

英伟达业绩指引超预期 美光认为内存墙加剧

——电子行业研究周报



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

英伟达财年三季度业绩指引超预期, 采购承诺单季度增加约 1600 亿美元, AI 服务器价格或调涨。根据闪存市场和华尔街见闻, 英伟达发布截至 7 月 26 日的 2027 财年 Q2 报告, 季度营收同比/环比增长 106%/18%, Non-GAAP 下毛利率 75.0%, 环比持平。营收占比 92.5% 的数据中心业务同比/环比增长 117%/18%, 增长好于边缘计算部门。财年 Q3 营收指引环比增长 10%-14.5%, 中值 1080 亿美元高于市场预期。公司预计财年 Q3 毛利率约 74%, 将在财年 Q4 触底至 71-72%, 源于内存价格涨幅超预期且持续攀升, 预计价格调整措施将于 2028 财年 Q1 生效带动毛利率回稳至 72%至 73%。公司未来供应采购协议单季增加约 1600 亿美元至 2790 亿美元, 增加部分主要来自存储长协。媒体报道称内存成本飙升, 公司或上调其服务器价格约 15%, 具体涨幅将取决于芯片和内存配置。Vera Rubin 全面投产并开始发货, 公司预计其将在财年 Q3 贡献约 20% 的数据中心营收, 有望成为爬坡放量最快的一代产品。

公司认为推理需求正成为新的增长主线, AI 从训练模型进入让模型大量工作的阶段, 公司交互式 AI 推理加速系统 Groq 3 LPX 将在本季度批量出货, AI 云端服务商 Nebius 已首家导入。推理规模化将带动产业链需求延伸至 CPU、高速网络、存储、数据中心、电力等环节。

公司指引 2028 财年营收预计将增长约 70%, 明显高于市场此前约 45% 的预期。英伟达业绩指引季度环比增长超过双位数, 显示 AI 算力需求并未出现市场担心的边际放缓, 未来 1-2 个季度行业景气度或仍处于上行通道。

美光认为内存墙或在进一步加剧, HBM 龙头企业发布路线图。根据芯智讯, Hot Chips 2026 半导体大会上, 美光针对内存墙进行量化, 计算能力大约每两年增长 3 倍, 而内存能力每两年仅增长不到 2 倍, 两者增速的差距意味着内存墙不仅持续存在, 且或进一步加剧。

目前 HBM 是通过硅通孔 (TSV) 将多层 DRAM Die 垂直堆叠, 并与 Base Die 整合, 再通过硅中介层 (Silicon Interposer) 与 GPU 或其他 AI 加速器连接, 形成典型的 2.5D 封装构架。美光认为, 随着每颗 DRAM 的储存密度增加, 每位元的功耗效率 (pJ/bit) 随之下降。HBM 多层数堆叠带来热能与机械结构挑战, 最大痛点在于功率密度而非功耗。

随着 HBM 面临带宽、功耗与封装尺寸等多重瓶颈, 三星等正积极寻求下一代 HBM 架构的突破。三星、SK 海力士向 3D 堆叠架构发展, 三星正开发全新方案 zHBM, 通过将 HBM 垂直堆叠于 xPU 上方, 节省硅面积同时省去传统 2.5D 封装所需的中介层。三星宣称 zHBM 可带来 70% 的能源效率提升, DRAM 带宽增加 230%, 每个 DRAM 模块最多可节省 100W 功耗, 并让 xPU (以 GPU 为例) 额外获得 8.3% 的功耗空间。

SK 海力士已将先进 MR-MUF 技术应用于 16 层 HBM3E, 并进一步导入翘曲控制、细间距互连与窄间隙填充等技术, 同时转向混合键合技术解决功耗与散热负担问题。相较 MR-MUF, 混合键合可实现厚度增加 24% 的核心晶粒 (Core Die), TSV 间距可缩小至 18 μm 以下, 同时在堆叠层数增加的情况下, 热阻可降低约 35%。

投资策略: 英伟达业绩和指引超出市场预期, 业绩指引季度环比增长超过双位数, 显示 AI 算力需求并未出现市场担心的边际放缓, 未来 1-2 个季度行业景气度或仍处于上行通道。建议关注后续 Rubin 机柜产品出货情况及其对 PCB、光互联等产业链的带动。美光量化数据显示, 内存墙或进一步加剧。建议关注

评级

增持 (维持)

