

短期情绪错杀，长期版图重塑

华泰研究

中报点评

2026 年 8 月 01 日 | 韩国

SK 海力士 7/29 发布 26Q2 财报，营收 79.3 万亿韩元，同环比+257/51%，不及彭博一致预期（下同）的 83.9 万亿韩元；毛利率 83.2%，环比+4pct，营业利润 60.5 万亿韩元，同环比+557/61%，不及预期的 64.2 万亿韩元，DRAM ASP 环比增速放缓。我们认为业绩不及预期鉴于：1) 在 HBM 与通用 DRAM 利润率倒挂下，出货倾斜于 HBM 致牺牲利润；2) LTA 原为锁价锁量锁利润，但情绪反转下引发价格触顶担忧。美股 ADR 盘后一度重挫约 9%，韩股收盘跌幅达约 10%。管理层强调已充分认知资本市场对股东回报的关切，目前正评估并计划于年内披露。但 SK 集团会长崔泰源 7/30 买入 3620 股 SK 海力士被视为重大提振，7/31 收盘涨约 30%。维持买入。

HBM 高占比和 LTA 拖累利润率，NAND 321 层或为主力

26Q2 DRAM 营收 58 万亿韩元，同环比+238/41%，占总营收的 73%，不及预期的 63 万亿韩元。ASP 环比增长约 30%，对比 Q1 约 65%，或反映通用 DRAM 价格涨幅环比放缓，及利润率倒挂下，海力士 HBM 高占比或成拖累。Q2 出货量环比增长高个位数，公司指引 Q3 DRAM 出货环比增长约 10%。公司已与包括核心战略伙伴在内约 10 家客户敲定 LTA，但并未透露协议价格细节。公司也表示已于 Q2 启动 HBM4 量产出货，并将在下半年逐步提升产能，目前已开始与主要客户就 27 年 HBM 供应进行讨论。26Q2 NAND 营收 21 万亿韩元，同环比+359/94%，占总营收的 27%，超预期的 20 万亿韩元。ASP 环比增长约 55%，出货量环比增长约 15%，公司指引 Q3 NAND 出货将环比增长低个位数左右，321 层产品已占总产量中最大份额，并计划年底前该产品在本土产能中的占比扩大至约 50%。

短期超卖凸显估值吸引力，长线破局者或重构竞争版图

我们认为短期内 SK 海力士估值吸引。截至 7/30 公司 27E 一致预期 PE 已被压缩至约 2.6 倍（7/31 为 3.4 倍），远低于历史正常经营周期下 7.0 倍 Fwd PE 的平均水平（已剔除亏损期区间）。近期的非理性下挫主要归咎于交易面扰动与悲观情绪共振引发超卖，包括资金从韩股向美股 ADR 转移，以及去杠杆。我们强调，2026 年标志着 AI 产业从模型训练迈入推理变现的第二局开局，整体硬件板块的需求基本面并无实质性变化。我们也认为，近期围绕公司利润率的争议被“半空或半满”的市场情绪过度放大。在市场情绪高涨时，LTA 往往被视为锁定价格、出货量与利润的利好催化，但在当前悲观的视角下，或被市场看作对利润空间的封顶。此外，海力士为兑现对头部客户的长期承诺，战略性将产能向 HBM 倾斜，这一举措被解读为错失了近期通用 DRAM 毛利率倒挂所带来的利润。然而，我们认为两者也不是新的新闻。近期英伟达与海力士及 SK 集团分别签署合计约 USD 500bn 的多边协议（包含向海力士采购的 250bn 及与 SK 集团合作基础设施的 250bn），该事件被市场认为“循环融资”，进一步放大市场对资本开支及融资环境的隐忧。中长期看，我们认为 DRAM 的竞争格局正迎来实质性的破局者。据长鑫招股书，25Q4 长鑫在通用 DRAM 领域的全球市占率已突破 7%，并有望借助 IPO 融资与国产设备的崛起实现产能跃升。长鑫的入局或将打破原有三足鼎立的寡头垄断态势，其不仅直接挑战海外大厂过往高达 80% 的高毛利率，或也预示着 DRAM 单纯依靠涨价增厚利润的红利期即将退却。

下调目标价至 290 万韩元，对应 7.0x 27E PE，维持“买入”

我们下调 26/27/28E 净利润 2%/1%/5%至 209/300/329 万亿韩元。考虑到海力士虽已是 DRAM 龙头，盈利能力也从传统周期走向 AI 增长通道，但因长期或存在破局者，我们按照 27E 7x PE（前值 8.2x），下调目标价从 350 万韩元至 290 万韩元。

风险提示：竞争加剧，跨国政策和监管，芯片需求不及预期，技术路线变更。

投资评级(维持):

买入

目标价(韩元):

