下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

电子

2026 年 08 月 25 日

长鑫科技 (688825)

—— 国产 DRAM 自研破局，全球存储产业重塑

报告原因：首次覆盖

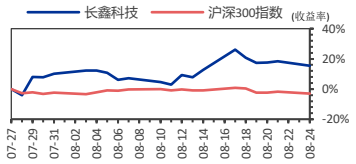
买入（首次评级）

市场数据：	2026 年 08 月 24 日
收盘价（元）	56.60
一年内最高/最低（元）	61.80/38.11
市净率	46.3
股息率%（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	254,872
上证指数/深证成指	3,882.01/13,794.29

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	1.36
资产负债率%	50.64
总股本/流通 A 股(百万)	66,881/4,503
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师
袁航 A0230521100002
yuanhang@swsresearch.com
杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
杨紫璇 A0230524070005
yangzx@swsresearch.com
研究支持
姜安然 A0230125070008
jiangar@swsresearch.com
联系人
袁航 A0230521100002
yuanhang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **国内 DRAM IDM 领军。** 公司拥有 3 座 12 英寸 DRAM 晶圆厂，按产能与出货量口径位列全球第四、中国第一。2025 年第四季度全球市占率已达 7.67%，在三星、海力士、美光三家合计占比超 90% 的格局中，是唯一进入主要厂商阵营的中国大陆企业。终端客户涵盖阿里云、腾讯云、浪潮、联想及主流手机厂商，前五大客户占比约 68%，已切入国内 AI 算力核心供应链，产能利用率达 95.73%。

- **持续升级，结构变化，营运暂健康。**1）高管来看，公司管理人员具备资深半导体从业背景，核心管理层深耕存储芯片领域；2）收入结构角度：**LPDDR 系列为公司当前主要收入来源，但收入结构正经历从“移动消费驱动”向“AI 算力驱动”的关键切换，证据为 DDR 系列收入占比，**由 2024 年的 13.26%增长到 2025 年的 31.87%。3）产品迭代清晰。2018 年启动产品工程投片；2019 年推出自主研发的 8Gb DDR4，实现中国大陆 DRAM 产业“从零到一”突破；2020 年推出 LPDDR4X；2023 年实现 LPDDR5 量产；2024 年 DDR5 推出；2025 年落地 LPDDR5X。采用第一代工艺技术平台的 DDR4 产品于 2024 年底已停止生产，当前以第三、四代工艺技术平台量产为主。中长期公司将持续丰富现有产品，开发更大容量、更高带宽、更低功耗新品，并前瞻布局下一代 DRAM 技术。4）尽管规模快速增长，营运暂健康，依据是存货售价预期公允，经营现金流合理、主要用于购买设备，多项周转天数正常。

- **在未来，预计 AI 增量重塑行业属性，“价格窗口”创造额外红利。** 全球 DRAM 市场规模有望从 2025 年的 1505 亿美元增至 2030 年的 5710 亿美元。需求驱动力从消费电子转向云巨头资本开支，LTA 长约锁定六至七成服务器级 DDR5 产能、显著收窄周期振幅；供给端三大原厂总量克制、六成以上先进制程产能倾斜 HBM 与传统 DRAM 扩产放缓，为长鑫留出加速追赶窗口。

- **首次覆盖，给予“买入”评级。** 预计 2026-2028 年营业收入 3290.14/5879.94/7823.98 亿元，归母净利润 1590.53/2923.05/3870.57 亿元。2）**综合考虑三种因素**：长鑫科技可比的 A 股半导体领军估值倍数、海外存储公司的估值倍数、公司 Alpha，给予其 2027 年 20XP/E 目标，对应 5.85 万亿市值。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险：**存储周期下行风险，市占率提升不及预期风险，技术差距风险，股权分散风险等。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	61,799	50,800	329,014	587,994	782,398
同比增长率（%）	155.6	719.1	432.4	78.7	33.1
归母净利润(百万元)	1,875	24,762	159,053	292,305	387,057
同比增长率（%）	-	-	8,383.5	83.8	32.4
每股收益（元/股）	0.03	0.41	2.38	4.37	5.79
毛利率（%）	41.0	79.2	78.3	78.6	77.1
ROE（%）	3.3	30.3	58.1	51.6	40.6
市盈率	2,019		24	13	10

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

预计 2026-2028 年营业收入 3290.14/5879.94/7823.98 亿元，归母净利润 1590.53/2923.05/3870.57 亿元。综合考虑三种因素，给予 2027 年 20XP/E 估值，对应 5.85 万亿市值。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

我们按产业规律分季度预测出货量与 ASP，年化后得到：2026-2028 年出货量（Eb）为 42.8/58.4/74.7；ASP（$/Gb）为 1.14/1.49/1.55；毛利率 78.3%/78.6%/77.1%。

有别于大众的认识

1. 高增长是涨价的短期行为，还是行业逻辑的质变？ 市场或沿用“科技大宗商品”框架，担忧价格回落、盈利归零。我们认为，需求结构已在消费电子驱动外，额外新增 AI/服务器驱动，云巨头以保障供应为第一诉求；叠加 LTA 锁定 60%-70% 的服务器级 DDR5 产能，周期振幅被收窄、利润下行风险被结构性转移，盈利可见度大幅提升。本轮高增长或具备相对长的持续性，其次才是周期属性。

2. 收入结构的“V 型变化”说明了什么？ 市场或将其解读为对消费电子客户的依赖。我们认为，这是公司产品路径选择的结果：先以 LPDDR 切入智能手机供应链放量，2024 年起以 DDR5 开启服务器/PC 第二增长曲线。DDR 收入同比 +515%、占比由 13.26% 回升至 31.87%，印证公司正从“消费级 DRAM 国产替代者”升级为“AI 算力核心基础设施供应商”，估值体系也应相应从周期股向成长股切换。

3.市占率是天花板还是起点？ 市场担忧长鑫与三大原厂差距过大、份额提升缓慢。我们认为，本轮缺货涨价打开了“传统粘性在价格暴涨下的 Plan B”：下游客户被迫主动评估导入长鑫 DRAM，导入验证完成后粘性随之建立，市占率跃升应较为持续；同时三大原厂资本开支向 HBM 倾斜、传统 DRAM 扩产放缓，公司产能扩展更快，市占率进一步提升。

股价表现的催化剂

国际大厂对长鑫科技 DRAM 的评估与使用；AI、云厂商 CAPEX 的提升；长鑫先进封装 DRAM 的供应。

核心假设风险

存储周期下行风险，市占率提升不及预期风险，技术差距风险，股权分散风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1.长鑫科技：持续升级，营运健康 5

1.1 资深半导体管理背景，自主跳代研发 5
1.2 经营治理：三大经营主体，无控股股东 6
1.3 IDM 模式：产品迭代清晰，重磅客户渗透 7
1.4 健康收入结构体现持续升级，营运效率健康 7

2.市场：下游拓展，AI 增量，追赶全球 10

2.1 竞争情况：以 DRAM 为起点，追赶全球三领军 10
2.2 市场空间：来自国产供给与下游拓展 12
2.3 AI 增量与“价格窗口” 14

3.盈利预测和估值分析 15

3.1 收入与利润预测 15
3.2 估值分析，给予“买入”评级 16
3.3 风险提示 18

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：股权结构多元分散，无控股股东 6
图 2：公司主要产品演变情况 7
图 3：公司营收规模及增速变化 8
图 4：公司归母净利润及增速变化 8
图 5：长鑫科技分块业务的收入占比与同比增速（单位：%） 8
图 6：2025 年 DDR 系列毛利率超过 LPDDR 系列毛利率 9
图 7：2025 年全球半导体、集成电路和存储芯片市场份额 11
图 8：DRAM 主要分类及应用 11
图 9：2026-2028 年主要 DRAM 厂商月预期产能（单位：万片） 12
图 10：2020-2030 年全球 DRAM 市场规模（单位：亿美元） 12
图 11：2025－2030 年全球服务器 DRAM 搭载量（MGB） 13
图 12：2025－2030 年全球移动设备 DRAM 搭载量（MGB） 13
图 13：2025－2030 年全球个人电脑 DRAM 搭载量（MGB） 14
图 14：2025－2030 年全球智能汽车 DRAM 搭载量（MGB） 14

