下载日志已记录，仅供内部参考

未来两年存储供需紧缺加剧，FY27 全年 Capex 将超 500 亿美元

美光 FY26Q4 跟踪报告

TMT 及中小盘/电子

事件：

美光于 10 月 1 日公布 FY26Q4 财报，营收 542.29 亿美元，同比+379.27%/环比+30.81%；毛利率 87.0%，同比+41pcts/环比+2pcts。

评论：

1、FY26Q4 收入与毛利率均超指引，DOI 环比增长主要系提前备货影响。

FY26Q4 收入 542.29 亿美元，创历史新高，同比+379.27%/环比+30.81%，大超此前指引（500±10 亿美元）；Non-GAAP 毛利率 87.0%，同比+41pcts/环比+2pcts，超出此前指引（86%），毛利率提升主要由定价上涨和强劲执行推动，但部分被产品结构所抵消。运营利润率为 82.3%，同比+47pcts/环比+1.1pcts。FY26Q4 期末库存 104 亿美元，存货周转天数为 129 天，环比增加 9 天，DOI 的增加包括与制程节点生命周期结束相关的提前备货影响，以及本季计入存货的制造相关激励薪酬影响。公司存货水平和供应仍然极其紧张，预计未来几个季度 DOI 将下降。

2、本季 DRAM 与 NAND 价格环比涨幅收敛，NAND 涨幅超过 DRAM。

1）按产品划分：①DRAM 收入 397.71 亿美元，同比+343%/环比+27%，占总营收 73%，位元出货量环比增长 mid-single-digit，ASP 环比增长 high-teens；②NAND 收入 141.02 亿美元，同比+526%/环比+42%，占总营收 26%，位元出货量环比增长约 10%，ASP 环比增长约 30%。**2）按业务划分：**①云存储部门（CMBU）收入 162.83 亿美元，同比+258%/环比+18%，占总营收 30%，主要受定价上涨和 bit 出货量增长推动；②核心数据部门（CDBU）收入 180.02 亿美元，同比+1042%/环比+56%，占总营收 33%，主要受定价上涨和 bit 出货量增长推动；③移动与客户端部门（MCBU）收入 131.14 亿美元，同比+249%/环比+14%，占总营收 24%，主要受定价上涨推动，但部分被 bit 出货量下降所抵消；④汽车与嵌入式部门（AEBU）收入 68.24 亿美元，同比+376%/环比+47%，占总营收 13%，主要受定价上涨和 bit 出货量增长推动。

3、FY27Q1 毛利率指引环比微降，27-28 两年存储供需将比 2026 年更紧张。

1）FY27Q1 指引：营收预计为 615±15 亿美元，中值同比+351%/环比+13%，毛利率预计为 86.25%，同比+29.5pcts/环比-0.8pct，环比下滑主要系薪酬激励等成本增加所致，预计 Q1 为 FY27 毛利率低点，后续季度毛利率会更高，价格涨幅也更温和。**2）市场展望：**2027 年和 2028 年的 DRAM 与 NAND 供需状况将远比 2026 年紧张，**①DRAM：**预计 2026 年行业 bit 出货量将在 mid-20s 百分比区间增长。对于 2027 年和 2028 年，预计行业 DRAM bit 出货量将在约 low-20s 百分比区间增长，且行业将在这两年均维持供应受限状态。预计到 2028 年，行业 HBM bit 出货量的增速将持续快于传统 DRAM。**②NAND：**预计 2026 年行业 bit 出货量将在 low-20s 百分比区间增长，略高于此前预期（20%）。对于 2027 年和 2028 年，我们预计行业 NAND bit 出货量将在约 mid-20s 百分比区间增长，且行业在这两年都将维持供应受限状态。**3）资本开支：**FY26Q4 资本开支为 108 亿美元，FY26 全年资本开支达 274 亿美元。预计 FY27Q1 资本开支约为 115 亿美元，FY27H1 资本开支约为 250 亿美元，同时预计 FY27H2 资本开支将更高。公司预计 FY27 建设 Capex 的增速将显著高于设备 Capex。

4、SCA 协议数量达到 26 份，完成 2027 年 HBM 供应协议价格大幅上涨。

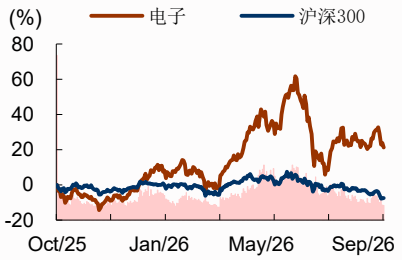
1）SCA 更新：①协议数量：已经签署 26 份 SCA，这些协议对应的营收占比直至 2030 年期间公司营收的 35%以上；**②协议价格：**其中四分之三已设定明确的定价框架，大部分采用设有价格下限和上限的价格区间。剩余的四分之一，

行业规模

		占比%
股票家数（只）	535	10.3
总市值（十亿元）	21690.4	19.6
流通市值（十亿元）	15327.9	15.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.6	20.4	24.4
相对表现	2.2	22.5	30.5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《美光 FY26Q3 跟踪报告—营收与指引均大超预期，签署 16 份 SCA 剩余 RPO 达千亿美元》2026-06-25

