下载日志已记录，仅供内部参考

NBM 需求超公司 30 年供给，明年数据中心占 NAND 市场 55%以上

闪迪 FY27Q1 跟踪报告

TMT 及中小盘/电子

事件：

SNDK FY27Q1 收入 110.31 亿美元，同比+378%/环比+23%；毛利率 85.1%，同比+55.2pcts/环比+0.5pct。综合财报及交流会议信息，总结如下：

评论：

1、Q1 收入与毛利率均超指引上限，量价齐升推动营收再创新高。

FY27Q1 收入 110.31 亿美元，同比+378%/环比+23%，超此前指引（103-108 亿美元）上限，量价齐升共同驱动增长，其中约 60%的环比增量来自位元出货增长、约 40%来自定价提升；Non-GAAP 毛利率 85.1%，同比+55.2pcts/环比+0.5pct，略超此前指引（83%-85%），主要受益于出货量提升与更高定价；Non-GAAP EPS 49.51 美元，超此前指引（44-46 美元）。本季度公司以 50 亿美元回购约 320 万股，过去两个季度累计回购 600 万股，约占总股本的 4%。

2、数据中心营收同环比持续高增，消费领域营收同环比出现下滑。

1）数据中心：营收 48.02 亿美元，同比+1685%/环比+61%。公司将更多供给分配至数据中心，包括三家美国超大规模云厂商在内的客户合作支撑业务持续扩张；目前 TLC 与 QLC 出货结构约为 70:30，QLC Stargate 产品认证已全部完成，客户正在放量；**2）边缘计算：**营收 58.32 亿美元，同比+320%/环比+7%，高端与主流市场表现稳健，部分被低端市场收缩抵消，汽车与 IoT 客户增长强劲，公司认为汽车有望逐步成为边缘市场中最大的细分市场之一；**3）消费：**营收 3.97 亿美元，同比-39%/环比-29%，主要系市场对更高定价的调整。

3、下季指引营收与毛利率维持高位，FY27 资本开支预计占营收中个位数。

1）指引：FY27Q2 营收预计为 122-126 亿美元，中值同比+310%/环比+12%，量价均有贡献，公司预计同口径价格在全年内持续温和上涨。Non-GAAP 毛利率预计为 84.5%-85.5%，中值同比+33.9pcts/环比-0.1pct。Non-GAAP EPS 预计为 55-57 美元（拆股前），对应 1 拆 8 拆股后 6.88-7.13 美元；**2）资本分配与资本开支：**董事会批准 1 拆 8 拆股计划，新增股份预计于 11 月 19 日派发，11 月 20 日起按拆股后基础交易。公司坚持无负债的资产负债表，将 100%的超额现金返还股东；FY27 总资本开支预计占营收的 mid-single-digit。

4、NBM 已覆盖 FY27 约一半供给，CY27 数据中心占 NAND 市场 55%以上。

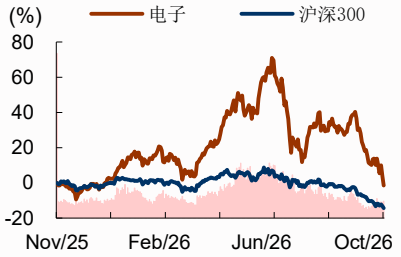
1）NBM：本季公司签署两份 NBM（已于上季电话会披露），最大客户已签署第二批次 NBM，公司正与现有客户洽谈扩展协议并与新客户推进新的 NBM。目前 FY27 约 50%、FY28 约三分之二的位元已纳入 NBM，预计该比例将继续提升；NBM 客户中 95%为投资级公司，合计经营现金流约 1300 亿美元，NBM 需求已超过公司至本十年末的供给；**2）NAND 供需：**需求端，公司预计 CY2027 数据中心将占 NAND 市场的 55%以上，位元需求同比增长约 40%（CY2026 为翻倍以上增长），KV 缓存到本十年末有望占 AI 数据中心闪存市场约三分之一；PC 与手机出货量仍处同比低谷，但单机容量提升将带动 EB 增长。供给端，公

行业规模

		占比%
股票家数（只）	536	10.3
总市值（十亿元）	17028.9	17.2
流通市值（十亿元）	12198.0	14.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-24.8	-19.8	-4.8
相对表现	-16.3	-2.7	10.6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《闪迪投资者日跟踪报告—AI 推理驱动存储需求长期增长，NBM 与高额回购重塑价值创造》2026-08-17

2、《闪迪 FY26Q4 跟踪报告—10 份长协保障长期营收与利润，新增 140 亿美元回购授权》2026-08-07

3、《闪迪 FY26Q3 跟踪报告—本季营收与毛利率再创新高，已签署 5 份 NBM 保证长期发展》2026-05-03

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

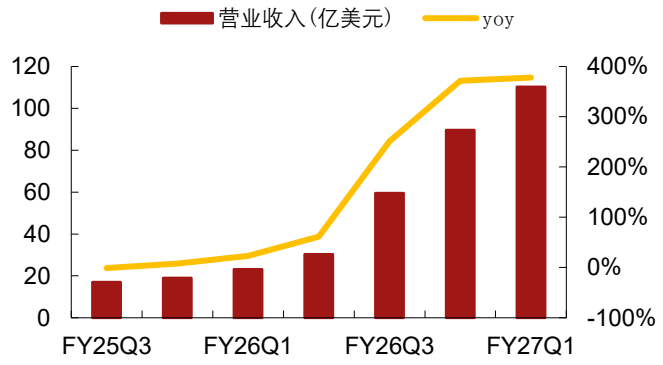
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

