

韩国科技行业

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

内存通胀将持续存在

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 9 月 11 日发布的题为《Memflation is here to stay》的报告，AI 行业的“内存墙”（memory wall）问题持续恶化，因为内存带宽的提升继续落后于 AI 加速器的性能提升。AI 服务器和智能体 AI 需求上升，正推动各类容量高性能产品的强劲需求。云端超大规模厂商资本开支现预计到 2027 年将增长 60% 至 1.3 万亿美元。供给端方面，韩国供应商的库存水平已降至仅两周，为历史低点，而 2027 年也未见缓解，因为大多数产能扩张正被用于满足 HBM 需求。内存价格可能会在某个时点见顶，但不太可能崩盘，中信里昂认为更可能出现平台期，因为研究指出短缺将持续数年。

在强劲数据中心需求下，持续的供应紧张没有简单解决方案

- 内存仍是 AI 算力的主要瓶颈。当 GPU 性能每两年增长三倍时，HBM 带宽的提升不足两倍，造成处理能力与数据传输之间的不平衡。内存现已成为 AI 系统性能的关键驱动因素，并应继续占据云资本开支中更高的份额。据 Google 称，内存现已占 AI 服务器 BOM 成本的 75%。
- AI 智能体采用以及不断上升的推理工作负载正推动云资本开支，促使服务器/CPU 需求被向上修订。但由于供应商优先生产高附加值产品，内存供应在结构上仍然受限，而这类产品通常消耗更多产能和资源，导致在 ASP 大幅上涨之际，库存偏低、履约率较差。SK 集团董事长近期估计，AI 数据中心内存在供应方面的缺口高达 30%，并有报道称 Google 一直在从退役服务器中回收 DDR4 模组以供再利用，凸显供应有多么紧张。
- 长期供货协议（LTA）表明，客户担心供应增长将继续落后于需求增长，从而将短缺和价格强势延续多年。供应商正收到客户提出的、超出 LTA 合同约定规模的额外供货请求，而且现在几乎所有客户都在要求 LTA。尽管 LTA 可能会抑制供应商的营收增长，但预计将提升供应商未来数年的利润率和盈利可见度。

供应商加快技术迁移以推动产出增长和成本下降

- 为满足不断上升的需求，供应商不仅在加快新建产能扩张，也在加快 1c nm 生产，预计到 2026 年底将占其产出的 35%，高于 2025 年一季度的 10-15%。这一转型应会在下半年及之后同时推动位元产出增长和成本下降。三星电子和海力士也在考虑于 2028 年为 DRAM 和 HBM 生产采用高 NA EUV 设备，这可能显著减少多重图形化步骤的数量，并进一步推动成本节省。
- 季度至今，韩元兑美元已升值 14%。韩元走强对韩国供应商的盈利不利，因为其约 100% 的收入以美元计价。预测较市场一致预期低；但分析指出，鉴于这些股票近期表现疲弱，市场已在很大程度上消化了这一点。

- 虽然一些投资者担心 ASP 涨幅放缓，但中信里昂认为这对市场长期健康发展是必要的。随着 LTA 覆盖供应商 60-70%的产能，研究指出盈利波动性受抑将推动其估值重评。进一步往前看，2030 年后来自人形机器人和汽车的新兴需求可能会成为该行业另一个有意义的长期驱动因素。

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。