仅供内部参考，请勿外传！

长鑫科技（688825）

证券研究报告
2026 年 09 月 17 日

十年破局 DRAM 垄断，算力+国产替代双轮驱动成长

国产 DRAM 一体化龙头，产能、工艺与研发实力持续迭代，业绩实现扭亏高增。长鑫科技是国内唯一、全球第四的 DRAM 全链路 IDM 厂商，依托合肥、北京三座 12 英寸晶圆厂实现产能持续爬坡，公司采取跳代研发路线，多代工艺平台顺利量产，DDR5、LPDDR5X 已批量供货，HBM3 完成头部云厂商验证，前瞻布局高端 AI 存储产品。公司研发团队规模庞大、专利储备充足，股权由国资、员工平台多元制衡，无控股股东，兼顾产业扶持与市场化管理；财务端 2022 至 2026H1 完成由深度亏损到大幅盈利的转变，营收、毛利率同步高速改善，295 亿元募投项目将持续推动产线技改与前沿技术研发，中长期产能与技术成长空间充足。

AI 算力重塑 DRAM 供需格局，行业持续高景气，为长鑫带来广阔成长红利。AI 算力建设带来服务器 DRAM 长期增量，全球 DRAM 需求高增，大幅对冲手机、PC 消费端需求疲软，行业周期逻辑发生根本性变化。同时，存储厂商随下游需求动态调控产能，但晶圆厂建设及产能爬坡周期长达数年，未来几年 DRAM 行业或将延续供不应求态势。全球 DRAM 市场规模持续高速扩张，国内需求占比超四分之一但本土供给不足，叠加地缘摩擦下供应链自主可控需求提升，国产替代、新技术迭代两大逻辑共同打开行业长期成长天花板。

长鑫聚焦高毛利 DRAM 赛道，工艺技术、IDM 模式、产品、客户、供应链优势构筑核心成长壁垒。公司完整覆盖 DRAM 设计、制造、封测、模组全链条，DDR、LPDDR 产品性能对标海外三巨头，广泛适配服务器、移动终端、PC、智能汽车多类下游；相较三星、美光等同业同时布局 NAND、面板等低毛利业务，公司聚焦高毛利 DRAM 赛道，盈利弹性更显著。随着国内云厂商、消费电子品牌持续导入国产存储，客户规模稳步扩张，同时公司积极推进供应链的多元化、本土化，增强供应链的安全保障能力，降低国际贸易摩擦带来的供应链风险，叠加多厂区产能有序释放、高端产品占比持续提升，中长期业绩增长具备坚实支撑。

盈利预测与投资建议：综合来看，长鑫科技深度受益 AI 算力长期增量、DRAM 行业超级上行周期、国内存储国产替代三大核心红利，公司产能持续释放、募投项目助力工艺与高端产品迭代，DDR、LPDDR 双产品线量价共振驱动营收与毛利率同步上行，叠加 HBM 前瞻布局打开远期成长天花板。我们预计公司 2026/2027/2028 年营业收入分别为 2,948.74/4,533.45/6,132.44 亿元，归母净利润分别为 1473.66/2471.89/3320.86 亿元，预测期内成长动能充足，业绩具备向上弹性，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：主营业务收入不及预期风险；公司存在累计未弥补亏损的风险；产品及技术研发不达预期的风险；人才短缺或流失的风险；客户集中度较高的风险；国际贸易摩擦导致产业链不稳定的风险；无控股股东和实际控制人的风险；毛利率不及预期的风险；管理费用率上升的风险等。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,178.25	61,799.32	294,873.60	453,344.53	613,244.43
增长率(%)	166.07	155.60	377.15	53.74	35.27
EBITDA(百万元)	12,175.46	35,847.91	254,980.79	388,603.18	515,877.05
归属母公司净利润(百万元)	(7,144.89)	1,874.86	147,365.80	247,188.83	332,086.28
增长率(%)	(56.27)	(126.24)	7,760.10	67.74	34.35
EPS(元/股)	(0.12)	0.03	2.17	3.64	4.89
市盈率(P/E)	(445.52)	1,769.00	25.38	15.13	11.26
市净率(P/B)	76.53	58.62	14.24	7.34	4.44
市销率(P/S)	131.65	53.67	12.68	8.25	6.10
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.58	9.05	6.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	55.1 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	67,884.10
流通 A 股股本(百万股)	4,503.04
A 股总市值(百万元)	3,740,413.86
流通 A 股市值(百万元)	248,117.45
每股净资产(元)	2.24
资产负债率(%)	42.16
一年内最高/最低(元)	61.80/38.11

作者

李双亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525120002
lishuangliang@tfzq.com

李泓依 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040006
lihongyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 长鑫科技：国产 DRAM 一体化龙头，全链实力支撑业绩持续释放 4
   1.1. 公司概况：国内 DRAM 一体化龙头，全链路核心技术与产能领跑行业 4
   1.2. 发展历程：从“0 到 1”的艰难跨越 4
   1.3. 产品结构：DDR、LPDDR 夯实基本盘，HBM 前瞻布局 4
   1.4. 股权结构：多元制衡，国家战略与市场化机制并行 5
   1.5. 管理团队：行业资深核心团队筑牢 DRAM 人才壁垒 5
   1.6. 财务分析：营收盈利同步高增，盈利指标全面改善，收入结构持续优化 7
   1.7. 研发分析：高研发投入夯实人才基础，全链技术与专利实力突出 8
2. 行业分析：AI 重塑存储供需格局，DRAM 行业或迎黄金时代 9
   2.1. 行业周期：AI 打破传统存储周期，DRAM 供需格局迎来根本性重塑 9
   2.2. DRAM 市场规模：全球规模快速扩张，本土替代空间广阔 9
   2.3. 下游需求：多终端场景支撑行业扩容，服务器逐步成为需求核心主力 10
   2.4. 价格走势：全品类 DRAM 持续涨价，服务器需求主导价格行情 13
   2.5. 竞争格局：全球 DRAM 市场正从“三强”向“3+1”格局演变 13
   2.6. 未来机遇：数字经济、国产替代、技术变革打开成长空间 14
3. 公司分析：AI 算力需求打开成长空间，国产替代迎来窗口期 14
   3.1. 市场地位：中国第一、全球第四 14
   3.2. 主要产品：主营 DRAM 芯片，对标国际头部厂商 15
   3.3. 工艺技术：“跳代研发”，已达国际先进水平 18
   3.4. 产能分配：三个厂区各司其职，产能稳步提升 20
   3.5. 募投项目：募集资金 295 亿元，产能投放强劲 20
   3.6. 供应链协同：与上游核心供应商深化合作，产能扩张利好上游产业链条 21
4. 盈利预测与估值 21
5. 风险提示 24

图表目录

图 1 公司发展历程 4
图 2 公司股权结构（截至 2026 年 7 月 27 日） 5
图 3：长鑫科技营业收入及同比（亿元，%） 7
图 4：长鑫科技归母净利润及同比（亿元，%） 7
图 5：长鑫科技综合毛利率情况 8
图 6：长鑫科技期间费用率情况 8
图 7：长鑫科技营业收入按产品分类（亿元） 8
图 8：长鑫科技营业收入按地区分类（ 亿元） 8
图 9：长鑫科技研发费用及研发费用率（亿元，%） 9
图 10：长鑫科技研发人员占比（截至 2026 年 6 月 30 日） 9

仅供内部参考，请勿外传！

图 11：2020-2030 年全球 DRAM 市场规模（亿美元）.....10
图 12：2025-2030 年 DRAM 下游应用市场需求占比.....10
图 13：2025-2030 年全球服务器 DRAM 搭载量（MGB）.....11
图 14：2025-2030 年全球移动设备 DRAM 搭载量（MGB）.....11
图 15：2025-2030 年全球个人电脑 DRAM 搭载量（MGB）.....11
图 16：2025-2030 年全球智能汽车 DRAM 搭载量（MGB）.....12
图 17：2025-2030 年全球其他类 DRAM 搭载量（MGB）.....12
图 18：CFM 闪存市场 2026 年价格环比幅度预测.....13
图 19：2025 年 DRAM 行业竞争格局（基于销售额测算）.....14
图 20：2025 年 Q4 长鑫科技的全球市场份额（基于销售额测算）.....15
图 21：长鑫科技 DRAM 模组产品.....17
图 22 募集资金运用概况.....21
图 23 长鑫主要原材料采购（万元）.....21
图 24 2024 及 2025 年前五大供应商（万元）.....21

表 1 公司主要管理人员及职位.....5
表 2 DRAM 业务具体情况对比.....15
表 3 公司主要产品.....16
表 4 DRAM 工艺技术.....18
表 5 DRAM 产品技术.....19
表 6 2023-2025 年公司主要 DRAM 产品的单位价格及销量（按容量）变动幅度情况.....22
表 7 盈利预测与拆分（亿元）.....24

仅供内部参考，请勿外传！

1. 长鑫科技：国产 DRAM 一体化龙头，全链实力支撑业绩持续释放

1.1. 公司概况：国内 DRAM 一体化龙头，全链路核心技术与产能领跑行业

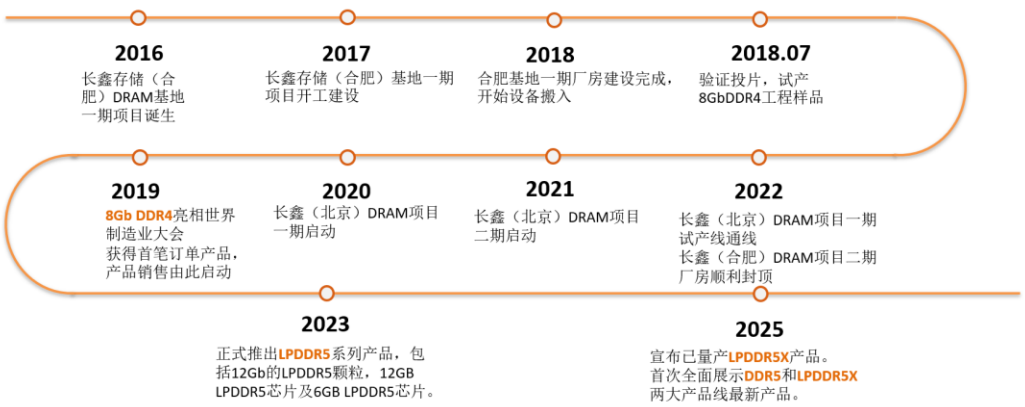
长鑫科技是我国规模最大、技术最先进、布局最全的 DRAM 研发设计制造一体化企业。自 2016 年成立以来，公司始终专注于 DRAM 产品的研发、设计、生产及销售。公司采取“跳代研发”的策略，完成了从第一代工艺技术平台到第四代工艺技术平台的量产，以及 DDR4、LPDDR4X 到 DDR5、LPDDR5/5X 的产品覆盖和迭代，目前公司核心产品及工艺技术已达到国际先进水平。

长鑫为国内第一、全球第四 DRAM IDM 厂商，全链路自研、产品覆盖多领域。公司紧跟行业趋势、持续迭代产品，布局 DDR、LPDDR 等产品线，可提供 DRAM 晶圆、芯片、模组多类方案，覆盖服务器、移动终端、PC、智能汽车等需求。公司在合肥、北京布局三座 12 英寸 DRAM 晶圆厂，根据 Omdia 数据，按照产能、出货量和销售额统计，公司为国内第一、全球第四 DRAM 厂商。公司深耕自主研发，在 DRAM 设计、制造、封测、模组应用全链路搭建完备核心技术体系，核心技术达国际先进水平，自主知识产权储备充足。公司拥有丰富优质客户，并联合上下游搭建协同共赢产业生态。

