

HBM 需求强劲，国产替代势在必行

2025 年 06 月 30 日

➤ **事件：1)** 根据 CFM 数据，2024 年全球 SSD 主控市场共出货约 3.855 亿颗，同比增长 8%，大陆厂商联芸科技、得一微在第三方厂商中出货占比约为 25%、10%。**2)** 美光发布 2025 财年第三季度财报，实现营收 93 亿美元，同比增长 36.6%，环比增长 15.5%；毛利率为 39%，同比增长 1.1pcts，环比增长 11pcts。

➤ **受益 AI 快速发展，HBM 需求强劲。**受益于数据中心需求强劲且其他行业恢复增长，美光在第三财季实现了创记录的营收，其中 DRAM 营收创历史新高，HBM 营收环比增长近 50%。高端 AI 服务器和 GPU 搭载 HBM 芯片已经成为主流趋势，还可以应用于高性能计算、人工智能等领域。根据 Trendforce 数据，预计 2025 年 NVIDIA、CSP 和 ASIC 的需求有望保持强劲需求，全球 AI 服务器市场增长率有望超过 28%。同时，全球 HBM 市场规模也在快速提升，预计 HBM 市场规模在 DRAM 中的占比有望从 2023 年的 8% 提升至 2025 年的 34%。

➤ **海外三巨头垄断市场，国产率几乎为零。**全球 HBM 供给基本被海外三巨头垄断，2024-2025 年全球前三大 HBM 供应商或将依旧为三星、海力士和美光，国产率几乎为零。根据 Trendforce 数据，2024 年三星、海力士、美光在 HBM 的 TSV 产能分别为 12 万片/月、12 万片/月、2.5 万片/月，预计 2025 年产能分别为 17 万片/月、15 万片/月、4.5 万片/月。从 HBM 代际来看，预计 2025 年 HBM3e 的使用量或将大幅提升，预计占比达到 85%。

➤ **制造工艺是核心壁垒，重视产业链发展机遇。**从产业链来看，HBM 产业上游主要包括电镀液、前驱体、IC 载板等半导体原材料及 TSV 设备、检测设备 etc 半导体设备供应商；中游为 HBM 生产，下游应用领域包括人工智能、数据中心以及高性能计算等。在 HBM 制造中，TSV 工序是主要难点，其涉及光刻、涂胶、刻蚀等复杂工艺，是价值量最高的环节。一方面，美国或持续加大 HBM 采购限制，上游设备、材料国产厂商有望迎来发展机遇；另一方面，美国限制及国内自主可控的迫切性有望加速国产 HBM 的突破。

➤ **投资建议：**国产 HBM 量产势在必行，当前国产 HBM 或处于发展早期，上游设备材料或迎来扩产机遇。建议关注：1) HBM 设备：精智达、华海清科、芯源微、拓荆科技、中微公司等；2) 材料：鼎龙股份、雅克科技、华海城科、联瑞新材等。

➤ **风险提示：**设备材料研发不及预期；HBM 国产化进展不及预期。

推荐

维持评级



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

相关研究

1. 电子行业动态：影石引领全景相机，AI 眼镜新品升温-2025/06/17
2. 电子行业深度：智能眼镜：AI 形态领航，探索 AR 新视界-2025/06/11
3. 电子行业点评：火山引擎大会来袭，大模型+Agent 共筑智能时代-2025/06/10
4. 电子行业点评：海外算力超预期，推理落地带动需求高增-2025/06/10
5. 电子行业动态：英伟达 ComputeX 2025，AI 基础设施全面升级-2025/05/29

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
688627.SH	精智达	88.01	1.73	2.92	4.00	51	30	22	谨慎推荐
002409.SZ	雅克科技	54.69	2.40	3.04	3.85	23	18	14	推荐

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 06 月 30 日收盘价）

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048