仅供内部参考，请勿外传！

电子

周观点：美光业绩超预期，存储价格延续上涨

存储价格延续上涨，AI 服务器需求推动企业级产品景气度进一步提升。TrendForce 预计 4Q26 Conventional DRAM、HBM Blended 及 NAND Flash 合约价分别环比上涨 10%-15%、15%-20%和 15%-20%，传统 DRAM 及 NAND 涨幅较 3Q26 有所收敛，但价格上行趋势并未逆转，HBM 涨幅则进一步扩大。企业级 SSD 位元需求预计在 2026 年增长超过 80%，Agentic AI 规模化应用带动实时检索、缓存及向量数据库存储需求增长，QLC 渗透率提升，PCIe 6.0 亦随新一代 AI 服务器平台逐步放量；新增高容量产品供应多数已被提前锁定，4Q26 企业级 SSD 合约价涨幅有望扩大。Server DRAM 受 CSP 和服务器 OEM 增加采购、封测产能及前段制程弹性受限等因素影响，供需偏紧格局预计延续；PC、手机及消费级存储需求相对承压，但原厂持续将产能转向服务器应用，仍对相关产品价格形成支撑。

HBM 供给约束与产品结构升级共同推升 2027 年价格预期，8hi 方案主要缓解系统成本而非改变涨价趋势。TrendForce 预计 2027 年 HBM Blended ASP 同比增长 121%，主要由于 HBM 与传统 DRAM 持续竞争有限的先进制程和晶圆产能，新一代产品良率及产出提升仍需时间，同时高价 HBM4 占比提高、HBM4E 于 2027 年下半年逐步放量，将进一步抬升混合平均售价。为应对 HBM 供应有限及系统成本上升，GPU 和 ASIC 厂商开始评估降低单颗芯片的 HBM 搭载容量，8hi 凭借 DRAM Die 使用量较少，可在相同位元产出下支持更多 GPU 出货。但由于每颗 HBM 均需搭配 Base Die，8hi 分摊固定成本的容量低于 12hi，预计 2027 年 per Gb 价格可能较 12hi 溢价 10%-20%。因此，8hi 有助于降低单颗 HBM 及系统 BOM，但难以改变 HBM 整体供给偏紧和价格上行方向。

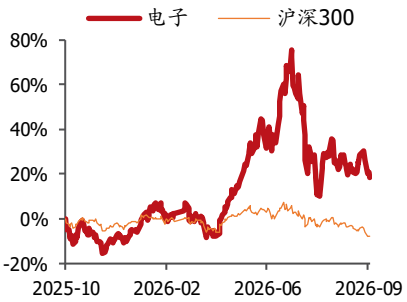
美光业绩验证 AI 存储高景气，HBM 与数据中心 SSD 成为核心增长支柱。美光 FY2026 Q4 实现营收 542.29 亿美元，环比增长 31%、同比增长 379%；Non-GAAP 毛利率达到 87.0%，净利润 383.98 亿美元，环比增长 33.1%。其中，DRAM 收入 397.7 亿美元，环比增长 27%，bit 出货量环比增长 4%-6%，ASP 环比上涨 17%-19%；NAND 收入 141.0 亿美元，环比增长 42%，bit 出货量环比增长约 10%，ASP 环比上涨约 30%。公司绝大部分 2027 年 HBM 产量已提前售出，价格明显高于 2026 年，并持续推进 HBM3E、HBM4 及定制化 HBM4E 产品；FY2026 Q4 数据中心 SSD 收入约 100 亿美元，达到上年同期的 10 倍以上。管理层预计 FY2027 和 FY2028 行业需求均将超过供给，即使新增洁净室逐步贡献产能，供给改善仍将呈渐进式特征。公司已签署 26 份战略客户协议，预计覆盖 2030 年前超过 35%的总营收，2027 年超过 75%的产能已获得客户承诺，未来需求及收入可见度进一步提升。

