

HBM 排位战——未来三年份额怎么变、为什么变：海力士守擂、三星三线反扑、美光固守、长鑫入场

HBM 的市场份额正在经历超级周期以来的第一次实质重排。2024 年是海力士约 53%、三星约 41%、美光约 6% 的两强格局；2025 年美光凭借率先打入四大 GPU/ASIC 客户升至第二（约 21%），三星因 HBM3E 认证受挫滑至第三；2026 年格局再度反转——三星以 HBM4 先手量产（2 月业界首个出货并通过英伟达/AMD 双认证）、唯一自家 4nm base die 的一站式能力和 Google TPU/AMD 两条主供线强势回归，二季度与海力士的 HBM 收入已接近平价，海力士份额从峰值约六成回落至 bit 口径 48% 左右。往 2027–2028 年看，涌现资本的基准判断是：海力士守住第一但优势收窄到个位数百分点（约 39–42%），三星升至 35–41%，美光稳在 18–20%，长鑫以 HBM3/3E 入场、2028 年拿到全球 HBM 晶圆产能约 12% 但 bit 份额仍为低个位数。份额变化的主因有四条：①客户结构——英伟达盘（海力士占三分之二、有累计可达 \$5,000 亿的多年优先供应协议）决定守擂底盘，ASIC 盘（2026 年 +82%、占市场三分之一）决定追赶斜率，三星在 Google TPU 线主供 60% 以上、AMD MI450 主供，吃到的正是增长最快的那一段；②定价与长约结构——海力士用约 10 家客户、约 5 年期的长约锁定 2027–28 出货可见性并换取下行保护，代价是已签约量吃不到 2026 年现货暴涨的即期弹性（这也是其二季度 DRAM 总盘份额被三星反超的直接原因），2027 年长约谈判是份额与利润弹性的下一个裁决点；③技术代际——HBM4 世代三家首次同时过关，竞争从「谁能供」转向「谁的良率与产能爬坡快」，三星 2026 年 HBM 产能提升约五成、1c DRAM 良率爬坡是反超情景成立与否的单一最大变量；④定制化——HBM4E（2027 量产）把定制 base die 变成主流，台积电以 N3P 定制方案进场成为第四个议价方，三星的自家代工一站式与美光/海力士的台积电路线将在 2027 年分出成本与绑定深度的高下。长鑫按 2026 年量产 HBM3、2027 年 12 层 HBM3E 的节奏入场，2028 年前对三大厂利润表影响有限，但它与华为自研封装路线合流后，将在 2029–2031 年成为中国市场的结构性变量；闪迪不生产 HBM，

它以 HBF 高带宽闪存（与海力士共推标准）在推理容量层开辟新市

涌现资本产业研究部 · 2026 年 8 月 6 日 行情为 2026-08-06 尾盘（韩股）/盘中（A 股）与 2026-08-05 美股收盘。份额数据均标注口径（收入/bit）与所属期间；收入口径下海力士因单价溢价高于其 bit 口径约 10 个百分点，两套口径并行呈现、不互相折算。方向评级 ● 受益/低估 · ● 中性/观察 · ● 承压/透支。涨幅口径如涉区间高低点，为波谷到波峰口径，非持有回报。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议，绝不构成跟单。

