



〔投資研究報告〕

2026/6/9

記憶體高位考題

目錄

- 一、 缺貨溢價：共識已滿，邊際驚喜變少
- 二、 籌碼擁擠：認錯回補後，買方變薄
- 三、 價格二階導數：合約仍強，現貨更敏感
- 四、 供給風險：CXMT 是中期天花板，不是明天崩盤
- 五、 HBM 反身性：長線利多也是短線風險源
- 六、 模組廠風險：低價庫存紅利會反轉
- 七、 估值陷阱：高峰 EPS 不等於高峰股價可外推
- 八、 下一棒：補漲與補跌同時存在
- 九、 交易儀表板

缺貨是真實基本面，擁擠與見頂訊號才是 下一階段勝負

2026/6/9 新光投顧

供需失衡已成絕對共識。記憶體缺貨不是故事，AI 伺服器、HBM、DDR5、企業級 SSD 與傳統 DRAM 產能排擠，共同推升 2026 年記憶體報價。三大原廠把晶圓資源優先投向 HBM 與高階產品，標準型 DRAM 與成熟製程記憶體供給自然被壓縮。合約價續強、現貨價高檔、長約談判偏向供應商，這些基本面都仍支持多頭。

市場定價核心已發生位移。當前博弈焦點已非「缺貨與否」，而是缺貨溢價被透支的程度。華邦電 6 月 2 日一度鎖上 184.5 元，南亞科盤中衝至 417.5 元，大摩把華邦電目標價調至 222 元、南亞科基準目標價調至 380 元，樂觀情境更給到 805 元。這組價格座標說明，市場交易的已經不是低估修復，而是超級循環在高位的極端定價。

這也是報酬來源改變的起點。缺貨仍然成立，但重複缺貨故事已不再構成優勢。下一階段的超額報酬，將建立於對籌碼脆弱度、報價二階導數與供給反向風險的判讀。若合約價續強、現貨不弱、原廠續控產、CXMT 擴產受阻，多頭仍可延續；若現貨先轉弱、合約漲幅收斂、模組廠庫存紅利反轉、CXMT 市占超預期上升，記憶體股將進入循環高位重估。

6 月 5 日至 6 月 8 日提供了第一輪壓力測試。美光在 HBM4 長期利多仍在的背景下跌，台股記憶體族群 6 月 8 日早盤大面積殺至跌停附近，華邦電、南亞科、旺宏、群聯、威剛、力成、力積電等同步遭遇流動性壓力，之後部分個股打開跌停。這不是基本面一夕逆轉，而是高位估值與擁擠籌碼遇到反向訊號後的第一輪去槓桿。

本報告的主張很明確：記憶體超級循環尚未被證偽，但追多賠率已經惡化。現階段應降低方向性曝險，以群內相對價值取代全面追價；對最擁擠標的建立保護；以現貨價、合約價漲幅、CXMT / YMTC 擴產、模組廠庫存跌價風險與美光財報作為分層減碼觸發器。

目錄

- 一、 缺貨溢價：共識已滿，邊際驚喜變少
- 二、 籌碼擁擠：認錯回補後，買方變薄
- 三、 價格二階導數：合約仍強，現貨更敏感
- 四、 供給風險：CXMT 是中期天花板，不是明天崩盤
- 五、 HBM 反身性：長線利多也是短線風險源
- 六、 模組廠風險：低價庫存紅利會反轉
- 七、 估值陷阱：高峰 EPS 不等於高峰股價可外推
- 八、 下一棒：補漲與補跌同時存在
- 九、 交易儀表板

一、 缺貨溢價：共識已滿，邊際驚喜變少

記憶體多頭的基本面基礎仍然紮實。HBM 大量消耗晶圓資源，三大原廠在 HBM、DDR5 與高階產品上優先配置產能，標準型 DRAM 供給被擠壓。PC、手機、伺服器與工控客戶在供應緊張下被迫接受更高報價，合約價具備延續上修條件。

