

2026 年 09 月 27 日

证券研究报告·公司研究报告

长鑫科技（688825）电子

当前价：56.20 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

AI 浪潮带动需求爆发，国产 DRAM 龙头乘势而起

投资要点

- **投资逻辑：**1、AI 算力建设浪潮带动服务器 DRAM 需求端爆发式增长，供给端新产能扩产周期较长，HBM 及高容量服务器产品占用晶圆资源，行业供给弹性有限。需求爆发叠加供给刚性，存储价格端持续上行，DRAM 迎来超级成长周期。2、长鑫科技是国产 DRAM 龙头，公司 2025Q4 按销售额统计的全球 DRAM 市场份额达到 7.67%，位居全球第四、中国第一，将充分受益于本轮存储大周期。公司 2026H1 实现营业收入 1503.10 亿元，归母净利润 776.05 亿元，业绩实现爆发式增长。3、展望未来，公司上市募资积极扩产，并推动高代际产品迭代，逐步缩小与海外龙头的制程差距，通过积极布局中高端产品抢占国内市场，国产替代空间广阔，长期成长路径清晰。
- **行业情况：AI 浪潮拉动 DRAM 需求大爆发，长鑫份额有望持续提升。**1、AI 服务器需求增长带动 DRAM 市场扩容。Omdia 预计全球 DRAM 市场规模将由 2025 年的 1505 亿美元增长至 2030 年的 5710 亿美元，2025-2030 年复合增速约 30.56%；同期服务器 DRAM 需求占比预计由约 50.00% 提升至 71.00%，成为行业需求增长的核心来源。2、高壁垒铸就寡头垄断格局，长鑫份额有望持续提升。2026Q1 三星、SK 海力士、美光合计占全球 DRAM 销售额合计 90%，呈现出显著的寡头竞争格局。由于扩产较慢叠加晶圆及先进工艺资源向 HBM 和高容量服务器产品倾斜，标准型 DRAM 供给受到结构性约束，供需处在较为紧张的态势。3、国内需求规模庞大，国产替代空间广阔。2024 年中国 DRAM 市场规模约 250 亿美元，占全球市场超过四分之一，但本土品牌产品自给率仍较低；伴随着长鑫的全面崛起，国产替代趋势明确。
- **公司优势：技术迭代与产品升级协同，规模制造支撑商业化。**1、持续研发投入支撑工艺平台迭代。公司采取跳代研发策略，已完成从第一代至第四代工艺技术平台的量产及升级，第五代平台处于客户认证阶段。2023-2026H1 研发投入累计约 274.65 亿元，形成持续的技术和产品储备。2、高代际产品覆盖主要应用市场。公司已形成 DDR5、LPDDR5/5X、LPDDR6 等高代际产品体系，以及 RDIMM、MRDIMM 等多类型服务器模组，覆盖移动设备、服务器和个人电脑等市场，并持续向高容量、高性能规格延伸。3、公司拥有三座 12 英寸 DRAM 晶圆厂，自主掌握芯片设计、晶圆制造及晶圆测试等核心前道环节，并已进入头部终端客户供应链。随着产线利用率提升、产品单位成本下降，规模效应持续释放。
- **盈利预测：**预计公司 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1916 亿元、3319 亿元和 4299 亿元，对应 PE 分别为 20 倍、12 倍、9 倍。长鑫科技是国产 DRAM 龙头，将充分受益于本轮存储大周期。
- **风险提示：**DRAM 价格大幅波动风险；AI 及服务器需求不及预期风险；技术研发及客户认证不及预期风险；产能扩张与折旧压力风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	617.99	3296.78	5532.01	7043.46
增长率	155.60%	433.47%	67.80%	27.32%
归属母公司净利润（亿元）	18.75	1915.82	3318.57	4298.97
增长率	126.24%	10118.48%	73.22%	29.54%
每股收益 EPS（元）	0.03	2.82	4.89	6.33
净资产收益率 ROE	4.64%	51.24%	54.75%	47.59%
PE	1804.31	19.91	11.50	8.87
PB	67.22	13.80	7.50	4.73

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡杨

执业证号：S1250526010001

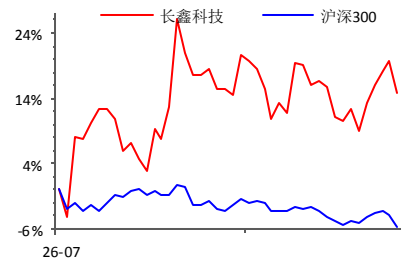
邮箱：huyang@swsc.com.cn

分析师：王书龙

执业证号：S1250523070003

邮箱：wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	678.84
流通 A 股(亿股)	45.03
52 周内股价区间(元)	38.11-61.80
总市值(亿元)	38151
总资产(亿元)	4680.78
每股净资产(元)	2.24

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 长鑫科技：中国 DRAM 龙头，充分受益于 AI 浪潮	1
1.1 深耕 DRAM 存储产业，构筑自主研发体系	1
1.2 多元资本促进发展，核心团队经验深厚	2
1.3 营收规模高速增长，盈利能力显著改善	3
2 行业概况：AI 浪潮拉动需求大爆发，DRAM 迎来超级成长周期	6
2.1 数据需求持续扩张，规模制造构筑壁垒	6
2.2 AI 浪潮拉动需求大爆发，DRAM 迎来超级成长周期	9
2.3 高壁垒铸就寡头垄断格局，长鑫份额有望持续提升	13
3 技术产品产能协同，国产 DRAM 龙头加速突围	15
3.1 跳代研发持续推进，制程差距加速收窄	15
3.2 产品矩阵不断拓宽，高代际产品持续完善	17
3.3 产能利用稳步提升，规模效应加速释放	19
3.4 政策支持叠加客户拓展，国产替代趋势明确	20
4 盈利预测与估值	22
4.1 关键假设和业务分拆	22
4.2 相对估值	23
5 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务分类.....	2
图 3: 公司主要产品迭代情况.....	2
图 4: 公司股权结构.....	3
图 5: 2022-2026H1 公司收入及同比增速.....	4
图 6: 2022-2026H1 公司归母净利润及同比增速.....	4
图 7: 2022-2026H1 公司整体毛利率和净利率情况.....	4
图 8: 2023-2026H1 公司主营业务毛利率情况.....	4
图 9: 2023-2026H1 公司分产品收入 (亿元)	5
图 10: 2026H1 公司主营业务收入结构.....	5
图 11: 长鑫科技收入分区域情况 (亿元)	5
图 12: 长鑫科技中国大陆业务占比.....	5
图 13: 存储芯片分类.....	6
图 14: 2025 年全球半导体及存储产业分层结构.....	7
图 15: DRAM 主要分类和应用	7
图 16: DRAM 产业链结构图.....	8
图 17: 2024-2029 年 HBM 全球市场空间	8
图 18: HBM 结构图.....	8
图 19: 大模型 token 消耗量持续增长	9
图 20: AI 时代数据量爆发式增长.....	9
图 21: 全球 AI 基础设施支出 (亿美元)	9
图 22: AI 资本开支带动 DRAM 需求增加.....	9
图 23: 2025-2030 年全球 DRAM 下游需求结构变化.....	10
图 24: 2025-2030 年全球服务器 DRAM 搭载量 (MGB)	10
图 25: 2025-2030 年全球移动设备 DRAM 搭载量 (MGB)	10
图 26: 2025-2030 年全球个人电脑 DRAM 搭载量 (MGB)	11
图 27: 2025-2030 年全球智能汽车 DRAM 搭载量 (MGB)	11
图 28: 2025-2030 年全球其他类 DRAM 搭载量 (MGB)	11
图 29: 国际 DRAM 颗粒合约价格.....	12
图 30: 国际 DRAM 颗粒现货价格.....	12
图 31: DRAM 市场竞争格局.....	13
图 32: DRAM 行业具有周期属性.....	14
图 33: 2020-2025 年全球 DRAM 市场价格走势 (美元/GB)	14
图 34: 公司 2023-26H1 研发投入及研发投入率.....	15
图 35: 公司 2023 到 2025 年研发人员情况	15
图 36: 公司 DRAM 产品制造流程及业务布局.....	16
图 37: 2023-2025 年移动设备收入及占比	18
图 38: 2023-2025 年服务器收入及占比.....	18
图 39: 2023-2025 年公司产能利用率及产销率	19

图 40：2023-2026H1 公司固定资产及在建工程.....	19
图 41：2023-2026 年 H1 公司固定资产折旧及折旧/营业收入.....	20
图 42：2023-2025 年 DDR 及 LPDDR 系列单位成本同比变化.....	20
图 43：政策支持与外部限制共同推动 DRAM 国产替代.....	21
图 44：公司部分主要客户.....	21
图 45：2023-2025 年公司前五大客户销售额及占主营业务收入比例.....	22

表 目 录

表 1：公司部分高管介绍.....	3
表 2：DRAM 分下游的合约价变化和预期涨幅.....	12
表 3：DRAM 行业核心壁垒及竞争要素.....	13
表 4：DRAM 新增供给形成环节及主要约束.....	14
表 5：公司工艺技术平台及在研项目布局.....	15
表 6：公司 DRAM 产品制造流程及业务布局.....	16
表 7：公司主要高代际产品布局.....	17
表 8：服务器领域公司与同行产品线对比.....	17
表 9：DDR 产品迭代路径.....	18
表 10：HBM 产品迭代路径.....	18
表 11：分业务收入及毛利率情况.....	23
表 12：可比公司估值.....	24
附表：财务预测与估值.....	25

1 长鑫科技：中国 DRAM 龙头，充分受益于 AI 浪潮

1.1 深耕 DRAM 存储产业，构筑自主研发体系

长鑫科技成立于 2016 年 6 月，公司始终专注于 DRAM 产品的研发、设计、生产及销售，是我国规模最大、技术最先进、布局最全的 DRAM 研发设计制造一体化 (IDM) 企业。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、LPDDR6 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，正加快推动我国高端存储产业自主可控。公司目前拥有合肥、北京三座 12 英寸 DRAM 晶圆厂，2025 年四季度全球市场份额已增至 7.67%，位列全球第四、国内第一，已成为全球 DRAM 市场的重要竞争者。

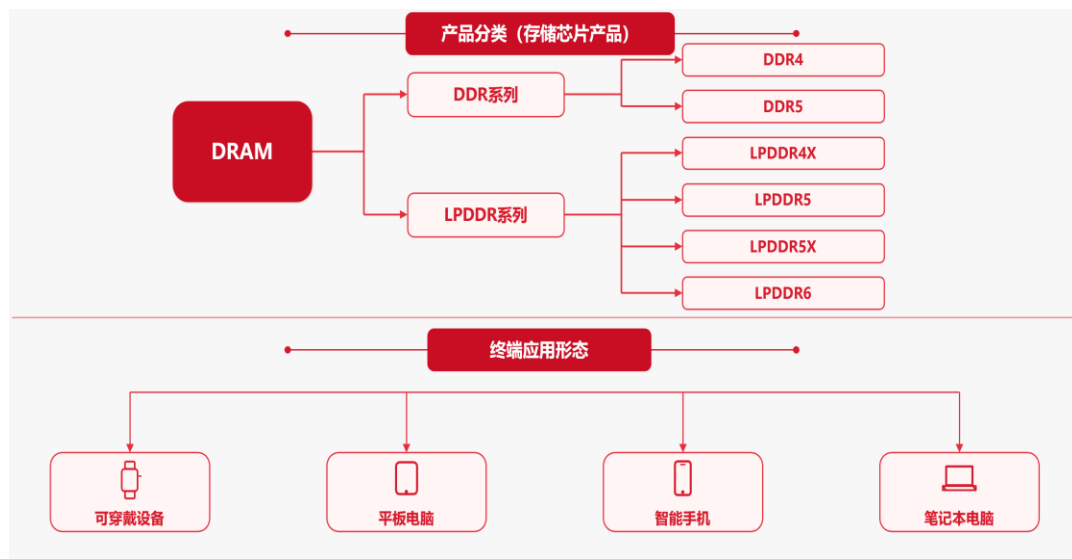
图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书、公司官网，西南证券整理

公司始终专注于 DRAM 产品的研发，已形成以 DRAM 为核心的完整产品矩阵，覆盖 DDR4、DDR5、LPDDR4X、LPDDR5/5X、LPDDR6 等多元化产品布局，并可提供晶圆、芯片及模组等多样化的产品方案，满足 PC、服务器、智能手机、AI 终端、车载等市场需求。公司高度重视自主研发与创新，突破了存储芯片架构设计、制程优化、良率提升等多项核心技术，主要核心技术已达到国际先进水平。

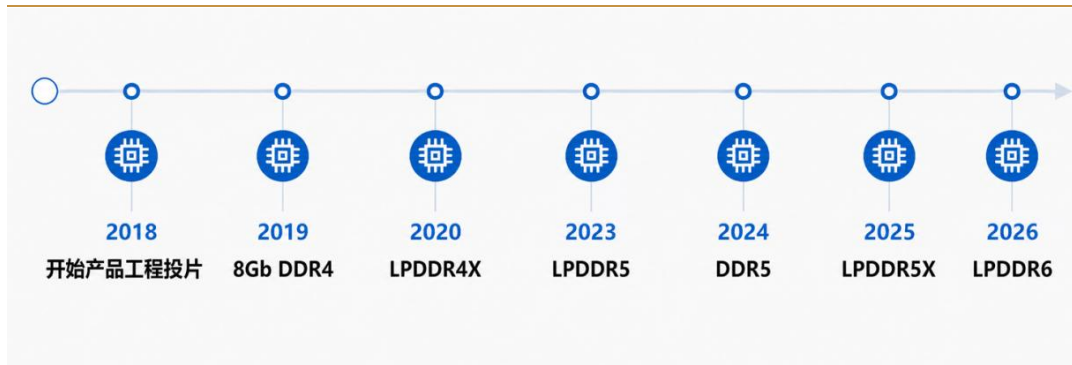
图 2：公司主营业务分类



数据来源：公司招股说明书、公司 2026 年半年报、公司官网，西南证券整理

产品矩阵持续完善，迭代节奏不断加快。公司根据市场需求及技术发展方向持续推进产品与工艺升级，自 2018 年开始产品工程投片，2019 年推出 8Gb DDR4 产品，2020 年推出 LPDDR4X 产品，并于 2023-2025 年依次推出 LPDDR5、DDR5 和 LPDDR5X 产品，2026 年 H1，推出 LPDDR6 产品，峰值速率达 12,800Mbps、最高容量 16GB。未来，公司将继续丰富和升级现有产品，重点向更大容量、更高速度和更低功耗方向迭代，同时积极布局更新代际产品，持续拓展产品应用范围与市场竞争力。