2,900,000.00

何翩翩

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

易楚妍

SAC No. S0570124070123
SFC No. BXH065

联系人

yichuyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

韩冬冰*

SAC No. S0570125070150

联系人

handongbing@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (韩元 截至 7 月 31 日)	1,718,000
市值 (韩元百万)	1,252,190,929
6 个月平均日成交额 (韩元百万)	8,687,505
52 周价格范围 (韩元)	243,980.48-2,987,000.00

股价走势图



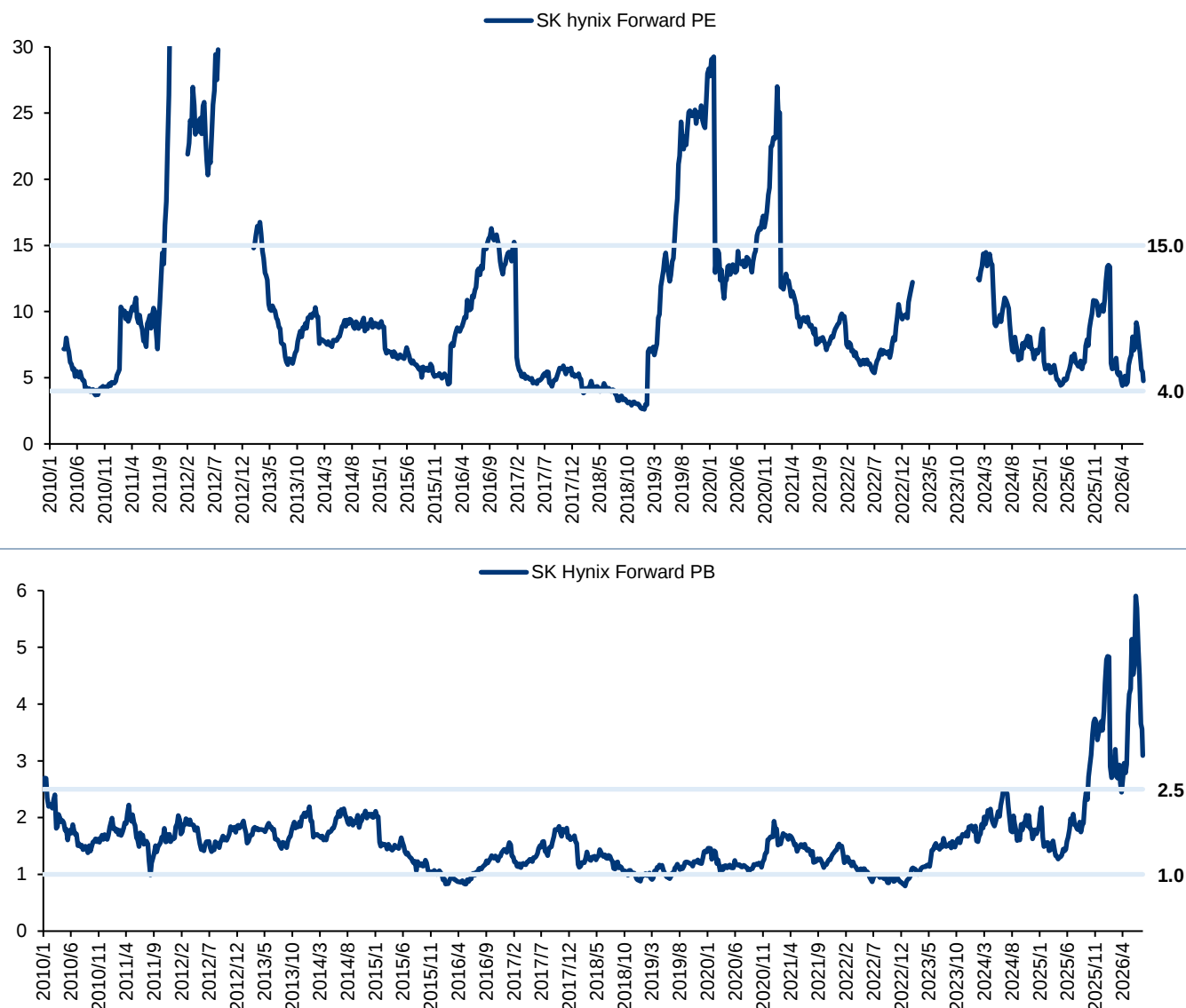
资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (韩元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (十亿)	97,147	332,970	474,132	547,022
+/-%	46.76	242.75	42.39	15.37
归属母公司净利润 (十亿)	42,919	209,231	299,627	328,729
+/-%	116.89	387.50	43.20	9.71
EPS (最新摊薄)	58,885	287,065	411,087	451,015
ROE (%)	44.15	87.26	59.76	41.10
PE (倍)	29.18	5.98	4.18	3.81
PB (倍)	10.39	3.49	1.95	1.31
EV EBITDA (倍)	21.21	4.27	2.20	1.40
股息率 (%)	0.17	0.84	1.20	1.31