2026 年 09 月 01 日

王伟

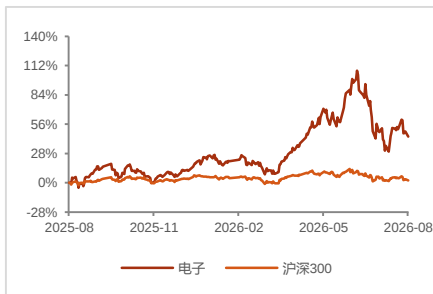
分析师

SAC 执业证书编号: S1660524100001

行业基本资料

股票家数	493
行业平均市盈率	63.0
市场平均市盈率	13.8

行业表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《电子行业研究周报: ADI 预计模拟行业有望增长提速 MLCC 交期拉长》
2026-08-27
- 2、《电子行业研究周报: 国产代工龙头量价齐升 闪迪明确长协新模式》
2026-08-20
- 3、《电子行业研究周报: MLCC 开启新一轮涨价 关注订单溢出和国产替代》
2026-08-06

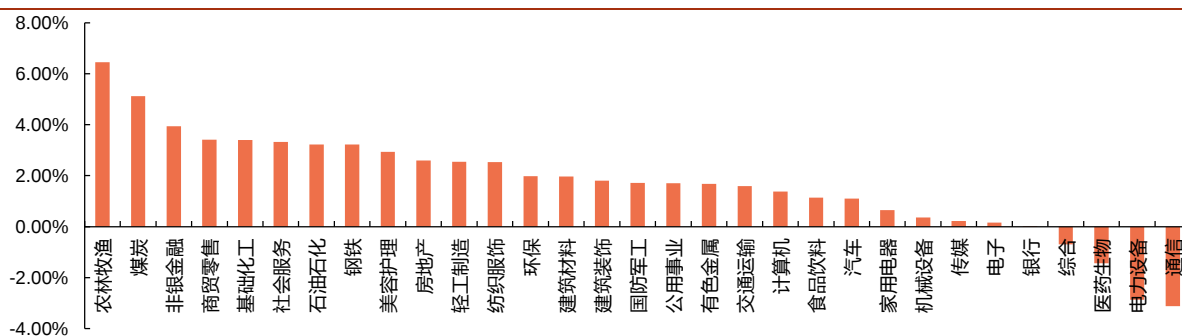
HBM 新技术对存储需求的持续带动，关注存储扩产对混合键合、量测检测等设备和材料的出货以及封测订单的持续带动。

风险提示：贸易摩擦加剧，需求复苏不及预期，产能扩张不及预期，竞争加剧

1. 市场回顾

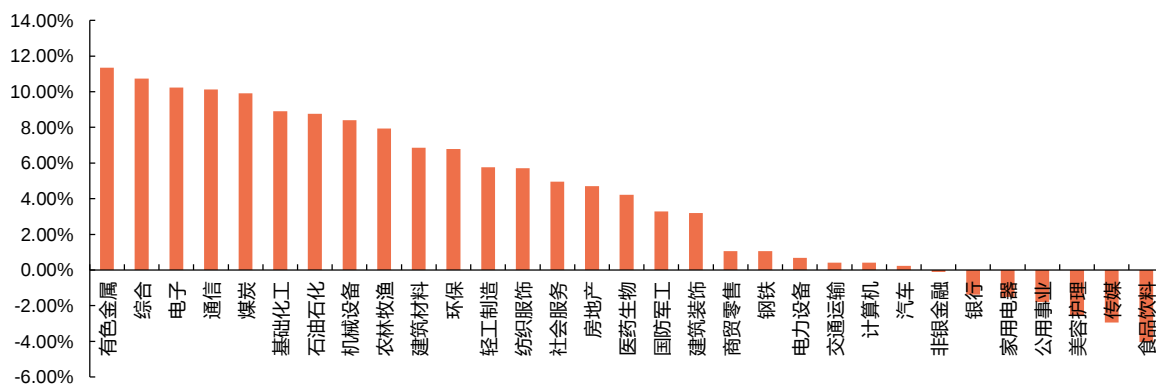
上周（8.24-8.28）申万电子行业指数上涨 0.15%，在申万 31 个行业中排名第 26，跑赢沪深 300 指数 0.36%。本月至今（8.1-8.28）申万电子行业指数上涨 10.24%，在申万 31 个行业中排名第 3，跑赢沪深 300 指数 9.78%。年初至今（1.1-8.28）申万电子行业指数上涨 34.07%，在申万 31 个行业中排名第 1，跑赢沪深 300 指数 34.52%。

