

SK 海力士 (000660.KS) [2025Q3]

一、财报简评

2025 年第三季度，SK 海力士交出了一份历史最佳成绩单：在生成式 AI 热潮驱动下，公司单季营收达到约 **24.45 万亿韩元**，同比增长 39%，经营利润和净利润分别高达 **11.38 万亿** 和 **12.60 万亿韩元**。经营利润首次突破 10 万亿大关，经营利润率升至 **47%**，净利润率更是达到 **52%**。经营杠杆放大加上投资资产公允价值上升，推动单季每股收益（EPS）升至 **1.82 万韩元**。这一成绩略高于市场普遍预期的营收约 24.5 万亿韩元、经营利润约 11.2 万亿韩元，EPS 约 1.32 万韩元，盈利端显著超预期。受到业绩刺激，财报公布当天公司股价在韩国交易所大涨超过 7%，创出历史新高。

二、公司信息

SK 海力士是全球第二大内存芯片厂商，主营 **DRAM** 和 **NAND Flash** 业务，在高带宽内存（HBM）、服务器 DDR5 内存、企业级 eSSD 等高端产品上具有技术领先优势。公司属于韩国 SK 集团，与英伟达、AMD 等 AI 芯片公司深度合作，是生成式 AI 生态的重要供应商。2025 年公司继续推进工艺迭代，1 c nm（第 6 代 10 nm 级工艺）已稳定量产，并将推出 **321 层 TLC/QLC NAND、HBM4** 等新产品。一句话概括，公司正凭借高端内存与先进工艺在 AI 内存赛道抢占高景气红利。

- DRAM 及 HBM**：提供服务器 DDR5、HBM3E/4 等高性能内存，是英伟达等 AI 芯片商的核心供应商，持续保持市场份额领先。
- NAND 及 eSSD**：推出 321 层 TLC/QLC 产品，受益于 AI 服务器 eSSD 需求扩张与高容量 HDD 短缺。

三、关键数据：实际 vs 预期

指标	实际值 (2025Q3)	市场预期*	YoY	QoQ	结果
营收	24.45 万亿韩元	≈24.5 – 24.7 万亿韩元	+39%	+10%	小幅 miss（略低于预期）
EPS（每股收益，基本）	1.82 万韩元/股	≈1.32 万韩元/股	+119% (约)	+80% (约)	超预期（盈利大超）
毛利率	≈57%	n/a	+5 pct YoY	+3 pct QoQ	—
净利润	12.60 万亿韩元	≈8.6 万亿韩元	+119%	+80%	超预期
经营现金流	14.37 万亿韩元	—	+84% YoY	+56% QoQ	—

*市场预期数据根据 FnGuide 与多家券商测算，约 24.5 – 24.7 万亿营收、11.2 万亿经营利润、8.6 万亿净利润及 1.3 万韩元 EPS。由于公开渠道存在差异，表格预期值为近似区间。

整体来看，本季营收略低于一致预期，但盈利端受益于 HBM 与 DRAM 价格上涨、投资资产估值收益等因素大幅超出预期，反映毛利率和经营杠杆明显改善。公司从上季起转为净现金结构，期末现金及短期理财达 **27.9 万亿韩元**。

四、指引 vs 市场预期

- 下一季营收指引：公司没有给出明确数字，只强调“Q4 内存位元出货量将小幅增长（低单位数）”；市场一致预期第四季度营收约 **26.6 万亿韩元**、经营利润约 **13.3 万亿韩元**，判断为略偏乐观。
- 利润/利润率指引：管理层预计 HBM4 将在 Q4 小规模出货，2026 年扩量，同时

1 c nm 工艺扩产和 321 层 NAND 投产将带来成本优势。但因资本支出增加，全年经营利润率可能稳定在高位（约 45% 以上）。

- **全年更新：**公司维持 2025 年全年投资节奏，确认已与客户完成 2026 年供货协议，并将在 **M15X 厂房提前投产**、加快扩产以满足 AI 需求。
- **市场情绪焦点：**分析师关注 **HBM 供需紧张是否持续**、**三星竞争反击**、以及 **HBM4 良率与成本** 等问题；同时也担心大量资本开支会否削弱现金流及估值水平。

五、增长与利润率

- **收入增速：**本季营收同比增长 **39%**、环比增长 **10%**，增长来源主要是 **DRAM 和 HBM 量价齐升**。DRAM 位元出货季增高个位数，平均售价上升中个位数；NAND 位元出货略减，但平均售价上涨低两位数。高端产品如 HBM3E、128 GB DD R5 等的销量倍增。
- **毛利率与经营杠杆：**毛利率提升到 **约 57%**，较去年同期提高 5 个百分点。公司控制成本同时受益于产品组合优化及价格回升，经营利润率升至 **47%**。EBITDA 利润率达 **61%**。
- **费用与非经常项：**营业费用中折旧与摊销约 **3.56 万亿韩元**。非经营利润 3.41 万亿，主要来自 **投资资产公允价值增益 3.3 万亿** 与外汇收益 0.2 万亿。
- **自由现金流：**经营活动现金流为 **14.37 万亿韩元**，环比增长 **56%**，同比增长 **84%**，资本支出（购建固定资产）支出 5.03 万亿。公司期末现金及短期理财余额 27.85 万亿，扣除利息负债 24.08 万亿后 **净现金 3.8 万亿**。