图 3：公司主要产品迭代情况



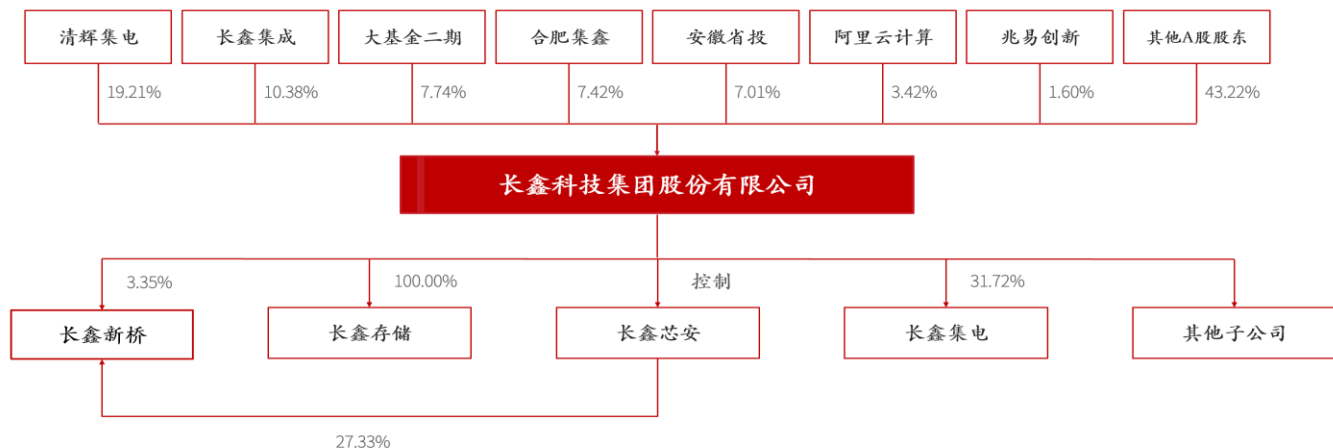
数据来源：公司招股说明书、公司 2026 年半年报，西南证券整理

1.2 多元资本促进发展，核心团队经验深厚

公司股权结构多元化，无单一控股股东及实际控制人。首次发行叠加超额配售选择权行使后，清辉集电、长鑫集成、大基金二期、合肥集鑫及安徽省投分别持股 19.21%、10.38%、7.74%、7.42%和 7.01%。公司股东类型涵盖地方产业资本、国家集成电路产业基金及员工持股平台，为公司长期技术研发和产能建设提供多元资源支持。公司董事会由 11 名董事组成，其中包括 4 名独立董事；各主要股东提名的董事席位较为分散，无任何单一股东能够决

定董事会半数以上成员的选任，形成相互制衡的治理结构，为公司融资和产业合作提供多方支持。

图 4：公司股权结构



注：持股比例为首次发行后、超额配售选择权行使后口径。数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层人员具备丰富产业经验，技术背景深厚。公司核心管理团队长期深耕半导体及集成电路产业，具备丰富的产品研发、工艺制造和运营管理经验。公司已形成以朱一明、曹堪宇为核心，研发、制造及运营管理人才共同支撑的管理架构。最近两年核心管理团队及核心技术人员未发生重大变化，为公司技术迭代与规模制造提供稳定的人才保障。

表 1：公司部分高管介绍

姓名	现任职务	部分过往履历
朱一明	董事长	硕士研究生。曾先后任 ipolicy Networks Inc 资深工程师、Monolithic System Technologies Inc；2005 年创办兆易创新，曾任兆易创新总经理，现任兆易创新董事长；2018 年至 2023 年先后任长鑫存储董事、董事长及首席执行官，2021 年 2 月至今任公司董事长。
曹堪宇	董事、总裁、核心技术人员	博士研究生。曾任职于飞利浦半导体、Hyperband 等企业，并曾任 NoVoMem NAND 闪存事业部总经理；2017 年加入公司，历任产品研发执行副总裁、技术研发执行副总裁等职，现任公司董事、总裁。
赵纶	总经理、法定代表人	本科学历。曾任职于原邮电部半导体研究所、原电信科学技术研究院集成电路设计中心及大唐微电子等单位；2017 年至 2022 年任长鑫存储总经理、执行董事，2022 年 10 月至今任公司总经理。
朱文菊	执行副总裁	硕士研究生。曾任职于英特尔、NMX Philippines 等企业，2011 年至 2021 年在美光半导体西安、新加坡及马来西亚担任总经理、副总裁等职；2021 年加入公司，现任公司执行副总裁。

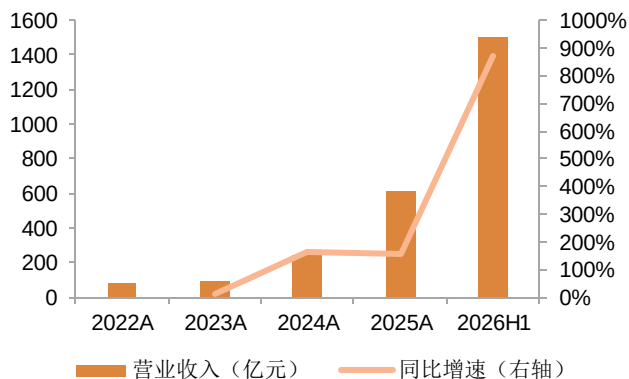
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.3 营收规模高速增长，盈利能力显著改善

收入规模快速增长，2025 年实现扭亏为盈。AI 带动存储行业进入景气周期，2022-2025 年，公司营业收入由 82.87 亿元增长至 617.99 亿元，年均复合增速达 95.37%；归母净利润由亏损 83.28 亿元改善至盈利 18.75 亿元。其中，2025 年公司营收同比增长 155.60%，主要受 DDR5、LPDDR5 及 LPDDR5X 等新产品放量，DRAM 市场价格回升及产销规模扩大

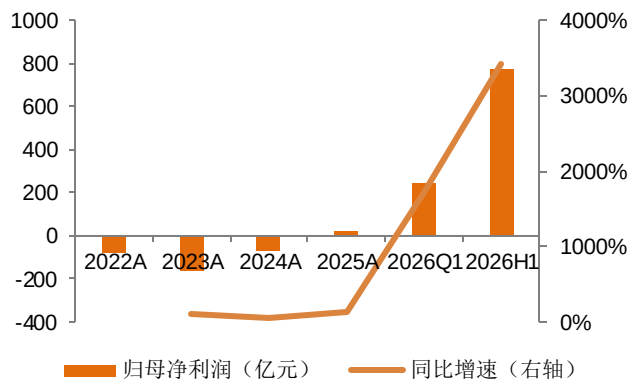
驱动。2026H1 营业收入进一步增至 1503.10 亿元，同比增长 873.64%，归母净利润达到 776.05 亿元，经营业绩进入快速释放阶段。

图 5：2022-2026H1 公司收入及同比增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：2022-2026H1 公司归母净利润及同比增速

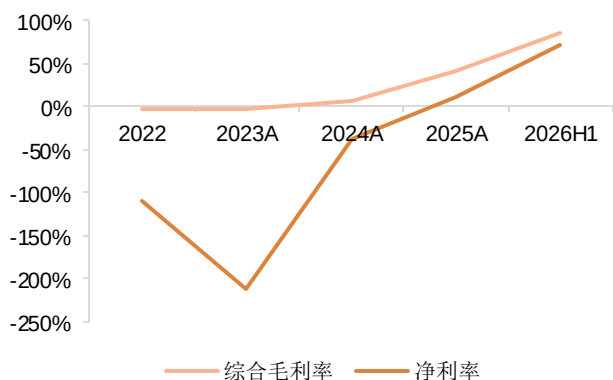


数据来源：wind，西南证券整理

产品价格回升叠加规模效应释放，毛利率和净利率显著修复。2022-2025 年及 2026H1，公司综合毛利率分别为 -3.13%、-1.93%、5.58%、40.99% 和 84.74%；合并净利率分别为 -110.67%、-211.56%、-37.43%、11.56% 和 71.55%。2022-2024 年，公司处于产能建设及爬坡阶段，较高的折旧摊销和单位制造成本对毛利率形成压力；2025 年三季度以来，随着 DRAM 价格上涨、产品结构优化、产能利用率提升及单位成本下降，公司毛利率实现大幅改善。

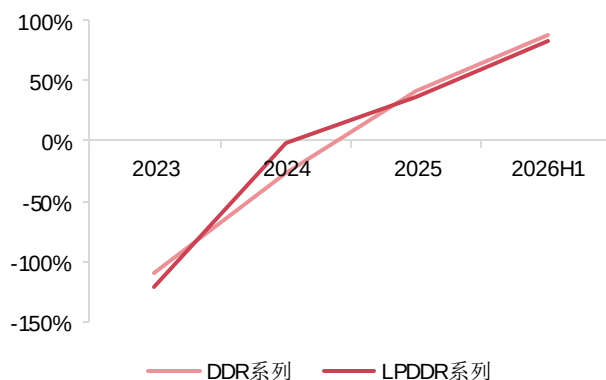
分产品看，剔除存货跌价准备转销影响后，2023 年到 2025 年公司 DDR 系列毛利率分别为 -108.76%、-26.87%、41.89%；LPDDR 系列毛利率分别为 -121.37%、-1.23%、37.25%。2025 年 DDR 系列产品平均售价同比提升 61.00%，单位成本同比下降 26.26%，LPDDR 系列产品平均售价同比提升 24.46%，单位成本同比下降 22.85%。

图 7：2022-2026H1 公司整体毛利率和净利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

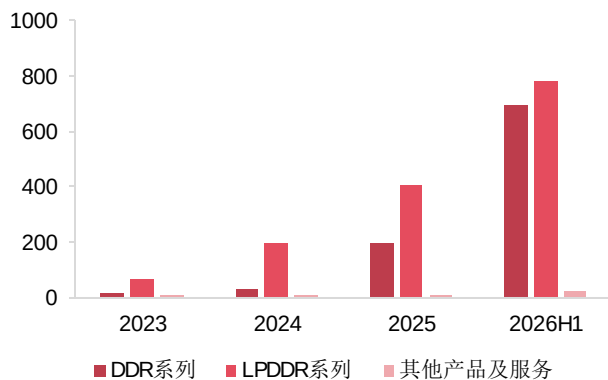
图 8：2023-2026H1 公司主营业务毛利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

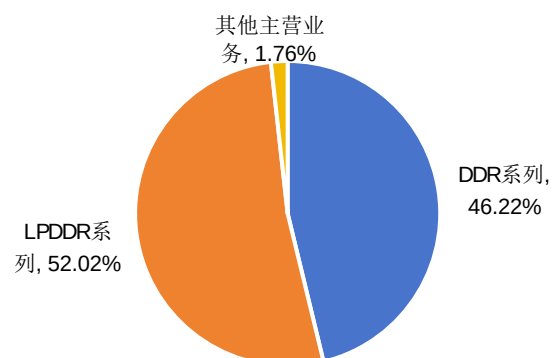
LPDDR 收入占比最大,DDR 占比快速提升。2023-2025 年,公司 DDR 系列收入由 18.27 亿元增至 195.31 亿元,占公司主营业务收入的比重由 20.16%提升至 31.87%;LPDDR 系列收入由 67.56 亿元增至 407.04 亿元,占公司主营业务收入的比重由 74.54%降至 66.43%;其他产品及服务收入由 4.80 亿元增至 10.41 亿元。LPDDR 系列仍是公司主要收入来源,但随着数据中心和 AI 算力建设提高服务器内存需求,DDR5 产品于 2024 年实现量产并在 2025 年快速放量,DDR 系列收入占比明显提升。截至 2026H1,公司 DDR 系列占主营业务收入的比重提升至 46.22%。

图 9: 2023-2026H1 公司分产品收入 (亿元)



数据来源: wind, 西南证券整理

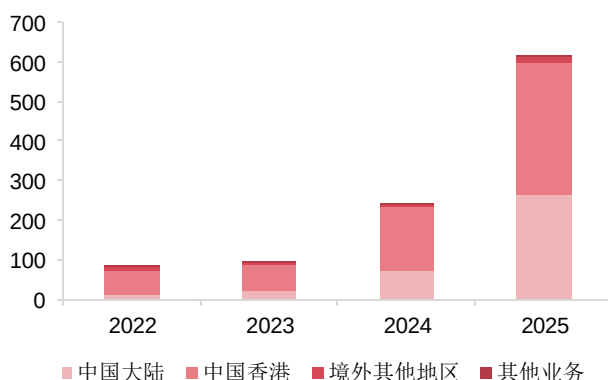
图 10: 2026H1 公司主营业务收入结构



数据来源: wind, 西南证券整理

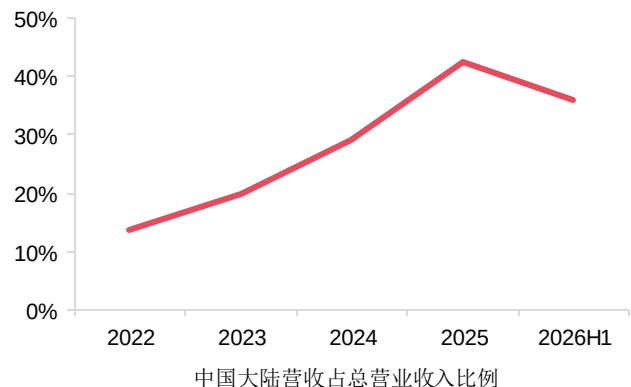
中国大陆收入占比提升,国产替代稳步推进。公司早期收入主要来自中国香港地区,近年来伴随境内客户加速导入,中国大陆业务快速扩张。2022-2025 年,公司中国大陆地区营收占比由 13.81%持续提升至 42.43%,境内市场已成为公司收入增长的重要驱动力。一方面,在先进存储芯片出口限制趋严、供应链安全重要性提升的背景下,国内云计算、服务器及消费电子厂商持续提高本土 DRAM 采购比例,为国产存储芯片提供明确的替代空间;另一方面,随着公司产能持续释放、DDR 及 LPDDR 产品竞争力提升,公司逐步由以中国香港分销及中转为主要的销售模式向境内终端客户直接供货转变,与国内头部下游厂商的合作不断深化。