图1：申万一级行业上周涨跌幅



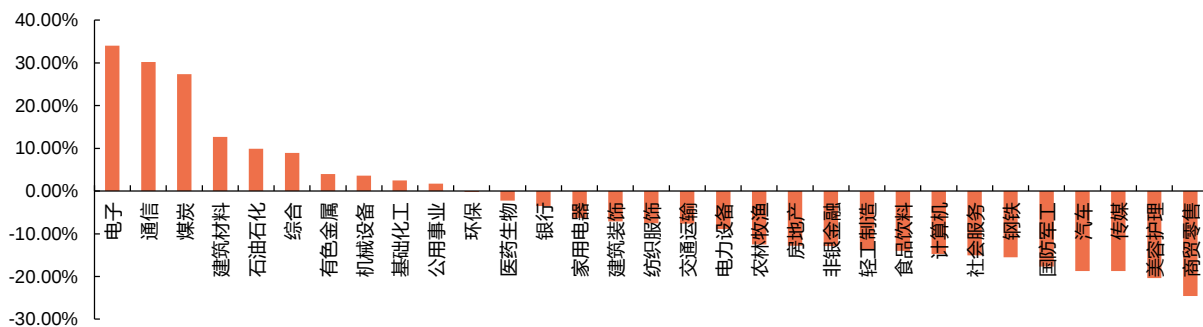
资料来源：wind，申港证券研究所

图2：申万一级行业本月至今涨跌幅



资料来源：wind，申港证券研究所

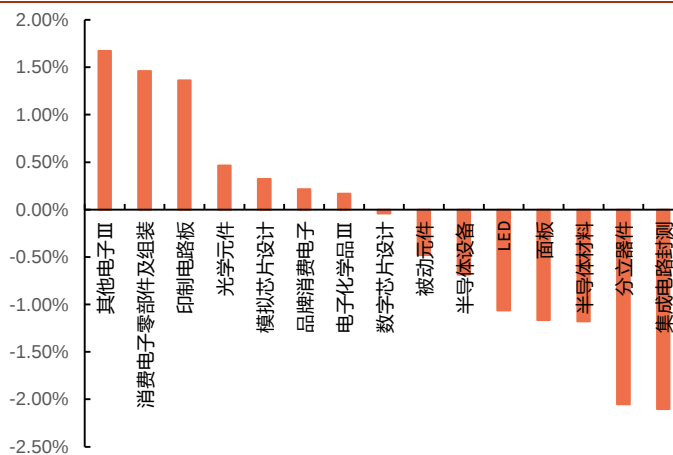
图3：申万一级行业年初至今涨跌幅



资料来源: wind, 申港证券研究所

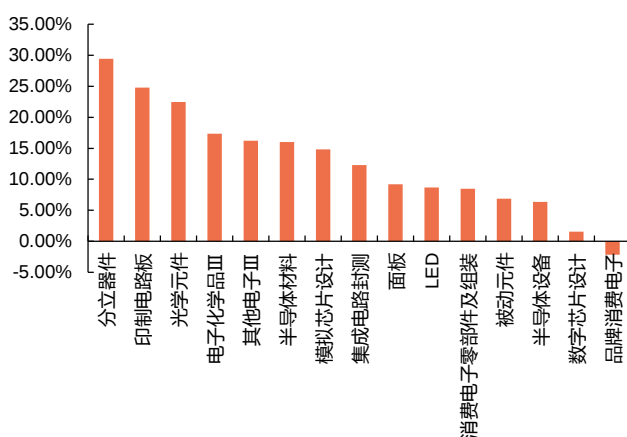
上周(8.24-8.28)申万电子行业三级子行业中其他电子III、消费电子零部件及组装、印制电路板、光学元件、模拟芯片设计指数涨跌表现相对靠前,相对沪深300指数涨跌幅1.88%、1.67%、1.57%、0.67%、0.53%。

