交银国际研究

公司更新

科技

收盘价	目标价	潜在涨幅
韩元 1418000	韩元 2850000个	+101.0%

2026 年 11 月 2 日

SK 海力士 (000660 KR)

存储供不应求或持续，股东回报或有望支撑股价企稳

- **营收/毛利/经营利润超预期，4 季度 DRAM 出货量指引环比继续高速增长**: 3Q26 公司营收/毛利/经营利润分别为 104.6/89.7/83.3 万亿韩元，均超过 VA 市场一致预期的 99.5/84.7/78.3 万亿韩元。当季 GPM/OPM 分别为 85.7%/79.7%，亦超一致预期的 85.1%/78.7%。我们认为，2 季度业绩后，近期市场对 SK 海力士的盈利预期随股价表现下调明显。净利润 39.8 万亿韩元，低于一致预期的 59.5 万亿韩元。管理层认为主要受韩元升值造成的汇兑损失和投资资产估值损失等影响，非经营性净支出为 32.6 万亿韩元。分产品看，DRAM 比特出货量环比约+10%，ASP 环比增幅处于 20%区间高段；NAND 比特出货量环比小幅下降，ASP 环比约+25%。展望 4Q26，管理层指引 DRAM 比特出货量环比增长约 25%（Mid-20%），指引 NAND 比特出货环比增约 5%（中个位数）。展望 2027 年，管理层指引 DRAM 比特可达到需求同比增长 25%左右， NAND 比特可达到需求同比约+15%。管理层同时提到公司已经中止 Solidigm 上市计划。
- **2026 年财年 100 万亿韩元股东回报或帮助股价企稳**: 管理层宣布 2026 年一共返还 100 万亿韩元的股东回报。其中超过 30 万亿韩元或通过分红形式，而超过 60 万亿韩元为股票回购并注销。管理层称该 60 万亿韩元包括 8 月宣布的 40 万亿韩元的回购，而该回购额度已与 10 月下旬前后完成。管理层同时提到，以特别分红形式返还铠侠投资收益。考虑到公司之前提到或返还超过一半的自由现金流，我们认为 2027 财年公司股东回报有望超过 100 万亿韩元。
- **上调目标价到 285 万韩元:** 我们认为，存储器相关虽然股价近半年波动较大，但公司基本面向好和 DRAM/NAND 总体供不应求的趋势不改。我们上调 SK 海力士 2026/27/28 年营收预测到 373.4/614.1/713.6 万亿韩元（前值 364.7/561.3/659.4 万亿韩元），同时调整毛利率到 84.4%/86.7%/86.9%（前值 84.3%/86.4%/85.9%），调整摊薄后 EPS 到 36.3/54.5/63.6 万韩元（前值 39.1/49.9/58.4 万韩元）。我们维持以 10.6 倍 23-28 年平均 EPS 得到目标价 285 万韩元目标价，维持**买入**。管理层认为公司股价吸引，考虑到公司当前股价对应约不到 3 倍 2027 年市盈率，我们认为管理层对股价的判断合理。

财务数据一览

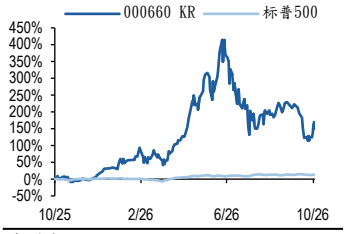
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (十亿韩元)	66,193	97,147	373,362	614,105	713,594
同比增长 (%)	102.0	46.8	284.3	64.5	16.2
净利润 (十亿韩元)	19,789	42,945	260,261	393,293	459,318
每股盈利 (韩元)	28,732	62,101	364,127	544,728	636,175
同比增长 (%)	-316.9	116.1	486.3	49.6	16.8
前EPS预测值 (韩元)			392,573.61	500,346.19	585,237.28
调整幅度 (%)			-7.2	8.9	8.7
市盈率 (倍)	49.4	22.8	3.9	2.6	2.2
每股账面净值 (韩元)	104,114	169,605	492,723	806,892	1,100,269
市账率 (倍)	13.62	8.36	2.88	1.76	1.29

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (韩元)	2,919,000.00
52周低位 (韩元)	519,000.00
市值 (十亿韩元)	1,033.54
日均成交量 (百万)	3.86
年初至今变化 (%)	117.82
200天平均价 (韩元)	1,791,350.75

资料来源：FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com

(852) 3766 1867

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 https://research.bocomgroup.com

总体看，我们认为市场对于 SK 海力士的业绩预期在 2Q26 业绩会之后出现明显下调，而本次业绩明显超过之前市场预期，叠加公司对于股东回报的明确指引，或有助于股价企稳。我们看到，主要加速器厂商近期因为 DRAM 的产能不足下调 HBM/SOCAMM2 等配置，我们认为总体存储供不应求或持续。我们维持 DRAM/NAND 至少在 4Q27 之前供不应求/价格上升的基本判断。

