

十年铸剑，勇立潮头

——长鑫科技（688825.SH）公司深度报告

电子

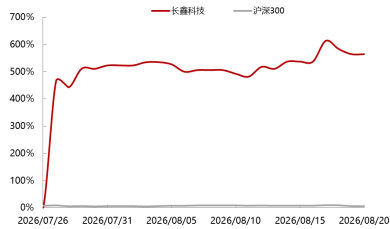
报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：	2026 年 8 月 19 日
收盘价（元）	57.55
上市至今最高/最低（元）	61.80/38.11
市净率 ^{LF}	26.00
股息率（分红/股价）	-
总市值（亿元）	38489.95
总股本（亿股）	668.81
上证指数/深证成指	3894.42/13890.15
数据来源：Wind	

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	1.4
资产负债率%	50.64
总股本/流通 A 股（百万）	60,193/-
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

上市后股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：iFinD

相关研究

证券分析师

许亮
S0820525010002
0755-83562506
xuliang@ajzq.com

联系人

朱俊宇
S0820125040021
021-32229888-25520
zhujunyu@ajzq.com

投资要点：

- 长鑫科技是中国第一、全球第四大 DRAM 一体化供应商，2026Q1 全球 DRAM 市场份额 7.7%，份额持续提升。依托合肥地方产业资本与国家集成电路大基金支持，公司实现 DRAM 全产业链自主可控。2025 年公司营收 617.99 亿元，同比增长 155.60%；归母净利润 18.75 亿元，同比增长 126.24%，经营实现扭亏。
- AI 算力带动需求扩张，存储产业迎来发展新机遇。1) 复盘存储历史周期，历史几轮上行行情分别由 PC 普及、智能手机迭代、线上经济需求拉动；本轮在 AI 算力需求拉动之下，存储价格维持上行通道。我们判断，本轮存储高景气有望贯穿 2026 全年。2) 全球 DRAM 市场规模高速扩张。据 Omdia 数据，2025 年市场规模达 1505 亿美元；AI 服务器单台 DRAM 搭载量为传统通用服务器的 8-10 倍，配套 HBM 成长空间广阔。3) 全球 DRAM 市场格局高度集中。Samsung、SK hynix、Micron 三家合计占据九成以上份额，长鑫科技是国内唯一可大规模量产 DRAM 的企业，国产替代空间广阔。在行业需求扩张、存储芯片涨价的背景下，公司 2026Q1 业绩爆发，实现营收 508.00 亿元，同比增长 719.13%，归母净利润 247.62 亿元，同比增长 1688.30%。
- HBM 技术持续突破，产品结构优化打开存储 ASP 上行空间，公司业绩具备长期增长潜力。1) 技术制程稳步追赶国际龙头，长鑫持续缩小与 Samsung、SK hynix、Micron 的技术代差，目前已实现 G4 工艺规模化量产，同步推进 G5 先进制程研发。2) 高端存储产品布局加速落地，公司已完成 HBM2/HBM2E 样品验证，在研 HBM3/HBM3E 新一代高端存储产品，计划 2026 年推进小批量试产，完善 AI 算力配套高端存储矩阵。2026Q1 Samsung、SK hynix、Micron 单 Gb 均价分别达 1.02、1.24、1.10 美元；相较之下，公司当前服务器等高附加值存储营收占比偏低，整体存储均价与海外龙头存在显著差距。我们认为，随着 DDR5、HBM 等高溢价产品持续放量，公司产品结构将持续优化，带动整体存储均价稳步抬升。
- 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 2796.17/4277.58/6077.16 亿元，同比增加 352.46%/52.98%/42.07%；归母净利润分别为 1412.70/2413.40/3498.13 亿元，对应当前股价 PE 分别为 27.25/15.95/11.00x。公司作为国内存储领域核心标的，有望充分受益存储芯片价格上行周期，同时把握 AI 算力产业带来的长期需求红利。
- 风险提示：1) 长鑫科技存储工艺良率爬坡不及预期；2) 存储行业周期性波动风险；3) 高端光刻机及海外设备出口管制风险；4) HBM 高端产品量产与客户认证不及预期。

财务数据及盈利预测

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	24178.25	61799.32	279617.21	427758.41	607716.37
同比增长率（%）	166.07%	155.60%	352.46%	52.98%	42.07%
归母净利润（百万元）	-7144.89	1874.86	141269.67	241340.04	349813.36
同比增长（%）	56.27%	126.24%	7434.95%	70.84%	44.95%
每股收益（元/股）	-0.11	0.03	2.11	3.61	5.23
毛利率（%）	5.58%	40.99%	72.22%	76.99%	77.93%
ROE（%）	-17.25%	3.30%	55.20%	48.53%	41.30%
市盈率	-538.71	2052.95	27.25	15.95	11.00

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE
数据截至 2026 年 8 月 19 日

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1412.70/2413.40/3498.13 亿元，对应当前股价 PE 依次为 27.25/15.95/11.00X。行业层面，选取 SK hynix、Micron、Samsung 作为可比标的，三家公司对应 2026-2028 年一致预期 PE 均值分别为 8.74/5.43/5.18X。公司相对海外成熟存储 IDM 存在阶段性溢价，既包含海内外市场系统性估值差异，更源于发展阶段分化：海外巨头已进入成熟期，按周期股逻辑定价，而公司处于国产替代、产能扩张的份额提升期，成长溢价具备基本面支撑，并非单纯高估；后续伴随产能与规模效应释放，业绩增长将推动 PE 下行、估值溢价逐步消化。

关键假设点

分业务收入假设：我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 2796.17/4277.58/6077.16 亿元，同比增加 352.46%/52.98%/42.07%。公司营收增长主要由 LPDDR 系列与 DDR 系列两大核心主业驱动：**1) LPDDR 系列：**面向移动终端、AI 算力等应用场景，受益全球 AI 算力建设拉动，高带宽存储、服务器级 DRAM 需求持续放量；行业周期反转带动存储芯片量价齐升，产品盈利水平修复。我们预计 2026-2028 年 LPDDR 系列营收 1632.01/2366.41/3218.32 亿元，同比增长 300.95%/45.00%/36.00%。**2) DDR 系列：**主要覆盖服务器、PC 等市场，深度受益 AI 服务器 DRAM 搭载量大幅提升，下游智算中心建设拉动服务器 DRAM 需求快速扩张。伴随行业涨价以及公司良率、产能持续爬坡，产品出货规模快速增长。预计 2026-2028 年 DDR 系列营收 1146.66/1891.99/2837.99 亿元，同比增长 487.09%/65.00%/50.00%。

有别市场的认识

市场普遍认为存储行业周期性特征突出，长鑫科技相较于 Samsung、SK hynix、Micron 仍存在一定技术代差，当前产品以通用消费级 DRAM 为主，高端算力存储产品占比较低。但我们认为，在国内算力自主可控的产业趋势下，市场或低估公司长期成长潜力。1) 国家大基金持续支持先进工艺研发与产能建设，叠加本土 AI 算力、消费电子领域国产替代需求稳步释放，本土存储厂商具备稳固内需市场基础。2) 公司持续推进 G4 工艺规模化量产与 G5 先进制程研发，同步开展 HBM 系列高端存储产品研发工作，产品结构存在持续优化的可能性。

股价表现的催化剂

1) 若 HBM3/HBM3E 研发取得进展并实现量产突破，高端算力存储产品有望进入国内外 AI 服务器供应链，推动高附加值产品营收占比改善；2) 若 DRAM 行业景气周期延续、存储价格维持上行态势，有望带动公司产品 ASP 上行，毛利率存在修复空间；3) 若 G5 先进制程良率爬坡进度优于预期，先进产能持续释放，叠加 DDR5 产品大规模出货，有望加速产品结构优化。

核心假设风险

1) 长鑫科技存储工艺良率爬坡不及预期；2) 存储行业周期性波动风险；3) 高端光刻机及海外设备出口管制风险；4) HBM 高端产品量产与客户认证不及预期。

目录

1. 深耕本土 DRAM 赛道的国产存储龙头	6
1.1 长鑫科技是全球领先的 DRAM 一体化供应商	6
1.2 股权架构均衡多元，核心团队具备深厚产业积淀	7
1.3 存储周期步入上行通道，公司盈利弹性有望释放	9
2. AI 算力带动需求扩张，存储产业迎来发展新机遇	11
2.1 AI 算力拉动 DRAM 需求持续扩张，行业维持寡头垄断格局	12
2.2 存储行业历史周期复盘	13
2.3 下游应用驱动 DRAM 技术迭代，HBM 开辟高端算力增量	17
3. 对标全球存储龙头，产品技术持续突破	19
3.1 全球主流存储芯片供应商格局梳理	19
3.2 紧跟国际龙头步伐，HBM 高端存储实现技术突破	22
3.3 政策资本双向赋能，国产存储迎来成长窗口期	24
4. 盈利预测与估值分析	26
4.1 盈利预测	26
4.2 相对估值	27
5. 风险提示	28

图表目录

图表 1 : 长鑫科技发展里程碑梳理.....	6
图表 2 : 长鑫科技核心产品及应用布局.....	7
图表 3 : 长鑫科技产能梳理.....	7
图表 4 : 长鑫科技持股参股图.....	8
图表 5 : 公司核心人员信息汇总.....	8
图表 6 : 2022-2026Q1 长鑫科技营业收入及同比.....	9
图表 7 : 2022-2026Q1 长鑫科技归母净利润.....	9
图表 8 : 2022-2026Q1 长鑫科技毛利率与净利率.....	10
图表 9 : 2022-2026Q1 长鑫科技销售、管理、研发费用率.....	10
图表 10 : 长鑫科技主营业务收入（按产品）.....	10
图表 11 : 长鑫科技主营业务收入占比（按产品）.....	10
图表 12 : 长鑫科技主要客户来自中国香港.....	11
图表 13 : 长鑫科技中国大陆业务持续增长.....	11
图表 14 : 2025 年全球半导体、集成电路和存储芯片市场.....	11
图表 15 : 存储芯片主要包含易失性存储（RAM）和非易失性存储（ROM）.....	12
图表 16 : DRAM 结构示意图.....	12
图表 17 : DRAM 各功能模块面积占比拆解图.....	12
图表 18 : 全球 DRAM 市场规模.....	13
图表 19 : 2026Q1 全球 DRAM 市场占有率.....	13
图表 20 : 2006-2025 年存储行业历史周期梳理.....	13
图表 21 : 2006-2010 数码相机、PC 出货量梳理.....	14
图表 22 : 中国智能手机市场占有率.....	14
图表 23 : 2011-2015 年中国智能手机 2G/3G/4G 出货量.....	14
图表 24 : 2015-2019 年全球智能手机出货量及同比.....	15
图表 25 : 2020-2023 年全球 PC 出货量及同比.....	15
图表 26 : 2021-2026 全球八大云厂商资本开支.....	16
图表 27 : 全球服务器市场规模（按服务器类别）.....	16
图表 28 : 2026Q2-2026Q3 存储产品合约价趋势.....	17
图表 29 : 2025/01-2026/08 DRAM 现货平均价.....	17
图表 30 : JEDEC 定义了三种 DRAM 标准类别.....	18

图表 31 : NVIDIA 与 AMD 人工智能芯片的高带宽内存规格发展时间线及其对比	18
图表 32 : 2025-2030 年全球 HBM 市场规模	19
图表 33 : 2025Q1-2026Q1 全球 HBM 市场格局	19
图表 34 : Micron 12 层堆叠 HBM3E 示意图	19
图表 35 : Micron 第九代 3D TLC NAND Flash 产品示意图	20
图表 36 : Micron 联合 NVIDIA 共同推出全球首款 SOCAMM 内存模组	20
图表 37 : SK hynix 2026-2031 产品路线图	21
图表 38 : SK hynix Standard 与 Custom HBM 结构对比图	21
图表 39 : 全球主流厂商 DRAM 技术图	22
图表 40 : NVIDIA 芯片参数持续提升	22
图表 41 : 各代 HBM 技术性能参数对比	23
图表 42 : 全球主流存储厂商营收对比	23
图表 43 : 全球主流存储厂商毛利率对比	24
图表 44 : 全球主流存储厂商 DRAM 业务营收对比	24
图表 45 : 全球主流存储厂商 DRAM 业务综合 ASP 对比	24
图表 46 : 《国家集成电路产业发展推进纲要》总体目标	25
图表 47 : 《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》目标	25
图表 48 : 国家集成电路大基金投资情况	26
图表 49 : 2019-2025 年美国对华半导体出口管制政策升级历程	26
图表 50 : 公司收入拆分及预测	27
图表 51 : 可比公司估值表 (截至 2026/8/19)	28