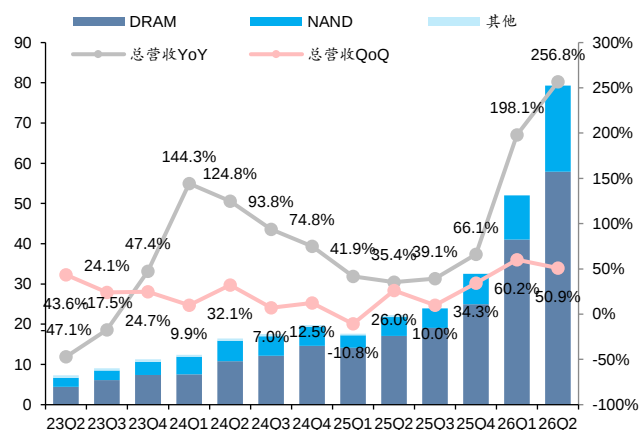
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: SK 海力士历史 Forward PE 和 Forward PB 估值



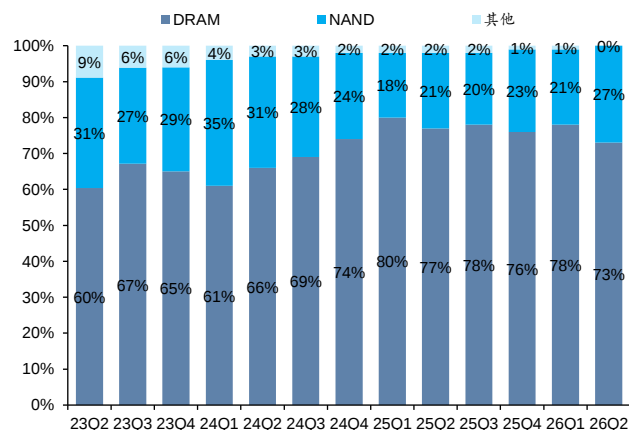
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表2: 公司分业务营收与总营收同比增速 (CY, 万亿韩元, %)



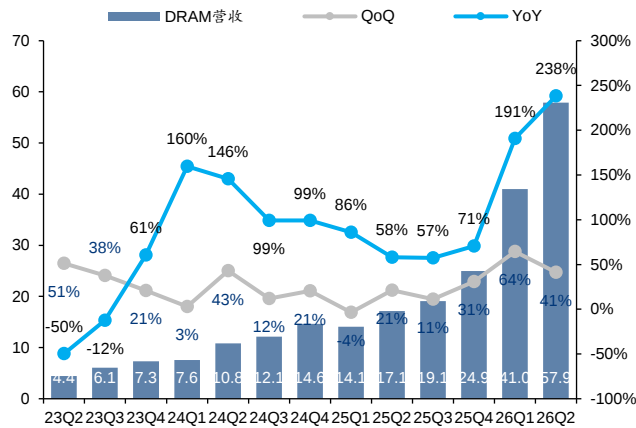
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 公司各业务营收占比 (CY, %)



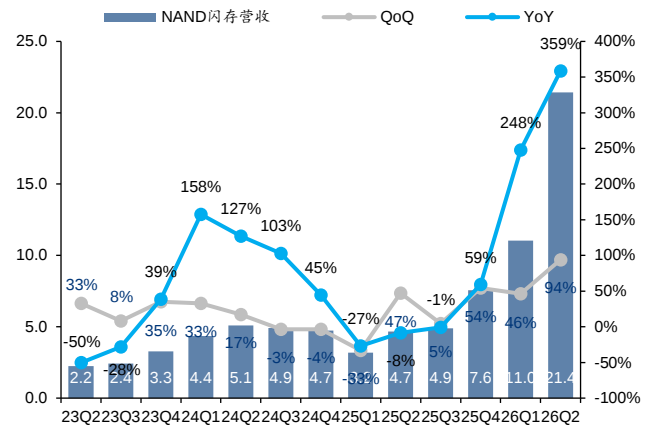
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表4：公司 DRAM 营收 (CY, 万亿韩元, %)



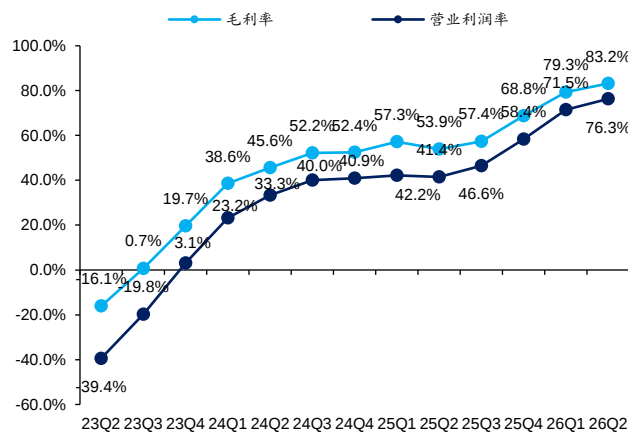
资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：公司 NAND 营收 (CY, 万亿韩元, %)