图4: 电子子行业上周涨跌幅



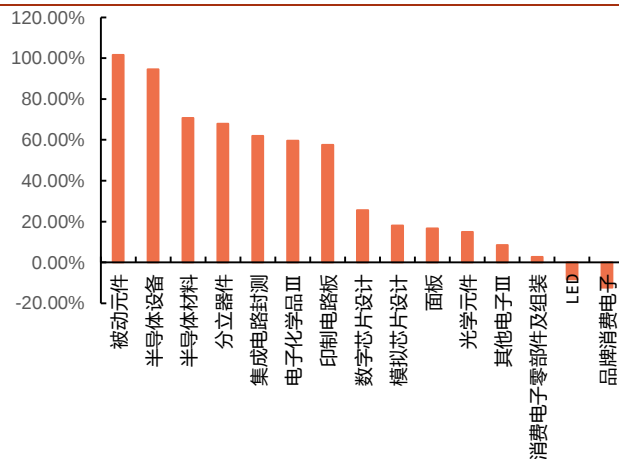
资料来源: wind, 申港证券研究所

图5: 电子子行业本月至今涨跌幅



资料来源: wind, 申港证券研究所

图6: 电子子行业年初至今涨跌幅

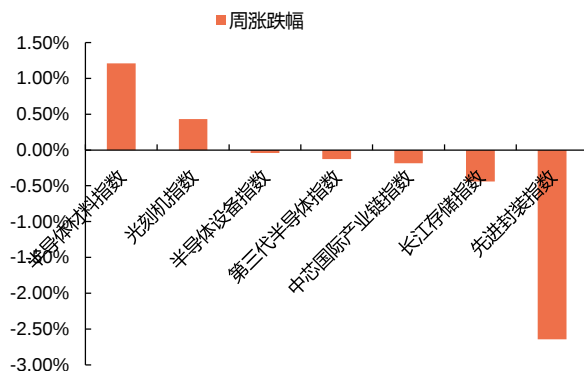


资料来源: wind, 申港证券研究所

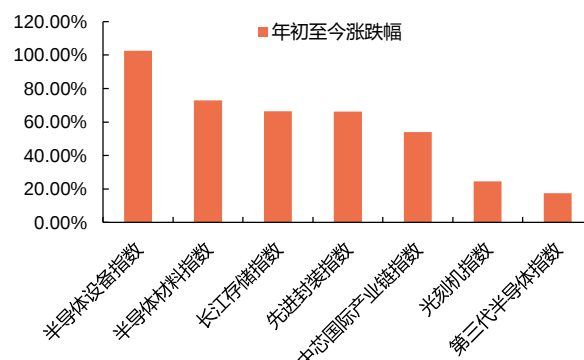
上周(8.24-8.28)万得半导体概念指数中半导体材料指数、光刻机指数、半导体设备指数、第三代半导体指数、中芯国际产业链指数、长江存储指数、先进封装指数涨跌幅分别为1.21%、0.43%、-0.04%、-0.13%、-0.19%、-0.44%、-2.64%。

图7: 万得半导体概念指数上周涨跌幅

图8: 万得半导体概念指数年初至今涨跌幅



资料来源: wind, 申港证券研究所



资料来源: wind, 申港证券研究所

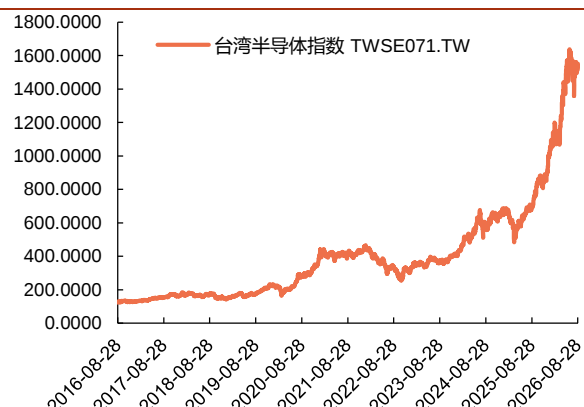
截至 2026 年 8 月 28 日, 费城半导体指数收于 11469.66 点, 周下跌 2.31%。台湾半导体指数收于 1550.43 点, 周上涨 1.58%。

