



〔投資研究報告〕

2026/7/21

記憶體多頭的長鑫變數

目錄

- 一、同一分子、三種獲利分母
- 二、資本瓶頸解除，設備與客戶決定供給斜率
- 三、台廠定價：獲利上修與終值折價同步發生
- 四、供給側計分板與部位閘門

短缺尚未結束，終值已先下修

2026/7/21 新光投顧

長鑫科技科創板發行價 8.66 元人民幣，對應發行後市值 5,791.8 億元；基礎募資 579.19 億元，超額配售全數行使後可達 666.07 億元。公司原申報募投需求 295 億元，實際融資能力已提高一倍以上。

發行估值同時呈現 308.92 倍與 5.08 至 5.79 倍本益比。兩組數字共用 5,791.8 億元市值，分母分別採用 2025 年歸母淨利 18.75 億元，以及 2026 年上半年歸母淨利 500 億至 570 億元的機械年化值。前者落在獲利剛轉正的週期低基期，後者落在 DRAM 價格、稼動率與產品組合共振的獲利高峰。穩態價值位於兩端之間。

第一季歸母淨利 247.62 億元，已證明獲利跳升具有申報基礎；公司依產能、出貨量與銷售額已居全球 DRAM 第四。跨國企業的會計口徑、財政年度與少數股東損益不同，本報告不以單季淨利排名作為正式估值依據。

離岸預上市永續合約一度推算出 3.5 兆至 3.9 兆元隱含市值，未平倉量僅約 241 萬美元、24 小時成交約 132 萬美元。極低市場深度與五倍槓桿放大了 FOMO，該報價只具情緒溫度功能，缺乏機構公允價值意義。

IPO 的產業訊號落在資本約束解除。設備取得、良率、位元密度與客戶認證決定資金能否轉化為有效供給。長鑫已進入阿里雲、字節跳動、騰訊、聯想、小米、傳音、榮耀、OPPO 及 vivo 等終端供應鏈；2025 年前五大客戶占主營收入 68.08%。中國內需認證已跨過早期門檻，供給衝擊的時間軸可能早於單純的 2027 年推估。

對台系記憶體定價呈現「2026 年獲利上修、2027 年終值下修」。資本市場通常提前數季反映供給，南亞科與華邦電即使仍受惠 DDR4 短缺，股價也可能在合約價見頂前先行壓縮本益比。操作重點由景氣方向轉向持有期限。

部位定調：南亞科保留最高價格彈性與最高供給風險；華邦電採 DRAM 與 Flash 分拆估值；旺宏的長鑫直接曝險最低。台廠切入 AI 平台的零組件題材，尚不足以抵銷成熟型記憶體的主要盈虧敏感度。

目錄

- 一、 同一分子、三種獲利分母
- 二、 資本瓶頸解除，設備與客戶決定供給斜率
- 三、 台廠定價：獲利上修與終值折價同步發生
- 四、 供給側計分板與部位閘門

一、 同一分子、三種獲利分母

靜態本益比：週期低基期

長鑫 2025 年營收 617.99 億元、歸母淨利 18.75 億元；扣除非經常性損益後歸母淨利 53.16 億元。2025 年歸母淨利受到股權激勵及其他非經常項目干擾，官方發行本益比仍依 18.75 億元計算，得到 308.92 倍。

峰值本益比：高景氣年化

2026 年第一季營收 508 億元、歸母淨利 247.62 億元；公司預估上半年營收 1,100 億至 1,200 億元、歸母淨利 500 億至 570 億元。依半年歸母淨利直接年化至 1,000 億至 1,140 億元，發行估值對應 5.08 至 5.79 倍。

此倍數包含三項不可常態化條件：

1. 全球 DRAM 價格快速上漲；
2. 產能利用率與規模效益同步釋放；
3. DDR5 與 LPDDR5 系列提高產品組合。

招股書揭露，長鑫 2025 年主營毛利率由 2024 年的 5.00% 升至 41.02%，顯示獲利對報價與利用率具有極高敏感度。

正常化本益比：終值真正爭點

歸母獲利基準	假設年獲利	發行估值本益比	財務含義
2025 實際	18.75 億元	308.92 倍	獲利剛轉正、非經常項目干擾

1H26 機械年化	1,000 億至 1,140 億元	5.08 至 5.79 倍	DRAM 價格與稼動率高峰
高峰獲利減半	500 億至 570 億元	10.2 至 11.6 倍	景氣回落、規模效益保留
壓力情境	300 億至 340 億元	17.0 至 19.3 倍	報價下跌、折舊增加、良率承壓

長鑫估值的核心缺口在正常化歸母獲利。掛牌後股價若快速向數兆元市值靠攏，市場等同假設峰值獲利可長期維持；市值停留在發行價附近，則反映週期正常化與設備限制折價。

二、資本瓶頸解除，設備與客戶決定供給斜率

既有出口管制已經生效

美國商務部 2022 年規則對中國境內生產 18 奈米半間距以下 DRAM 的設施設定設備與終端用途限制，相關許可原則偏向拒絕；美國人員提供出貨、轉移、維修及其他支援同樣受限。該制度對整個中國先進 DRAM 製造生效，不依賴長鑫是否列入實體清單。