NAND 也不只是一條配角。企業級 SSD 需求、AI 儲存架構與資料中心擴張，讓 NAND 價格也加入上升循環。這代表本輪記憶體不是單一 DDR4 的短期缺貨，而是 DRAM、HBM、NAND 與企業級儲存共同受到 AI 基建資本支出推動。

但股票市場只支付邊際變化。缺貨已被報導餵飽，目標價已被上修，外資已經回補，散戶與融資也已加入。當市場共識從「記憶體會漲」推進到「記憶體會暴漲」，報酬的難度就提高。股價需要更強的合約價、更大的缺口、更久的控產與更低的陸廠供給風險來支撐。

高位循環最容易出現「利多出盡」。報價續漲、財報創高、法人升評，都可能已在股價中反映。若後續只是符合預期，股價未必再漲；若漲幅低於已墊高的期待，市場反而會用估值收縮來處理。這就是記憶體股在財報漂亮、報價強勢時仍可能下跌的原因。

因此，研究重點要從缺貨轉向可證偽條件。合約價漲幅是否繼續超預期；現貨價是否領先轉弱；原廠是否維持控產；CXMT 與 YMTC 是否超預期擴產；模組廠庫存是否從紅利變成跌價損失。這些變數會決定多頭是延續，還是進入高位消化。

二、籌碼擁擠：認錯回補後，買方變薄

本輪台股記憶體漲勢具有明顯的外資認錯回補特徵。大摩大幅上修華邦電、南亞科目標價後，記憶體雙雄股價快速噴出，南亞科突破 400 元，華邦電逼近 200 元。外資與短線資金同時追進，使族群在短時間內完成劇烈重估。

這種買盤不是長期價值資金慢慢建立部位，而是動能資金追逐修正後的共識。當外資從保守轉向大幅上修，市場容易把它解讀為「法人認錯」，吸引短線買盤再往上推。但認錯回補型買盤的缺點也很清楚：進得快，退得也快。

6 月 8 日早盤記憶體族群的跌停擴散，就是籌碼脆弱度的證據。若基本面完全主導股價，單日外部衝擊不應讓整個族群同時失去流動性。當華邦電、南亞科、旺宏、群聯、威剛、力成、力積電等同步殺到跌停附近，說明部位已高度集中，投資人先用族群化方式降風險。

盤中打開跌停則代表多頭尚未失守。低接資金仍願意承接核心記憶體股，表示市場還沒有否定超級循環，只是在重估高位籌碼。這種結構不能簡化成「洗盤」或「崩盤」，更適合定義為高位壓力測試。

接下來要看三個籌碼訊號。第一，跌停打開後是否能守住急殺低點。第二，外資是否從賣超轉回買超。第三，融資是否退場而非續增。若股價反彈但外資續賣、融資不退，這只是反彈給資金出場；若外資回補、融資下降、成交量收斂，才接近健康換手。

三、價格二階導數：合約仍強，現貨更敏感

記憶體合約價仍然是多頭主軸。供需缺口、原廠控產與 HBM 排擠，使 DDR4、DDR5、LPDDR、NAND 與企業級 SSD 報價維持強勢。若只看合約價，本輪循環尚未結束。

但高位循環的轉折通常不是從合約價開始。合約價反映的是供應商與大客戶的季度談判，具有滯後性；現貨價更敏感，能更快反映下游補庫存意願、短單需求、模組廠追價能力與庫存壓力。現貨若先轉弱，合約仍強，往往就是循環高位的第一個背離。

目前最重要的不是報價是否還在漲，而是漲幅是否還能擴大。資本市場唯邊際變化是問。若漲價幅度無法持續擊敗已遭墊高的預期，股價將從基本面驅動退回估值消化。這就是「報價創高伴隨股價見頂」的典型循環背離。