图9: 费城半导体指数



资料来源: wind, 申港证券研究所

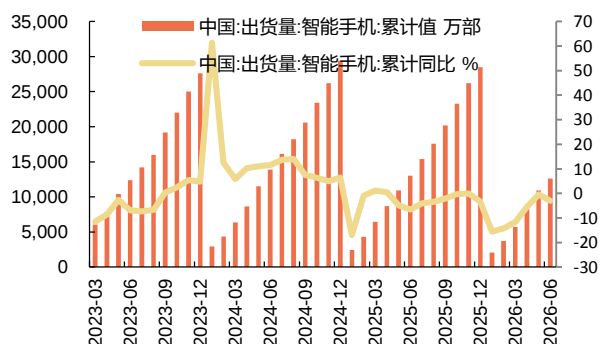
图10: 台湾半导体指数



资料来源: wind, 申港证券研究所

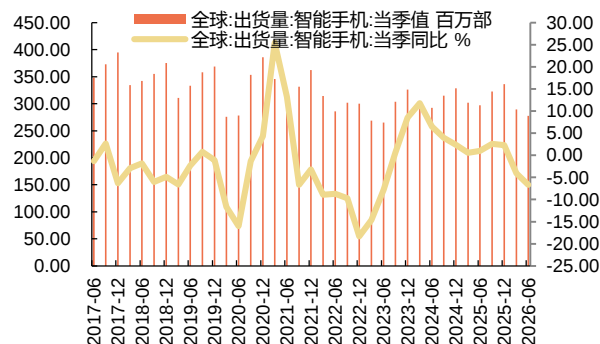
2. 行业数据跟踪

图11: 中国智能手机出货量及累计同比



资料来源: wind, 申港证券研究所

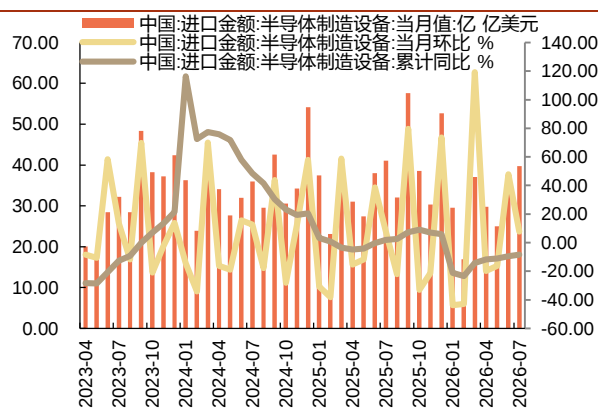
图12: 全球智能手机出货量及当季同比



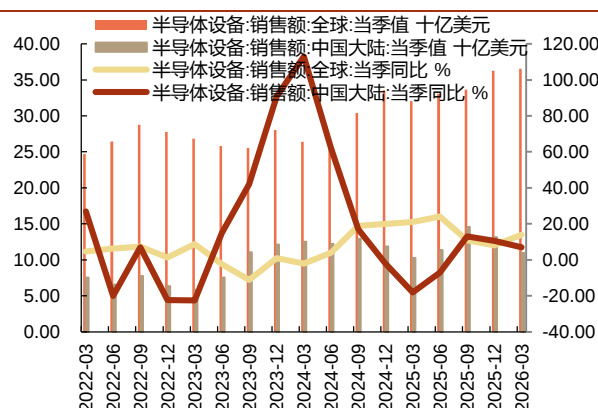
资料来源: wind, 申港证券研究所

图13: 中国进口半导体制造设备金额及环比情况

图14: 全球及中国大陆半导体设备销售额及同比

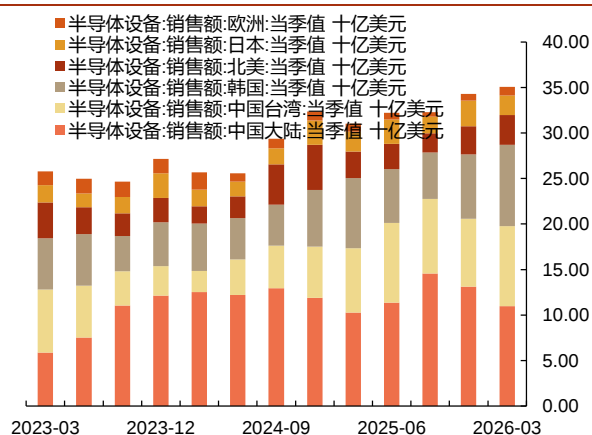


资料来源: wind, 海关总署, 申港证券研究所



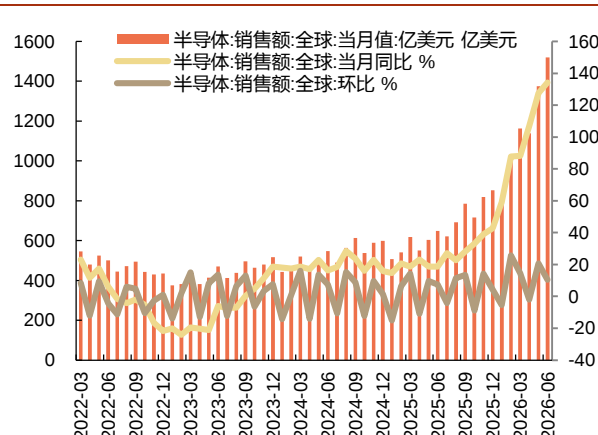
资料来源: ifind, 日本半导体制造装置协会, 申港证券研究所

图15: 主要地区半导体设备销售额



资料来源: ifind, 日本半导体制造装置协会, 申港证券研究所

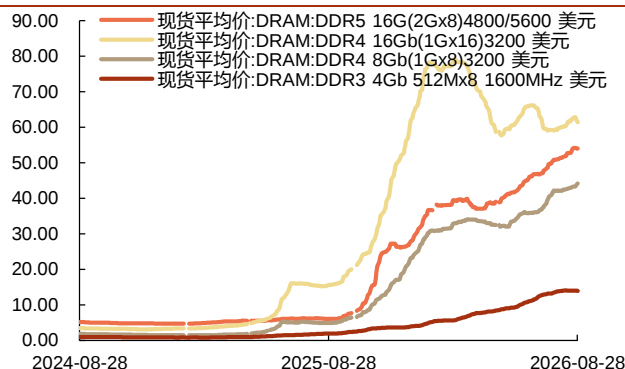
图16: 全球半导体销售额及同环比情况



资料来源: ifind, 世界半导体贸易统计组织, 申港证券研究所

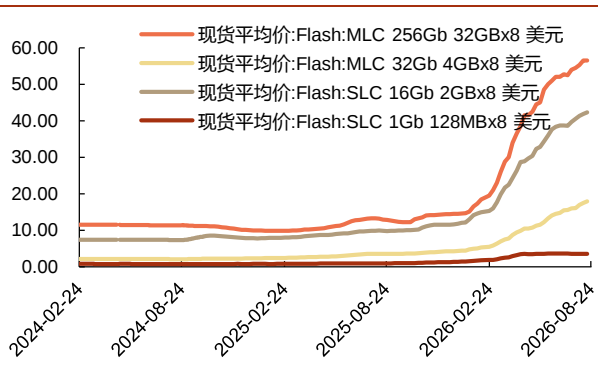
资料来源: ifind, 世界半导体贸易统计组织, 申港证券研究所

图17: DRAM 现货平均价



资料来源: ifind, 全球半导体现察 (DRAMexchange), 申港证券研究所

图18: NAND Flash 现货平均价



资料来源: ifind, 全球半导体现察 (DRAMexchange), 申港证券研究所

3. 每周一谈：英伟达业绩指引超预期 美光认为内存墙加剧

英伟达财年三季度业绩指引超预期，采购承诺单季度增加约 1600 亿美元，AI 服务器价格或调涨。根据闪存市场和华尔街见闻，英伟达发布截至 7 月 26 日的 2027 财