1. 深耕本土 DRAM 赛道的国产存储龙头

7 月 27 日，长鑫科技正式登陆科创板，发行价 8.66 元/股，国产 DRAM 龙头完成关键资本化落地。据《金融时报》6 月 27 日报道，Apple 正游说美国政府，争取获得采购长鑫科技芯片的许可；7 月 8 日《金融时报》再度报道，Apple 已启动长鑫 DRAM 产品测试，计划将芯片搭载于面向中国市场销售的终端设备。在 AI 需求拉动存储周期上行、全球终端厂商加速推进供应链多元化的行业背景下，长鑫资本端、客户端迎来双重突破，国产 DRAM 进口替代进程有望提速。

1.1 长鑫科技是全球领先的 DRAM 一体化供应商

长鑫科技是全球领先的 DRAM 一体化供应商。2016 年，合肥 DRAM 基地项目正式启动，历经十余年技术攻坚，公司实现 DRAM 本土化量产突破。2019 年 9 月，公司完成中国大陆自主 DRAM 规模化量产，同年 11 月落地首批商用订单，正式进入市场化供货阶段。依托合肥、北京两大 12 英寸晶圆制造产线布局，公司搭建覆盖消费电子、算力服务器等领域的完整 DRAM 产品矩阵。2026 年 7 月公司登陆科创板，本次 IPO 募集资金将用于先进工艺迭代、高端存储芯片研发及产能扩建等项目。

图表 1：长鑫科技发展里程碑梳理



资料来源：公司官网，爱建证券研究所

公司长期深耕 DRAM 存储芯片赛道，依托内存核心技术积累完善产品矩阵，形成 LPDDR 低功耗移动存储、DDR 算力内存两大核心业务板块。

1) LPDDR 系列是公司营收主要的组成部分，产品覆盖 LPDDR4X、LPDDR5/5X。LPDDR5/5X 单颗粒容量 12Gb/16Gb，最高速率 10,667Mbps，传输速率较 LPDDR5 提升 66%、功耗降低 30%，且向下兼容前代产品，适配高端轻薄手机、平板电脑；LPDDR4X 搭载 LVSTL（Low Voltage Swing Terminated Logic）低功耗接口，兼顾高带宽与低系统功耗，配套智能手机、智能穿戴等消费电子终端。

2) DDR 系列是公司第二增长曲线，产品囊括 DDR4、DDR5。DDR5 颗粒最高速率 8,000Mbps，覆盖 16Gb/24Gb 容量，功耗相较 DDR4 下降 20%，内置片内检错纠错架构保障数据稳定运行，适配服务器、工作站、台式机算力设备；DDR4 技术成

熟、规格体系完备，带宽与能效相较 DDR3 全面升级，配套多规格模组覆盖 PC、服务器、机顶盒等通用终端。

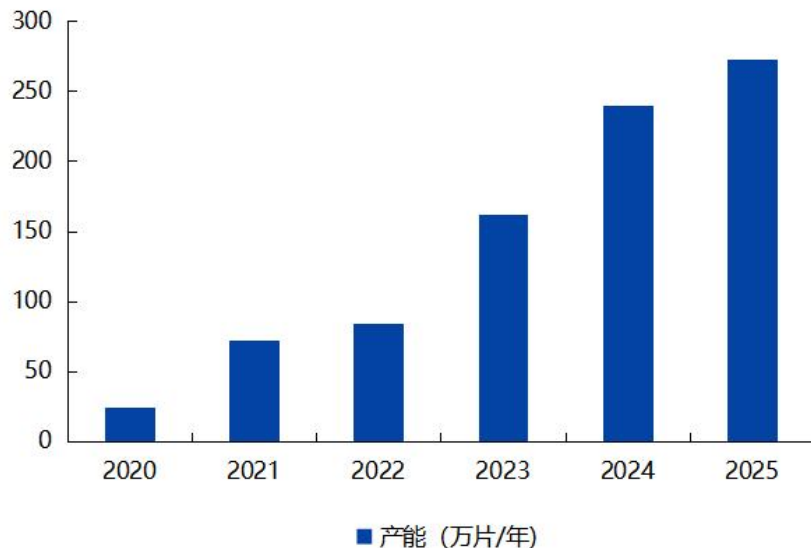
图表 2：长鑫科技核心产品及应用布局



资料来源：长鑫存储公司官网，爱建证券研究所

公司产能高速扩张。DigiTimes、太极网数据显示，公司晶圆年产能自 2020 年 24 万片提升至 2025 年 273 万片，复合增长率达 62.63%。2020-2025 年，公司持续推进合肥、北京两大基地产线扩建与设备投入，支撑产能稳步释放。

图表 3：长鑫科技产能梳理



资料来源：DigiTimes，太极网，爱建证券研究所

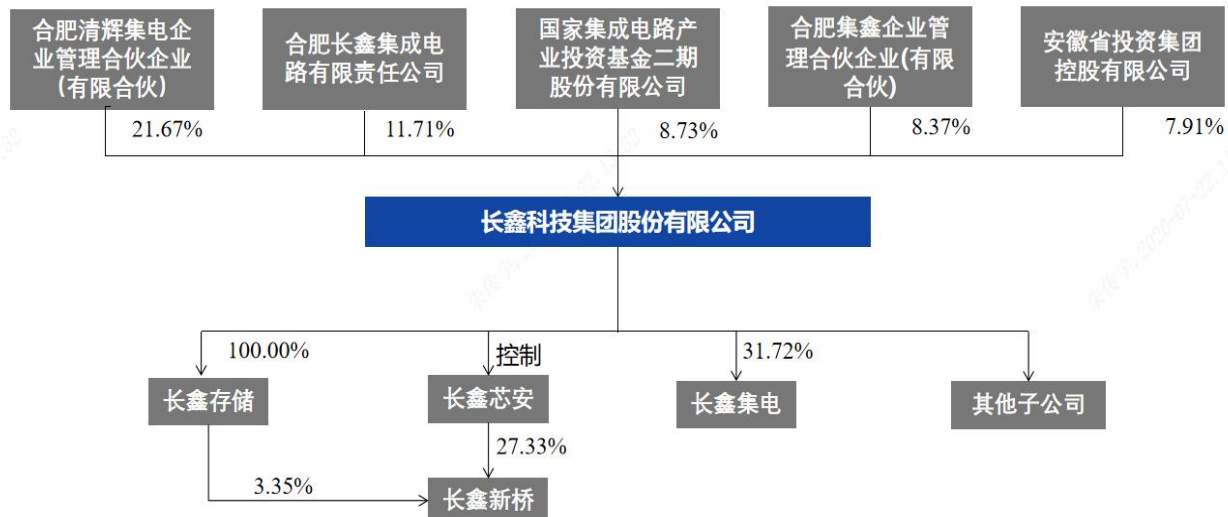
1.2 股权架构均衡多元，核心团队具备深厚产业积淀

长鑫科技股东汇聚地方产业资本与国家级集成电路产业基金，公司前五大股东分别为：合肥清辉集电企业管理合伙企业（有限合伙）21.67%、合肥长鑫集成电路有限责任

公司 11.71%、国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司 8.73%、合肥集鑫企业管理合伙企业（有限合伙）8.37%、安徽省投资集团控股有限公司 7.91%。

子公司层面，公司全资持有长鑫存储、长鑫芯安，依托长鑫芯安及直接持股合计布局长鑫新桥；同时控股长鑫集电（持股 31.72%），配套多家其他经营主体，形成覆盖 DRAM 研发、晶圆制造的 IDM 运营架构。

图表 4：长鑫科技持股参股图



资料来源：长鑫存储招股说明书，爱建证券研究所

长鑫科技董事会成员产业积淀深厚，汇聚产业、学术、研发及应用多维度背景。董事长朱一明创办兆易创新，拥有丰富存储产业运营经验；董事曹堪宇作为核心技术负责人，具备海外半导体从业经历与长期 DRAM 研发管理经验。股东方董事包括安徽、合肥地方产业资本及国家集成电路一、二、三期大基金委派人员；董事会另设职工董事，并聘请财务、法律、半导体技术、工商管理领域专家出任独立董事，多元化人员结构助力公司推进 DRAM 工艺迭代与产能扩张。

图表 5：公司核心人员信息汇总

姓名	职位	过往履历
朱一明	董事长	曾任 iPolicy Networks Inc. 资深工程师、Monolithic System Technologies Inc. 项目主管；2005 年创办兆易创新，历任兆易创新总经理；历任长鑫存储董事、董事长、首席执行官，长鑫科技首席执行官；现任兆易创新董事长、长鑫科技董事长。
曹堪宇	董事	曾任 NoVoMem, Inc. NAND 闪存事业部总经理；加入长鑫科技后，历任睿力集成执行副总裁、长鑫存储产品研发执行副总裁、技术研发执行副总裁、长鑫集电总经理；现任长鑫科技董事、首席执行官、总裁，为公司核心技术人员。
郑锐	董事	曾任安徽省投综合发展部高级主管、金融投资部项目经理、风险管控部部门经理，安徽中安资本管理有限公司总经理助理，安徽皖投资资产管理有限公司副总经理；现任安徽皖投资资产管理有限公司党支部书记、执行董事、总经理，长鑫科技董事。
方炜	董事	先后任职于原合肥化肥厂、合肥四方化工集团有限公司、合肥市工业投资控股有限公司，曾任合肥市产业投资控股（集团）有限公司计划财务部总经理；现任合肥市产业投资控股（集团）有限公司总经济师、长鑫科技董事。
韦俊	董事	先后任职于机械电子工业部电子行业发展司、综合规划司和工信部综合规划司，曾任工信部规划司副司长；现任国家集成电路产业投资基金股份有限公司一、二、三期副总裁，长鑫科技董事。

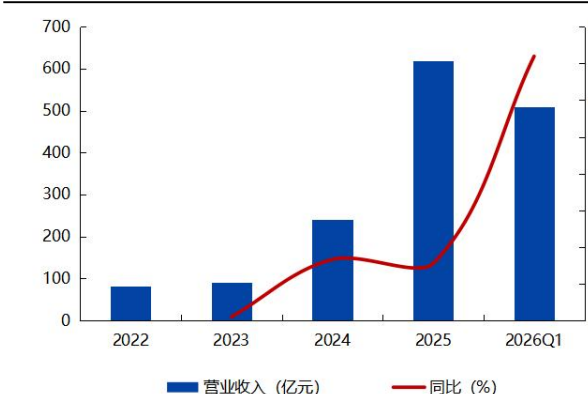
侯华伟	董事	曾任中国船舶工业集团公司船舶工业经济研究中心船舶市场分析师，任职于国家开发银行，曾任北京市西城区金融街街道办事处副主任；现任华芯投资管理有限责任公司董事、副总裁，长鑫科技董事。
谢树民	董事	先后任职于安徽中皖物矿有限责任公司、安徽科力信息产业有限责任公司、合肥经济技术开发区管委会、华夏幸福基业股份有限公司合肥事业部；曾任长鑫存储综合管理部总监，长鑫科技职工代表监事、监事会主席；现任长鑫科技总监、党群中心工会负责人、职工董事。
陈武朝	独立董事	曾任中华会计师事务所项目经理、清华大学讲师；现任清华大学副教授，中国石油集团资本股份有限公司独立董事、中信信托有限责任公司独立董事、长鑫科技独立董事。
李华	独立董事	曾任职于中国石化国际事业有限公司；历任北京市天银律师事务所合伙人律师、北京京仪集团有限责任公司总经理助理、北京市盈科律师事务所高级合伙人律师、资本市场部主任，曾任绿盟科技集团股份有限公司独立董事；现任北京德恒律师事务所一级合伙人、全球合伙人，太极计算机股份有限公司独立董事、北京宇信科技集团股份有限公司独立董事、长鑫科技独立董事。
蔡一茂	独立董事	曾任韩国三星电子高级研究员；历任北京大学微纳电子学系副教授、教授、系主任；现任北京大学集成电路学院教授、院长，方正科技集团股份有限公司独立董事、北京华卓精科科技股份有限公司独立董事、长鑫科技独立董事。
郭薇	独立董事	曾任香港理工大学助理教授；现任中欧国际工商学院副教授，环旭电子股份有限公司独立董事、长鑫科技独立董事。

资料来源：长鑫存储招股说明书，爱建证券研究所

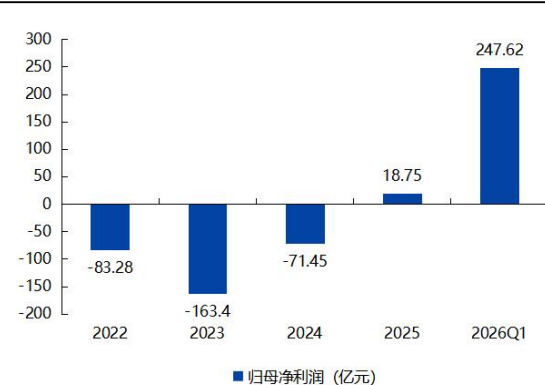
1.3 存储周期步入上行通道，公司盈利弹性有望释放

2022 年公司营业收入 82.87 亿元，归母净利润-83.28 亿元。2023 年全球半导体行业进入去库存周期，叠加存储芯片价格持续下行，公司盈利持续承压，归母净利润下滑至-163.40 亿元。2024 年后，AI 算力需求持续释放推动 DRAM 供需格局改善，存储芯片价格触底反弹，行业正式进入上行周期。依托 DRAM 产能持续释放，叠加 AI 算力拉动服务器 DRAM 需求扩容，公司营收持续攀升，2025 年营业收入达 617.99 亿元，归母净利润扭亏为盈至 18.75 亿元。2026Q1 公司营收进一步实现 508.00 亿元，同比增长 719.13%；受益于存储涨价红利持续兑现，归母净利润大幅攀升至 247.62 亿元，量价共振推动盈利能力跨越式修复。

