释放阶段，2024 年底，公司自由 DDR4 产品已经停止生产，DDR5 开始迅速放量。产能的迅速爬坡带来产出及销量的增长和产品价格的大幅上涨是收入提升的最主要因素。我们预计 DDR 系列业务 2026-2028 年营业收入为 867.19 亿元、1221.00 亿元、1602.57 亿元，分别同比增长 344.00%、40.80%、31.25%；同时毛利率由于价格暴涨继续提升，2026-2028 年毛利率分别为 83.05%、83.82%、83.97%。

LPDDR 系列板块：公司 LPDDR 系列产品销售占比较高，主要原因为 LPDDR 系列产品主要应用于智能手机和平板电脑等领域，公司在报告期内迅速拓展了相关领域的下游头部终端客户，客户对公司产品认可度较高，需求旺盛且持续增长迅速。同样受益于产品价格大幅上涨，且涨价趋势持续。我们预计 LPDDR 系列业务 2026-2028 年营业收入为 2139.38 亿元、3129.91 亿元、4108.01，分别同比增长 425.60%、46.30%、31.25%；2026-2028 年毛利率分别为 81.58%、81.91%、82.09%。


图表39：公司各业务营收及毛利率预测

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
DDR 系列（百万元）	3174	19531	86719	122100	160257
增长	73.71%	515.36%	344.00%	40.80%	31.25%
占比	13.13%	31.60%	28.67%	27.93%	27.16%
毛利率	-26.87%	41.89%	83.05%	83.82%	83.97%
LPDDR 系列（百万元）	19798	40704	213938	312991	427233
增长	193.04%	105.59%	425.60%	46.30%	36.50%
占比	81.88%	65.86%	70.73%	71.59%	72.42%
毛利率	-1.23%	37.25%	81.58%	81.91%	82.09%
其他产品及服务（百万元）	957	1041	1259	1496	1777
增长	99.32%	8.78%	21.00%	18.80%	18.80%
占比	3.96%	1.68%	0.42%	0.34%	0.30%
毛利率	-3.38%	-17.23%	19.82%	21.31%	22.03%
其他业务（百万元）	249	524	576	634	697
增长	939.42%	110.00%	10.00%	10.00%	10.00%
占比	1.03%	0.85%	0.19%	0.15%	0.12%
毛利率		38.37%	40.00%	40.00%	40.00%
营收合计（百万元）	24178	61799	302492	437221	589964
增长	166.07%	155.60%	389.47%	44.54%	34.93%
毛利率	-4.03%	37.81%	81.66%	82.18%	82.37%

来源：国金证券研究所

费用情况：

（1）2024-2025 年公司研发费用率分别为 19.06%、15.52%，我们预期未来三年公司研发费用仍将稳定提升，研发费用率因营收增长而有所下滑。预计 2026-2028 年公司研发费用率为 4.00%、3.50%、3.50%。

（2）2024-2025 年销售费用率 0.93%、0.55%，随着公司市场推广的成效逐步显现，产品认可度提高，公司营收规模逐年增长，销售费用率将小幅下滑。假设 2026-2028 年公司销售费率分别为 0.12%、0.10%、0.10%。

（3）2024-2025 年管理费率为 9.75%、10.73%，随着公司销售规模及经营规模的逐渐扩大，公司管理费用率将小幅下滑，假设 2026-2028 年管理费用率分别为 1.00%、0.80%、0.70%。

图表40：2024-2028E 公司三费情况

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.93%	0.55%	0.12%	0.10%	0.10%
管理费用率	9.75%	10.73%	1.00%	0.80%	0.70%
研发费用率	19.06%	15.52%	4.00%	3.50%	3.50%

来源：Wind，国金证券研究所

我们预测 2026-2028 年公司分别实现营业收入 3024.92 亿、4372.21 亿和 5899.64 亿元。同比增长 389.47%、44.54%和 34.93%。根据公司招股说明书，长鑫新桥、长鑫集电为公司重要子公司，25 年分别贡献营收 179 亿元和 177 亿元，但公司仅直接持有长鑫新桥 30.68%的股权以及长鑫集电 31.72%的股权，因此考虑少数股东权益后，我们预计公司实现归母净利润 1518.31 亿元、2521.81 亿元和 3510.35 亿元，考虑公司为大陆少数具备 DRAM 自主制造能力的企业，未来在国内及海外市场的渗透率提升空间巨大，首次覆盖，给予“买入”评级。