表 1：公司高管具备资深半导体从业背景 5
表 2：长鑫三大经营主体 6
表 3：长鑫科技营业收入预测拆分 16
表 4：长鑫科技可比公司情况（单位：市值百亿元人民币，净利润百万元人民币） 17

下载日志已记录，仅供内部参考

1.长鑫科技：持续升级，营运健康

本章我们分析长鑫科技的管理层、经营主体、产品迭代、跳代研发。这些体现在公司收入结构与运营效率上，也会指引未来。

1.1 资深半导体管理背景，自主跳代研发

长鑫科技是国内领先的 DRAM IDM 一体化企业，特色是跳代研发。2016 年成立，专注 DRAM 研发、生产与销售。2019 年公司自主研发的 8Gb DDR4 实现量产，完成中国大陆 DRAM 产业从零到一的突破。公司采用跳代研发路径（参见公司招股说明书和管理层公开发言[1]对跳代的描述），工艺平台迭代至第四代，产品完成从 DDR4/LPDDR4X 向 DDR5、LPDDR5/5X 升级。目前公司核心产品及工艺技术已达到国际先进水平。公司拥有合肥、北京合计 3 座 12 英寸 DRAM 晶圆厂，产品包含 DRAM 晶圆、芯片、模组，下游覆盖服务器、消费电子、汽车等领域。按产能与出货量口径，位列国内第一、全球第四大 DRAM 厂商。公司搭建起覆盖设计、制造、封测、模组全链条自主技术体系，自主知识产权储备充足，同时拥有优质客户资源，协同上下游打造产业生态。

公司管理人员具备资深半导体从业背景，核心管理层深耕存储芯片领域，拥有丰富的技术研发、生产运营与企业管理经验。董事长朱一明为国内存储行业领军人物，创办兆易创新，深度参与长鑫存储筹建与发展。总裁曹堪宇拥有海内外半导体企业从业及创业经历，长期负责公司技术研发与经营管理。总经理赵纶拥有数十年集成电路行业从业经验，先后任职于多家国内微电子龙头企业，长期负责长鑫存储经营管理。整体高管团队兼具海内外头部半导体企业、跨国制造企业、产业投资平台从业经历，为公司持续技术迭代、产能扩张与全球化经营提供坚实管理支撑。

表 1：公司高管具备资深半导体从业背景

姓名	职位	背景
朱一明	董事长	1972 年出生，硕士研究生，2005 年**创办兆易创新**并任董事长至今，2018 年起任长鑫存储董事长，2021 年 2 月至今任长鑫科技董事长。
曹堪宇	首席执行官、总裁 核心技术人员	1971 年出生，博士研究生，拥有 20 余年半导体行业经验。曾任职于**美国飞利浦半导体**，2017 年加入长鑫，带领公司研发工作。
赵纶	总经理	1953 年出生，本科学历，曾任职于**原邮电部半导体研究所、大唐电信**科技股份有限公司微电子分公司，2017 年起任长鑫存储总经理。
张羽	联席总裁	1970 年出生，硕士研究生，曾任职于**京东方科技集团**长达 20 年，担任高级副总裁、执行副总裁等职务，2024 年加入公司。
朱文菊	执行副总裁	1967 年出生，硕士研究生，曾任职于**英特尔及美光半导体**，担任总经理及副总裁职务，2021 年加入公司。具备丰富的国际存储大厂管理经验。
李红文	高级副总裁 核心技术人员	1975 年出生，本科学历，拥有**美光**多年 DRAM 设计工作经历，2017 年加入公司，负责芯片设计相关业务，是公司核心技术高管。

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

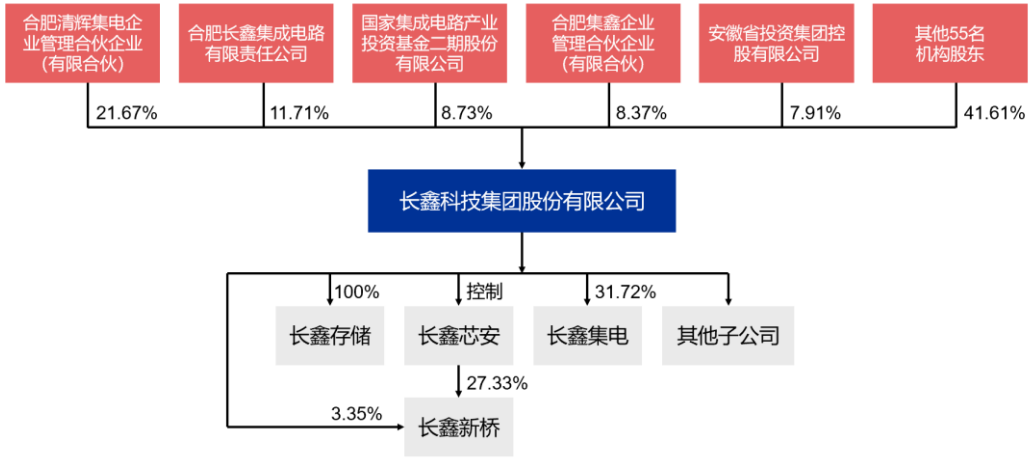
长鑫科技：第五代工艺技术平台处于研发阶段，采用多重曝光技术，腾讯网，IT 之家，//

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 经营治理：三大经营主体，无控股股东

公司无控股股东、实际控制人，股权结构多元分散。汇集地方国资、国家级产业基金、产业资本、互联网产业投资方。发行前持股 5%以上主要股东：清辉集电（21.67%）、长鑫集成（11.71%）、大基金二期（8.73%）、合肥集鑫（8.37%）、安徽省投（7.91%）。合肥国资体系为最重要地方资本支持方，同时引入阿里、小米、美的等产业股东。长鑫科技本次发行前总股本约 601.93 亿股，IPO 发行 66.88 亿股，占发行后总股本约 10%，发行价 8.66 元/股。IPO 募资规模约 579-666 亿元（视超额配售选择权行使情况），超过中芯国际 2020 年 532 亿元的纪录，成为科创板历史上最大 IPO。

图 1：股权结构多元分散，无控股股东



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司主要经营主体集中在三家子公司。在合肥、北京两地共拥有 3 座 12 英寸 DRAM 晶圆厂，截至 2025 年底，三家子公司总资产占合并报表总资产比例超过 88%。

表 2：长鑫三大经营主体

子公司	所在地	成立时间	持股方式	2025 年总资产（亿元）	2025 年营收（亿元）	2025 年净利润（亿元）	定位
长鑫存储	合肥	2017 年	100%	780.46	290.25	75.56	是公司核心 DRAM 设计、研发、生产主体
长鑫新桥	合肥	2021 年	30.68% + 一致行动，超过三分之二表决权	1072.60	179.31	33.28	运营合肥 12 英寸 DRAM 晶圆厂
长鑫集电	北京	2016 年	31.72% + 一致行动，超过三分之二表决权	1117.77	177.02	42.67	运营北京亦庄 12 英寸晶圆厂
合计				2970.83	646.58	151.51	占总资产 88%以上