图表 6：2022-2026Q1 长鑫科技营业收入及同比



图表 7：2022-2026Q1 长鑫科技归母净利润



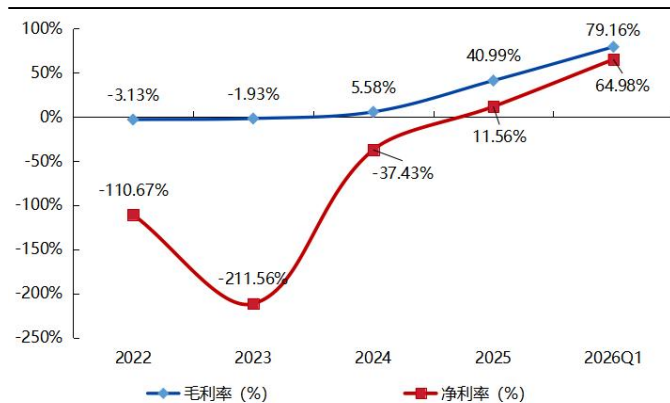
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

公司毛利率、净利率自 2024 年起进入回升通道。2022-2023 年，全球半导体处于去库存周期，下游消费电子需求疲软，DRAM 产品价格持续下行；叠加前期大规模扩产带来产能利用率走低、单位制造成本上行，公司盈利水平阶段性承压。2024 年以来，下游 AI 服务器、数据中心存储需求持续复苏，DRAM 行业价格触底回暖；公

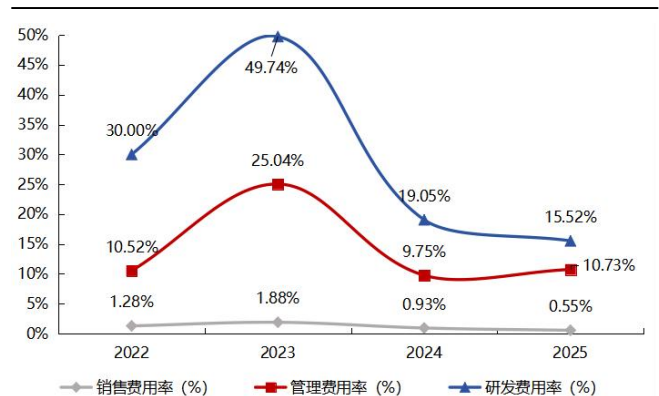
司高附加值算力端 DRAM 产品订单占比稳步提高，产品结构持续优化；叠加产能利用率逐季修复，厂房、设备折旧等固定成本得到有效摊薄，整体盈利水平稳步修复。

图表 8：2022-2026Q1 长鑫科技毛利率与净利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

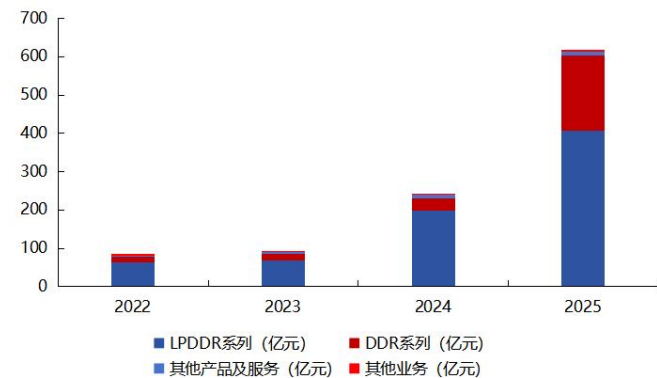
图表 9：2022-2026Q1 长鑫科技销售、管理、研发费用率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

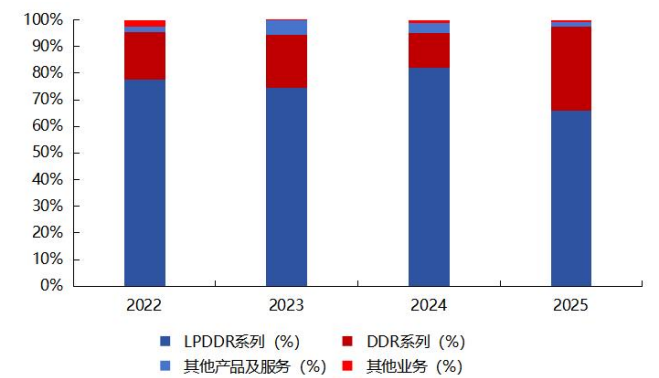
产品结构方面,LPDDR 系列长期为公司营收核心,2022-2024 年营收占比维持 74% 以上,DDR 系列作为补充业务体量相对有限。2025 年,伴随下游服务器存储市场需求复苏、DDR 产品持续放量,DDR 系列营收迎来爆发式增长,营收占比显著抬升。公司营收结构逐步由单一依赖 LPDDR 系列,转向 LPDDR 与 DDR 双产品线协同驱动。

图表 10：长鑫科技主营业务收入 (按产品)



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

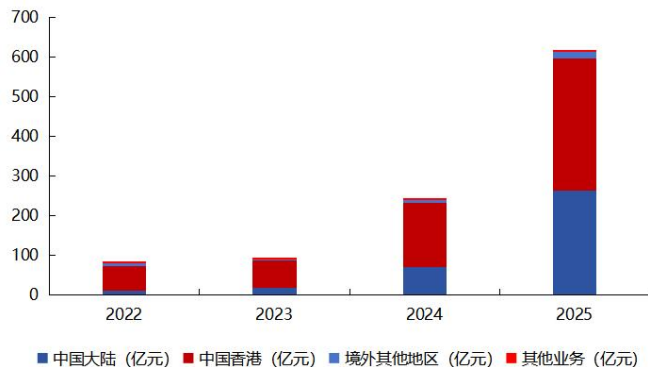
图表 11：长鑫科技主营业务收入占比 (按产品)



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

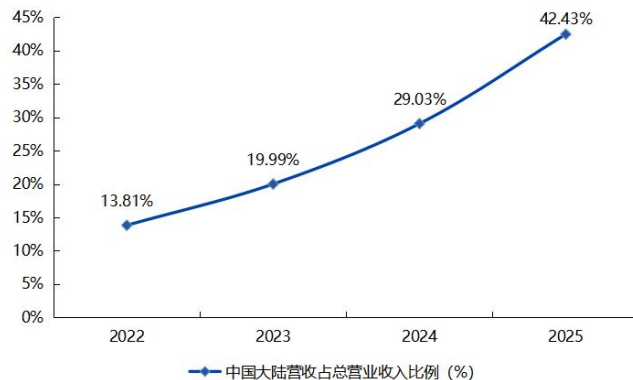
客户结构上,公司主要客源集中在中国香港;大陆业务自 2022 年稳步扩张,近年增速大幅提升。2022 至 2025 年,中国大陆区域营收占比由 13.81%大幅攀升至 42.43%,本土市场成为核心增长动力。一方面海外存储芯片出口管制收紧,国内算力、消费电子产业链加速国产替代,国内云厂商、手机终端厂商大幅提升本土 DRAM 采购规模;另一方面公司产能持续释放,销售策略由香港分销中转转向大陆终端直供,直接对接境内下游客户需求。

图表 12：长鑫科技主要客户来自中国香港



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 13：长鑫科技中国大陆业务占比持续增长



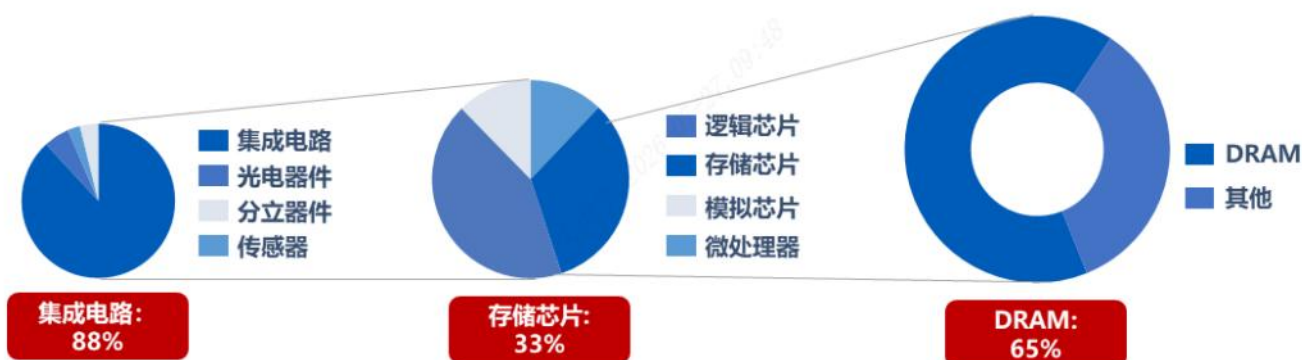
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

2. AI 算力带动需求扩张，存储产业迎来发展新机遇

存储芯片是半导体核心细分赛道，主要为各类电子设备提供数据临时缓存与长期存储服务。WSTS 数据显示，2025 年全球集成电路市场规模达 7009 亿美元，占半导体整体产业规模的 88%；其中存储芯片在集成电路市场中占比 33%。结合 WSTS、Omdia 统计，DRAM 市场规模占全球存储芯片整体的 65%。

图表 14：2025 年全球半导体、集成电路和存储芯片市场

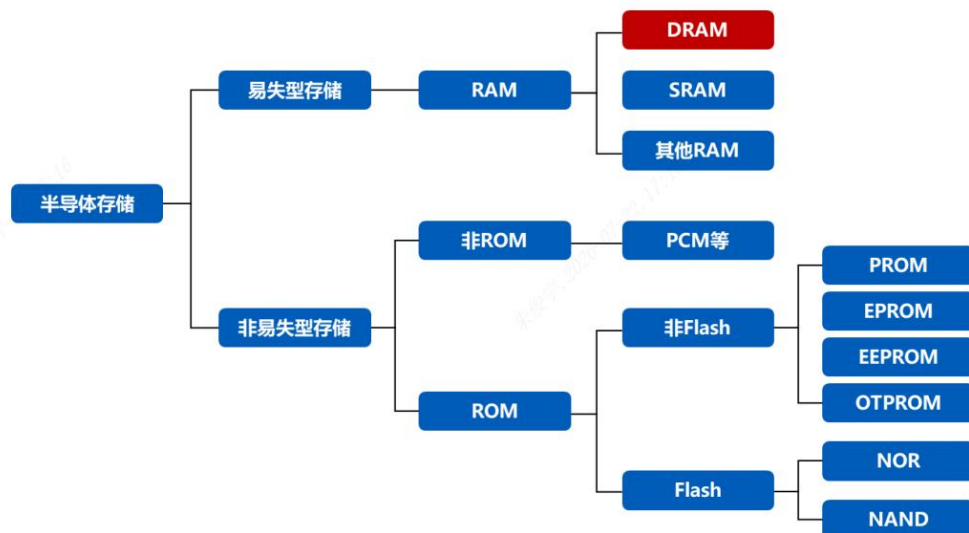
2025 年全球半导体、集成电路和存储芯片市场份额



资料来源：WSTS, Omdia, 长鑫存储招股说明书，爱建证券研究所

按照断电后数据能否留存的特性，存储芯片行业可划分为易失性存储（RAM）与非易失性存储（ROM）两大品类；市场份额最高的两类核心产品分别为易失存储主力 DRAM、非易失存储主力 NAND Flash。长鑫科技核心聚焦 DRAM 产品的研发与量产。

图表 15：存储芯片主要包含易失性存储（RAM）和非易失性存储（ROM）

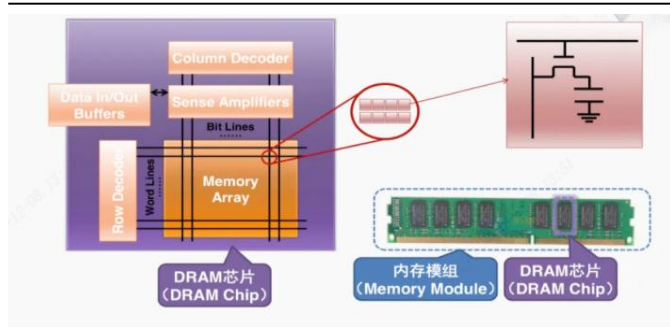


资料来源：长鑫存储招股说明书，爱建证券研究所

2.1 AI 算力拉动 DRAM 需求持续扩张，行业维持寡头垄断格局

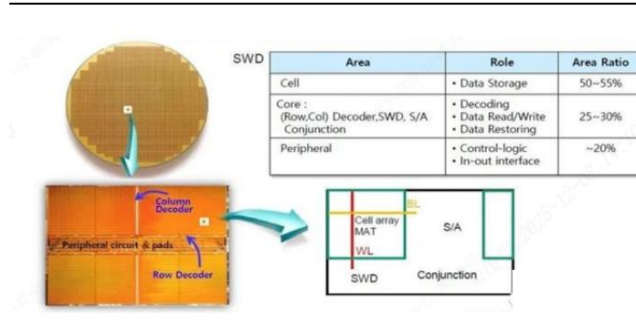
DRAM 为易失性存储介质，可与 CPU、GPU 等计算芯片配套协同，高速承载算力运算过程中产生的海量临时数据。完整 DRAM 芯片由存储单元、外围逻辑电路、周边线路三大功能模块构成。

