

中国存储双子启幕 全球内存格局重定价

长鑫科技与长江存储同年冲刺科创板 产能与定价权同时易手 韩国寡头利润周期或在 2027 年触顶

~2.7 万亿

RMB | CXMT + YMTC 合计估值中枢 · 中性情景

中国存储双子合计估值 不到三星电子与 SK 海力士市值之和的 1/5 但其 2026 年末合计产能将占全球 DRAM/NAND 的 20% 以上

「全球范围内 真正能在高科技上输出通缩的 此刻只剩中国芯片。」

02 / 08 EXECUTIVE SUMMARY

执行摘要

韩国双雄独占内存利润的窗口已被锁死一个倒计时 时钟由 CXMT 的 16nm DDR5 量产 与 YMTC 三期投产共同启动。

Bottom Line. 长鑫科技 (CXMT) 与长江存储 (YMTC) 在 2026 年同步推进科创板 IPO 中国大陆首次在 DRAM 与 NAND 两条主战场同时拥有全球前五的原厂玩家 全球内存定价权由韩美三家独占的格局正面临结构性松动。

- **CXMT 招股书已披露 2026 Q1 营收 508 亿元 同比 +719%** 归母净利 247.62 亿元 季度净利绝对值切入全球 DRAM 第四 仅次于三星 / SK 海力士 / 美光; Omdia 测算其 2025 Q4 全球 DRAM 销售额份额升至 7.67%。
- **YMTC 2026 Q1 单季营收已突破 200 亿元** NAND 全球出货份额逼近 13% 排名第四; 武汉三期 (注册资本 207.2 亿) 已进入设备安装 量产时点由 2027 提前至 2026 H2 公司目标 2026 年全球 NAND 供应份额 15%。
- **定价机制本质改变** 美光退出消费存储 / 三星 / SK 海力士将 DDR4 EOL 时间表反复推迟 / HBM 吞掉 3 倍于通用 DRAM 的晶圆 中国系厂商成为 PC、手机、车用、低端服务器 DRAM 的唯一边际供给。
- **估值锚已位移** CXMT 上一轮一级估值 1584 亿元 IPO 拟发行后估值 ~2950 亿元 PS 法上限 7325 亿元; YMTC 一级老股市场已出现 4000 亿元报价。合计估值中枢 2.0-2.5 万亿元 仅为韩双雄合计 (~14 万亿元) 的 17-18%。
- **K Research 判断** 中国存储双子 IPO 不是消息面事件 是全球内存利润函数从「寡头协议」回归「商品周期+成本曲线」的拐点; 韩双雄高 P/B 的逻辑——HBM 垄断与通用 DRAM 寡头利润——只剩前者一根支柱。

市场含义 · ASSET PATH

看多 国产存储产业链上游设备 (北方华创 / 中微 / 拓荆 / 盛美 / 精测) 国产存储颗粒下游模组 (兆易创新 / 江波龙 / 佰维) 间接持股 A 股 (合肥城建 / 养元饮品)。**看空 (相对)** 韩双雄 2027 年以后利润率从 70%+ 向 30-40% 回归路径; 全球 PC / 手机 BOM 中 DRAM 成本溢价回吐。**观察点** CXMT 上交所注册批文 / YMTC 招股书递表 (市场预期 2026 Q2) / Samsung HBM4 量产时点。

03 / 08 EVENT MOSAIC

事件全貌

从 IPO 招股书到三期开工 中国存储双子 2025 H2 到 2026 H1 完成了关键的可定价信号集中释放。

时间	当事方	事件
2025-09-05	YMTC	长存三期 (武汉) 集成电路注册成立 注册资本 207.2 亿元 与湖北国资共同出资
2025-09-25	YMTC	母公司长存控股完成股份制改革 治理结构为科创板 IPO 铺路; 同期 Xtacking 4.0 架构 267 层 3D NAND TLC 正式量产
2025-11-23	CXMT	IC China 2025 发布 DDR5 最高 8000Mbps / LPDDR5X 最高 10667Mbps 速率与国际主流接轨
2025-12-30	CXMT	科创板 IPO 受理 拟募资 295 亿元 (科创板史上第二) 首例采用预先审阅机制申报
2026-02-02	TrendForce	1Q26 DRAM 合约价上修至环比 +90-95% NAND +55-60% 创有统计以来最高季度涨幅
2026-02-13	美国国防部	CMC 1260H 清单将 CXMT 与 YMTC 移出 (后小时内文件被撤回 监管不确定性仍在)
2026-04-17	YMTC	产业链披露武汉一季度营收超 200 亿元 同比翻倍 NAND 全球市占率超 10% 三期量产时点确认提前至 2026 H2
2026-05-17	CXMT	招股书更新 Q1 营收 508 亿元 (+719%) 归母净利 247.62 亿元 单季已切入全球 DRAM 第四