年 Q2 报告，季度营收同比/环比增长 106%/18%，Non-GAAP 下毛利率 75.0%，环比持平。营收占比 92.5% 的数据中心业务同比/环比增长 117%/18%，增长好于边缘计算部门。财年 Q3 营收指引环比增长 10%-14.5%，中值 1080 亿美元高于市场预期。公司预计财年 Q3 毛利率约 74%，将在财年 Q4 触底至 71-72%，源于内存价格涨幅超预期且持续攀升，预计价格调整措施将于 2028 财年 Q1 生效带动毛利率回稳至 72%至 73%。公司未来供应采购协议单季增加约 1600 亿美元至 2790 亿美元，增加部分主要来自存储长协。媒体报道称内存成本飙升，公司或上调其服务器价格约 15%，具体涨幅将取决于芯片和内存配置。Vera Rubin 全面投产并开始发货，公司预计其将在财年 Q3 贡献约 20% 的数据中心营收，有望成为爬坡放量最快的一代产品。

公司认为推理需求正成为新的增长主线，AI 从训练模型进入让模型大量工作的阶段，公司交互式 AI 推理加速系统 Groq 3 LPX 将在本季度批量出货，AI 云端服务商 Nebius 已首家导入。推理规模化将带动产业链需求延伸至 CPU、高速网络、存储、数据中心、电力等环节。

图19：2025-2026 年北美 5 大 CSP 购买 GB/VR 获得算力预估



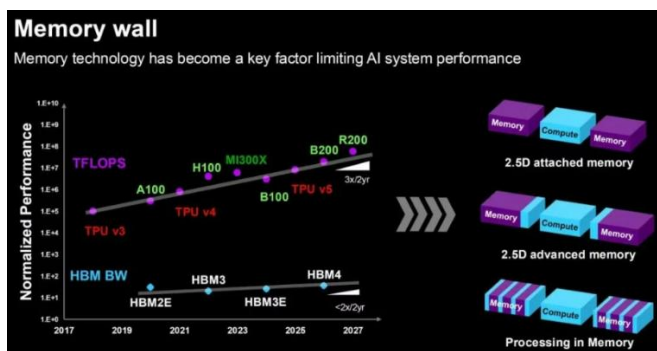
资料来源：TrendForce，申港证券研究所

公司指引 2028 财年营收预计将增长约 70%，明显高于市场此前约 45% 的预期。英伟达业绩指引季度环比增长超过双位数，显示 AI 算力需求并未出现市场担心的边际放缓，未来 1-2 个季度行业景气度或仍处于上行通道。

美光认为内存墙或在进一步加剧，HBM 龙头企业发布路线图。根据芯智讯，Hot Chips 2026 半导体大会上，美光针对内存墙进行量化，计算能力大约每两年增长 3 倍，而内存能力每两年仅增长不到 2 倍，两者增速的差距意味着内存墙不仅持续存在，且或进一步加剧。

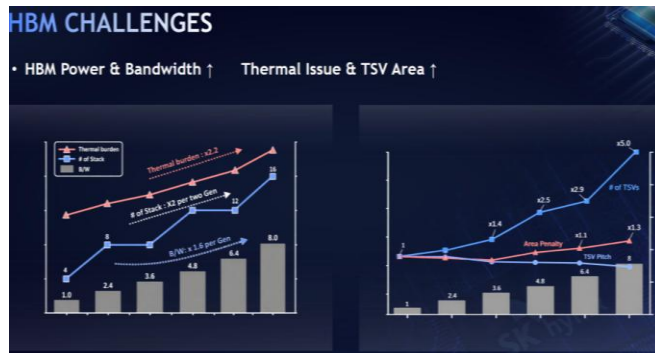
目前 HBM 是通过硅通孔（TSV）将多层 DRAM Die 垂直堆叠，并与 Base Die 整合，再通过硅中介层（Silicon Interposer）与 GPU 或其他 AI 加速器连接，形成典型的 2.5D 封装构架。美光认为，随着每颗 DRAM 的储存密度增加，每位元的功耗效率（pJ/bit）随之下降。HBM 多层数堆叠带来热能与机械结构挑战，最大痛点在于功率密度而非功耗。