图表 16：DRAM 结构示意图



资料来源：51CTO，爱建证券研究所

图表 17：DRAM 各功能模块面积占比拆解图



资料来源：36Kr，爱建证券研究所

全球 DRAM 市场规模近年保持高速增长。据 Omdia 数据，全球 DRAM 市场规模自 2020 年 664 亿美元增长至 2025 年 1505 亿美元，2020-2025 年复合增速达 17.78%，行业高景气核心源于 AI 算力产业爆发带来的增量需求：大模型训练与推理催生大容量内存刚性需求，单台 AI 服务器 DRAM 搭载量为传统通用服务器的 8-10 倍。

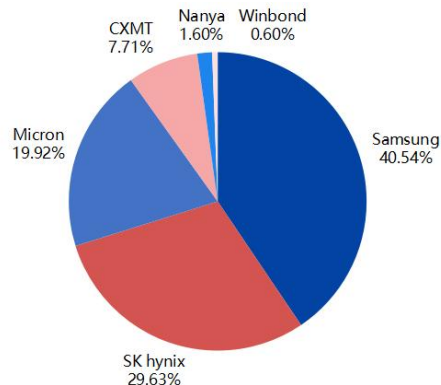
全球 DRAM 行业寡头垄断格局明确，头部厂商马太效应持续强化。TrendForce 数据显示，2026Q1 全球 DRAM 市场前五厂商市占率分别为 Samsung 40.54%、SK hynix 29.63%、Micron 19.92%、CXMT 7.71%、Nanya 1.60%，CR3 合计市占率超 90%，行业集中度相对较高。

图表 18: 全球 DRAM 市场规模



资料来源: Omdia, 爱建证券研究所

图表 19: 2026Q1 全球 DRAM 市场占有率



资料来源: TrendForce, 爱建证券研究所

2.2 存储行业历史周期复盘

我们梳理了 2006-2025 年全球芯片市场的周期表现, 对过往的涨价与跌价进行了复盘分析。

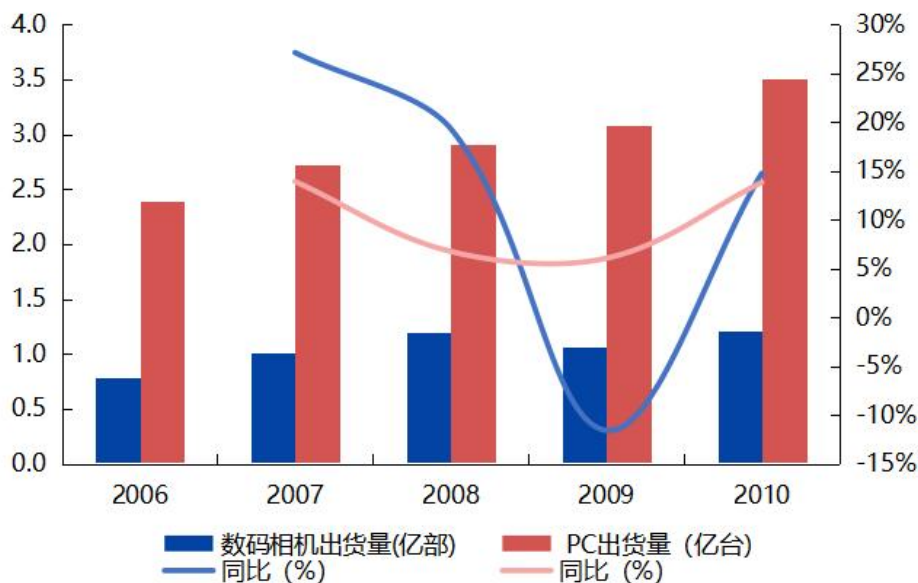
图表 20: 2006-2025 年存储行业历史周期梳理



资料来源: WSTS, Omdia, 爱建证券研究所

1) 2006-2010 年, 全球存储行业景气主要由 PC 与消费电子普及带动。据 Gartner 数据, 全球 PC 出货量从 2006 年的 2.39 亿台增加至 2010 年的 3.51 亿台 (CAGR=10.1%), PC 市场持续扩容有效拉动 DRAM 需求。CIPA 数据显示, 2005-2010 年全球数码相机出货量从 0.65 亿部增长至 1.21 亿部 (CAGR=13.4%), 数码相机配套 SD 存储卡带动 NAND Flash 需求上行, 存储行业景气向上。各大原厂持续扩产, 叠加 2008 年金融危机冲击终端消费需求, 市场逐步转向供过于求, 行业进入下行阶段。

图表 21：2006-2010 数码相机、PC 出货量梳理



资料来源：CIPA, Gartner, 爱建证券研究所

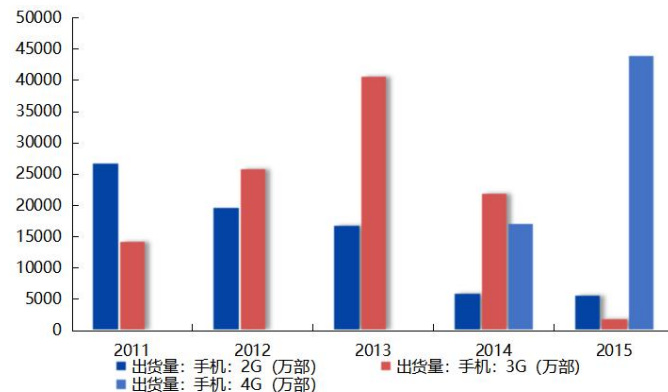
2) 2011-2015 年，移动互联网升级推动了智能手机出货量的提升。2010 年苹果 iPhone 4 面世开启智能手机普及浪潮，单机 LPDDR、NAND Flash 搭载规格持续升级；2011 年后国产手机品牌快速崛起，市场份额稳步提升，持续放大移动存储需求。伴随国内 3G 网络全面渗透及 2014 年 4G 商用落地，智能手机渗透率快速攀升，带动存储行业持续上行。随着 Samsung、Micron、SK hynix 产能持续释放，叠加 2014H2 手机出货增速放缓，行业供需格局反转，景气度逐步回落。

图表 22：中国智能手机市场占有率



资料来源：Wind, 爱建证券研究所

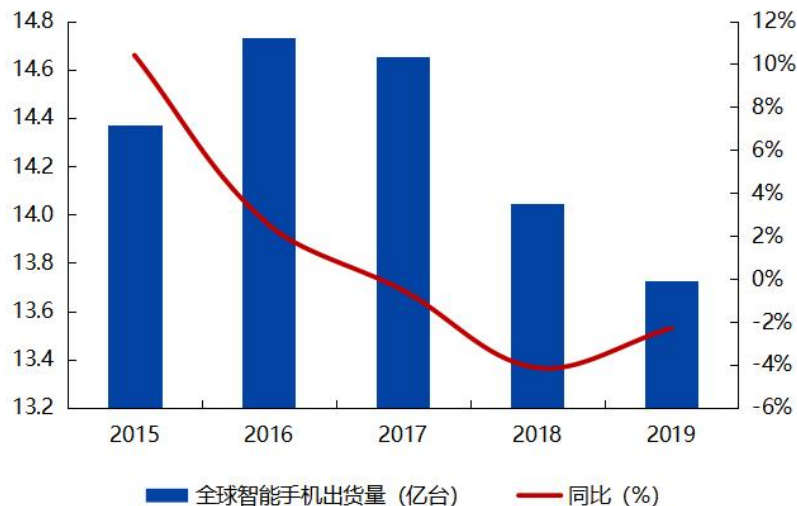
图表 23：2011-2015 年中国智能手机 2G/3G/4G 出货量



资料来源：Wind, 爱建证券研究所

3) 2016-2019 年经历了一轮存储周期，主要原因来自于智能手机的升级换代。iPhone 等智能手机存储规格升级拉动需求，存储行业进入涨价周期。2018-2019 年智能手机出货量下滑、升级周期结束。存储芯片需求回落，供过于求，行业转入下行。

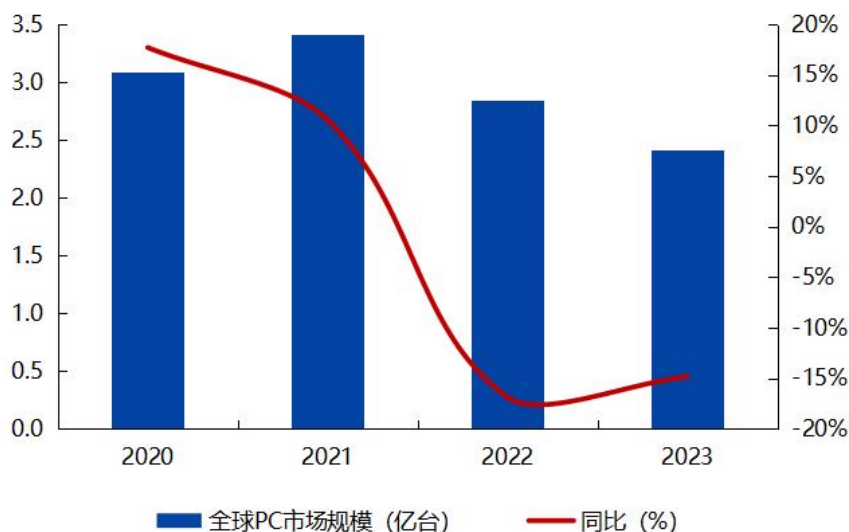
图表 24: 2015-2019 年全球智能手机出货量及同比



资料来源: IDC, 爱建证券研究所

4) 2020-2023 年, 线上经济、居家办公等场景拉动了 PC 等终端出货量提升。由于疫情导致供应链的不确定性, 各个产业链增加冗余性的囤货, 拉动存储市场需求进入上行周期。伴随疫情影响消退, 线上办公需求逐步回落、回归常态; 终端出货量趋于平稳, 产业链囤货减少, 市场供需格局转向供过于求, 存储芯片行业进入降价周期。

图表 25: 2020-2023 年全球 PC 出货量及同比



资料来源: Gartner, 爱建证券研究所

与前两轮周期不同, 本轮存储涨价周期主要由服务器需求拉动。云厂商资本开支大幅上行, AI 服务器为存储市场打开全新增量空间。自 2023 年起 AI 技术持续迭代, 服务器等高端计算设备对存储的容量、带宽与延迟性能提出更高标准, HBM3E、DDR5 等先进存储技术迭代加速, 成为匹配该需求的核心解决方案。其中 HBM3E 具备超高带宽, 散热与能效相对前代产品实现显著优化, 有效破解 AI 大模型训练过程中的 I/O 瓶颈; DDR5 则依托低延迟特性, 较好适配推理场景下的高性能算力需求。

全球八大云服务厂商 (CSP) 持续加大资本开支, 有望推动服务器扩容。TrendForce

数据显示，八大云服务厂商的资本开支从 2021 年的 1451 亿美元增长至 2024 年的 2609 亿美元，2021-2024 年复合增长率达 21.6%；该机构进一步预测，2026 年全球八大云服务厂商资本开支有望达到 7100 亿美元，2024-2026 年复合增长率或将达到 65.0%。