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

IPO 募资用途：75 亿元用于晶圆产线改造升级，130 亿元用于 DRAM 技术升级，90 亿元用于动态随机存取存储器前瞻技术的研发。

下载日志已记录，仅供内部参考

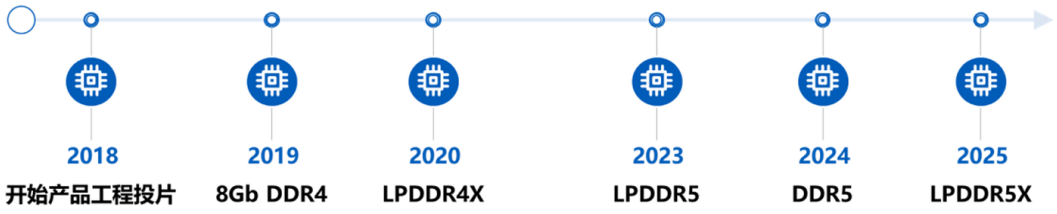
1.3 IDM 模式：产品迭代清晰，重磅客户渗透

公司采用对 CAPEX 与运营要求较高的 IDM 模式。长期专注 DRAM 研发、设计、制造与销售，完整产业链布局有利于工艺持续沉淀、缩短产品迭代周期，高效匹配客户多元化需求，但模式对资本开支、研发与运营能力要求较高。公司产品包含 DDR、LPDDR 两大主线，覆盖 DDR4/DDR5、LPDDR4X/LPDDR5/LPDDR5X 四代、五代主流 DRAM 产品，下游应用覆盖服务器、移动终端、PC、智能汽车领域。公司可对外输出 DRAM 晶圆、DRAM 芯片、DRAM 模组多种形态产品，DRAM 芯片为核心出货产品，能够面向客户提供完整 DRAM 存储解决方案。

技术路线上公司采取跳代研发策略。跳过第二代工艺，完成第一代、第三代、第四代工艺技术平台量产，追赶国际同行，核心产品与工艺技术达到国际先进水平。

产品迭代节奏清晰。2018 年启动产品工程投片；2019 年推出自主研发的 8Gb DDR4，实现中国大陆 DRAM 产业“从零到一”突破；2020 年推出 LPDDR4X；2023 年实现 LPDDR5 量产；2024 年 DDR5 实现推出；2025 年落地 LPDDR5X。采用第一代工艺技术平台的 DDR4 产品于 2024 年底已停止生产，当前以第三、四代工艺技术平台量产为主。中长期公司将持续丰富现有产品，开发更大容量、更高带宽、更低功耗新品，并前瞻布局下一代 DRAM 技术。

图 2：公司主要产品演变情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

长鑫科技全球市场份额位列全球第四、中国第一。根据 Omdia 数据，按 2025 年第四季度 DRAM 销售额统计，长鑫科技全球市场份额已达 7.67%。2025 年全球 DRAM 市场份额：三星电子 33.96%、SK 海力士 34.48%、美光科技 23.41%，三家合计占全球市场 90%以上。

公司终端客户涵盖国内主流厂商，已切入国内 AI 算力核心供应链：包括阿里云、腾讯云、浪潮信息、联想、小米、OPPO、vivo、荣耀、传音等，2025 年前五大客户合计占比约 68%。2023 年到 2025 年产能利用率依次为 87.06%、92.46%、95.73%。

1.4 健康收入结构体现持续升级，营运效率健康

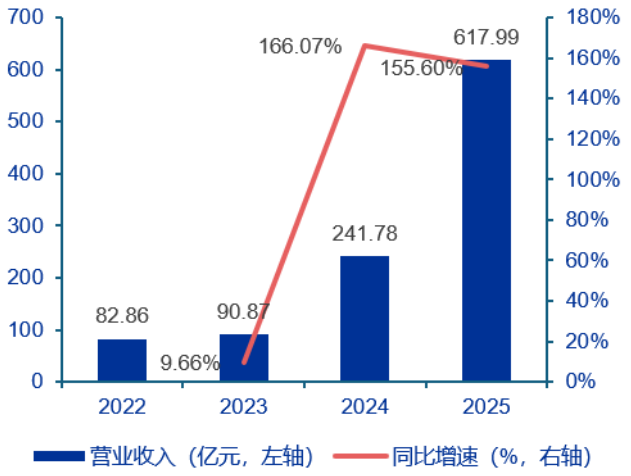
我们先评估公司的利润表、收入结构，再通过资产负债表和现金流量表分析经营质量。

下载日志已记录，仅供内部参考

利润表角度：营业收入超高增，2025 年开始利润拐点。2023-2025 年分别实现营业收入 90.87 亿元/241.78 亿元/617.99 亿元，同比增速分别为 9.7%/166.1%/155.6%。归母净利润-163.40 亿元/-71.45 亿元/18.75 亿元，同比增速分别为-96.2%/56.3%/126.2%。

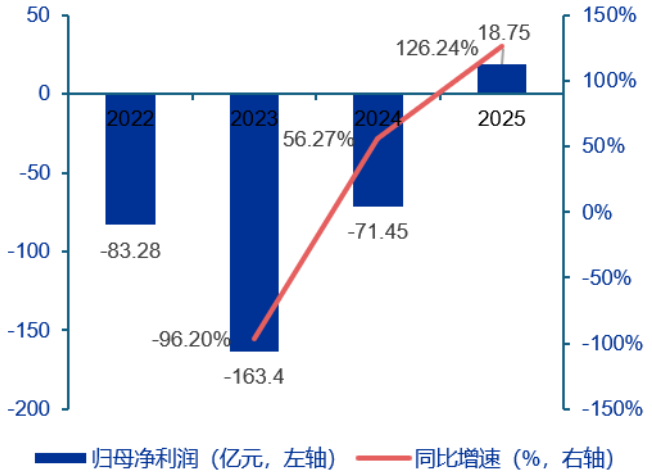
预计 2026 年业绩加速。2026 年 Q1 公司实现营业收入 508.00 亿元，同比增长 719.1%；实现归属于母公司净利润 247.62 亿元，同比增长 1688.3%。根据上半年业绩预告公告，公司预计 2026 年上半年实现营业收入 1100-1200 亿元，同比增长 612.5%-677.3%；归母净利润 500-570 亿元，同比增长 2244%-2544.2%。

图 3：公司营收规模及增速变化



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

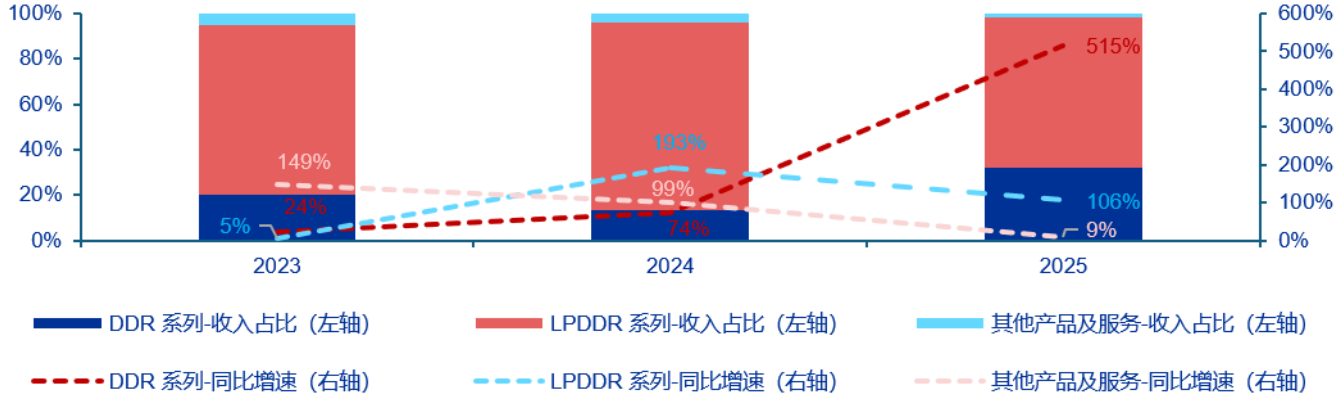
图 4：公司归母净利润及增速变化



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

收入结构角度：LPDDR 系列为公司当前主要收入来源，但收入结构正经历从“移动消费驱动”向“AI 算力驱动”的关键切换。2023-2025 年，LPDDR 系列收入占比分别为 74.54%、82.74%、66.43%，DDR 系列占比分别为 20.16%、13.26%、31.87%。我们推测，这一“V 型变化”的本质是长鑫在不同阶段选择了不同的产品突破路径：**公司以 2019 年 8Gb DDR4 量产实现"从零到一"起步，随后以 LPDDR4X/LPDDR5 快速放量、切入智能手机供应链，增厚收入；2024 年起以 DDR5 在服务器/PC 市场开启第二轮增长曲线。**