1.2. 发展历程：从“0 到 1”的艰难跨越

长鑫科技的诞生与发展，是中国 DRAM 产业试图打破国际技术封锁、实现自主可控的缩影。公司前身合肥智聚成立于 2016 年，2017 年更名为睿力集成电路有限公司，2023 年 6 月，公司整体变更为股份有限公司，正式更名为“长鑫科技集团股份有限公司”。长鑫科技的发展经历了 2016 年合肥 DRAM 基地一期项目诞生，2017 年开工、2018 年厂房建成并试产 8GbDDR4；2019 年首款产品获订单，2020-2022 年北京项目启动并推进；2023-2025 年陆续推出 LPDDR5、DDR5、LPDDR5X 产品，这也展现了其在存储芯片领域的产能扩张与技术迭代。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 产品结构：DDR、LPDDR 夯实基本盘，HBM 前瞻布局

长鑫科技的主营业务高度聚焦，始终专注于 DRAM 产品的研发、设计、生产及销售。作为 IDM 企业，公司拥有从芯片设计、晶圆制造到封装测试的完整产业链能力。

DDR 系列：公司目前的 DDR4 产品已广泛应用于 PC、服务器、消费电子等领域。与此同时，公司已成功研发并量产 DDR5 产品，且性能指标达到国际主流水平（速率可达 8000Mbps）。

LPDDR 系列：针对移动终端市场，公司推出了 LPDDR4X 及 LPDDR5/5X 系列产品。其中，LPDDR5X 最高速率可达 10667Mbps，已进入小米、传音等主流手机厂商的供应链。

仅供内部参考，请勿外传！

HBM 量产节奏规划清晰：公司计划 2026 年底启动 HBM3 小规模试产，2027 年实现规模化投产。随着国内 HBM 产能逐步释放，国内 AI 算力基础设施供给约束将得到显著缓解，有效压降信创智算中心建设成本，加速国内 AI 算力全产业链国产化落地。

2026 年 6 月 22 日，长鑫存储自主研发 HBM3 高带宽内存样品完成国内头部云厂商首轮适配验证，国产高端 AI 存储商业化进程取得关键突破，有望打破海外厂商长期垄断，补齐国内信创 AI 算力产业链核心短板。

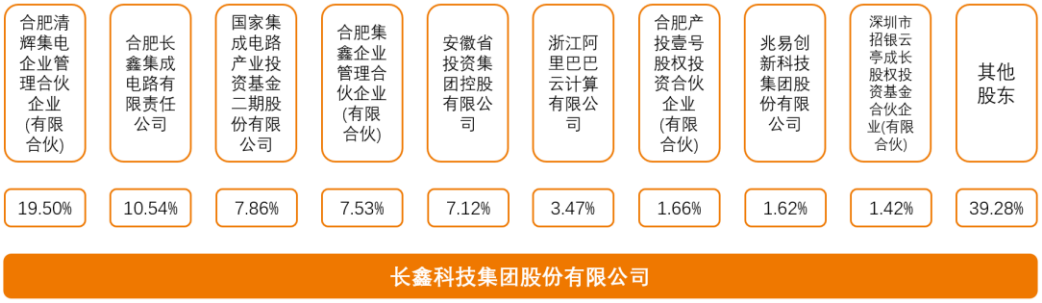
技术路线层面，公司采用跳代研发策略，跳过迭代相对落后的 HBM2e，直接攻坚 HBM3 前沿技术节点，自研样品技术水平已接轨国际一线标准；产品可适配昇腾、寒武纪等国产主流 AI 芯片，支撑国产智算服务器算力部署需求，实现“国产 GPU+国产高带宽内存”全链路自主可控。

1.4. 股权结构：多元制衡，国家战略与市场化机制并行

长鑫科技的股权结构呈现出显著的多元化与制衡特征，公司无控股股东及实际控制人。根据公司股权结构，直接持有公司 5%以上股份的股东为清辉集电、长鑫集成、大基金二期、合肥集鑫及安徽省投，截至 2026 年 7 月 27 日，分别持有长鑫科技 19.50%、10.54%、7.86%、7.53%及 7.12%的股权，不存在单一持股比例超过 50%的股东，公司的股权结构较为分散。

我们认为这种股权结构设计具有深远的考量。首先，大基金二期与安徽省投等国资背景股东的存在，可能使公司在政策对接、资金支持及土地资源获取上取得优势，体现了国家对存储产业的支持。其次，清辉集电与合肥集鑫等员工持股平台的设置，有效地绑定了核心管理团队与技术骨干的利益，这对于人才密集型的半导体行业至关重要。最后，无单一实控人的结构在一定程度上有利于公司保持经营决策的专业性与市场化导向，可能避免单一股东决策带来的盲目性，但也对董事会的协调能力与管理层的执行效率提出了更高的要求。

图 2 公司股权结构（截至 2026 年 7 月 27 日）



资料来源：ifind，天风证券研究所

1.5. 管理团队：行业资深核心团队筑牢 DRAM 人才壁垒

DRAM 行业的竞争归根结底是人才的竞争。公司组建了具备丰富行业经验的专业务实、锐意进取的核心研发和运营管理团队。公司管理层团队的核心领导者拥有 25 年以上半导体行业经验，具备深刻的行业洞察力和卓越的战略定力，共同引领公司成长与战略落地。公司技术与研发团队由海内外具备丰富半导体行业经验的专家团队组成，在 DRAM 产品设计、工艺开发、生产制造、质量管控等方面具备深厚的技术背景和丰富的管理经验。

曹堪宇先生（董事、总裁）： 曹堪宇先生拥有博士学位，曾任职于多家国际知名半导体公司，具备极深的技术造诣与管理经验。他主导了公司多代工艺技术的研发与量产，是长鑫科技技术路线图的实际执行者。

表 1 公司主要管理人员及职位

姓名	职位	工作经历
曹堪宇	总裁	博士研究生。2002 年 5 月至 2005 年 6 月，曹堪宇先生先后曾任职于美国飞利浦半导体股份有限公司、美国 Hyperband comm.公司；2005 年 7 月至 2013 年 8 月先后创立了北京昆天科微电子有限公司、

仅供内部参考，请勿外传！

		北京凡达讯科技有限公司；2013 年 11 月至 2017 年 10 月，任 NoVoMem,Inc. NAND 闪存事业部总经理。2017 年 11 月加入长鑫科技后，先后任睿力集成执行副总裁、长鑫存储产品研发执行副总裁、技术研发执行副总裁、长鑫集电总经理等职务；2021 年 6 月至今，任长鑫科技董事；2023 年 4 月至今，先后任长鑫科技首席执行官、总裁。
赵纶	总经理	本科学历。赵纶先生 1982 年 2 月至 2002 年 4 月，曾先后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、大唐电信科技股份有限公司微电子分公司等；2002 年 4 月至 2012 年 2 月，先后任大唐微电子技术有限公司总经理、副董事长，期间曾任大唐电信科技股份有限公司董事、副总经理。2012 年 2 月至 2015 年 7 月，任中航（重庆）微电子有限公司副总经理；2015 年 7 月至 2017 年 11 月,任北京创安微芯科技有限责任公司董事长。2017 年 11 月至 2022 年 10 月，任长鑫存储总经理、执行董事；2023 年 6 月至 2025 年 8 月，任长鑫科技董事。2022 年 10 月至今，任长鑫科技总经理。
张羽	联席总裁	张羽先生，1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生。1991 年 7 月至 2002 年 9 月，先后担任航空部第 606 研究所工程师、北京安可尔通讯技术有限公司副总经理。2004 年 3 月至 2024 年 9 月，任职于京东方科技集团股份有限公司，先后担任总监、高级副总裁、执行副总裁等职务。2024 年 9 月加入长鑫科技，现担任长鑫科技联席总裁。
朱文菊	执行副总裁	硕士研究生。1993 年 7 月至 2011 年 6 月，先后任职于英特尔（中国）有限公司、NMX Philippines 等公司；2011 年 7 月至 2021 年 12 月，于美光半导体西安/新加坡/马来西亚担任总经理及副总裁职务。2021 年 12 月加入长鑫科技，历任高级副总裁、执行副总裁等职务；2025 年 4 月至今，任长鑫科技执行副总裁。
黄丹阳	高级副总裁、财务负责人	博士研究生，拥有特许公认会计师（ACCA），高级会计师职称。1991 年 7 月至 2007 年 7 月，先后任职于南京天悦（集团）公司、联合饼干（中国）有限公司南京分公司、南京百事可乐饮料有限公司、艾欧史密斯（中国）热水器有限公司。2007 年 7 月至 2018 年 10 月，先后于江森自控（中国）投资有限公司、麦格纳汽车技术（上海）有限公司、上海辑智信息科技有限公司、惠而浦（中国）股份有限公司担任财务总监。2018 年 10 月至 2022 年 9 月，历任长鑫存储高级总监、副总裁、高级副总裁等职务；2022 年 9 月至今，任长鑫科技高级副总裁及财务负责人。
冯鹏熙	高级副总裁、战略投资负责人	博士研究生，具有高级会计师、高级经济师职称，曾获得特许金融分析师（CFA）和金融风险管理师（FRM）资格。1996 年 10 月至 2003 年 8 月期间，先后任工商银行武汉分行洪山支行储蓄、信贷专员、武汉长江通信产业股份有限公司项目投资部部长。2006 年 3 月至 2010 年 2 月，先后任中国银行总行司库、财务管理部高级经理（统计分析、外币定价、资本管理高级分析师）。2010 年至 2020 年期间，任武汉金融控股集团有限公司副总经理及总经济师、湖北集成电路产业投资基金股份有限公司董事长（期间曾任武汉市江汉区副区长）等职务。2020 年至 2024 年 8 月，先后任小米集团产业投资部总经理、基金管理合伙人，珠海太和私募股权投资公司管理合伙人等职务。2024 年 8 月加入长鑫科技，现任长鑫科技高级副总

仅供内部参考，请勿外传！

		裁。
袁园	副总裁、董事会秘书	本科学历。2004 年 7 月至 2008 年 11 月，任美的集团股份有限公司研发工程师、项目经理；2008 年 11 月至 2018 年 8 月，历任京东方科技集团股份有限公司科长、部长等职务。2018 年 9 月加入长鑫科技后，历任长鑫科技总监、高级总监、副总裁等职务；2023 年 6 月至今，任长鑫科技副总裁、董事会秘书。
李红文	高级副总裁	本科学历。1998 年 9 月至 2003 年 3 月，先后任职于中国航空计算技术研究所第十研究室、北京高鸿信通技术有限公司、北京畅迅信通技术有限公司；2003 年 3 月至 2017 年 2 月，任美光半导体（上海）有限责任公司设计部经理。2017 年 3 月加入长鑫科技，先后任长鑫科技设计总监、长鑫存储副总裁等职务；2023 年 2 月至今，任长鑫科技副总裁。

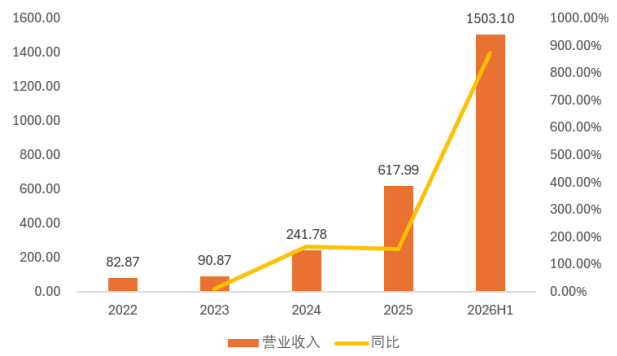
资料来源：长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