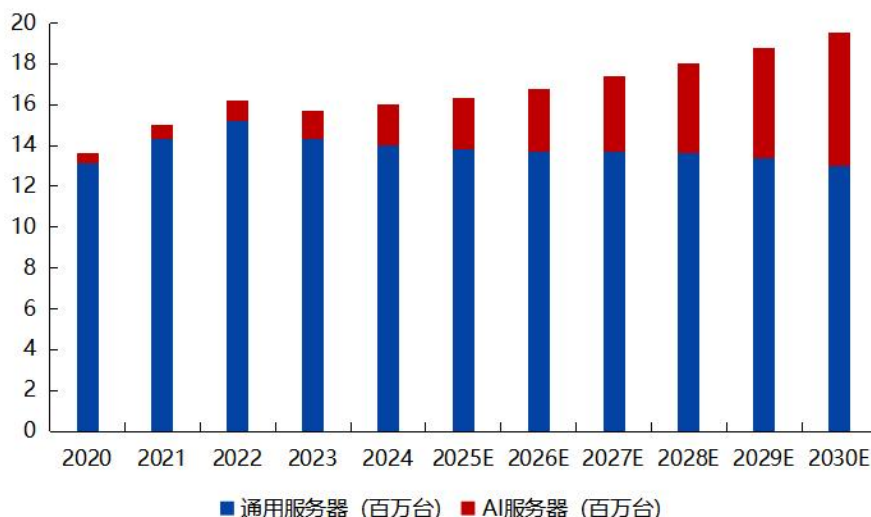
图表 26：2021-2026 全球八大云厂商资本开支



资料来源：Trendforce，爱建证券研究所

云厂商在服务器领域的技术迭代与产品创新，持续推动全球服务器市场稳健增长。据弗若斯特沙利文，全球服务器出货量从 2020 年的 1400 万台增长至 2024 年的 1600 万台，预计 2030 年将进一步提升至 1950 万台，2024-2030 年复合增长率达 3.35%。其中，AI 服务器已成为市场核心增长引擎，2024 年出货量已达 200 万台，预计 2030 年将攀升至 650 万台，2024-2030 年复合增长率达 21.71%，显著高于行业整体增速。

图表 27：全球服务器市场规模（按服务器类别）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱建证券研究所

2026 年 3 月 TrendForce 数据显示，2026Q1 普通 DRAM 合约价大幅上涨 93%-98%。进入 2026Q2，存储原厂持续收缩消费级存储产能，优先保障 HBM、服务器级高端存储产能供给，并通过价格补涨修复各品类价差，预计常规 DRAM 合约价环比继续

上涨 58%-63%；NAND Flash 受益于 AI 与数据中心高景气支撑，涨价逻辑持续强化，预计 2026Q2 合约价环比涨幅可达 55%-60%。展望 2026Q3，行业涨价节奏有望边际放缓，常规 DRAM、混合封装 HBM、NAND Flash 合约价预计分别环比上涨 13%-18%、8%-13%、10%-15%，涨价幅度收窄，但行业整体价格上行趋势未改。

图表 28：2026Q2-2026Q3 存储产品合约价趋势

DRAM and NAND Flash Contract Price Projections, 2Q26-3Q26

	2Q26	3Q26E
Total DRAM	Conventional DRAM: up 58~63% HBM Blended: up 53~58%	Conventional DRAM: up 13~18% HBM Blended: up 8~13%
Total NAND Flash	up 55~60%	up 10~15%

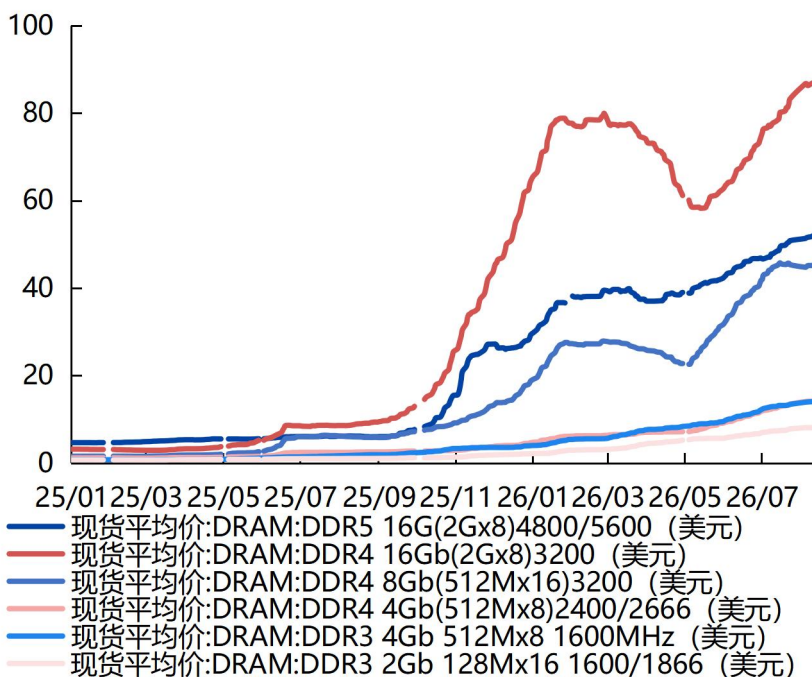
Source: TrendForce, July 2026

TrendForce

资料来源：TrendForce，快科技，爱建证券研究所

其中，DRAM 业务现货平均价仍保持上扬趋势。DRAMeXchange 数据显示，截至 2026 年 8 月 11 日，DRAM (DDR5 16Gb)、DRAM (DDR4 16Gb)、DRAM (DDR4 8Gb)、DRAM (DDR3 4Gb) 价格分别为 51.93 美元、86.87 美元、45.20 美元、14.02 美元。

图表 29：2025/01-2026/08 DRAM 现货平均价



资料来源：DRAMexchange，爱建证券研究所

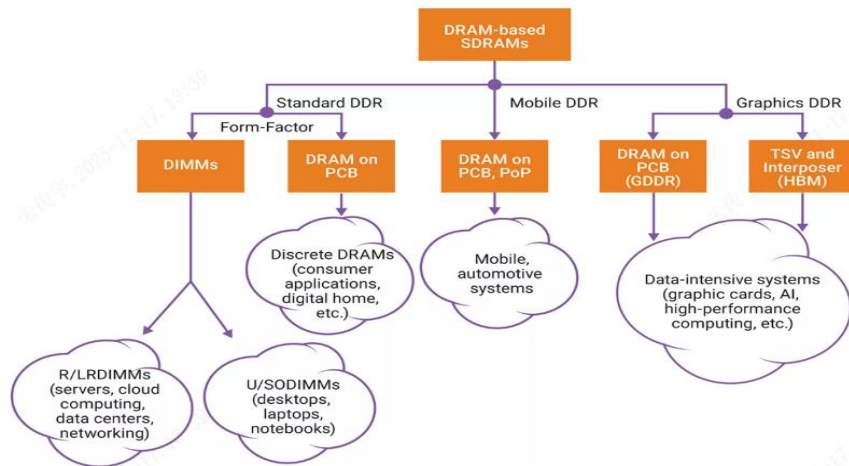
2.3 下游应用驱动 DRAM 技术迭代，HBM 开辟高端算力增量

伴随下游终端应用场景持续细分，DRAM 技术体系逐步走向场景化、差异化发展。

JEDEC 标准化定义了 DDR、LPDDR、GDDR 三大主流 DRAM 技术规范，通过对带宽、功耗、存储密度及封装形态做针对性优化，分别适配通用计算、移动终端、高性能图形与 AI 加速等多元场景，形成当前多路线并行迭代的行业技术格局。

其中 DDR 属于通用型主流内存标准，广泛应用于服务器、云计算设备、PC 及各类消费硬件，技术迭代围绕频率提升、能效优化、存储密度升级展开；LPDDR 为面向移动终端的低功耗 DRAM 方案，相较通用 DDR 具备突出的能效比优势，适配智能手机、轻薄本、平板、车载终端等功耗敏感场景；GDDR 为服务高吞吐需求的专用图形类 DRAM，基于 SDRAM 架构演进，主要用于独立显卡、数据中心加速、AI 推理等数据密集型算力场景。

图表 30：JEDEC 定义了三种 DRAM 标准类别



资料来源：Synopsys，爱建证券研究所

HBM 是基于 3D 堆叠工艺的高端 DRAM 产品，通过垂直堆叠多层 DRAM 裸片，并结合 TSV 硅通孔技术实现芯片之间的高速互联，相对传统平面 DRAM 实现带宽量级提升。从头部厂商迭代节奏观察，NVIDIA、AMD 的 AI 芯片配套 HBM 规格呈现同步升级、分层竞争的特征。2022-2025 年，行业主流规格由 HBM2e/HBM3（8Hi 堆叠）迭代至 HBM3e（8Hi/12Hi 堆叠），单芯片配套 HBM 容量从 80-128GB 提升至 288GB 以上，算力承载能力得到显著增强。

图表 31：NVIDIA 与 AMD 人工智能芯片的高带宽内存规格发展时间线及其对比

Development Timeline and Comparison of HBM Specifications between NVIDIA and AMD AI Chips												
Company	AI Chips	2022	2023				2024F				2025F	
			1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
NVIDIA	H100	HBM3 8hi 80GB										
	GH200 (CPU+GPU)						HBM3e 8hi 141GB					
	H20						HBM3 8hi 96GB					
	H200						HBM3e 8hi 141GB					
	B100									HBM3e 8hi 192GB		
	GB200 (CPU+GPU)									HBM3e 8hi 192/384GB		
	B200										HBM3e 12hi 288GB	
AMD	Mi200	HBM2e 8hi 128GB										
	Mi300X				HBM3 12hi 192GB							
	Mi300A (CPU+GPU)				HBM3 8hi 128GB							
	Mi350									HBM3e 12hi 288GB		
	Mi375 (CPU+GPU)										HBM3e 12hi 288GB	

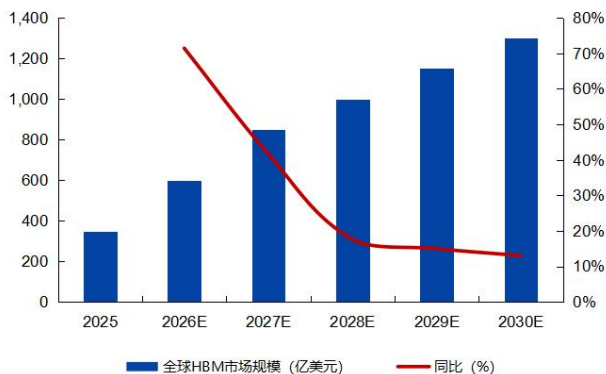
Source: TrendForce, May, 2024

资料来源：TrendForce，爱建证券研究所

AI 驱动全球 HBM 市场规模持续扩增。嘉世咨询数据显示，2025 年全球 HBM 市场规模达 350 亿美元，2030 年预计增长至 1300 亿美元，2025-2030 年复合增长率达 30.01%。

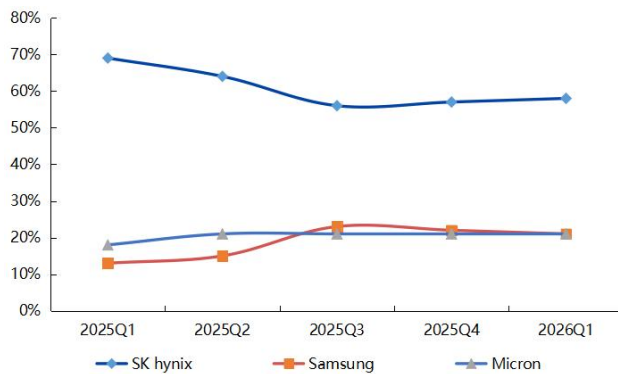
由于技术门槛较高，目前市面上仅 SK hynix、Samsung、Micron 具备 HBM 稳定量产及供应能力。其中 SK hynix 技术优势显著，于 2023 年 8 月率先推出 HBM3E 产品，并计划推进 HBM4 研发；据 Counterpoint 数据，2026Q1 全球 HBM 市场份额中，SK hynix、Micron、Samsung 分别占比 58%、21%、21%。

图表 32：2025-2030 年全球 HBM 市场规模



资料来源：嘉世咨询，爱建证券研究所

图表 33：2025Q1-2026Q1 全球 HBM 市场格局



资料来源：Counterpoint，爱建证券研究所

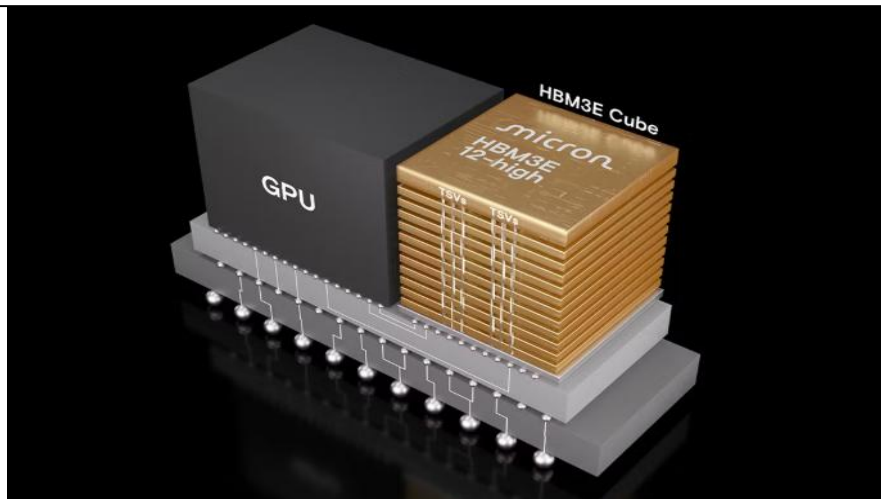
3. 对标全球存储龙头，产品技术持续突破

3.1 全球主流存储芯片供应商格局梳理

Micron 为全球核心存储芯片厂商，产品覆盖 DRAM、NAND Flash、NOR Flash，广泛应用于数据中心、PC、消费电子、工业、图形、汽车及网络设备等下游领域。