30秒结论卡

- **一句话判断：**HBM 份额正在完成一次三段式重排——2024 年「海力士-三星」两强，2025 年「海力士-美光」新旧交替，2026 年起进入「海力士守擂、三星三线反扑」的正面对决；到 2028 年，第一名与第二名的差距将从 30 多个百分点收敛到个位数。
- **份额主线：**海力士约 53%（2024）→ 约六成峰值（2025）→ bit 口径约 48%（2026E）→ 39-42%（2027-28E 基准）；三星约 41% → 约 19% → 约 30% → 35-41%；美光约 6% → 约 21% → 20-25% 目标 → 18-20%；长鑫 2028 年晶圆产能份额约 12%、bit 份额低个位数。
- **变化的四个主因：**① 客户结构（英伟达盘定守擂底盘、ASIC 盘定追赶斜率）；② 长约结构（海力士以 5 年期锁量换可见性与下行保护、让渡即期涨价弹性）；③ 技术代际（HBM4 三家同过关后，比拼转向良率与产能爬坡速度）；④ 定制化（HBM4E 定制 base die 重排价值链，台积电成第四个议价方）。
- **市场错在哪：**把海力士 -43% 的回撤定价成"格局逆转已发生"——收入端两家接近平价是事实，但英伟达盘三分之二 + \$5,000 亿优先供应协议的守擂底盘未松动；同时又把三星的反扑只当"故事"——它的 Google/AMD 两条主供线吃的是市场里增长最快的一段，斜率是真的。
- **重点标的：**SK-Hynix（000660 · ● 守擂+估值经 -43% 回撤消化）· 三星电子（005930 · ● 追赶盘赔率更好）· Micron（MU · ● 第二集团上沿+周期峰值护栏）· 长鑫科技（688825 · ● HBM 是 2028 年后的期权、当前市值已透支）· SanDisk（SNDK · ● HBF 容量层期权+NAND 周期当下）。
- **最大反证：**2027 年 HBM 长约谈判若出现合约价同比下跌、或英伟达盘份额向三星大幅再分配，"守擂-收敛"基准作废；反之三星 1c 良率若长期停在 60% 一线，"反超情景"整体推迟一年以上。

一、投资要点

框架：份额演变是主线，其余一切（财报、长约、技术、产能）都作为"份额为什么这样变"的原因组织。

#	核心判断	方向
1	2025→2026 的排位反转已经发生 ：美光 2025 年升至第二（收入约 21%）之后，三星凭 HBM4 先手在 2026 年重回第二，二季度与海力士的 HBM 收入已接近平价（\$7.6B vs \$6.7B）	● 格局重排进行时
2	海力士守擂的底盘是客户结构 ：英伟达 HBM4 用量约三分之二由其供应，叠加多年期优先供应协议（覆盖 HBM3E+HBM4、累计价值可达 \$5,000 亿）与约 10 家客户的 5 年期长约锁量	● 底盘未松
3	守擂的代价是即期弹性 ：2026 年传统 DRAM 现货与合约价暴涨主要落在长约之外，海力士已签约量吃不到——这直接导致其二季度 DRAM 总盘份额（26%）被三星（39%）反超；其 Q2 营业利润率 76.3% 创纪录，说明长约保护的是利润率、让渡的是弹性	● 结构性取舍
4	三星的反扑是三线的 ：英伟达二供（25–30%）+ Google TPU 线主供（60% 以上，经博通，2026 年供货量翻倍）+ AMD MI450 主供；ASIC 用 HBM 2026 年 +82%、占市场约三分之一——三星卡位的正是增长最快的需求段	● 斜率真实
5	HBM4 世代的竞争变量换了 ：三家 2026 年 6 月前全部通过 Vera Rubin 认证，“谁能供”不再是问题；2027 排位由良率与爬坡决定——三星产能一年 +47–50%（年底约 25 万片/月）、1c 良率约 60% 待爬坡；海力士 M15X 扩产 + HBM4 下半年全面放量	● 变量迁移
6	HBM4E（2027）把价值链重排 ：定制 base die 成主流，台积电以 N3P 定制方案进场；三星是唯一用自家 4nm 做 base die 的一站式厂商，美光/海力士绑定台积电——定制化深度将决定 2027–28 的客户粘性与成本结构	● 新战场
7	供需到 2027 仍偏紧 ：2026 年 HBM 需求约 +70%、出货超 300 亿 Gb；HBM 占 DRAM 晶圆投片从 2025 年末约 18% 升至 2027 年末约 30%；2027 年合约价存在成倍级上涨预期，三家管理层口径一致指向“紧缺延续”，过剩风险后移至 2028	● 周期未顶

二、份额全景：2024 → 2028 的迁移路径

2.1 份额时间线（涌现资本综合口径）

期间	海力士	三星	美光	长鑫	口径
2024 实际	52–54%	39–42%	5–7%	—	收入
2025 实际	约 60%（峰值）	约 17–19%（滑至第三）	约 21%（升至第二）	样品阶段	收入
2026 当前	HBM 收入与三星接近平价；bit 约 48–50%	收入近平价；bit 约 28–30%	bit 约 20–22%	HBM3 量产爬坡	收入+bit 并列
2027E 基准	40–42%	33–38%	18–20%	约 2%（晶圆口径 5.5 万片/月）	bit
2027E 上行（三星）	37–39%	41–46%（反超）	18–20%	—	bit·上行情景
2028E	35–40%	35–40%（并驾）	18–20%	晶圆产能份额约 12%、bit 低个位数	bit