司维持 mid-to-high teens 的位元增长规划，不改变 BiCS 节点转换节奏。

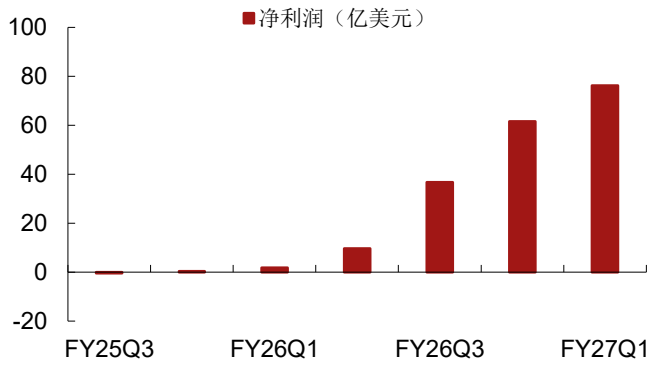
风险提示：宏观经济及政策风险；存储器价格波动风险；行业竞争加剧；客户需求低于预期；贸易摩擦风险。

图 1：SNDK 分季度收入情况



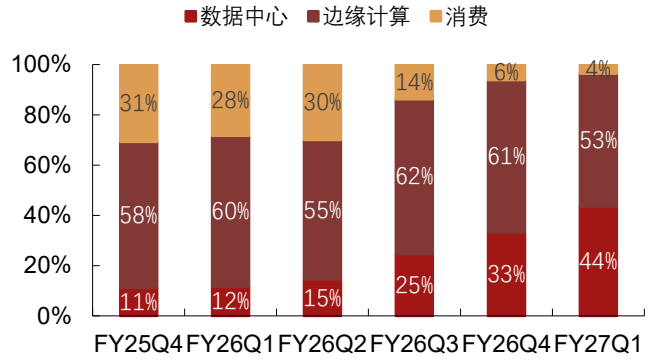
资料来源：SNDK，招商证券

图 2：SNDK 分季度净利润情况



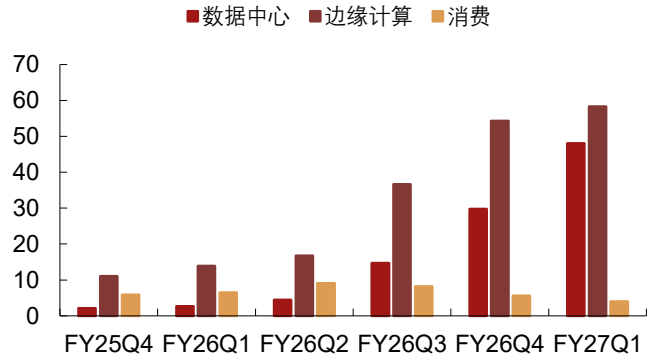
资料来源：SNDK，招商证券

图 3：闪迪季度收入拆分占比（按下游市场）



资料来源：SNDK，招商证券

图 4：闪迪季度收入拆分（按下游市场，亿美元）



资料来源：SNDK，招商证券

图 5：闪迪 FY27Q2 指引

Fiscal Second Quarter Guidance

	GAAP	Non-GAAP
Revenue ($M)	$12,200 - $12,600	$12,200 - $12,600
Gross Margin	84.4% - 85.4%	84.5% - 85.5%
Operating Expenses ($M)	$677 - $745	$540 - $560
Tax Expense	N/A	14.3%
Diluted Net Income per Share	N/A	$55.00 - $57.00
Diluted Shares Outstanding (in millions)	~151	~151

(1) Non-GAAP diluted net income per share guidance is on a pre-split basis and excludes items totaling $146M - $197M.
(2) Non-GAAP tax expense is determined based on Non-GAAP pre-tax income.

资料来源：SNDK，招商证券

（后附 FY2027Q1 业绩说明会纪要全文）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：SNDK FY2027Q1 业绩说明会纪要

时间：2026 年 10 月 30 日

出席：

DavidGoeckeler-董事长兼首席执行官

LuisVisoso-执行副总裁兼首席财务官

IvanDonaldson-投资者关系副总裁

会议纪要根据公开信息整理如下：

FY27Q1 公司表现：

本季度公司营收 110 亿美元，环比+23%，同比+378%，高于此前给出的 103 亿至 108 亿美元的指引区间；non-GAAP 毛利率 85.1%，non-GAAP 每股收益 49.51 美元。本季度公司产生调整后自由现金流 57 亿美元，并通过股票回购向股东返还 50 亿美元。

核心竞争优势：公司对业务长期发展轨迹的信心源于三大持久优势：技术领先、深度客户合作以及严谨的财务管理。AI 驱动的 NAND 需求结构性增长进一步强化了上述优势，客户需求信号已通过 NBM 合作延伸至 2030 财年以后，使公司能够有信心投入技术路线、深化并拓展客户关系，在实现持续增长的自由现金流的同时回报股东。

1）技术路线：BiCS 8 是公司当前量产产品组合的支柱，在 TLC 与 QLC 的性能与密度上均为行业标杆，其引入的 CMOS 直接键合阵列（CBA）架构满足了 AI 数据中心客户的性能需求，并为后续代际奠定框架。BiCS 9 将成熟的 BiCS 8 存储阵列与下一代 CMOS 结合，显著提升接口性能；BiCS 10 在 TLC 与 QLC 上实现全节点升级，包括面向性能密集型负载的 1Tb TLC die，以及密度行业领先、读写带宽为 BiCS 8 两倍的 2Tb QLC die；**2）HBF 进展：**本季度高带宽闪存（HBF）取得重要里程碑，首颗 HBF 存储 die 已完成流片并进入制造阶段。HBF 是面向推理的新型存储架构，目标是在提供 HBM 级读取带宽的同时大幅提升容量，以支持更大的模型、更长的上下文与持续增长的 KV 缓存，与 HBM 形成互补。公司预计于下一自然年交付首批基于 HBF 的产品样品。HBF 尚未纳入投资者日公布的长期财务模型，待客户导入、产品规格与量产准备更加明确后，公司将进一步披露其市场空间。