長鑫已被美國國防部列入 1260H 中國軍事企業名單；截至 2026 年 7 月 21 日，BIS 公開實體清單尚未列出 CXMT。兩套制度的法律效果不同：1260H 提高投資與政府採購風險，實體清單將進一步擴大企業特定的零組件、軟體、服務與維修限制。

法規限制提高成本，未形成絕對節點封鎖

長鑫缺乏 EUV，仍透過 DUV 與多重曝光將製程由 19 奈米推進至約 16 奈米，並已量產 DDR5、LPDDR5 及 LPDDR5X。設備管制帶來更多曝光步驟、較低產出、良率壓力、維修風險與單位成本劣勢；「只能停留在 17 / 18 奈米、全部產能只能傾銷 DDR4」的推論與現有量產資料衝突。

2025 年長鑫產品結構中，LPDDR 系列占主營收入 66.43%，DDR 系列占 31.87%。新增產能的直接壓力將涵蓋行動裝置記憶體、DDR4 及中階 DDR5，成熟 DRAM 仍是台廠重疊度最高的區域。

客戶認證已經部分完成

長鑫已進入中國主要雲端、手機與 PC 品牌供應鏈，前五大客戶占比約 68%。中國企業基於供應安全、政策支持與本土採購，可在海外高階客戶完成驗證前吸收新增產能。

此結構把供給風險拆成兩條：

- **中國市場供給衝擊：**客戶基礎已建立，產能與良率提升即可增加出貨；
- **全球高階市場滲透：**仍受性能一致性、智慧財產、出口管制與海外客戶驗證約束。

35 萬片月產能接近美光的說法屬第三方晶圓投片估計。晶圓數缺乏節點、裸晶密度與良率調整，不能直接等同有效位元供給。長鑫對成熟與中階 DRAM 價格的影響高於其對 HBM 市場的影響。

IPO 的真正傳導

近 600 億至 666 億元募資可投入產線升級、技術研發、國產設備、零組件與人才，資金限制不再是主要瓶頸。招股文件同時提示固定資產、折舊、研發與產品價格波動風險；截至 2025 年底固定資產帳面價值已達 1,830 億元，年度折舊約 247 億元。

有效供給可用四項乘積判斷：

有效位元供給 = 晶圓投入量 × 良率 × 單片位元密度 × 客戶採用率

IPO 只直接提高第一項及部分研發能力。設備服務、製程效率與認證速度決定其餘三項。

三、台廠定價：獲利上修與終值折價同步發生

大摩 3 月曾因長鑫擴產與 DDR4 需求疑慮轉向保守；5 月隨成熟記憶體缺口擴大，將南亞科與華邦電升至優於大盤；6 月底再將南亞科、華邦電、旺宏目標價提高至 550 元、288 元及 220 元。現行賣方共識仍押注 DDR4 短缺延續。長鑫 IPO 構成這套共識的反向訊號。市場不會等到 2027 年新增供給完全進入損益表才調整台廠估值。

2026 年下半年起，股價將同時交易：

- 當期 DDR4 與利基型記憶體漲價；
- 2027 年有效供給與合約價轉折；
- 週期高點後的正常化 EPS；
- 台廠缺乏 HBM 護城河的終端價值。

最可能的中間情境是 EPS 持續上修、本益比先行下降。股價報酬取決於 EPS 上修幅度能否跑贏倍數收縮。

南亞科：最高現貨彈性、最高終值風險

南亞科 DRAM 純度高，DDR4 及利基型報價上漲可快速傳導至毛利率與 EPS。長鑫新增 DDR、LPDDR 與中階產品供給後，南亞科亦承受最直接的價格與市占壓力。

市場傳出的 LPDDR5X 或 AI 平台供應，缺乏客戶正式確認、供應份額與營收占比。基準估值不提供 AI 避風港溢價。

部位含義：交易當期報價與 EPS 修訂，降低持有久期。2027 EPS 停止上修、股價對 DDR4 漲價反應鈍化，即為終值折價開始主導。

華邦電：DRAM 風險與 Flash 資產並存

華邦電的利基 DRAM 與長鑫產品存在重疊，NOR Flash 與 SLC NAND 提供產品分散。長鑫擴產對華邦電的衝擊低於純 DRAM 廠，估值需拆成兩條產品週期。

AI 伺服器 NOR 題材的單機價值與實際市占仍待驗證，難以完整抵銷成熟 DRAM 下行。

部位含義： DRAM 段採週期折價，Flash 段依自身供需與價格估值；避免以單一 AI 標籤提高整體倍數。

旺宏：長鑫直接曝險最低

旺宏主要產品為 NOR Flash 及 SLC NAND，與長鑫 DRAM 產能的直接重疊有限。長鑫事件下具相對防禦性，仍受 Flash 報價、客戶庫存與自身資本效率影響。