Exhibit 1. 来源: 上交所披露 / 长鑫科技招股书 (2026-05-17 更新稿) / 长江存储官方 / 界面新闻 (2026-04-17) / TrendForce (2026-02-02) / CFM 闪存市场; K Research 整理

04 / 08 CORE DATA & VALUATION

核心数据与估值测算

三源交叉数据已锁定 CXMT 估值中枢 1.5-2.0 万亿元 YMTC 3500-5000 亿元 合计 2 万亿出头 不足韩双雄市值五分之一。

4.1 CXMT 财务与产能 (DRAM)

2025 / 2026 Q1 营收 618 亿 / 508 亿 同比 +155% / +719% 三年 CAGR 160.78%	2026 H1 业绩指引 1100-1200 亿 归母净利润 500-570 亿 同比 +2244-2544%	2026 Q1 归母净利润 247.62 亿 日均近 4 亿元 毛利率 ~65%
月产能 2025末 → 2026末 28万 → 30万 12 英寸晶圆 合肥+北京 3 座厂	全球 DRAM 份额 (销售额) 7.67% 2025 Q4 Omdia 中国第一 全球第四	技术节点 16nm DDR5 良率 80% LPDDR5X 10667Mbps HBM3 2026 未投产

4.2 YMTC 财务与产能 (NAND)

2026 Q1 营收 > 200 亿 同比翻倍 单季年化 800 亿元起 (产业链披露)	全球 NAND 份额 10 - 13% 出货量 Counterpoint Q3 25 = 13% 2026 末目标 15%	月产能 现有 → 三期 20万 → 25万 2026 H2 量产 (较原计划提前一年)
最新技术节点 267 层 Xtacking 4.0 2025-09 量产 接口 7000MB/s 双层堆叠 294 层等效	资本开支 (2024) \$60 - 70 亿 TechInsights 占全球 NAND 投资 ~20%	老股市场报价 4000 亿 2026 Q1 私募 S 交易 较 2023 后轮 1600 亿 +150%

4.3 估值测算 三种方法交叉

方法	关键输入	CXMT 估值	YMTC 估值
PS 法	同业 PS (LYR) 区间 10-20x 剔除极端值后均值 15.32x; 美光 2024 PS ≈ 13x 中芯国际 ≈ 15x	2025E/26E 营收 618 → 1500-1800 亿 × 5-8x (周期顶折扣) = 0.9 - 1.4 万亿	2026E 800-1000 亿 × 3.5-4.5x (原厂折扣) = 2800 - 4500 亿
PE 法	三星 DRAM PE 15x / SK 海力士 7x / 美光 25-34x; A 股科技稀缺溢价 30-60x	2026E 归母净利 1000-1500 亿 × 15-30x (海外锚 + A 股溢价) = 1.5 - 4.5 万亿	2026E 净利 200-300 亿 × 20-25x = 4000 - 7500 亿
一级市场锚	最近融资 + 老股交易回溯	2025-06 阿里入股 1584 亿 / IPO 拟发行后 ~2950 亿 = 下限 2950 亿	2023 后轮 1600 亿 / 2026 老股 4000 亿 = 3000 - 4000 亿
K Research 中枢	三法折中 + 一二级估值差收敛 + AI 内存超级周期 延续到 2027 中	1.5 - 2.0 万亿	3500 - 5000 亿

Exhibit 2. 来源: 长鑫科技招股书 (2026-05-17 更新稿) / 投中网 (2026-03-25) / 新浪财经 (2026-01-08) / Omdia / Counterpoint / TrendForce; K Research 测算 (情景下限基于周期反转 5x PS 假设)

4.4 与韩双雄的估值差

截至 2026-05-13 三星电子市值约 \$1.0 万亿 (~7 万亿元) SK 海力士 ~\$948 亿 (~6.8 万亿元) 合计约 14 万亿元。CXMT + YMTC 合计估值中枢 2.0-2.5 万亿元 折合约 \$2900 亿 仅为韩双雄合计的 17-18%。对应 2026 Q1 单季归母净利润绝对值 CXMT 247.62 亿元 / 三星 ~2150 亿元 / SK 海力士 ~1837 亿元 / 美光 ~939 亿元 - CXMT 已达 SK 海力士单季利润的 13.5% 但市值占比仅约 5%。这是定价权异动尚未充分定价的核心错位 也是中国存储双子 IPO 估值重估空间所在。