产品迭代方面，Micron 8 层堆叠 24GB HBM3E 已随 NVIDIA H200 Tensor Core GPU 实现量产出货；12 层堆叠 36GB HBM3E 量产版本亦已正式推向市场。其中 12 层堆叠 HBM3E 内存立方体带宽突破 1.2TB/s，相对 8 层版本容量提升 50%。

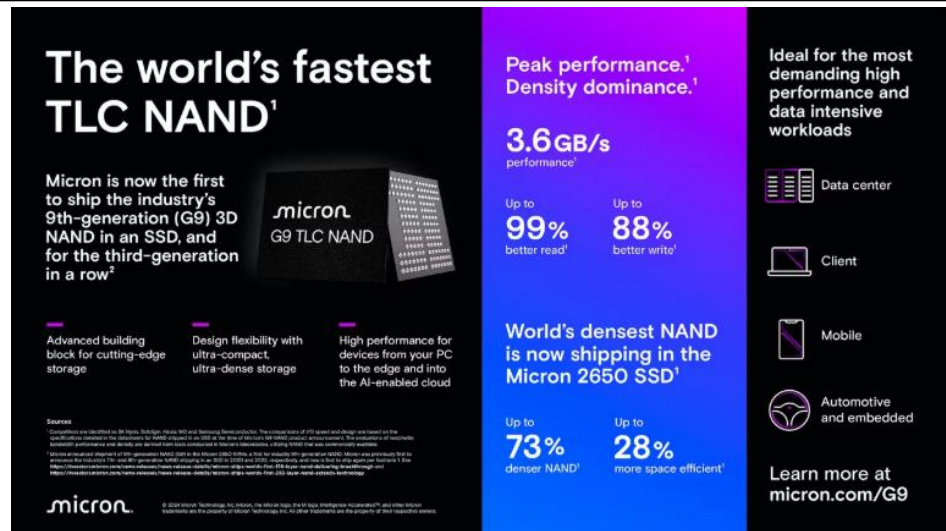
图表 34：Micron 12 层堆叠 HBM3E 示意图



资料来源：Micron 官网，爱建证券研究所

2025 年 7 月 30 日, Micron 宣布其第九代 3D TLC NAND Flash 正式量产出货。这款 G9 NAND 拥有业界最高的 3.6GB/s I/O 传输速率, 相较于前代产品 (2.4GB/s), 性能提升达 50%; 同时, 其在读取、写入表现上分别实现 99%、88% 的优化提升, 还具备“全球密度最高 NAND Flash”的特性——NAND Flash 密度提升 73%、空间效率优化 28%, 目前该 NAND 已搭载于 Micron 2650 SSD 产品中。

图表 35: Micron 第九代 3D TLC NAND Flash 产品示意图



资料来源: Micron 官网, 爱建证券研究所

Micron 联合 NVIDIA 推出全球首款 SOCAMM 内存模组, 该方案为模块化 LPDDR5X 内存, 专门面向 NVIDIA GB300 Grace Blackwell Ultra 超级芯片设计。

图表 36: Micron 联合 NVIDIA 共同推出全球首款 SOCAMM 内存模组



资料来源: Micron 官网, 爱建证券研究所

此外, Micron 推进业务结构优化, 落实 Crucial (英睿达) 品牌战略调整计划, 已于 2026 年 2 月底终止向全球分销、零售渠道供应 Crucial 消费级内存及 SSD 新品。渠道端现库存可可持续流通直至消耗完毕; Micron 承诺持续履行已售产品质保义务。本次调整释放的晶圆产能、研发与渠道资源将全面倾斜 AI 数据中心、企业级等高利润赛道, 进一步强化高端存储赛道布局力度。

SK hynix 是全球顶尖的半导体存储解决方案供应商, 核心产品覆盖 DRAM、NAND Flash 及 HBM 等关键存储品类。SK hynix 不仅掌握领先的 3D NAND 堆叠工艺,

旗下高带宽内存更成为 AI 芯片 (GPU) 的核心配套存储,可直接支撑生成式 AI 的高算力数据吞吐需求,相关解决方案已广泛应用于消费电子、数据中心、汽车电子等领域。

2025 年 11 月 4 日, SK hynix CEO Kwak Noh-Jung 于韩国首尔举办的 “SK AI Summit 2025” 公布 2026-2031 年长期产品路线: 将分阶段落地标准化与定制化双线并行的 HBM 产品矩阵, 同步推出 AI 专用存储 AI-D、AI-N 系列, 并推进通用 DRAM、标准化 NAND 规模化量产。

图表 37: SK hynix 2026-2031 产品路线图

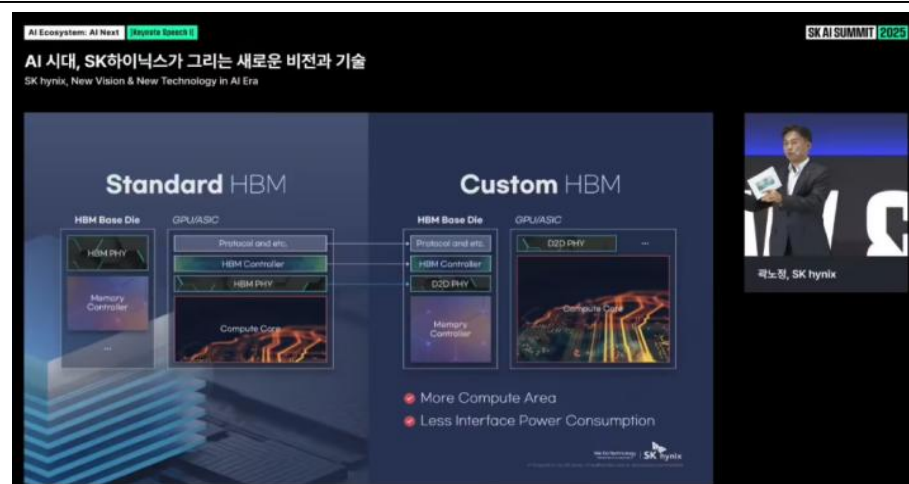


资料来源: SK hynix, EE Times China, 爱建证券研究所

在 HBM 系列领域, Sk hynix 预计 2026-2028 年推出 HBM4 16 层堆叠产品, 并从 HBM4E 开始供应定制化 HBM 解决方案。定制化 HBM 是将 GPU 和 ASIC 芯片特定功能整合到 HBM 基础裸片的产品, 可最大限度释放 GPU 和 ASIC 性能, 同时减少数据传输功耗; 2029-2031 年, SK hynix 将全面进入 HBM5 世代。

SK hynix 的 12 层 HBM4 样品已实现 2TB/s 带宽, 较前代提升 60% 以上, 计划 2025 下半年完成量产准备。目前, SK hynix 占据全球 HBM 市场 50% 以上份额, 是 NVIDIA AI GPU 的 HBM3/HBM3E 独家供应商。

图表 38: SK hynix Standard 与 Custom HBM 结构对比图



资料来源: SK hynix, EE Times China, 爱建证券研究所

3.2 紧跟国际龙头步伐，HBM 高端存储实现技术突破

2016 年以来，长鑫科技在 DRAM 晶圆制造制程领域持续追赶 Samsung、Micron、SK hynix 三大国际存储龙头。根据 TechInsights 数据，海外头部厂商 2022 年已全面进入搭载 EUV 设备的 1a 先进节点；而公司 2019 年完成初代 G1 工艺 DDR4 芯片试产，依托 G1、G3 两代 DUV 量产平台打磨多重曝光制造工艺，2022 年启动高密度 G4 工艺研发。通过持续加码研发与资本投入，公司现已实现 G4 工艺规模化量产，同时推进下一代 G5 先进制程的迭代落地，持续缩小与海外厂商的技术代差。

图表 39：全球主流厂商 DRAM 技术图

DRAM Roadmap (2020-2029)



资料来源：TechInsights，爱建证券研究所

AI 算力需求迎来爆发式增长，倒逼 GPU 硬件持续跨代升级。据 SemiAnalysis 数据，NVIDIA 架构从 Hopper 迭代至 Rubin 后，单封装 FP4 稠密算力提升超 16 倍，单卡配套 HBM 显存带宽提升近 10 倍，高端服务器对高带宽存储的需求持续上行。

图表 40：NVIDIA 芯片参数持续提升

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Hopper		Blackwell		Rubin	
Accelerator	H100 (SXM)	H200	B200/GB200	GB300 (Ultra)	B300 (single die, B300A)	VR200
GPT TDP (w)	700	700	700/1200	1400	600	VR300 (Ultra)
Foundry Node	4N		4NP		N3P (3NP)	
FP4 PFLOPs -Dense (per Package)	4*		10	15	4.6	33.3
HBM	80 GB HBM3	141GB HBM3E	192GB HBM3E	288GB HBM3E	144GB HBM3E	288GB HBM4
HBM Stacks	5	6	8	8	4	8
HBM BandWidth (TB/s)	3.35	4.8	8	8	4	13
Packaging	CoWoS-S		CoWoS-L			
SerDes speed(G)	112		224			
Nvidia CPU	Grace				Vera	

资料来源：SemiAnalysis，爱建证券研究所

为匹配算力产业发展趋势，公司持续攻坚 HBM 核心堆叠与制造工艺。SemiAnalysis 数据显示，长鑫已落地 HBM2、HBM2E 产品开发，并规划 2026 年推出 HBM3/HBM3E 产品，国产高端算力存储实现从 0 到 1 的突破。

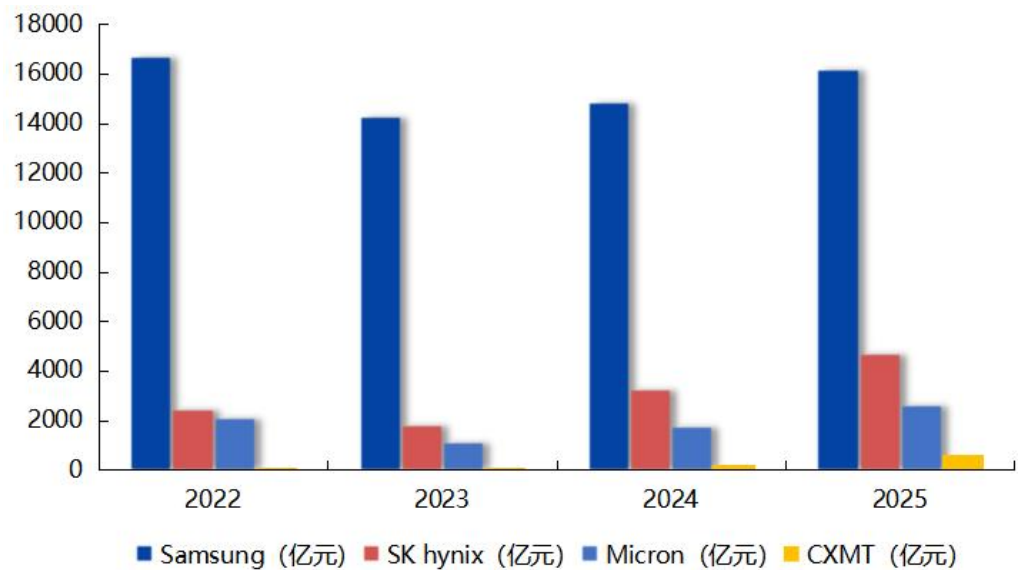
图表 41：各代 HBM 技术性能参数对比

公司	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
SK hynix	HBM2E		HBM3		HBM3E (1st)	HBM3E	HBM4	HBM4E
Samsung	HBM2E		HBM3		HBM3E	HBM3E	HBM4	HBM4E
Micron	HBM2E				HBM3E	HBM3E	HBM4	HBM4E
CXMT					HBM2	HBM2E	HBM3/3E	HBM3E/ Custom

资料来源：SemiAnalysis，爱建证券研究所

通过梳理 Samsung、SK hynix、Micron、长鑫科技等全球主流存储厂商 2022-2025 年营收数据可以发现：2023 年全球半导体行业进入去库存周期，存储芯片价格持续下行，海外大厂营收同步承压；2023 年之后，AI 算力产业进入高速景气周期，高端存储量产产能成为企业业绩增长的核心分水岭。**具备 HBM 高端存储量产能力的 Samsung、SK hynix、Micron 营收增长弹性显著领先。我们认为公司未来依托本土存储制造基底加速高端 HBM 技术研发与量产落地，充分把握国内 AI 算力自主化浪潮，在全球存储结构性行情中实现营收与盈利的持续高增，逐步缩小与海外头部厂商的技术及份额差距。**