长协进展和存储供需展望

管理层指出存储市场供应跟不上需求或持续，供应受限的局面或持续到 2030 年。我们认为 2028 后存储市场的供需关系仍有待进一步观察。截至本次业绩会，公司已与 14 家主要客户签署长期供应协议（LTA），较 2Q26 披露的约 10 家进一步增加。已锁定的 LTA 供应量相当于 2027 年及 2028 年总产能的 50%以上。管理层重申长协 5 年的时限，我们认为长协或帮助公司之后业绩波动减小。

产品和技术发展路线

管理层提到 M15X 工厂或在 2026 年底达到满产，并指出 HBM4 发货量或在 4Q26 超过 HBM3e 成为公司 HBM 的旗舰产品。公司与主要客户对于 2027 年 HBM 的定价/供货协议谈判已经进入尾声，并指 HBM 与传统 DRAM 之间利润率差或在 2027 年进一步缩小，符合我们之前的预期。管理层重申 1c 制程比例或显著上升，但未透露 1c 制程之后的产品进展。

NAND 方面，管理层提到或加大 321 层企业级 SSD 的供应，并通过 HBF 技术在中长期优化 KV Cache 的分层系统。

资本开支与产能预测

管理层本次未对 2026 年及之后的资本开支做出明确指引，但提到 2027 年资本开支或显著高于 2026 年。我们调整 2026/27/28 资本开支到 46.7/79.6/95.6 万亿韩元（前值 48.3/81.4/97.2 万亿韩元）。

我们认为公司在龙仁的超级工厂和 M15X 工厂建设或快于之前市场预期。我们预测公司 2026/27/28 年底 DRAM 产能分别为 57.5/65.5/74.0 万片每月，预测 NAND 产能分别为 21.0/23.0/25.5 万片每月。

自由现金流与股东回报

自由现金流方面，我们预测公司 2026/27/28 全年自由现金流分别为 259/303/324 万亿韩元，我们因此预测之后公司股东回报力度或进一步加大。

至于现金分红与股票回购注销的比例分配问题，公司提到会参考股价变化，以及全球可比成长型公司的股息率确定公司分红占比。按照 2026 年 100 万亿股东回报和公司目前接近 1000 万亿韩元的市值计算，我们认为公司的股东回报力度在全球同类企业内处于领先地位。

图表 1: SK 海力士 3Q26 业绩

十亿韩元	3Q26	3Q25	同比	2Q26	环比	VA 一致预测	差异
营业收入	104,615	24,449	328%	79,319	32%	99,504	5%
毛利润	89,653	14,029	539%	65,991	36%	84,716	6%
营业利润	83,334	11,383	632%	60,543	38%	78,279	6%
净利润	39,776	12,598	216%	93,923	(58%)	59,462	(33%)
基本 EPS（韩元）	54,773	18,242	200%	132,126	(59%)	82,507	(34%)
利润率			百分点		百分点		百分点
毛利率	85.7%	57.4%	28.3	83.2%	2.5	85.1%	0.6
营业利润率	79.7%	46.6%	33.1	76.3%	3.3	78.7%	1.0
净利率	38.0%	51.8%	(13.8)	118.4%	(80.4)	59.8%	(21.7)

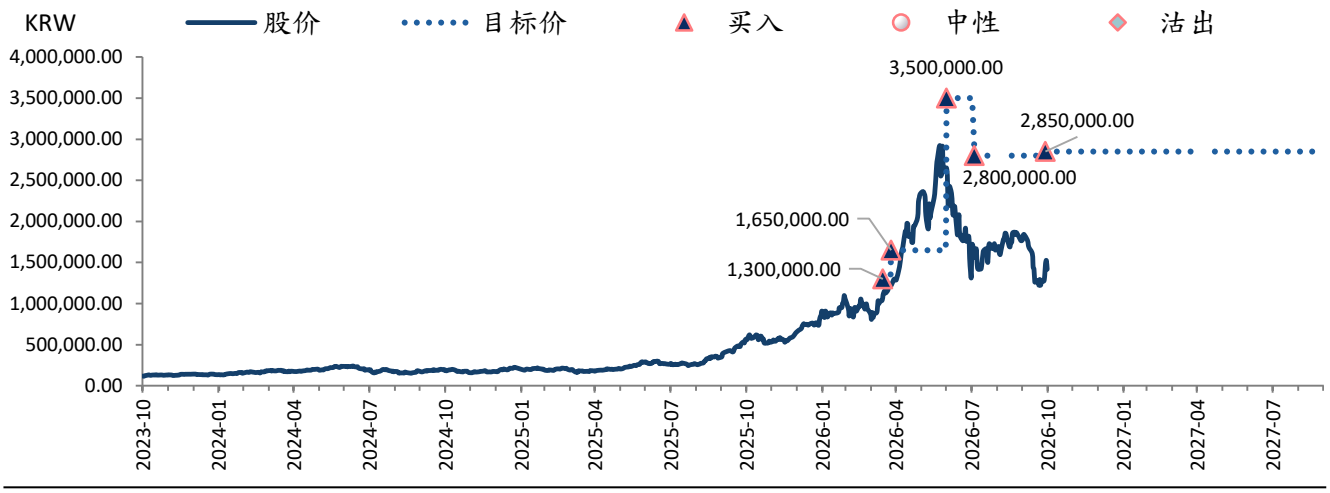
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: SK 海力士盈利预测调整