新型商业模式（NBM）：本季度公司完成签署两项 NBM，由于均在第四财季业绩电话会前落地，已在上次电话会上公布。公司正与现有 NBM 客户就扩展协议积极沟通，同时与新客户评估新的 NBM。长期合作为公司提供了更高的需求与财务表现可见度，支撑更具持续性的财务模型。公司将在选择长期合作伙伴上保持耐心与审慎，NBM 在公司投标量中的最优占比可能高于当前水平。公司与全球领先 AI 公司的最新沟通显示，市场对公司技术的需求仍有进一步上行空间。

AI 推理驱动 NAND 需求：推理负载增长推动可扩展存储需求扩张，NAND 在 AI 基础设施中的地位日益重要。推理过程中每个生成的 token 都需要引用此前的上

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

下文，由此形成持续增长的 KV 缓存，作为模型的工作内存；更长的提示词、更复杂的推理、多模态输入及持续的用户上下文将显著提升存储需求。HBM 与 DRAM 支撑最高性能层级，闪存则提供保留更广泛上下文所需的容量，避免高成本的重复计算。在存储层级中，TLC 为活跃数据集、检查点及延迟敏感型 KV 缓存负载提供低时延、高速率与更高耐久性；在投资者日展示的 AI 实验室对比中，采用 SSD 的系统 token 吞吐量约为仅依赖易失性内存系统的 3 倍，能耗降低约 75%。QLC 则进一步提升数据湖、AI 搜索向量数据库及检索库等容量密集型应用的存储密度。随着推理成本下降、应用持续扩展，公司预计 KV 缓存到本十年末将占 AI 数据中心闪存市场的约三分之一，AI 数据中心的市场机会将接近当前整个 NAND 行业的规模。

各终端市场进展：

1）数据中心：营收 48 亿美元，环比增长 61%，增速高于本季度市场估计增速。公司产品组合覆盖从性能密集型企业级 SSD 到高容量平台的全部 AI 基础设施需求。需求保持强劲并持续增长，公司估计数据中心在行业位元中的占比已由本十年初的约 20%提升至目前的约一半，客户结构的这一结构性转变正在重塑行业经济性，也是公司转型的核心。本季度公司将更多供给分配至数据中心以满足持续增长的需求，领先的产品与包括三家美国超大规模云厂商在内的客户合作，支撑公司在这一快速增长市场的持续扩张。

2）边缘计算：营收 58 亿美元，环比增长 7%，体现了高端与主流市场的韧性，部分被低端市场收缩所抵消。边缘市场涵盖智能手机、PC、汽车、平板以及持续扩展的物理 AI 应用，是公司规模大且具战略意义的市场。本季度汽车与 IoT 客户增长强劲，汽车正成为边缘业务中日益重要的增长方向，公司与领先客户的合作不断深化，有信心汽车将逐步成为边缘市场中最大的细分市场之一。

3）消费级市场：营收 3.97 亿美元，环比下降 29%，主要系市场对更高价格的调整。消费业务仍是公司差异化的战略资产，兼具与数亿终端用户的直接品牌连接，以及在全球领先渠道伙伴的广泛货架布局，为业务提供持久基础，并为产品开发及把握终端需求变化提供早期洞察。

公司将继续以多元化的产品组合服务三大终端市场，持续优化整体表现。上述结果进一步印证了投资者日所公布模型的持久性，公司已建立强大的盈利与现金创造能力，下一阶段将聚焦于整个产品组合的稳定执行。

财务状况：

营收：110 亿美元，环比增长 23%，同比增长 378%，高于此前给出的 103 亿至 108 亿美元的指引区间。量价共同驱动营收增长，其中约 60%的环比增量来自出货量增长，约 40%来自价格提升。

non-GAAP 毛利率：85.1%，高于此前给出的 83%至 85%的指引区间，较上一季度的 84.6%进一步提升，主要得益于出货量与价格的提升。

non-GAAP 运营费用：5.13 亿美元，占营收的 4.7%。

non-GAAP 营业利润率：80.4%，较上一季度的 79.2%继续提升。

non-GAAP EPS：49.51 美元，高于此前给出的 44 至 46 美元的指引区间，较上一季度的 39.25 美元及上年同期的 1.22 美元大幅增长。季度末完全稀释后股

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

数为 1.54 亿股。

GAAP 与 non-GAAP 调节项：核心调节项包括股权激励费用 9100 万美元（占营收 0.8%），以及主要来自对南亚科技投资的 5.13 亿美元权益证券收益。

股票回购：本季度公司以 50 亿美元回购约 320 万股普通股，过去两个季度累计回购 600 万股，约占总流通股的 4%。回购体现了公司对业务长期价值的信心及严谨的资本配置，公司将在合理投入业务的同时，向股东返还 100%的超额现金。

调整后自由现金流：本季度经营活动现金流为 64 亿美元，产生调整后自由现金流 57 亿美元，自由现金流利润率约 52%。

资本支出：本季度总资本支出为 3.78 亿美元，占营收的 3.4%。公司预计本财年剩余时间总资本支出将有所增加，FY27 全年占营收的 mid-single-digit。

