

存储的国产替代 真正的赢家不是长鑫

从麒麟 9030 的三星 1a 与长鑫 G4 两颗内存，拆解国产 DRAM 的真实代差、超级周期的量价归属，与被市场错配的 alpha。

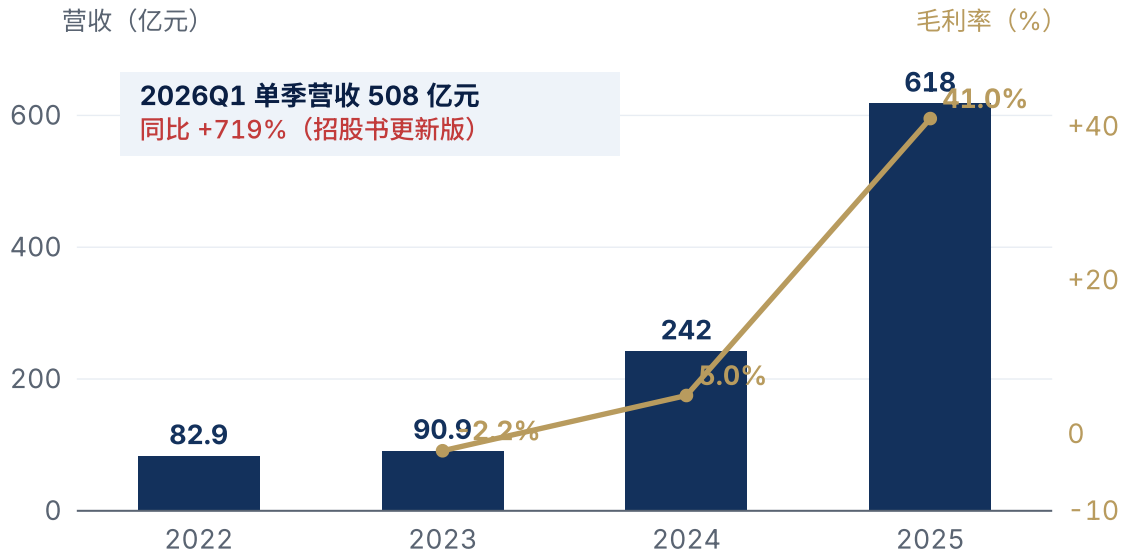
01 核心观点

这轮超级周期的本质，不是「长鑫替代三星」，而是三大厂为 HBM 让出成熟内存、价格单季近乎翻倍；长鑫接住了量价，但确定性更高的 alpha 在「乙方」——国产设备，与手握低价库存的模组 / 分销。

- 01 长鑫 G4 (16nm) ≈ 三大厂 2019 年的 1z 节点，落后前沿约 3-4 代；麒麟 9030 Pro 旗舰主存仍是三星 1a。「替代旗舰」是叙事，非现实。
- 02 真正的窗口在成熟节点：三大厂退出 DDR4 / LPDDR4 涌入 HBM，1Q26 DRAM 行业收入环比 +81%、移动 DRAM 约 +90%。
- 03 长鑫接住量价：2025 营收 618 亿 (+155%)、毛利率 41%、扭亏；2026Q1 单季 508 亿 (+719%)，IPO 募资 295 亿。
- 04 但长鑫估值已透支（传闻约 3,000 亿）；更确定的是 220 亿募投驱动的设备订单——刻蚀 / 薄膜国产化率仅 22% - 28%。
- 05 二阶最大赢家是手握低价库存的模组 / 分销（江波龙、佰维、香农芯创），2026Q1 净利同比 +5 至 26 倍。