2、《美光 FY26Q2 跟踪报告—FY26Q2 业绩超预期，上修 FY26 Capex 至超 250 亿美元》2026-03-19

3、《美光 FY26Q1 跟踪报告—业绩及指引大超预期，指引 25-28 年 HBMCAGR 达 40%》2025-12-19

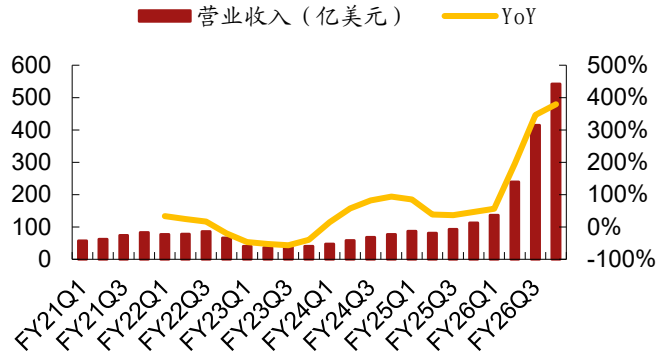
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
谌薇 S1090524070008
shenwei3@cmschina.com.cn
王焱仟 研究助理
wangyanqian@cmschina.com.cn
汤云鹏 研究助理
tangyunpeng@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

则根据市场价格定期协商定价；**③协议期限：**客户希望获得延续至 2030 年以后的 SCA 供应保障。目前已经签署了延续至 2031 年的 SCA，并将两份协议延长一年至 2031 年。**④协议体量：**财务承诺已经增至 320 亿美元，剩余 RPO 达 1500 亿美元。当前 SCA 已覆盖 2027 年约 75%的产出，预计到 2030 年前后，协议仍将覆盖约 50%的收入。**2）HBM：**公司已就 2027 年绝大部分 HBM bit 供应完成协议，价格同比大幅上涨，从而缩小了其与传统 DRAM 之间的毛利率差距。同时继续顺利推进 HBM4 放量。公司当前参与和 NVIDIA 合作推进业界首个定制 HBM4e 实施方案 NVHBM，NVHBM 将应用于下一代 GPU 和 NVLink Fusion 平台。**3）人形机器人与汽车：**Level 4 及以上自动驾驶汽车的内存搭载量通常超过 200GB，而存储搭载量则达到数 TB；两者均比当今 Level 2+ 和 Level 3 半自动驾驶汽车高出一个数量级以上。预计人形机器人的内存和存储需求将与自动驾驶汽车相当。随着出货量和内存价值量预期双双提高，到本十年末，Physical AI 可能成为内存和存储需求的重要驱动力。

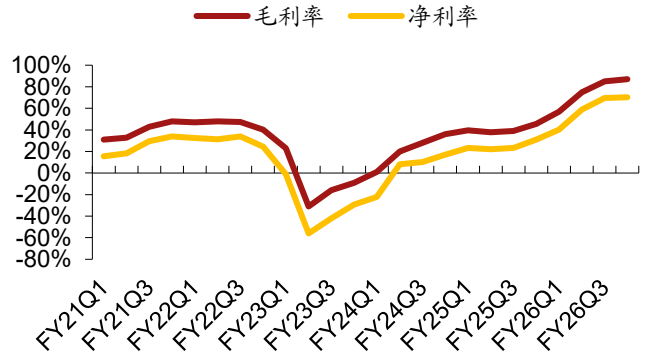
风险提示：宏观经济及政策风险；DRAM 和 NAND 景气度下滑风险；存储价格下滑风险；新品研发不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

图 1：美光分季度营收及增速



资料来源：美光，招商证券

图 2：美光分季度毛利率及净利率



资料来源：美光，招商证券

图 3：分部门财务情况

Amounts in millions	FQ4-26	FQ3-26	FQ4-25
Cloud Memory (CMBU)			
Revenue	$16,283	$13,769	$4,543
Gross margin	83 %	83 %	59 %
Operating margin	76 %	78 %	48 %
Core Data Center (CDBU)			
Revenue	$18,002	$11,524	$1,577
Gross margin	90 %	87 %	41 %
Operating margin	85 %	83 %	25 %
Mobile and Client (MCBU)			
Revenue	$13,114	$11,521	$3,760
Gross margin	90 %	87 %	36 %
Operating margin	88 %	86 %	29 %
Automotive and Embedded (AEBU)			
Revenue	$6,824	$4,634	$1,434
Gross margin	84 %	79 %	31 %
Operating margin	79 %	75 %	20 %

资料来源：美光，招商证券

（后附 FY2026Q4 业绩说明会纪要全文）

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：美光 FY2026Q4 业绩说明会纪要

时间：2026 年 10 月 1 日

出席：Mark Murphy–首席财务官

Sanjay Mehrotra–董事长、总裁兼 CEO

会议纪要根据公开信息整理如下：

管理层介绍

Micron 交出了一份出色的 2026 财年第四季度业绩，营收、毛利率和 EPS 均创下重要纪录，并且每一项都超过了我们指引区间的上限。2026 财年是表现卓越的一年。营收达到去年创纪录水平的 3.5 倍，数据中心营收增长至 4 倍。Micron 2026 财年 DRAM 营收超过 1000 亿美元。

感谢全球员工超乎寻常的付出，正是这些努力成就了这一非凡业绩。为表彰这些努力以及 Micron 强大的执行力，我们提高了每一位全球团队成员的 2026 财年激励性薪酬，从而强化以业绩为导向的文化，并使团队成员的成功与长期股东价值创造保持一致。

尽管 2026 财年表现强劲，但我们预计 2027 财年将更加出色。自上次业绩电话会以来，行业需求进一步增强，我们预计 2027 和 2028 财年的存储器及存储供需状况将远比 2026 财年紧张。AI 正在成为 Super Intelligence，而内存增强了这种智能以及我们客户平台的竞争力。各终端市场中的 AI 应用，无论使用开源模型还是闭源模型，均运行在各种相互竞争的客户平台上，这些平台都具备一个重要的共同特征。

内存和存储的性能与容量增强了这些平台的价值主张。在内存能力更强的平台上运行 AI 应用，可以实现更具可扩展性的增长和使用，改善终端用户体验，并提高用户从 AI 应用中获得的价值。内存对于我们客户的战略重要性，也为 Micron 带来了前所未有的差异化机遇。随着我们以覆盖整个内存层级、日益复杂的产品组合来满足 AI 驱动的需求，我们有机会提供差异化的性能和质量、上市时间优势以及地域多元化的供应，其中包括在美国制造的 DRAM。