2.2 三次排位变化，三个原因

第一次（2024→2025）：美光上、三星下。 原因一句话：认证。美光率先把 HBM3E 打入四大 GPU/ASIC 客户，三星在 HBM3E 世代始终未能通过英伟达认证、被迫以低约三成的定价在非核心客户处换量——份额从约 41% 滑到第三。

第二次（2025→2026）：三星回来了。 原因是 HBM4 世代的先手：2026 年 1 月底通过英伟达/AMD 双认证、2 月业界首个量产出货（11.7Gbps 业界最高规格），叠加产能一年提升约五成（年底约 25 万片/月）。到二季度，其 HBM 收入与海力士只差约一成；三季度公司指引 HBM4 收入环比增三倍以上、下半年 HBM4 占其 HBM 收入六成。

第三次（2026→2028，进行中）：从“一超”到“两强”。 决定这次迁移速度的是四个因子，下一章逐个展开。基准情景下海力士守住第一但优势收窄到个位数；上行情景（三星 1c 良率顺利爬坡 + ASIC 盘继续放大）下 2027 年即可能易主。

三、份额变化的四个驱动因子

3.1 客户结构与钱流：英伟达盘定底盘，ASIC 盘定斜率

英伟达仍是 HBM 最大单一需求池，海力士供应其 HBM4 用量的约三分之二，并在 7 月下旬签下多年期优先供应协议（覆盖 HBM3E 与 HBM4、里程碑式锁量、累计价值可达 \$5,000 亿）——这是守擂的底盘，短期不可撼动。

但市场增长最快的一段在英伟达之外：定制 ASIC 用 HBM 2026 年增约 82%、占整个市场约三分之一。三星在这一段的卡位最深——Google TPU 线（经博通）主供 60% 以上、2026 年供货量翻倍以上，AMD MI450 系列官宣其为主力供应商。**份额演变的算术很直接：底盘大者守擂，斜率陡者追赶；英伟达盘与 ASIC 盘的相对增速，就是海力士与三星份额差收敛的速度。**美光四大客户全部打入但缺一条“主供”线，这是它稳在第二集团上沿、难再上台阶的原因。

3.2 长约结构：可见性与弹性的交换

海力士的长约体系——约 10 家客户、约 5 年期、逐客户定价、含预付款与保证金机制——买到的是 2027–28 年出货可见性与周期下行保护，付出的是已签约量对现货暴涨的即期重定价权。2026 年这笔交换的两面同时兑现：二季度营业利润率 76.3% 创历史纪录（长约保护了盈利质量），但传统 DRAM 合约价环比 +13–18% 的涨幅主要落在长约之外，其 DRAM 总盘份额被三星以 39% 对 26% 反超（弹性让渡的代价）。附一条数字纪律：当季净利 ~~¥~~93.9 万亿高于营业利润，含大额非经营项，衡量经营成色应看营业利润。

2027 年长约谈判（正在进行）是这个因子的裁决点：谈成高价，守擂与利润弹性兼得；谈判中让利换量，则份额收敛加速。卖方对海力士 2027 年营业利润的预测因此相差 2.5 倍（~~¥~~185 万亿至 ~~¥~~468 万亿）——这个分歧本身就是买点与风险的来源。

3.3 技术代际：HBM4 之后，卡点换成良率与爬坡

HBM4 世代三家首次同时过关（6 月初英伟达确认三家全部通过 Vera Rubin 认证），HBM4 对 HBM3E 的按栈溢价约 50–70%，2026 年下半年 HBM4 超越 HBM3E 成为主流。竞争变量随之迁移：**从“谁能供”变成“谁爬得快”**——三星 1c DRAM 良率（当前约 60%）能否上到量产经济性区间，是 2027 年反超情景成立与否的单一最大变量；海力士 HBM4 良率已接近其成熟期 HBM3E 水平、下半年全面放量；美光目标 2026 年内完成高良率爬坡。