因此，操作門檻要明確。現貨價若連續兩週弱於前高，或主流 DRAM 現貨報價跌破短期均線，屬於第一層警訊。若合約價漲幅也從雙位數降至個位數，屬於第二層警訊。若現貨價與合約價同步續創高，且漲幅超過上修後預期，保護部位就要撤退。

價格二階導數會比 EPS 更早告訴你方向。EPS 往往在報價高位才創高；現貨價與合約價增速會先轉。對記憶體股而言，不能等財報明確下修才減碼，因為股價通常早於財報反映。

四、供給風險：CXMT 是中期天花板，不是明天崩盤

CXMT 是這輪記憶體多頭最重要的反向風險之一。市場估計，CXMT 全球 DRAM 市占可能從 2025 年約 10% 上升至 2026 年約 15%。不同機構對產能、良率與時程的估算不同，但方向一致：中國記憶體供應鏈正在擴張，且政策資金、IPO 融資與本土替代需求給它很強支撐。

這個風險要拆成近端與中期。近端 DDR4 不一定會被 CXMT 立刻打破。三大原廠已把產能轉向 HBM 與 DDR5，成熟規格供給確實緊張；CXMT 也受到良

率、設備、出口管制與產品結構轉換限制。短期要大量回頭供應 DDR4，並不容易。

中期風險更大。CXMT 若在 DDR5、LPDDR5 與中高階 DRAM 上持續改善良率、取得本土客戶導入，將改變台系成熟製程廠的估值天花板。市場不一定要看到 CXMT 立即殺價，只要看到它的市占、月產能與客戶導入超預期，台股 DRAM 的長期溢價就會被壓低。

YMTC 則是 NAND 端的對應風險。若長江存儲提前擴產，或企業級 SSD、消費性 SSD 與本土資料中心客戶更多採用中國供應商，NAND 相關公司會面臨中期毛利率壓力。群聯、威剛、創見、十銓、宜鼎等模組與控制晶片相關公司，不能只用 DRAM 缺貨邏輯評價。

所以 CXMT / YMTC 不是短線空方萬靈丹，也不能被多頭忽略。更精準的說法是：近端缺口支撐多頭，中期供給天花板開始形成。只要陸廠擴產進度、良率、產品組合或客戶導入出現超預期，記憶體股的估值倍數就會受到壓縮。

五、HBM 反身性：長線利多也是短線風險源

HBM 是本輪記憶體超級循環的核心推力。AI 加速器對 HBM 的需求，讓三星、SK 海力士、美光投入更多晶圓與封裝資源，標準型 DRAM 供給被排擠。這是 DDR4、DDR5 與一般 DRAM 缺貨的重要來源，也是台股記憶體多頭最常被引用的邏輯。

但 HBM 的反身性很高。若 NVIDIA、雲端客戶或 ASIC 平台調整記憶體配置，市場會立刻重新計算 HBM 拉貨、標準 DRAM 排擠與供需缺口。6 月初 Vera Rubin 記憶體配置疑慮引發美光與韓股記憶體急殺，正是這種反身性的表現。

重點不只在傳聞真假，而在股價反應。NVIDIA 確認三星、SK 海力士、美光取得 HBM4 供應資格，這是長期利多；但股價仍先行急殺，代表市場正在交易估值與擁擠部位，而不是單純交易長線需求。當好消息救不了股價，高位循環的容錯率就已明顯下降。

HBM 對台股有兩條傳導。第一是高階封裝、測試、基板、散熱、電源與材料供應鏈，這些是直接受惠者。第二是標準 DRAM 與成熟規格記憶體，受惠於 HBM 排擠產能。若 HBM 拉貨持續強，兩條線都能延續；若 HBM 配置下修或雲端大客戶放緩，兩條線會同時承壓。

因此，HBM 不能被當成單向利多。它支撐超級循環，也放大反轉速度。投資人要把「HBM 認證」與「股價已反映程度」分開。前者支持需求，後者決定短線賠率。

六、模組廠風險：低價庫存紅利會反轉

模組廠在記憶體上升週期前半段最容易爆發。威剛、創見、十銓等公司若在低價時建立庫存，當現貨價與合約價大漲，毛利率會快速改善，甚至出現庫存跌價回升利益。這是模組廠 EPS 彈性最大的階段。