此外，通过聚焦更高价值的解决方案，我们也有机会实现相较竞争对手更丰富的产品结构。Micron 的技术领先地位、强大的产品组合、战略客户协议及卓越的制造能力，使我们具备把握这些机遇的有利条件。

Micron 是行业技术领导者。我们的 1-gamma DRAM 节点和 G9 NAND 节点目前是产量最大的生产节点，并有望成为 Micron 历史上产量最高的节点。我们的下一代 DRAM 和 NAND 技术节点开发也进展顺利，并正按计划于 2027 年下半年开始量产。

我们正在利用这些技术节点和先进封装能力，在整个内存层级推出领先产品，例如行业领先的 HBM、高容量 SOCAMM、高容量及高性能 DDR 模组，以及数据中心 SSD 产品。

美光工厂建设进度：

下载日志已记录，仅供内部参考

我们正专注于全球制造业务扩张，以帮助满足直至本十年末及更长期的客户需求增长。Micron 正进行投资，通过位于弗吉尼亚州、爱达荷州和纽约州的 fab，为 DDR、LPDRAM 和 HBM 产品提供基于美国本土产能的长期供应保障，从而支持我们在多个市场的客户，包括数据中心、PC、移动、汽车、航空航天与国防、医疗、人形机器人以及其他工业和消费市场。

上个季度，我们庆祝了纽约州首座 fab 达成混凝土立柱里程碑，预计将于 2030 年实现初始晶圆产出。我们的 ID1 fab 正按计划于 2027 年年中开始产出晶圆，ID2 则正按计划于 2028 年年末开始产出晶圆。

2026 财年第四季度，我们为日本 DRAM fab 扩建项目举行了奠基仪式，预计将于 2028 年年末实现初始产出，以支持技术节点转换。在中国台湾地区，我们正按计划于 2027 年年中从 Tongluo 工厂开始实现规模化产品出货。在新加坡，我们 HBM 先进封装工厂的洁净室准备工作领先于计划，预计将于 2027 年年初实现初始产出。此外，我们位于新加坡的新 NAND 工厂建设正按计划推进，将于 2028 年下半年开始产出。

新建 DRAM 和 NAND 晶圆制造设施的产能需要时间爬坡，并在初始产出数个季度后才会逐渐形成更有意义的贡献。Micron 的战略客户协议正在加快我们的业务转型。这些多年期 take-or-pay 协议提高了我们长期供应规划的精准度，并增强了我们强劲财务表现的持久性和可预测性。此外，这些协议还为客户提供供应保障，并深化技术路线图方面的合作。反过来，这有助于客户更有信心地投资于自身业务，并使其终端消费者能够从其产品和服务中受益。

SCA 协议更新：

截至目前，我们已经签署 26 份 SCA；我们目前估计，这些协议对应的营收占直至 2030 年期间公司营收的 35%以上。在这部分预计营收中，四分之三已设定明确的定价框架，其中大部分采用设有价格下限和上限的价格区间。该 SCA 营收预期剩余的四分之一，则根据市场价格定期协商定价。客户希望获得延续至 2030 年以后的 SCA 供应保障；我们目前已经签署了延续至 2031 年的 SCA，并将两份协议延长一年至 2031 年。任何涉及定价的新 SCA 讨论，均会根据当前市场状况及前景，以更高价格进行协商。

对于已签署的 26 份 SCA 及延期协议，客户的财务承诺已经增至 320 亿美元，其中绝大多数为现金保证金。这些财务承诺反映了客户对其内存和存储长期需求的信心。

终端市场表现

我们预计，2026 年和 2027 年的服务器出货量均将在 high-teens 百分比区间增长。在内存供应紧张的背景下，服务器价值量增速较此前预期略低，这为强劲的服务器出货量增长提供了支撑。模型参数规模不断扩大、context length 不断延长以及并发度持续提高，继续增加高效执行 AI 工作负载所需的内存和存储价值量。

Micron 正在利用其技术领先地位和卓越的制造能力，为数据中心客户提供覆盖整个内存层级的创新产品。

HBM

下载日志已记录，仅供内部参考

随着我们面向越来越多的客户扩大 HBM 出货，2026 财年第四季度 HBM 营收增速超过公司当季整体营收增速。我们已就 2027 年绝大部分 HBM bit 供应完成协议，价格同比大幅上涨，从而缩小了其与传统 DRAM 之间的毛利率差距。我们继续顺利推进 HBM4 放量。我们为未来的 HBM 产品制定了强大的路线图，并为能够与 NVIDIA 合作推进业界首个定制 HBM4e 实施方案 NVHBM 而感到自豪；NVHBM 将应用于下一代 GPU 和 NVLink Fusion 平台。

NAND

用于 KV cache 卸载的 AI context memory storage，以及替代 HDD 的机会，正在扩大 SSD 的可寻址市场。2026 财年第四季度，数据中心 SSD 营收接近 100 亿美元，是去年同期的 10 倍以上，占公司 NAND 总营收的三分之二以上。我们有望在 2026 年连续第五年创下数据中心 SSD 市占率纪录。这一表现得益于我们在 NAND 技术上的领先地位、端到端的数据中心存储产品组合以及与客户的紧密合作；这些优势使我们在最大规模的数据中心部署中赢得了设计导入。

PC 与移动：PC 和移动行业营收仍有望在本日历年实现增长；尽管这两个市场的整体出货量都可能出现 double-digit 下滑，但高端市场的强劲表现推动了行业营收增长。OEM 继续在旗舰 PC 和智能手机中引入新的 AI 能力，推动市场对 DRAM 和 NAND 价值量更高的高性能设备产生强劲需求。