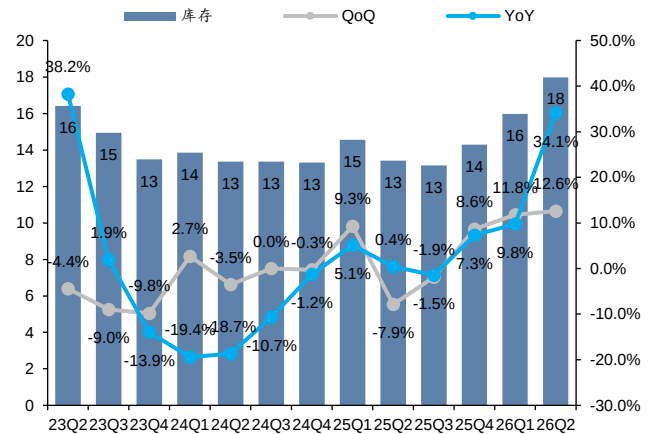
资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：公司盈利能力 (CY, %)



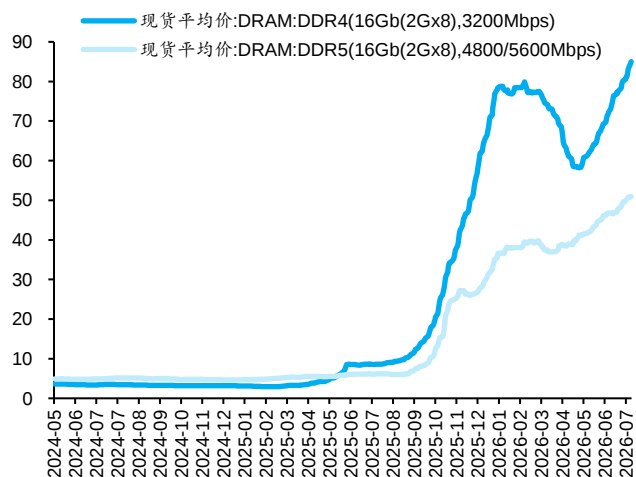
资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：公司库存情况 (CY, 万亿韩元, %)



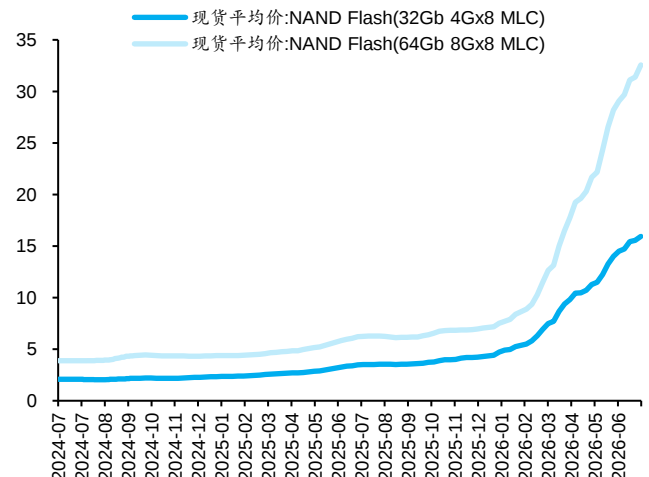
资料来源：公司公告、华泰研究

图表8：全球 DRAM 现货平均价走势 (单位：美元)



资料来源：Wind、DRAMexchange、华泰研究

图表9：全球 NAND Flash 现货平均价走势 (单位：美元)



资料来源：Wind、DRAMexchange、华泰研究

图表10：DRAM 行业供需平衡表

【华泰海外科技】DRAM Sufficiency测算表			
DRAM供应量	2025E	2026E	2027E
SK 海力士			
晶圆投入量 (千片/月)	484	583	660
良率	90%	91%	92%
单个DRAM die容量 (GB)	2.3	2.6	2.7
DRAM总产能 (mn GB)	10,815	15,455	19,178
占总产能比重 (%)	27.4%	30.7%	29.7%
美光			
晶圆投入量 (千片/月)	335	345	400
良率	91%	91%	92%
单个DRAM die容量 (GB)	2.5	2.9	2.9
DRAM总产能 (mn GB)	9,973	10,966	13,626
占总产能比重 (%)	25.3%	21.8%	21.1%
三星			
晶圆投入量 (千片/月)	665	683	730
良率	90%	91%	92%
单个DRAM die容量 (GB)	2.0	2.4	2.8
DRAM总产能 (mn GB)	14,329	17,791	23,405
占总产能比重 (%)	36.4%	35.4%	36.2%
其他DRAM供给 (mn GB)	4,297	6,078	8,443
DRAM总供给 (mn GB)	39,414	50,290	64,651
DRAM总供给 (mn Gb)	315,309	402,321	517,208