但同一個機制在高位會反轉。當現貨價轉弱、合約價漲幅收斂、下游客戶停止追價，模組廠手上的高價庫存會從紅利變成風險。庫存周轉天數、存貨金額、跌價損失提列與毛利率會比營收更重要。若公司在高價追料、客戶端需求又放緩，報表會快速承壓。

這也是為什麼模組廠不該和原廠用同一套邏輯看。原廠掌握供給與報價，模組廠多半承擔庫存與價格波動。景氣上行時，模組廠賺的是低價庫存紅利；景氣轉折時，承受的是高價庫存跌價損失。它們的股價彈性很高，但風險也更接近槓桿商品。

在本輪高位環境下，模組廠的交易條件應更嚴格。若現貨價續強、庫存成本低、毛利率仍在擴張，模組廠可以作為多頭補漲；若現貨價轉弱、公司持續高價備貨、存貨周轉天數上升，就應列入補跌棒。這一點要放進儀表板，因為模組廠通常是循環反轉時跌幅最大的族群之一。

七、估值陷阱：高峰 EPS 不等於高峰股價可外推

記憶體股最容易誤判的地方，是把高峰 EPS 線性外推。循環股的本益比與景氣位置通常反向。景氣谷底時，市場給較高倍數，看的是反轉；景氣高峰時，市場給較低倍數，防的是 ASP 與毛利率回落。

南亞科與華邦電的目標價分布，正好說明循環估值的不確定性。大摩同一波上修中，南亞科基準目標價為 380 元，樂觀情境上看 805 元；華邦電基準目標價 222 元，樂觀情境 264 元。這不是單純多頭喊價，而是循環假設不同帶來的估值分歧。當股價接近樂觀情境，後續需要更多超預期事實來支撐。

高峰估值不應只看本益比。若使用高峰 EPS 乘上過高倍數，會同時高估獲利與估值。更合理的交叉檢查包括股價淨值比、循環中位 EPS、現貨價動能、合約價增速、庫存位置與供給週期。當 PBR 已站上歷史高區間，就要對未來報價與毛利率要求更高安全邊際。

這也是為什麼「財報好、股價跌」會發生。若市場已經把未來幾季報價上漲與 EPS 上修吃進去，財報只要沒有再超預期，股價就會從基本面驅動退回估值消化。這不是基本面變差，而是高預期下的 multiple contraction。

因此，高位記憶體股的操作應避免單押樂觀情境。更合理的方式，是保留具長約、定價權與低成本庫存的核心部位，降低純題材、高融資、估值接近樂觀情境的標的。估值越靠近 bull case，越要用現貨價與籌碼作為停利依據。

八、下一棒：補漲與補跌同時存在

下一棒不是單一答案，而是兩條路徑。多頭續航時，下一棒是基本面仍強、籌碼尚未過熱、估值未完全反映的公司；循環見頂時，下一棒則是高融資、高漲幅、高庫存風險、缺乏供給控制力的補跌股。

多頭續航的補漲棒要有三個條件。第一，有利基產品、長約或客戶黏著度，不完全暴露於通用 DRAM 殺價。第二，籌碼相對乾淨，沒有外資與散戶同時追價的極端擁擠。第三，股價尚未反映樂觀情境。這類公司可能出現在利基記憶體、企業級 SSD、工控記憶體、部分封測與上游材料，但需要逐一檢查估值與庫存。

補跌棒更容易辨識。純題材、漲幅最大、融資最高、基本面驗證較弱、庫存風險高的公司，在第一波急殺後容易反彈，但反彈未必代表風險解除。若現貨價格轉弱、外資不回補、融資不退，這些股票通常會先破底。