1.6. 财务分析：营收盈利同步高增，盈利指标全面改善，收入结构持续优化

营收持续高增，产能、需求、产品优化三重因素驱动。2022 至 2026H1 公司营业收入整体呈持续上行态势，增长斜率逐年抬升。2022、2023 年营收分别为 82.87 亿元、90.87 亿元，增速为 9.66%，增长平缓；2024 年营收大幅提升至 241.78 亿元，同比增长 166.07%；2025 年营收进一步增至 617.99 亿元，同比增速 155.60%；2026 年上半年营收已达 1503.10 亿元，同比增速 873.64%，增长幅度显著放大。2023 至 2025 年收入高速增长主要源于：1）产能建设与工艺迭代推动产出、销量快速提升；2）DRAM 应用赛道拓宽，新兴产业叠加国内广阔市场带来旺盛需求；3）持续优化产品结构，提升头部客户粘性，拉动销售规模持续扩张。2026 年上半年营收、归母净利润大幅上涨，主要得益于全球算力需求的快速增长和全球主要厂商产能调配等因素影响，全球 DRAM 产品供不应求，价格呈现大幅上涨趋势，带动公司主要 DRAM 产品销售毛利大幅增长所致。

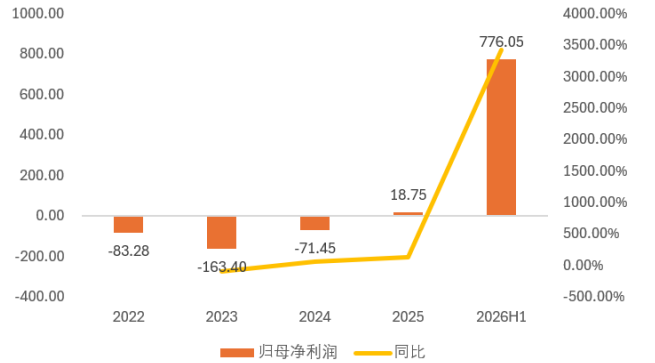
净利润由亏转盈，盈利规模实现大幅跃升。2022 至 2024 年公司归母净利润持续为负，亏损规模先扩大后收窄：2022 年归母净亏损 83.28 亿元，2023 年亏损扩大至 163.40 亿元；2024 年亏损收窄至 71.45 亿元，同比改善 56.27%。2025 年实现扭亏为盈，归母净利润 18.75 亿元，同比增幅 126.24%；2026H1 盈利规模大幅提升至 776.05 亿元，同比增速高达 3427.76%，盈利改善幅度十分突出。盈利端变化与营收放量趋势匹配，依托产能释放、需求扩容与产品结构优化带来的收入增长，公司顺利完成从亏损到高盈利的拐点切换。

图 3：长鑫科技营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 4：长鑫科技归母净利润及同比（亿元，%）



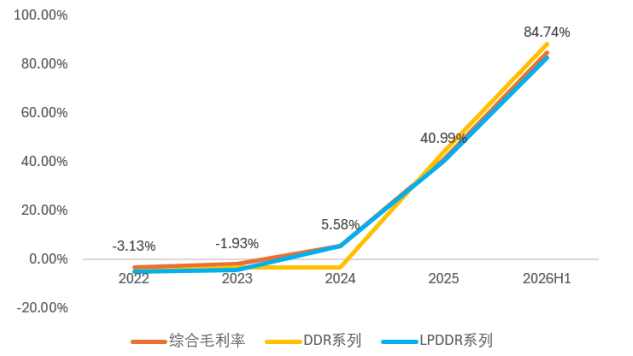
资料来源：ifind，天风证券研究所

毛利率由负转正持续攀升，规模与价格共振改善盈利。2022-2023 年公司综合毛利率持续为负，2024 年小幅转正至 5.58%，2025 年大幅提升至 40.99%，2026H1 进一步走高至 84.74%。2023 至 2024 年毛利率承压源于产能建设爬坡，规模效应未充分释放、单位生产成本偏高；2025 年规模效应持续显现叠加 DRAM 产品价格上行，拉动全年毛利率显著修复，盈利空间持续拓宽。

仅供内部参考，请勿外传！

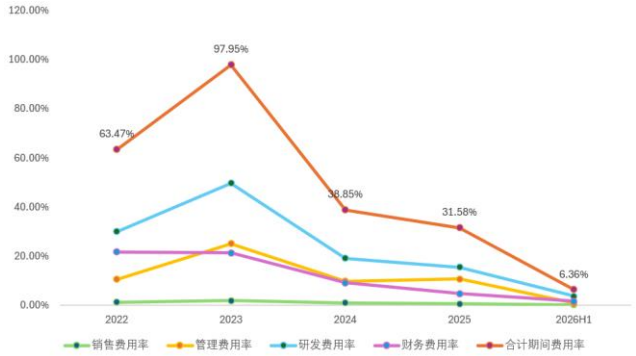
期间费用率持续下行，营收放量摊薄各项开支。2023 年公司合计期间费用率上行至 97.95%高点，2024-2026H1 持续回落，2026H1 仅 6.36%，四项细分费用率均整体呈现降低趋势。2023 至 2025 年产销量持续扩张，伴随行业回暖、产品结构优化，营收规模高速增长，摊薄各项费用；分维度看，销售、管理费用受股权激励、平台认证费、产线技术升级改造相关的拆机费、员工薪酬等因素支撑绝对额上行，研发费用因材料费及研发流片增加、研发团队扩充导致的职工薪酬增加而持续加码，财务费用随扩产融资利息逐年抬升，营收放量带动各分项费用率持续下行。

图 5：长鑫科技综合毛利率情况



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 6：长鑫科技期间费用率情况

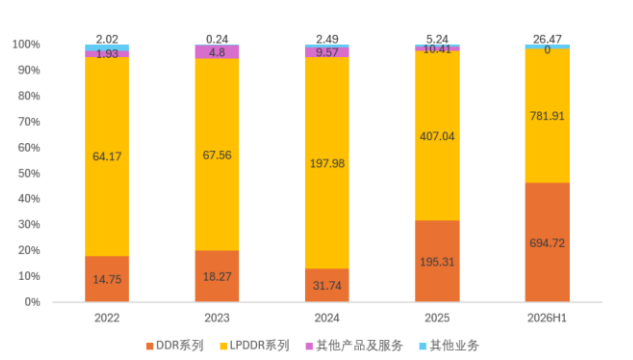


资料来源：ifind，天风证券研究所

LPDDR、DDR 营收高增，存储芯片为收入核心。2022-2026H1 公司 DDR、LPDDR 两大核心产品线营收持续大幅增长，为收入核心支撑，其余业务规模占比始终偏低。LPDDR 系列长期为第一大收入来源，营收由 2022 年 64.17 亿元增长至 2026H1 的 781.91 亿元；DDR 系列增速更为突出，2026H1 的营收 694.72 亿元，较早年规模实现数倍扩张；其他产品及服务、其他业务营收体量较小，增长平缓，整体营收结构以存储芯片产品为主。

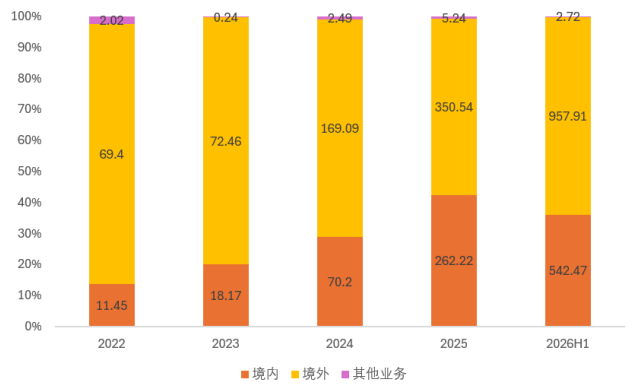
境内境外营收同步放量，海外收入规模领先。2022-2026H1 境内、境外市场营收同步保持快速扩容，境外收入占比更高，境内业务增速逐年加快。境外营收由 2022 年 69.40 亿元增长至 2025 年 350.54 亿元，2026H1 未经审计值为 957.91 亿元；境内营收增长弹性显著，2025 年达 262.22 亿元，2026H1 未经审计值为 542.47 亿元，规模扩张幅度明显；其他业务收入体量常年维持低位，境内外存储市场同步实现收入放量。

图 7：长鑫科技营业收入按产品分类（亿元）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 8：长鑫科技营业收入按地区分类（亿元）



资料来源：ifind，公司 2026 年半年度报告，天风证券研究所

注：2026H1 的数据为公司 2026 年半年度报告中未经审计的值

1.7. 研发分析：高研发投入夯实人才基础，全链技术与专利实力突出

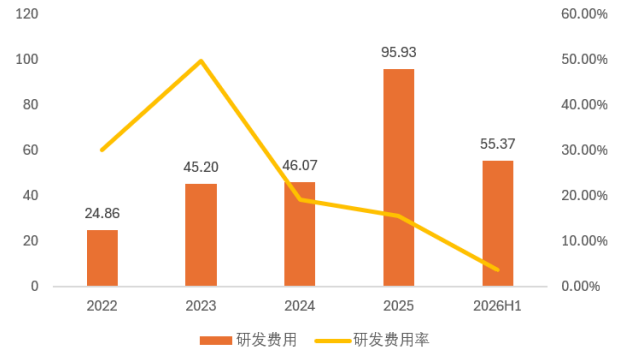
研发投入持续加码，营收放量带动研发费率下行。公司始终高度重视研发投入，不断进行产品及工艺技术的研发迭代，以实现技术追赶并提升产品市场竞争力，研发投入增加且处于较高水平。2022-2026H1 公司研发费用整体持续增长，2022 年为 24.86 亿元，2023 年升至 45.20 亿元，2024 年小幅增至 46.07 亿元，2025 年大幅攀升至 95.93 亿元，2026H1 达 55.37 亿元。研发费用率先升后降，2023 年冲高至 49.75%，2024-2026H1 逐年回落至

仅供内部参考，请勿外传！

19.06%、15.52%、3.68%。2024 年研发费用小幅上行源于新工艺、新品研发带来材料与测试服务费增长；2025 年费用大幅提升，主要系研发耗用的材料费及研发流片增加、研发团队扩充导致的职工薪酬增加。

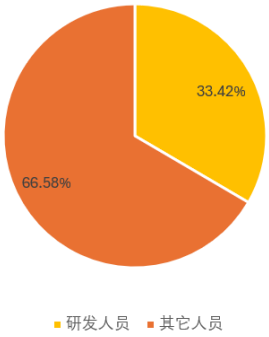
公司研发人员占比超三分之一，研发人才储备充足。截至 2026H1，公司研发人员达 7491 人，人员结构分层清晰，研发人员占比 33.42%，其余人员占比 66.58%，技术研发团队构成公司人员体系重要组成部分，为公司持续工艺迭代、新品研发提供人员基础支撑。

图 9：长鑫科技研发费用及研发费用率（亿元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 10：长鑫科技研发人员占比（截至 2026 年 6 月 30 日）



资料来源：ifind，天风证券研究所

全链路自研体系完善，核心技术达国际先进水平。公司高度重视技术创新与先进工艺研发，建立了完善的研发创新体系，打造了经验丰富的研发团队，承担多项国家重大专项课题。通过持续不断的研发投入与技术创新，公司已形成多项科研成果，并在 DRAM 产品设计、制造工艺、封装测试、模组设计与应用等各业务环节构建了全面、完善的核心技术体系，主要核心技术已达到国际先进水平。

研发成果亮眼，专利储备丰厚。截至 2026 年 6 月 30 日，公司共拥有 4,484 项境内专利（其中发明专利 3,744 项）以及 3,400 项境外专利。公司核心技术主要为自主研发形成，公司研发团队通过研发与创新形成了现有核心技术平台，并已大量应用于公司产品的大批量生产中。

2. 行业分析：AI 重塑存储供需格局，DRAM 行业或迎黄金时代

2.1. 行业周期：AI 打破传统存储周期，DRAM 供需格局迎来根本性重塑

DRAM 行业受市场供需波动影响较大，具有显著的周期性特征。厂商基于下游需求变化做出产能调控策略，但新建产线的产能爬坡通常需要多个季度，新建晶圆厂从资本开支到产能释放更是需要长达数年，导致市场供给与需求存在错配。同时，由于 DRAM 市场供给端高度集中，头部厂商占有绝大部分市场份额，各家资本开支较为集中，新增或缩减产能决策往往同步释放，使得 DRAM 行业较其他半导体产品行业呈现更加显著的强周期性特征。