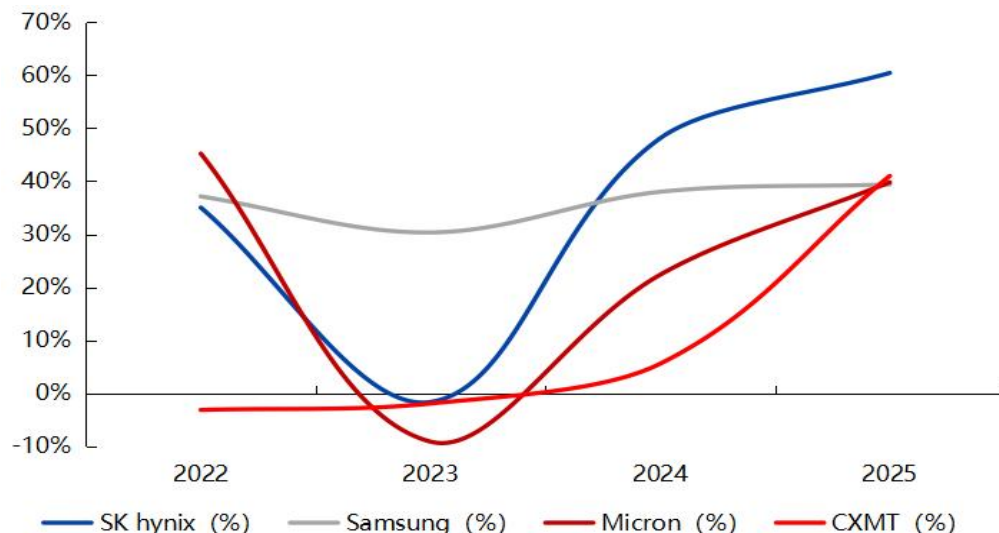
图表 42：全球主流存储厂商营收对比



资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

盈利层面，HBM 等高阶存储工艺构筑的技术壁垒已成为全球头部厂商稳固的盈利护城河，国内稀缺自主 DRAM 供给的长期价值持续得到资本市场验证。Samsung、SK hynix 依托全球领先的高密度通用 DRAM 与 HBM 高端制程优势，行业上行周期毛利率中枢稳定维持 35%+，全球化高端算力存储出货规模支撑盈利体量稳居全球行业前列。长鑫科技作为中国大陆实现自主 DRAM 规模化量产的存储原厂，本土赛道稀缺卡位优势突出。尽管公司现阶段先进工艺迭代速度、HBM 高端产品落地进度与三大海外存储龙头仍存在代际差距，但在国内算力自主可控推进、AI 服务器存储需求持续爆发的双重红利驱动下，2024-2025 年公司毛利率上行 35.41 个百分点，毛利率提升幅度领先 Micron、Samsung、SK hynix，本土厂商业绩弹性持续兑现。

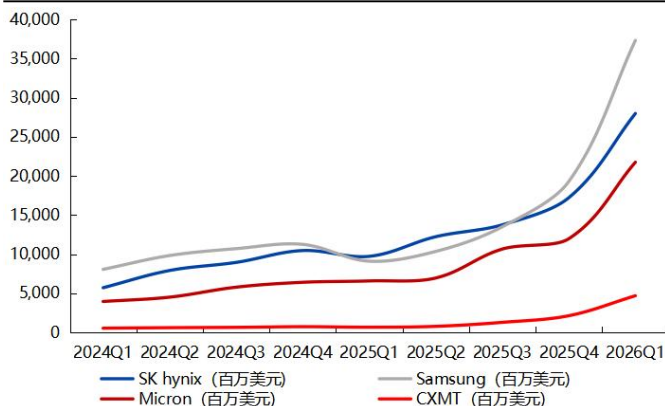
图表 43：全球主流存储厂商毛利率对比



资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

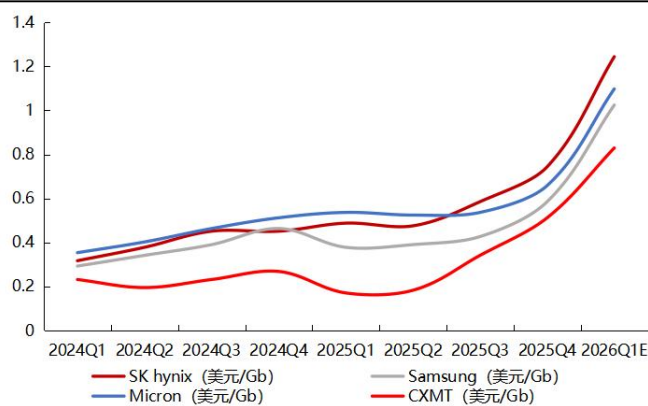
2024-2026Q1 存储行业景气持续上行，Samsung、SK hynix、Micron 持续拉高服务器高附加值 DRAM 出货比例，营收与综合 ASP 同步大幅上行，2026Q1 三家单 Gb 均价分别达到 1.02、1.24、1.10 美元，高端产品溢价能力拉开显著差距。

图表 44：全球主流存储厂商 DRAM 业务营收对比



资料来源：SemiAnalysis，爱建证券研究所

图表 45：全球主流存储厂商 DRAM 业务综合 ASP 对比



资料来源：SemiAnalysis，爱建证券研究所

当前长鑫科技服务器等高溢价 DRAM 营收占比仍处于低位，与海外三家龙头存在硬性产品结构差距。展望未来，随着公司 DRAM 制程持续迭代、DDR5 及服务器等高附加值产品逐步放量，综合 ASP 有望迎来确定性修复；产能扩张与产品结构优化形成共振，将持续抬升公司中长期业绩中枢。

3.3 政策资本双向赋能，国产存储迎来成长窗口期

随着中国加入 WTO、深度融入全球半导体分工，国内逐步成为全球最大半导体进口市场，存储芯片对外依存度长期处于高位，产业链安全风险凸显。为破解“卡脖子”难题，国家持续出台多层次产业扶持政策，为长鑫科技实现 DRAM 自主可控筑牢政策与资本底座。

2003 年，国家布局十六个重大科技专项，其中 01 专项（核心电子器件、高端通用芯片）、02 专项（极大规模集成电路制造技术及成套工艺）定向攻坚半导体底层制

造与芯片技术，为国内存储产业技术积累奠定基础；2006 年发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020 年）》，将集成电路纳入国家十六大重点攻坚领域，明确芯片自主突破顶层发展路径，为后续合肥 DRAM 基地项目落地提供战略指引。

图表 46：《国家集成电路产业发展推进纲要》总体目标

	2015年	2020年	2030年
IC设计	接近国际一流水平	国际领先水平	
IC制造	32/28nm工艺量产	16/14nm工艺量产	
IC封测	中高端封装测试达到30%	国际领先水平	
设备和材料	65-45nm关键设备和12英寸硅片等关键材料在生产线上得到应用	进入国际采购体系	
市场规模	超过3500亿元	年均增速超过20%	

集成电路产业链主要环节达到国际先进水平，一批企业进入国际第一梯队实现跨越发展

资料来源：中华人民共和国国家互联网信息办公室，爱建证券研究所

政策端持续加码扶持，为产业发展保驾护航。2014 年和 2020 年，我国先后出台《国家集成电路产业发展推进纲要》《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》，明确设立国家及地方多级产业投资基金，通过多元化筹资渠道扶持集成电路产业发展，力争实现封装测试技术达到国际领先水平、关键装备和材料纳入国际采购体系的发展目标。

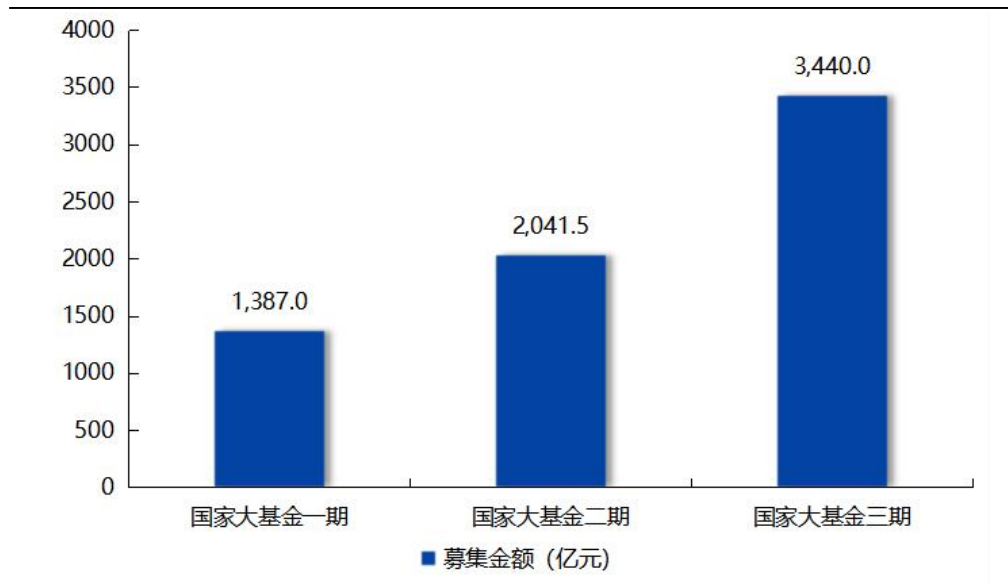
图表 47：《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》目标

财税政策	国家通过企业所得税减免、增值税优惠及进口关税减免等措施，支持集成电路产业和软件产业	人才政策	强化学科建设、产教融合和国际合作，建立多层次人才培养与引进机制，保障产业人才供给
投融资政策	通过基金、贷款、债券、股权融资等多元渠道支持集成电路和软件企业融资发展，推动兼并重组和资本市场运作	知识产权政策	加强集成电路和软件知识产权登记、保护与正版化机制，推动产业健康发展
研究开发政策	聚焦高端芯片、集成电路装备等核心技术，建设创新平台和标准体系，提升自主研发能力与产业竞争力	市场应用政策	以市场应用为牵引，通过推广创新、支持集群与专业服务、规范秩序等，推动集成电路和软件产业升级。
进出口政策	支持集成电路企业和软件企业设备与软件进出口，推动服务外包和市场拓展，促进集成电路与软件产业国际化发展	国际合作政策	深化全球合作，鼓励国际企业在华发展与科研协作，支持国内企业“走出去”，提升产业全球参与度。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，爱建证券研究所

资金端持续注入活水，助力产业规模化发展。2014 年国家集成电路产业投资基金（大基金一期）同步设立，撬动超 1387 亿元社会资本布局全产业链；2019 年、2024 年大基金二期、三期相继落地，注册资本分别达 2041 亿元、3440 亿元。其中大基金二期战略入股长鑫科技，成为公司 2020 年后产线扩建、LPDDR5/DDR5 高端芯片研发的核心国家级资本支撑；三期进一步将 AI 相关芯片、算力芯片列为重点投资赛道，持续赋能公司先进工艺迭代与产能扩张。

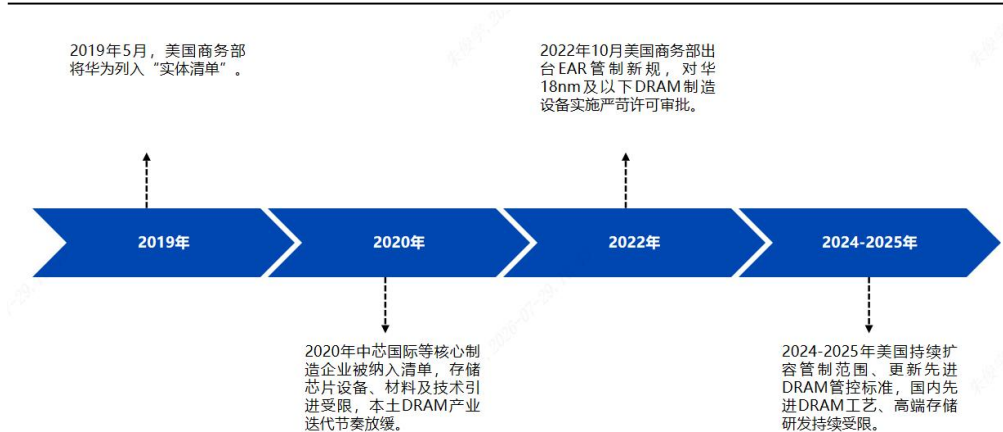
图表 48：国家集成电路大基金投资情况



资料来源：央视网，爱建证券研究所

2018 年以来，半导体产业成为中美科技博弈核心赛道，海外对华半导体管制持续收紧。2019 年美方将华为列入“实体清单”；2020 年中芯国际等核心制造企业被纳入清单，存储芯片设备、材料及技术引进受限，本土 DRAM 产业迭代节奏放缓。2022 年 10 月美国商务部出台 EAR 管制新规，对华 18nm 及以下 DRAM 制造设备实施严苛许可审批，先进存储产线扩产受阻。2024-2025 年美方持续扩容管制范围、更新先进 DRAM 管控标准，国内先进 DRAM 工艺、高端存储研发持续受限。