華邦電與南亞科是最典型的雙重屬性標的。基本上，它們受惠於報價與產能結構；籌碼上，它們也是市場最擁擠的焦點。這種情況下，不適合簡單歸類為多腿或空腿。更好的做法，是核心部位保留、降低槓桿、使用保護、等待價格與籌碼訊號確認。

模組廠則更接近高 beta 補跌棒。當市場仍在漲價初期，模組廠的低價庫存紅利會讓 EPS 快速放大；當現貨價格轉弱，它們的庫存跌價風險也會放大。若要做群內相對價值，模組廠應該和原廠分開比較，不能只用「記憶體受惠」一個標籤概括。

九、交易儀表板

變數	多頭續行條件	風險升級條件	操作含意
合約價	第 2 至第 3 季漲幅 續超上修後預期	漲幅由雙位數降至 個位數	合約價仍強可保留 核心部位；漲幅收 斂啟動減碼
現貨價	現貨同步創高，未 領先轉弱	現貨連續兩週轉 弱，領先合約價回 落	現貨弱於合約是第一 層見頂訊號
原廠控產	三大原廠維持 HBM / DDR5 優 先，成熟規格續控 產	原廠回補標準 DRAM 或提高成熟 製程供給	控產延續支撐多 頭；回補供給壓低 估值
CXMT / YMTC	擴產受良率、設備 與管制限制	市占率、月產能、 客戶導入超預期	中期供給天花板上 升，台系估值受壓
HBM	HBM4 出貨與雲端 拉貨維持強度	Vera Rubin 或其他 平台下修記憶體配 置	HBM 是多頭核 心，也是反身性風 險源
模組廠庫存	低價庫存紅利延 續，毛利率上修	高價庫存累積，現 貨轉弱，跌價損失 風險升高	模組廠由補漲棒轉 為補跌棒

記憶體股籌碼	外資回補延續，融資退場，急殺後量縮橫盤	外資續賣、融資不退、反彈量縮	判斷洗盤與出貨的分界
台股記憶體	跌停打開後守住急殺低點，強股率先轉強	反彈後再破低，跌停擴散	第一輪急殺若無承接，需降方向性風險
美光財報	HBM4、DRAM / NAND ASP 與毛利率指引續強	拒絕上修或暗示報價動能放緩	近端最重要的基本面驗證窗口

這張表的核心在優先順序。合約價與現貨價是價格訊號；原廠控產與 CXMT / YMTC 是供給訊號；HBM 與美光財報是需求與技術訊號；模組廠庫存是高 beta 風險訊號；台股籌碼則是資金訊號。若價格、供給、需求、庫存與籌碼同時轉弱，就不能再把回檔視為健康洗盤。

結論

供需失衡已是絕對共識。記憶體缺貨仍然成立，但多頭報酬不再來自重複缺貨故事，而是來自判斷缺貨溢價是否已被透支。華邦電、南亞科、美光的高位重估，說明市場已將超級循環交易到極端座標；6月初的急殺則說明，任何低於完美劇本的訊號都會引發快速降槓桿。

目前不宜把這波修正直接視為循環反轉。合約價仍強、HBM 拉貨仍在、原廠控產仍支撐供給缺口，空方還沒有拿到完整證據。但追多賠率已經下降，因為現貨轉弱、CXMT 擴產、模組廠庫存反噬、HBM 配置調整與外資出貨，都可能成為下一波修正觸發器。

操作上，應把記憶體多頭從「全面追價」改成「分層持有」。保留具長約、利基產品、客戶黏著度、定價權與現金流品質的核心部位；降低高融資、高漲幅、純題材與高庫存風險標的；對最擁擠個股建立保護。若合約價續超預期、現貨不弱、原廠續控產、CXMT / YMTC 擴產受阻，回檔可視為洗盤；若現貨先轉弱、模組廠庫存壓力浮現、外資不回補、CXMT 市占超預期上升，下一棒將不是補漲，而是補跌。

[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