远期路线图上，三星在 FMS 2026 展示了 zHBM——将 HBM 经晶圆级键合直接堆叠在 AI 加速器正上方的全 3D 架构，指标指向 HBM5 的 8 倍性能、10 倍密度、3 倍能效。**它属于 2028 年以后的世代（HBM5 之后），对 2026–2027 年排位没有影响；**但它与混合键合（约 2029 年导入）、内嵌冷却等共同说明：HBM 的技术纵深足够长，追赶者每一代都有重新洗牌的入口。

3.4 定制化：HBM4E 重排价值链

2027 年量产的 HBM4E 把**定制 base die** 变成主流：客户定制逻辑功能、台积电以 N3P 定制方案（集成内存控制器与定制 PHY）进场——内存三家之外出现了第四个议价方。三条路线已经分明：三星用自家 4nm 做 base die（业内唯一的内存+逻辑+封装一站式）、海力士 HBM4 用台积电 12nm 并评估 3nm、美光 HBM4E base die 交台积电。定制化的份额含义：**定制订单一旦绑定，切换成本远高于标准品——**2026–2027 年谁拿走更多定制 HBM4E 设计订单，谁就锁定了 2028 年的份额下限。这也是 ASIC 盘（3.1）与技术路线（3.3）两个因子在 2027 年的交汇点。

四、追赶者与新层：长鑫与闪迪

4.1 长鑫：2026 入场，2028 成为变量，2029 后才谈利润

长鑫的 HBM 节奏：HBM3 样品（16nm，已交付华为等验证）→ **2026 年量产 HBM3**（约 20% 产能、约 6 万片/月）→ **2027 年量产 12 层 HBM3E**；上海 HBM 后段封测厂 2026 年底投产。产能路径为 3 万 → 5.5 万 → 10 万片/月（2026/27/28），对应**全球 HBM 晶圆产能份额 2028 年约 12%**——但按当前综合良率水平，折算成 bit 份额仍为低个位数，利润贡献在 2028 年前接近于零。

份额影响的正确读法分两个市场：**全球市场上，2028 年前长鑫不改变三大厂的排位算术；中国市场上，它是结构性变量**——华为昇腾当前的 HBM 库存（以三星 HBM2E 为主、约 1,300 万颗）将在 2027 年前后耗尽，华为自研 HBM 路线（HiBL 1.0/HiZQ 2.0）与长鑫的产能爬坡恰好在同一窗口交汇，2027–2028 年中国 AI 芯片的 HBM 供给将完成从“库存消耗”到“本土供应”的切换。约束同样清晰：技术代差 2–3 代（三大厂已进 HBM4）、TSV 设备部分受管制、良率爬坡是从样品到经济性量产之间最长的一段路。当前 3.45 万亿市值对应的 HBM 价值是 2028–2031 年的期权，不是 2026–2027 年的利润（估值框架参 cxmt-listing-day-two-prices-no-arbitrage-2026-07-26）。

4.2 闪迪：不做 HBM，在 HBM 旁边开辟容量层

闪迪是纯 NAND 厂，不生产 HBM。它参与这个话题的方式是 **HBF（高带宽闪存）**：把 NAND 堆进 HBM 式封装，以 HBM 级带宽提供 8–16 倍容量。本周 FMS 2026 上，闪迪与海力士共同推动的首份 HBF 技术规范（OCP）发布：8/16 层堆叠、单堆最高 512GB、三档带宽至 3.07TB/s，Google 与 Tenstorrent 入组；样品下半年、首批推理设备 2027 年初、海力士端量产目标 2027 年。

HBF 与 HBM 是分层互补：HBF 做推理容量层（模型权重驻留、冷 KV cache），HBM 做带宽层（热数据）——海力士以 HBM 领导者身份共同发起 HBF 标准，本身就说明两者是组合关系。市场体量上 HBF 2030 年预估约 \$120 亿、放量在 2030 年之后，**2028 年前不改变 HBM 的需求总量与三家排位**。对闪迪自身，HBF 是叠加在 NAND 超级周期之上的长期期权；当下的股价矛盾在 NAND 周期本身——季度营收 +372% 超预期，但下季指引显示涨价斜率放缓，这正是 8–06 存储链集体回调的导火索。