图20: 计算能力大约每两年增长 3 倍, 内存能力每两年仅增长不到 2 倍



资料来源: 芯智讯, Hot Chips 2026, 美光, 申港证券研究所

图21: HBM 遭遇散热、封装尺寸等挑战

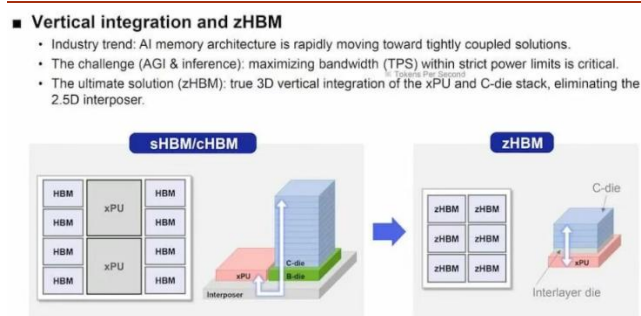


资料来源: 半导体行业观察, Hot Chips 2026, SK 海力士, 申港证券研究所

随着 HBM 面临带宽、功耗与封装尺寸等多重瓶颈, 三星等正积极寻求下一代 HBM 架构的突破。三星、SK 海力士向 3D 堆叠架构发展, 三星正开发全新方案 zHBM, 通过将 HBM 垂直堆叠于 xPU 上方, 节省硅面积同时省去传统 2.5D 封装所需的中介层。三星宣称 zHBM 可带来 70% 的能源效率提升, DRAM 带宽增加 230%, 每个 DRAM 模块最多可节省 100W 功耗, 并让 xPU (以 GPU 为例) 额外获得 8.3% 的功耗空间。

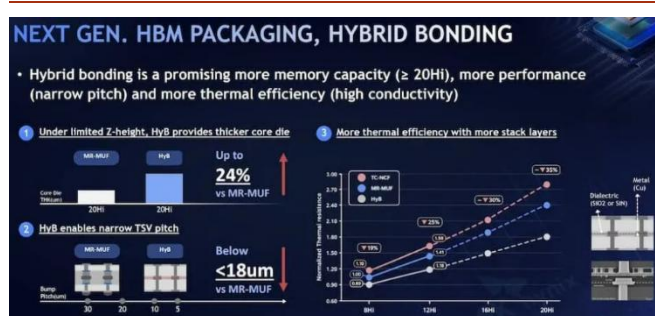
SK 海力士已将先进 MR-MUF 技术应用于 16 层 HBM3E, 并进一步导入翘曲控制、细间距互连与窄间隙填充等技术, 同时转向混合键合技术解决功耗与散热负担问题。相较 MR-MUF, 混合键合可实现厚度增加 24% 的核心晶粒 (Core Die), TSV 间距可缩小至 18 μm 以下, 同时在堆叠层数增加的情况下, 热阻可降低约 35%。

图22: 三星 zHBM 将 HBM 垂直堆叠于 xPU 上方, 进一步节省硅面积, 还省去 2.5D 封装的中介层



资料来源: 芯智讯, Hot Chips 2026, 三星电子, 申港证券研究所

图23: 相较 MR-MUF, 混合键合可实现厚度增加 24% 的核心晶粒, TSV 间距可缩小至 18 μm 以下, 热阻可降低约 35%



资料来源: 半导体行业观察, Hot Chips 2026, SK 海力士, 申港证券研究所

4. 行业动态

ABF 载板交期已超 12 个月

8 月 28 日消息，根据半导体研究机构 SemiAnalysis 最新发布的报告显示，ABF 载板供应链已无余量，2026 年六家主要 ABF 基板供应商的产能已全部预定完毕，整体交期拉长至 12 至 14 个月，相比 2025 年初行业交期的约 6 至 8 个月延长了近一倍，凸显供需失衡加剧。当前，推动 ABF 基板交期持续拉长的核心原因在于，新一代 ASIC 与 GPU 平台的规格快速升级，随着先进封装芯片体积持续放大，最高可达 9,000 至 14,000 平方毫米，层数拉高至 20 至 24 层。单颗芯片占用产线时间显著增加，进一步压缩了可用产能。