图 5：长鑫科技分块业务的收入占比与同比增速（单位：%）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2024 年 DDR 占比降至 13.26% 的阶段性低点，我们预计是因为公司 LPDDR 在智能手机客户（小米、OPPO、vivo、荣耀、传音等）集中放量，收入从 2023 年的 67.56 亿元跃升至 197.98 亿元，而 DDR 仍以成熟的 DDR4 为主，增长节奏相对滞后。我们推测 2025 年格局逆转：DDR 收入同比大增约 515% 至 195.31 亿元，LPDDR 收入同比增长约 106% 至 407.04 亿元。

因此增速剪刀差的背后有三重驱动：

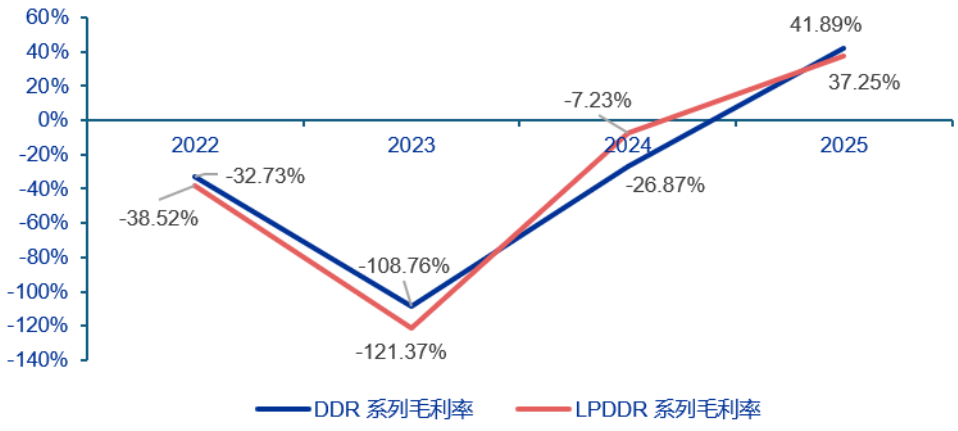
1）产品代际升级打开 ASP 空间，也体现在毛利率上。 公司 DDR4 产品于 2024 年底后不再是重点，2025 年起 DDR5 持续放量，我们预计其已成为 DDR 收入主力；叠加 LPDDR5X 量产，产品均价显著抬升。服务器级 DDR5 单 GB 价值量通常高于消费级 LPDDR，使得 DDR 收入弹性大于出货量弹性。这些通过毛利率提升可以佐证。

2）下游需求从手机向 AI 算力迁移。 2025 年全球算力需求爆发，国内云厂商（阿里云、腾讯、联想等）服务器采购放量，长鑫 DDR5 产品正加速切入国产 AI 算力供应链；而手机 DRAM 市场虽仍在增长，但增速低于服务器市场（根据 Omdia，2025-2030 年服务器 DRAM 搭载量 CAGR 约 28%，移动设备约 4%），LPDDR 占比因此被动下降。

3）客户结构的质变。 LPDDR 主要面向消费电子客户，需求周期波动较大；DDR 面向服务器/PC 客户，我们预计长鑫未来同样将受益于行业层面长期供货协议（LTA）趋势带来的需求可见度提升，收入质量更优。

展望未来，预计 AI 的影响会体现在长鑫的经营数字上。AI 服务器资本开支高增和国产算力链替代仍是核心主线，我们预计 DDR 系列收入占比有望提升；LPDDR 收入绝对额仍将受益于智能手机容量升级和 LPDDR5X 渗透率提升，但占比或将回落。这一结构变化是我们判断长鑫科技正从“消费级 DRAM 国产替代者”向“AI 算力核心基础设施供应商”升级的关键产业证据，也利于其估值体系从周期股向成长股切换。

图 6：2025 年 DDR 系列毛利率超过 LPDDR 系列毛利率



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

除了利润表，长鑫科技的经营特征与质量可以参照现金流量表、资产负债表。根据“间接法”分析长鑫科技现金流，可以发现：

下载日志已记录，仅供内部参考

1）固定资产折旧金额较大，会计政策保守。基于招股说明书披露，机器设备折旧 5-8 年，运输设备折旧 5 年，而海力士机械设备折旧 5-15 年，美光生产设备折旧 7 年。可见长鑫科技折旧政策较为保守；

2）比起收入利润体量，经营性应收、应付的年度波动幅度较小；

3）存货增加是占用经营性现金流的关键；

4）即使这样，2022 年至今，经营现金净流入明显高于历年利润。

上述结论重点是存货。根据招股说明书披露，2025 年末存货账面余额 294 亿元，在产品 175 亿元，原材料 71 亿元。2023-2024 年的结论类似。考虑到长鑫科技的产品放量且售价公允，其在产品大幅减值的概率较低。因此投资者可不必过度担心存货相关风险。

公司经营现金流较为出色，但投资性现金流支出较高（即“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”，分析了对应的资产负债表项目（固定资产、在建工程、无形资产、开发支出、长期待摊费用等）后，历年购买固定资产是其主要用途。而其中，购买机器设备是购买固定资产的重要分支。可见，公司的现金流支出依然较为合理。

分析公司的营运效率，较为健康。应收款周转效率略微提升（2024 年 17 天，2025 年 10 天，且绝对值很小），2024 年较 2023 年存货周转率略有变慢（我们预计是存货大幅度膨胀原因，之前分析了主要是在产品），2025 年应付账款周转天数约为 60 天（体现对上游两个月的账期）。公司的营运效率较为健康。

2.市场：下游拓展，AI 增量，追赶全球

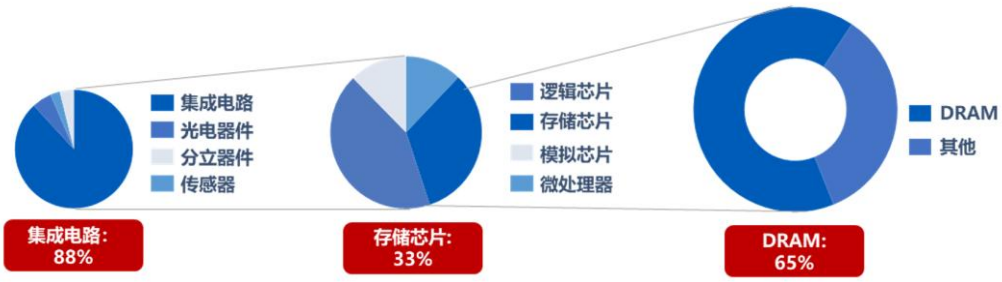
2.1 竞争情况：以 DRAM 为起点，追赶全球三领军

存储芯片是电子设备的核心部件，根据断电后数据是否丢失，存储芯片分为易失型存储和非易失型存储两类。易失型存储主要指随机存取存储器（RAM），需要维持通电以临时保存数据供主系统 CPU 读写和处理，而非易失型存储主要包括只读存储器（ROM），无需持续通电亦能长久保存数据。DRAM 是主流的易失型半导体存储器，主要用于数据和程序的临时存储。作为处理器与外存进行数据交互的关键桥梁，DRAM 通常也被称为内存芯片，并广泛应用于服务器、移动设备、个人电脑、智能汽车等各类电子设备及系统。公司所处的行业为 DRAM 行业。

作为数字经济时代新型信息基础设施的核心组成部分，DRAM 是全球半导体市场占比最高的品类之一。根据世界半导体贸易统计协会 WSTS 统计，2025 年全球集成电路市场规模为 7009 亿美元，占半导体产业整体规模的比例约为 88%，其中，全球存储芯片市场规模为 2300 亿美元，占集成电路市场规模的比例约为 33%。根据 Omdia 和 WSTS 数据，DRAM 是市场规模最大的存储芯片，2025 年全球 DRAM 市场规模为 1505 亿美元，占存储芯片市场规模的比例约为 65%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：2025 年全球半导体、集成电路和存储芯片市场份额



