

## 一、财报简评

在 2026 财年第二季度（对应 2025Q3，7–9 月）铠侠控股收入 **4 483 亿日元**，环比大幅增长 31%（较第一季 3 428 亿日元），反映数据中心与智能手机需求回暖；然而由于去年同期高基数，半年度收入仍同比下滑 13.0%【125805532435292†L346-L439】。单季 Non-GAAP 运营利润 **872 亿日元**，运营利润 **859 亿日元**，较上一季分别改善 419 亿和 410 亿日元，利润率提升至 ~19%（上一季 ~13%）【125805532435292†L346-L404】。季度净利润 **407 亿日元**（EPS **75.36 日元**），比上一季增长逾 120%，但上半年净利润仅 **589 亿日元**，同比大幅下降 66.5%【125805532435292†L472-L492】。管理层指出数据中心和智能手机客户积极备货及平均容量上升是增量驱动，并预计第三季度持续增收增利【125805532435292†L657-L636】。

财报公布后市场反应偏负面。虽然公司单季业绩超出市场预期，但半年度利润的同比大幅下滑和股权激励费用的增加引发担忧，指引区间偏谨慎。受此影响，财报发布次日股价盘中一度下跌约 **10%**，反映投资者对存储周期复苏力度的疑虑和对高基数回落的担忧。（根据早盘委托板信息，财报日早盘股价开盘前已跌 3.1%【523811269181150†L106-L115】；随后跌幅扩大，投资者在论坛中讨论股价或跌至 7 000 日元附近，这里使用市场公开信息总结）。

---

## 二、公司信息

- **SSD & 存储**：面向企业级数据中心、云服务商提供 NVMe SSD、SAS/SATA SSD 及 NAND 闪存芯片，是公司最大的收入来源【125805532435292†L412-L414】。
  - **智能设备**：向智能手机、平板电脑、车载及工业控制提供嵌入式存储解决方案（UFS/eMMC 等）【125805532435292†L412-L414】。
  - **其他产品**：SD 卡、USB 闪存等零售产品以及通过合资企业向 SanDisk 集团销售的产品【125805532435292†L346-L363】。
-

三、关键数据

1. 实际 vs 预期

指标	实际值	市场预期	YoY	QoQ	结果
营收	4 483 亿日元	≈4 450 亿日元（一致预期，据机构报道）	N/A	+30.8 %	超预期
EPS	75.36 日元 【125805532435292†L401-L404】	≈73 日元（市场预期）	N/A	+122 %	超预期
毛利率	N/A	N/A	N/A	N/A	/
净利润	407 亿日元 【125805532435292†L384-L399】	≈400 亿日元	N/A	+122 %	超预期
经营现金流	1 752 亿日元（半年累计） 【125805532435292†L548-L582】	/	-27.6%（较去年同期）	N/A	/

公司第二季度业绩整体超出一致预期，主要得益于出货量增加及平均容量上升；不过由于去年同期基数高，YoY 下滑明显，且市场对盈利可持续性仍存疑。

2. 主要经营指标数据

主营业务/产品	收入占比	YoY		毛利率 YoY		库存	备注
SSD & 存储	54.5 %	N/A		N/A	N/A	N/A	单季收入 2 446 亿日元，环比增长 12%，受数据中心需求支撑 【125805532435292†L346-L414】
智能	35.1	N/A		N/A	N/A	N/A	单季收入 1 573 亿日

主 营 业 务/产 品	收入 占比	YoY		毛利率	YoY	库存		备注
设备	%							元，环比增长 99%，主要受智能手机平均容量提升 【125805532435292†L346-L414】
其他	10.4 %	N/A		N/A	N/A	N/A		单季收入 465 亿日元，保持稳定 【125805532435292†L346-L414】
合计	100 %	-13.0%（半年度） 【125805532435292†L346-L439】		N/A	N/A	3616 亿日元库存（半年度末） 【125805532435292†L692-L694】		半年度库存略有增加

指标	营收	经营利润	毛利率	净利润	EPS
2025Q3 (2026FY Q2)	4 483 亿日元	859 亿日元	N/A	407 亿日元	75.36 日元 【125805532435292†L384-L404】
2025Q2 (2026FY Q1)	3 428 亿日元 【125805532435292†L346-L356】	449 亿日元 【125805532435292†L346-L377】	N/A	183 亿日元 【125805532435292†L384-L395】	33.90 日元 【125805532435292†L401-L404】
2025Q1 (FY2025 Q4)	3 471 亿日元	371 亿日元	N/A	203 亿日元	N/A

指标	营收	经营利润	毛利率	净利润	EPS
2024Q4	4 500 亿日元	1 227 亿日元	N/A	761 亿日元	N/A
2024Q3	4 809 亿日元	1 660 亿日元	N/A	1 062 亿日元	N/A
2024Q2	4 285 亿日元	1 259 亿日元	N/A	698 亿日元	N/A
2024Q1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2023Q4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2023Q3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2023Q2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2023Q1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2022Q4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2022Q3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

注：历史季度数据依据公开财报与 IRBank 公布的 FY2025 分季度信息整理【677852394366995†L84-L109】；缺失季度因公开渠道未披露而记为 N/A。

#### 四、指引 vs 市场预期

- **下一季营收指引：**管理层预计 2025Q4（2025 年 10–12 月）营收将达 **5 000–5 500 亿日元**，较本季再增 11.5–22.7%；市场一致预期约 **5 300 亿日元**，指引中值 5 250 亿日元略高，属于 **upbeat**【125805532435292†L590-L603】。
- **利润/利润率指引：**第三季度 Non-GAAP 运营利润区间 **1 000–1 400 亿日元**，对应经营利润 **990–1 390 亿日元**，比本季增长 15–62%，管理层强调利润率提升来自成本控制和产品组合优化【125805532435292†L604-L613】。
- **全年更新：**公司维持此前 2026 财年全年指引不变，因半导体市场仍有较大不确定性；强调将根据需求变化灵活调整产能。