DRAM需求量	2025E	2026E	2027E
PC出货量 (百万台)	285.23	253.03	240.63
PC总DRAM内存量 (mn GB)	3,574	3,546	3,542
YoY	19%	-1%	0%
服务器出货量 (百万台)	15,344.48	17,185.81	19,935.54
服务器总DRAM内存量 (mn GB)	18,617	31,260	44,819
YoY	52%	68%	43%
AI服务器HBM	2,128	4,866	8,048
占比	5%	9%	12%
AI服务器DDR	2,444	9,957	15,400
占比	6%	18%	22%
普通服务器DRAM	14,044	16,437	21,371
占比	34%	30%	31%
移动设备出货量 (百万台)	1,262	1,100	1,067
移动设备总DRAM内存量 (mn GB)	11,369	11,548	11,763
其他总DRAM内存量 (包括存货调整)	7,396	7,659	8,964
DRAM总需求 (mn GB)	40,956	54,013	69,088
DRAM总需求 (mn Gb)	327,650	432,101	552,702
供给过剩/缺口	-3.8%	-6.9%	-6.4%

资料来源：华泰研究预测

图表11：HBM 和 NAND 行业供需平衡表

【华泰海外科技】HBM Sufficiency测算表			
HBM供应量	2025E	2026E	2027E
SK 海力士			
晶圆投入量 (千片/月)	135.0	190.0	270.0
产能利用率	100%	100%	100%
单晶圆切割HBM DRAM颗粒数 (颗)	442	442	442
HBM TSV及键合良率	70.0%	72.0%	72.0%
单个DRAM die容量 (GB)	3.00	3.00	3.00
HBM总产能 (K GB)	1,503,684	2,176,762	3,093,293
占总产能比重 (%)	68.9%	46.7%	42.1%
美光			
晶圆投入量 (千片/月)	40.00	80.00	140.00
产能利用率	100.0%	100.0%	100.0%
单晶圆切割HBM DRAM颗粒数 (颗)	442	442	442
HBM TSV及键合良率	65.0%	68.0%	70.0%
单个DRAM die容量 (GB)	3.00	3.00	3.00
HBM总产能 (K GB)	413,712	865,613	1,559,376
占总产能比重 (%)	19.0%	18.6%	21.2%
三星			
晶圆投入量 (千片/月)	100.00	170.00	260.00
产能利用率	40.0%	100.0%	100.0%
单晶圆切割HBM DRAM颗粒数 (颗)	442	442	442
HBM TSV及键合良率	50.0%	60.0%	65.0%
单个DRAM die容量 (GB)	2.50	3.00	3.00
HBM总产能 (K GB)	265,200	1,623,024	2,689,128
占总产能比重 (%)	12.2%	34.8%	36.6%
HBM总供给 (K GB)	2,182,596	4,665,398	7,341,797
HBM总供给 (mn Gb)	17,461	37,323	58,734
HBM需求量			
台积电月产能 (千片/月)	55.8	104.7	179.5
台积电动态CoWoS月产能 (千片/月)	50.0	71.0	
外溢至Amkor等的产能 (千片/月)	5.8	33.7	
CoWoS总产能 (千片)	669.0	1,256.0	2,153.4
平均单晶圆切出AI芯片数 (颗)	19.5	16.5	12.8
单卡平均HBM堆栈数量	6.4	7.1	7.6
每堆栈HBM容量 (GB)	25.53	33.10	38.28
HBM总需求 (K GB)	2,128,447	4,865,862	8,047,960
HBM总需求 (mn Gb)	17,028	38,927	64,384
		129%	65%
供给过剩/缺口	2.5%	-4.1%	-8.8%