资料来源：WSTS，Omdia，公司招股书，申万宏源研究

DDR 及 LPDDR 产品面向广泛的下游终端应用领域，尤其值得关注的是消费电子和 AI 硬件。DRAM 产品类型主要分为 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）和其他新型高端存储器等。JEDEC 定义并构建了上述标准化的内存技术规格体系，使得各厂商设计的产品满足目标应用的功率、性能和规格要求，具备互换性和兼容性。

图 8：DRAM 主要分类及应用



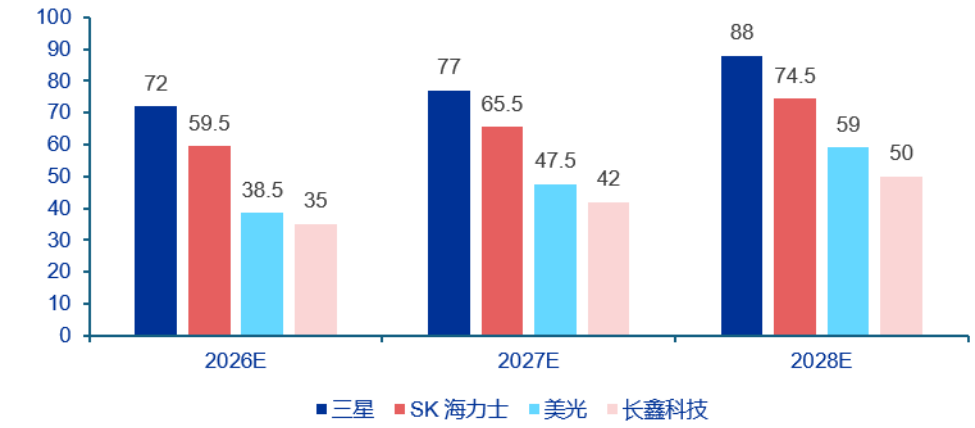
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

目前全球 DRAM 产能主要由三星电子、SK 海力士、美光科技三家巨头领先。根据 Omdia 的数据，基于销售额测算，2025 年三星电子、SK 海力士和美光科技在全球 DRAM 市场的占有率分别为 33.96%、34.48%和 23.41%，上述三家企业合计占全球 DRAM 市场 90%以上的市场份额。长鑫科技正逐步进入主要厂商阵营。基于 Omdia 数据测算，按 2025 年第四季度 DRAM 销售额统计，长鑫科技的全球市场份额已增至 7.67%，并有望随着技术发展及产能建设实现进一步增长。

由于技术路线选择等原因，长鑫科技 DRAM 扩展快，接近全球第三。三大 DRAM 巨头资本开支总量维持高增，但在 AI 浪潮下增量资金高度向 HBM 产能倾斜，传统 DRAM 产能增加速度不如长鑫科技快。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：2026-2028 年主要 DRAM 厂商月预期产能（单位：万片）



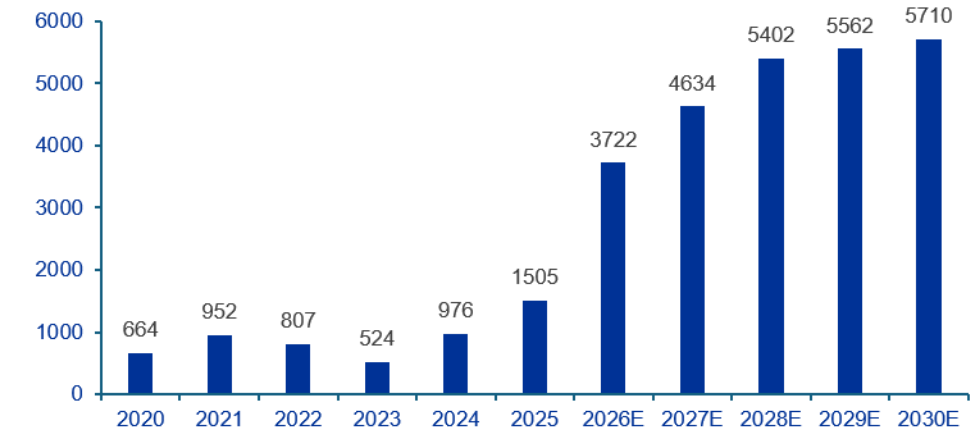
资料来源：Semianalysis，申万宏源研究

2.2 市场空间：来自国产供给与下游拓展

五年时间来看，全球 DRAM 市场仍有数倍的增长空间。近年来，新兴技术场景持续涌现，数据总量呈现爆发式增长，广泛的数据读写与传输需求驱动全球 DRAM 市场规模快速扩大。根据 Omdia 数据，全球 DRAM 市场规模有望从 2025 年的 1505 亿美元增长至 2030 年的 5710 亿美元，有数倍空间。

作为全球主要的 DRAM 需求市场，中国在该领域长期高度依赖进口。伴随国产突破与放量，本土供给机会大。不仅仅是成本优势，还可能贴合客户新需求。中国 DRAM 市场覆盖国内消费电子市场与电子信息制造业的广泛需求。根据 Yole 数据，2024 年中国 DRAM 市场规模约为 250 亿美元，占全球 DRAM 市场规模的比重超过四分之一。

图 10：2020-2030 年全球 DRAM 市场规模（单位：亿美元）



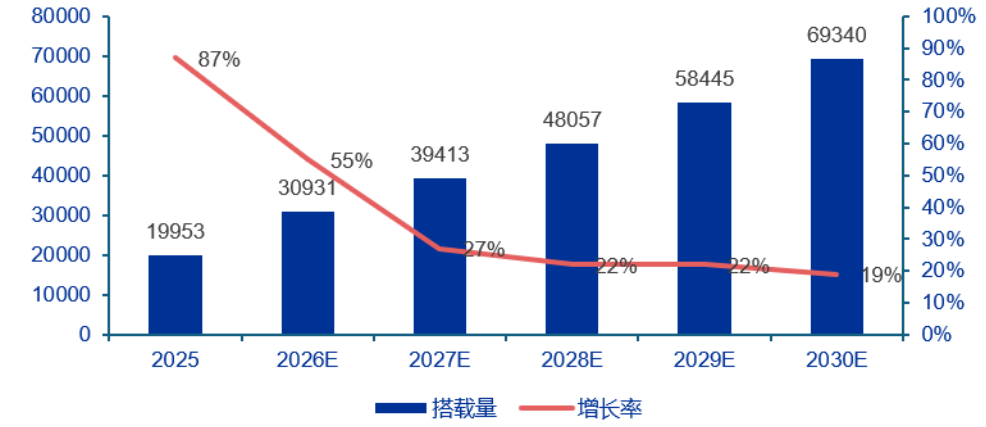
资料来源：Omdia，公司招股书，申万宏源研究

服务器、移动设备、个人电脑和智能汽车构成 DRAM 主要应用领域，数字经济时代下多元应用场景的发展，有望拉动 DRAM 需求持续增长。根据 Omdia 统计，2025 年全球 DRAM 下游应用领域中，服务器、移动设备、个人电脑、智能汽车市场需求占比分别约为 50%、28%、13%和 2%，前述四大应用市场合计占全球 DRAM 下游应用需求市场的比例超过 %。

下载日志已记录，仅供内部参考

1）服务器有望成为 DRAM 各应用领域中增长最快的市场之一。根据 Omdia 数据，2025 年全球服务器 DRAM 市场占比约为 50%，到 2030 年服务器 DRAM 市场占比预计将增长至约 71%。数据中心扩张、云计算发展对于数据处理基础设施建设的需求持续快速增长，成为服务器 DRAM 市场规模扩大的核心驱动力之一。根据 Omdia 预测，全球服务器搭载的 DRAM 总量预计将由 2025 年的约 19953MGB 增长至 2030 年的约 69340MGB，2025–2030 年年复合增长率约为 28.29%。