AI 带动存储需求高速增长，存储成为算力基石。AI 重塑数据逻辑，存储由被动仓库转为大模型训练推理的核心基础设施，推动存储半导体从周期性波动产品变为数字经济核心生产力。

需求端，AI 成为存储产能的核心消耗者。AI 服务器拉动 DRAM、eSSD 需求，服务器市场成为存储需求的核心增长极，新一代硬件平台持续推动高端存储需求升级。

2.2. DRAM 市场规模：全球规模快速扩张，本土替代空间广阔

海量数据处理需求驱动全球千亿美元 DRAM 市场规模快速增长，中国市场规模占比超过四分之一。

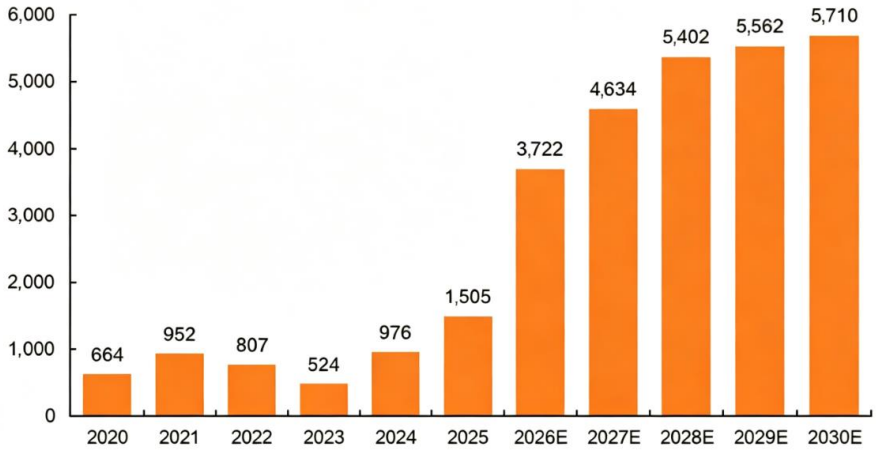
近年来，新兴技术场景持续涌现，数据总量大幅增长，广泛的数据读写与传输需求驱动全球 DRAM 市场规模快速扩大。长期来看，全球 DRAM 市场仍有广阔的增长空间。根据 Omdia

仅供内部参考，请勿外传！

数据，全球 DRAM 市场规模有望从 2025 年的 1,505 亿美元增长至 2030 年的 5,710 亿美元，年均复合增长率为 30.56%。

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，在全球 DRAM 市场中占有重要份额。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。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，DRAM 本土厂商仍有广阔的市场空间。

图 11：2020-2030 年全球 DRAM 市场规模（亿美元）



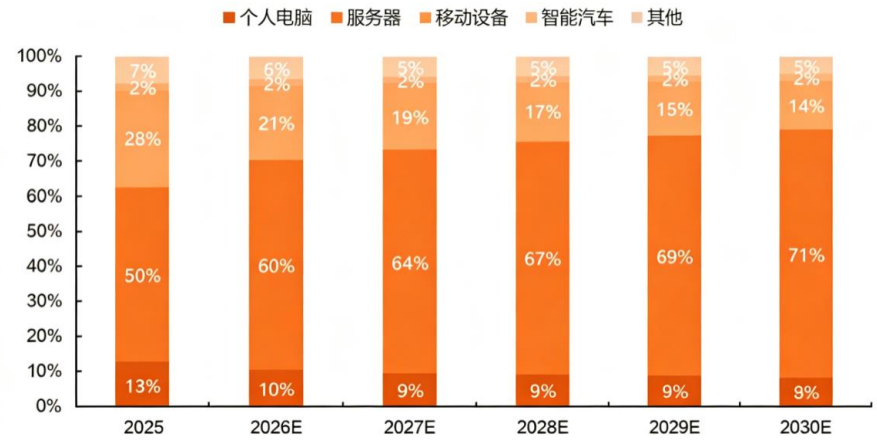
资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

2.3. 下游需求：多终端场景支撑行业扩容，服务器逐步成为需求核心主力

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 90%。数字经济时代下，服务器、移动设备、个人电脑、智能汽车以及其他多元应用场景的持续发展，有望拉动 DRAM 市场需求进一步增长。

图 12：2025-2030 年 DRAM 下游应用市场需求占比



资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

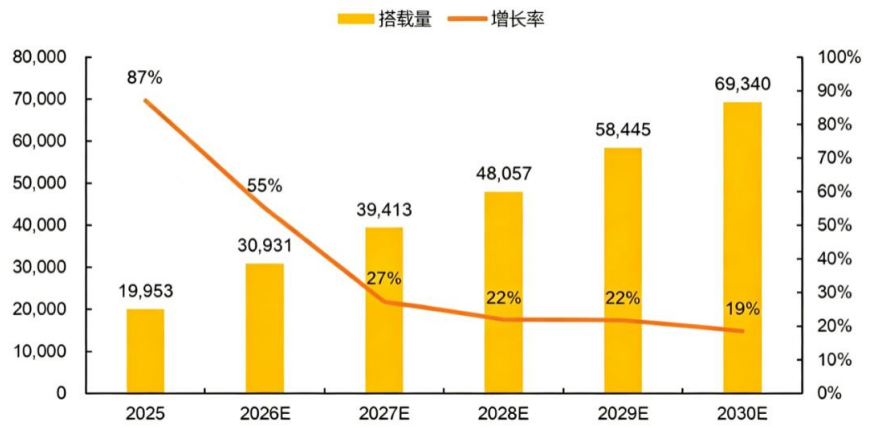
1）服务器：DRAM 需求核心主力，算力需求驱动扩容，服务器 DRAM 市场增速领先

服务器 DRAM 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

仅供内部参考，请勿外传！

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 19,953MGB 增长至 2030 年的约 69,340MGB，2025-2030 年年复合增长率约为 28.29%。

图 13：2025-2030 年全球服务器 DRAM 搭载量（MGB）

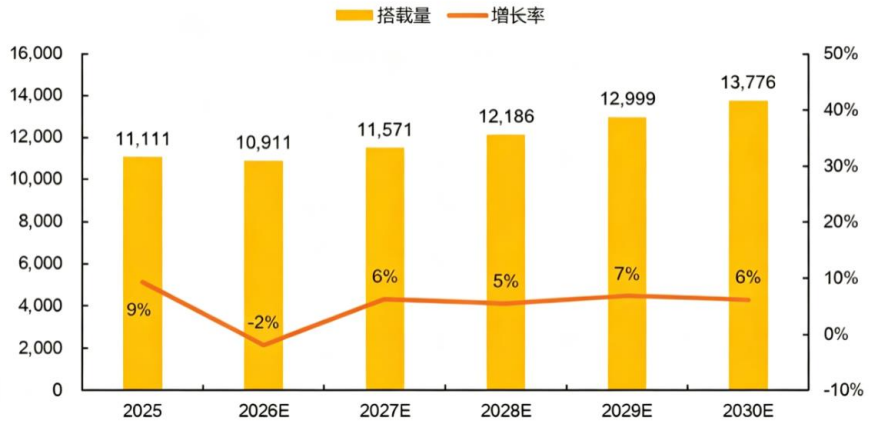


资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

2）移动设备：终端性能升级支撑需求，移动 DRAM 平稳扩容

移动设备 DRAM 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。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。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 11,111MGB 增长至 2030 年的约 13,776MGB，2025-2030 年年复合增长率约为 4.39%。

图 14：2025-2030 年全球移动设备 DRAM 搭载量（MGB）



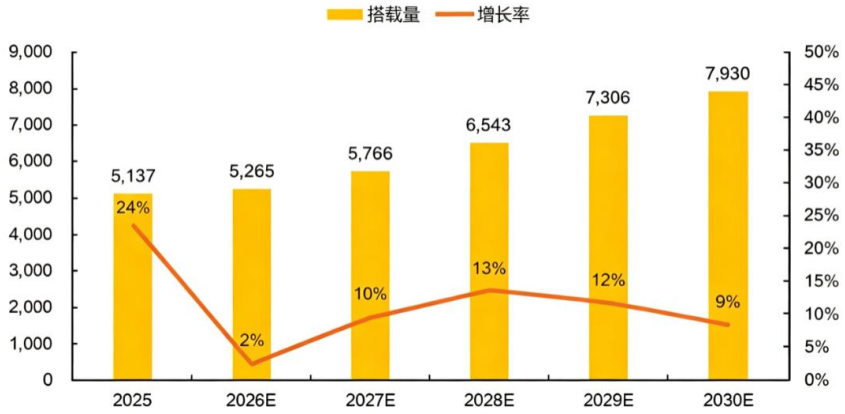
资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

3）个人电脑：第三大下游应用，换机升级拉动存储需求上行

个人电脑 DRAM 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。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。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 5,137MGB 增长至 2030 年的约 7,930MGB，2025-2030 年年复合增长率约为 9.07%。

图 15：2025-2030 年全球个人电脑 DRAM 搭载量（MGB）

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

4）智能汽车：高景气新兴赛道，行业长期增长空间广阔

智能汽车 DRAM 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 1,916MGB，2025-2030 年年复合增长率约为 14.63%。

图 16：2025-2030 年全球智能汽车 DRAM 搭载量（MGB）



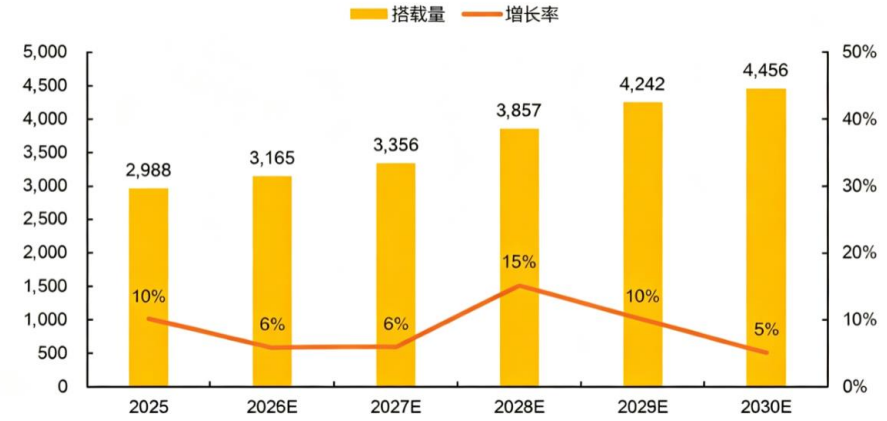
资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

5）其它：工业、家居、可穿戴协同发力，长尾存储市场持续扩容

在全球数字化浪潮驱动下，工业控制、可穿戴设备、智能家居等众多应用领域的发展驱动数据存储与处理需求蓬勃增长。根据 Omdia 预测，全球其他多应用领域搭载的 DRAM 总量预计将由 2025 年的约 2,988MGB 增长至 2030 年的约 4,456MGB，2025-2030 年年复合增长率约为 8.32%。

图 17：2025-2030 年全球其他类 DRAM 搭载量（MGB）

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

2.4. 价格走势：全品类 DRAM 持续涨价，服务器需求主导价格行情

2026 年第三季度 DRAM 价格保持上涨趋势。根据 CFM 闪存市场发布的 2026 年第三季度存储市场展望报告，预计 2026 三季度，服务器 DDR5 价格环比涨幅将分别落在 10%~20%区间；Mobile LPDDR4X/5X 价格涨幅分别约 5%~15%；PC DDR5/LPDDR5X 涨幅预计约 13%-18%。

图 18：CFM 闪存市场 2026 年价格环比幅度预测

市场	品类	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4
Server	DDR5	>100%	40%~45%	**10%~20%**	10%~15%
Mobile	LPDDR4X/5X	55%~60%	80%~90%	**5%~15%**	0%~5%
PC	DDR5/LPDDR5X	>100%	40%-50%	**13%-18%**	0%~5%

