

# [投資研究報告]

2025/11/20

## 記憶體漲價潮延燒： 結構性強勢下的一道細微雜音

### 目錄

- 一、從產能重組開始的故事：AI 把記憶體產業的重心重新排列
- 二、但另一條線也在發展：報價上漲的背後，買方庫存正在虛胖
- 三、漲價的底層邏輯：既有結構性支撐，也有補庫存帶動的短期動能
- 四、兩條線之間的張力：不看多或空，看見新節奏

# 庫存在下降、價格在上漲， 但市場的節奏卻沒有完全合拍

2025/11/20 新光投顧

2025 年的記憶體市場，看起來依舊延續著去年底展開的強勢節奏：三星與海力士的庫存資產同步降至近年低點，DRAM 與 NAND 報價持續攀升，AI 訓練與推論需求為大廠帶來前所未見的高階記憶體動能。然而，細看會發現一絲不尋常的細節——價格在漲、原廠庫存在下滑，但包括模組廠、品牌廠、通路商在內的「買方」庫存卻正在抬高，這背後的節奏似乎不像表面上那麼整齊。

這是記憶體產業進入「新結構」之後必然出現的過渡階段：一個由 AI 推動的長線供給重整，正在與短線補庫存、心理預期與消費端復甦速度交錯作用。

這是一個需要被理解的重要訊號。

## 目錄

- 一、 從產能重組開始的故事：AI 把記憶體產業的重心重新排列
- 二、 但另一條線也在發展：報價上漲的背後，買方庫存正在虛胖
- 三、 漲價的底層邏輯：既有結構性支撐，也有補庫存帶動的短期動能
- 四、 兩條線之間的張力：不看多或空，看見新節奏

## 一、 從產能重組開始的故事：AI 把記憶體產業的重心重新排列

(關於記憶體產業進入新結構的論述，請參考之前文章 [AI 吃掉記憶體：從供給重組看半導體的下一場結構戰](#))

整個記憶體大循環翻頁的起點非常清楚：

**AI 需求推動了產能再分配。**

HBM、DDR5、企業級 SSD 的需求量成倍跳升，迫使大廠把產能集中到高毛利產品線，而非歷年景氣循環中常見的「跟著需求動就擴產」。這是一場供給策略的重寫，造成：

- 舊規格供給快速萎縮 ( DDR4、LPDDR4x、部分 NAND )
- 高階產品供應緊縮常態化
- 上游議價能力明顯回歸

因此，價格上漲與庫存下降，的確是結構性力量推動的必然結果，而不是傳統景氣循環裡那種靠減產暫時托住報價的短期反彈。

從這個角度看，記憶體市場的體質比前幾次循環健全許多。

## 二、但另一條線也在發展：報價上漲的背後，買方庫存正在虛胖

然而，市場運作永遠有第二條軌跡。

原廠庫存減少，本來就會激起下游的提前備料行為；今年三季度以來的節奏尤其明顯。

**模組廠、OEM、通路商都在增加庫存。**

不是因為終端需求爆炸，而是因為兩件事：

- 1、對缺貨的預期心理正在推升安全庫存水位
- 2、舊規格逐步 EOL(產品生命週期結束，End of Life)，買方擔心之後買不到便宜貨

而這些補庫存動作，其實還沒有完全轉化成終端銷售的線上訂單。

這形成了今日的矛盾訊號：

- 原廠的庫存下降
- 但整體產業鏈的庫存並未同步下降
- 報價上漲
- 但終端銷售仍更多是「溫和回溫」而非飆升

這是「供給結構重整」與「需求正常化」兩種速度不同的現象疊在一起產生的狀態。

### 三、漲價的底層邏輯：既有結構性支撐，也有補庫存帶動的短期動能

這一波記憶體漲價潮很有意思，其中包含兩層力量：

#### 1、結構性力量：AI需求讓高階產品的價值重新被定義

- HBM 供給不足
- DDR5 與企業級 SSD 位元需求上升
- 原廠產能配置偏向高毛利
- 擴產週期延長

這是一條長線向上的力量。

#### 2、週期性力量：補庫存行為拉高短期出貨量與報價強度

這一部分屬於短期現象，是每一段供給重整時必然會出現的市場反應：

- 客戶想搶貨
- 模組廠擔心原料再漲
- 通路怕缺貨延誤旺季銷售
- 甚至 OEM 會把庫存從 4 週補到 6 週

這讓價格加速往上，但也意味著短期出貨有被「提前拉貨」的成分。

### 四、兩條線之間的張力：不看多或空，看見新節奏

把近期庫存/報價訊號與此前的結構性分析放在一起看，呈現的是一種更細膩的市場節奏。

**結構線**：產能重心移往高階記憶體，讓長線供需改善、價格與毛利具備更高底部。

**週期線**：補庫存與心理預期加速短期拉貨，使得庫存下降幅度與終端需求速度不完全一致。

兩條線各自運作，也相互影響，但沒有彼此否定。

簡單說：

記憶體產業的長線邏輯正在變強，但短線仍然保留著節奏與波動。

台灣供應鏈剛好處在這兩股力量交會的位置：

● **模組廠：最能感受短線補庫帶來的快與急**

短期財報會因報價上漲而漂亮，但若下游需求進度慢，庫存調整也會最先落在這一段。

● **控制 IC、封測、伺服器儲存鏈：更接近長線結構性需求**

它們吃的是位元數、技術升級、伺服器架構變化，而不是報價漲跌本身。因此波動會較小。

● **上游原廠：結構性改變最大的贏家**

即使週期節奏變得更複雜，韓系大廠與美系原廠仍掌握最大主動權。

### 結構向上、節奏微妙，記憶體的故事仍然在升級

如果說去年記憶體產業的轉折是由 AI 打開了一扇新的長線大門，那今年的市場訊號，則是提醒我們：長線新秩序建立的過程中，短期的市場行為仍會留下自己的節奏與痕跡。

庫存下降、價格上漲，的確反映了供給重組帶來的長線改善；買方庫存增加與原廠漲價轉趨謹慎，也同樣是市場調整期裡必然會浮現的訊息。

記憶體的結構變強了，

而短線的振幅，也會因為這個新結構而變得更值得留意。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告](#)