部位含義： 作為台系記憶體相對價值配置，無法提供整體記憶體週期反轉的絕對保護。

曝險矩陣

公司	2026 報價彈性	長鑫產品重疊	2027 倍數風險	策略
南亞科	高	高	高	戰術多頭、縮短久期
華邦電	中高	中高	中高	DRAM 與 Flash 分拆
旺宏	中	低	中	相對防禦、依 Flash 週期

四、供給側計分板與部位閘門

長鑫驗證指標

觀察變數	台廠風險升級	供給衝擊延後
1H26 歸母淨利	達 500 億至 570 億元上緣	低於公司預估
月產能	年底接近 35 萬片	建廠或設備延遲
有效位元出貨	快於晶圓投片成長	良率、密度拖累
產品結構	DDR5、LPDDR5X 占比提高	仍集中低階產品
中國客戶採用	雲端與手機品牌擴大採購	客戶集中、拉貨放緩

設備與服務	國產替代、零件供應順利	維修、軟體與關鍵設備受限
美國政策	維持現有產業規則	實體清單及服務限制加碼
DDR4 / DDR5 合約價	2027 預期提前轉跌	結構性缺口延續

台廠價格訊號

1. DDR4 報價續升、南亞科與華邦電 EPS 上修、股價反應縮小：倍數收縮已先行。
2. 現貨價續漲、2027 EPS 遭下修：市場開始交易終值風險。
3. 長鑫位元出貨增加、合約價轉跌、台廠庫存上升：供給利空進入損益表。
4. 長鑫產能增加、位元出貨落後、設備限制升級：供給風險延後。
5. 台廠 AI 題材缺乏營收貢獻：成熟產品曝險重新成為估值主錨。

三種情境

情境	產業組合	台廠定價
短缺延續	長鑫有效供給低於計畫、DDR4 續漲、2027 EPS 上修	EPS 與倍數同步支撐
獲利高峰 / 終值下修	2026 報價強、長鑫擴產進度正常、2027 EPS 持平	EPS 上修、倍數下降
供給反轉	長鑫位元量加速、客戶採用擴大、合約價轉跌	EPS 與倍數同步下修

目前位置落在第一與第二情境之間。大摩及市場共識偏向短缺延續；長鑫 IPO 提高第二情境的機率。將 2027 年產能過剩寫成必然結果，會忽略設備、良率與位元密度的不確定性；完全忽視長鑫，則會高估台廠週期終值。

結論

長鑫雙重定價的表面是 5,791.8 億元在岸市值與近 4 兆元離岸隱含市值。離岸合約市場深度極低，缺乏機構定價意義；真正的供給訊號來自近 600 億至 666 億元募資、峰值獲利與中國客戶認證。

估值分母已統一。2025 年歸母淨利 18.75 億元對應 308.92 倍；2026 年上半年歸母預估 500 億至 570 億元機械年化後對應 5.08 至 5.79 倍。兩端分別代表週期低基期與高峰獲利，正常化本益比取決於 DRAM 價格、折舊、良率與有效位元供給。

美國出口管制已構成現行約束。18 奈米半間距門檻限制設備、技術與美國人員支援；長鑫仍透過 DUV 推進至約 16 奈米並量產中高代際產品。法規的財務效果集中於成本、良率、維修與高階產品差距，未形成絕對節點封鎖。實體清單若正式列名，供應與服務風險將再提高。

中國客戶採用把供給時間軸前移。阿里雲目前位置落在第一與第二情境之間。大摩及市場共識偏向短缺延續；長鑫 IPO 提高第二情境的機率。將 2027 年產能過剩寫成必然結果，會忽略設備、良率與位元密度的不確定性；完全忽視長鑫，則會高估台廠週期終值。

阿里雲、字節跳動、騰訊，以及聯想、小米、傳音、榮耀、OPPO、vivo 等主要手機與 PC 品牌均已進入長鑫終端供應鏈；前五大客戶占主營收入 68.08%。長鑫新增產能無須等待海外客戶全面認證，即可由中國雲端、手機與 PC 市場率先吸收。

台系記憶體的风险出現在估值終值。2026 年短缺與漲價仍可支持 EPS，2027 年長鑫有效供給將提前壓縮倍數。南亞科的獲利彈性與終值風險均最高；華邦電需分拆 DRAM 與 Flash；旺宏的直接 DRAM 曝險最低。

部位戰略採取戰術多頭、結構折價。記憶體報價與 EPS 上修仍可交易，持有期限縮短；2027 EPS 停止上修、股價對漲價利多失去反應，優先降低成熟 DRAM 曝險。長鑫位元出貨、設備取得、中國客戶拉貨與合約價，將決定這筆交易停留在倍數收縮，或升級為獲利循環反轉。

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