资料来源：CFM 闪存市场公众号，天风证券研究所

服务器市场：多数原厂将手机闲置 DRAM 产线转投服务器，上半年优先供给北美客户，下半年国内互联网厂商配额小幅提升，但市场仍为卖方主导，Q3 服务器 DDR5 预计涨价 10%-20%，存储整体维持双位数普涨。

Mobile 市场：手机厂商砍单后部分产能转向服务器，上半年移动 DRAM 价格大幅上涨抬高终端成本，Q3 面向国内核心客户涨价幅度放缓，MobileDRAM 环比涨幅预计 5%-15%。

PC 市场：原厂产能优先倾斜高溢价服务器，PC 端 DDR5、LPDDR5X 供货持续紧缺，价格跟随服务器上调，Q3PC 类 DRAM 涨幅预计 13%-18%。

2.5. 竞争格局：全球 DRAM 市场正从“三强”向“3+1”格局演变

DRAM 行业具有极高的技术与资金门槛，已形成一定规模的领先企业可通过规模效应降低成本，巩固已有优势。受此行业特性的影响，DRAM 行业自 20 世纪 80 年代发展初期的数十家企业，发展到目前全球主要生产厂商包括三星电子、SK 海力士、美光科技及长鑫科技等。

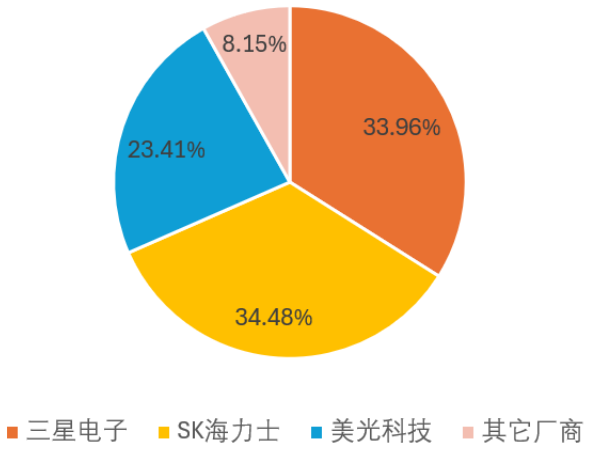
2025 年三星、SK 海力士、美光合计占据全球 DRAM 超九成销售额份额。根据 Omdia 的数据，基于销售额测算，2025 年三星电子、SK 海力士和美光科技在全球 DRAM 市场的占有率分别为 33.96%、34.48%和 23.41%，上述三家企业合计占全球 DRAM 市场 90%以上的市场份额。

近年来，国产 DRAM 厂商里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。

除前述厂商外，其他占有一定市场份额的厂商主要集中在中国台湾，包括南亚科技、华邦电子、力积电等。中国大陆亦有其他半导体企业布局 DRAM 业务，但多专注于芯片设计 。

仅供内部参考，请勿外传！

图 19：2025 年 DRAM 行业竞争格局（基于销售额测算）



资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

2.6. 未来机遇：数字经济、国产替代、技术变革打开成长空间

1）数字经济浪潮蓬勃发展，带来 DRAM 市场新一轮增长机遇。

数字经济浪潮下，数据处理量指数级增长。近年来，随着新一代信息技术的成熟和普及，各行业正在加速迈向全面数字化，数字化转型已经成为提升效率、降低成本及拓展市场的重要手段。在此背景下，全球数据总量大幅增长。根据 IDC 预测，2025 年全球将产生 213.56ZB 数据，到 2029 年将增长一倍以上达到 527.47ZB。

海量数据的实时读写与高效处理，离不开 DRAM 芯片的核心支撑。作为各类电子设备中负责临时数据存储的关键器件，DRAM 不仅对数据处理的速度与效率具有重要影响，更是满足数字经济时代高吞吐、低延迟数据需求的基础硬件。而海量数据的存取与读写需求，进一步催生了 DRAM 芯片广阔的市场空间，为公司产品带来了历史性的发展机遇。

2）国际竞争环境下，本土产业链生态建设推动国产 DRAM 厂商迎来战略机遇期。

国产移动设备、个人电脑、智能汽车等终端品牌厂商基于中国市场庞大的需求，持续进行产品创新迭代，提升产品竞争力，在全球市场中占有日益重要的份额。同时，随着近年来国际贸易摩擦进一步加剧，众多产业链下游国产客户愈发关注供应链的安全性与稳定性，国产终端品牌积极推进本地化供应链体系搭建。本土终端厂商的崛起及其对于产业链生态建设的需求，为国产 DRAM 厂商带来了巨大机遇。

3）摩尔定律放缓，新技术需求赋予国产 DRAM 厂商追赶窗口。

目前国际领先 DRAM 企业已进入制程节点微缩瓶颈，新产品开发中面临的成本巨幅增长与物理极限的逼近问题导致工艺难度大幅提升，DRAM 厂商积极尝试新的技术解决方案。但技术路线的商业化验证仍具有不确定性，部分技术方案虽在试验阶段展现出了潜力，但在大规模量产的良率控制、成本适配、与现有产业链兼容性等方面仍需长期验证，技术落地存在不确定性。

在新技术领域的研发上，国内厂商与国际前三家厂商均处于探索阶段。国内厂商有望抓住产业革新机会迎来快速发展机遇，克服在追赶国际领先水平上面临的竞争挑战，聚焦于技术攻坚，通过产品与技术的革新逐步缩小与国际领先水平的差距，甚至实现部分技术与产品的弯道超车。

3. 公司分析：AI 算力需求打开成长空间，国产替代迎来窗口期

3.1. 市场地位：中国第一、全球第四

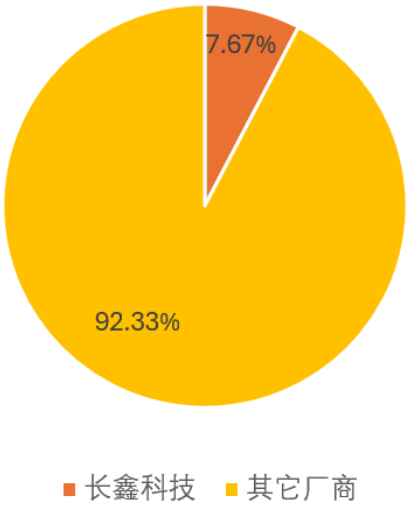
中国第一、全球第四。长鑫科技是全球主流 DRAM 市场的重要竞争者，也是我国规模最大、

仅供内部参考，请勿外传！

技术最先进、布局最全的 DRAM 研发设计制造一体化企业。公司于 2019 年 9 月推出自主设计生产的 8Gb DDR4 产品，实现了中国大陆 DRAM 产业“从零到一”的突破。基于 Omdia 全球厂商 2025 年第四季度 DRAM 销售额统计，凭借不断优化的产品结构、持续迭代的工艺水平、日臻成熟的运营能力以及广泛的市场认可，长鑫科技的全球市场份额已增至 7.67%，位列全球第四位，中国第一位。

长鑫为国内领先 DRAM IDM 企业。中国是全球主要的 DRAM 需求大国之一，三星电子、SK 海力士和美光科技三家国际厂商占据绝大部分市场份额，国内厂商发展前景广阔。2022 年至 2025 年上半年，长鑫科技抓住独特的行业机遇，通过持续研发投入及技术突破，产品得到市场的广泛认可，已成为我国规模最大、技术最先进、布局最全的 DRAM 研发设计制造一体化企业。基于全球及中国市场广阔且持续增长的需求，公司 DRAM 业务仍具备较大增长空间。长鑫科技稳步推进技术平台升级、产品多元化开发、加快产能建设及爬坡，为市场开拓提供了重要保障，预计 2026 年出货量将持续增长。

图 20：2025 年 Q4 长鑫科技的全球市场份额（基于销售额测算）



资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

3.2. 主要产品：主营 DRAM 芯片，对标国际头部厂商

长鑫主力产品对标国际龙头，应用领域无差。长鑫科技的主力产品主要是 DDR5、LPDDR5/5X，与三星电子、SK 海力士、美光科技相比，产品系列相对更少，但 DDR、LPDDR 主力产品与竞争对手基本相当。在产品的应用领域中，主要应用于服务器、移动设备、个人电脑、智能汽车等，与国际前三家厂商相比不存在实质性差异。在 DDR 及 LPDDR 领域，三星电子、SK 海力士、美光科技及长鑫科技分别占据全球厂商的前四位置。同时，凭借在前述产品领域的深厚的技术积累与经验，三星电子、SK 海力士、美光科技及长鑫科技在 HBM 细分领域亦延续了市场主导地位。

表 2 DRAM 业务具体情况对比

项目	长鑫科技	三星电子	SK 海力士	美光科技	对比情况
产品布局	DDR LPDDR 等	DDR LPDDR GDDR HBM 等	DDR LPDDR GDDR HBM 等	DDR LPDDR GDDR HBM 等	产品系列相对更少，DDR、LPDDR 主力产品与竞争对手基本相当
主力产品及迭代情况	DDR5 LPDDR5/5X	DDR5 LPDDR5X GDDR7 HBM3E	DDR5 LPDDR5T/5X GDDR7 HBM3E	DDR5 LPDDR5X GDDR7 HBM3E	
应用领域	服务器、移	服务器、移动设备、个人电脑、智能汽车、			不存在实质性

仅供内部参考，请勿外传！

	动设备、个人电脑、智能汽车等	其他消费电子、工控等	差异

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司覆盖多代 DDR/LPDDR 产品，多领域应用且可提供多元 DRAM 方案，主营 DRAM 芯片。公司产品覆盖 DDR、LPDDR 两大主流系列，并且各系列均能提供当前市场主流的第四代、第五代产品，包括 DDR4、DDR5、LPDDR4X、LPDDR5/5X 等，产品广泛应用于服务器、移动设备、个人电脑、智能汽车等市场领域。公司可结合不同产品的应用特点和不同客户的需求，提供 DRAM 晶圆、DRAM 芯片、DRAM 模组等多元化的产品方案，其中 DRAM 芯片是 2023-2025 年公司出货及销售的主要产品类型。凭借丰富的产品布局和卓越的产品性能，公司能够为客户提供全面的 DRAM 存储解决方案。

1）DRAM 芯片

- **DDR 系列**

DDR4：公司凭借长期的技术积累与创新，推出了自主设计、研发、生产的 DDR4 芯片，公司的 DDR4 芯片具备多领域的应用支持能力，可以满足多产品组合使用需求，为数据存储和高速传输提供高可靠性保障。目前，公司结合下游应用市场发展趋势，通过技术迭代推出了 DDR5 等新代际产品。2024 年底以来，长鑫科技自有 DDR4 产品已停止生产。

DDR5：随着新一代信息技术的发展，各类终端电子设备对数据处理的性能和系统功耗的要求持续提升，下游市场对高性能内存的需求快速增长。DDR5 作为新一代 DDR 内存芯片，凭借更高的带宽和更低的功耗，正在快速取代 DDR4，应用于中高端市场。基于目前 DRAM 产品的迭代趋势，公司推出了 DDR5 产品并完成量产，产品性能达到国际先进水平，广泛应用于服务器、个人电脑等领域，实现了更加全面的下游市场覆盖。

- **LPDDR**

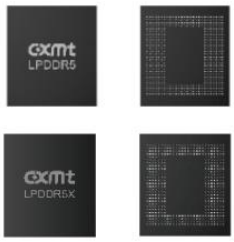
LPDDR4X：LPDDR 芯片通过减小存储器与 CPU 之间的导线电阻和通道宽度实现低功率的运行，主要应用于智能手机、平板电脑等便携式设备。相较于 LPDDR4 芯片，LPDDR4X 芯片在封装方式、引脚设计、接口设计等方面进行了优化，在相同性能与速率的情况下能够实现更低的功耗与更好的稳定性。公司的 LPDDR4X 芯片兼具大容量、高速率、高带宽和低功耗的特点，能够提供稳定流畅的使用体验，目前已进入小米、OPPO、vivo、传音、联想等主流厂商供应链，在智能手机等终端产品中实现广泛应用，并通过相关终端渠道走向海外市场。