【华泰海外科技】NAND Sufficiency测算表			
NAND供应量	2025E	2026E	2027E
三星			
晶圆投入量 (千片/月)	456	401	409
良率	92%	92%	92%
NAND总产能 (mn GB)	348,277	381,787	567,662
占总产能比重 (%)	33.3%	29.8%	32.7%
铠侠/闪迪 (西部数据)			
晶圆投入量 (千片/月)	413	435	483
良率	90%	92%	92%
NAND总产能 (mn GB)	279,909	365,583	477,281
占总产能比重 (%)	26.7%	28.5%	27.5%
SK 海力士			
晶圆投入量 (千片/月)	233	236	240
良率	92%	92%	92%
NAND总产能 (mn GB)	184,523	232,953	273,223
占总产能比重 (%)	17.6%	18.2%	15.7%
美光			
晶圆投入量 (千片/月)	130	133	139
良率	92%	92%	92%
NAND总产能 (mn GB)	123,790	131,067	158,540
占总产能比重 (%)	11.8%	10.2%	9.1%
其他NAND供给 (mn GB)	110,905	170,206	259,547
NAND总供给 (mn GB)	1,047,404	1,281,595	1,736,254
NAND总供给 (mn Gb)	8,379,236	10,252,764	13,890,030
增速		22%	35%
NAND需求量			
PC-laptops (mn GB)	19,256	19,641	20,553
YoY	15%	2%	5%
SSD-Servers&Storage (mn GB)	738,459	984,872	1,417,617
YoY	49%	33%	44%
Handsets (mn GB)	298,922	264,499	268,798
Automotives (mn GB)	11,876	14,713	16,054
Industrial Electronics (mn GB)	13,818	18,195	18,195
NAND总需求 (mn GB)	1,069,958	1,407,185	1,855,632
NAND总需求 (mn Gb)	8,559,666	11,257,479	14,845,057
供给过剩/缺口	-2.1%	-8.9%	-6.4%

资料来源：华泰研究预测

盈利预测与公司估值

我们维持 26/27E 营收为 333/474 万亿韩元，下调 28E 营收 5% 从 577 万亿韩元至 547 万亿韩元；我们下调 26/27/28E 净利润 2%/1%/5% 从 213/304/347 万亿韩元至 209/300/329 万亿韩元。我们下调 27E PE 至 7.0x（前值 8.2x），采用 25 年平均 Forward PE 约 7x 作为正常经营状态下的估值锚。考虑到海力士虽已是 DRAM 龙头，盈利能力也从传统周期走向 AI 增长通道，但因长期或存在破局者，我们按照 27E 7x PE，下调目标价从 350 万韩元至 290 万韩元。

图表12：SK 海力士盈利预测

十亿韩元	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	44,622	32,766	66,193	97,147	332,970	474,132	547,022
YoY	3.78%	-26.57%	102.02%	46.76%	242.75%	42.39%	15.37%
DRAM	28,521	20,849	45,174	74,904	252,269	358,743	423,826
YoY	-7.51%	-26.90%	116.67%	65.81%	236.79%	42.21%	18.14%
位元出货量 (mn GB)	7,032	8,021	10,167	13,099	16,154	17,458	21,204
ASP (韩元, 1Gb)	507	325	555	715	1,952	2,569	2,499
HBM				28,782	45,542	100,881	150,340
占 DRAM 比例				38.42%	18.05%	28.12%	35.47%
位元出货量 (mn GB)				1,504	2,121	2,914	3,685
ASP (韩元, 1Gb)				19,141	2,684	4,327	5,100
NAND	14,169	9,720	19,106	20,690	79,175	113,389	121,125
YoY	33.18%	-31.40%	96.57%	8.29%	282.67%	43.21%	6.82%
位元出货量 (mn GB)	134,787	159,346	176,853	206,293	231,458	262,498	276,615
ASP (韩元, 1GB)	105	61	108	100	342	432	438
毛利润	15,628	-533	31,828	58,691	273,194	392,110	437,656
毛利率	35.02%	-1.63%	48.08%	60.41%	82.05%	82.70%	80.01%
销售及管理费用率	9.73%	10.52%	5.93%	5.17%	4.00%	4.00%	4.50%
研发费用率	10.03%	11.45%	6.70%	6.66%	3.80%	3.90%	4.60%
营业利润	6,809	-7,730	23,467	47,206	247,222	354,653	387,877
营业利润率	15.26%	-23.59%	35.45%	48.59%	74.25%	74.80%	70.91%
归母净利润	2,230	-9,112	19,789	42,919	209,231	299,627	328,729
归母净利润 (十亿美元)	1.5	-6.3	13.6	29.6	144.3	206.6	226.7
归母净利率	5.00%	-27.81%	29.90%	44.18%	62.84%	63.19%	60.09%
EPS	3,241	-13,245	27,150	58,885	287,065	411,087	451,015