Micron 专注于这些高端细分市场，并具备有利条件，可以凭借我们行业领先的内存和存储产品组合，在客户扩展 edge AI 能力时为其提供支持。2026 财年第四季度，MCBU 营收近一半由 1-gamma 产品贡献，因为客户正在加快认证并采用我们的最新技术；该技术能够实现更低功耗和更高性能。

自动驾驶：自动驾驶汽车是 Physical AI 的首个大规模部署场景；我们认为，随着时间推移，Physical AI 将扩展至人形机器人和其他智能自主系统。这些日益复杂的系统要实现实时运行，需要性能大幅提升且能效更高的内存和存储。Level 4 及以上自动驾驶汽车的内存搭载量通常超过 200GB，而存储搭载量则达到数 TB；两者均比当今 Level 2+ 和 Level 3 半自动驾驶汽车高出一个数量级以上。

人形机器人：预计人形机器人的内存和存储需求将与自动驾驶汽车相当。随着出货量和内存价值量预期双双提高，到本十年末，Physical AI 可能成为内存和存储需求的重要驱动力。多家 Physical AI 客户正在试用并验证我们的下一代产品，我们也在增加对技术路线图的投资，以确保做好把握这一机遇的准备。

市场展望

我们预计，2027 年和 2028 年的内存及存储供需状况将远比 2026 年紧张。

NAND：在 NAND 方面，我们预计 2026 年行业 bit 出货量将在 low-20s 百分比区间增长，略高于此前预期。我们预计，2026 年 Micron 的 NAND 供应增幅将低于行业供应增幅。对于 2027 年和 2028 年，我们预计行业 NAND bit 出货量将在约 mid-20s 百分比区间增长，且行业在这两年都将维持供应受限状态。

DRAM：在 DRAM 方面，我们预计 2026 年行业 bit 出货量将在 mid-20s 百分比区间增长。我们预计 Micron 的 DRAM 供应增幅将大致与行业供应增幅一致。对于 2027 年和 2028 年，我们预计行业 DRAM bit 出货量将在约 low-20s 百分比区

下载日志已记录，仅供内部参考

间增长，且行业将在这两年均维持供应受限状态。我们预计，到 2028 日历年，行业 HBM bit 出货量的增速将持续快于传统 DRAM。

DRAM 供需增速之间的结构性缺口正导致供应持续紧张；除了制程节点转换带来的供应增长之外，还需要新增洁净室，以增加供应并帮助缩小这一缺口。即使行业已制定新增 DRAM 洁净室空间的计划，鉴于需求趋势强劲，包括客户提出新的增量需求，我们仍无法判断供需何时能够恢复平衡。

鉴于对 DRAM 洁净室空间的需求，并且得益于 SCA 让我们对本十年末及更长期的需求拥有更高可见度，我们计划相较此前规划提高 2027 财年的 CapEx。新增支出中的大部分为建设 CapEx，其中绝大部分旨在帮助加快 2028 日历年末及以后洁净室空间的投用。我们也在努力优化现有洁净室空间的产出，这将导致部分设备支出前置。

在进行这些洁净室空间投资时，我们将继续采取审慎方式，并预计根据市场环境中的需求，适时推进设备产能爬坡。

为进一步加快全公司的执行与创新，我们上个月宣布了管理层任命。Manish Bhatia 已获任命为 President and Chief Operating Officer，Scott DeBoer 已获任命为 President and Chief Technology and Products Officer。Manish 领导 Micron 的各业务部门及全球运营，并对公司的运营损益负责。在担任 COO 期间，Manish 对从需求到供应的端到端流程负有责任，从而实现更快速、更一体化的决策，并加强整个组织的协同，以满足客户不断变化的需求。

Scott 领导 Micron 的创新、技术与产品组织。在 Chief Technology and Products Officer 这一职位上，Scott 负责推进 Micron 行业领先的存储器与存储路线图、加快创新以满足客户快速变化的要求，并负责管理 Micron Research Labs-这是一个致力于突破性存储器与计算技术的全球旗舰研究中心。

FY26 全年与 FY26Q4 财务业绩

Micron 以出色的业绩为本财年收官，2026 财年第四季度的营收、毛利率和 EPS 均超过我们指引区间的上限。

FY26 全年情况：全年来看，我们实现了创纪录的 1332 亿美元营收，同比增长 256%。2026 财年毛利率扩大至 81.1%，较 2025 财年提高 40 个百分点；EPS 同比增长 811%，达到 75.52 美元。截至目前，我们总共签署了 26 份 SCA，剩余履约义务（RPO）约为 1500 亿美元。所有 SCA 均包含 take-or-pay 合同量，而 RPO 仅反映已确定定价框架的 SCA 合同价值，该定价框架既可以是固定价格，也可以设有价格下限和上限。RPO 以承诺采购量和最低定价为基础，因此本身具有保守性。

正如我们在上次法说会中提到的，即使按价格下限计算，我们预计毛利率仍将显著高于以往任何周期的峰值毛利率。我们预计，在协议期限内，营收将远高于相关 RPO。

FY26Q4 财务

下载日志已记录，仅供内部参考

营收: 2026 财年第四季度合并营收为 542 亿美元，环比增长 31%，同比增长 379%。这是我们连续第六个季度创下营收纪录。

DRAM 业务: 2026 财年第四季度 DRAM 营收创下 398 亿美元的纪录，同比增长 343%，占总营收的 73%。环比来看，DRAM 营收增长 27%。bit 出货量增长 mid-single-digit。受 DRAM 行业供应紧张推动，价格上涨 high-teens。

NAND 业务: 2026 财年第四季度 NAND 营收创下 141 亿美元的纪录，同比增长 526%，占总营收的 26%。环比来看，NAND 营收增长 42%。bit 出货量增长约 10%。受 NAND 行业供应紧张推动，价格上涨约 30%。

毛利率: 2026 财年第四季度合并毛利率为 87%，环比提高 210 个基点。这一改善主要由定价上涨和强劲执行推动，但部分被产品结构所抵消。

各业务部门财务表现

云存储业务部门（CMBU）: 营收创下 163 亿美元的纪录，占公司总营收的 30%。CMBU 营收环比增长 18%，主要受定价上涨和 bit 出货量增长推动。CMBU 毛利率为 83%，环比持平，较高定价带来的利好被 HBM 占比提高的产品结构影响所抵消。

核心数据中心业务部门（CDBU）: 营收创下 180 亿美元的纪录，占公司总营收的 33%。CDBU 营收环比增长 56%，主要受定价上涨和 bit 出货量增长推动。CDBU 毛利率为 90%，环比提高 290 个基点，主要受定价上涨和有利的产品结构推动。

移动与客户端业务部门（MCBU）: 营收创下 131 亿美元的纪录，占公司总营收的 24%。MCBU 营收环比增长 14%，主要受定价上涨推动，但部分被 bit 出货量下降所抵消。MCBU 毛利率为 90%，环比提高 260 个基点，主要受定价上涨和有利的产品结构推动。

汽车与嵌入式业务部门（AEBU）: 营收创下 68 亿美元的纪录，占公司总营收的 13%。AEBU 营收环比增长 47%，主要受定价上涨和 bit 出货量增长推动。AEBU 毛利率为 84%，环比提高 470 个基点，主要受定价上涨推动。

运营费用: 2026 财年第四季度运营费用为 26 亿美元，环比增加 11 亿美元。环比变化主要源于对每一位全球团队成员的激励薪酬提高，以及我们决定为社区投资投入 3 亿美元。

运营利润: 2026 财年第四季度实现营业利润 446 亿美元，营业利润率为 82.3%，环比提高 110 个基点、同比提高 47 个百分点。

税费: 2026 财年第四季度税费为 68 亿美元，有效税率为 15%。

每股收益: 2026 财年第四季度 Non-GAAP 摊薄后 EPS 为 33.42 美元，环比增长 33%。

现金流与资本支出: 2026 财年第四季度经营现金流为 440 亿美元，资本支出为 108 亿美元，由此产生自由现金流 332 亿美元。

正如此前披露的，与 SCA 相关的客户现金保证金计入融资活动，因此不会影响我们的自由现金流。2026 财年第四季度收到的客户现金保证金为 123 亿美元。

下载日志已记录，仅供内部参考

库存情况：2026 财年第四季度期末存货为 104 亿美元，存货周转天数为 129 天，环比增加 9 天。DOI 的增加包括与制程节点生命周期结束相关的提前备货影响，以及 2026 财年第四季度计入存货的制造相关激励薪酬影响。

我们的存货水平和供应仍然极其紧张，预计未来几个季度 DOI 将下降。季度末，我们的现金及投资达到创纪录的 735 亿美元。

资产负债表与资本结构：2026 财年第四季度末，资产负债表上的客户现金保证金为 127 亿美元。SCA 现金保证金不受限制；在满足最低采购要求的前提下，这些存款将随时间推移，在每份协议期限的后半段返还给客户。

2026 财年第四季度，我们将债务减少约 5 亿美元，其中包括赎回票据，使优先票据减少约 3 亿美元。未偿债务的加权平均期限约为 9 年。季度末，我们的债务为 52 亿美元，净现金余额为 683 亿美元。

本季度，我们获得两家信用评级机构的评级上调，目前三大信用评级机构均给予我们 BBB+或同等评级。我们的资产负债表从未如此强劲；即使我们加大对技术和所需产能的投资，我们预计资产负债表还将进一步增强。如前所述，自 2026 年 12 月 9 日，即我们签署最终 CHIPS 协议两周年之日起，我们计划提高资本回报。长期来看，我们预计将 100%的超额现金返还给股东。

FY27Q1 业绩指引

营收：我们预计 2027 财年第一季度营收将创下 615 亿美元的新纪录，上下浮动 15 亿美元；

毛利率：毛利率约为 86.25%；

运营费用：运营费用约为 206 亿美元。

EPS：按约 11.5 亿股的股数计算，我们预计每股 EPS 为 38.15 美元，上下浮动 1 美元。

我们预计 2027 财年将再创纪录，每个季度的营收均将环比增长。与预计的强劲执行和公司创纪录的财务表现相一致，我们预计 2027 财年的激励薪酬水平将更高。我们预计，2027 财年第一季度的毛利率将是全年的低点。

正如此前提到的，我们决定在 2026 财年第四季度提高 2026 财年的激励薪酬。2026 财年新增的激励薪酬中，与制造相关的绝大部分已在 2026 财年第四季度计入存货。因此，出售这些成本更高的存货所产生的影响将主要体现在 2027 财年第一季度的毛利率中。第二季度受益于这部分与 2026 财年第四季度相关的薪酬费用减少，但这一利好被 2027 财年更高激励薪酬的影响所抵消。我们预计，2027 财年第一季度之后，该财年剩余时间的毛利率将更高，同时价格涨幅将更加温和。

我们预计 2027 财年运营费用将增加约 25 亿美元，主要源于研发投入增加，以支持存储器与存储领域前所未有的一系列机会，以及更高的激励薪酬计划。我们预计 2027 财年第一季度和 2027 财年的税率均约为 15.5%。

资本开支：Micron 继续以审慎方式在其全球布局中进行投资，以满足客户需求。提醒一下，我们的 CapEx 已扣除预期的政府激励。我们预计 2027 财年第一季度 CapEx 约为 115 亿美元，2027 财年上半年 CapEx 约为 250 亿美元。我们预计 2027 财年下半年的 CapEx 将更高。我们预计，2027 财年建设 CapEx 的增速将显著高于设备 CapEx。

下载日志已记录，仅供内部参考

Q&A

Q: 关于资本回报，公司不想提前宣布自己的计划，但能否向我们提供一些里程碑？比如，如何考虑最低现金余额？你们的现金几乎是 Apple 或 NVIDIA 的两倍。那么，多少现金才算足够？公司是否想保留 1000 亿美元现金，并返还超出这一水平的所有资金？能否让我们了解一下这些里程碑是什么？

A: 是的，市场状况、Micron 的技术、产品地位和运营执行共同带来了非常强劲的自由现金流。正如这里所报告的，我们 2026 财年第四季度的自由现金流为 330 亿美元。我们预计，凭借市场状况和严谨执行，即使我们如今天所说的那样增加研发和 CapEx 投资，强劲的自由现金流增长仍将持续。

因此，凭借今天听到的这些需求驱动因素、供应因素以及长期承诺协议，再加上 Micron 的技术地位和执行力，我们认为这种自由现金流的强劲态势会更持久。短期来看，根据我们的第一季度指引，并计入你刚才听到的 CapEx 数字，你将看到自由现金流显著高于我们 2026 财年第四季度报告的 330 亿美元。关于目标现金水平，我们预计到 2027 财年第一季度末将大致达到目标现金水平。随后，随着时间推移，并且返还速度和节奏将由多项因素决定，我们计划返还超额现金，主要通过股份回购实现。正如我们此前所讨论以及今天讲稿中所述，我们计划从 12 月 9 日起提高资本回报。

最后，我再补充一点：从我们此前提交的文件中可以看到，我们目前的股份回购授权额度为 22 亿美元。你们可以预期，我们将在近期寻求更多额外授权。

Q: 关于 CapEx，你们没有给出全年指引，但听起来今年可能会达到 550 亿美元，或许还会略高一些；以 FY27 营收的百分比计算，这似乎处于 high-teens。我知道营收要高得多，所以 CapEx 需要一段时间才能逐步跟上。但从更长期来看，我们应该如何看待公司的资本密集度？我知道你们过去谈过 mid-30s。考虑到当前的情况，这个水平似乎可能有些偏高，但 200-250 亿美元左右会不会成为新的常态？能否为我们详细说明一下？

A: 是的，你正确理解了我们给出的上半年 CapEx 数字。我们表示下半年会更高。重要的是，资本开支结构正在向更多建设支出倾斜。我们也说明了建设支出相对于设备支出的情况。我们预计未来几年这一趋势将会延续。

至于资本密集度，我认为，正如你所指出的，当前资本密集度相较历史水平偏低，这反映出存储器与存储已经成为一种战略性资产。行业已经发生结构性重塑，我们将继续以非常审慎的方式增加产能，确保未来能够从这些产能投资中获得充分回报。

Q: 关于毛利率，在 11 月季度的指引中，能否量化高 ASP 库存带来的影响？此外，是否还有其他一些我们应该考虑的产品结构变化，正在影响环比表现？

A: 借此机会进一步介绍 FY26Q4 和 FY27Q1 的情况，帮助你们了解毛利率的各项正面和负面影响因素。在 FY26Q4，我们决定提高激励性薪酬。实际上，这一点在 OpEx 数字中体现得最为明显。

从第三季度到第四季度的 OpEx 变化中，可以清楚地看到这一点。至于制造费用，

下载日志已记录，仅供内部参考

其中大部分成本在 Q4 被计入库存，因此对 Q4 的影响很小。成本较高的库存，是由于第四季度提高激励性薪酬所致，其影响将在 FY27Q1 指引中体现。我们还有一些此前谈到过的启动成本，以及其他一些成本。但激励性薪酬是毛利率展望背后的主要驱动因素。总体而言，这些因素在第一季度合计使 Q1 成本增加约 10 亿美元。由此你们可以了解其对毛利率的影响。

现在，我认为还需要指出的是，我们也大幅提高了 FY27 的激励性薪酬。其影响同样会在第一季度体现于 OpEx 数字以及 FY27Q1 的 OpEx 指引中。就制造环节而言，FY27 激励性薪酬提高所带来的大部分影响，将从 FY27Q2 开始反映在毛利率中。

除了产量增加和折旧上升带来的正常成本增长之外，FY27 还有大约 10 亿美元的持续性成本，来自激励性薪酬、较高的启动成本和其他一些成本。

因此，尽管这对第一季度构成逆风因素，而且全年还会持续产生一些成本，但我只是想强调，必须看到公司业务在盈利能力和回报方面已经发生了何等显著的结构性变化。我们的经营水平要强劲得多。而且，我也谈到过，我们预计 2027 年、2028 年的市场状况将强于 2026 年。长期协议以及 take-or-pay 协议为我们提供了更长期的可见度；我认为还需要指出的是，这些成本中一些成本可以被视为可变的或阶段性的。

因此，就 2027 年而言，我们也讨论过，预计 Q1 将是毛利率的低点；随着价格继续上涨以及经营表现保持强劲，我们预计本财年余下时间的毛利率会更高。

Q：关于 HBM，你们谈到将提高定价，使其更接近传统 DRAM。我们是否应该假设这是从 1 月 1 日开始的提价？我们又应该如何看待该业务整体的相对增速？是否有某个百分比是你们愿意分享的？

A: 如你所知，我们 2026 年 HBM 的价格是去年与客户协商确定的；我们也提到，目前，2027 年 HBM 的大部分供应量已经售罄，而且价格远高于 2026 年的价格。当然，这有助于我们缩小 HBM 与非 HBM 存储器之间的利润率差距。

因此，总体而言，我们的 HBM 正处在非常良好的发展轨道上。我们曾表示，从整个行业来看，预计 HBM 的需求增速将超过 DRAM。因此，HBM 保持强劲的发展势头。我们的产品组合定位非常有利，包括 HBM3E、HBM4 产品，以及明年晚些时候的 HBM4E 产品。因此，我们的 HBM 产品继续保持强劲动能，并且在把握未来机遇方面占据有利位置。

所以，我希望已经回答了你关于增长的问题：增长强劲、产品强劲；随着价格从 2027 日历年开始上涨，HBM 与数据市场中非 HBM 部分之间的利润率差距将会缩小。

Q：关于现金回报，按照这一速度，我认为 Micron 从 FY27Q2 到 FY27Q4 可以产生超过 1000 亿美元的现金。因此，即使假设 Q1 你们在积累现金，以达到资产负债表的目标水平，从 Q2 开始产生的现金也应该能让你们至少达到 1000 亿美元以上。如果是这样，为什么我们不应该预期 FY27 的现金回报会达到这一水平？所以，我知道你们没有提供具体数字，但在这种高层次分析中，我遗漏了什么？除了按照你们所提供的销售、毛利率和 CapEx 预估框架逐项计算之外，还有什么？

下载日志已记录，仅供内部参考

A: 我唯一能补充的是，我们在此前的回答中已经明确表示，我们有能力、也有意愿提高资本回报。你们可以预期，我们将寻求提高授权额度，并根据我们在 CHIPS 方面达成的协议，从 12 月 9 日起开始实施更大力度的资本回报。

Q: 当我们观察存储器股票的估值时，估值非常低迷，这表明人们认为，明年可能是本轮周期中价格的峰值，也可能是盈利的峰值；原因要么是行业正在增加额外产能，要么是市场上存在这样一种说法：你们的一些客户，即使是数据中心客户，也可能降低产品规格，或是因为存储器短缺，或仅仅是因为存储器在物料构成中的占比已经高得多。所以，我知道你们不会谈论具体定价，但如果从概念上思考行业在 2028 年的情况，考虑到新增产能投产带来的逆风因素，或部分客户为应对市场状况而希望降低产品规格，那么与 2027 年相比，行业定价继续保持有利、甚至可能进一步上涨的潜力有多大？

A: 正如我们指出的，在 2027 日历年以及 2028 日历年，我们都预计需求将超过供给。事实上，与 2026 年相比，我们预计行业在 2027 年和 2028 年的供需紧张程度都会更高。因此，整体供需环境只会变得更加紧张。

当然，即使我们努力提高产能，即便 2028 年有任何新的洁净室空间投入使用，我们仍然预计供应状况会持续紧张。首先，洁净室需要很长时间才能建成；即使建成、甚至首批晶圆产出之后，洁净室内的生产也只能逐步爬坡。这就是提升产量所必然需要经历的过程。

此外，随着 HBM 从 3E 转向更高比例的 4 和 4E，再加上现有的晶圆消耗比（trade ratio），这也会再次对供应增长构成逆风因素。未来节点迁移带来的每片晶圆生产率提升也会更少。因此，有很多因素会对供应增长构成逆风。即使到 2028 年，即使一些新的洁净室开始爬坡，供应仍然紧张，而其背景则是强劲的需求。

与此前预期相比，部分服务器的价值量增幅可能略低，但服务器的整体台数需求仍在增长。对于 2026 年和 2027 年，我们预计服务器出货台数增速均为 high-teens，这也为 2028 年数据中心 DRAM 出货增长奠定了良好基础。

因此，这是一个强劲的需求环境；与我们合作的客户-他们完全理解我们所面对的这种极度紧张的供应前景。我们曾与你们分享，我们看不到供应何时能够赶上需求，因为更大模型、不断增长的 context、更高的并发度以及企业端和消费端更多的 Agent 等需求趋势，只会继续推动对更多存储器、更高存储器价值量以及更高性能存储器的需求。

因此，正如我提到的，当客户将某些平台的价值量增幅较此前预期下调时，实际上是为了让他们能够出货更多台数；这一点体现在 2026 年和 2027 年强劲的服务器增长中，也为 2028 年的发展奠定了良好基础。

因此，综合需求和供给相关因素，我认为未来的供需环境是健康的；显然，这也预示着行业定价环境将保持良好。

我还要补充一点，我们的 SCA 让我们对客户需求拥有极高的可见度。我们在这里提到，客户实际上正在主动向我们要求更多供应。SCA 客户在要求更多供应。对于非 SCA 客户，我们正在收到 PO。我可以告诉你，2027 年的产出已有超过 75%获得承诺，而目前与客户的大多数讨论已经围绕 2028 年展开。因此，总体而言，行业供需环境及其前景非常健康；在这种强劲的需求环境下，我们看不到供需将在何时恢复平衡。

下载日志已记录，仅供内部参考

客户现在甚至希望获得延伸至 2030 年之后的保障。我们提到已经完成了一些 SCA 的延期-将期限延长至 2031 年，同时也签订了新的 SCA，将期限延伸至 2031 年。

Q：市场一直在谈论某个大型客户正在下调 HBM 规格（de-specing）。我想了解公司对此有何看法；此外，考虑到 HBM 具有更高的晶圆消耗比，这会带来什么影响？如果这些晶圆被重新分配给 DDR，是否会令 DDR 供应大幅增加？

A：正如你提到的，我们实际上看到整体 HBM 需求在 2027 年和 2028 年的增速都超过行业需求。我们继续看到 2027 年和 2028 年的存储器供需状况都将保持紧张。应用对更多存储器的潜在需求仍然强劲，因为 AI 平台要实现其最大能力和潜力，就需要更多、速度更快的存储器，以应对不断增长的上下文、并发度，当然还有更大的模型规模。

因此，总体而言，需求趋势非常强劲，而客户会进行优化。他们进行这些优化，主要是为了能够出货更多产品，推动自身实现更大增长，同时把握 AI 持续增长和规模扩大的终端市场机遇。

这些优化即使发生，也不会削弱系统对更多存储器的潜在需求。这些优化在进一步推进时也会出现边际收益递减。如果将这些优化与长期结构性需求以及存储器在平台中的价值主张进行对比，就会看到存储器与存储的总体需求趋势仍然非常健康。再次强调，我们认为 2027 年和 2028 年的供需将比 2026 年更为紧张。

而且截至 2028 年，HBM 的增速将继续快于传统 DRAM。

Q：FY27 资本开支看起来显然将高于 500 亿美元，而且你们的自由现金似乎将超过 1000 亿美元，建设资本开支的增速也高于设备资本开支。我想知道，这是否是因为你们明年在获取半导体设备方面受到限制？还是说这并不是问题？明年的资本开支是否会因为设备采购受限而自然存在一个上限？

A：这与我们面临的严重的供需失衡，以及建立绿地新增产能所需的交付周期有关。我们已经谈过正在建设并将陆续投产的多座晶圆厂，包括 ID1、ID2、日本、新加坡和 Tongluo 等。现在，借助这些战略客户协议，我们已经获得了建设这些绿地新增产能所需的可见性。之后，我们会根据对需求的最新判断，在合适的时间为这些晶圆厂配置设备。

Q：上次业绩会时，你们已经签署了 16 份 SCA；鉴于已签署及正在谈判的 SCA 储备，你们当时认为，SCA 对未来收入的覆盖比例有可能达到 50%以上。快进到本季度，目前已经签署 26 份 SCA。你们和客户对行业的判断也已更新，认为 2027 日历年和 2028 日历年的供应受限程度会进一步加剧。那么，如果当前所有 SCA 谈判全部完成，你们认为未来收入覆盖率会达到多少？此前说过，包括 SCA 在内的客户承诺覆盖了 FY27 收入的 70%。但当所有谈判完成后，未来几年 SCA 对未来收入的覆盖比例是否可能实际达到 60%、70%？

A：关于我们对 2027 年的评论，我们超过 75%的产出已经获得承诺；当然，这既包括 SCA 客户，也包括非 SCA 客户。

请记住，我们有一些大型客户，当然也会按年度与他们开展业务。因此，我想澄清一下，有关产量覆盖率的评论涵盖我们的整个客户基础，包括 SCA 客户和非

下载日志已记录，仅供内部参考

SCA 客户。鉴于需求趋势强劲，我们现在也已经较早地从非 SCA 客户处收到 2027 年的采购订单。

至于你问 SCA 最终可能达到什么水平，基本上仍是我们此前评论过的水平：到 2030 年前后，SCA 覆盖率仍可能达到公司收入的约 50%。这一判断总体没有变化，即 SCA 覆盖的收入可能达到公司收入的约 50%。当然，也可能低于这一比例，这取决于其余所有业务的收入，但总体而言，这一目标大体保持不变。

当然，我们始终在管理业务结构。对我们而言，保持灵活性很重要，以便在整个客户群、各个终端市场以及未来几年可能出现的新客户之间管理供应，尤其是考虑到我们行业的动态特性以及各个领域正在发生的大量创新。我们希望能够基本保持这样的地位。

因此，我认为我们在这方面确实取得了非常好的进展。SCA 的好处是让我们能够看清未来的市场需求。它确实有助于我们规划投资；仔细想来，这确实从根本上改变了这个行业的性质，因为它帮助我们以较长的交付周期和时间跨度管理投资及供应预期。与过去行业波动更大的情况相比，这对行业健康发展非常有利。

Q：接下来谈 NAND 业务。与 NAND 竞争对手相比，Micron 团队的总 bit 供应份额使你们大致处于全球市场份额第四或第五的位置？团队继续在数据中心和企业级 SSD 市场保持非常强劲的、类似第二名的市场领导地位；这里需要强劲的性能差异化吧？这不仅仅是因为你们拥有优秀的 G9 基础技术，还包括控制器技术和固件定制。你们也是 NVIDIA SCADA 计划的一部分，该计划支持 GPU 直接访问存储。看起来，越来越多与推理相关的 KV cache 功能正在被卸载至存储？因此，随着 memory queuing 扩展至包含越来越多基于 flash 的架构，这是否改变了团队对 NAND 业务研发和资本开支投资的看法？

A：当然，从 HBM 到 DRAM 再到 SSD 的存储层级，随着上下文窗口不断扩大及 AI 持续发展，正继续得到利用。我们对自身产品组合所处的位置非常满意。正如我们指出的，我们的产品组合目前在行业中的定位是有史以来最好的，尤其有利于把握 AI 带来的这些巨大且不断增长的市场机遇。当然，我们也为团队在 SSD 方面的强劲执行感到非常自豪；这对数据中心 SSD 至关重要，而数据中心 SSD 在推动 AI 增长所需的存储层级中也绝对至关重要。

你们已经看到了由此产生的成果：我们在数据中心市场的份额已连续五年增长；FY26Q4 数据中心 SSD 收入达到 100 亿美元；数据中心 SSD 已占 NAND 总收入的三分之二。因此，我们当然会继续投资产品相关研发，也会在制造端进行投资；作为整体资本开支的一部分，我们与 NAND 相关的投资当然也在增加。

如你所知，我们已经谈过正在新加坡建设的下一座 NAND 晶圆厂，目前该项目仍按计划推进，目标时间为 2028 日历年晚些时候。我们的资本开支正在支持 G9 NAND 技术迭代，当然也在推动设备生产率优化、NAND 研发以及新加坡业务的其他方面。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数



重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，**仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。**本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。