LPDDR5/5X：公司自主设计研发生产的 LPDDR5/5X 芯片具备大容量、高速率、超低功耗与高安全性等特性，相较于上一代 LPDDR4X 芯片，公司的 LPDDR5/5X 芯片单一颗粒的容量和速率均大幅提升，同时功耗进一步降低。此外，公司 LPDDR5/5X 芯片加入了强大的 RAS 功能，通过内置纠错码（On-die ECC）等技术，能够实现实时纠错，有效减少系统故障，确保数据安全，增强系统稳定性。公司 LPDDR5/5X 内存芯片能够有效满足中高端智能手机、笔记本电脑、AIoT 等市场需求，相关产品目前已进入小米、传音等品牌供应链。

表 3 公司主要产品

产品系列	产品类型	产品介绍	产品图示	主要应用领域
DDR	DDR4	提供8GB 或16GB 的容量选择，速率可达3200Mbps，并可提供4bit/8bit/16bit 不同位宽选择；可用于制造8GB/16GB/32GB/64GB 等多种容量规格的		服务器、台式电脑、笔记本电脑、其他消费类产品

仅供内部参考，请勿外传！

		DDR4 模组		
	DDR5	具备 16Gb、24Gb 的容量，速率可达 8000Mbps，并可提供 4bit/8bit/16bit 等不同位宽选择；可用于制造 8GB/16GB/32GB/64GB/96GB 等多种容量规格的 DDR5 模组		
LPDDR	**LPDDR4X**	采用 LVSTL 的低功耗接口及多项降低功耗的设计，具备低功耗的特点。可提供 8GB 以下、8GB、12GB、16GB 等不同容量规格的产品，速率可达 4266Mbps，广泛用于移动设备等领域		手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备及其他消费类产品
	LPDDR5/5X	具备 6GB、8GB、12GB、16GB 等多种容量规格，速率可达 10667Mbps。通过内置纠错码等技术，能够有效减少系统故障，增强稳定性，广泛应用于中高端移动设备市场		

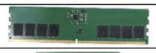
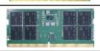
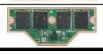
资料来源：长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

2）DRAM 模组

公司基于自身原厂 DRAM 芯片生产制造的 DRAM 模组包括 DDR4、DDR5 系列，涵盖 RDIMM、MRDIMM、UDIMM/CUDIMM、SODIMM/CSODIMM、LPCAMM 等不同类型产品。其中 RDIMM 和 MRDIMM 主要应用于服务器领域，UDIMM/CUDIMM 主要应用于计算机工作站、台式电脑，SODIMM/CSODIMM 主要应用于笔记本电脑、一体机主机中，LPCAMM 主要应用于高性能笔记本电脑、移动工作站等。公司 DDR4 模组包含 8GB/16GB/32GB/64GB 等多种容量规格，速率可达 3200Mbps。DDR5 模组包含 8GB/16GB/32GB/64GB/96GB/128GB 等多种容量规格，速率可达 8000Mbps 及以上。

图 21：长鑫科技 DRAM 模组产品

仅供内部参考，请勿外传！

产品系列	产品类型	产品图示	主要应用领域
RDIMM	DDR4		服务器等
	DDR5		
MRDIMM	DDR5		
UDIMM	DDR4		计算机工作站、台式电脑等
	DDR5		
CUDIMM	DDR5		
SODIMM	DDR4		笔记本电脑、一体机主机等
	DDR5		
CSODIMM	DDR5		
LPCAMM	LPDDR5X		高性能笔记本电脑、移动工作站等

资料来源：长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

3）DRAM 晶圆

2023-2025 年，公司存在少量 DRAM 晶圆销售，DRAM 晶圆即公司完成技术研发、产品设计及生产制造流程后，尚未切割及封装测试的产品，相关客户主要包括下游模组厂商等。

4）其他产品及服务

公司其他产品及服务主要包括提供技术及研发服务、晶圆代工服务及配套光罩产品销售等。

3.3. 工艺技术：“跳代研发”，已达国际先进水平

长鑫科技采取“跳代研发”策略，目前工艺技术已达国际先进水平。长鑫科技是我国规模最大、技术最先进、布局最全的 DRAM 研发设计制造一体化企业。自 2016 年成立以来，公司始终专注于 DRAM 产品的研发、设计、生产及销售。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 的产品覆盖和迭代，目前公司核心产品及工艺技术已达到国际先进水平。

表 4 DRAM 工艺技术

序号	核心技术名称	工艺技术特征及先进性表征	技术来源	技术先进程度	所处阶段
1	第一代工艺技术平台	应用低漏电、高性能、高密度的存储阵列结构设计及制造技术，引入埋入式字线、马鞍状鳍形有源区、位线、连接插塞、连接垫以及蜂巢排布电容结构等，提研发升存储阵列的性能。	自主研发	国内领先	已完成迭代并停止投片
2	第三代工艺技术平台	1、应用多重自对准曝光等光刻工艺技术，实现更精细化的图案转移，缩小产品体积； 2、应用精细化化学机械抛光工艺，持续提升 DRAM 生产工艺中各步骤界面均一性，提升研磨精度，减少刮伤、颗粒物等缺陷，进而提升产品良率。	自主研发	国内领先	量产
3	第四代工艺技术平台	1、采用低漏电、高性能的控制品体管器件设计及制造技术，以实现高性能、高可靠性的外围控制能力； 2、应用多种精细化薄膜沉积工艺，满足 DRAM	自主研发		

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传！

		制程中不同属性薄膜对高平整度、高均一性的要求，提升芯片整体性能； 3、通过改进清洗工艺程序，有效降低颗粒物残留及避免小尺寸结构因表面张力而导致的粘附，满足由于工艺技术演进对清洗步骤数大量增长和清洗能力的要求提高的需求，提升产品良率； 4、采用过程控制和先进量测技术，满足先进 DRAM 制造对于控制关键尺寸、材料特性、产品缺陷、制造效率等的严苛要求。			

资料来源：长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

表 5 DRAM 产品技术

序号	核心技术名称	产品技术特征及先进性表征	技术来源	技术先进程度	所处阶段
1	DDR4 设计技术	1、可实现数据独立读写提升数据吞吐量的两组 BankGroup 技术； 2、可降低芯片功耗的温度控制刷新、温度补偿自刷新 研发等技术。	自主研发	国际先进	已成功量产，2024 年底以来自有产品已停止生产
2	DDR5 设计技术	1、信道反馈均衡技术，提升高速内存接口的数据接收裕量; 2、更优化的算法及保护电路，提升数据的安全性，降低 Row Hammer 的风险; 3、先进的封装工艺如 RDL 和后段金属，提高电源完自主整性;在内存条上，引入了专门的电源管理芯片以进研发步保证电源的性能; 4、引入了纠错功能(ECC)，提升了系统的可靠性:5、四组 Bank Group 设计，进一步提高了内存的并行性和访问效率及带宽。	自主研发	国际先进	量产
3	LPDDR 4X 设计技术	1、16 倍数据预取技术，提升内存的整体效率和带宽; 2、片上纠错功能(ECC)，从而提升系统的可靠性; 3、开发 DDP、ODP、6DP、8DP 等多种封装形式，满足客户不同应用场景需求; 4、温度补偿刷新技术,在不同温度使用不同刷新频率，从而降低刷新功耗;5、低功耗电源管理系统，在芯片不同工作模式下提供不同的电源能力，从而降低待机模式下的功耗。	自主研发	国际先进	量产
4	LPDDR	1、信道反馈均衡技术，提升高速内存接口	自主	国际	量产

仅供内部参考，请勿外传！

	5/5X 设计技术	的数据接收裕量; 2、电源电压随频率动态调整(DVFS)的技术，以进步降低功耗; 3、更优化的算法及保护电路，提升系统的可靠性，降低 Row Hammer 的风险; 4、先进的封装工艺如 RDL 和后段金属，提高电源完整性;5、Bank Group 设计，提升了数据访问的效率及带宽.	研发	先进	
5	DRAM 产品封装技术	1、多层芯片堆叠 PoP 封装技术; 2、实现内存芯片和闪存芯片容量灵活搭配的 uPoP 封装技术; 3、Flip Chip 半导体晶片倒装封装技术。	自主研发	国际先进	量产
6	DRAM 模组设计技术	1、RDIMM/UDIMM/SODIMM 内存模组产品技术，广泛应用于服务器，台式机和笔记本电脑，为整个系统提供内存存储; 2、LPCAMM(低电压压接式内存模组)新型内存模组产品技术，应用于工作站和游戏类高性能笔记本电脑; 3、MRDIMM(多重存取内存模组)新型内存模组产品技术，实现双倍的数据传输速率。	自主研发	国际先进	量产

资料来源：长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

3.4. 产能分配：三个厂区各司其职，产能稳步提升

三条产线产能产量增长，利用率稳步提升。公司主要包括合肥一期生产线、合肥二期生产线和北京生产线三条生产线。三条生产线均基于 12 英寸晶圆制造体系，公司以合肥一期生产线为基础，结合合肥二期生产线及北京生产线的产能配置、产品结构、设备状态及订单需求等关键因素，统筹制定生产计划，动态优化产品在不同生产线间的布局与投片节奏，实现产能利用最大化与交付周期最优化。2023 年至 2025 年，公司产能均来自 12 英寸晶圆制造生产线，整体产能和产量快速增长，产能利用率稳步提升，各期产能利用率分别为 87.06%、92.46%和 95.73%。

产销量方面，公司主要 DRAM 产品包括 DDR 系列及 LPDDR 系列产品，2023 年至 2025 年，公司主要 DRAM 产品的产量和销量实现快速增长，按容量口径统计的产销率分别为 99.45%、97.94%和 90.67%。

3.5. 募投项目：募集资金 295 亿元，产能投放强劲

根据长鑫科技招股书，公司 IPO 募集资金将主要用于以下三个项目 ：

（1）存储器晶圆制造量产线技术升级改造项目：本项目拟在长鑫科技子公司上进行技术改造,逐步实现向中高端产品生产线工艺技术的切换，包括刻蚀、薄膜沉积、清洗等工艺步骤的技术改造升级，完成工艺产品线的改造升级。通过实施本项目，一方面可以实现 DRAM 生产线的技术改造升级，降低生产成本。另一方面也可以借本次技术升级改造，同步实施本土及新型设备、材料、零部件等的导入及合作，促进产业链、供应链本土化、多元化，增强公司抗风险能力。

（2）DRAM 存储器技术升级项目：本项目拟在 DRAM 存储器示范线项目上进行技术改造，包括刻蚀、薄膜沉积、清洗等工艺步骤的技术改造升级，核心升级内容包括工艺提升、产品迭代等。通过实施本项目，将长鑫科技子公司提升至更新一代工艺技术平台。

（3）动态随机存取存储器前瞻技术研究与开发项目：本项目聚焦适配于未来先进 DRAM 所需要的前瞻技术研究，公司将以市场和客户需求趋势为基础，基于 DRAM 未来前沿技术发展方向，对适配 DRAM 的前瞻技术开展研发工作。长鑫科技拟投入募集资金中的 90 亿

仅供内部参考，请勿外传！

元开展前瞻技术研发工作，拓展公司在相关领域的自主创新能力和研发水平，保持公司技术持续领先性。

图 22 募集资金运用概况

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额	实施主体	时间周期和进度
存储器晶圆制造量产线技术升级改造项目	75亿元	75亿元	长鑫科技子公司	周期3年，2028年上半年验收
DRAM存储器技术升级项目	180亿元	130亿元	长鑫科技子公司	周期3年，2028年上半年验收
动态随机存取存储器前瞻技术研究与开发项目	90亿元	90亿元	长鑫科技	周期3年，2028年12月前完成
合计	345亿元	295亿元	-	-