资料来源：SK 海力士公告，华泰研究预测

图表13：SK 海力士盈利预测变动

十亿韩元	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
营业总收入	335,371	332,970	-0.72%	470,318	474,132	0.81%	577,223	547,022	-5.23%
YoY	245.22%	242.75%	-2.47%	40.24%	42.39%	2.16%	22.73%	15.37%	-7.36%
DRAM	257,327	252,269	-1.97%	356,851	358,743	0.53%	426,581	423,826	-0.65%
YoY	243.54%	236.79%	-6.75%	38.68%	42.21%	3.53%	19.54%	18.14%	-1.40%
NAND	75,940	79,175	4.26%	111,364	113,389	1.82%	148,465	121,125	-18.41%
YoY	267.04%	282.67%	15.63%	46.65%	43.21%	-3.43%	33.31%	6.82%	-26.49%
毛利润	277,392	273,194	-1.51%	396,656	392,110	-1.15%	461,946	437,656	-5.26%
毛利率	82.71%	82.05%	-0.66%	84.34%	82.70%	-1.64%	80.03%	80.01%	-0.02%
销售及管理费用率	4.00%	4.00%	0.00%	4.00%	4.00%	0.00%	4.50%	4.50%	0.00%
研发费用率	3.80%	3.80%	0.00%	3.90%	3.90%	0.00%	4.60%	4.60%	0.00%
营业利润	251,233	247,222	-1.60%	359,501	354,653	-1.35%	409,418	387,877	-5.26%
营业利润率	74.91%	74.25%	-0.66%	76.44%	74.80%	-1.64%	70.93%	70.91%	-0.02%
归母净利润	212,552	209,231	-1.56%	303,641	299,627	-1.32%	346,563	328,729	-5.15%
归母净利率	63.38%	62.84%	-0.54%	64.56%	63.19%	-1.37%	60.04%	60.09%	0.05%

资料来源：华泰研究预测

图表14：SK 海力士、美光和三星估值

公司	股票代码	PB			PE			PS		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
SK 海力士	000660 KS	3.43	1.76	1.10	4.96	3.42	2.84	3.52	2.16	1.73
	SKHY US	4.15	2.14	1.34	6.01	4.15	3.44	4.27	2.62	2.10
美光科技	MU US	5.45	2.97	2.18	8.73	5.15	4.95	5.90	3.62	3.29
三星电子	005930 KS	2.57	1.67	1.23	5.53	3.67	3.52	2.36	1.71	1.53
HBM 可比平均		3.81	2.13	1.50	6.40	4.08	3.77	3.93	2.50	2.18
英伟达	NVDA US	16.95	10.11	6.45	22.32	15.68	12.97	12.40	8.67	7.07
AMD	AMD US	10.80	8.45	6.42	63.40	34.68	24.99	15.67	10.12	7.69
博通	AVGO US	15.07	9.70	7.02	35.07	21.26	15.74	15.57	10.08	7.71
AI 芯片可比平均		14.27	9.42	6.63	40.26	23.87	17.90	14.55	9.62	7.49

注：估值数据为 Visible Alpha 一致预期，数据截至美东时间 2026 年 7 月 31 日收盘，HBM 可比平均计算来源为 SK 海力士韩股、美光科技、三星电子

资料来源：Visible Alpha、华泰研究

风险提示

竞争加剧：三星和美光等竞争对手在 HBM3E 和 HBM4 领域的加速追赶可能会使市场竞争加剧。如果这些竞争对手在技术上取得重大突破，或能更快、更有效地将产品推向市场，可能会导致海力士的市场份额受到冲击，进而影响公司盈利能力和估值。

跨国政策和监管：SK 海力士不是美国本土企业，其业务受全球地缘政治因素的影响较大，尤其是在中美贸易摩擦、全球供应链中断风险、跨国政策变化等方面。

芯片需求不及预期：存储芯片需求规模可能受下游应用端需求影响不及预期，影响存储行业营收及利润。

技术路线变更风险：AI 芯片与系统架构仍在快速演进，多层级存储体系的形态与节奏取决



于下游 GPU/ASIC 设计、互联标准及云厂商部署策略。若算力架构、片上缓存或软件调度出现超预期变化，或主流客户调整新型存储技术（如 HBM 扩展形态、HBF、CXL Memory）的导入路径，可能影响相关产品需求节奏及公司前瞻性投入的回报。

盈利预测

利润表

会计年度 (韩元十亿)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	66,193	97,147	332,970	474,132	547,022
销售成本	(34,365)	(38,456)	(59,776)	(82,022)	(109,366)
毛利润	31,828	58,691	273,194	392,110	437,656
销售及管理费用	(3,924)	(5,019)	(13,319)	(18,965)	(24,616)
研发费用	(4,436)	(6,466)	(12,653)	(18,491)	(25,163)
其他收入/支出	1,309	(45)	0	0	0
财务成本净额	(853)	3,868	5,689	7,510	9,512
应占联营公司利润及亏损	(38)	(565)	(196)	(266)	(342)
税前利润	23,885	50,466	252,715	361,898	397,047
税费开支	(4,088)	(7,518)	(43,344)	(62,070)	(68,099)
少数股东损益	(8)	(29)	(139)	(200)	(219)
归母净利润	19,789	42,919	209,231	299,627	328,729
折旧和摊销	(12,582)	(13,930)	(17,764)	(18,537)	(18,783)
EBITDA	37,320	60,527	264,790	372,924	406,318
EPS (韩元, 基本)	27,150	58,885	287,065	411,087	451,015