	FY2026E			FY2027E			FY2028E		
十亿韩元	**新预测**	**旧预测**	**差异**	**新预测**	**旧预测**	**差异**	**新预测**	**旧预测**	**差异**
营业收入	373,362	364,687	2%	614,105	561,344	9%	713,594	659,365	8%
毛利润	315,300	307,486	3%	532,572	484,842	10%	620,188	566,143	10%
营业利润	294,019	286,727	3%	506,862	458,327	11%	586,148	531,398	10%
净利润	260,260	278,237	(6%)	393,293	355,246	11%	459,318	415,518	11%
摊薄 EPS（韩元）	362,984	390,782	(7%)	544,728	498,941	9%	636,175	583,593	9%
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	84.4%	84.3%	0.1	86.7%	86.4%	0.4	86.9%	85.9%	1.0
营业利润率	78.7%	78.6%	0.1	82.5%	81.6%	0.9	82.1%	80.6%	1.5
净利率	69.7%	76.3%	(6.6)	64.0%	63.3%	0.8	64.4%	63.0%	1.3

资料来源：交银国际预测

图表 3: SK 海力士 (000660 KR)评级及目标价



资料来源: Factset，交银国际预测

图表 4:交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1810 HK	小米集团	中性	26.48	31.70	19.7%	2026 年 10 月 16 日	消费电子
TSM US	台积电	买入	431.81	550.00	27.4%	2026 年 10 月 20 日	晶圆代工
1347 HK	华虹宏力	买入	60.70	160.00	163.6%	2026 年 08 月 17 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	42.98	108.00	151.3%	2026 年 08 月 17 日	晶圆代工
300308 CH	中际旭创	买入	553.00	1488.00	169.1%	2026 年 09 月 01 日	硬件设备-光通信
600 HK	爱芯元智	买入	16.86	37.00	119.5%	2026 年 10 月 21 日	半导体设计
NVDA US	英伟达	买入	213.66	325.00	52.1%	2026 年 08 月 28 日	半导体设计
603986 CH	兆易创新	买入	257.80	687.00	166.5%	2026 年 08 月 20 日	半导体设计
AVGO US	博通	买入	345.00	500.00	44.9%	2026 年 06 月 08 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	82.45	109.00	32.2%	2026 年 08 月 25 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	566.42	560.00	-1.1%	2026 年 08 月 07 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	50.10	78.00	55.7%	2026 年 09 月 02 日	半导体设计
000660 KR	SK 海力士	买入	1418000.00	2850000.00	101.0%	2026 年 11 月 02 日	存储芯片
002371 CH	北方华创	买入	478.74	828.00	73.0%	2026 年 08 月 28 日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	213.69	420.00	96.5%	2026 年 08 月 21 日	半导体设备

资料来源: Factset，交银国际预测 数据截至 2026 年 10 月 30 日

财务数据

损益表 (十亿韩元)

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	66,193	97,147	373,362	614,105	713,594
主营业务成本	(34,365)	(38,457)	(58,063)	(81,533)	(93,406)
毛利	**31,828**	**58,690**	**315,300**	**532,572**	**620,188**
销售及管理费用	(8,361)	(11,484)	(21,281)	(25,710)	(34,040)
经营利润	**23,467**	**47,207**	**294,019**	**506,862**	**586,148**
财务成本净额	(853)	5,868	5,828	(6,000)	(12,000)
其他非经营净收入/费用	1,271	(2,609)	35,720	0	0
税前利润	**23,885**	**50,465**	**335,567**	**500,862**	**574,148**
税费	(4,088)	(7,517)	(75,306)	(107,569)	(114,830)
非控股权益	(8)	(3)	0	0	0
净利润	**19,789**	**42,945**	**260,261**	**393,293**	**459,318**
作每股收益计算的净利润	19,789	42,945	260,261	393,293	459,318
Non-GAAP标准的净利润	19,789	42,945	260,261	393,293	459,318

资产负债简表 (十亿韩元)