图表 49：2019-2025 年美国对华半导体出口管制政策升级历程



资料来源：中国科技网，中华人民共和国中央人民政府，美国驻华大使馆和领事馆，爱建证券研究所

我们认为：国内政策资本持续加码叠加海外管制加速国产替代形成双向驱动，为长鑫科技带来优质发展机遇。公司深度受益半导体国产替代长期红利，技术迭代与盈利改善空间充足，中长期投资价值凸显。

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 2796.17/4277.58/6077.16 亿元，同比

增加 352.46%/52.98%/42.07%。公司营收增长主要由 LPDDR 系列与 DDR 系列两大核心主业驱动：

1) LPDDR 系列：面向移动终端、AI 算力等应用场景，受益全球 AI 算力建设拉动，高带宽存储、服务器级 DRAM 需求持续放量；行业周期反转带动存储芯片量价齐升，产品盈利水平修复。我们预计 2026-2028 年 LPDDR 系列营收 1632.01/2366.41/3218.32 亿元，同比增长 300.95%/45.00%/36.00%。

2) DDR 系列：主要覆盖服务器、PC 等市场，深度受益 AI 服务器 DRAM 搭载量大提升，下游智算中心建设拉动服务器 DRAM 需求快速扩张。伴随行业涨价以及公司良率、产能持续爬坡，产品出货规模快速增长。预计 2026-2028 年 DDR 系列营收 1146.66/1891.99/2837.99 亿元，同比增长 487.09%/65.00%/50.00%。

图表 50：公司收入拆分及预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	24178.25	61799.32	279617.20	427758.40	607716.36
YOY (%)	166.07%	155.60%	352.46%	52.98%	42.07%
LPDDR 系列	19798.26	40703.55	163200.88	236641.28	321832.14
YOY	193.04%	105.59%	300.95%	45.00%	36.00%
DDR 系列	3173.97	19531.29	114666.25	189199.31	283798.97
YOY	73.71%	515.36%	487.09%	65.00%	50.00%
其他产品及服务	956.52	1040.54	1144.59	1259.05	1384.96
YOY	99.31%	8.78%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	249.50	523.95	602.54	662.80	695.94
YOY	939.44%	110.00%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率 (%)	5.58%	40.99%	72.22%	76.99%	77.93%
LPDDR 系列	-1.23%	37.25%	69.50%	73.50%	74.40%
DDR 系列	-26.87%	41.89%	77.00%	82.00%	82.40%
其他产品及服务	-3.38%	-17.23%	20.00%	21.00%	22.00%

资料来源：长鑫科技招股说明书，爱建证券研究所测算

注：其他业务数据根据长鑫科技招股说明书缺口测算；各产品毛利率及总毛利率均取自长鑫科技公开披露数据。

4.2 相对估值

我们选取全球存储核心企业 SK hynix、Micron、Samsung 作为长鑫科技可比标的，三家企业 2026E-2028E PE 均值分别为 8.74/5.43/5.18X。长鑫科技作为国内存储 IDM 龙头，正处于国产替代突破、产能快速扩张阶段，收入规模相对较小，营收已实现高速增长。我们预测公司 2026-2028 年对应 PE 分别为 27.25/15.95/11.00X，相较海外成熟存储 IDM 存在估值溢价。后续随着产能持续释放、工艺迭代成熟、规模效应兑现，公司盈利能力有望向海外头部厂商收敛，在业绩高速兑现过程中将逐步消化当前估值溢价。

图表 51: 可比公司估值表 (截至 2026/8/19)

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000660.KS	SK hynix	7,149.74	293.44	1,216.99	1,570.12	1,688.46	24.37	5.87	4.55	4.23
MU.O	Micron	6,358.63	53.94	445.73	908.90	984.97	117.88	14.27	7.00	6.46
005930.KS	Samsung	1,179.71	32.09	193.91	248.75	242.71	36.76	6.08	4.74	4.86
		中值					36.76	6.08	4.74	4.86
		均值					59.67	8.74	5.43	5.18
68825.SH	长鑫科技	57.55	0.03	2.11	3.61	5.23	2,052.95	27.25	15.95	11.00

资料来源: Wind, 爱建证券研究所

注: 可比公司 EPS、PE 数据取 Wind 一致预测

5. 风险提示

- 1) 长鑫科技存储工艺良率爬坡不及预期:** 当前国内先进 DRAM、HBM 制造工艺仍处于迭代阶段, 高带宽内存架构设计、高端光刻配套工艺复杂度较高, 叠加高端设备供给约束, 若后续先进存储工艺良率提升节奏、产能释放进度慢于规划, 单位制造成本将长期偏高, 持续压制公司毛利率修复空间。
- 2) 存储行业周期性波动风险:** 存储行业具备极强周期属性, 供需格局极易随厂商扩产节奏、下游终端需求变化发生反转。当前行业盈利大幅回暖主要源于短期供给收缩, 若海外存储大厂加速扩产、下游消费电子终端需求持续低迷, 存储芯片价格或快速回落, 公司业绩高增持续性存在不确定性。
- 3) 高端光刻机及海外设备出口管制风险:** HBM 高端产品量产高度依赖 EUV 高端光刻机, 目前长鑫科技受海外半导体出口管制限制无法采购 EUV 设备, 仅依靠 DUV 多重曝光方案推进先进工艺; 若后续管制政策进一步收紧, 高端沉积、刻蚀、检测设备采购同步受限, 先进产能扩产、高端芯片研发进度将大幅延后, 长期拉大与海外存储厂商技术代差。
- 4) HBM 高端产品量产与客户认证不及预期风险:** 公司 HBM2、HBM2E 仅完成工程样品及客户送样, HBM3、HBM3E 仍处在研发试制阶段, 相较海外 Samsung、SK hynix、Micron 存在明显技术代差; HBM 涉及多层堆叠、TSV 硅通孔等高难度特殊封装工艺, 量产良率提升难度大, 现阶段良率水平显著低于国际头部厂商, 若良率爬坡、下游客户批量认证进度滞后, 高端存储难以形成规模收入, 将拖累产品结构优化与均价提升逻辑。

财务预测摘要:

资产负债表					
人民币:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	42698.68	51990.22	27337.63	580101.46	1027391.60
应收票据及账款	1845.89	1523.74	3830.37	5859.70	8324.88
预付账款	109.98	93.09	846.53	969.67	1608.72
其他应收款	144.17	170.53	1219.46	1522.94	2407.00
存货	18549.53	28567.69	38303.34	37749.84	40419.18
其他流动资产	4665.86	28640.62	64823.37	79846.73	110148.36
流动资产总计	68014.11	110985.88	382360.71	706050.33	1190299.75
长期股权投资	299.86	1519.54	1519.54	1519.54	1519.54
固定资产	153252.56	183147.34	175642.80	176125.74	186362.85
在建工程	41208.69	31789.62	48526.41	48929.87	28333.33
无形资产	5153.41	4277.56	3773.45	3884.35	4130.24
长期待摊费用	873.13	1005.70	952.85	400.00	375.00
其他非流动资产	2797.07	4059.28	4659.28	4809.28	4959.28
非流动资产合计	203584.72	225799.04	235074.33	235668.79	225680.25
资产总计	271598.83	336784.92	617435.04	941719.12	1415979.99
短期借款	1796.48	9675.90	9575.90	9375.90	8875.90
应付票据及账款	6274.94	8701.69	19364.47	24537.39	33437.69
其他流动负债	49119.37	34464.76	66671.97	84308.07	115617.90
流动负债合计	57190.80	52842.36	95612.34	118221.37	157931.49
长期借款	96064.27	118888.98	118888.98	118888.98	118888.98
其他非流动负债	14086.89	10953.65	10953.65	10953.65	10953.65
非流动负债合计	110151.16	129842.63	129842.63	129842.63	129842.63
负债合计	167341.95	182684.98	225454.96	248063.99	287774.11
股本	57770.94	60192.80	66880.88	66880.88	66880.88
资本公积	22165.86	33103.76	84334.45	84334.45	84334.45
留存收益	-38517.14	-36542.85	104726.81	346066.86	695880.21
归属母公司权益	41419.66	56753.70	255942.15	497282.19	847095.54
少数股东权益	62837.22	97346.24	136037.93	196372.94	281110.34
股东权益合计	104256.88	154099.94	391980.07	693655.13	1128205.88
负债和股东权益合计	271598.83	336784.92	617435.04	941719.12	1415979.99

现金流量表					
人民币:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-9051.00	7144.24	177845.25	299523.20	432182.11
折旧与摊销	16224.03	27086.46	33824.71	38705.55	44538.54
财务费用	2204.28	2953.75	2227.18	1296.46	-38.36
投资损失	-104.94	68.12	-42.73	57.13	-44.77
营运资金变动	-8291.11	-7579.27	-7150.79	5882.23	3249.85
其他经营现金流	5916.19	6846.51	2046.56	2080.80	2308.74
经营性现金净流量	6897.46	36519.81	208750.18	347545.37	482196.12
资本支出	63207.72	52872.44	43100.00	39300.00	34550.00
长期投资	-1320.15	-2433.16	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-7887.38	-31517.14	105.65	14.92	105.67
投资性现金净流量	-72415.25	-86822.74	-42994.35	-39285.08	-34444.33
短期借款	-202.74	7879.42	-100.00	-200.00	-500.00
长期借款	6139.04	22824.71	0.00	0.00	0.00
普通股增加	4137.94	2421.86	6688.08	0.00	0.00
资本公积增加	8826.54	10937.90	51230.69	0.00	0.00
其他筹资现金流	58313.41	2056.80	-2227.18	-1296.46	38.36
筹资性现金净流量	77214.18	46120.68	55591.59	-1496.46	-461.64
现金流量净额	11395.61	-4710.41	221347.41	306763.83	447290.14

利润表					
人民币:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	24178.25	61799.32	279617.21	427758.41	607716.37
营业成本	22829.54	36465.41	77670.66	98419.22	134118.20
税金及附加	182.76	350.59	1286.24	1924.91	2734.72
销售费用	223.97	337.13	643.12	941.07	1336.98
管理费用	2358.31	6630.92	6990.43	7485.77	10331.18
研发费用	4607.28	9593.25	9506.99	12404.99	17623.77
财务费用	2204.28	2953.75	2227.18	1296.46	-38.36
资产减值损失	-2464.12	-754.66	-279.62	-427.76	-607.72
信用减值损失	-8.67	0.89	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	104.94	-68.12	42.73	-57.13	44.77
公允价值变动损益	-177.62	371.53	100.00	100.00	100.00
资产处置收益	4.32	12.14	7.24	9.38	8.24
其他收益	1800.30	2690.66	2044.33	2178.43	2304.47
营业利润	-8968.76	7720.71	183207.28	307088.90	443459.64
营业外收入	15.84	13.21	14.50	14.50	14.50
营业外支出	95.74	32.80	55.00	55.00	55.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-9048.66	7701.12	183166.78	307048.40	443419.14
所得税	2.34	556.88	3205.42	5373.35	8868.38
净利润	-9051.00	7144.24	179961.36	301675.05	434550.75
少数股东损益	-1906.11	5269.38	38691.69	60335.01	84737.40
归属母公司股东净利润	-7144.89	1874.86	141269.67	241340.04	349813.36
EBITDA	9379.66	37741.33	219218.67	347050.41	487919.32
NOPLAT	-7571.48	13325.43	182083.99	302881.15	434446.78
EPS(元)	-0.11	0.03	2.11	3.61	5.23

主要财务比率					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营收增长率	166.07%	155.60%	352.46%	52.98%	42.07%
营业利润增长率	53.63%	186.08%	2272.93%	67.62%	44.41%
EBIT 增长率	60.41%	255.67%	1639.99%	66.32%	43.79%
EBITDA 增长率	281.48%	302.37%	480.85%	58.31%	40.59%
归母净利润增长率	56.27%	126.24%	7434.95%	70.84%	44.95%
经营现金流增长率	194.85%	429.47%	471.61%	66.49%	38.74%
盈利能力					
毛利率	5.58%	40.99%	72.22%	76.99%	77.93%
净利率	-37.43%	11.56%	64.36%	70.52%	71.51%
营业利润率	-37.09%	12.49%	65.52%	71.79%	72.97%
ROE	-17.25%	3.30%	55.20%	48.53%	41.30%
ROA	-2.63%	0.56%	22.88%	25.63%	24.70%
ROIC	-6.00%	8.30%	85.62%	120.74%	166.85%
估值倍数					
P/E	-538.71	2052.95	27.25	15.95	11.00
P/S	159.19	62.28	13.77	9.00	6.33
P/B	92.93	67.82	15.04	7.74	4.54
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	-579.76	375.87	20.73	11.71	7.37
EV/EBITDA	423.05	106.11	17.53	10.41	6.70
EV/NOPLAT	-524.08	300.55	21.11	11.93	7.52

资料来源: 公司公告, iFinD, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888

传真：021-68728700

服务热线：956021

邮政编码：200124

邮箱：ajzq@ajzq.com

网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（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，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户

息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时间更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

任何机构或个人不得以任何形式翻版

用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。