五、受益链与公司卡

需求源（英伟达 Rubin/ASIC 定制）→ HBM 三家（海力士守擂·三星反扑·美光固守）→ base die 代工（台积电=第四议价方）→ 追赶者（长鑫·中国市场变量）→ 新层（闪迪 HBF·容量层）

公司	现价(08-06)	份额走向(→2028)	变化主因	反证 / 风险	评级
SK 海力士 000660	₩1,505,000 · 距 峰值 -43%	约 60% 峰值 → 35-40% (第一但 收敛)	英伟达盘 2/3 + \$5,000 亿优 先协议守底盘；长约让渡即期 弹性	2027 谈判量价； 三星三线斜率	●
三星电子 005930	₩230,500 · 距 峰值 -32%	约 19% 谷底 → 35-40% (并驾/上 行反超)	HBM4 先手 + Google/AMD 主供 + 产能 +50% + 一站式 定制能力	1c 良率爬坡；Q3 环比三倍指引兑 现	●
美光 MU	\$893	约 21% → 18-20% (第二集团上沿)	四大客户全打入但缺主供线	周期峰值估值护 栏	●
长鑫科技 688825	¥51.61 · 市值 3.45 万亿	2028 晶圆份额约 12%、bit 低个位数	HBM3/3E 入场 + 华为需求 窗口交汇；良率与设备是约束	良率爬坡不及 位；市值已透支 期权	●
闪迪 SNDK	\$1,350	不参与 HBM 份 额；HBF 容量层开 创者	HBF 标准落地 + NAND 周期	NAND 涨价斜率 放缓；HBF 放量 在 2030 后	●

六、情景与行动

6.1 情景表 (2027 年排位)

情景	排位	核心假设	标的动作
🎯 基准：守 擂-收敛	海力士 40-42% > 三星 33-38% > 美光 18-20%	三星良率爬坡温和、英伟达优先协议 兑现锁量、2027 谈判价稳	海力士为主配、三星为弹性 仓
🐂 上行：三 星反超	三星 41-46% > 海力士 37-39%	1c 良率过 70% + Google/AMD 线放 量 + 英伟达盘再分配	三星加仓、海力士持有不减 (利润率仍受长约保护)
🔴 尾部： 2028 过剩	排位次要、全行业利润率压 缩	三家扩产同时落地 + ASIC 需求不及 预期 + 定制化对冲失效	全链降仓、只留长约覆盖度 最高者

6.2 行动清单

- **现在可做：**海力士———43% 回撤已把“守擂 + 创纪录利润率 + \$5,000 亿协议”的组合打回 3 月价位，分批不抢底（存储链涨价斜率恐慌未出清）；三星——追赶盘赔率更好，仓位次于海力士、斜率预期高于海力士。
- **重点观察：**2027 年 HBM 长约谈判结果（海力士 Q3/Q4 电话会节奏披露）——同时裁决份额收敛速度与利润弹性。
- **只监控：**美光（等主供线突破）；长鑫（等 HBM3 量产良率的公告级证据与上海封测厂投产确认）。

- **不做：**把 zHBM、HBF 计入 2026–2027 年竞争与估值变量；用含非经营项的净利外推海力士经营成色。
- **催化日历·下次看这六个数：**① 海力士 Q3 财报 HBM4 收入确认与 2027 谈判进展；② 三星 Q3 HBM4 收入是否兑现环比三倍；③ 三星 1c 良率任何公司级口径；④ 英伟达 8–26 财报的 Rubin 拉货节奏；⑤ 长鑫上海封测厂投产与 HBM3 出货的公告级确认；⑥ HBF 样品下半年是否如期。

七、风险与反证

#	风险	反证信号（出现即证明本报告结论错）	方向
1	守擂判断反证	2027 长约谈判合约价同比下跌，或英伟达盘份额向三星大幅再分配	●
2	反超情景反证	三星 1c 良率长期停留在 60% 一线、Q3 HBM4 收入未兑现环比三倍指引	●
3	周期见顶	DRAM/NAND 合约价环比转跌（非涨幅收窄）、hyperscaler 削减 HBM 拉货	●
4	长约弹性恶化	2027 续约价显著低于市场价、长约内外价差持续扩大侵蚀 HBM 相对利润率	●
5	长鑫超预期	HBM3 量产良率公告级证据 + 华为自研 HBM 确认由长鑫供应——中国市场切换提前	● (对三大厂)
6	HBF 越界	HBF 实测带宽进入 HBM 低档区间并获 GPU 厂商设计导入——容量层边界被突破	● (2028 后)