现金与债务：本季度末现金及现金等价物为 51 亿美元，无负债。

FY27Q2 指引：

拆股：董事会批准 1 拆 8 的拆股计划，新增股份预计于 11 月 19 日派发，11 月 20 日起开始按拆股后基础交易。

营收区间：122 亿-126 亿美元，其中包含同口径价格的温和上涨。

non-GAAP 毛利率：84.5%-85.5%。

non-GAAP 运营费用：5.4 亿-5.6 亿美元。

预计 non-GAAP EPS：按拆股前口径，假设完全稀释后股数为 1.51 亿股，预计为 55-57 美元；按 1 拆 8 拆股后口径，假设完全稀释后股数约 12.08 亿股，对应 6.88-7.13 美元。

2027 年市场展望：公司预计 2027 自然年市场强劲，数据中心将再次成为增长引擎，占市场比重超过 55%，在 AI 资本开支提升的带动下，位元需求同比增长约 40%，此前 2026 年为翻倍以上增长。公司 NBM 管线需求超过公司至本十年末的供给。

总结：

过去一年，公司显著提升了业务的盈利与现金创造能力，为持续稳健的经营表现奠定了坚实基础。**1**）技术领先：BiCS 8 确立了行业性能与密度标杆，BiCS 9、BiCS 10 持续延伸技术路线，HBF 首颗 die 已完成流片，计划于下一自然年送样；**2**）深度客户合作：通过 NBM 将客户关系升级为长期合作伙伴关系，客户需求信号已延伸至 2030 财年以后，最大客户已签署第二批次 NBM；**3**）严谨的财务管理：公司在投入研发主导型资本开支以保持技术领先、扩大供给的同时，坚持无负债的资产负债表，并向股东返还 100%的超额现金。

在 AI 推动 NAND 需求结构性提升的背景下，公司将继续执行投资者日公布的战略，专注于纪律严明的执行与可持续的价值创造，服务客户、实现持续增长的自由现金流并回报股东。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

Q&A

Q：第一，关于 NBM 长期协议，公司于上次业绩电话会前已签署两份协议，鉴于当前产能已趋紧张，公司仍继续签约，后续是否还会有更多此类协议落地？第二，请公司重申未来数年已签约锁定的比特供应量，该口径较此前是否发生变化？

A：公司 NBM 项目储备极为充裕。随着产品组合的认购与承诺比例持续提升，2027 财年已有约半数比特量被锁定，2028 财年约为三分之二。将下一批协议纳入其中需要持续开展供需匹配工作，但项目储备依然强劲。公司上一季度已明确表示将保持耐心、审慎遴选下一批客户，目前正按此执行。随着公司继续配置产品组合中的剩余供应，预计未来数月及数个季度将有更多协议落地。NBM 已成为公司与客户合作的主要方式，且项目储备仍在扩大；公司预计，产品组合中被承诺锁定的比例将在未来几个季度继续上升。

公司对 NBM 的推进情况非常满意。在选择签约对象方面，公司始终保持高度审慎与战略考量。目前公司已签约客户中，约 95%的 NBM 是与投资级企业签署的，这些企业合计产生约 1,300 亿美元经营性现金流。因此公司认为此前的客户选择是正确的。未来公司将继续保持耐心与审慎选择，项目储备十分充裕，预计将持续取得进展。公司在管理层陈述中提到，比特供应量预计将继续增长。此前公司已披露，2027 财年约 50%的比特量已纳入 NBM 覆盖范围，2028 财年约为三分之二，且预计该比例将在三分之二的基础上进一步小幅提升。

公司同时需要平衡两类需求：一是存量客户回头追加采购，二是引入新客户进入产品组合。目前客户普遍反映，其此前低估了支撑自身基础设施运行所需的 NAND 数量，因此已有多家客户启动第二轮采购洽谈。上述协议规模大、条款复杂，需要梳理的事项较多，但公司对项目储备与产品组合的现状均非常满意，产品市场反响良好。未来数个季度，随着 NBM 组合逐步扩充，公司将持续披露相关进展。

Q：追问一下，英特尔近期因 PC 业务下调下一季度业绩指引；从其指引看，存储器件的影响幅度超出市场普遍预期（其他公司情形尚不明朗）。请公司说明：是否观察到 PC 市场厂商对 NBM 的兴趣上升？就部分设备制造商而言，该市场会转向 NBM 模式，抑或因客户愿支付更高价格而变得更具吸引力？考虑到该细分市场明显缺货、相关厂商业绩不及预期，应如何理解这一情形？

A：公司无法就具体客户发表评论。此前已说明，公司的 NBM 主要集中于数据中心业务，即以数据中心为核心，但公司同样拥有端侧市场客户。公司已向所有有意愿的客户开放该合作机制，并在条件合适时启动相应流程，不会对任何客户类别设置限制，公司对各类客户均持开放态度。

公司内部评估同样关注这一点。公司确认，本年度设备出货台数出现下滑，预计下一年度仍将小幅下降，降幅为低个位数。当前两个自然季度正处于同比对比中的低谷，同比降幅最为显著，因此，从出货量以及同比基准来看，我们在此时感受到该市场变化最为剧烈。

尽管如此，公司预计下一年度 PC 市场的 EB 出货量仍将增长。公司内部模型显示，NAND 市场各细分领域——PC、智能手机、数据中心，下一年度均将实现正增长，原因在于单机搭载容量持续提升，其中部分来自产品结构向高端机型的

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

升级。毫无疑问，市场已经历一轮调整。以出货量而言，公司正处于本轮调整最为剧烈的阶段，但后续将逐步改善。

Q：除行业景气度高企之外，公司数据中心业务的表现尤为突出，同比增长接近 20 倍，环比增长 61%。请公司说明：在市场整体向好的背景下，公司参与度显著提升，是得益于 BiCS 8 工艺，还是源于市场格局的变化？何种因素支撑公司达到当前的渗透水平？此外，若数据中心未来占据行业比特量的一半，公司自身的产品结构是否也将达到同等水平？