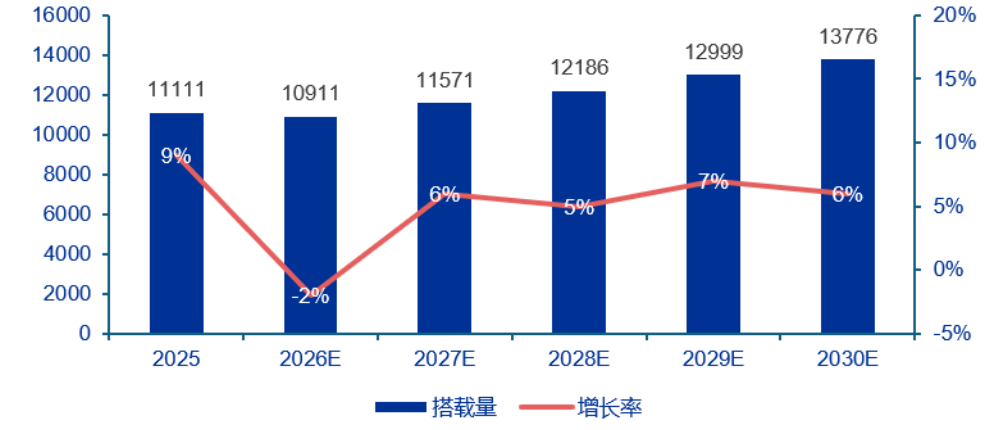
图 11：2025–2030 年全球服务器 DRAM 搭载量（MGB）



资料来源：Omdia，公司招股书，申万宏源研究

2）移动设备性能提升及功能升级驱动单机内存容量增长，为移动设备 DRAM 需求提供有力支撑，推动其市场规模稳健增长。移动设备是 DRAM 核心下游应用市场之一，其中智能手机应用在移动设备 DRAM 市场中占有主要份额，其余细分应用包括平板电脑等。根据 Omdia 预测，全球移动设备搭载的 DRAM 总量预计将由 2025 年的约 11111MGB 增长至 2030 年的约 13776MGB，2025–2030 年年复合增长率约为 4.39%。

图 12：2025–2030 年全球移动设备 DRAM 搭载量（MGB）

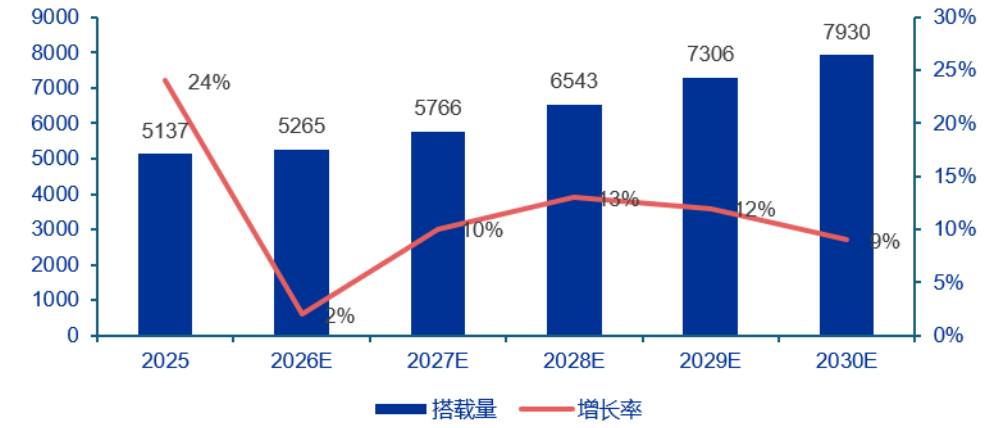


资料来源：Omdia，公司招股书，申万宏源研究

3）个人电脑的换机升级以及端侧场景的持续拓展，成为驱动个人电脑 DRAM 市场增长的重要因素。个人电脑是 DRAM 第三大应用市场，主要应用包含台式机和笔记本电脑等。根据 Omdia 预测，全球个人电脑搭载的 DRAM 总量预计将由 2025 年的约 5137MGB 增长至 2030 年的约 7930MGB，2025–2030 年年复合增长率约为 9.07%。

下载日志已记录，仅供内部参考

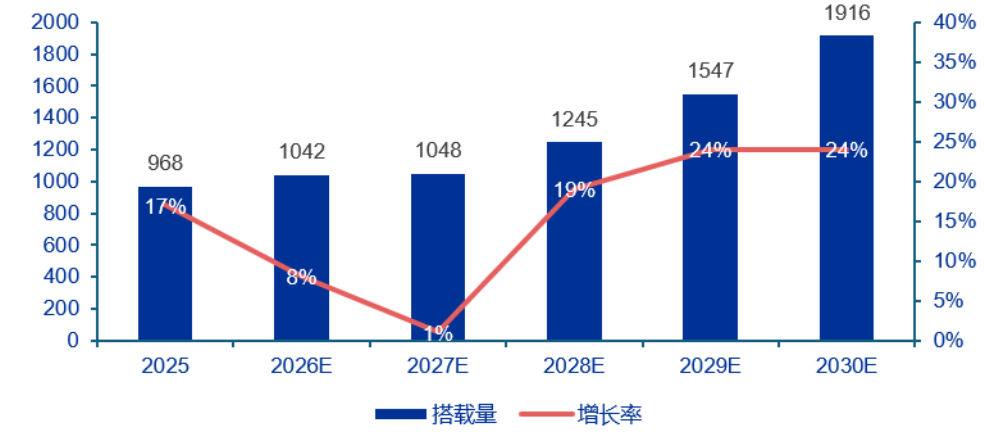
图 13：2025–2030 年全球个人电脑 DRAM 搭载量（MGB）



资料来源：Omdia，公司招股书，申万宏源研究

4)智能汽车正在成为 DRAM 市场最具潜力的新兴赛道之一。尽管当前智能汽车 DRAM 占总体市场比例相对有限，但随着汽车智能化、网联化进程加速，自动驾驶和智能座舱的升级需求有望共同驱动汽车 DRAM 市场进入高速增长阶段。根据 Omdia 预测，全球智能汽车搭载的 DRAM 总量预计将由 2025 年的约 968MGB 增长至 2030 年的约 1916MGB，2025–2030 年年复合增长率约为 14.63%。

图 14：2025–2030 年全球智能汽车 DRAM 搭载量（MGB）



资料来源：Omdia，公司招股书，申万宏源研究

2.3 AI 增量与“价格窗口”

AI 对 DRAM 的影响不止于需求增量，更在于改写行业运行的底层逻辑。

需求结构质变：从消费电子驱动到 AI/服务器驱动。传统 DRAM 行业的需求主要由手机、PC 等消费电子的库存周期和换机周期驱动，呈现“全面涨价—扩产—过剩—暴跌亏损”的强波动闭环。AI 时代下，需求核心驱动力转向云服务商（CSP）的 AI 基础设施建设，买方属性从消费电子厂商变为资本雄厚的云巨头，价格敏感度低，首要目标是保障供应。

下载日志已记录，仅供内部参考

周期属性弱化：长期供货协议（LTA）重塑商业模式。过去 DRAM 销售模式类似“现货集市”，价格随时波动。如今，微软、谷歌、亚马逊等云巨头已与美光、海力士、三星等签署 3-5 年 LTA，锁定了 60%-70%的服务器级 DDR5 产能。瑞银预计全行业 30%的全品类 DDR 内存容量将被长约锁定。这种结构性变化收窄了周期振幅，将利润的下行风险转移，使存储企业盈利可见度大幅提升。甚至出现预先付款、资助供应商资本支出以锁定产能的极端情况，这在过去从未发生。

供给格局改变：产能克制+结构倾斜。本轮上行周期中，三大万亿巨头彻底摒弃过往粗放式扩产模式，形成“总量克制、结构倾斜”的新产能格局：2026-2027 年全球 DRAM 整体产能增速维持低位，无大规模新增产能落地，六成以上先进制程产能倾斜至高毛利 AI 存储产品（HBM、高端 DDR5、企业级存储），主动压缩传统消费级存储产能，造成双重供需格局，高端 AI 存储持续紧缺，传统消费级存储供给平稳。高端存储新产能建设周期 2-3 年，2028 年前难以形成有效增量。