价格暴涨把长鑫从亏损推到 41% 毛利，这是周期红利不是技术红利

长鑫科技营收（柱，亿元）与主营毛利率（线，%），2022 - 2025



来源：长鑫科技科创板招股书（2026 更新版），K Research 整理，数据截至 2026 年 5 月

BEAR · 20%

超级周期 2026H2 见顶

2027 成熟节点供给过剩、价格回落，影子股回吐

BASE · 55%

份额→15%，中枢上移

主攻成熟 + 移动，见顶后价格中枢高于上轮

BULL · 25%

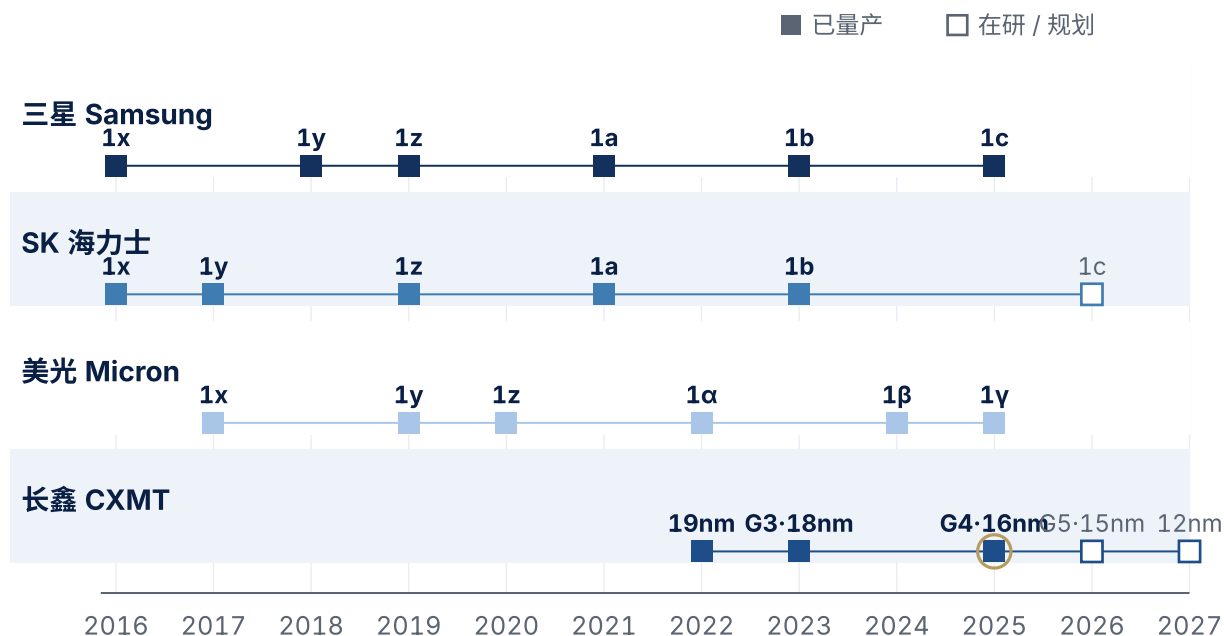
份额→20%+，周期至 2027

15nm / HBM 上量、代差收敛，设备订单超百亿

02 技术路线

长鑫卡在三大厂 2019 年的位置，前沿差 3 - 4 个代际

DRAM 10nm 级 (1x - 1c / 1γ) 制程代际演进与长鑫 G 系列对照，2016 - 2027



来源：SemiAnalysis 拆解、各公司技术披露、TrendForce, K Research 整理；空心块为在研 / 规划，数据截至 2026年6月

麒麟 9030 系列的拆解给出了一组冷峻的坐标。9030 Pro 的 12GB 主存来自三星 K4L2E165YD，是 1a 节点（10nm 级第四代）的 LPDDR5X-9600；而 9030 Pro Max 上首次出现长鑫封装 CXDD7JEDM，SemiAnalysis 由 X 射线 CT 推算其 die 密度约 0.3 Gib/mm²，对应长鑫 G4 工艺，大致相当于三大厂 2019 年的 1z 节点。当 2026 年的前沿已是三星 1c、美光 1γ（第六代），长鑫量产主力仍停在第二 / 三代——代差约 3 - 4 个节点、5 - 7 年。

这解释了一个被叙事掩盖的事实：**真正的旗舰主存仍然必须用三星**。长鑫今天能做的是「能用」的成熟与中端移动颗粒（LPDDR5X-9600 已于 2025年5月量产），但在最高速率（10667Mbps 仅送样）、最高密度与 HBM 上仍落在身后。Pro Max 的「三星 + 长鑫」双供，本质是国产替代的验证 / 过渡态，而非替代完成。