关键对比 · CXMT VS SK 海力士 · 2026 Q1

营收 CXMT 508 亿元 / SK 海力士 折合 ~2557 亿元 = 19.9%; 归母净利润 247.62 亿 / 1837 亿 = 13.5%; 营业利润率 CXMT ~65% / SK 海力士 71.5% (准备金回拨后近 80%) = 接近; 市值 (估值) 1.5-2.0 万亿 / 6.8 万亿 = 22-29%; 远期 PE 假设 CXMT 15x / SK 海力士 6.79x = CXMT 当前估值乘数已隐含 2.2x 海力士溢价 反映 A 股稀缺性而非业务差距

05 / 08 BULL VS BEAR LEDGER

多空对账

看多 CXMT / YMTC 的核心是定价权位移 看空的核心是技术代差与周期反转 K Research 站多方但承认 HBM 与先进节点上中国仍是 4-6 年的追赶者。

看多支柱 (5)

- **价格周期共振。** TrendForce 1Q26 DRAM 合约价环比 +90-95% NAND +55-60%; 2Q26 DRAM +58-63% NAND +70-75%。Goldman Sachs 已将 2026 全年 DRAM 涨幅从 ~150% 上修至 250-280% 为 15 年来最严重供需缺口 (Goldman: 4.9%)。
- **韩美三巨头自我撤退。** 美光 2025-12 宣布退出消费存储与 SSD 转向 AI 数据中心客户; Samsung / SK 海力士将先进产能 70%+ 倾斜 HBM HBM 消耗 3 倍于通用 DRAM 的晶圆。腾出的通用 DRAM 缺口只能由 CXMT 填补。
- **中国成本曲线。** 长鑫扩产成本较韩厂低约 40% 产品定价低 10-15%; CXMT DDR4 已以国际价约 50% 在市场上推动放量 直接挤压三星 / SK 海力士的传统现金牛业务。
- **产能弹性。** CXMT 2024 月产 16 万 → 2025 末 28 万 → 2026 末 30 万 (+88% 两年); YMTC 13 万 → 20 万 → 25 万 (+92%)。同期三巨头扩产受 HBM 优先级压制 通用 DRAM 实质净减产。
- **客户结构本地化。** CXMT 主要直接客户为半导体经销商 终端含阿里云 / 字节 / 腾讯 / 联想 / 小米 / OPPO / vivo; 卢伟冰公开表态小米 2026 全年内存供应已锁定 CXMT 为重要筹码; 苹果 2026-02 被传洽谈纳入 YMTC / CXMT 供应链。

看空支柱 (5)

- **技术代差仍在。** 前 SK 海力士 DRAM 高管 Shim Dae-yong 评估 CXMT 在先进 DRAM 落后 5 年以上; 1c (六代) / HBM4 全部由三星 / SK 海力士独占; CXMT 当前 DDR5 良率约 50% 与商业化标准 80-90% 仍有距离。
- **EUV 缺口。** ASML 最先进 EUV 被禁运 中国 EUV 原型机仍在深圳实验室验证; DRAM 1c 节点以下 (10nm 级) 国产化路径未走通 长期工艺迭代受设备制约。
- **累计亏损巨大。** CXMT 截至 2025-12-31 累计亏损 366.5 亿元 巨额折旧将在 2026-2028 持续摊销; DRAM 周期下行时 CXMT 可能再次承压 2023 单年亏损 163.4 亿元为历史教训。
- **HBM 缺口 = 利润核心缺口。** 2026 全球 HBM 已售罄 SK 海力士 HBM 市占率约 57-62%; CXMT HBM3 预计 2026 末投产 落后 4 年期间 AI 算力高端市场利润仍由韩双雄独占。
- **地缘风险尾部。** CMC 1260H 清单虽 2026-02 短暂解除但旋即被撤回 监管不确定性持续; 苹果 / 三星等大客户对 CXMT / YMTC 供应链有合规顾虑 长期客户结构仍受地缘锁定。

K RESEARCH 立场

站多方但分层。1-2 年战术看多 CXMT / YMTC 估值修复 一二级估值差收敛即可吃 1.5-2 倍; 3-5 年战略看空韩双雄高利润持续性 利润率从 70%+ 向 30-40% 回归是结构性事件 而非周期波动; 承认 在 HBM 与先进节点中国仍是追赶者 2030 前 HBM4E / HBM5 仍由韩美主导。

06 / 08 HISTORICAL ANALOGY

历史类比

这一次最像 1990 年代日本液晶 / 钢铁产能向韩台转移的过程 而非 2018 年那次中美贸易战短促对抗。

维度	1990S 日本 → 韩国 (液晶 / 内存)	2020S 韩国 → 中国 (DRAM / NAND)	是否类比
产业承接方资本	三星 / LG 财阀 + 政府引导	合肥 / 武汉国资 + 大基金 + 互联网巨头 + IPO 募资	是
成本差	韩国对日本低 30-40%	中国对韩国低 35-40% (能源 / 土地 / 人力)	是
技术起点	逆向工程 + 专利收购 (奇梦达式)	YMTC 自主 Xtacking; CXMT 通过 WiLAN 收购 奇梦达专利	是
对原产地利润影响	日本液晶产业 1996-2008 营业利润 -95%	韩双雄当前 70%+ 营业利润率 2027 后或回归 30-40%	待验证
地缘干预	无显著管制	美国实体清单 / 1260H / EUV 禁运	否 (承接路径更曲折但启动更快)

Exhibit 3. 来源: 美国联邦储备 (2025-01) / PIIE (2023) / The Investor (2026-02) / Bridgewater 历史 regime 文献; K Research 整理

类比结论。 「这次不同」体现在地缘管制延缓节点演进 — CXMT EUV 缺位使其 1c 以下节点至少推迟 4-6 年; 「历史押韵」体现在成本曲线与产能扩张速度上 — 中国系厂商正以与 1990 年代韩国相同的边际成本优势重写全球内存竞争方程式。错过这一拐点的代价 等同于错过 1995-2010 年间不持仓三星电子。

07 / 08 DERIVATIVE IMPACT

衍生影响

输出通缩的传导路径有四 — 半导体上游设备 / 消费电子 BOM / 韩国宏观盈余 / 全球反通胀曲线。

受益方	受损方	关键传导
国产半导体设备四强 北方华创 / 中微 / 拓荆 / 盛美	ASML / 应材 / 泛林 / KLA (在华增量被替代)	CXMT + YMTC 2026 资本开支合计估超 800 亿元; 国产设备渗透率 2018 5% → 2024 20% → 2026E 35%+
国产存储模组 兆易创新 / 江波龙 / 佰维 / 德明利	金士顿 / 威刚 (零部件溢价吃紧)	兆易创新持股 CXMT 1.8% 董事长朱一明兼任 CXMT 董事长 2026-05 市值突破 2800 亿
A 股间接持股 合肥城建 / 养元饮品 / 上峰水泥	—	合肥城建近 10 交易日 +62.31%; 养元饮品 16 亿元持股 YMTC 母公司 0.98%
全球 PC / 智能手机 OEM 联想 / 小米 / 传音	三星 / SK 海力士 / 美光 (高溢价时代结束)	Counterpoint: 高端手机 DRAM/NAND BOM 占比一季内从 13%/7% → 17%/13% (Q1 2026); 中国扩产将逆向压缩
反通胀 美联储 / 全球央行	韩国宏观盈余 (半导体占出口 28%)	KOSPI200 当前三星 + SK 海力士权重 51.5% 中国存储估值修复将引发跨市场资金再平衡

Exhibit 4. 来源: 国盛证券研报 / Counterpoint Research / 界面新闻 / Reuters / 新浪财经; K Research 整理

08 / 08 RISKS & SOURCES

风险因子与来源附录

本研报核心 thesis 在三种情景下失效 — DRAM 现货价 2H26 反转 / HBM4E 三星反超 SK / CXMT IPO 遭技术性延后超过 12 个月。

观点失效条件

- **价格反转。** 若 DRAM 现货价 2026 Q3 起出现连续 2 个月环比下跌 5%+ CXMT 估值乘数从 PS 10-15x 向 5x 回归。
- **产能过剩。** 全球 DRAM 月产能 2027 预计 165-180 万片 较 2025 +20-25% 若 AI 推理增速不及预期则供需差从 -4.9% 反转为 +3% 价格暴跌可能复现 2023 场景。
- **地缘加码。** CMC 1260H / 实体清单恢复 + EAR 升级 大客户被迫合规出清 出口业务可能停摆。

黑天鹅

- **HBM 突破。** 若 CXMT 或华为联合伙伴 (通富微 / 武汉新芯) 2026 H2 推出商业级 HBM3E 落后差从 4 年压缩至 2 年 韩寡头利润提前坍塌。
- **三星罢工。** 三星电子最大工会 2026-05-21 起 18 天罢工 估算操作利润下行 7-12% 中国承接窗口加速打开。
- **3D DRAM 跃迁。** 1c 以下 3D DRAM 产业化时间表 (2028-2030) 突破 中韩竞争从节点比拼跳到架构跃迁。

数据风险

本研报 CXMT 数据以招股书 2026-05-17 更新稿为准 H1 业绩为公司指引非已实现数; YMTC 数据以路透 / 日经亚洲 / 界面新闻产业链披露为主 招股书未递表前权威性弱于 CXMT。Q2 2026 后两家公司估值如有重大变动需重新校准。

来源附录 · 30 条

- [1] 长鑫科技, 招股说明书 (申报稿 2026-05-17 更新), 上海证券交易所
- [2] 中金 / 中信建投, 长鑫科技上市保荐书, 2025-12-30
- [3] 新浪财经, "长鑫科技 IPO 募资额科创板第一 PS 法估值或超 7000 亿", 2026-01-08
- [4] 21 经济网, "日赚近 4 亿! 存储龙头长鑫科技 IPO 有新进展", 2026-05-18
- [5] 科创板日报, "提前盈利! 长鑫科技更新科创板 IPO 招股书", 2026-05-18
- [6] 21 经济网, "今年最重磅 IPO 来了 长鑫科技估值 1500 亿", 2026-01-04
- [7] 新浪科技, "半年赚超 500 亿 A 股最赚钱的科技公司要来了", 2026-05-18
- [8] 凤凰网, "长鑫上市进度更新 AI 存储万亿周期开启", 2026-05-14
- [9] 投中网, "有人开价 4000 亿估值买长江存储老股了", 2026-03-25
- [10] 新浪科技, "存储一哥估值上看 3 千亿元人民币", 2025-10-23
- [11] 17173 / 国产芯片研报, "长江存储 IPO 股改完成", 2026-05-14
- [12] 观察者网, "长江存储加速扩产 单季收入超 200 亿元", 2026-04-20
- [13] 界面新闻, "长江存储史诗级扩产引爆供应链红利", 2026-04-17
- [14] 电子工程专辑, "长江存储三期项目提速 2026 下半年量产", 2026-02-02
- [15] TrendForce, "Memory Price Outlook for 1Q26 Sharply Upgraded", 2026-02-02
- [16] Tom's Hardware, "DRAM prices to jump 63% in Q2 NAND 75%", 2026-04-01
- [17] Nikkei Asia / KR Asia, "China's CXMT and YMTC to massively expand memory output", 2026-02-16
- [18] Techwire Asia, "Are Chinese Memory Chips About to Reshape Global NAND and DRAM Supply?", 2026-04-09
- [19] S&P Global, "Mainland China's DRAM push", 2026-02-26
- [20] The Korea Herald / The Investor, "China's cut-rate DRAM tests Samsung SK in HBM4 race", 2026-02-20
- [21] The Investor, "The gap is more than five years: Why China still trails in memory", 2026-02-02
- [22] CNBC, "SK Hynix posts record first-quarter profit", 2026-04-23
- [23] CNBC, "Samsung profit surges over eightfold", 2026-04-30
- [24] Reuters / Gagadget, "SK Hynix is weeks away from \$1 trillion valuation", 2026-05-14
- [25] NAND Research, "Memory & Flash Crisis Update (March 2026)", 2026-02-28
- [26] CFM 闪存市场, "长江存储企业简介", 2026-02-15
- [27] 知乎 / 半导体行业观察, "长鑫科技获科创板 IPO 受理", 2025-12-30
- [28] Counterpoint Research, "Global DRAM revenue tracker Q4 2025", 2026-02-10
- [29] Omdia, "Memory revenue share by manufacturer Q4 2025", 2026-02
- [30] Goldman Sachs Research, "DRAM supply gap revision 2026", 2026-04

免责声明 — 本报告由 K Research 独立产出 数据均来自公开来源 估值测算为基于披露数据的逻辑推算 不代表对任何标的的买卖建议。CXMT 招股书 H1 2026 业绩为公司指引 实际数据以正式财报为准。市场风险自担。