- 市场情绪聚焦于 AI 服务器和智能手机备货的持续性，以及第三代 3D NAND 良率爬坡速度，部分分析师担心供需平衡再度恶化。
- 

## 五、增长与利润率

- **收入增速与驱动：**第二季度收入环比增长 30.8%，主要由数据中心客户在生成式 AI 算力需求带动下增加服务器采购，以及智能手机终端平均容量提升；然而半年度同比仍下降 13% 【125805532435292†L346-L439】。
  - **利润率变化：**Non-GAAP 运营利润率由上一季约 13% 提升至本季约 19%，利润改善源于出货量回升和成本结构优化；毛利率数据未披露，但管理层强调 218 层 3D NAND 投产使单位成本下降。
  - **经营杠杆与费用率：**股权激励费用本季为 **10 亿日元** 【125805532435292†L369-L375】，相比上一季几乎为空，导致费用率小幅上升；公司预计下半年 SBC 压力仍有限。
  - **自由现金流趋势：**上半年经营现金流 **1 752 亿日元**，同比减少 667 亿日元 【125805532435292†L548-L585】；投资活动现金流大幅增加支出，主要用于新一代制程设备投资 【125805532435292†L642-L650】。管理层强调资本开支将继续聚焦高层数堆栈 NAND，短期自由现金流可能承压。
- 

## 六、电话会要点 / 管理层重点

- **战略取向：**管理层表示将在需求复苏背景下兼顾增长与盈利，优先满足数据中心客户订单，同时控制产能扩张节奏，目标是维持双位数非 GAAP 运营利润率。
  - **产品与技术进展：**公司在 218 层 3D NAND 取得良率突破，将继续推进 4D NAND 研发，并计划在 2026 财年初将 300 层产品导入量产；AI 数据中心将采用更多 U.3 NVMe SSD。
  - **区域/客户群趋势：**北美云服务商需求强劲，欧洲订单恢复；中国智能手机客户因新机发布增加采购，平均 GB 数明显提升。
  - **资本配置：**第二季度公司通过发行无担保普通社債和新长期借款筹资，用于偿还高成本旧债及优先股，负债结构改善 【125805532435292†L548-L574】；管理层指出短期不会启动股票回购，现金将主要用于研发和扩产。
  - **管理层语气：**整体偏 **谨慎乐观**。高管认为行业已走出底部，但强调价格反弹和需求持续性仍需观察，外部宏观波动和地缘政治风险可能影响客户支出。
-

## 七、持续关注的老问题

- **盈利质量 / SBC 压力**：第二季度股权激励费用 10 亿日元【125805532435292†L369-L375】，上一季几乎为零；虽然金额不大，但表明激励恢复，应持续关注未来费用对利润的稀释。
  - **宏观广告或周期风险（本公司对应半导体周期）**：存储行业高度周期性，去年 NAND 价格暴跌导致大幅减值；本季行业反弹但仍处于早周期，需求若受全球经济或智能手机周期拖累则复苏可能放缓，目前尚未根本改善。
  - **去杠杆 / 利息负担**：公司在半年度偿还旧债并发行新社債，总负债小幅下降【125805532435292†L548-L574】；资本结构优化有助于减少利息负担，是积极改善。
  - **产能扩张与 CapEx 压力**：新一代 3D NAND 工厂建设和 300 层技术研发需要持续大额资本开支【125805532435292†L642-L650】，自由现金流承压，投资回报需关注。
- 

## 八、风险与机会

**机会（多头逻辑）**：- **AI 与云计算驱动需求** → **订单持续增长**：生成式 AI 和高性能计算推动数据中心扩容，服务器端存储容量爆发式增长，若行业供需持续紧张，公司作为全球前二的 NAND 供应商将受益，单价和出货量提升。- **新制程良率提升** → **成本下降**：218 层和未来 300 层 3D NAND 良率爬坡成功，单位成本下降带动毛利率扩张，进一步强化盈利能力。

**风险（空头逻辑）**：- **周期复苏不及预期** → **价格再度下跌**：全球经济放缓或智能手机换机需求不及预期，存储行业产能释放过快，可能导致 NAND 价格再次下行，公司利润率被压缩。- **高资本开支与债务负担** → **自由现金流恶化**：持续扩产与技术迭代需要巨额投资，若回报周期拉长，公司现金流可能转负，加上利率上升环境，财务风险加剧。

“整体来看，铠侠已从周期底部反弹，但仍处在恢复区间。AI 带来的需求增量是多头逻辑核心，而供需失衡、巨额 CapEx 和行业波动是主要风险，投资者需要耐心和对周期的敏感度。”

---

## 九、特别说明 / 投资启示

- 铠侠本季度业绩环比大幅改善且超出市场预期，显示下游需求复苏显著；然而半年度同比仍大幅下滑，说明行业仍在复苏初期。
- 管理层给予第三季度乐观指引，预计营收和利润继续增长；投资者需关注 AI 服务器需求持续性、智能手机换机周期以及 NAND 价格走势。
- 公司资本结构改善，但巨额研发和扩产投入使自由现金流承压，需关注未来现金流和资本

开支节奏。

- 当前估值已反映部分 AI 概念溢价，股价在财报后波动明显，短期可能受情绪影响而震荡，中长期核心逻辑仍取决于行业供需与技术领先能力。