ABF 基板的紧缺的另一大根源在于上游 ABF 增层膜供应的极度集中。SemiAnalysis 报告指出，全球 90% 以上甚至 95% 的 ABF 增层膜供应由日本味之素（Ajinomoto）一家公司掌握。味之素部分产能已被预订至 2027 年，价格上涨，交期超过 6 个月。尽管味之素已宣布扩产，但新工厂计划 2028 年动工、2032 年投产，2032 年前无大规模新产能释放。（来源：芯智讯）

英伟达发布 NVHBM 技术，并获亚马逊追加 200 万颗 GPU 订单

当地时间 8 月 26 日，英伟达宣布推出新一代定制高带宽内存技术 NVHBM，并将其纳入 NVLink Fusion 生态。这项技术的核心设计颠覆了传统 HBM 架构——将英伟达自研的定制化内存控制器，从 XPU 运算晶粒转移到 HBM 堆叠中的 Base Die（基座晶粒）上。

与此同时，英伟达与 AWS 宣布扩大合作，双方计划于 2027 年至 2028 年间在 AWS 全球基础设施中额外部署 200 万颗英伟达 GPU，并在 AI 工厂、CPU、网络、开放模型、数据处理及机器人技术等领域深化合作，提供联合设计的解决方案，帮助客户以前所未有的规模加速 AI 开发。（来源：芯智讯）

苹果首款 2nm 芯片发布

北京时间 8 月 25 日，苹果公司正式推出新一代 Mac 系列芯片——M6 与 M5 Ultra，将分别搭载于全新 Mac mini 和 Mac Studio。其中，M6 是苹果首款 2nm 芯片，不仅带来了全球最快的单线程性能核心、更强的图形处理能力，还首次引入双 16 核神经网络引擎，大幅提升端侧 AI 能力；M5 Ultra 则首次在 M 系列 SoC 中实现四芯片封装架构，将桌面芯片的性能与本地 AI 能力推向新高度。（来源：芯智讯）

半导体硅片，全面涨价

8 月 24 日消息，半导体硅片市场将自新冠疫情以来迎来首次全面大幅上涨，涵盖了 6 英寸、8 英寸和 12 英寸的全部尺寸，涨幅起步幅度为 10%。这标志着半导体硅片行业在经历长达两年的低迷后，正式进入新一轮上行周期。台系三大半导体硅片供应商——环球晶圆（GlobalWafers）、台胜科技（Taiwan Semiconductor）和合晶科技已相继释放涨价信号。

针对涨价议题，全球第三大半导体硅片厂环球晶圆回应称，近期确实看到部分终端

市场需求逐步改善，产业链库存调整也较过去健康。不过，价格仍需视不同产品、规格及客户情况而定，该公司不评论个别产品价格。整体而言，目前观察到的市场信号较去年正向许多。（来源：芯智讯）

三星、SK 海力士与高通携手合作 HBC

据外媒报道，高通执行副总裁兼通用管理器 Durga Malladi 近日表示，三星电子与 SK 海力士已在推进各自 HBM（高带宽内存）路线图的同时，参与到与高通合作推动 HBC（高带宽计算）的研发中。HBC 属于近存计算（NMC）架构，将多颗低功耗 DRAM（LPDDR）芯片垂直堆叠，并放置在加速器芯片（即 XPU）的上方，XPU 作为底部的计算裸片。这种架构能够实现比传统计算与内存水平连接方式更高的数据传输带宽。HBC 属于近存计算（NMC）的一种形式，与 HBM 一样采用硅通孔（TSV）技术进行垂直堆叠。

HBC 单卡有效带宽可达数百 TB/s，当前主流 AI 加速器 HBM 聚合带宽约 21~24TB/s；同等功耗下，HBC 单位带宽、单位功耗 Token 吞吐量为 HBM 的 6 倍，对比传统 GPU 系统，同等功耗 Token 吞吐量最高提升 8 倍；相比 SRAM，HBC 具备更优的总拥有成本（TCO）。（来源：闪存市场）

消息称受内存成本飙升影响，英伟达 AI 服务器价格将上涨超 15%

据外媒报道，英伟达已告知部分大型客户，由于内存芯片成本飙升，搭载其人工智能芯片的服务器价格将在许多情况下上涨超过 15%，具体涨幅将取决于芯片的代数和内存配置。知情人士透露，此次涨价将从明年年初开始，针对 Grace Blackwell 和 Vera Rubin 服务器系统生效。此外，报道称，包括微软、谷歌和甲骨文在内的为大型数据中心运营商代工服务器的公司，近期已通知其客户即将迎来价格上涨。（来源：闪存市场）

5. 风险提示

贸易摩擦加剧，需求复苏不及预期，产能扩张不及预期，竞争加剧

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，不构成其他投资标的的要约和邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，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、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）