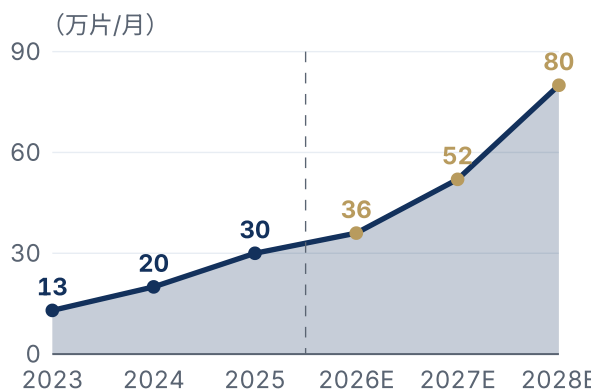
向前看，长鑫把 15nm（G5）排在 2026H2、12nm DDR5（目标 >10000Mbps、32Gb）排在 2026，HBM3 已向境内客户送样、目标 2026 量产。**真正的瓶颈不在产线，而在它买不到的那台**

反共识 市场把「长鑫概念」当成单边国产替代利好；但拆解证据显示，短期 alpha 不在长鑫「替代三星旗舰」，而在三大厂主动让出的成熟节点量价窗口，以及扩产驱动、确定性更高的国产设备订单。

03 供需与价格

长鑫产能三年再造一个自己

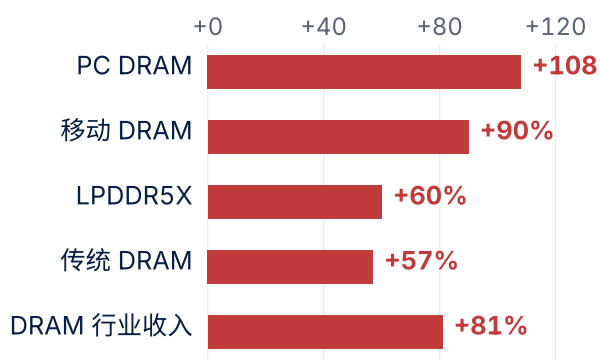
长鑫 DRAM 月产能 (万片/月), 2023 - 2028E



来源: 招股书、产业链调研, K Research 估算; 2026E 起含规划 / 来源: TrendForce (2026年1-6月), K Research 整理
在建, E 为预测

三大厂让出的成熟内存, 一季度价格翻倍

各品类合约价环比涨幅, 2026Q1



供给侧正在发生一次「自上而下的腾笼换鸟」。三星与 SK 海力士已通知客户 DDR4 末单截至 2025 年 6 月初、未交付 2025 年 12 月, 美光分 2 - 3 个季度退出 DDR4 / LPDDR4; 腾出的晶圆与研发全部压向 HBM——而每 bit 的 HBM 约消耗标准 DRAM 三倍的晶圆。**这不是周期性缺货, 是结构性撤离。**

结果是成熟与移动内存价格在 1Q26 出现历史级跳涨: 传统 DRAM 合约价环比 +55% - 60%、PC DRAM +105% - 110%、移动 DRAM 约 +90%, DDR4 现货一度突破 70 美元、罕见地与 DDR5 「价格倒挂」, 逼得两巨头又把 DDR4 产能延长到 2026。长鑫恰好站在这个真空中: 产能从 2025 年底约 30 万片/月 (同比约 +50%) 继续爬坡, 主力产品正是被让出的 LPDDR4X 与成熟 DDR4 / LPDDR5

关键数据 TrendForce: 1Q26 DRAM 行业收入环比 +81%; DDR5 合约盈利能力 2026 年有望超过 HBM3e; 移动 DRAM 长约价已签至高达 21 美元 / GB。——量价双升的最大承接者, 是产能正在翻倍、且无 HBM 包袱的成熟节点玩家。

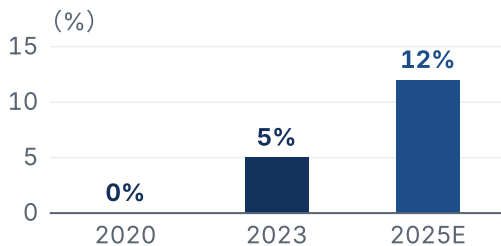
04 竞争格局

长鑫的崛起把延续二十年的「三巨头」改写成「四强」。TrendForce 口径下，长鑫 DRAM 位元份额从 2020 年的 0%、2023 年的 5% 升至 2025 年底约 12%，**已是中国第一、全球第四。**