估值体系重构：从“周期大宗商品”到“科技成长股”。美光的估值锚从“周期性的 P/B”切换为“成长型的 P/E”，目标 PE 明显提升。这一转变标志着资本市场对存储芯片行业认知的根本性转变——从“科技大宗商品“到”AI 基础设施战略资产”。全球三大存储巨头（三星、SK 海力士、美光）在 2026 年 5 月相继实现较高市值。

价格窗口：传统粘性在价格暴涨下的 Plan B。缺货涨价之前，全球 DRAM 市场由三星、海力士、美光三家把持，合计份额超 90%，新进入者难以撼动。因为 DRAM 的替换并非拿来即用，客户需进行软硬件协同评估，包括速率、信号完整性的仿真与测试，以及基板、PCB 的重新优化设计与投板，耗时漫长，正常情况下不会为新供应商投入资源。本轮缺货与涨价改变了这一博弈：断供与涨价风险倒逼下游客户主动评估使用长鑫 DRAM，为公司打开了难得的市占率跃升窗口；一旦完成导入与验证，客户粘性随之建立，市场格局将被重塑。

3.盈利预测和估值分析

3.1 收入与利润预测

我们按产业规律分季度预测出货量与 ASP，年化后得到全年预测：

预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 3290.14 亿/5879.94 亿/7823.98 亿元，同比增速为 432.4%/78.7%/33.1%。

量价拆分看，出货量（Eb）为 42.8/58.4/74.7，同比+89.7%/+36.4%/+27.9%，主要来自 DDR5 服务器产品放量及产能爬坡；ASP（$/Gb）为 1.14/1.49/1.55，2026 年在 AI 服务器需求拉动下同比+180.7%，2027-2028 年随 DDR5 渗透率提升温和上行。

分产品看，2023-2025 年 LPDDR 系列收入占比分别为 74.54%/82.74%/66.43%，DDR 系列分别为 .%/.%/.%　　，收入结构正从“移动消费驱动”向“AI 算力驱动”

下载日志已记录，仅供内部参考

切换。2025 年 DDR 收入同比+515%至 195.31 亿元，LPDDR 收入同比+106%至 407.04 亿元。展望 2026-2028 年，AI 服务器资本开支高增与国产算力链替代仍是核心主线，我们预计 DDR 系列收入占比将进一步提升，成为收入增长的核心引擎；LPDDR 收入绝对额仍受益于智能手机容量升级与 LPDDR5X 渗透率提升，占比逐步回落。

利润端，受益于产品结构升级与 ASP 上行，公司毛利率由 2025 年的 41.0%预计大幅提升至 2026 年的 78.3%，2027-2028 年维持 78.6%/77.1%的高位。费用端，研发投入随产品迭代持续加码，研发费用率约 7.5%/6.8%/6.8%；管理费用率随规模效应摊薄至 1.8%/1.0%/0.7%；销售费用率降至 0.2%/0.1%/0.1%。

我们预计 2026-2028 年归母净利润为 1590.53 亿/2923.05 亿/3870.57 亿元，同比+8383.5%/+83.8%/+32.4%，对应归母净利率 48.3%/49.7%/49.5%。

表 3：长鑫科技营业收入预测拆分

汇率：6.75	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	24,178	61,799	329,014	587,994	782,398
营业收入（百万美元）	3,582	9,155	48,743	87,110	115,911
同比增长率	166.1%	155.6%	432.4%	78.7%	33.1%
出货量（Eb）	12.5	22.6	42.8	58.4	74.7
同比增长率	96.5%	80.5%	89.7%	36.4%	27.9%
ASP ($/Gb)	0.29	0.41	1.14	1.49	1.55
同比增长率	35.4%	41.6%	180.7%	31.0%	4.0%
营业成本（百万元）	22,829	36,465	71,550	125,550	179,550
同比增长率	146.5%	59.7%	96.2%	75.5%	43.0%
毛利率	5.6%	41.0%	78.3%	78.6%	77.1%

资料来源：iFinD，Wind，申万宏源研究

3.2 估值分析，给予“买入”评级

如前面论述，长鑫科技既具备存储、半导体的周期属性，又具备下游领域持续扩张、跳代研发的成长属性。所以我们选择两大类公司作为对标公司。

1） **第一类是 A 股重要的半导体领军，例如中芯国际、寒武纪、海光信息、北方华创、中微公司、沐曦股份、兆易创新、盛合晶微、华虹宏力等**；

这些公司普遍 2026-2027 年 P/E 估值倍数较高，反映了 AI、国产化、中国半导体产业成长等多重因素。

2） **第二类是全球的存储领军，例如三星电子、SK 海力士、美光科技**；

三星电子作为综合性半导体巨头，存储只是其业务板块之一，当前其 2026 年 PE 估值倍数最低，或反映了其业务多元化带来的隐忧。SK 海力士是纯正存储原厂，2026 年估值也不高，主要因为 2026 年盈利预期极高，市场担忧高盈利可持续性（即市场可能会采用周期股估值方法，在景气低点给予偏高 P/E 倍数，景气与盈利高点反而给予偏低 P/E 倍数）。

下载日志已记录，仅供内部参考

美光科技 2026 年 14 倍 P/E，在三家中最高，暂时体现市场对其 LTA 驱动成长性的较高认可。

我们推测美光估值较高的一个原因是： LTA 结构性改变，成长性的考量超过了周期性考量，P/E 从 7-10 倍拉升至 10-20 倍。**这会对我们评估长鑫科技估值有启发。**

表 4：长鑫科技可比公司情况（单位：市值百亿元人民币，净利润百万元人民币）

证券代码	公司名称	2026/8/24	净利润（百万元）				PE			
		总市值（百亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
688981.SH	中芯国际	65	5,041	6,939	8,530	10,278	130	94	77	64
688256.SH	寒武纪	61	2,059	5,618	11,668	19,581	296	108	52	31
688041.SH	海光信息	54	2,545	4,458	6,810	9,798	211	120	79	55
002371.SZ	北方华创	51	5,522	7,530	10,569	14,146	93	68	49	36
688012.SH	中微公司	34	2,111	3,651	4,725	6,301	162	94	73	54
688802.SH	沐曦股份-U	27	-789	35	943	1,735	--	7,612	282	153
603986.SH	兆易创新	27	1,648	8,666	10,660	11,821	163	31	25	23
688820.SH	盛合晶微	23	921	1,153	1,856	2,549	248	198	123	89
688347.SH	华虹宏力	22	377	1,042	1,502	1,936	580	210	146	113
005930.KS	三星电子	731	215,108	1,208,138	1,590,492	1,731,824	34	6	5	4
SKHY.O	SK 海力士	580	208,588	870,523	1,123,127	1,207,584	28	7	5	5
MU.O	美光科技	698	60,681	505,332	1,028,980	1,113,139	115	14	7	6

注 1：为了利于数量级对齐，总市值都选择百亿人民币，利润为百万元人民币。汇率选择历史汇率

注 2：盈利预测取 Wind 一致预期

资料来源：iFinD，Wind，申万宏源研究

估值的进一步探讨：

传统思维：存储芯片被视为“科技大宗商品”，与石油、铜、大豆无异——供需决定价格，价格决定利润，周期决定估值。市场惯用 P/B 定价，因为“利润不可持续”。每次周期高点被视为“卖出”信号，对于存储，PE 常常仅 7-10 倍。

新的思路：不可替代性应当决定估值倍数。LTA 长期供货协议锁定了 60-70%的服务器级 DDR5 产能，即便消费电子需求萎缩，核心收入也有“合同粘性”保护。即使消费电子、AI 硬件均受挫，预计下游也会延展其他诸多创新，例如端侧 AI、物理 AI、脑机、量子计算等等。由于这些下游创新此起彼伏，周期的波动性减缓，利润下行风险被结构性转移，存储企业应享受成长型估值。

综合考虑：1）长鑫科技可比的 A 股重要半导体领军估值倍数较高，2027 年 P/E 倍数多数超过 50 倍，反映了 AI、国产化、中国半导体产业成长等多重因素。2）海外存储公司的 2026 年 P/E 6-15 倍，2027 年 P/E 5-8 倍。3）预计长鑫科技在存储领域会有 Alpha，报告正文有分析论述； 给予其 2027 年 20XP/E 目标，对应 5.85 万亿市值。对应“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 风险提示