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11,205	17,865	193,898	337,962	418,900
有价证券	2,951	17,077	21,004	21,004	21,004
应收账款及票据	13,312	18,199	70,637	97,845	155,357
存货	13,314	14,289	20,753	24,053	31,029
其他流动资产	1,497	2,028	3,000	3,000	3,000
总流动资产	**42,279**	**69,458**	**309,292**	**483,865**	**629,290**
物业、厂房及设备	60,157	77,503	108,113	166,877	236,957
无形资产	4,019	4,049	4,359	4,719	5,108
合资企业/联营公司投资	4,041	9,574	10,671	10,711	10,751
其他长期资产	9,359	15,524	10,469	10,838	11,236
总长期资产	**77,576**	**106,650**	**133,612**	**193,144**	**264,052**
总资产	**119,855**	**176,108**	**442,904**	**677,008**	**893,342**
短期贷款	5,252	11,100	9,000	9,000	9,000
应付账款	9,244	11,214	1,597	1,548	1,613
其他短期负债	10,469	9,671	6,000	6,000	6,000
总流动负债	**24,965**	**31,985**	**16,597**	**16,548**	**16,613**
长期贷款	17,431	11,828	9,649	17,005	23,853
其他长期负债	3,543	11,628	63,356	60,860	58,461
总长期负债	**20,974**	**23,456**	**73,005**	**77,865**	**82,314**
总负债	**45,940**	**55,441**	**89,602**	**94,412**	**98,928**
股本	8,145	12,612	55,088	55,088	55,088
储备及其他资本项目	65,759	108,035	298,195	527,488	739,306
股东权益	**73,903**	**120,647**	**353,283**	**582,576**	**794,394**
非控股权益	12	20	20	20	20
总权益	**73,916**	**120,667**	**353,303**	**582,596**	**794,414**

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (十亿韩元)

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	19,797	42,948	260,260	393,293	459,318
折旧及摊销	12,582	13,931	16,863	20,816	25,500
营运资本变动	(6,035)	(7,706)	(63,929)	(30,557)	(64,423)
利息调整	1,000	486	205	0	0
税费	4,088	7,303	4,386	0	0
其他经营活动现金流	(1,637)	(17,556)	87,809	(728)	(788)
经营活动现金流	**29,796**	**39,406**	**305,593**	**382,825**	**419,608**
资本开支	(15,898)	(27,519)	(46,668)	(79,580)	(95,580)
投资活动	(1,432)	(14,200)	(5,024)	(40)	(40)
其他投资活动现金流	(674)	(3,497)	(42,945)	0	0
投资活动现金流	**(18,005)**	**(45,217)**	**(94,637)**	**(79,620)**	**(95,620)**
负债净变动	(7,376)	8,143	(4,904)	7,356	6,848
权益净变动	100	4,248	14,476	(116,000)	(165,000)
股息	(826)	(1,681)	(15,866)	(48,000)	(82,500)
其他融资活动现金流	(602)	(12,155)	(33,182)	(2,496)	(2,398)
融资活动现金流	**(8,704)**	**(1,445)**	**(39,476)**	**(159,140)**	**(243,050)**
汇率收益/损失	530	(85)	0	0	0
年初现金	**7,587**	**11,205**	**17,865**	**193,898**	**337,962**
年末现金	**11,205**	**17,865**	**193,898**	**337,962**	**418,900**

财务比率

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(韩元)					
核心每股收益	28,732	62,101	364,127	544,728	636,175
全面摊薄每股收益	28,732	62,101	364,127	544,728	636,175
Non-GAAP标准下的每股收益	28,419	60,371	362,984	544,728	636,175
每股账面值	104,114	169,605	492,723	806,892	1,100,269
利润率分析(%)					
毛利率	48.1	60.4	84.4	86.7	86.9
净利率	29.9	44.2	69.7	64.0	64.4
盈利能力(%)					
ROA	18.0	29.0	84.1	70.2	58.5
ROE	31.1	44.2	109.8	84.0	66.7
其他					
净负债权益比(%)	15.5	4.2	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.7	2.2	18.6	29.2	37.9
存货周转天数	142.3	131.0	110.1	100.3	107.6
应收账款周转天数	55.9	59.2	43.4	50.1	64.8
应付账款周转天数	76.4	97.1	40.3	7.0	6.2

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点幷无直接或间接关系;iii)对于提及的证券或其发行者，他们幷无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：ｉ）他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii）他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii）他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i）分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii）某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii）惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、山东快驴科技发展股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海擎达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、趋势科技（北京）股份有限公司、北京深演智能科技股份有限公司、Yangtuo Holdings Inc.、星环信息科技(上海)股份有限公司、苏州登临科技股份有限公司、深圳市远信储能技术股份有限公司及赣州和美药业股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示幷保证其根据下述的条件下有权获得本报告，幷且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，幷且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、幷可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当幷提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告幷非旨在包含投资者所需要的所有信息，幷可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而幷非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。