但「第四」含金量要拆开看：长鑫强在**移动 DRAM 与 LPDDR4X 出货**，靠成熟节点的规模与价格；在 DDR5 高速料、HBM 与最先进节点上，三星、海力士仍握命门——旗舰主存与 AI 算力的利润仍归前三。

长鑫份额：五年从 0 到 12%

长鑫 DRAM 位元份额，2020 - 2025E

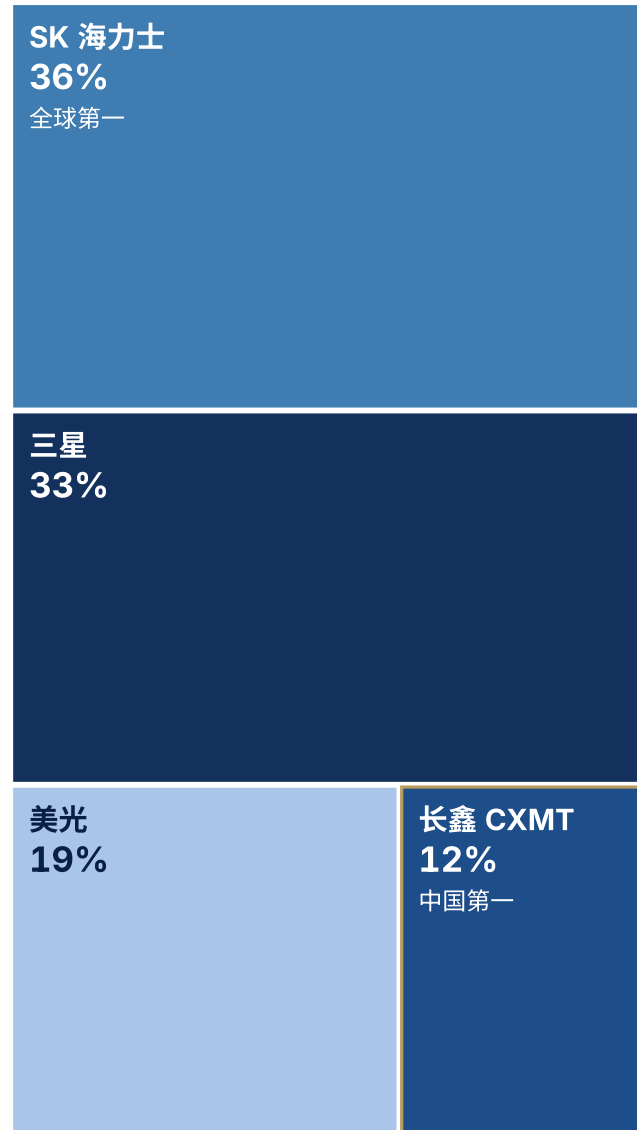


来源：TrendForce, K Research 整理

反共识 「全球第四」常被读成「逼近三巨头」；但份额是位元口径、利润仍归前三。长鑫赢在量，尚未赢在价与高端——这是其估值与基本面间最大的预期差。

DRAM 从「三巨头」变成「四强」

全球 DRAM 位元份额估算，2025E



来源：TrendForce、Counterpoint, K Research 整理；位元份额估算，E 为预测

05 资金与持仓

这轮超级周期的「乙方」比「甲方」更值得看

A 股存储产业链映射与确定性分层；净利为 2026Q1 同比

环节	标的	代码	逻辑	2026Q1 净利	确定性分层
股权 / 设计	兆易创新	002049	股权关联弹性最大；自有 NOR / DRAM	+523%	高弹性 · 高估值
模组	江波龙	301308	低价库存重估，弹性最猛	+2,644%	高弹性 · 强周期
模组	佰维存储	688525	模组 + 先进封装，弹性大	+1,568%	高弹性 · 强周期
分销	香农芯创	300475	低价库存增值、毛利修复	修复	中弹性 · 看库存
设备	北方华创	002371	扩散 / 刻蚀，国产化 22 - 28%	受益	高确定 · 募投驱动
设备	拓荆科技	688072	薄膜沉积 PECVD，存储核心	受益	高确定 · 国产化
设备	华海清科	688120	CMP 国产化率约 23%	受益	高确定 · 国产化
材料	雅克科技	002409	前驱体等关键材料，放量	受益	中确定 · 放量

来源：各公司 2026 年一季报、中信 / 国金证券设备国产化测算，K Research 整理；分层为 K Research 判断

长鑫 IPO 募资

295 亿元

▲ 其中约 220 亿用于设备

设备国产化率

22-28%

▲ 刻蚀 / 薄膜，阶跃空间大

长鑫 2025 毛利率

41.0%

▲ 上轮周期由负转正

方法注记 「确定性分层」区分两类机会：模组 / 分销弹性高但依赖价格周期（贝塔）；设备 / 材料弹性温和但由 220 亿募投与全球扩产共振、且国产化率低（更接近阿尔法）。长鑫自身：基本面最强、但估值已部分透支预期。

把资金流向拆开看，结论与共识相反：买「卖给长鑫的人」，可能比买「长鑫的影子」更稳。模组与分销的净利暴涨来自低价库存在涨价中的重估，是一次性、强周期的贝塔；而设备 / 材料的订单由长鑫 220 亿元募投与全球存储扩产共同驱动，叠加 22% - 28% 的低国产化率，具备「订单确定 + 渗透率阶跃」的双重确定性。

06 情景与风险

情景	BEAR	BASE	BULL
核心假设	代差固化、周期见顶	成熟为主、稳步爬坡	代差收敛、HBM 上量
关键变量取值	15nm 延期；2027 过剩	份额→15%；价中枢上移	份额→20%+；周期至 2027
目标区间	影子股估值回吐 30%+	设备链结构性受益	长鑫 + 设备双击
概率	20%	55%	25%
触发信号	DDR5 环比转负 + 复产	价格高位震荡	良率 / HBM 量产兑现

我们错了的信号

- 长鑫 15nm (G5) 2026H2 如期量产、良率破 80% 2026Q4 前
- 长鑫 HBM3 实现规模量产并进入境内 AI 客户 2026 年内
- DDR4 / 成熟节点价格环比转负、三大厂复产 2026Q3 起
- 长鑫科技 IPO 定价对应估值远超 3,000 亿元 2026Q2 - Q3

风险清单

- 01 周期反转风险** — 三大厂复产 + 长鑫扩产 → 2027 过剩 — 监测：DDR4 现货、巨头 capex
- 02 技术卡点风险** — EUV / 先进 DUV 受限 → 15nm 以下难量产 — 监测：良率披露、设备验证进度
- 03 估值透支风险** — 影子股已计入完美预期 → 退潮即回吐 — 监测：北向资金、两融拥挤度
- 04 地缘供给风险** — 三星对华为供给收紧 → 旗舰被动加速国产 — 监测：实体清单、拆机供应商变化

来源：K Research 情景框架；概率为主观赋值，三者之和为 100%，数据截至 2026年6月

07 结论与行动

落到操作：用「成熟节点超级周期」而非「旗舰国产替代」给这轮定价。长鑫是叙事主角、却非最佳风险回报；更值得超配的是国产设备 / 材料，与价格弹性最大的模组 / 分销，减仓信号看「DDR5 环比转负」。

接下来盯什么

2026Q2

长鑫科技科创板 IPO 上会与定价
设备链 220 亿募投落地的发令枪

2026Q3

存储合约价是否见顶（DDR5 环比转弱）
量价双升转入分化的首个信号

2026H2

长鑫 15nm (G5) 与 HBM3 能否如期量产
决定代差是收敛还是固化

2027

上海超级厂投产 + 三大厂复产 DDR4
供给拐点：决定 2027 是否过剩

2028

长鑫上海厂满产 / HBM 进入主流
国产高端存储能否真正并跑



扫码进入口罩哥知识星球
解锁全部 K Research 独家研报

本报告由 K Research 独立制作，所载信息均来源于公开资料，K Research 不对其准确性与完整性作任何保证。报告内容仅代表制作时点的研究观点，不构成任何证券、加密资产或其他金融产品的投资建议，亦不构成任何买卖要约。投资者据此操作，风险自担。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权归 K Research 所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式转载、复制或引用。