资料来源：长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

3.6. 供应链协同：与上游核心供应商深化合作，产能扩张利好上游产业链条

长鑫与上游核心供应商深化合作，推进供应链多元本土化，为产能扩充和技术升级提供保障。国际地缘政治紧张和贸易保护主义抬头，给全球化布局的 DRAM 产业链带来了不稳定风险，可能影响产业链协同效率；同时，这也对我国尚不成熟的半导体与集成电路产业发展构成制约，带来产业链安全挑战。为此，作为中国 DRAM 行业的龙头企业，长鑫科技的崛起对中国半导体设备与材料产业链产生了较大的拉动作用，长鑫科技应加速推进产线的国产化替代。

材料端：长鑫科技主要原材料采购包括化学品、备件、光阻剂、硅片、气体、靶材等。在 2023 年至 2025 年，公司前五大供应商合计占原材料采购总额的比例分别为 25.65%、31.39%和 21.81%。

图 23 长鑫主要原材料采购（万元）

种类	项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
化学品	金额（万元）	427,785.53	346,161.80	228,029.24
	占原材料采购总额的比例	37.29%	30.43%	27.06%
光阻剂	金额（万元）	139,532.09	107,542.07	82,056.88
	占原材料采购总额的比例	12.16%	9.45%	9.74%
硅片	金额（万元）	98,124.73	85,313.60	70,202.49
	占原材料采购总额的比例	8.55%	7.50%	8.33%
气体	金额（万元）	58,554.39	48,217.93	39,412.29
	占原材料采购总额的比例	5.10%	4.24%	4.68%
靶材	金额（万元）	25,324.41	16,800.19	12,018.15
	占原材料采购总额的比例	2.21%	1.48%	1.43%
备件及其他	金额（万元）	397,985.65	533,710.98	410,977.47
	占原材料采购总额的比例	34.69%	46.91%	48.77%

资料来源：长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

注：以上原材料中，硅片仅包括生产芯片，气体不含大宗气体耗用，备件及其他中，其他种类主要为电子元器件。

图 24 2024 及 2025 年前五大供应商（万元）

期间	排名	供应商名称	主要采购内容	采购金额	占原材料采购总额的比例
2025 年度	1	供应商 A	化学品	84,323.56	6.67%
	2	供应商 B	化学品、光阻剂	67,913.03	5.37%
	3	供应商 T	气体	45,271.19	3.58%
	4	供应商 C	备件	40,206.76	3.18%
	5	供应商 I	硅片	38,228.75	3.02%
	合计			**275,943.29**	**21.81%**
2024 年度	1	供应商 F	备件	101,128.83	8.29%
	2	供应商 A	化学品	89,825.92	7.37%
	3	供应商 G	备件、靶材	81,789.22	6.71%
	4	供应商 B	化学品、光阻剂	58,745.48	4.82%
	5	供应商 C	备件、化学品	51,315.37	4.21%
	合计			**382,804.83**	**31.39%**

资料来源：长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

注：同一控制下的主体，采购金额已合并披露。

4. 盈利预测与估值

我们认为，长鑫科技作为我国规模最大、技术最先进、布局最全的 DRAM 研发设计制造一体化企业，充分受益于 AI 算力拉动服务器存储需求增长、全球 DRAM 行业供需维持紧平衡、国内信创领域国产替代持续推进。公司产能稳步扩张，依托募投项目持续推进工艺升级与高端产品研发，业务聚焦高毛利 DRAM 赛道；DDR5、LPDDR5X 持续放量优化产品结构，同时有望维持较强涨价弹性，量价共振驱动盈利水平上行。

我们预计长鑫科技 2026-2028 年的营业总收入分别为 2,948.74 / 4,533.45 / 6,132.44 亿元，同比分别增长 377.15% / 53.74% / 35.27%，归母净利润分别为 1473.66 / 2471.89 / 3320.86 亿元。

按产品划分，长鑫科技的营业收入最主要来自 DDR 和 LPDDR 系列产品销售收入，因此下

仅供内部参考，请勿外传！

面我们对这两个系列的产品展开做具体分析：

2023-2025 年公司主营业务收入分别为 906,314.37 万元、2,392,875.14 万元和 6,127,537.21 万元，2023 年至 2025 年复合增长率为 160.02%，呈高速增长趋势，主要原因如下：

1）产能工艺带动销量增长：公司产能建设以及工艺迭代等带来公司产出及销量迅速增加；

2）下游需求持续旺盛+国产替代：DRAM 产品应用领域广泛，随着新兴领域的快速发展叠加中国市场的广阔前景，公司产品市场需求旺盛；

3）优化产品拓展大客户：公司顺应市场及产品需求，持续进行产品结构优化，提升行业头部客户粘性及销售增量。

表 6 2023-2025 年公司主要 DRAM 产品的单位价格及销量（按容量）变动幅度情况

产品类别	项目	2023 年度	2024 年度	2025 年度
DDR 系列产品	单位价格	-46.61%	54.72%	61.00%
	销量（按容量）	132.05%	12.28%	282.22%
	营业收入	23.89%	73.71%	515.36%
LPDDR 系列产品	单位价格	-42.74%	54.63%	24.46%
	销量（按容量）	83.87%	89.51%	65.18%
	营业收入	5.29%	193.04%	105.59%

资料来源：长鑫科技招股说明书，天风证券研究所

一、LPDDR 系列

➢ **营收分析：**

我们预计公司 LPDDR 产品在 2026-2028 年的营收同比增速分别为 305.00% / 44.00% / 29.15%，对应营业收入分别为：1,648.51 / 2,373.86 / 3,065.84 亿元。具体分析见下：

1）产品价格大幅上涨：

2026 年 LPDDR 价格大幅度上涨，根据 CFM 闪存市场的预测测算，2026 全年 Mobile LPDDR 涨幅约为 192.95% ~ 266.78%，PC LPDDR 涨幅约为 216.4% ~ 271.7%。

2025 年公司 LPDDR 产品价格同比上涨 24.46%。

结合 2026 年全年 LPDDR 产品的价格涨幅以及公司 LPDDR 产品在 2025 年的涨幅，我们假设公司 LPDDR 产品 2026 年的价格同比上涨 200%左右；同时，TrendForce 预计 DRAM 供不应求格局将延续至 2027 年，因此我们假设 2027-2028 年 LPDDR 单位价格变化分别为+20%、+5%。

2）产品销量有望增长：

LPDDR 产品主要应用于 Mobile 端、PC 端。

行业层面，根据 Omdia 的预测，2026-2028 年移动设备 DRAM 搭载量的增长率分别为-2%、6%、5%，个人电脑 DRAM 搭载量的增长率分别为 2%、10%、13%。

公司层面，2025 年公司 LPDDR 产品销量同比上涨 65.18%； 2026H1，公司 LPDDR 系列产品实现营收 781.91 亿元，同比大幅增长 636.48%。同时，公司目前处于产能扩张状态，本次发行上市能够有效加速公司产能规模的建设、工艺技术的升级、产品布局的完善和产品性能的优化，增强公司对庞大市场需求的供给保障能力，产能有望进一步释放。因此，我们预计公司产品出货量的增速可能显著高于行业平均水平。

结合行业和公司的情况，我们预计公司 2026 年 LPDDR 产品的销量增加在 35%左右，2027-2028 年的销量增加分别为 20%、23%。

综上，我们分别取 305.00% / 44.00% / 29.15%作为公司 LPDDR 产品在 2026-2028 年的营

仅供内部参考，请勿外传！

收同比增速。

➢ **毛利率分析：**

我们预计公司 LPDDR 产品在 2026-2028 年的毛利率分别为：82.00% / 83.00% / 83.00%。具体分析见下：

1）公司产品结构不断优化，同时叠加规模效应显现及精益生产管理等带来成本下降；

2）单位价格上升：根据前文的假设，我们得知 2026 年 LPDDR 价格大幅度上涨 200%左右，2027-2028 年 LPDDR 价格上涨幅度分别约为+20%、+5%；

3）参考三星、SK 海力士、美光的毛利率。截至 2026H1，同行业 DRAM 公司 SK 海力士的综合毛利率为 81.63%，美光的综合毛利率 76.57%，三星电子的综合毛利率 65.89%，海外三大原厂同时经营高毛利的 DRAM 与相较低毛利的 NAND；公司业务全部聚焦 DRAM，毛利率具备相对优势，相对会更高；

4）参考公司 2026 年上半年的情况，公司 LPDDR 系列产品 2026H1 的毛利率为 82.60%。

综上，我们分别取 82.00% / 83.00% / 83.00%作为公司 LPDDR 产品在 2026-2028 年的毛利率。

二、DDR 系列

➢ **营收分析：**

我们预计公司 DDR 产品在 2026-2028 年的营收同比增速分别为 540.00% / 68.75% /43.00%，对应营业收入分别为：1249.98 / 2109.35 / 3016.37 亿元。具体分析见下：

1）产品价格大幅上涨：

2026 年 DDR 价格大幅度上涨，根据 CFM 闪存市场的预测测算，全年服务器 DDR 涨幅约为 238.8% ~ 299.3%，PC DDR 涨幅约为 216.4% ~ 271.7%。

2025 年公司 DDR 产品价格同比上涨 61.00%。

结合 2026 年全年 DDR 产品的价格涨幅以及公司 DDR 产品在 2025 年的涨幅，我们假设公司 DDR 产品 2026 年价格上涨 220%左右；同时，TrendForce 预计 DRAM 供不应求格局将延续至 2027 年，因此我们假设 2027-2028 年 DDR 单位价格变化分别为+25%、+10%。

2）产品销量有望增长：

DDR 产品主要应用于服务器端、PC 端。

行业层面，根据 Omdia 的预测，2026-2028 年服务器 DRAM 搭载量的增长率分别为 55%、27%、22%，个人电脑 DRAM 搭载量的增长率分别为 2%、10%、13%。

公司层面，2025 年公司 DDR 产品销量同比上涨 282.22%；2026H1，公司 DDR 系列产品实现营收 694.72 亿元，同比大幅增长 1540.23%。同时，公司目前处于产能扩张状态，本次发行上市能够有效加速公司产能规模的建设、工艺技术的升级、产品布局的完善和产品性能的优化，增强公司对庞大市场需求的供给保障能力，产能有望进一步释放。因此，我们预计公司产品出货量的增速可能显著高于行业平均水平。

结合行业和公司的情况，我们预计公司 2026 年 DDR 产品的销量增加 100%，2027-2028 年的销量增加分别为 35%、30%。

综上，我们分别取 540.00% / 68.75% /43.00%作为公司 DDR 产品在 2026-2028 年的营收同比增速。

➢ **毛利率分析：**

我们预计公司 DDR 产品在 2026-2028 年的毛利率分别为：88.00% / 90.00% / 89.00%。具

仅供内部参考，请勿外传！

体分析见下：

1）公司产品结构不断优化，同时叠加规模效应显现及精益生产管理等带来成本下降；

2）单位价格上升：根据前文的假设， 我们得知 2026 年 DDR 价格大幅度上涨 220%左右，2027-2028 年 DDR 价格上涨幅度分别约为+25%、+10%；

3）2026H1 公司 DDR、LPDDR 业务毛利率分别为 88.35%、82.60%，其中 DDR 毛利率较 LPDDR 高出 5.75%。同时，根据 CFM 闪存市场的预测，DDR 下游以高景气服务器市场为主，LPDDR 对应偏弱的消费电子需求，DDR 价格上涨弹性更强、幅度更大。