五、风险提示

行业周期波动的风险：存储芯片行业具备较强周期性，当前 DRAM 产品价格与行业景气度处于上行阶段。若后续全球供需格局发生变化，产品均价出现波动，或将对公司营收及盈利水平带来一定影响。

技术研发迭代的风险：半导体行业技术更新速度较快，公司深耕 DRAM 产品研发，如果新品研发、技术推进不及预期，可能影响产品竞争力。

市场需求不及预期的风险：公司产品广泛应用于服务器、个人电脑、移动设备、智能汽车等领域，存储价格若持续上涨，或将导致终端市场需求增长放缓、客户备货节奏调整，将一定程度影响产品销量增长。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	9,087	24,178	61,799	302,492	437,221	589,964
增长率		166.1%	155.6%	389.5%	44.5%	34.9%
主营业务成本	-9,263	-22,830	-36,465	-55,465	-77,922	-103,974
%销售收入	101.9%	94.4%	59.0%	18.3%	17.8%	17.6%
毛利	-175	1,349	25,334	247,027	359,299	485,990
%销售收入	n.a	5.6%	41.0%	81.7%	82.2%	82.4%
营业税金及附加	-107	-183	-351	-1,512	-2,186	-2,950
%销售收入	1.2%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-171	-224	-337	-363	-437	-590
%销售收入	1.9%	0.9%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-2,275	-2,358	-6,631	-3,025	-3,498	-4,130
%销售收入	25.0%	9.8%	10.7%	1.0%	0.8%	0.7%
研发费用	-4,520	-4,607	-9,593	-12,100	-15,303	-20,649
%销售收入	49.7%	19.1%	15.5%	4.0%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	-7,248	-6,024	8,422	230,027	337,875	457,672
%销售收入	n.a	n.a	13.6%	76.0%	77.3%	77.6%
财务费用	-1,934	-2,204	-2,954	-2,629	-80	3,032
%销售收入	21.3%	9.1%	4.8%	0.9%	0.0%	-0.5%
资产减值损失	-11,782	-2,473	-754	-365	-62	-86
公允价值变动收益	0	-178	372	0	0	0
投资收益	-18	105	-68	20,000	30,000	40,000
%税前利润	n.a	-1.2%	n.a	7.9%	8.0%	7.8%
营业利润	-19,341	-8,969	7,721	252,034	374,733	510,618
营业利润率	n.a	n.a	12.5%	83.3%	85.7%	86.6%
营业外收支	118	-80	-20	0	0	0
税前利润	-19,223	-9,049	7,701	252,034	374,733	510,618
利润率	n.a	n.a	12.5%	83.3%	85.7%	86.6%
所得税	-2	-2	-557	-17,642	-26,231	-35,743
所得税率	n.a	n.a	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	-19,225	-9,051	7,144	234,391	348,501	474,875
少数股东损益	-2,885	-1,906	5,269	82,560	96,320	123,840
归属于母公司的净利润	-16,340	-7,145	1,875	151,831	252,181	351,035
净利率	n.a	n.a	3.0%	50.2%	57.7%	59.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-19,225	-9,051	7,144	234,391	348,501	474,875
少数股东损益	-2,885	-1,906	5,269	82,560	96,320	123,840
非现金支出	23,902	18,697	27,840	29,777	35,078	40,704
非经营收益	2,705	3,220	3,120	-15,662	-25,740	-35,740
营运资金变动	-16,737	-8,291	-7,579	2,043	1,572	1,245
经营活动现金净流	-9,354	4,575	30,525	250,550	359,412	481,085
资本开支	-43,648	-71,214	-49,704	-52,305	-51,500	-51,500
投资	-336	-1,320	-2,433	-10,000	-2,000	0
其他	-17	119	-34,686	20,000	30,000	40,000
投资活动现金净流	-44,002	-72,415	-86,823	-42,305	-23,500	-11,500
股权募资	18,039	45,867	31,795	66,345	0	0
债权募资	31,876	27,760	15,277	-8,529	5,000	5,000
其他	891	3,587	-951	-65,039	-105,033	-144,574
筹资活动现金净流	50,807	77,214	46,121	-7,223	-100,033	-139,574
现金净流量	-2,751	9,073	-10,705	201,021	235,879	330,011

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	31,374	42,699	51,990	252,992	488,858	818,859
应收款项	1,185	1,990	1,694	4,972	7,187	9,698
存货	10,736	18,550	28,568	36,105	42,270	50,762
其他流动资产	4,155	4,776	28,734	31,457	33,502	33,554
流动资产	47,450	68,014	110,986	325,527	571,817	912,873
%总资产	24.6%	25.0%	33.0%	56.7%	68.3%	76.8%
长期投资	339	1,655	4,384	4,384	4,384	4,384
固定资产	135,955	194,341	214,814	236,390	252,367	262,744
%总资产	70.5%	71.6%	63.8%	41.2%	30.2%	22.1%
无形资产	4,923	6,027	5,283	5,300	5,313	5,324
非流动资产	145,307	203,585	225,799	248,692	265,176	276,058
%总资产	75.4%	75.0%	67.0%	43.3%	31.7%	23.2%
资产总计	192,756	271,599	336,785	574,219	836,993	1,188,931
短期借款	11,316	33,095	27,644	22,000	25,000	28,000
应付款项	19,206	22,765	20,637	24,007	31,088	39,997
其他流动负债	1,130	1,331	4,562	7,138	10,116	13,593
流动负债	31,653	57,191	52,842	53,145	66,204	81,590
长期贷款	89,823	95,994	118,825	118,825	118,825	118,825
其他长期负债	6,167	14,157	11,017	8,145	10,231	12,322
负债	127,643	167,342	182,685	180,115	195,261	212,738
普通股股东权益	35,595	41,420	56,754	214,197	365,506	576,127
其中：股本	53,633	57,771	60,193	67,884	67,884	67,884
未分配利润	-31,377	-38,522	-36,650	54,448	205,757	416,378
少数股东权益	29,518	62,837	97,346	179,906	276,226	400,066
负债股东权益合计	192,756	271,599	336,785	574,219	836,993	1,188,931

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-0.305	-0.124	0.031	2.270	3.771	5.249
每股净资产	0.664	0.717	0.943	3.203	5.465	8.614
每股经营现金净流	-0.174	0.079	0.507	3.691	5.294	7.087
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.895	1.486	2.068
回报率						
净资产收益率	-45.90%	-17.25%	3.30%	70.88%	69.00%	60.93%
总资产收益率	-8.48%	-2.63%	0.56%	26.44%	30.13%	29.53%
投入资本收益率	-4.36%	-2.58%	2.60%	39.98%	39.99%	37.89%
增长率						
主营业务收入增长率	9.66%	166.07%	155.60%	389.47%	44.54%	34.93%
EBIT 增长率	89.75%	-16.90%	-239.82%	2631.26%	46.88%	35.46%
净利润增长率	96.20%	-56.27%	-126.24%	7998.29%	66.09%	39.20%
总资产增长率	30.51%	40.90%	24.00%	70.50%	45.76%	42.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.5	16.9	10.0	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	347.8	234.1	235.8	240.0	200.0	180.0
应付账款周转天数	134.1	66.5	56.8	50.0	40.0	35.0
固定资产周转天数	3,392.2	2,311.7	1,081.0	234.8	167.4	124.3
偿债能力						
净负债/股东权益	107.15%	82.86%	47.46%	-33.88%	-57.09%	-71.03%
EBIT 利息保障倍数	-3.7	-2.7	2.9	87.5	4,209.0	-150.9
资产负债率	66.22%	61.61%	54.24%	31.37%	23.33%	17.89%

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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