周观点：AI 基础设施建设持续拉动高性能存储需求，HBM、Server DRAM 及企业级 SSD 供需有望维持偏紧。原厂将先进制程和资本开支重点投向服务器、高容量及高附加值产品，但新建洁净室、技术升级和产能爬坡均需要较长时间，短期供给增量难以完全匹配 AI 服务器需求增长。HBM 产品升级、数据中心 SSD 放量及长期客户协议有望进一步强化存储行业景气度，看好相关产业链机会。

风险提示：下游需求不及预期、存储价格上涨不及预期、地缘政治风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 **余凌星**

执业证书编号：S0680525010004

邮箱：shelingxing1@gszq.com

分析师 **钟琳**

执业证书编号：S0680525010003

邮箱：zhonglin1@gszq.com

相关研究

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002384.SZ	东山精密	买入	0.76	4.11	13.08	21.81	265.70	40.76	12.80	7.67
300476.SZ	胜宏科技	买入	4.39	9.04	16.18	22.88	55.10	23.25	13.00	9.19
300475.SZ	香农芯创	买入	1.16	18.89	22.09	25.48	142.50	8.11	6.94	6.01
688807.SH	优迅股份	买入	1.10	1.39	1.64	1.89	226.90	216.37	183.33	159.05
688521.SH	芯原股份	买入	-1.00	0.63	1.39	2.31	-	274.44	123.51	74.37
300672.SZ	国科微	买入	-1.07	2.51	5.61	11.15	-	71.96	32.23	16.21
688012.SH	中微公司	买入	3.37	3.43	4.37	5.72	104.50	92.94	72.87	55.72
002371.SZ	北方华创	买入	7.61	11.51	15.31	19.23	92.00	53.53	40.25	32.04
688123.SH	聚辰股份	买入	2.29	4.39	5.00	7.42	57.90	36.37	31.93	21.53

资料来源：Wind，国盛证券研究所

内容目录

一、AI 服务器需求持续扩张，4Q26 存储价格延续上涨 4
二、HBM 供给持续紧张，2027 年价格预期进一步上修 6
三、美光验证 AI 存储景气，2027-2028 年供需持续趋紧 7
四、相关标的 10
风险提示 11

图表目录

图表 1：3Q26-4Q26 DRAM、NAND Flash 合约价格预测 4
图表 2：美光季度营收及利润趋势 7
图表 3：美光库存周转天数 8
图表 4：美光 FY2027 Q1 业绩指引 9

一、AI 服务器需求持续扩张，4Q26 存储价格延续上涨

存储价格继续上行，传统产品与 HBM 涨幅分化。TrendForce 预计 4Q26 Conventional DRAM 合约价季增 10%-15%、HBM Blended 季增 15%-20%、NAND Flash 季增 15%-20%；3Q26 对应增幅分别为 13%-18%、8%-13%及 18%-23%。传统 DRAM 和 NAND 涨幅较前季收敛，但上涨趋势并未逆转；HBM 涨幅则进一步扩大。供应商持续将先进制程资源投入服务器应用。

图表 1：3Q26-4Q26 DRAM、NAND Flash 合约价格预测

3Q26-4Q26 DRAM、NAND Flash合约价格预测

	3Q26E	4Q26F
Total DRAM	Conventional DRAM: up 13~18% HBM Blended: up 8~13%	Conventional DRAM: up 10~15% HBM Blended: up 15~20%
Total NAND Flash	up 18~23%	up 15~20%

Source: TrendForce, Sept. 2026

TrendForce

资料来源：TrendForce，国盛证券研究所

Enterprise SSD 需求较强，合约价涨幅有望扩大。TrendForce 预计 2026 年企业级 SSD 位元需求年增将突破 80%，采购驱动由大语言模型训练转向实际 AI 部署。Agentic AI 大规模上线带动实时检索与缓存数据量成倍增长，QLC 在向量数据库（Vector Database）中的渗透同步提升，PCIe 6.0 亦随新一代 AI 服务器平台放量。尽管原厂增加 QLC 及高容量产品供应，新增供给大多已被提前锁定、流向公开市场的数量有限，4Q26 企业级 SSD 合约价涨幅有望扩大。