1.周期下行风险：存储行业具有强周期性，当前处于 AI 驱动的超级周期高点，若 DRAM 价格回落或产能爬坡不及预期，实际业绩可能大幅低于预测。

2.市占率提升不及预期风险：若长鑫科技 DRAM 的市占率提升不及预期，实际业绩可能低于预测。

3.技术差距风险：长鑫科技目前与 SK 海力士、美光在高端产品领域存在代差，可能限制长期利润率天花板。

4.股权分散风险：公司无控股股东、无实际控制人，上市后存在控制权变动可能性。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24,178	61,799	329,014	587,994	782,398
营业收入	24,178	61,799	329,014	587,994	782,398
营业总成本	32,406	56,331	106,365	177,146	244,567
营业成本	22,830	36,465	71,550	125,550	179,550
税金及附加	183	351	1,867	3,336	4,439
销售费用	224	337	498	709	945
管理费用	2,358	6,631	6,044	5,766	5,669
研发费用	4,607	9,593	24,705	40,264	53,151
财务费用	2,204	2,954	1,702	1,522	814
其他收益	1,800	2,691	2,850	2,903	3,024
投资收益	105	-68	120	50	60
净敞口套期收益	0	0	800	900	1,000
公允价值变动收益	-178	372	15	22	30
信用减值损失	-9	1	-32	-33	-39
资产减值损失	-2,464	-755	-365	-372	-410
资产处置收益	4	12	18	25	30
营业利润	-8,969	7,721	226,055	414,343	541,526
营业外收支	-80	-20	-30	-38	-47
利润总额	-9,049	7,701	226,025	414,305	541,479
所得税	2	557	16,192	29,693	38,808
净利润	-9,051	7,144	209,833	384,612	502,672
少数股东损益	-1,906	5,269	50,780	92,307	115,614
归母净利润	-7,145	1,875	159,053	292,305	387,057

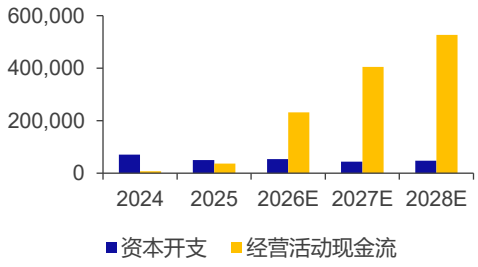
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-9,051	7,144	209,833	384,612	502,672
加：折旧摊销减值	18,646	27,766	43,519	50,725	58,012
财务费用	3,060	3,377	1,702	1,522	814
非经营损失	68	-284	-946	-984	-1,118
营运资本变动	-8,291	-7,579	-21,111	-30,974	-33,202
其它	2,475	6,095	-740	541	-431
经营活动现金流	6,897	36,520	232,257	405,442	526,747
资本开支	71,214	49,704	53,832	44,375	47,970
其它投资现金流	-1,201	-37,119	-21,734	-26,777	-31,830
投资活动现金流	-72,415	-86,823	-75,566	-71,152	-79,800
吸收投资	45,867	31,795	57,919	0	0
负债净变化	27,760	15,277	19,356	22,000	22,000
支付股利、利息	3,204	3,077	1,702	1,522	814
其它融资现金流	6,790	2,126	964	650	500
融资活动现金流	77,214	46,121	76,538	21,128	21,686
净现金流	11,396	-4,710	233,228	355,418	468,633

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流(百万元)



下载日志已记录，仅供内部参考

合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	68,014	110,986	400,270	830,867	1,381,260
现金及等价物	42,700	73,336	327,390	708,750	1,208,444
应收款项	2,100	1,787	8,232	14,708	22,173
存货净额	18,550	28,568	56,054	98,358	140,663
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,665	7,294	8,595	9,050	9,980
长期投资	1,655	4,384	6,260	8,330	10,380
固定资产	194,341	214,814	225,505	219,530	209,874
无形资产及其他资产	7,589	6,601	6,396	6,018	5,731
资产总计	271,599	336,785	638,430	1,064,743	1,607,244
流动负债	57,191	52,842	63,619	82,460	99,568
短期借款	33,095	27,644	25,000	25,000	25,000
应付款项	7,460	12,805	25,554	43,293	59,850
其它流动负债	16,635	12,394	13,065	14,167	14,718
非流动负债	110,151	129,843	152,810	175,469	197,970
负债合计	167,342	182,685	216,429	257,929	297,538
股本	57,771	60,193	66,881	66,881	66,881
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	22,166	33,104	84,335	84,335	84,335
其他综合收益	5	108	258	458	678
盈余公积	0	0	0	0	0
未分配利润	-38,522	-36,650	122,403	414,708	801,765
少数股东权益	62,837	97,346	148,126	240,433	356,047
股东权益	104,257	154,100	422,001	806,814	1,309,706
负债和股东权益合计	271,599	336,785	638,430	1,064,743	1,607,244

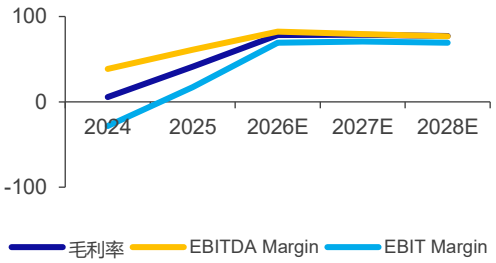
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

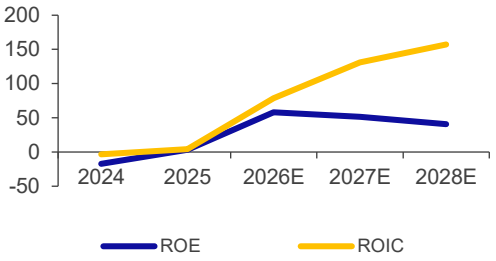
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	-0.11	0.03	2.38	4.37	5.79
每股经营现金流	0.10	0.55	3.47	6.06	7.88
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	0.62	0.85	4.09	8.47	14.26
关键运营指标(%)					
ROIC	-3.4	4.2	78.5	130.9	157.2
ROE	-17.3	3.3	58.1	51.6	40.6
毛利率	5.6	41.0	78.3	78.6	77.1
EBITDA Margin	38.6	61.0	82.3	79.3	76.7
EBIT Margin	-28.3	17.2	69.2	70.7	69.3
营业总收入同比增长	166.1	155.6	432.4	78.7	33.1
归母净利润同比增长	-	-	8,383.5	83.8	32.4
资产负债率	61.6	54.2	33.9	24.2	18.5
净资产周转率	0.58	1.09	1.20	1.04	0.82
总资产周转率	0.09	0.18	0.52	0.55	0.49
有效税率	0.0	7.2	7.2	7.2	7.2
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	-529.8	2,019.1	23.8	13.0	9.8
P/B	91.4	66.7	13.8	6.7	4.0
EV/Sale	165.1	65.4	12.5	7.2	5.6
EV/EBITDA	427.9	107.3	15.2	9.1	7.3
股本	57,771	60,193	66,881	66,881	66,881

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

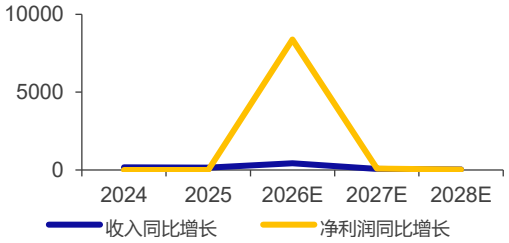
经营利润率(%)



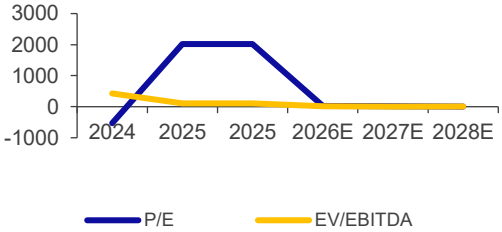
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。