A：公司对数据中心业务的进展非常满意。能够实现上述同比增速，是多重因素共同作用的结果。首要因素是基础的 NAND 节点：BiCS 8 是一项表现优异的工艺节点；CBA（CMOS 直接键合阵列技术）可提供极为纯净的 CMOS，从而带来出色的接口速度。其次，公司打造了恰当的产品组合：TLC 产品已上市数年，QLC 产品于数个季度前开始销售并产生收入，目前正按预期爬坡。换言之，公司基于正确的技术，在恰当的时点推出了恰当的产品。

此外，过去一个季度以来，AI 推理架构出现了显著精细化。公司在内部对市场进行拆解时发现，客户在 NAND 的使用方式上更加精细，包括 TLC 与 QLC 的适用位置，以及从 KV cache、数据暂存到快速数据湖的各个环节，并进一步细分至推理、智能体编排、模型预训练与模型后训练等场景。总体而言，NAND 的应用场景正变得更为细致。

QLC 正被部署于恰当的位置，部分客户甚至开始将其向 KV cache 场景延伸。在另一端，SLC 正被纳入架构讨论。该议题目前尚处于架构探讨阶段而非实际销售阶段，且其关注点并非性能，而是耐久度，例如在智能体工作负载下所需的耐久度如何；在此类场景下，在何种程度上可以用 NAND 替代 DRAM。

公司认为，此类架构具备很强的黏性：客户一旦完成切换，在显著价差的驱动下将长期沿用。因此，公司可以看到上述所有因素都在协同工作，这些 NBM 为公司与客户的深度战略级对话奠定了基础，包括讨论客户如何使用我们的产品，以及与工程师深入探讨他们如何利用我们的产品解决不同的应用场景。这一切都在推动公司的产品组合获得巨大的吸引力。如前所述，公司的最大客户已经签署了一笔 NBM 的第二期订单，公司还在与其他客户进行洽谈。

整个格局非常稳固，公司对此感到满意，也感谢贵方对公司年度业绩的认可。这确实非常出色。

Q：这一表现确实出乎意料。长期来看，公司的产品结构将走向何种水平？

A：公司正着力使自身产品组合的结构与市场比特量的结构相匹配，并将在 2027 自然年内持续推进。能否在季度末实现完全追平尚待观察，但公司认为，相较 2026 财年的水平，产品结构占比有望显著提升，公司将持续取得进展。

Q：第一，关于指引中的价格与销量拆分。公司刚披露的第一季度营收增长中，约 60%来自销量、40%来自价格。请问在下一季度指引中，该结构将如何演进？公司对价格趋势有何评论？我们理解公司有很高比例的出货量处于 NBM 协议之下，但仍希望就价格获得进一步澄清。公司此前提及近期价格将有温和改善，能否进一步说明？第二，想就 HBF 以及一些新的 NAND 技术提出后续问题。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

A：上述拆分基本准确：第一季度营收增长中约 60%来自销量、40%来自价格。公司预计下一季度销量与价格将共同作出增长贡献。公司通常不对此进行拆分披露，但正如管理层陈述中所提及，公司预计价格将温和上行。公司预计销量与价格两者均将在本季度作出贡献，且价格将在全年延续温和上涨态势。

Q：关于 HBF 及数据中心其他新型 NAND 技术，公司此前提及 HBF 取得进展，可否进一步说明相关进展以及与合作伙伴、客户的沟通情况？此外，公司曾提及数据中心其他新型 NAND 技术，包括 Storage Next 与 CMX 上下文内存。公司如何看待数据中心中这些新型 NAND 层级？它们是否都会成功？请就各技术之间的相互作用、各自定位、公司在其中的参与方式以及时间安排作出评论。

A：公司与潜在客户就 HBF 的沟通十分充分。随着产品样品交付客户、客户开始实际使用并评估其与自身系统的适配情况，相关讨论将持续深入，公司亦将持续更新进展，这实质上是一项常态化的交流工作。

关于第二项提问，公司认为当前局面对 AI 推理十分有利：随着推理规模化扩张，架构正围绕经济性被持续优化。这是积极信号——推理若要实现规模化，则经济性越高越有利。由此，NAND 正被引入架构中越来越多的环节，因为 NAND 是可扩展性最强的半导体技术。回顾数年前，行业主线是追求更高密度，即从 TLC 向 QLC 迁移；该方向仍是公司战略的重要组成部分，但目前也出现了反向的诉求，即如何在架构的特定环节获得更高的耐久度。

核心问题在于：NAND 所提供的耐久度与性能，是否足以满足架构中某些环节的应用需求，从而替代那些价格显著更高、获取难度更大的竞争性技术。这是一个非常动态的讨论，各方提出了诸多构想。公司认为构想多元是应有之义，且各项路线均会被推进。关键在于密切联系实际出资建设基础设施的客户，因为最终由他们依据自身在规模化场景下需要解决的问题及资金投向，决定实施何种方案。

公司深度参与上述对话，预计相关讨论将持续活跃，并将围绕技术延展方向产生更多构想，以覆盖日益丰富的应用场景。在产品开发层面，公司始终坚持一个原则：在正确的时点采用正确的技术，以正确的成本实现恰当的规格强度，既不冗余也不欠缺。唯有如此，产品才能以合理的价格交付，进而实现合理的回报。目前这一进程已在 AI 推理架构领域全面展开，公司正与客户共同推进。