八、来源置信度表 · 数字三道关自评 · 免责

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
海力士 Q2'26（营收 ₩79.32 万亿/营业利润 ₩60.54 万亿/OPM 76%）、长约约 10 家、HBM4 量产	公司官方发布 + 电话会	2026-07-29	财报	A
三星 Q2'26（营收 ₩171.5 万亿/营业利润 ₩89.5 万亿）、HBM4E 首样、Q3 指引	公司官方 + 电话会	2026-07-30	财报 A/电话会 C	A/C
份额时间线（2024/2025/2026 各期间）	TrendForce / Counterpoint / Bernstein	各期间标注	收入与 bit 分列	B/C
2027-2028 份额预测（基准与上行情景）	UBS / Bernstein / TrendForce / 涌现资本综合	2026-07~08	bit·情景化处理	B/C/D
英伟达优先供应协议（累计可达 \$5,000 亿）、三家 HBM4 认证	官宣 + 公开确认	2026-06~07	事件	A/B
HBM4 按栈溢价 50-70%、长约内外价差机制	TrendForce / Counterpoint / 韩媒	2026	产业机构	B
zHBM（FMS 2026·HBM5 之后世代）	FMS 展示 + 产业媒体	2026-08-04~06	概念披露	B
三星 1c 良率约 60%、产能约 25 万片/月	产业媒体/纪要	2026	非官方	C
长鑫 HBM 节奏（2026 HBM3/2027 HBM3E）、产能 3→5.5→10 万片/月、2028 晶圆份额约 12%	产业调研 + SemiAnalysis	2025-08~2026-06	产业口径（非公司公告）	C
华为 HBM 库存约 1,300 万颗、HiBL/HiZQ 路线图	产业调研 / 华为官方路线图	2024-12~2025-09	混合	C/A
HBF：OCP 规范、时间表、2030 年约 \$120 亿	规范发布 / 券商预估	2026-08-03 / 2026	规范 A/预估 C	A/C
HBM 占 DRAM 投片 18/22/30%（2025/26/27 年末）、2026 需求 +70%、2027 价格成倍级预期	TrendForce	2026	产业机构	B
行情（+331%/-43%、财报周序列、8-06 触发链）	EODHD 交易所日线 + 腾讯行情	2026-08-06	收盘/尾盘标注	A

⚠ 数据分歧显式披露：① 2027 年排位预测存在机构分歧（反超与守擂并存），本报告以“守擂-收敛”为基准、反超为上行情景；② 收入份额与 bit 份额两套口径并行，海力士收入口径系统性高于 bit 口径约

10 个百分点，表内已逐行标注；③ 海力士 Q2 净利 ~~¥~~93.9 万亿含大额非经营项，经营成色以营业利润为准；④ 长鑫 HBM 节奏为产业口径，公司公告层面无时间表，表内已标注；⑤ 卖方对海力士 2027 年营业利润预测区间相差 2.5 倍，为本报告“2027 谈判是裁决点”判断的直接依据。数字三道关自评：①量级一致性——海力士单季营业利润（~~¥~~60.54 万亿）超其 2025 全年（~~¥~~47.2 万亿），与 +557% YoY 自洽；份额各期间行内加总约 100%；长鑫产能 10 万片/月对应全球 HBM 晶圆份额约 12% 与三家扩产基数交叉自洽。②单位显式——收入份额与 bit 份额、颗（stack）与片（wafer）、按 GB 与按栈溢价逐处分列。③关键数字 ≥ 2 源——财报数取公司官方；份额取多机构区间；单源数字（良率、库存颗数、单家投行预测）标 C 级并以情景而非基准处理。

免责：本报告为涌现资本产业研究部信息聚合与独立研究判断，不构成任何证券的买卖要约或投资建议，读者应独立决策并自负风险。市场有风险，投资需谨慎。© Emergence Capital

涌现资本产业研究部 · 2026-08-06