4）参考公司 2026 年上半年的情况，公司 DDR 系列产品 2026H1 的毛利率为 88.35%。

综上，我们分别取 88.00% / 90.00% / 89.00%作为公司 DDR 产品在 2026-2028 年的毛利率。

表 7 盈利预测与拆分（亿元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	241.78	617.99	2,948.74	4,533.45	6,132.44
yoy	166.07%	155.60%	377.15%	53.74%	35.27%
毛利率	5.58%	40.99%	83.61%	85.64%	85.49%
LPDDR 系列					
营业收入	197.98	407.04	1,648.51	2,373.86	3,065.84
yoy	193.04%	105.59%	305.00%	44.00%	29.15%
毛利率	5.34%	40.23%	82.00%	83.00%	83.00%
DDR 系列					
营业收入	31.74	195.31	1249.98	2109.35	3016.37
yoy	73.71%	515.36%	540.00%	68.75%	43.00%
毛利率	-3.28%	44.25%	88.00%	90.00%	89.00%
其他产品及服务					
营业收入	9.57	10.41	45.00	45.00	45.00
yoy	99.31%	8.78%	332.28%	0.00%	0.00%
毛利率	25.40%	10.91%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务					
营业收入	2.49	5.24	5.24	5.24	5.24
yoy	939.42%	110.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	61.49%	38.37%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：ifind，天风证券研究所

长鑫科技是国内稀缺的 DRAM 一体化厂商，依托持续产能释放与自主工艺迭代，深度受益全球算力基础设施建设带来的 DRAM 增量需求，行业上行周期之下产品价格维持高位。同时国内云厂商、终端品牌供应链导入持续深化，国产替代空间广阔。对比海外同业，公司聚焦高毛利 DRAM 赛道，盈利方面具备相对优势，叠加 HBM 等高端存储前瞻布局，预测期内成长动能充足，业绩具备向上弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

主营业务收入不及预期风险

DRAM 行业具备强周期性特征，若后续下游服务器、消费电子需求放缓，海外厂商产能释放加剧市场竞争，产品价格存在回落压力，公司主营业务收入存在不及预期的可能性，进而影响盈利水平。

公司存在累计未弥补亏损的风险

仅供内部参考，请勿外传！

截至 2025 年 12 月 31 日，公司累计未弥补亏损 366.50 亿元，未来公司持续扩产与大额研发投入将产生高额折旧摊销、研发费用，短期压制利润；若新品落地、产能规模释放进度不及预期，公司或将长期留存未弥补亏损，盈利能力承压，短期内难以实施现金分红。

产品及技术研发不达预期的风险

DRAM 技术迭代速度快，先进工艺、高端产品研发需要持续大额资本开支。若公司技术路线判断出现偏差，DDR5 升级、良率爬坡进度不及预期，将削弱公司长期市场竞争力。

人才短缺或流失的风险

DRAM 晶圆制造属于技术密集型行业，核心工艺、研发人才稀缺。若行业竞争加剧，公司无法持续吸引、留住核心技术与管理人才，可能阻滞技术迭代与产能扩张进程。

客户集中度较高的风险

2023-2025 年公司前五大客户营收占比分别为 74.12%、67.30%、68.08%，客户集中度较高。公司以经销商为直客，终端覆盖阿里云、小米、联想等云服务、手机、PC 头部厂商，高集中度源于下游终端行业集中、经销渠道精简。若核心客户需求大幅萎缩，将拖累公司经营与业绩增长。

国际贸易摩擦导致产业链不稳定的风险

半导体产业链已形成高度专业化协同的全球分工体系，地缘冲突正推动产业链重构。2026 年 6 月 8 日，美国依据《2021 财年国防授权法》1260H 条更新清单，长鑫存储被列入，该事项不会对公司日常及持续经营造成重大不利影响。公司坚持市场化运营、遵守进出口国际规则，但如相关国家进一步收紧管制，或引发产业链波动，对经营带来一定负面影响。

无控股股东和实际控制人的风险

由于公司无控股股东和实际控制人，可能会出现股东或董事意见不一致导致决策效率较低从而错失发展机遇的风险。同时，公司的股权结构相对分散，存在上市后控制权发生变动的可能性，从而给公司经营和发展稳定带来潜在的风险。

毛利率不及预期的风险

若 DRAM 行业供需转弱致使产品价格下行，叠加原材料、设备等生产成本上涨，同时高端产品良率、产品结构优化不及预期，公司毛利率将面临下行压力，可能导致盈利水平低于市场预期，对经营业绩造成不利影响。

管理费用率上升的风险

公司业绩今年上半年已实现大幅增长，为稳定核心管理与职能人才、匹配行业薪酬水平，存在上调高管及总部职能人员薪酬的可能性。该类薪酬增加将抬升管理费用，推高管理费用率，对公司盈利水平可能带来一定影响。

仅供内部参考，请勿外传！

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	42,698.68	51,990.22	292,802.96	567,870.06	1,024,867.29
应收票据及应收账款	1,845.89	1,523.74	18,609.14	13,976.86	25,818.77
预付账款	109.98	93.09	883.73	408.94	727.96
存货	18,549.53	28,567.69	43,626.34	44,676.44	78,146.61
其他	4,810.03	28,811.15	39,487.62	32,138.23	36,351.63
流动资产合计	**68,014.11**	**110,985.88**	**395,409.79**	**659,070.52**	**1,165,912.25**
长期股权投资	299.86	1,519.54	1,619.54	1,719.54	1,819.54
固定资产	153,132.02	183,023.99	184,649.10	184,774.20	183,399.31
在建工程	41,208.69	31,789.62	57,289.62	62,289.62	67,289.62
无形资产	5,153.41	4,277.56	11,307.73	10,762.90	10,425.00
其他	3,790.75	5,188.33	4,778.92	4,547.73	4,691.10
非流动资产合计	**203,584.72**	**225,799.04**	**259,644.90**	**264,093.99**	**267,624.57**
资产总计	**271,598.83**	**336,784.92**	**655,054.69**	**923,164.51**	**1,433,536.82**
短期借款	1,796.48	9,675.90	10,000.00	11,000.00	12,000.00
应付票据及应付账款	6,274.94	8,701.69	18,401.82	12,761.45	30,238.41
其他	49,119.37	34,464.76	88,221.23	44,371.52	116,905.11
流动负债合计	**57,190.80**	**52,842.36**	**116,623.04**	**68,132.97**	**159,143.52**
长期借款	95,993.81	118,825.34	118,825.34	125,000.00	130,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14,157.35	11,017.28	10,447.20	11,873.94	11,112.81
非流动负债合计	**110,151.16**	**129,842.63**	**129,272.54**	**136,873.94**	**141,112.81**
负债合计	**167,341.95**	**182,684.98**	**245,895.59**	**205,006.91**	**300,256.33**
少数股东权益	62,837.22	97,346.24	146,468.17	208,265.38	291,286.95
股本	57,770.94	60,192.80	67,884.10	67,884.10	67,884.10
资本公积	22,165.86	33,103.76	84,053.93	84,053.93	84,053.93
留存收益	(38,522.00)	(36,650.42)	110,715.38	357,904.21	689,990.49
其他	4.86	107.57	37.52	49.98	65.02
股东权益合计	**104,256.88**	**154,099.94**	**409,159.10**	**718,157.60**	**1,133,280.49**
负债和股东权益总计	**271,598.83**	**336,784.92**	**655,054.69**	**923,164.51**	**1,433,536.82**

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**24,178.25**	**61,799.32**	**294,873.60**	**453,344.53**	**613,244.43**
营业成本	22,829.54	36,465.41	48,336.22	65,112.25	88,962.47
营业税金及附加	182.76	350.59	2,506.43	3,626.76	4,905.96
销售费用	223.97	337.13	589.75	861.35	1,103.84
管理费用	2,358.31	6,630.92	7,371.84	10,426.92	12,878.13
研发费用	4,607.28	9,593.25	11,794.94	18,133.78	24,529.78
财务费用	2,204.28	2,953.75	3,319.55	1,807.10	(434.29)
资产/信用减值损失	(2,472.80)	(753.77)	(530.00)	(615.00)	(710.00)
公允价值变动收益	(177.62)	371.53	(1,638.35)	(100.00)	100.00
投资净收益	109.26	(55.98)	1,500.00	1,000.00	1,000.00
其他	1,800.30	2,690.66	3,000.00	1,500.00	1,000.00
营业利润	**(8,968.76)**	**7,720.71**	**223,286.52**	**355,161.36**	**482,688.54**
营业外收入	15.84	13.21	15.00	15.00	15.00
营业外支出	95.74	32.80	20.00	20.00	20.00
利润总额	**(9,048.66)**	**7,701.12**	**223,281.52**	**355,156.36**	**482,683.54**
所得税	2.34	556.88	26,793.78	46,170.33	67,575.70
净利润	**(9,051.00)**	**7,144.24**	**196,487.74**	**308,986.03**	**415,107.85**
少数股东损益	(1,906.11)	5,269.38	49,121.93	61,797.21	83,021.57
归属于母公司净利润	**(7,144.89)**	**1,874.86**	**147,365.80**	**247,188.83**	**332,086.28**
每股收益（元）	(0.12)	0.03	2.17	3.64	4.89

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(9,051.00)	7,144.24	147,365.80	247,188.83	332,086.28
折旧摊销	16,173.00	27,012.38	30,344.72	31,919.72	33,212.79
财务费用	3,059.53	3,376.90	3,319.55	1,807.10	(434.29)
投资损失	(104.94)	68.12	(1,500.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
营运资金变动	713.31	(12,396.09)	16,386.30	(40,029.37)	42,050.64
其它	(3,892.44)	11,314.26	47,483.58	61,697.21	83,121.57
经营活动现金流	**6,897.46**	**36,519.81**	**243,399.95**	**301,583.48**	**489,037.00**
资本支出	67,049.12	50,312.48	65,070.08	35,073.26	37,261.13
长期投资	299.86	1,219.69	100.00	100.00	100.00
其他	(139,764.22)	(138,354.90)	(124,893.38)	(70,473.26)	(73,061.13)
投资活动现金流	**(72,415.25)**	**(86,822.74)**	**(59,723.30)**	**(35,300.00)**	**(35,700.00)**
债权融资	25,745.28	14,426.20	(1,435.34)	8,771.15	3,645.19
股权融资	12,969.20	13,462.46	58,571.43	12.46	15.04
其他	38,499.70	18,232.02	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**77,214.18**	**46,120.68**	**57,136.09**	**8,783.61**	**3,660.23**
汇率变动影响	4.32	12.14	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**11,700.71**	**(4,170.11)**	**240,812.74**	**275,067.10**	**456,997.23**

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	166.07%	155.60%	377.15%	53.74%	35.27%
营业利润	-53.63%	-186.08%	2792.05%	59.06%	35.91%
归属于母公司净利润	-56.27%	-126.24%	7760.10%	67.74%	34.35%
获利能力					
毛利率	5.58%	40.99%	83.61%	85.64%	85.49%
净利率	-29.55%	3.03%	49.98%	54.53%	54.15%
ROE	-17.25%	3.30%	56.10%	48.48%	39.44%
ROIC	-5.20%	5.30%	89.52%	128.95%	145.23%
偿债能力					
资产负债率	61.61%	54.24%	37.54%	22.21%	20.95%
净负债率	82.86%	61.31%	-35.30%	-56.94%	-76.13%
流动比率	1.19	2.10	3.39	9.67	7.33
速动比率	0.86	1.56	3.02	9.02	6.84
营运能力					
应收账款周转率	21.54	36.68	29.29	27.82	30.82
存货周转率	1.65	2.62	8.17	10.27	9.99
总资产周转率	0.10	0.20	0.59	0.57	0.52
每股指标（元）					
每股收益	-0.12	0.03	2.17	3.64	4.89
每股经营现金流	0.12	0.61	3.59	4.44	7.20
每股净资产	0.72	0.94	3.87	7.51	12.40
估值比率					
市盈率	-445.52	1,769.00	25.38	15.13	11.26
市净率	76.53	58.62	14.24	7.34	4.44
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.58	9.05	6.10
EV/EBIT	0.00	0.00	16.55	9.86	6.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com