资产负债表

会计年度 (韩元十亿)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	13,314	14,289	25,561	29,120	43,790
应收账款和票据	13,312	18,585	85,745	62,816	108,584
现金及现金等价物	11,205	14,924	178,954	482,662	746,245
其他流动资产	4,448	21,659	21,659	21,659	21,659
总流动资产	42,279	69,458	311,920	596,258	920,279
固定资产	60,157	77,503	82,659	85,025	85,131
无形资产	4,019	4,049	3,968	3,893	3,847
其他长期资产	13,400	25,097	25,087	24,763	24,413
总长期资产	77,576	106,650	111,714	113,681	113,391
总资产	119,855	176,108	423,635	709,939	1,033,670
应付账款	6,261	9,132	7,141	15,188	14,584
短期借款	5,841	8,709	8,668	8,627	8,586
其他负债	12,864	19,538	19,538	19,538	19,538
总流动负债	24,965	37,379	35,347	43,353	42,709
长期债务	19,612	16,049	16,049	16,049	16,049
其他长期债务	1,363	2,013	12,886	6,339	18,203
总长期负债	20,974	18,062	28,935	22,388	34,252
股本	3,658	3,658	3,747	3,747	3,747
储备/其他项目	70,246	111,404	355,316	639,962	952,254
股东权益	73,903	120,516	359,063	643,709	956,001
少数股东权益	12	151	290	490	709
总权益	73,916	120,667	359,353	644,198	956,710

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	63.28	29.18	5.98	4.18	3.81
PB	16.94	10.39	3.49	1.95	1.31
EV EBITDA	34.32	21.21	4.27	2.20	1.40
股息率 (%)	0.12	0.17	0.84	1.20	1.31
自由现金流收益率 (%)	0.77	1.52	9.50	25.46	20.76

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (韩元十亿)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	37,320	60,527	264,790	372,924	406,318
融资成本	853	(3,868)	(5,689)	(7,510)	(9,512)
营运资本变动	(3,461)	(3,378)	(80,422)	27,416	(61,041)
税费	(4,088)	(7,518)	(43,344)	(62,070)	(68,099)
其他	(828)	7,610	5,689	7,510	9,512
经营活动现金流	29,796	53,373	141,023	338,270	277,178
CAPEX	(20,010)	(31,156)	(23,024)	(20,769)	(18,835)
其他投资活动	2,006	(16,899)	11,069	(6,281)	12,206
投资活动现金流	(18,005)	(48,054)	(11,956)	(27,050)	(6,629)
债务增加量	(7,376)	768	(41)	(41)	(41)
权益增加量	0	0	39,777	0	0
派发股息	(826)	(1,681)	(10,462)	(14,981)	(16,436)
其他融资活动现金流	(502)	(531)	5,689	7,510	9,512
融资活动现金流	(8,704)	(1,445)	34,963	(7,512)	(6,965)
现金变动	3,087	3,874	164,030	303,708	263,584
年初现金	7,587	11,205	14,924	178,954	482,662
汇率波动影响	530	(155)	0	0	0
年末现金	11,205	14,924	178,954	482,662	746,245

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	102.02	46.76	242.75	42.39	15.37
毛利润	(6,066)	84.40	365.48	43.53	11.62
营业利润	(403.58)	101.16	423.71	43.46	9.37
净利润	(317.16)	116.89	387.50	43.20	9.71
EPS	(304.99)	116.89	387.50	43.20	9.71
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	48.08	60.41	82.05	82.70	80.01
EBITDA	56.38	62.30	79.52	78.65	74.28
净利润率	29.90	44.18	62.84	63.19	60.09
ROE	31.06	44.15	87.26	59.76	41.10
ROA	17.97	29.00	69.77	52.86	37.71
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	19.28	8.16	(42.96)	(71.15)	(75.48)
流动比率	1.69	1.86	8.82	13.75	21.55
速动比率	1.16	1.48	8.10	13.08	20.52

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.60	0.66	1.11	0.84	0.63
应收账款周转天数	55.12	59.10	56.40	56.40	56.40
应付账款周转天数	51.31	72.05	49.00	49.00	49.00
存货周转天数	140.35	129.20	120.00	120.00	120.00
现金转换周期	144.16	116.26	127.40	127.40	127.40

每股指标 (韩元)

EPS	27,150	58,885	287,065	411,087	451,015
每股净资产	101,395	165,348	492,632	883,165	1,311,629

免责声明

分析师声明

本人，何翩翩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何翩翩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司