Q：公司是否考虑加快从 BiCS 8 向 BiCS 9、BiCS 10 等节点的过渡，以此在短期内加快比特出货量增长，并满足部分极为强劲的客户需求？

A：不会。公司承诺兑现此前公布的位元增长目标。节点过渡需要大量前期规划、设备采购与产线布局。公司已就此前长期规划中的位元增长目标完成了晶圆厂产能计划的布局，目前没有改变这一计划的打算。

Q：公司此前提到在第一季度将更多供应分配至数据中心。请问持续提高数据中心的比特分配比例是否存在上限？

A：在某种程度上确实存在限制。晶圆厂产出时即形成一定的 TLC、QLC 及裸片组合，因此将合适的产品匹配给合适的客户是一项持续性工作。此外，公司内部运营存在大量协同环节，其中 Luis Visoso 所负责的团队是其中重要组成部分，需与销售团队协同处理可用库存、晶圆厂产出、产品结构及最终流向等问题。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

A：补充一点，上述情况取决于所考察的时间跨度。短期内几乎无法作出调整，因为一片晶圆的生产周期约为 120 天；但随着时间跨度拉长，可调整空间将显著增加。

Q：公司 PPT 提及，NBM 项目储备已延伸至本十年末并超过供应能力。能否就此展开说明？这一情况如何改变公司对行业未来数年比特供应格局的判断？公司的资本开支计划是否在调整？公司此前提及的资本开支水平为中个位数，大致对应 25 亿至 30 亿美元的总资本开支，规模偏低。请说明需求能见度提升如何影响公司对比特增长与供应的判断。

A：首先，该机制正在发挥作用。仅在两三个季度之前，公司才提出引入这一商业模式，当时部分客户持相同理念，公司取得良好进展。两三个季度之后的今天，正如公司在投资者日活动之后所谈到的，客户主动提出签署 NBM。需要强调的是，这并非公司开展业务的唯一模式，公司仍拥有大量不同采购规模、不同产品需求的客户，公司希望与各类客户保持同步、满足其需求，这一点毋庸置疑。

令人欣慰的是，公司目前拥有覆盖至 2030 年乃至更长期限的充裕项目储备，相关客户愿意提供需求信号并做出财务承诺。就前述问题而言，此类承诺将使公司在未来具备调整供需格局的主动权，但目前尚未到达该阶段，所有事项仍需谈判推进，需要获得客户承诺，并使各方安排完全对齐。

总体而言，这一模式运行良好，公司对当前状态十分满意，它为公司的规划提供了远高于以往的可预见性。但相关进程仍在推进之中，未来数个季度，随着公司取得进展，将持续向市场披露相关情况。

Q：部分 NBM 合同附带保证金，请问公司能否将该部分资金用于股份回购，还是该部分现金受到限制？

A：理论上可以使用。但正如公司在投资者日所说明的，其中绝大部分为财务担保，由第三方金融机构持有，并不计入公司资产负债表。计入资产负债表的仅有预付款项，且其金额占比最小。该部分资金在法律上并无使用限制。

Q：每台 XPU 及 AI 服务器所搭载的 NAND 含量持续提升，以支撑 KV cache 需求，这与部分服务器 SKU 中内存含量下降形成对比。在智能体 AI 快速普及的背景下，公司如何看待 2027 年单台服务器企业级 SSD 含量的演进？该业务显然已成为公司产品组合中占比日益提升的部分。

A：在推理与智能体编排场景中，公司产品与这类应用的 CPU 需求直接相关。公司在相当细化的层面掌握了预计的单颗 CPU 需求量，在这些应用中，公司看到的需求约为每颗 CPU 60-90GB。公司尚未就服务器 TAM 及两者之间的弹性完成测算，但可以后续跟进。

正如前文所述，公司持续观察到更多 NAND 以不同形式被引入推理架构的各个环节，包括 TLC 与 QLC。当前客户亦在寻找高耐久度解决方案，以适配工作负载中那些无需使用 DRAM、可直接采用 NAND 的环节。

整体形势相当积极，公司将保持与客户的紧密沟通，并后续就上述两项 TAM 分析及其相互取舍开展研究工作。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

Q：关于公司企业级 SSD 的份额目标，是否有更新的看法或进展？考虑到当前取得的成效，公司能否在 2027 年实现低至中双位数的市场份额？

A：公司一直刻意避免设定份额目标。多年前公司曾对外公布过份额目标，但此类目标有时会导致产品组合决策出现扭曲。公司的目标是在短期、中期与长期各时间维度上实现产品组合价值最大化，因而需要保持一定平衡。

显然，公司的数据中心占比将进一步提升。此前已提及该业务同比增长 17 倍，在如此规模的业务中，17 倍的增速并不常见。公司预计该比例将在 2027 年进一步上升。而平衡点的确定将取决于各季度的实际经营情况以及所签署的 NBM 协议，这些协议将为公司判断未来数年产品结构走向提供重要的可预见性。因此该比例将走高，但公司不会对外给出具体的目标数字。

Q：市场对内存分层架构讨论增多，加速器对 DRAM 需求提升，如何看待该趋势？高带宽闪存在未来路线图与不同内存分层中定位如何，过去一个季度相关判断是否出现变化？

A：一个季度前出现的分层架构正进入部署阶段，高带宽闪存并非企业级固态硬盘的替代方案，而是以差异化方式为推理场景提供更高密度存储。随着架构部署与推理规模化应用，高性能企业级固态硬盘需求显著提升，相关情况已在公司数据中体现。NAND 凭借模型规模、KV 缓存规模、上下文长度等因素，成为架构核心组件，是全球扩展性最强的半导体技术。相关方案未来仍将持续优化，公司与大规模部署客户保持紧密沟通，客户具备全球规模化部署的详细规划，相关理解推动公司未来多年需求判断，支撑业务模式与需求匹配。