Server DRAM 供需错配仍将延续。随着服务器 CPU 供应改善，CSP 及服务器 OEM 增加向原厂采购的位元数量，以满足 Agentic AI 带动的通用服务器 RDIMM 需求。原厂已提高低容量 RDIMM 供应占比，但零部件供应、封测产能及 DRAM 前段制程弹性仍限制产品组合调整，4Q26 预计继续供不应求。部分卖方受长期协议（LTA）价格区间约束，实际涨幅可能低于市场平均水平。

PC 与手机端需求承压，供给收缩仍支撑 DRAM 价格。PC OEM 担忧 2027 年 DRAM 供给继续紧张，维持积极采购；随着 2026 年约定供给逐季交付、原厂产能继续转向服务器，2027 年 PC DRAM 供给可能缩减。手机端则面临成本上升、低价库存消耗及生产量下降，但 AI 与服务器业务持续吸引先进产能，Mobile DRAM 配额仍紧。其价格上涨格局延续，不过前期涨价已较充分，4Q26 涨幅预计收敛。

Graphics DRAM 与 Consumer DRAM 同样受到供给结构调整影响。部分 PC 品牌为降低物料成本（BOM）重新评估 GDDR6，GDDR7 需求则主要由 AI 芯片带动。供应商持续缩减 GDDR6 生产，GDDR7 又受先进制程向 Server DRAM 倾斜影响，整体价格维持上涨。Consumer DRAM 的新增需求主要来自 SSD 客户，尤其是 QLC SSD 需求上修带动配套 DRAM 颗粒用量增加；在大厂减产节奏未变、供应仍依赖其他厂商的背景下，价格继续上行但涨幅趋缓。

Client SSD 及 eMMC/UFS 采购弹性弱于企业端。PC OEM 已有整机库存及较充分的渠道备货，主要补充零星缺料；为控制 BOM，品牌下调主流 PC SSD 搭载容量，采购量与单机容量同步收缩。原厂报价态度转趋弹性，但买方持有库存、采购有限，使涨幅受到抑制。手机品牌现有库存亦可支撑 4Q26 生产，新增 eMMC/UFS 采购量有限；电视、机顶盒和穿戴设备等低毛利产品的追价能力更弱，OEM 主要以维持供应关系所需的最低采购量回应报价。

二、HBM 供给持续紧张，2027 年价格预期进一步上修

TrendForce 预计 2027 年 HBM Blended ASP 同比增长 121%，供给约束与产品组合升级共同推升价格预期。首先，HBM 与 Conventional DRAM 持续竞争有限的先进制程及晶圆产能；其次，新一代 HBM 产品良率改善与产出提升需要时间。与此同时，高价 HBM4 占比提高，HBM4E 预计于 2027 年下半年逐步放量，将进一步抬升混合平均售价。供应扩张难以即时匹配 AI 服务器需求增长，原厂对 2027 年涨价的态度更为明确。

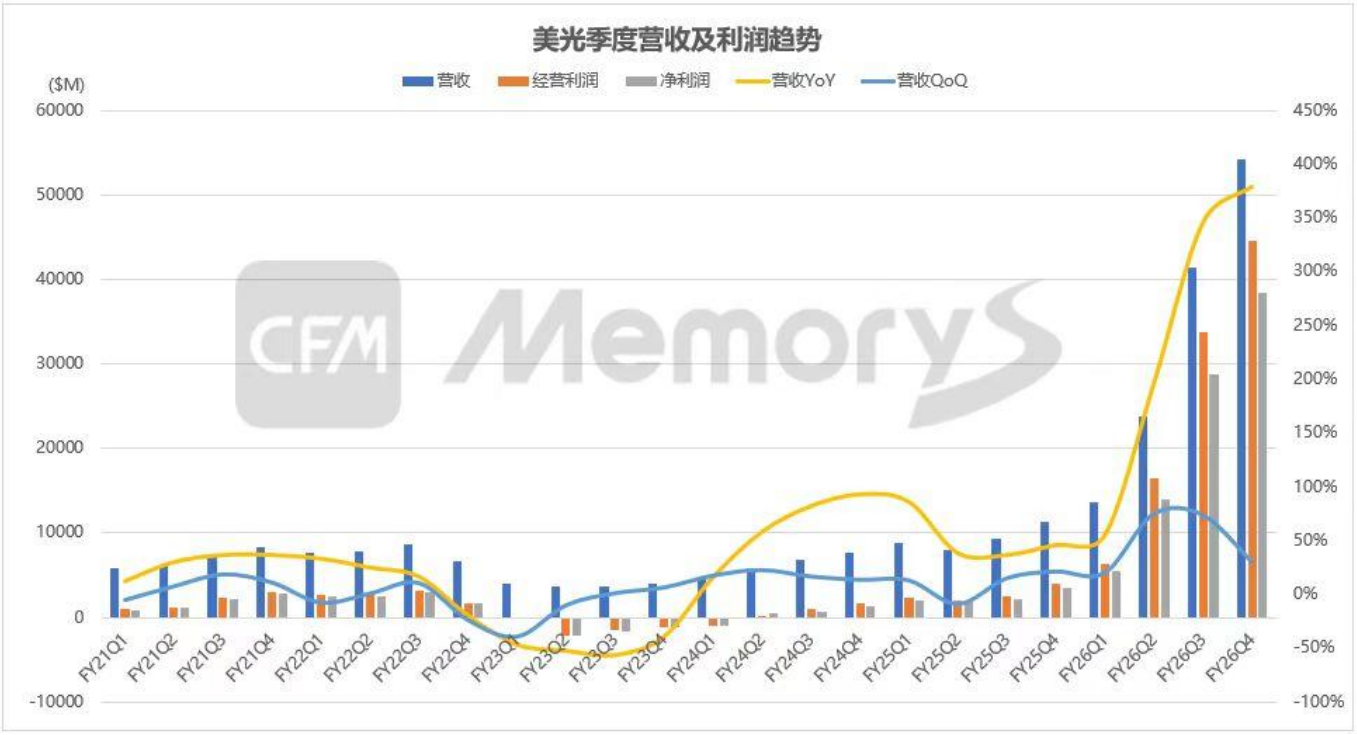
8hi 成为缓解供给与系统成本压力的优先评估方案。GPU 与 ASIC 厂商讨论降低 HBM 搭载容量，主要原因是 HBM 供给有限和系统成本快速上升，并不代表终端计算需求转弱。相较 12hi，8hi 使用的 DRAM Die 更少，可降低单颗 HBM Stack 及 GPU 整体 BOM，并在相同 HBM 位元产出下支持更多 GPU 出货。TrendForce 预计，8hi 将成为 2027 年多家 GPU 与 ASIC 厂商在性能、供应和成本之间权衡的优先评估方案。

单颗 Stack 降本不等于单位容量价格下降。每颗 HBM 均需搭配一颗 Base Die，该成本不会随堆叠层数减少而等比例下降；8hi 分摊 Base Die 成本的 DRAM 容量低于 12hi，因此单位容量成本反而更高。TrendForce 预计 2027 年 8hi 产品 per Gb 价格可能较 12hi 溢价约 10%-20%。我们认为，2027 年 HBM 供给仍将维持偏紧格局。8hi 方案有助于缓解单颗 HBM 及系统 BOM 压力，但其单位容量成本仍高于 12hi，容量调整难以改变 HBM 整体价格上行方向。

三、美光验证 AI 存储景气，2027-2028 年供需持续趋紧

存储价格上涨与 AI 需求扩张推动美光盈利能力显著提升。美光 FY2026 Q4 营收 542.29 亿美元，环比增长 31%、同比增长 379%；Non-GAAP 毛利率 87.0%，GAAP 毛利率 86.8%，同比提升 42.1 个百分点、环比提升 2.2 个百分点。营业利润 446.36 亿美元，环比增长 32.5%；净利润 383.98 亿美元，环比增长 33.1%，摊薄 EPS 为 33.42 美元。

图表 2：美光季度营收及利润趋势



资料来源：美光，CFM 闪存市场，国盛证券研究所

DRAM 与 NAND 量价齐升，共同支撑美光业绩增长。FY2026 Q4 DRAM 收入 397.7 亿美元、占比约 73%、环比增长 27%，bit 出货环比增长 4%-6%、ASP 环比上涨 17%-19%；NAND 收入 141.0 亿美元、占比约 26%、环比增长 42%，bit 出货环比增长约 10%、ASP 环比上涨约 30%。FY2026 全年两者收入分别为 1006.8 亿和 317.9 亿美元。我们认为，FY2027 盈利增长将逐步由价格、bit 出货、产品组合及先进产品渗透共同驱动。

HBM 与数据中心 SSD 已成为 AI 存储需求的两大核心增长支柱。美光绝大部分 2027 年 HBM 产量已提前售出，价格明显高于 2026 年，HBM 与传统 DRAM 的利润率差距缩小。公司推进 HBM3E、HBM4 及 HBM4E，并与英伟达开发定制化 HBM4E；更大模型、更长上下文及更多并发 AI agents 持续提高存储容量与性能需求，带动 Server DRAM 和数据中心 SSD 需求扩张。

服务器出货增长与单机存储需求提升进一步强化 AI 存储景气度。管理层预计 2026、2027 年服务器单位出货量均增长约 17%-19%。部分平台单机容量增速可能低于此前预期，主要为控制成本、支持更多服务器出货。

数据中心 SSD 成为 NAND 业务的重要增长来源。FY2026 Q4 数据中心 SSD 收入约 100 亿美元，达到上年同期的 10 倍以上。AI 上下文存储及部分 HDD 需求向 SSD 迁移持续

扩大数据中心 SSD 可服务市场，美光推进 G9 NAND 技术转换、生产效率优化及新加坡 NAND 扩产。

存储供给约束预计延续至 2027-2028 年，行业供需仍将维持偏紧格局。美光管理层预计 FY2027、FY2028 需求均超过行业供给，紧张程度高于 FY2026；即使 2028 年新增洁净室贡献产能，仍无明确供需平衡时点。行业 NAND bit 出货增速预计由 2026 年 20%出头升至 2027-2028 年约 25%；DRAM 则由 2026 年 20%中段降至 2027-2028 年 20%出头，HBM bit 出货增速到 2028 年仍高于传统 DRAM。

新增洁净室与技术升级短期内难以有效缓解存储供给约束。新洁净室从建设、首片晶圆产出到规模化产能需要数季度爬坡，HBM3E 向 HBM4/HBM4E 升级亦增加晶圆资源消耗；未来技术节点带来的每片晶圆生产率提升下降，进一步限制 bit 供给增量。

新增产能释放节奏偏慢，供给改善将呈渐进式特征。美光爱达荷一号工厂预计 2027 年年中开始晶圆产出，新加坡 HBM 封装设施预计 2027 年初运营；爱达荷二号工厂及日本新 DRAM 工厂预计 2028 年末初步产出，新加坡新 NAND 厂预计 2028 年下半年投产，纽约新工厂预计 2030 年投产。从首片晶圆到大规模有效产能仍需多个季度爬坡。美光 FY2027 新增资本开支将更多投向厂房与洁净室建设。美光预计 FY2027 Q1 资本开支约 115 亿美元，上半年约 250 亿美元，下半年进一步提高。公司将提前建设支持未来产能的基础设施，并根据需求配置设备。

长期客户协议显著提升美光未来需求与收入的可见度。美光已签 26 份战略客户协议（SCA），预计覆盖 2030 年前超过 35%的总营收；客户资金承诺约 320 亿美元、多为现金存款，协议含照付不议（take-or-pay）条款，相关剩余履约义务约 1500 亿美元。SCA 收入覆盖率到 2030 年前后仍可能达到约 50%，部分协议延至 2031 年。美光 2027 年超过 75%的产能已获客户承诺，未来需求可见度进一步提升。该比例涵盖 SCA 及非 SCA 客户；大量客户已讨论 2028 年，部分希望取得 2030 年后的供应保障。SCA 帮助原厂提前规划洁净室、设备和技术节点，并非锁定全部产能，公司仍需动态调整供应。

库存周转天数上升主要反映备货与成本确认节奏。FY2026 Q4 期末库存约 104 亿美元，周转天数 129 天、环比增加 9 天，主要来自旧节点停产前备货及制造相关激励薪酬计入库存。管理层仍认为供应极度紧张，预计后续周转天数回落。

图表 3：美光库存周转天数



资料来源：CFM 闪存市场，美光，国盛证券研究所

FY2027 Q1 毛利率预计为全年低点，其后逐步回升。Q1 Non-GAAP 营收指引为 600-630 亿美元，Non-GAAP 毛利率约 86.25%，摊薄 EPS 为 38.15 美元±1 美元。毛利率回落主要因 FY2026 Q4 部分制造激励薪酬先计入库存、在 Q1 销售时转为成本，后续改善更多依赖产品组合、规模效应及运营效率。

图表 4：美光 FY2027 Q1 业绩指引

FQ1-27 Guidance

Non-GAAP Reconciliations

	GAAP Outlook	Adjustments		Non-GAAP Outlook
Revenue	$61.5 billion ± $1.5 billion	—		$61.5 billion ± $1.5 billion
Gross margin	Approximately 85.95%	0.30%	A	Approximately 86.25%
Operating expenses	Approximately $2.31 billion	$253 million	B	Approximately $2.06 billion
Diluted earnings per share*	$37.84 ± $1.00	$0.31	A, B, C	$38.15 ± $1.00

资料来源：美光，CFM 闪存市场，国盛证券研究所

端侧 AI 与 Physical AI 有望成为存储需求新的长期增长来源。旗舰 PC 和手机导入 AI 有望提高单机 DRAM 及 NAND 容量。L4 及以上自动驾驶车辆通常搭载超过 200GB DRAM 及数 TB 存储，机器人等自主系统亦有望带来高价值存储需求。

四、相关标的

存储芯片：长鑫科技、兆易创新、澜起科技、东芯股份、普冉股份、聚辰股份、恒烁股份等；

SSD 配套芯片：聚辰股份、联芸科技、得一微电子、国科微、芯朋微、圣邦股份等；

存储模组：香农芯创、佰维存储、江波龙等；

国产算力芯片：寒武纪、沐曦股份、海光信息、芯原股份、天数智芯、壁仞科技、摩尔线程、灿芯股份、翱捷科技等；

超节点：盛科通信、华勤技术、澜起科技等；

半导体设备：中微公司、北方华创、拓荆科技、华峰测控、金海通等；

半导体材料：雅克科技、鼎龙股份、天承科技、彤程新材、安集科技、兴森科技、兴福电子等；

代工：中芯国际、华虹半导体等；

PCB 产业链：胜宏科技、东山精密、沪电股份、鹏鼎控股、红板科技、深南电路、生益科技、天承科技、中钨高新、鼎泰高科、大族数控等；

MLCC 及产业链：三环集团、洁美科技、风华高科、博迁新材、国瓷材料等；

光产业链：东山精密（索尔思）、炬光科技、腾景科技、源杰科技、豪威集团、天孚通信、中际旭创、新易盛、长光华芯、仕佳光子、光迅科技、永鼎股份、太辰光、光库科技、赛微电子等。

风险提示

1. 下游需求不及预期。
2. 存储价格上涨不及预期。
3. 地缘政治风险。



免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com