六、电话会要点 / 管理层重点

1. **需求展望：**管理层指出 AI 推理负载正在从 HBM 向通用 DRAM 和 SSD 转移，未来几年全内存板块将出现结构性需求增长。公司预计 2026 年 DRAM 需求位元增速“高十几个百分点”，NAND 需求增速“高十几到二十几个百分点”。
2. **产品和工艺进展：**HBM4 已在 9 月完成开发并进入量产，将在 Q4 开始出货并计划在 2026 年全面放量。1 c nm 全产品线量产顺利，2026 年将进一步扩大；321 层 TLC/QLC NAND 也将在 2026 年成为主力。

3. **产能扩张与资本配置：**公司提前开放 M15X 新洁净室并开始设备安装；由于客户需求超出预期，计划 2026 年资本开支同比增加，但仍强调“按市场节奏投资”。管理层表示已与主要客户完成 2026 年供应协议，未来两年产能利用率较高。
4. **经营策略：**公司继续聚焦 AI 内存领域，强调“成长与盈利并重”的策略。管理层语气积极，认为记忆体市场已进入新周期，需求将从 AI 服务器扩散至企业级服务器和移动终端，2027 年前供需紧张格局难以缓解。
5. **股价与资本市场反馈：**财报公布后市场反应热烈，股价当日上涨超过 7%，年内涨幅超过 200%。管理层未透露新的回购计划，但表示将根据市场情况灵活进行资本回报。

七、持续关注的老问题

- **盈利质量 / 非经常收益：**本季净利润中约 3.3 万亿来自投资资产公允价值变动，属于一次性项目，后续可持续性有限；但主营业务利润仍大幅增长，盈利质量改善。
- **供应链风险与竞争加剧：**三星和美光正积极扩产 HBM，可能在 2026 年起增加供应；客户出于供应链安全考虑正在分散采购，这可能压制海力士的市场份额。公司计划通过提前签订长期合同、加快新产品导入来应对。
- **资本开支与负债压力：**为支撑 HBM 与先进工艺扩产，公司计划大幅增加 2026 年资本开支。虽然目前已转为净现金状态，但持续高投入可能拉高净负债率，需关注未来自由现金流表现。
- **宏观与周期风险：**智能手机、PC 市场恢复仍缓慢，若宏观经济再次下行，通用型内存价格可能回落；此外，美国对华出口限制、关税变化等政策风险可能影响出货节奏。

八、风险与机会

机会（多头逻辑）

1. **AI 内存超级周期 → 业绩高增长：**AI 推理应用爆发带动 HBM 和高端 DDR5 长期供不应求，公司已锁定 2026 年客户需求，若供应持续紧缺，产品价格和毛利率有望保持高位。
2. **HBM4 与 1c nm 量产 → 技术领先：**新一代 HBM4 和 1c nm 工艺将在 Q4 开始出

货，性能领先行业，可进一步提升 ASP 和市场份额。

3. **321 层 NAND 推出 → NAND 利润改善**：推出 321 层 TLC/QLC 产品并重点布局企业级 eSSD，若大容量 HDD 继续短缺，NAND 业务可能从亏损转盈。
4. **净现金及资产增值 → 财务弹性**：公司已实现净现金 3.8 万亿，经营现金流强劲，为未来扩产与回购提供充足弹性。
5. **估值上修逻辑 → 市值提升**：随着盈利快速增长及内存景气度提升，市场可能重新定价海力士的估值水平。

风险（空头逻辑）

1. **竞争对手扩产 → 价格下行**：三星、美光等竞品计划 2026 年大幅扩产 HBM，若供应过剩，价格可能快速下跌 → 公司盈利回落。
2. **AI 需求放缓 → 超级周期结束**：若生成式 AI 投资周期高峰提前结束或客户自行开发内存芯片，需求下降 → 高毛利 HBM 产品销量不及预期。
3. **资本支出激增 → 自由现金流承压**：持续扩产导致资本开支大幅上升，若记忆体价格回落，自由现金流可能转负 → 净负债率上升。
4. **国际贸易/政策风险 → 出货受阻**：美国出口管制或地缘政治冲突可能限制公司向部分客户供应高端内存，导致出货下滑。
5. **一次性收益不可持续 → 盈利波动**：本季 3.3 万亿投资资产公允价值增益不可重复，若后续缺乏类似非经常项目，净利润增速可能放缓。

形象总结：“营收飞起，利润起飞，估值在云端；但超级周期与竞争风险如双刃剑。”

九、特别说明 / 投资启示

本季财报展示了 AI 内存超级周期的强大力量：**高端产品需求爆发带动营收创新高，经营杠杆释放让利润远超预期**。管理层积极扩产、提前锁定客户需求，并推行新一代工艺与产品，表明公司希望在未来几年稳固 AI 内存领导地位。然而，市场已经预支了相当一部分乐观预期，股价在财报日飙升超过 7%。短期情绪亢奋与长期基本面提升同时存在，投资者需权衡超级周期的持续时间与竞争风险。用一句话概括：“**基本面在修，情绪面在飞。**”