图 11: 长鑫科技收入分区域情况 (亿元)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 长鑫科技中国大陆业务占比



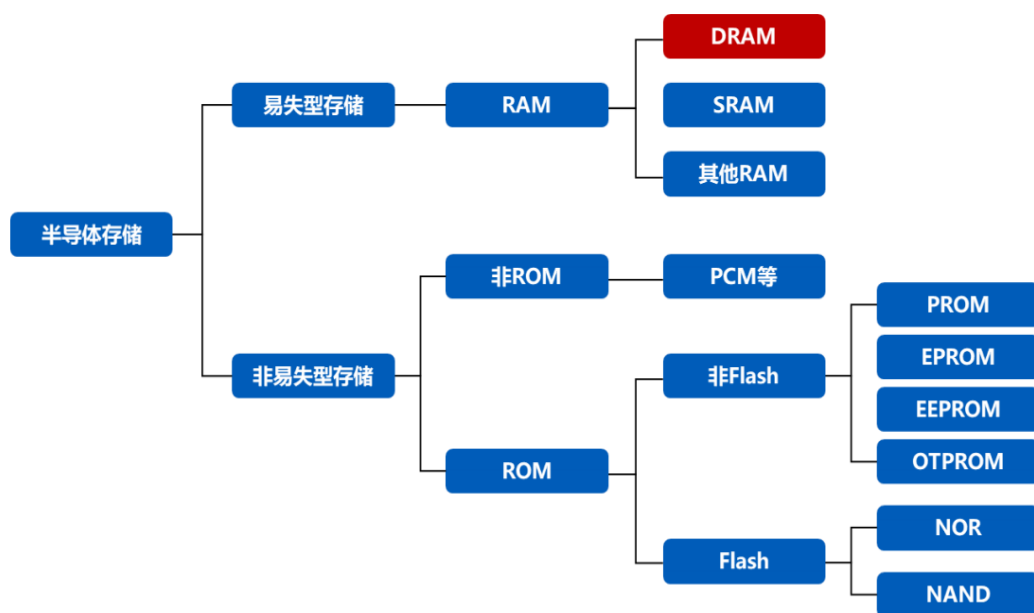
数据来源: wind, 西南证券整理

2 行业概况：AI 浪潮拉动需求大爆发，DRAM 迎来超级成长周期

2.1 数据需求持续扩张，规模制造构筑壁垒

半导体产业是现代信息技术和数字经济的基石，在全球科技进步和经济发展中扮演着至关重要的角色。从功能角度划分，半导体主要覆盖集成电路、光电器件、分立器件和传感器四大类，其中存储芯片是集成电路产业的核心组成部分，承担数据保存、读取和交换等基础功能。按照断电后数据能否保留，存储芯片可分为易失性存储器与非易失性存储器：前者主要包括 DRAM 等产品，侧重设备运行过程中数据的高速临时存取；后者主要包括 NAND Flash、NOR Flash 等产品，主要用于数据的长期保存。

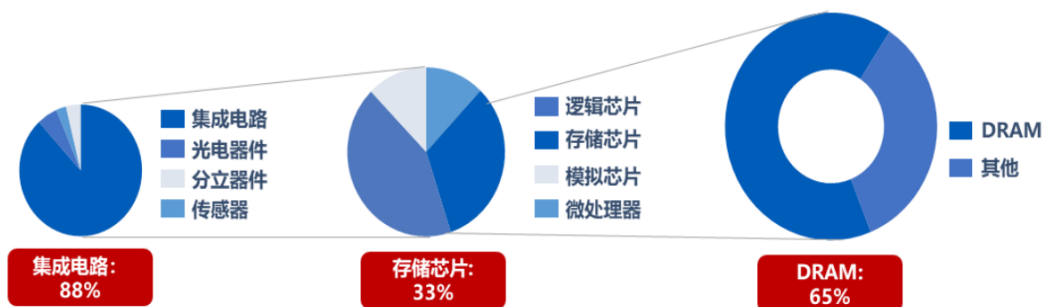
图 13：存储芯片分类



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

DRAM 是存储芯片市场中规模最大的细分品类，也是处理器运行过程中不可或缺的工作存储器。DRAM 是主流的易失型半导体存储器，通常也被称为内存芯片，主要用于 CPU、GPU 及各类处理器运行时的数据临时存储，相较于用于长期存储的 NAND Flash，其与算力系统联系更加紧密，产品性能直接影响数据的调用速度和计算效率。根据 Omdia 及 WSTS 数据，集成电路占全球半导体市场的 88%，存储芯片约占集成电路市场的 33%，其中 DRAM 占存储芯片市场的 65%，在存储芯片产业中占据主导地位，是全球半导体产业的重要组成部分。

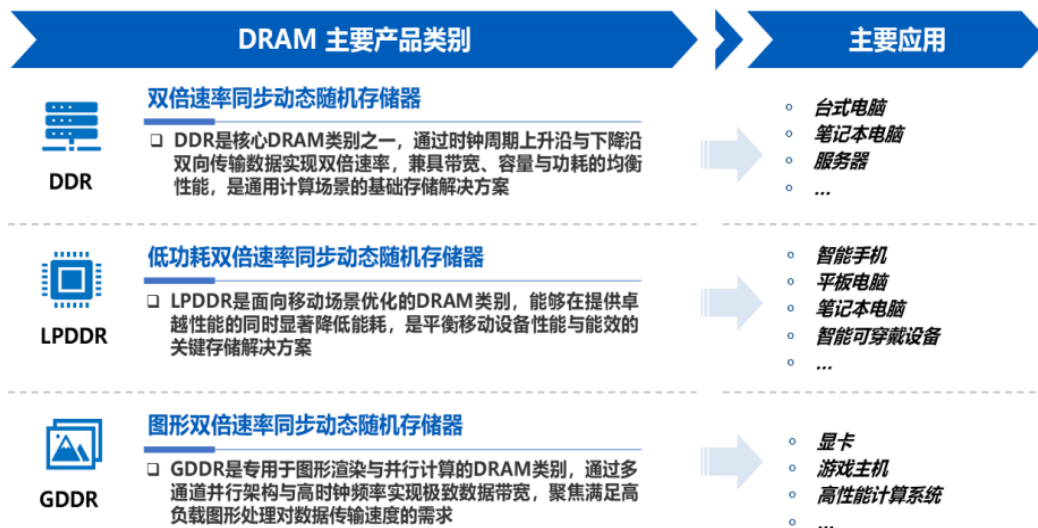
图 14：2025 年全球半导体及存储产业分层结构



数据来源：WSTS、Omdia，西南证券整理

在 DRAM 发展中，产品类型主要可分为 DDR（双倍速率同步动态随机存储器）、LPDDR（低功耗双倍速率同步动态随机存储器）、GDDR（图形双倍速率同步动态随机存储器）及其他高性能存储产品。其中，DDR 主要应用于服务器、个人电脑等通用计算场景，侧重容量、传输速率及系统兼容性；LPDDR 具有低功耗、小型化等特点，主要应用于智能手机、平板电脑及轻薄型笔记本等移动终端；GDDR 强调高带宽数据传输，主要用于显卡、游戏主机及部分计算加速场景。DDR 和 LPDDR 下游应用范围较广，是当前 DRAM 市场的主要产品类型。

图 15：DRAM 主要分类和应用

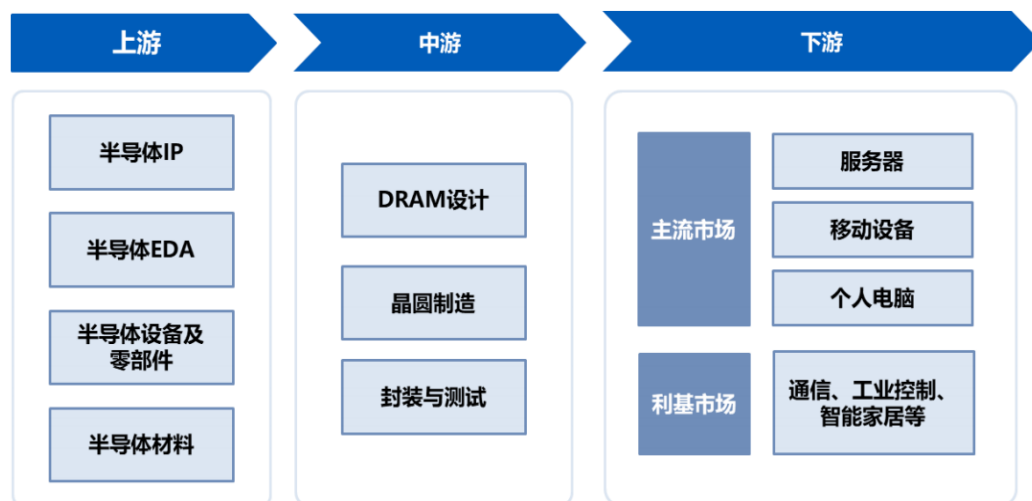


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

产品代际加速切换，高性能规格渗透率持续提升。在技术进步、性能升级及下游应用需求共同驱动下，DRAM 产品持续向更高传输速率、更大容量、更低工作电压和更低功耗方向演进。2023-2025 年，DDR 与 LPDDR 市场均处于新旧代际切换阶段：DDR4 市场市占率逐步下降，同期 DDR5 市场占有率提升；LPDDR4 市场占有率下降，LPDDR5 市场占有率提升。新一代产品渗透率快速提高，反映服务器、个人电脑及移动终端对内存性能和能效要求持续提升。

DRAM 产业链上游主要包括半导体 IP、EDA 软件、设备及零部件，以及硅片、光刻胶、电子化学品和特种气体等原材料；中游涵盖芯片设计、晶圆制造和封装测试，是决定产品性能、良率及单位成本的核心环节；下游终端应用呈现主流市场与利基市场并存的格局，其中服务器、移动设备和个人电脑构成主要需求来源，通信、工业控制及智能家居等领域则形成差异化需求。

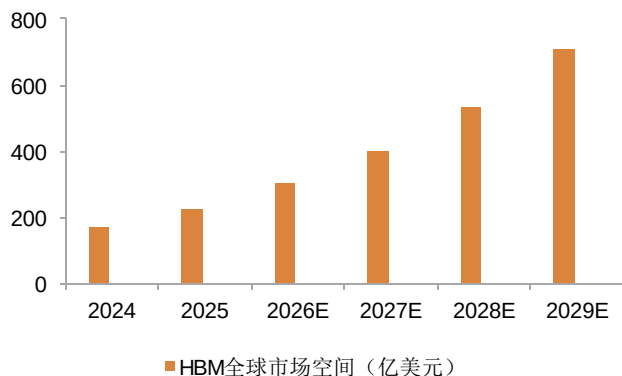
图 16：DRAM 产业链结构图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

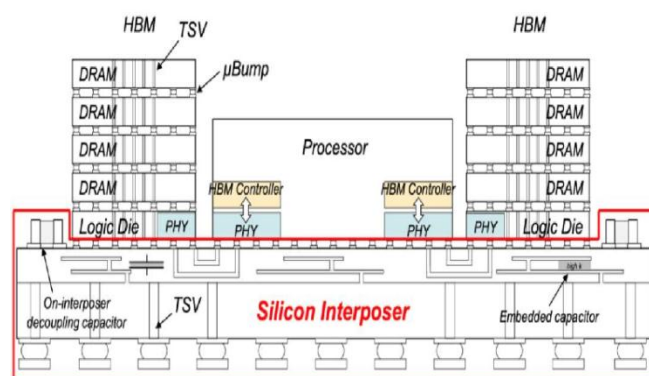
高带宽与大容量同步升级，驱动 HBM 快速增长。HBM 即高带宽存储器，主要通过 3D 堆叠+TSV 技术实现大容量、高带宽、低延迟的卓越性能，目前市场核心玩家是三星、海力士和美光。AI 带动 HBM 市场规模爆发，HBM 市场容量迎来爆发式增长，呈现出极高的景气度。HBM 采用 3D 堆叠和超宽接口，部署于 GPU 或 AI 加速器近端，主要承担模型参数及中间计算数据的高速访问；DDR5 则作为 CPU 侧系统内存，为操作系统运行、数据预处理、缓存及主机侧计算提供容量支撑。随着大模型训练和推理负载增长，加速器侧对 HBM 带宽和容量的需求提升，主机侧对 DDR5 系统内存容量的需求同步增加，共同推动单台 AI 服务器内存配置及价值量提升。

图 17：2024-2029 年 HBM 全球市场空间



数据来源：Yole，西南证券整理

图 18：HBM 结构图

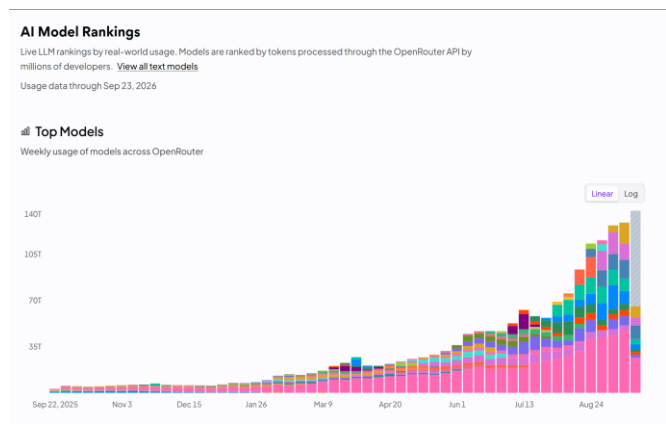


数据来源：《HBM Roadmap Ver 1.7 Workshop》by KAIST TERALAB，西南证券整理

2.2 AI 浪潮拉动需求大爆发，DRAM 迎来超级成长周期

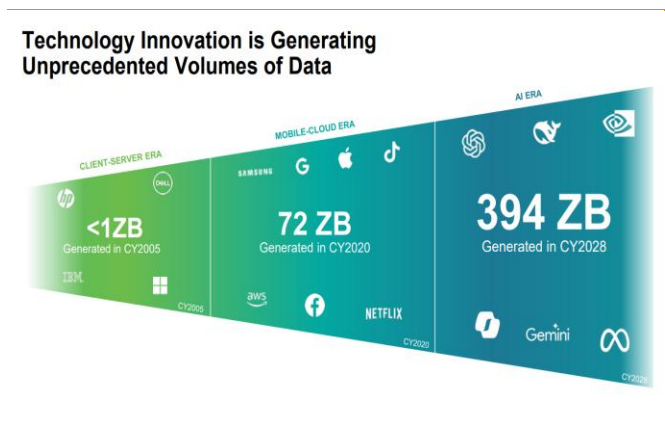
得益于生成式 AI 的快速迭代，数据量和 token 呈现指数级增长，存储产品作为数据中心的载体，海量数据的存储、处理和检索需求，直接推高了对 HBM、DRAM、NAND 等存储介质的需求，开启一轮存储超级需求周期。根据 Open Router，2026 年 9 月同期全球主要大模型消耗的 token 是 25 年同期的数倍以上，彰显出极其旺盛的算力及存储需求。根据希捷投资者日材料，AI 时代数据生成量呈现指数级增长趋势，2028 年产生的数据量将达到 394ZB，较 2020 年的 72ZB 数据生成量呈现数倍增长。

图 19：大模型 token 消耗量持续增长



数据来源：open router，西南证券整理

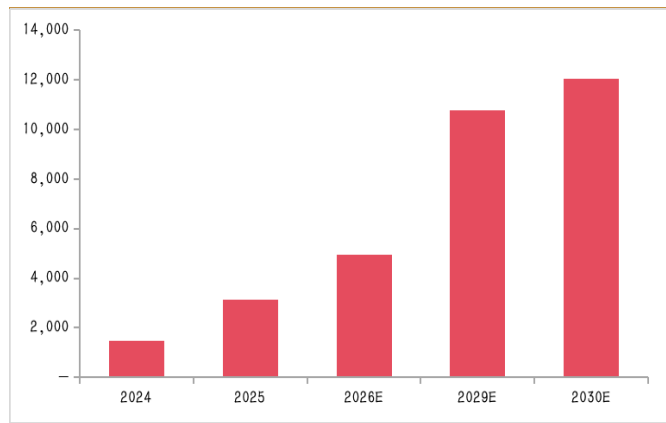
图 20：AI 时代数据量爆发式增长



数据来源：希捷投资日材料，西南证券整理

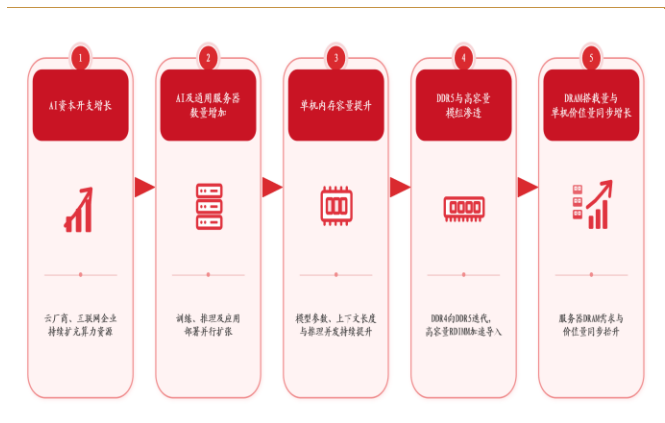
AI 基础设施投入持续加码，服务器成为资本开支核心落点。根据 IDC 数据，全球 AI 基础设施支出由 2024 年的 1,530 亿美元增至 2025 年的 3,180 亿美元，2026 年预计进一步达到 4,970 亿美元，同比增长约 56.00%，并有望于 2030 年突破 1.2 万亿美元，2025-2030 年复合增速约 30.00%。AI 算力扩张通过服务器数量、单机容量和产品升级三重路径拉动 DRAM 需求。训练与推理集群持续扩容，直接增加服务器部署规模；模型参数、上下文长度及推理并发水平提升，带动 CPU 侧数据预处理、缓存和任务调度对系统内存容量的需求增长。与此同时，服务器平台加快由 DDR4 向 DDR5 迁移，高容量颗粒及 RDIMM 等模组持续渗透，进一步提升单机内存容量、传输带宽和产品价值量，推动服务器 DRAM 需求持续扩张。

图 21：全球 AI 基础设施支出（亿美元）



数据来源：IDC，西南证券整理

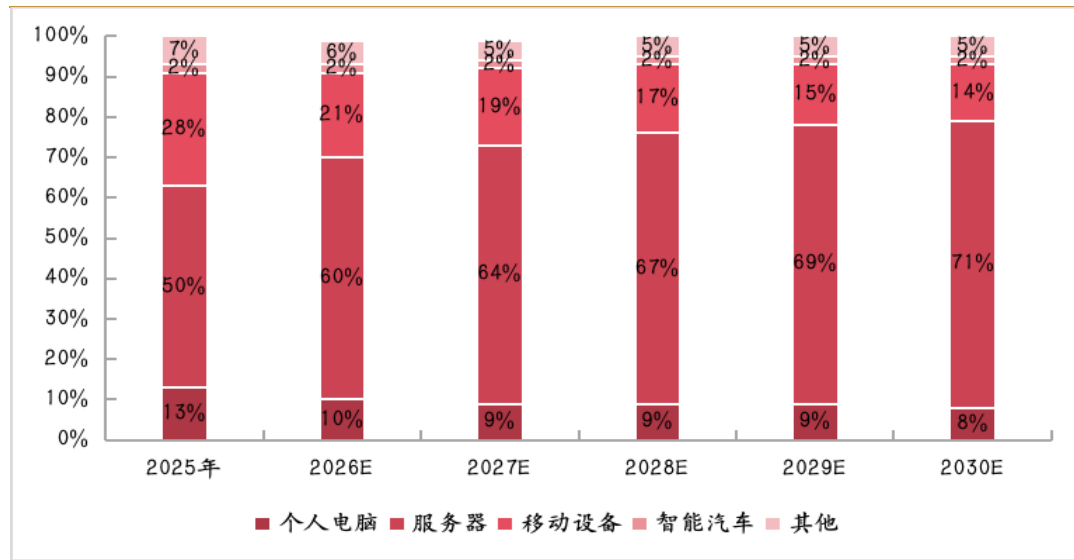
图 22：AI 资本开支带动 DRAM 需求增加



数据来源：公司招股说明书，浪潮信息、IDC，西南证券整理

服务器作为 AI 资本开支向存储需求传导的核心载体,正推动 DRAM 需求重心加速迁移。根据 Omdia 数据,2025 年服务器、移动设备、个人电脑和智能汽车分别约占全球 DRAM 需求的 50.00%、28.00%、13.00% 和 2.00%, 四类应用合计占比超过 90.00%。预计到 2030 年,服务器需求占比将进一步提升至 71.00%,而移动设备和个人电脑占比分别降至 14.00% 和 8.00%。需求结构的持续变化表明,未来 DRAM 行业增长动力将由传统消费电子出货和换机周期,逐步转向数据中心扩容、AI 服务器部署及单机内存容量提升。

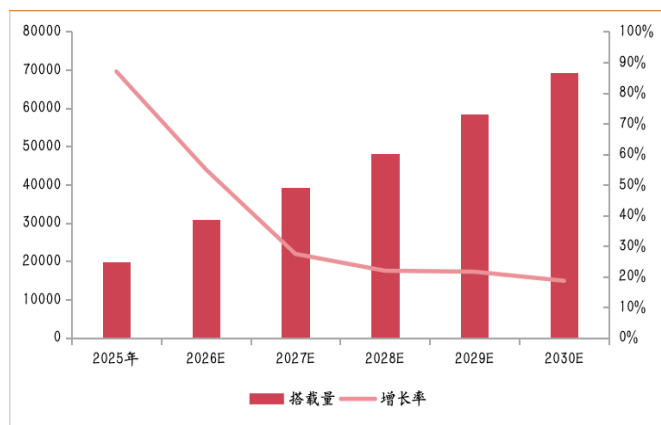
图 23: 2025-2030 年全球 DRAM 下游需求结构变化



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

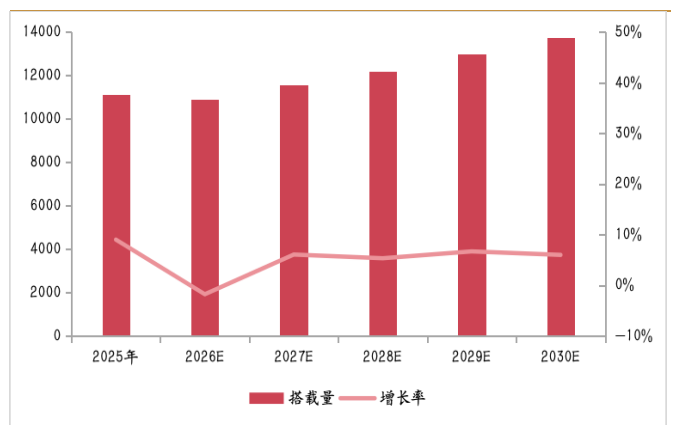
从搭载量看: 2025-2030 年全球 DRAM 需求预计由 40,157MGB 增长至 97,418MGB; 在 AI 算力爆发的驱动下, 服务器需求由 19,953MGB 增长至 69,340MGB, 年均复合增长率超 28.29%; 移动设备 DRAM 需求保持稳健增长, 预计 2030 年搭载量将达 13776 MGB, 年复合增长率约 4.39%; 个人电脑 DRAM 需求虽增速减慢, 但仍保持扩容趋势。同时, 智能汽车等新兴场景的需求也在快速增长, 其 DRAM 搭载量预计 2025-2030 年将实现 14.63% 的年复合增长, 成为行业增长动能的重要补充。

图 24: 2025-2030 年全球服务器 DRAM 搭载量 (MGB)



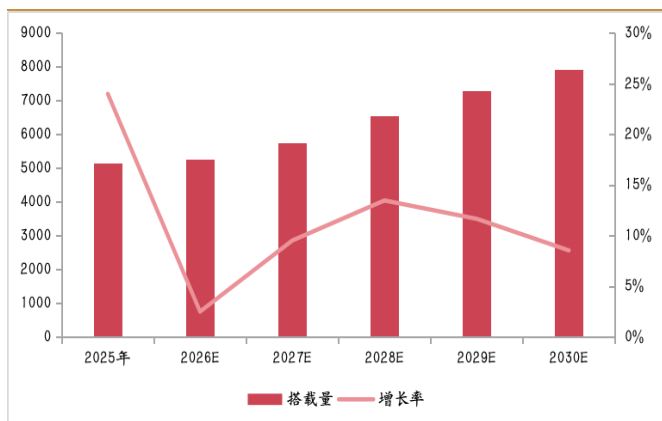
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 25: 2025-2030 年全球移动设备 DRAM 搭载量 (MGB)



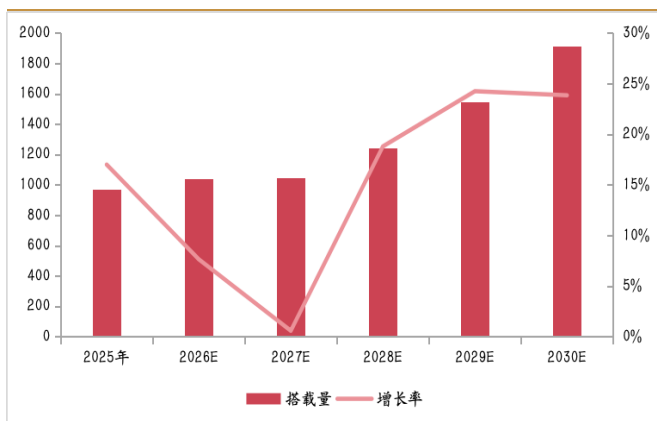
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 26：2025-2030 年全球个人电脑 DRAM 搭载量 (MGB)



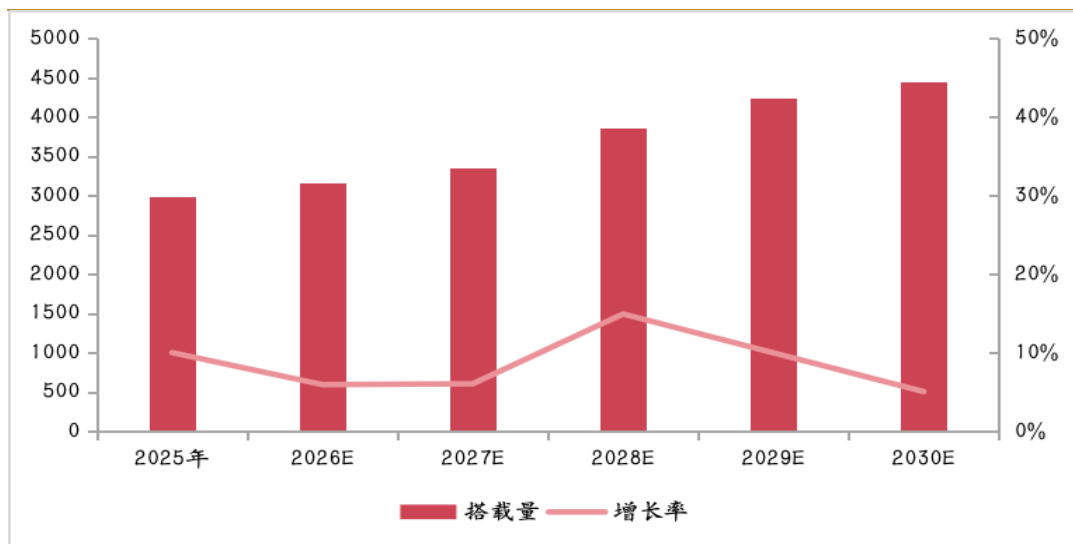
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 27：2025-2030 年全球智能汽车 DRAM 搭载量 (MGB)



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

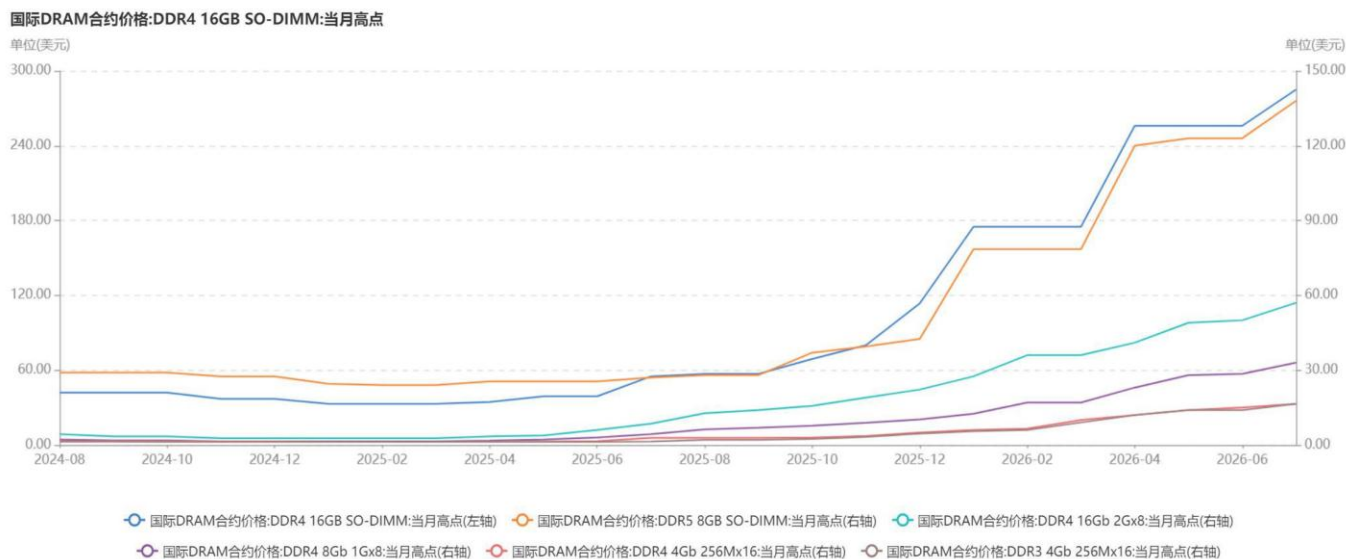
图 28：2025-2030 年全球其他类 DRAM 搭载量 (MGB)



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

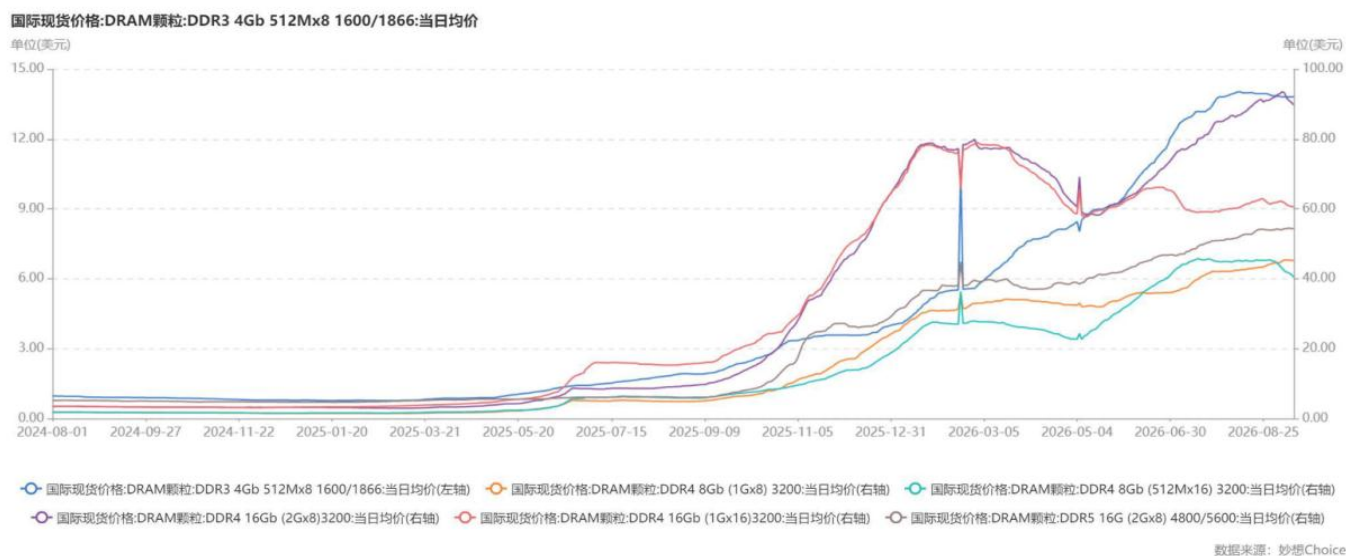
从价格端来看：供需关系极其紧张，DRAM 价格持续上行。25Q2 以来，伴随 Token 的爆发式增长，全球互联网巨头加大资本开支，存储需求迎来显著加速；全球大型云服务商向存储原厂抛出巨额采购订单，翻倍式增长的 eSSD 和 DDR5 采购量超过原厂现有的供应能力，叠加原厂将有限的产能向利润更高的高端企业级存储倾斜，非服务器市场面临严重的存储供应紧缺和价格飙升。整体 DRAM 价格出现大幅度上涨。

图 29：国际 DRAM 颗粒合约价格



数据来源: choice, 西南证券整理

图 30：国际 DRAM 颗粒现货价格



数据来源: choice, 西南证券整理

表 2：DRAM 分下游的合约价变化和预期涨幅

下游类别	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3F	26Q4F
PC DRAM	DDR4: +38%-43% DDR5: +3%-8%	DDR4: +38%-43% DDR5: +38%-43%	整体: +110%-115%	整体: +40%-45%	整体: +3%-8%	整体: +0%-5%
Server DRAM	DDR4: +28%-33% DDR5: +3%-8%	DDR4: +53%-58% DDR5: +53%-58%	整体: +88%-93%	整体: +53%-58%	整体: +13%-18%	整体: +0%-5%
Mobile DRAM	LPDDR4X: +38%-43% LPDDR5X: +10%-15%	LPDDR4X: +48%-53% LPDDR5X: +43%-48%	整体: +58%-63%	LPDDR5X: +78%-83%	LPDDR4X: +70%-75%或以上 LPDDR5X: +5%-10%	LPDDR4X: +70%-75%或以上 LPDDR5X: +3%-8%

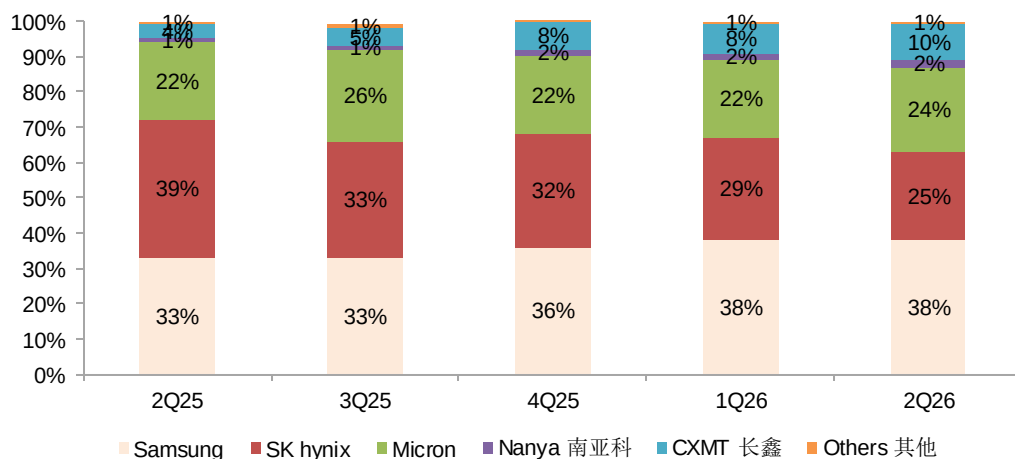
下游类别	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3F	26Q4F
Graphics DRAM	GDDR6: +28%-33% GDDR7: +5%-10%	GDDR6: +25%-30% GDDR7: +30%-35%	GDDR6: +45%-50% GDDR7: +45%-50%	GDDR6: +0%-5% GDDR7: +8%-13%	GDDR6: +0%-5% GDDR7: +3%-8%	GDDR6: 持平 GDDR7: +0%-5%
Consumer DRAM	DDR3: +50%-60% DDR4: +85%-90%	DDR3: +55%-60% DDR4: +45%-50%	整体: +75%-80%	整体: +45%-50%	DDR3: +0%-5% DDR4: +0%-5%	DDR3: 持平 DDR4: 持平
Total DRAM	常规型: +10%-15% HBM Blended: +15%-20%	常规型: +45%-50% HBM Blended: +50%-55%	常规型: +93%-98%	常规型: +58%-63% HBM Blended: +53%-58%	常规型: +13%-18% HBM Blended: +8%-13%	常规型: +0%-5%

数据来源: TrendForce、西南证券整理

2.3 高壁垒铸就寡头垄断格局，长鑫份额有望持续提升

DRAM 市场整体呈现高度集中的寡头垄断格局，这是由存储行业技术壁垒极高，资本投入巨大，生态深度绑定，规模效应显著等多重壁垒共同作用的结果。三星、美光、海力士长期垄断大部分市场份额，整体市场格局趋于高度集中，2026Q1 三星、海力士、美光份额合计 90%。长鑫最近几年份额占比持续提升。

图 31: DRAM 市场竞争格局



数据来源: Counterpoint、西南证券整理

技术、资金、人才与运营能力共同构成 DRAM 行业的复合壁垒。先进产品量产需要芯片设计、制造工艺和良率持续协同，同时晶圆厂建设及工艺升级需要长期高强度资本投入。在高固定成本的 IDM 模式下，技术只有转化为稳定良率和规模出货，才能进一步摊薄折旧与制造成本，形成规模优势。由此，领先厂商在技术、资本、规模及工程经验上的长期积累相互强化，使 DRAM 行业呈现较高进入壁垒和明显的头部集中格局。

表 3: DRAM 行业核心壁垒及竞争要素

壁垒维度	壁垒形成机制	核心观察指标	对竞争格局的影响
技术与工艺	DRAM 设计与制造工艺高度协同，晶圆制造涉及数百道精密工序，产品持续向更高密度、速率及更低功耗迭代	产品代际、颗粒密度、传输速率、功耗、良率、量产进度	技术迭代和良率爬坡周期较长，先进产品规模量产难度高
资本投入	单座 DRAM 晶圆制造工厂投资规模超过百亿美元，产线建成后仍需持续投入设备升级、工艺研发及产品开发	资本开支、研发投入、固定资产规模、在建工程、折旧规模	高额持续投入提高行业进入及扩产门槛

壁垒维度	壁垒形成机制	核心观察指标	对竞争格局的影响
规模与成本	DRAM 固定资产及折旧规模较大，产能利用率和出货规模直接影响单位成本摊薄	产能利用率、晶圆产出、bit 出货量、单位 bit 成本、毛利率	规模扩大推动单位成本下降，成本优势进一步支撑价格竞争和份额扩张
人才与运营	工艺开发、良率改善、质量管理及稳定交付依赖长期工程和量产经验	研发效率、良率改善周期、量产周期、客户认证、交付稳定性	工程经验持续积累，提高产品导入及规模交付能力

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

产能建设周期较长，资本开支难以快速形成有效供给。DRAM 新增产能需要完成晶圆厂及洁净室建设、设备与工艺验证，并经历产品试产、良率爬坡和客户认证。招股说明书显示，单座 DRAM 晶圆制造工厂投资规模超过百亿美元，新建产线通常需要数年，投产后仍需较长时间形成稳定量产。因此，厂商扩大资本开支后，新增供给释放通常滞后于需求变化，行业短期供给弹性仍然有限。

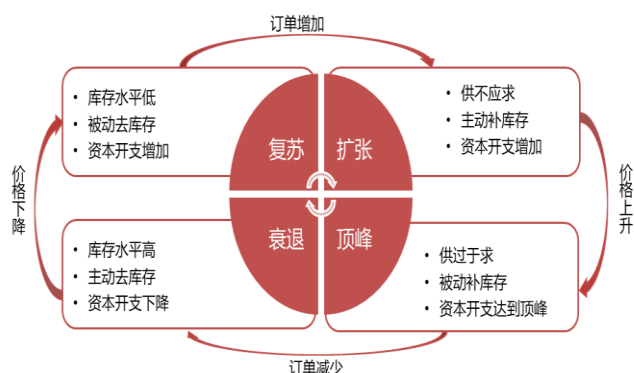
表 4：DRAM 新增供给形成环节及主要约束

供给形成环节	主要约束
晶圆厂及洁净室建设	单座 DRAM 晶圆厂投资规模超过百亿美元，新建工厂建设周期通常以年计
设备导入与工艺验证	光刻、刻蚀、沉积等关键设备需要安装、调试并完成工艺匹配
产品试产与良率爬坡	新工艺投产初期需要持续改善良率和单位 bit 成本
客户验证与规模交付	服务器产品需要通过平台兼容性、稳定性及可靠性验证

数据来源：公司招股说明书、TrendForce，西南证券整理

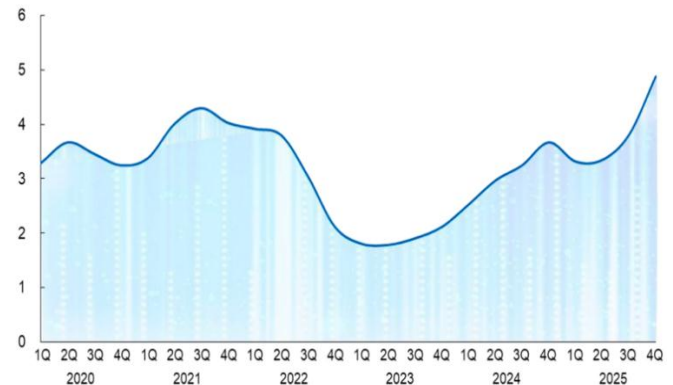
DRAM 行业周期属性显著，寡头供给格局进一步放大价格与盈利波动。需求端主要受服务器、移动设备和个人电脑出货，以及渠道库存变化影响；供给端则高度集中于少数头部厂商，其资本开支、投产节奏和产品结构调整均会显著影响全球有效供给。由于晶圆厂建设、设备导入及良率爬坡周期较长，供给扩张通常滞后于需求变化；同时，头部厂商在上行期往往同步增加资本开支，在下行期则集中减产或延缓投资，进一步放大供需错配。因此，需求波动、供给滞后与寡头厂商策略趋同共同构成 DRAM 行业的强周期特征。

图 32：DRAM 行业具有周期属性



数据来源：西南证券整理

图 33：2020-2025 年全球 DRAM 市场价格走势（美元/GB）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

总体来看，全球数据需求量增长与 DRAM 产品代际升级为行业提供长期扩容基础，而产品标准化、供给高度集中及产能释放周期较长，使行业呈现显著的价格和盈利周期。技术迭代、良率控制、资本投入及规模制造能力共同构成较高进入壁垒，推动全球市场长期由少数头部厂商主导。在此基础上，AI 算力基础设施建设正进一步提升服务器内存需求，并推动 DRAM 向更高带宽、更大容量和更高价值量方向升级，成为行业新一轮增长的重要驱动力。

3 技术产品产能协同，国产 DRAM 龙头加速突围

3.1 跳代研发持续推进，制程差距加速收窄

持续研发投入推动工艺平台加速迭代，与海外龙头制程差距逐步缩小。公司坚持自主研发与跳代研发，已完成第一代至第四代工艺技术平台量产，推动产品由 DDR4、LPDDR4X 向 DDR5、LPDDR5/5X 及 LPDDR6 迭代。其中，第四代（G4）平台已实现规模量产并持续优化，第五代（G5）平台围绕控制晶体管与多重曝光优化、存储密度及阵列性能提升推进客户认证，为后续制程追赶与高代际产品升级提供技术储备。

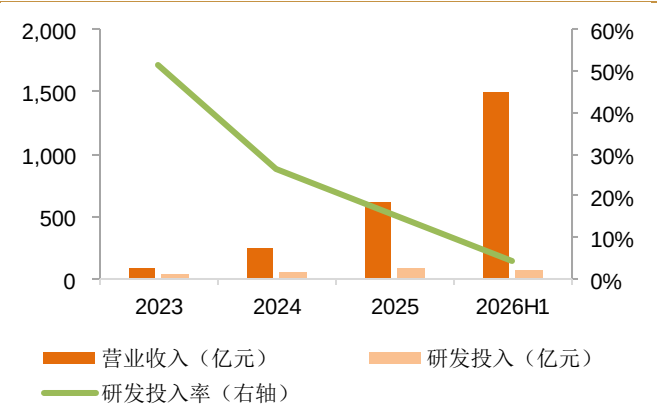
表 5：公司工艺技术平台及在研项目布局

工艺及研发阶段	主要产品或方向	当前状态
第一至第四代工艺平台	DDR4、LPDDR4X、DDR5、LPDDR5/5X、LPDDR6	已实现量产并持续优化
第五代工艺平台	优化控制晶体管及多重曝光，提升存储密度和阵列性能	客户认证阶段
前瞻技术	迭代未来 DRAM 技术平台，布局先进封装、创新材料及下一代产品技术	研发阶段

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

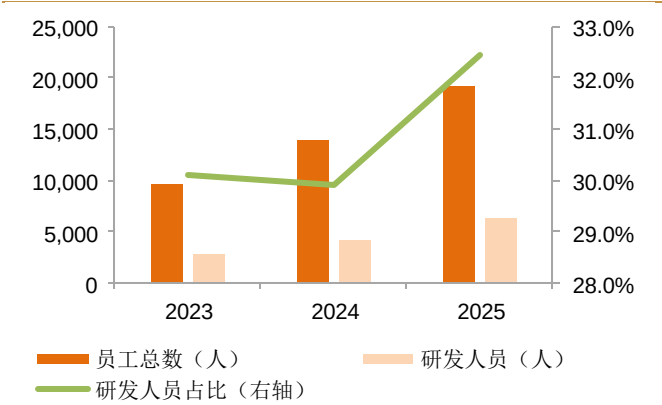
高强度研发投入与人才储备，为先进制程持续迭代提供支撑。2023-2025 年公司研发投入由 46.70 亿元增至 95.93 亿元；2026H1 研发投入 68.59 亿元，同比增长 87.38%。收入规模快速扩大的背景下，公司研发投入率由 2023 年的 51.40% 降至 2026H1 的 4.56%，但研发投入绝对额仍保持扩张。截至 2026 年中报，公司拥有境内专利 4484 项，其中发明专利 3744 项，并拥有境外专利 3400 项，知识产权储备持续增强。

图 34：公司 2023-26H1 研发投入及研发投入率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：公司 2023 到 2025 年研发人员情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司采取核心前道环节自主实施、后道环节适度委外的 IDM 运营模式。围绕 DRAM 产品性能、良率及成本形成的关键环节，公司自主掌握芯片设计、晶圆制造和晶圆测试，构建了从产品设计、工艺开发到量产验证的内部协同体系；芯片封装主要采用委外加工，成品测试则采取自主测试与委外相结合的方式。该业务布局有利于公司将研发、设备及资本投入集中于技术壁垒和价值量较高的核心环节，同时借助专业封测厂商的产能与工艺能力，提高生产调度和规模交付的灵活性。

图 36：公司 DRAM 产品制造流程及业务布局



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

长鑫扎实推进迭代研发，制程差距持续缩小。TechInsights 对长鑫 G4 16Gb DDR5 的分析显示，该工艺特征尺寸约 16nm，较 G3 存储单元面积进一步缩小；同期 Samsung、SK hynix 与 Micron 的先进量产或供应平台已推进至第六代 10nm 级 1c/1γ。由公开工艺进展看，长鑫当前与海外龙头仍约有 1-2 代差距，但 G4 规模量产及 G5 持续推进表明追赶路径较为清晰，技术差距正逐步收窄。

表 6：公司 DRAM 产品制造流程及业务布局

厂商	前序平台	最新量产/供应平台	下一代推进	相对位置
Samsung	1b	1c 第六代10nm级，量产爬坡	1d 研发推进	海外领先梯队
SK hynix	1b	1c 第六代10nm级，2025年起供货	1d 后续代际持续推进	海外领先梯队
Micron	1β	1γ 第六代10nm级，2025年出货	1δ 持续演进	海外领先梯队
长鑫科技	G3	G4 16nm级，规模量产	G5 客户认证/持续推进	仍约落后1-2代 差距持续收窄

海外三大

第六代10nm级平台已进入量产或市场供应

Samsung、SK hynix、Micron保持领先

长鑫科技

G4规模量产 → G5持续推进

追赶路径清晰，制程差距持续收窄

数据来源：公司招股说明书，TechInsights、SK hynix、Micron、TrendForce，西南证券整理

3.2 产品矩阵不断拓宽，高代际产品持续完善

高代际产品矩阵持续完善，服务器、PC与移动终端覆盖能力不断增强。公司已形成以DDR5、LPDDR5/5X、LPDDR6为核心的高代际产品体系，并围绕不同终端持续扩展容量规格和产品形态。其中，DDR5主要面向服务器、工作站及个人电脑，并形成RDIMM、MRDIMM等服务器模组及多类PC模组；LPDDR5/5X主要覆盖中高端智能手机、笔记本电脑及AIoT等应用；2026H1,公司LPDDR6已进入关键客户送样验证，峰值速率达12800Mbps、最高容量16GB，公司高代际产品的容量覆盖和交付形态进一步丰富，为服务器和移动终端业务拓展提供产品基础。

表 7：公司主要高代际产品布局

产品系列	主要公开规格	产品形态	主要应用
DDR5	16Gb、24Gb、32Gb；最高 8000Mbps；模组覆盖 8GB-128GB	芯片；RDIMM、MRDIMM、UDIMM/CUDIMM、SODIMM/CSODIMM	服务器、工作站、台式电脑、笔记本电脑
LPDDR5/5X	6GB、8GB、12GB、16GB；最高 10667Mbps	芯片；LPDDR5X 可应用于 LPCAMM	中高端智能手机、笔记本电脑、AIoT 等
LPDDR6	16GB、最高 12800Mbps	芯片	移动设备、服务器、智能汽车等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

主要容量区间实现全面覆盖，产品线完整度接近国际头部厂商。根据招股说明书，公司在服务器、移动设备和个人电脑领域均已形成完整产品布局。其中，服务器DDR5覆盖64GB以下、64GB及64GB以上产品，移动端LPDDR5/5X覆盖16GB以下、16GB及16GB以上产品，个人电脑DDR5覆盖16GB以下、16GB及16GB以上产品。公司产品的覆盖情况已与三星电子、SK海力士和美光科技基本一致，并较南亚科技率先分别于2023年、2024年和2025年实现LPDDR5、DDR5和LPDDR5X产品的量产。

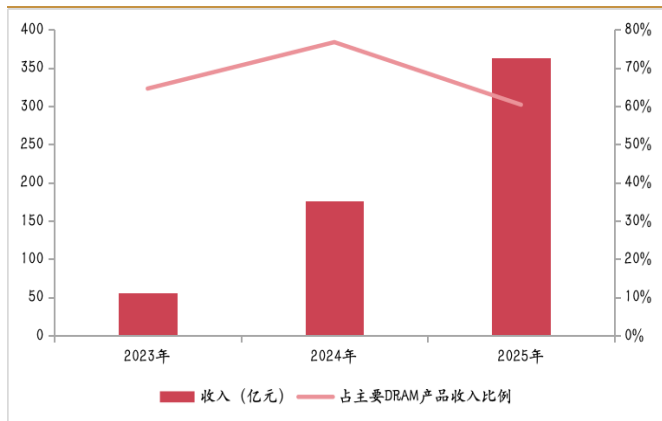
表 8：服务器领域公司与同行产品线对比

公司简称	DDR4		DDR5		
	32GB 及以下	32GB 及以上	64GB 及以下	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

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

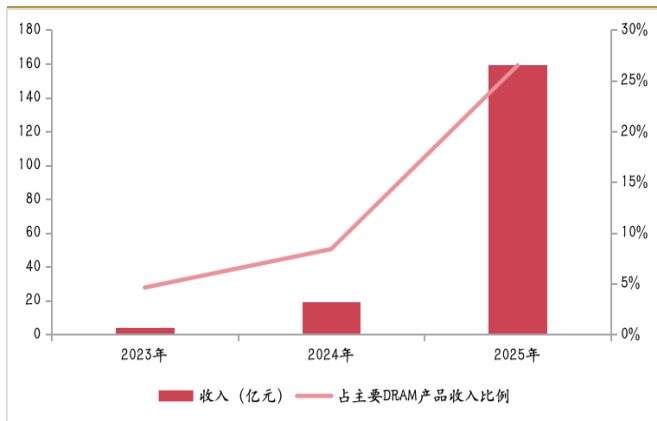
服务器需求加速扩张，DDR5量产承接行业增量。AI算力和数据中心建设推动服务器数量、单机内存容量及DDR5渗透率持续提升，服务器DRAM需求快速增长。公司于2024年实现DDR5量产，并形成覆盖高容量颗粒及RDIMM、MRDIMM等模组的服务器产品体系，产品升级与下游需求扩张形成匹配。2023-2025年，公司服务器领域收入由3.95亿元增至159.70亿元，占主要DRAM产品收入比例由4.60%提升至26.51%，成为公司应用结构升级的主要增量来源。移动设备保持第一大应用，LPDDR量价齐升推动收入翻倍。2025年，公司移动设备领域收入达到363.81亿元，同比增长106.30%，占主要DRAM产品收入的60.40%。公司已进入小米、OPPO、传音等头部终端客户供应链，产品应用向中高端移动设备、笔记本及AIoT等应用延伸。同期LPDDR系列销量和单位价格分别增长65.18%和24.46%，共同推动收入增长105.59%。

图 37：2023-2025 年移动设备收入及占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 38：2023-2025 年服务器收入及占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

个人电脑收入快速增长，多元终端应用持续拓展。2025 年，公司个人电脑领域收入达到 23.30 亿元,同比增长 538.16%;同期智能汽车和其他应用收入分别达到 2.89 亿元和 52.65 亿元,同比增长 63.99%和 83.52%。随着 DDR5、LPDDR5/5X 等产品持续完善,公司产品已覆盖移动设备、服务器、个人电脑、智能汽车等主要应用领域,下游应用结构进一步丰富。

DDR 产品升级夯实竞争基础，HBM 布局打开高端市场拓展空间。公司通过 DDR5 等高大代际产品迭代,逐步提升产品性能并完善容量规格,增强在服务器及个人电脑领域的竞争力。在此基础上,HBM 成为公司进一步拓展高端存储市场的重要方向。从两类产品的迭代路径看,公司 DDR5 已进入量产阶段,HBM 布局则仍需关注后续产品验证与规模化交付进展。未来,若 HBM 研发及产业化顺利推进,有望与现有 DDR 产品形成互补,拓宽公司在高性能计算领域的产品覆盖。

表 9：DDR 产品迭代路径

产品代际	海外厂商	长鑫科技
DDR5	海外厂商自 2020-2021 年起陆续商业化。	24Q2 已推出 DDR5 产品,目前产品速率可达 8000Mbps、最高 24Gb,性能接近三大海外厂商同产品
DDR6	三星、Sk 海力士、美光均已完成 DDR6 原型芯片设计	规划中

数据来源：长鑫存储官网，三星电子官网，SK 海力士新闻中心，美光科技官网，TrendForce News，西南证券整理

表 10：HBM 产品迭代路径

产品代际	海外厂商	长鑫科技
HBM3	SK 海力士于 2021 年 10 月宣布完成 HBM3 开发,2022 年 6 月开始量产;三星于 2023 年已量产 8 层及 12 层 HBM3。以 SK 海力士公布的 HBM3 为例,容量覆盖 16GB/24GB,单堆栈带宽最高约 819GB/s。	2025 年 8 月已有媒体报道 HBM3 样品供应
HBM3E	三大厂商于 2024 年陆续启动 HBM3E 量产,产品包括 8 层 24GB 及 12 层 36GB。代表性产品单堆栈带宽约 1.2TB/s 及以上,单引脚速率超过 9Gbps。	研发中
HBM4	三星于 2026 年 2 月宣布 HBM4 开始量产并实现商业出货;单引脚速率 11.7Gbps,最高可提升至 13Gbps,单堆栈最高带宽 3.3TB/s;12 层产品容量 24—36GB,并计划通过 16 层堆叠扩展至 48GB。	规划中

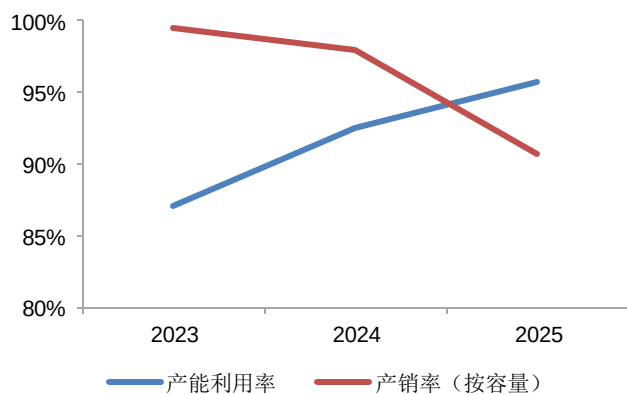
数据来源：SK 海力士新闻中心，三星电子官网，美光科技官网，韩国《金融新闻》，Reuters，西南证券整理

3.3 产能利用稳步提升，规模效应加速释放

产能利用率持续提升，晶圆产线进入高负荷运行阶段。2023-2025 年，公司 12 英寸晶圆生产线产能利用率分别为 87.06%、92.46%和 95.73%，2026H1，公司产能利用率继续保持高位运行，产线已进入高负荷运行阶段；2023-2025 年主要 DRAM 产品产销量均保持快速增长，按容量口径计算的产销率分别为 99.45%、97.94%和 90.67%。整体来看，公司制造体系已由产能爬坡逐步进入高利用率运行阶段，为 DDR5、LPDDR5/5X 等高代际产品扩大生产规模提供制造基础。

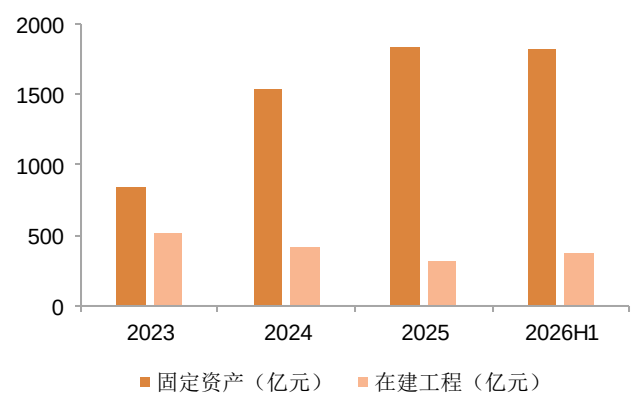
产线建设陆续转固，固定资产快速增长。2023-2026H1，公司固定资产账面价值由 844.52 亿元增至 1,815.63 亿元；同期在建工程由 515.03 亿元降至 367.78 亿元。2025 年，合肥一期、合肥二期及北京生产线合计约 520.15 亿元在建工程转入固定资产；2026H1，公司在建工程转入固定资产金额进一步达到 133.30 亿元，其中上述三条主要生产线合计转固约 120.91 亿元。2026 年 6 月末，公司机器设备账面价值达到 1679.62 亿元，占固定资产比重约 92.5%，生产设备仍构成固定资产的绝对主体。持续的产线建设与转固进一步夯实公司规模制造基础，为高代际产品放量、产能扩张及单位固定成本摊薄提供支撑。

图 39：2023-2025 年公司产能利用率及产销率



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 40：2023-2026H1 公司固定资产及在建工程

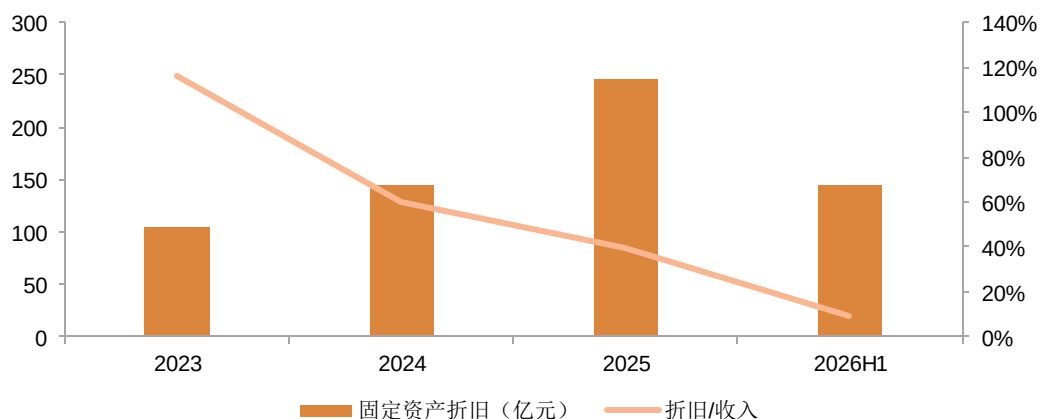


数据来源：公司招股说明书，公司 2026 年半年报，西南证券整理

高固定成本特征突出，规模制造释放成本摊薄效应。DRAM 晶圆制造具有典型的重资产属性，剔除存货跌价准备转销影响后，2023-2025 年公司制造费用占主营业务成本比例分别达到 93.60%、93.35%和 94.68%，直接材料和直接人工合计占比不足 7.00%。招股说明书指出，公司产能快速爬坡及技术持续迭代使制造费用中的折旧及摊销规模较高，因此在产能建设初期，较大的设备投入会显著抬升单位产品成本；随着生产规模扩大，固定制造费用的单位摊销成本随之下降。

收入规模扩张正在快速消化折旧压力。2023-2025 年，公司固定资产折旧由 105.31 亿元增至 246.80 亿元，2026H1 固定资产折旧为 145.10 亿元；但同期营业收入由 90.87 亿元增至 1503.10 亿元，据此测算，固定资产折旧相当于营业收入的比例由约 115.90%降至 9.65%。反映生产资产逐步由建设投入转向规模产出，公司收入规模对重资产成本的覆盖能力持续增强。

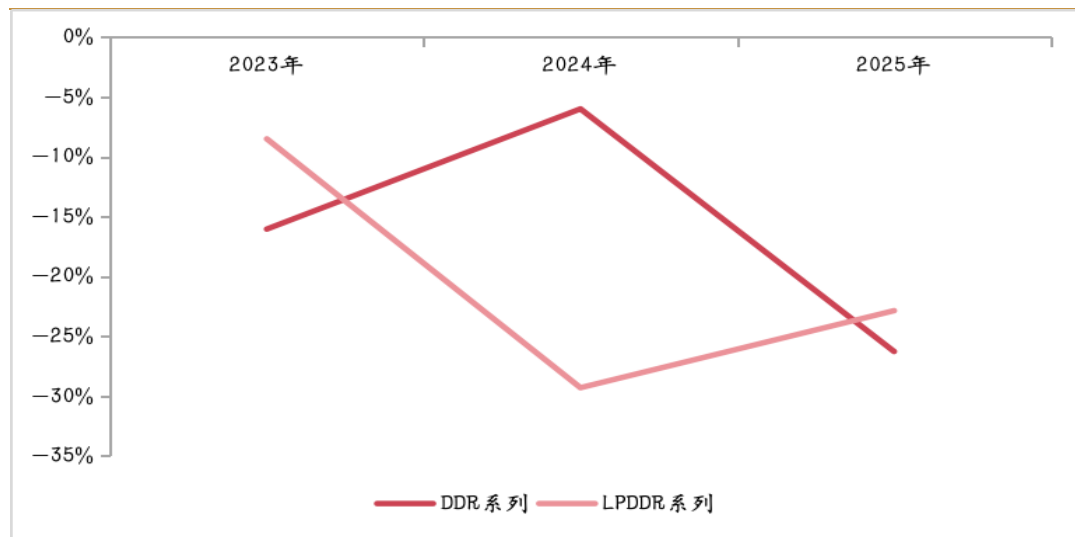
图 41：2023-2026 年 H1 公司固定资产折旧及折旧/营业收入



数据来源：公司招股说明书、公司 2026 年半年报，西南证券整理

规模扩张叠加工艺迭代，主要产品单位成本连续下降。2023-2025 年，公司 DDR 系列单位成本分别同比下降 16.03%、5.98%和 26.26%，LPDDR 系列分别下降 8.49%、29.29%和 22.85%，两类核心产品单位成本连续三年下降。据招股说明书，降本主要归因于产能建设和经营规模扩大带来的规模效应，以及生产工艺提升和精益生产管理；其中 2024 年 LPDDR 先进工艺技术平台产品占比较高、销售规模更大，成本改善更为明显，2025 年则伴随 DDR5 快速放量，DDR 系列产品结构和盈利水平显著改善。

图 42：2023-2025 年 DDR 及 LPDDR 系列单位成本同比变化



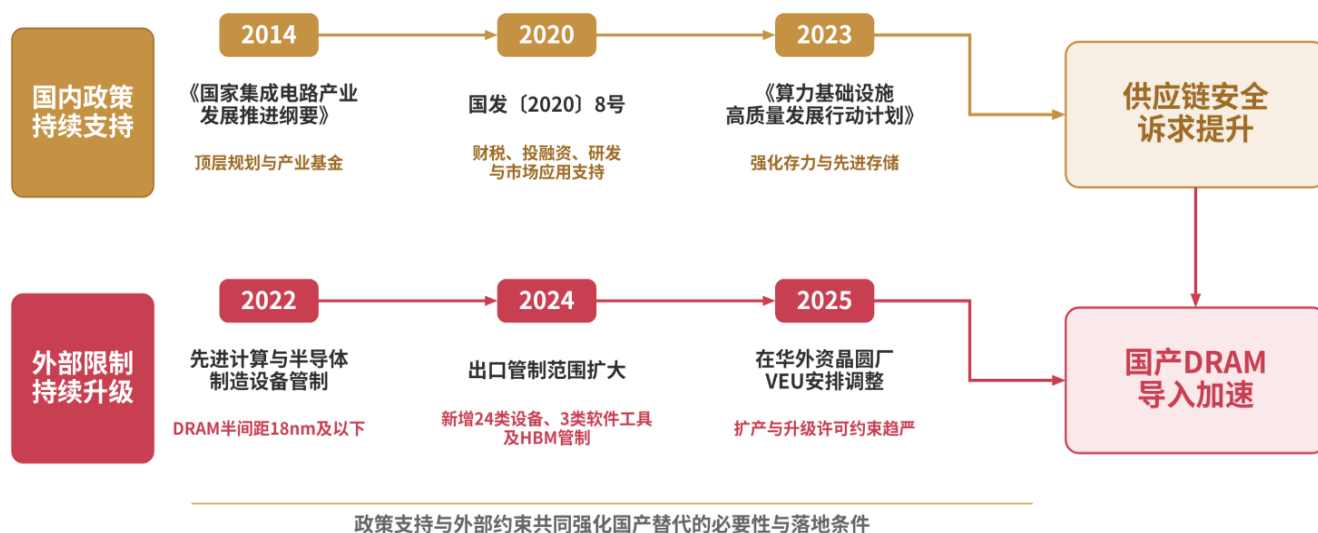
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.4 政策支持叠加客户拓展，国产替代趋势明确

外部技术限制持续升级叠加国内政策支持，国产 DRAM 自主可控需求持续强化。2014 年以来，国内从产业规划、财税投融资、研发创新及市场应用等维度持续支持集成电路产业；2023 年六部门行动计划进一步提出强化存力保障、推动先进存储创新发展。与此同时，美国 BIS 自 2022 年起持续收紧面向中国的先进计算、半导体制造设备与技术限制，2024 年将

管制扩展至更多制造设备、软件工具和 HBM，2025 年进一步调整在华外资晶圆厂 VEU 安排。海外先进供给不确定性与国内政策支持共同强化供应链安全诉求，长鑫作为中国大陆核心规模化 DRAM 供应商有望直接受益。

图 43：政策支持与外部限制共同推动 DRAM 国产替代



数据来源：国务院、工业和信息化部、中央网信办、美国商务部 BIS，西南证券整理

头部客户持续导入，国产 DRAM 由技术验证向规模化商业应用推进。公司已与阿里云、字节跳动、腾讯、联想、小米、vivo、传音、荣耀、OPPO 等行业核心客户开展合作，覆盖云计算及服务器、个人电脑和移动设备等主要市场。头部客户持续采购与多场景导入表明，公司技术能力正由客户认证逐步转化为规模化商业供给，国产替代已具备真实产业基础。

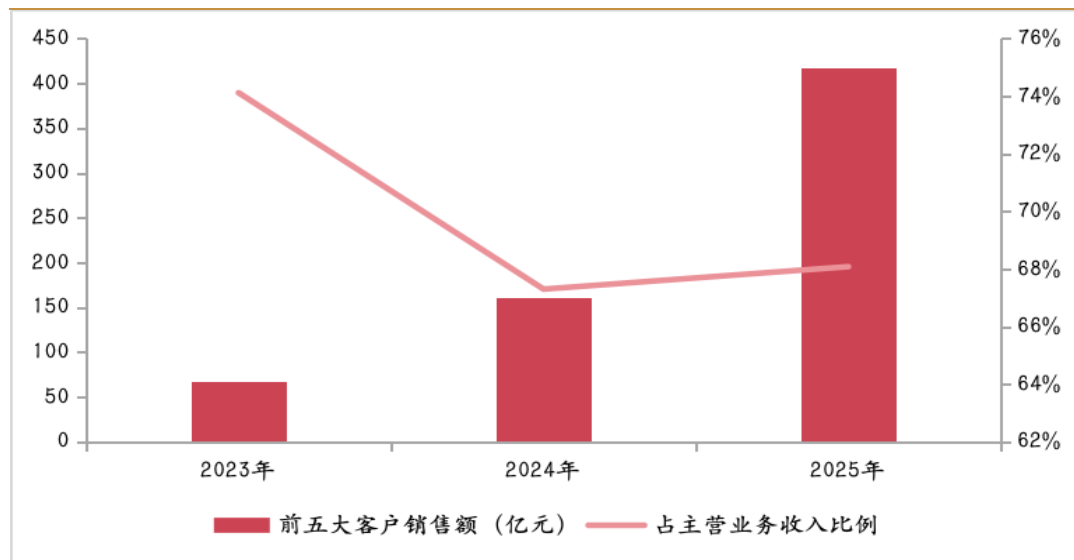
图 44：公司部分主要客户



数据来源：公司招股说明书、公司官网，西南证券整理

头部客户采购规模持续扩大，规模交付能力得到验证。2023-2025 年，公司前五大客户销售额随主营业务收入快速增长，由约 67 亿元增至约 420 亿元；销售占比分别为 74.12%、67.30%和 68.08%，整体维持较高但相对稳定的水平。报告期内，公司不存在单一客户销售占营业收入 50%以上的情形，前五大客户持续采购反映产品已由认证导入逐步转向规模出货。

图 45：2023-2025 年公司前五大客户销售额及占主营业务收入比例



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

政策支持、国产替代需求与本土头部客户导入，共同构成长鑫长期发展的重要支撑。在外部约束强化、国内政策持续发力和商业化落地加速的共同作用下，公司规模供给与客户协同有望持续深化，推动国产 DRAM 替代由单点验证向多场景、规模化应用延伸。

4 盈利预测与估值

4.1 关键假设和业务分析

假设 1：DRAM 需求爆发式增长，拉动服务器 DDR 量价齐升，长鑫未来三年产能持续释放，销量延续高速增长；价格端来看，AI 算力基建在 2025-2026 年超预期爆发，存储扩产周期两年左右，需求爆发&供给刚性的情况下，2025-2026 年存储价格大幅度增长，价格高位叠加新增产能在 2027 年逐渐释放，预计 2027-2028 年供需或趋向均衡，价格或在高位震荡。预计公司 2026-2028 年销量分别同比+300.0%、+90.0%、+30.0%，单位价格分别同比+120.0%、0.0%、0.0%；

假设 2：DRAM 需求爆发式增长，拉动 LPDDR 量价齐升，长鑫未来三年产能持续释放，销量延续高速增长；价格端来看，AI 算力基建在 2025-2026 年超预期爆发，存储扩产周期两年左右，需求爆发&供给刚性的情况下，2025-2026 年存储价格大幅度增长，价格高位叠加新增产能在 2027 年逐渐释放，预计 2027-2028 年供需或趋向均衡，价格或在高位震荡。预计公司 2026-2028 年销量分别同比+90.0%、+40.0%、+20.0%，单位价格分别同比+100.0%、3.0%、3.0%。

表 11：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入 (亿元)	241.8	618.0	3,296.8	5,532.0	7,043.5
	YOY	166.07%	155.60%	433.47%	67.80%	27.32%
	营业成本 (亿元)	228.3	364.7	492.3	710.0	868.7
	毛利率	5.6%	41.0%	85.07%	87.16%	87.67%
DDR 系列	收入 (亿元)	31.74	195.31	1718.8	3265.6	4245.3
	YOY	73.7%	515.4%	780.0%	90.0%	30.0%
	销量 yoy	12.3%	282.2%	300.0%	90.0%	30.0%
	单位价格 yoy	54.7%	61.0%	120.0%	0.0%	0.0%
	营业成本 (亿元)	40.27	113.50	206.25	326.56	424.53
	毛利率	-26.9%	41.9%	88.0%	90.0%	90.0%
LPDDR 系列	收入 (亿元)	197.983	407.0	1546.7	2230.4	2756.8
	YOY	193.0%	105.6%	280.0%	44.2%	23.6%
	销量 yoy	89.5%	65.2%	90.0%	40.0%	20.0%
	单位价格 yoy	54.6%	24.5%	100.0%	3.0%	3.0%
	营业成本 (亿元)	200.42	255.41	262.94	356.86	413.51
	毛利率	-1.2%	37.3%	83.0%	84.0%	85.0%
其他产品 及服务	收入 (亿元)	9.57	10.41	20.8	23.9	27.5
	YOY	99.3%	8.8%	100.0%	15.0%	15.0%
	营业成本 (亿元)	9.89	12.20	16.65	19.15	22.02
	毛利率	-3.4%	-17.2%	20.0%	20.0%	20.0%
其他 服务	收入 (亿元)	2.49	5.24	10.5	12.1	13.9
	YOY	939.4%	110.0%	100.0%	15.0%	15.0%
	营业成本 (亿元)	0.96	3.23	6.50	7.47	8.59
	毛利率	61.5%	38.4%	38.0%	38.0%	38.0%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

综合考虑业务范围及经营模式，我们选取 SK 海力士、三星电子和美光科技作为长鑫科技的可比公司。三家公司均布局 DRAM 业务，具备芯片研发、晶圆制造及规模化交付能力，与长鑫科技在主要产品及生产模式上具有可比性。截至 2026 年 9 月 27 日，三家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 9 倍、5 倍和 5 倍。长鑫科技同期对应 PE 分别为 20 倍、12 倍和 9 倍。作为国内存储 IDM 龙头，公司正处于国产替代加速推进和产能扩张阶段，收入规模较海外头部厂商仍有差距，具备较大的成长空间。

表 12：可比公司估值

证券代码	公司简称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000660.KS	SK hynix	9198.58	300.93	1741.04	2420.10	2638.95	31	5	4	3
MU.O	Micron	7282.88	51.42	493.03	1020.89	1156.37	142	15	7	6
005930.KS	Samsung	1410.42	32.92	240.70	353.22	373.06	43	6	4	4
平均值							72	9	5	5
688825.SH	长鑫科技	56.20	0.03	2.82	4.89	6.33	1804	20	12	9

数据来源：wind、长鑫科技招股说明书，西南证券整理，截至 2026/9/27

5 风险提示

DRAM 价格大幅波动风险：DRAM 行业具有较强周期性，产品价格受供需格局、库存水平及主要厂商产能调整影响较大。若行业供给释放快于需求增长，或下游客户进入去库存阶段，可能导致产品价格下跌，并通过毛利率下降及存货跌价损失影响公司盈利。

AI 及服务器需求不及预期风险：若全球云厂商资本开支、AI 服务器建设或服务器内存容量升级不及预期，可能影响大容量 DDR5 等产品需求及公司服务器业务增长。若智能手机、个人电脑等终端需求同步走弱，亦可能影响公司产品出货及新增产能消化。

技术研发及客户认证不及预期风险：DRAM 工艺及产品迭代快，对研发投入、制造良率和客户验证要求较高。若公司新一代工艺、LPDDR6 及 HBM 等产品研发、良率提升或客户认证进度不及预期，可能延缓新产品产业化，影响产品结构升级、市场拓展及成本改善。

产能扩张与折旧压力风险：DRAM 制造资本投入大，新增产线投产及在建工程转固将增加折旧负担。若设备导入、产线建设或良率爬坡进度不及预期，可能延后产能释放；若下游需求或订单承接不足，产能利用率下降可能削弱固定成本摊薄效果，增加盈利及现金流压力。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	617.99	3296.78	5532.01	7043.46	净利润	71.44	1915.82	3318.57	4298.97
营业成本	364.65	492.34	710.04	868.66	折旧与摊销	270.12	129.81	139.20	150.47
营业税金及附加	3.51	18.70	31.38	39.96	财务费用	29.54	20.15	19.41	-1.78
销售费用	3.37	29.52	43.37	55.03	资产减值损失	-7.55	-49.99	-27.39	-28.31
管理与研发费用	162.24	824.19	1327.68	1620.00	经营营运资本变动	-102.27	-837.57	-409.35	-412.14
财务费用	29.54	20.15	19.41	-1.78	其他	103.91	59.87	24.85	26.87
资产减值损失	-7.55	-49.99	-27.39	-28.31	经营活动现金流净额	365.20	1238.09	3065.28	4034.08
投资收益	-0.68	0.00	0.00	0.00	资本支出	-222.86	-240.00	-180.00	-150.00
公允价值变动损益	3.72	0.97	0.65	0.97	其他	-645.37	0.97	0.65	0.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-868.23	-239.03	-179.35	-149.03
营业利润	77.21	1962.83	3428.17	4490.88	短期借款	78.79	-0.76	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.20	0.07	0.15	0.17	长期借款	228.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	77.01	1962.91	3428.32	4491.05	股权融资	133.60	666.07	0.00	0.00
所得税	5.57	47.08	109.75	192.08	支付股利	0.00	-383.16	-995.57	-1327.43
净利润	71.44	1915.82	3318.57	4298.97	其他	20.50	-172.81	10.50	13.04
少数股东损益	52.69	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	461.21	109.34	-985.07	-1314.39
归属母公司股东净利润	18.75	1915.82	3318.57	4298.97	现金流量净额	-47.10	1108.40	1900.85	2570.66
资产负债表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	519.90	1628.30	3529.15	6099.81	成长能力				
应收和预付款项	16.17	84.14	139.64	177.70	销售收入增长率	155.60%	433.47%	67.80%	27.32%
存货	285.68	443.03	602.95	738.28	营业利润增长率	186.08%	2442.29%	74.65%	31.00%
其他流动资产	288.11	842.67	1135.83	1448.45	净利润增长率	178.93%	2581.63%	73.22%	29.54%
长期股权投资	15.20	15.20	15.20	15.20	EBITDA 增长率	300.56%	460.62%	69.76%	29.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2148.14	2269.25	2320.97	2331.43	毛利率	40.99%	85.07%	87.16%	87.67%
无形资产和开发支出	42.78	32.86	22.94	13.02	三费率	31.58%	26.51%	25.13%	23.76%
其他非流动资产	51.88	50.88	49.87	48.87	净利率	11.56%	58.11%	59.99%	61.03%
资产总计	3367.85	5366.32	7816.54	10872.74	ROE	4.64%	51.24%	54.75%	47.59%
短期借款	96.76	96.00	96.00	96.00	ROA	2.12%	35.70%	42.46%	39.54%
应付和预收款项	128.05	205.15	302.47	375.87	ROIC	4.55%	59.29%	71.49%	76.15%
长期借款	1188.25	1188.25	1188.25	1188.25	EBITDA/销售收入	60.98%	64.09%	64.84%	65.87%
其他负债	413.79	138.27	168.17	179.43	营运能力				
负债合计	1826.85	1627.67	1754.89	1839.55	总资产周转率	0.20	0.75	0.84	0.75
股本	601.93	678.84	678.84	678.84	固定资产周转率	0.37	1.78	2.87	3.47
资本公积	331.04	920.19	920.19	920.19	应收账款周转率	36.49	67.96	50.56	45.20
留存收益	-366.50	1166.15	3489.15	6460.69	存货周转率	1.44	1.30	1.31	1.26
归属母公司股东权益	567.54	2765.19	5088.19	8059.73	销售商品提供劳务收到现金营业收入	106.16%	—	—	—
少数股东权益	973.46	973.46	973.46	973.46	资本结构				
股东权益合计	1541.00	3738.65	6061.65	9033.19	资产负债率	54.24%	30.33%	22.45%	16.92%
负债和股东权益合计	3367.85	5366.32	7816.54	10872.74	带息债务/总负债	70.34%	78.90%	73.18%	69.81%
					流动比率	2.10	9.96	13.57	17.94
					速动比率	1.56	8.48	12.06	16.37
					股利支付率	0.00%	20.00%	30.00%	48.00%
					每股指标				
					每股收益	0.03	2.82	4.89	6.33
					每股净资产	0.84	4.07	7.50	11.87
					每股经营现金	0.54	1.82	4.52	5.94
					每股股利	0.00	0.56	1.47	1.96
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	376.87	2112.79	3586.77	4639.57					
PE	1804.31	19.91	11.50	8.87					
PB	67.22	13.80	7.50	4.73					
PS	61.73	11.57	6.90	5.42					
EV/EBITDA	91.61	17.78	9.94	7.13					
股息率	0.00%	1.00%	2.61%	3.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（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，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn