SK 海力士（660.KS）

更新報告

買入

2026 年 10 月 30 日

存儲產品漲價超預期，2026 全年股東回報超預期

- **業績摘要：**2026Q3 公司營收 104.6 萬億韓元，同比增加 327.9%，高於彭博一致預期 99.0 萬億韓元。毛利率 85.7%，同比增長 28.3 個百分點；經營利潤 83.3 萬億韓元，同比增長 632.1%，經營利潤率 79.7%；EBITDA 87.7 萬億韓元，同比增長 486.7%，EBITDA 利潤率 83.8%；GAAP 淨利潤 39.8 萬億韓元，同比增長 215.7%。GAAP 攤薄 EPS 達 5.4 萬韓元，低於彭博一致預期的 8.5 萬韓元，主要是匯兌損失及投資鎧俠的虧損。全年分紅回購 100 萬億韓元，占比 50%的 FCF。本季度派發股息 14 萬億韓元，新增 20 萬億韓元回購額度。展望 26Q4，DRAM 出貨量將環比增長 mid-20%，超出一致預期約 9%，NAND 出貨量將環比低個位數增長。

- **存儲產品漲價超預期，2027-2028 年已簽約 LTA 覆蓋總產能的 50%以上：**本季度 DRAM 營收同比增長 313.0%達 78.8 萬億韓元；其中 HBM 營收同比增長 49.0%達 11.0 萬億韓元；NAND 營收同比增長 415.9%達 25.2 萬億韓元。量價拆分上，DRAM 漲價 high 20%，出貨量持平；NAND 漲價 mid 20%，出貨量環比微降。26Q4 指引 DRAM 出貨量超預期，主要是 1c DRAM 產品的擴產以及 M15X 工廠的產能爬坡。公司指引四季度 HBM4 出貨量和收入占比都會超過 HBM3E。公司已完成 14 項 LTA 談判，覆蓋 2027-2028 財年總產能的 50%以上，並指引中長期 LTA 覆蓋產能 50%以上的目標，業績向下保護顯著提升。2026/2027 財年公司 DRAM 收入將同比增長 278.5%/71.3%達 283.5/485.7 萬億韓元，其中 HBM 收入將同比增長 63.2%/129.1%達 46.9/107.4 萬億韓元。

- **2026 全年分紅回購超預期，帳面淨現金 98.7 萬億韓元：**公司將在 2026 財年推行 100 萬億韓元的股東回報，其中 30 萬億的現金分紅以及 60 萬億以上的股份回購註銷（40 萬億已完成）。Q3 新增 14 萬億韓元現金分紅以及 20 萬億韓元的股份回購，其中 10 萬億用於員工激勵。截止 26Q3 公司賬上淨現金 98.7 萬億韓元，可同時兼顧公司未來擴產及股東回報。按照 27-28 財年 60%FCF 用於分紅回購計算，未來兩年分紅回購將達到 403 萬億韓元，合計占到目前總市值的 40%。韓國政府今年 6 月投資 400 萬億韓元用於半導體建設，公司預計在 2030 年後為公司新增 22 萬片 DRAM 月產能。

- **目標價 280 萬韓元，買入評級：**這輪 AI 帶動的存儲行業週期將持續更長的時間，預期 2027 年 CSP 總資本開支預計增長超 60%，我們給予海力士 300 萬韓元的目標價，對應 2027 財年 5 倍 PE，給予買入評級。按照過去 5 年台積電臺股和 ADR 的溢價率為 15%，而海力士 ADR 為新股增發，發行後占比總股本的 2.5%，因此給予公司韓股和 ADR 20%的溢價，考慮到韓元匯率升值，280 萬的目標價韓元對應約 250 美元的 ADR。

- **風險因素：**AI 需求不及預期；記憶體需求提前緩解等。

曹凌霽

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韓嘯宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

主要資料

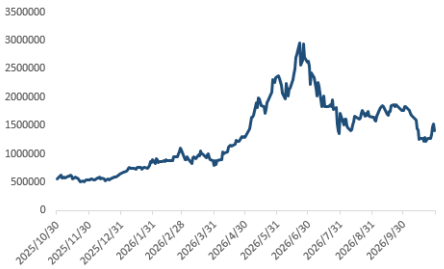
行業	半導體存儲
股價	141.8 萬韓元
目標價	280 萬韓元 (+77.55%)
股票代碼	660(KS)
總股數	7.13 億股
市值	1011 萬億韓元
52 周高/低	50.0 萬韓元/298.7 萬韓元
每股帳面值	36.8 萬韓元
主要股東	SK Square 20.04%
	韓國國民年金公團 7.88%
	BlackRock 5.15%
	Capital Research and Management Company 3.60%
	Vanguard LLC 3.13%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入（百万韩元）		66,192,960	97,146,675	371,708,521	616,118,755	706,556,017
	变动	102.0%	46.8%	282.6%	65.8%	14.7%
总营业收入（百万美元）		49,446	72,568	277,666	460,240	527,797
GAAP净利润（百万韩元）		19,796,902	42,947,902	256,107,171	393,083,766	415,454,938
GAAP每股盈利（韩元）		28,418.7	60,377.8	369,616.4	567,056.8	599,329.1
	变动	314.6%	-112.5%	512.2%	53.4%	5.7%
基于1577000韩元的市盈率（估）		55.5	26.1	4.3	2.8	2.6
每股派息（韩元）		2,204.0	2,111.6	31,188.4	41,832.7	47,317.4
股息现价比		0.1%	0.1%	2.0%	2.7%	3.0%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

存儲產品未來三年營收情況預期

未來三年傳統 DRAM 收入 CAGR 105.9%，HBM 收入 CAGR 84.9%。

假設 2026-2028 年公司傳統 DRAM 產能分別為 114.8/141.2/167.8 億吉位元組（GB），ASP 分別為 2.1/2.7/2.4 萬韓元每吉位元組（GB），公司傳統 DRAM 業務貢獻收入分別為 236.6/378.4/405.2 萬億韓元，三年複合增長率 105.9%。HBM 產能分別為 21.1/30.7/40.0 億吉位元組（GB），ASP 分別為 2.1/3.1/4.0 萬韓元每吉位元組（GB），HBM 業務收入將分別達到 46.9/107.4/181.5 萬億韓元，三年複合增長率 84.9%。

圖表 1：2026 年-2028 年公司 DRAM 及 NAND 產品的營收預測

以百万KRW计除每股 12个月结束	FY 2024 12/31/2024	FY 2025 12/31/2025	FY 2026E 12/31/2026	FY 2027E 12/31/2027	FY 2028E 12/31/2028
Revenue	**66,192,960**	**97,146,675**	**371,708,521**	**616,118,755**	**706,556,017**
By segment					
DRAM	44,731,664	74,904,100	283,490,497	485,732,790	586,682,287
YoY	*115.4%*	*67.5%*	*278.5%*	*71.3%*	*20.8%*
Share	*67.6%*	*77.1%*	*76.3%*	*78.8%*	*83.0%*
HBM	12,891,000	28,717,100	46,866,307	107,370,710	181,456,500
YoY	*425.7%*	*122.8%*	*63.2%*	*129.1%*	*69.0%*
Bit Sold(8Gb equiv)(#M)	798.58	1,554.75	2,114.46	3,065.97	3,985.76
YoY	*400.8%*	*194.7%*	*36.0%*	*45.0%*	*30.0%*
ASP (8Gb equiv)($KRW)	16,142.32	18,470.56	22,164.67	35,020.18	45,526.24
YoY	*31.2%*	*14.4%*	*20.0%*	*58.0%*	*30.0%*
Traditional	31,840,644	46,396,900	236,624,190	378,362,080	405,225,787
YoY	*173.8%*	*145.7%*	*510.0%*	*159.9%*	*107.1%*
Bit Sold(8Gb equiv)(#M)	6,295.60	6,750.49	11,475.83	14,115.27	16,797.17
YoY	*-7.6%*	*7.2%*	*70.0%*	*23.0%*	*19.0%*
ASP (8Gb equiv)($KRW)	5,057.60	6,873.12	20,619.36	26,805.17	24,124.65
YoY	*88.1%*	*35.9%*	*200.0%*	*30.0%*	*-10.0%*
	44,731,644	75,114,000	283,490,497	485,732,790	586,682,287
NAND	19,274,112	20,690,100	86,898,420	129,026,774	118,446,579
YoY	*99.7%*	*7.3%*	*320.0%*	*48.5%*	*-8.2%*
Share	*29.1%*	*21.3%*	*23.4%*	*20.9%*	*16.8%*
Bit Sold(8Gb equiv)(#M)	163,691.30	182,277.50	218,733.00	253,730.28	274,028.70
YoY	*-1.9%*	*11.4%*	*20.0%*	*16.0%*	*8.0%*
ASP (8Gb equiv)($)	117.75	113.51	397.28	508.52	432.24
YoY	*103.5%*	*-3.6%*	*250.0%*	*28.0%*	*-15.0%*
Others	2,187,184	1,552,475	1,319,604	1,359,192	1,427,151
YoY	*-6.7%*	*-29.0%*	*-15.0%*	*3.0%*	*5.0%*
Share	*3.3%*	*1.6%*	*0.4%*	*0.2%*	*0.2%*

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

主要財務報表

损益表

单位：百万韩元,财务年度：12月31日

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
主营业务收入	66,192,960	97,146,675	371,708,521	616,118,755	706,556,017
- 主营业务收入成本	34,364,814	38,455,885	55,756,278	110,901,376	155,442,324
毛利	31,828,146	58,690,790	315,952,243	505,217,379	551,113,693
营业开支	8,360,827	11,484,471	27,878,139	44,976,669	51,578,589
- 研究和开发开支	4,436,341	6,465,637	11,151,256	17,251,325	19,783,568
- 市场营销费用	3,924,486	5,018,834	16,726,883	27,725,344	31,795,021
营业利润	23,467,319	47,206,319	288,074,104	460,240,710	499,535,104
- 金融收入	2,261,801	4,855,082	16,373,480	14,868,341	24,644,750
- 金融支出	6,093,167	5,707,997	12,504,998	12,266,381	20,331,919
- 其他	1,605,722	146,697	2,601,960	2,464,475	2,826,224
税前利润	23,885,350	50,465,552	293,278,023	467,018,017	500,241,660
- 所得税支出	-2,520,269	4,088,448	7,517,650	37,170,852	73,934,251
净利润	19,796,902	42,947,902	256,107,171	393,083,766	415,454,938
归母净利润	19,788,681	42,947,902	256,107,171	393,083,766	415,454,938
非控股权益	8,221	28,615	0	0	0

财务能力分析

单位：百万韩元,财务年度：12月31日

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	48.1%	60.4%	85.0%	82.0%	78.0%
EBITDA 利率 (%)	55.1%	66.3%	82.0%	77.8%	72.6%
净利率(%)	29.9%	44.2%	68.9%	63.8%	58.8%
营运表现					
研究和开发费用/收入(%)	6.7%	6.7%	3.0%	2.8%	2.8%
市场营销费用/收入(%)	5.9%	5.2%	4.5%	4.5%	4.5%
实际税率 (%)	6.2%	7.7%	10.0%	12.0%	12.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
应收账款天数	54.09	58.65	29.22	27.30	26.00
应付账款天数	21.90	24.33	14.15	13.70	12.50
财务状况					
总负债/总资产	38.3%	31.5%	13.1%	7.3%	5.1%
利润/净资产	26.8%	35.6%	68.0%	51.1%	35.1%
经营性现金流/净利润	150.5%	124.3%	93.7%	95.4%	101.3%

资产负债表

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
+ 现金与现金等同	11,205,117	14,923,766	215,730,548	537,195,234	903,521,331
+ 短期投资	2,951,246	20,018,487	20,018,487	20,018,487	20,018,487
+ 应收账款与票据	13,312,067	18,585,421	59,900,435	92,550,944	101,046,365
+ 其他流动资产	15,103,518	16,316,742	4,073,390	5,904,968	7,387,375
总计流动资产	42,278,887	69,458,073	299,336,518	655,283,291	1,031,587,215
+ 权益性投资	5,982,139	15,868,214	15,868,214	15,868,214	15,868,214
+ 厂房及设备	60,157,474	77,502,704	105,205,981	146,345,142	187,817,690
- 累计折旧					
+ 无形资产	4,018,847	4,049,402	4,049,402	4,049,402	4,049,402
+ 其他长期资产	7,417,862	9,229,266	9,229,266	9,229,266	9,229,266
总计长期资产	77,576,322	106,649,586	134,352,863	175,492,024	216,964,572
总资产	119,855,209	176,107,659	433,689,381	830,775,314	1,248,551,787
+ 应付账款	9,244,360	9,282,599	10,757,150	14,759,317	17,080,852
+ 其他短期负债	15,721,084	28,096,400	28,096,400	28,096,400	28,096,400
总计流动负债	24,965,444	37,378,999	38,853,550	42,855,717	45,177,252
+ 其他长期负债	20,974,061	18,061,909	18,061,909	18,061,909	18,061,909
总长期负债	20,974,061	18,061,909	18,061,909	18,061,909	18,061,909
总负债	45,939,505	55,440,908	56,915,459	60,917,626	63,239,161
总股东权益	73,915,704	120,666,751	376,773,922	769,857,688	1,185,312,626

现金流量表

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
+ 税前利润	19,796,902	42,947,902	256,107,171	393,083,766	415,454,938
+ 折旧、摊销	12,581,537	13,930,130	11,542,348	12,234,889	12,968,982
+ 其他调整	4,472,260	4,907,377	0	0	0
+ 非现金运营资本变动	-5,599,819	-2,880,977	-27,597,112	-30,479,919	-7,656,293
+ 递延所得税					
经营活动现金流量	29,795,885	53,373,126	240,052,407	374,838,735	420,767,627
+ 厂房设备处置	-15,945,534	-27,518,924	-39,245,625	-53,374,049	-54,441,530
+ 金融资产变动	-1,524,263	-17,833,720	0	0	0
+ 收购、赎回、处置项目	-16,470,892	-27,140,208	-39,245,625	-53,374,049	-54,441,530
+ 各类收益	0	0	0	0	0
+其他投资活动	0	-2,934,872	0	0	0
投资活动现金流量	-18,004,637	-48,054,251	-39,245,625	-53,374,049	-54,441,530
+ 债务净额变化	-7,375,657	767,604	0	0	0
+ 现金股利	-826,323	-1,681,166	0	0	0
+ 其他融资活动	-501,960	-531,430	0	0	0
融资所得现金	-8,703,940	-1,444,992	0	0	0
+ 汇率变动	530,480	-155,234	0	0	0
现金净增减	3,617,788	3,718,649	200,806,782	321,464,686	366,326,096
现金剩余	11,205,117	14,923,766	215,730,548	537,195,234	903,521,331

资料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。 第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。 資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2026 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。