

美光

MU US

美国科技行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 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

2027/28 年供需更趋紧张

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 10 月 1 日发布的题为“Tighter demand-supply in 2027/28”的报告，美光 FY4Q 每股收益及 FY1Q 指引均高于市场一致预期，受强劲的内存平均售价（ASP）及出色执行力驱动。FY1Q 收入指引为 615 亿美元（高于市场一致预期 8%），毛利率为 86.25%，每股收益为 38.15 美元（高于市场一致预期 7%）。FY1Q 毛利率环比下降 75 个基点，主要由于员工奖金薪酬成本上升（影响约 10 亿美元）。然而，公司指引 FY1Q 将为 FY27 毛利率的底部，此后将随年内剩余时间温和的价格上涨而逐步恢复。公司预计，与 FY26 相比，未来两年的内存供需状况将显著趋紧。FY26 资本开支为 27.4 美元（同比增长 95%），并指引 FY27 资本开支将达 500 亿美元以上，其中大部分增量资本将用于建设洁净室空间，以供 2028 年及以后使用。

- FY4Q 收入为 542 亿美元，环比增长 31%，高于市场一致预期 5%。毛利率为 87.0%（FY3Q 为 84.9%）。每股收益为 33.4 美元，环比增长 33%，高于市场一致预期 6%。
- DRAM 收入为 398 亿美元（占总收入 73%），环比增长 27%，其中位出货量环比增长中个位数百分比，ASP 上涨高十几个百分点。Non-GAAP 毛利率为 87.0%，（FY3Q 为 84.9%）。企业级 SSD（eSSD）收入为 100 亿美元，占 NAND 总收入的 70%。
- 公司表示，自上次业绩电话会以来，行业需求已增强，并指引 FY27 及 FY28 的内存供需将较 FY26 大幅趋紧。
- 美光目前已签署总计 26 项战略客户协议（SCA），而上一季度为 16 项，这些协议到 2030 年将占其收入的 35%。其中 75% 的收入具有明确的定价框架，包含价格下限与上限区间；其余 25% 的收入则根据市场价格定期协商定价。
- 剩余履约义务（RPO）是这些 SCA 项下未来收入的关键指标，已从 6 月的 1,000 亿美元增至 1,500 亿美元。
- 任何涉及定价的新 SCA 讨论，均基于当前市场状况协商更高的定价。对于这 26 项已签署的 SCA，客户的财务承诺规模已达 320 亿美元（6 月为 220 亿美元）。
- 美光还已完成其 2027 年大部分 HBM 位供应的谈判，并实现 ASP 大幅提升，预计这将缩小与传统 DRAM 之间的毛利率差距。

- 对于 2027 及 2028 年，美光预计行业 DRAM 和 NAND 位出货量将分别增长低 20%和中 20%区间，并指引行业在这两年仍将维持供应受限。即使行业增加了额外的洁净室空间扩建计划，鉴于强劲的需求趋势（包括客户提出的新增上行需求），公司仍无法判断供需何时能够恢复平衡。这是因为晶圆厂的产能爬坡需要时间，且仅会在初始产出后的几个季度后才逐步具备较大影响。
- 美光指引将自 2026 年 12 月 9 日起提高股东资本回报，并预计将 100%的超额现金返还给股东。

催化因素

除英伟达外，美光还获得包括 AWS、Marvell 和博通在内的 ASIC 客户采用其 HBM3E 产品。公司已向客户交付 HBM4 样品，并计划自 2026 年二季度开始向英伟达 Rubin GPU 供货。预计美光 HBM 市占率将在 2026/2027 财年稳定在 11%水平（2025 财年为 19%），并于 2027 财年升至 16%（2024 财年为 3%）。成功通过英伟达认证、HBM4 量产、美国/新加坡/日本/印度新厂投产、传统 DRAM 供需紧平衡及 NAND 复苏将成为股价催化因素。。

投资风险

投资风险包括：(一)云端超大规模资本支出大幅放缓；(二)PC/智能手机/服务器需求复苏乏力或慢于预期；(三)关税政策不确定性及地缘政治风险；(四)传统 DRAM 产品需求及价格回调；(五)中国竞争加剧及中高端存储市场可能出现的份额流失。

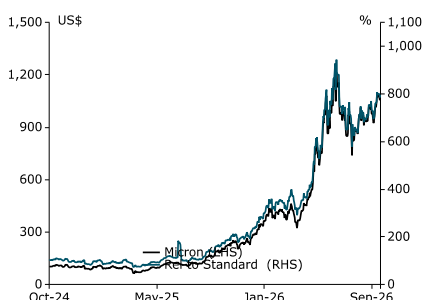
公司概况

美光为全球第三大存储产品供应商，主营 DRAM 及 NAND 产品，其中 DRAM 占营收 77%、NAND 占 22%（2025 财年预测）。按营收计，公司为全球第三大 DRAM 及第四大 NAND 供应商（截至 2025 年）。近年 DRAM 占比提升（十年前为 60%）主要得益于 HBM 等高均价产品销量增长。

收入按产品分类		收入按地区分类	
云存储业务部	36.2%	美洲	65.0%
移动及客户端业务部	31.7%	亚洲	32.8%
核心数据中心业务部	19.3%	欧洲	1.7%
汽车及嵌入式业务部	12.7%	中东及非洲	0.5%

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源：彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 9 月 30 日): 1065.11 美元

12 个月最高/最低价: 1213.56 美元/
167.32 美元

市值: 12028.90 亿美元

3 个月日均成交额: 329.80 亿美元

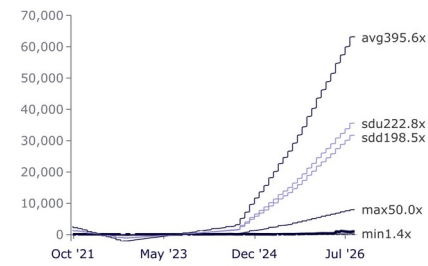
市场共识目标价（路孚特）: 1446.23 美元

主要股东:

先锋领航 9.28%

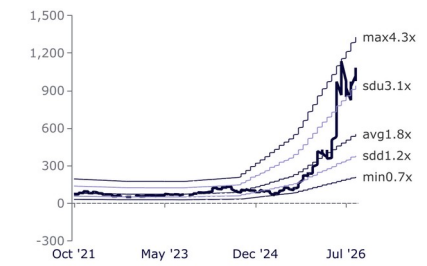
贝莱德 8.23%

市盈率区间



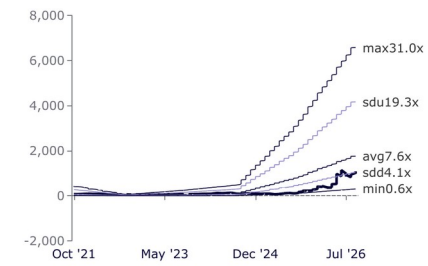
资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
SK 海力士	000660 KS	9520.9	1776000.00	30.1	4.9	4.1	10.7	3.7	2.2	0.2	3.7	5.6	44.2	112.3	67.1

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 9 月 30 日的收盘价。Icc: 当地货币

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。