Q：关于数据中心业务，公司提及 2027 年需求位元出货量将增长 40%，这一数字十分可观。BiCS 8、BiCS 9、BiCS 10 的代际切换能否帮助公司产出相应比特以满足该需求？该环节的供应情况如何？

A：BiCS 9 是数据中心战略的重要组成部分，其价值在于在相同的存储单元上实现更快的接口速度，并为公司带来 CBA 所提供的灵活性，这一点公司已在投资者日予以说明。因此，这些节点无疑构成公司战略的重要组成部分。

如前所述，核心在于将正确的产品交付给正确的客户：TLC 产品已保持非常出色的表现相当长一段时间，目前 QLC 正进入爬坡放量阶段，BiCS 9 亦将逐步放量。但 BiCS 10 仍有一段距离，公司虽已发布 BiCS 10，但目前仍处于 BiCS 8 的爬坡阶段，距离未来 BiCS 节点的落地尚有相当长的路要走。



Q：关于耐久度方向，公司部分同业正在讨论 SLC NAND。公司如何看待其在下一年度的演变？除总体需求增长之外，该产品是否也会使 NAND 市场进一步趋紧？

A：目前对此形成明确判断为时尚早。公司正与部分客户沟通，对方已释放一定的 SLC 需求信号。显然，一旦 SLC 开始进入产品组合，无论替代 TLC 还是 QLC，都存在明确的 3:1 或 4:1 换算比，这将视 SLC 的实际使用量及部署规模对市场整体供应产生影响。但目前对其作出具体预测仍为时过早。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

现阶段，这一议题仍属于架构层面的讨论，客户希望更好地理解该技术及其在推理架构构建过程中的潜在应用场景。公司将在未来几个季度随着事态发展持续更新，目前属于值得密切关注的趋势。

Q：从历史上看，公司消费类业务在第一季度存在季节性，PC 业务同样如此，而数据中心则处于结构性增长通道之中。基于公司当前的能见度，请就第三季度的环比走势给出方向性判断，环比上升、下降抑或大致持平？

A：从历史规律看，第三季度通常是公司环比表现最弱的季度。例如上一财年同期，公司比特出货量环比下降 19%。公司并不对第三季度给出正式指引，但建议在设定第二季度至第三季度的环比增长保持保守预期。

Q：关于股份回购，公司执行进展良好。随着现有授权额度逐步使用，董事会是否会按季度追加授权？考虑到当前股价显著低于先前水平，请就回购的执行思路提供更多信息。

A：公司拥有非常清晰的战略：将 100%的超额现金返还股东。公司将以积极且恰当的方式执行该战略，并与董事会保持每季度的例会沟通机制，因此预计在执行层面不会遇到阻碍。公司将持续忠于这一战略，即把 100%的超额现金返还给股东。

过去数个季度，公司已取得良好开端：公司已回购约 4%（以回购启动时市值或流通股数计算），并将继续按计划适当地执行回购。

Q：请介绍当前 CSP 客户群中 TLC 与 QLC 比特的主流需求状况。随着 NBM 落地，TLC 与 QLC 的结构在本十年后期是否会发生显著变化？

A：目前公司 TLC 与 QLC 的出货比例仍约为 70:30。TLC 一直是产品组合的重要驱动力，同时公司也越来越多地听到客户关于 QLC 需求重新加速及新应用场景的反馈。这一趋势将在本十年剩余时间内如何演变尚待观察，但就当前而言，70:30 是相当均衡的比例。该比例存在逐季度的小幅波动，但总体保持稳定，预计至少在本财年剩余时间内将维持这一水平。公司已设定相应的时间范围，并将随着与客户讨论的深入，持续观察客户对 QLC 的意向。

A：关于公司 QLC 产品 Stargate：公司在此不习惯过多使用内部代号，但该产品的市场接受度极高。仅在数个季度之前，公司仍在推进客户认证工作，如今相关认证已全部完成，客户正处于爬坡阶段。该产品市场反响非常好，是产品组合中的关键组成部分。

Q：关于移动端及端侧市场：该市场本年度出货台数同样出现两位数下滑，且下滑集中于入门级与中端。从部分客户当前释放的需求信号看，公司移动业务比特量在下一年度整体是否仍能实现增长？

A：就市场而言，低端产品确实承压，导致出货台数下滑，但单机搭载容量在提升。综合来看，公司预计该市场下一年度的 EB 出货量将实现增长，尽管出货台数小幅下降。

就公司自身产品组合而言，与数据中心业务类似，公司不对单个市场作出预测，

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

而是以敏捷、灵活的方式管理产品组合。公司一贯强调希望保持产品组合的平衡，同时优化短、中、长期的财务结果，通过统筹兼顾取得最优成果；未来公司将持续披露移动业务的占比情况。

Q：公司幻灯片提及，领先的 AI 公司可能预示需求存在进一步上行空间。这些公司是指 AI 实验室还是新兴云服务商？围绕新兴云服务商的信用方面的担忧，是否已以任何公司目前可观察到的方式传导至公司？

A：公司未观察到任何此类情况。相反，公司看到来自客户的强劲需求。公司最大的客户基本全部为投资级企业，现金流表现强劲。因此，即便市场上存在信用方面的担忧，公司也未看到其带来任何影响。客户需求非但未减弱，反而较一个季度前更为强劲。

Q：请公司进一步澄清，刚刚 Luis Visoso 所称“领先的 AI 公司”，是否指 AI 实验室？

A：公司面向各类客户销售产品，既包括超大规模云服务商，也包括模型研发厂商，公司销售覆盖各类客户群体。

Q：关于本季度的收入线性度，应收账款有所上升。这是否属于随着更多比特纳入 NBM、付款条款变化所带来的可预期影响，抑或本季度存在其他因素？

A：并非如此。本季度公司客户结构出现一定变化，对应收账款与收入线性度均产生了一定影响，但主要原因在于客户结构的变化。

Q：第一，关于资本配置。随着公司转型为更具可预测性、由 NBM 驱动的商业模式，这是否会改变公司对资本结构的思考？历史上存储行业被认为周期性较强，因此资产负债表的灵活性一直至关重要。但随着公司结构性周期属性减弱，是否会支持公司提升杠杆、加快资本返还？抑或公司仍满足于每季度 50 亿美元的回购规模？公司认为到何时可以承担更高的杠杆，以利用周期性减弱这一变化？

A：公司已对外公布财务模型。在分析师日活动中，公司用 3.5 个小时就此进行说明，并承诺执行一套直至 2030 年的财务模型，这一成果颇具分量。公司计划予以执行，并对当前战略高度认可，即维持无负债与强劲的资产负债表，同时投资于自身业务。

公司业务持续增长，内部创新机会丰富，公司将继续投资于 HBF、3D 矩阵内存等创新方向，以及 BiCS 路线图等所有优质产品。在此基础之上，公司将 100%的现金流返还给股东，这是既定计划，并将在可预见的未来持续执行，直至公司在合适的时机另行告知调整。不过，公司预计近期不会出现此类调整。

Q：关于 HBF，与其请公司框定其总体市场规模，不如请说明：随着推理模型与上下文窗口扩张，真正的规模扩张变量是什么。HBF 容量应与 GPU 算力同步增长，还是可能更快？此外，公司曾表示将于 2027 年开始首批送样，此后至形成有意义的收入爬坡之间，关键里程碑有哪些？

A：就第一项提问而言，目前作出判断为时尚早。关于第二项：公司将回收裸片，

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

其中基础裸片将进行流片，随后将二者整合为器件并交付客户，使客户能够实际观察该产品在自身基础设施中的运行表现。公司已就此开展大量建模工作，但真正取得实际产品并完成集成之后，来自客户的反馈将使公司能够回答市场所关心的问题，包括市场机会规模、推进速度、总体市场规模以及该架构的具体定位。在这一点上，公司将跟随客户的判断。

关键一步在于真正将产品交付到客户手中，这将开启新一轮对话，届时公司拥有的是真实器件而非仿真结果，可以直接观察其在客户基础设施中的实际表现，以及是否达成客户的预期效果，同时也有助于持续拓展应用场景的集合。

在开发流程的当前阶段，公司需保持一定克制，避免因产品使用方式的构想过多而令工程团队不堪重负。待公司取得可交付的实际器件后，将扩大相关沟通的广度，这有望为该产品带来更多应用场景，但目前仍存在不确定性。

当公司达到“拥有可供客户实际使用、并理解其如何影响客户目标”这一里程碑时，诸多事项将真正展开；而客户的目标，是以尽可能优的成本实现世界级的推理架构。公司认为 HBF 是实现这一目标的出色技术，但相关判断仍需待产品落地后再作观察。

Q：公司此前提到 AI 推理架构正被精细化，并由此产生更多 SLC 需求。这一趋势是否会对 TLC 的采用或增长产生不利影响？抑或 SLC 是在 TLC 与 QLC 既有适配需求之上的增量？

A：公司认为这并非对其他 NAND 产品的替代，而是将总体市场规模扩展至需要 NAND 具备不同属性的领域——客户需要不同的耐久度与性能水平。公司可以让晶圆厂产出的产品以 SLC 模式运行，产品具备很高的灵活性。客户正逐渐认识到这一点，并开始理解如何加以应用，以针对待解决的问题获得所需的属性。这只是对架构的更精细认知，公司不认为其会侵蚀 NAND 堆栈的其他环节。

从积极角度看——需说明的是该趋势尚处早期——SLC 是否足以替代部分当前使用 DRAM 的环节？若以 SLC 模式运行 NAND，能否获得足够的耐久性与性能？考虑到 DRAM 与 NAND 之间约 20 倍至 40 倍的巨大成本差异，这一方向具备显著价值。因此，我认为这是非常积极的信号：其一，它真实反映了规模化部署中架构经济性的要求，即扩展架构必须尽可能选择最具成本效益的路径；其二，NAND 作为最具可扩展性的半导体技术，市场发现更多应用方式并不意外。可扩展技术往往能够吸引 TAM 扩容，随着相关架构日益精细化，这一趋势正在显现。

Q：换个角度探讨，若市场对更高耐久度的 SLC 存在需求，而客户又在等待 HBF 商业化，那么合资企业在增加 SLC 产能以满足短期需求方面的灵活性如何？

A：公司并不将其理解为 SLC 产能问题。公司的存储单元具备足够的灵活性，可按需以 SLC、MLC 或 TLC 模式运行，因此公司可以凭借现有晶圆供应市场，这是公司的理解方式。

此外，公司理解提问者希望立即切入供应侧问题，但当前阶段尚过早，相关讨论仍停留在沟通层面，客户正在探索该技术的使用方式，并初步评估若以该方式使用，其需求规模将是多少。这一动向值得关注，且无疑将对市场产生影响，因为少量的 SLC 即相当于大量的 QLC。后续进展仍有待观察。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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，请自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因收到、阅读相关内容而视为中国境内投资者。**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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster