



〔投資研究報告〕

2026/8/11

海力士 150 兆押注 HBM 後市

目錄

- 一、買回未改資本方向
- 二、Y2 單廠投資逾 150 兆
- 三、設備裝機控制供給
- 四、HBM 需求出現新變數

大額買回未改擴產方向， 循環轉折改看設備裝機與輝達記憶體規格

2026/8/11 新光投顧

SK 海力士近期同時釋出股東回饋與產能擴張兩組資本訊號。公司 8 月 7 日宣布每股 375 韓元季度現金股利、總額約 2,733 億韓元，並承諾第三季公布追加股東回饋方案；市場流傳的 100 兆韓元總回饋與約 40 兆韓元庫藏股方案仍屬媒體估算，公司已表示尚未決定報導所稱的具體規模。

同日董事會核准龍仁 Y2 與清州 M17 合計 54.3 兆韓元投資，其中 Y2 為 35.2 兆韓元、M17 為 19.1 兆韓元。54.3 兆韓元主要對應廠房、研發、公共設施及電力、水處理等建設，Y2 後續設備成本估約 120 兆韓元，單一 Y2 廠完成後總投資將超過 150 兆韓元。這使資本配置的訊號出現清楚分層：買回規模尚未確認，生產基地的長期資本承諾已經落地。

54.3 兆韓元也不能解讀為六月長期計畫之外新增的一筆預算。SK 海力士六月已提出約 1,100 兆韓元中長期投資藍圖，其中龍仁 600 兆、清州 100 兆、西南部 400 兆；本次董事會決議屬於該藍圖進入實際執行階段。清州原始 100 兆韓元配置中，約 80 兆投入 M17、20 兆投入先進封裝 P&T7 等設施，因此 8 月核准的 19.1 兆韓元是分期決議金額，不代表 M17 投資由 80 兆縮減至 19.1 兆。

目前資本配置更接近「高現金流環境下的循環中段擴張」。買回本身對景氣位置的解釋力有限，設備裝機速度、客戶規格、庫存與報價才是下一階段的主要裁判。

目錄

- 一、 買回未改資本方向
- 二、 Y2 單廠投資逾 150 兆
- 三、 設備裝機控制供給
- 四、 HBM 需求出現新變數

一、買回未改資本方向

海力士第二季營業利益率達 76%，期末現金及約當現金 88 兆韓元，淨現金 69.4 兆韓元。高獲利與現金累積使公司具備同時投入晶圓廠、設備、股東回饋及資產負債表管理的能力。資本支出與買回目前沒有形成典型的資金排擠。

100 兆韓元股東回饋與 40 兆韓元買回的市場傳聞也需要降低權重。公司六月針對相關報導發布澄清，確認正在研究提升股東價值的方案，但未決定報導所稱的金額；8 月 7 日正式公告仍只確認 375 韓元季度股利，以及第三季公布追加方案。

若未來買回規模落在總股數約 2% 左右，其資本結構效果還需與七月美國存託憑證發行造成的股權增加一併衡量。買回接近新增股數時，主要作用會落在稀釋修復與每股指標穩定；買回與註銷遠超過新增股數，才代表公司提高現金返還強度。

韓國公司治理改革也降低了買回作為景氣指標的純度。新制度提高企業買回後註銷庫藏股的要求，使庫藏股更接近實質減資工具。公司決定買回多少仍是自主資本配置，買回後長期持有或再出售的選項受到限制。因此，大型韓國企業提高庫藏股回饋，同時受到股東價值政策與治理制度改變驅動，不能只映射記憶體循環。

海力士買回的循環權重因此應降低。下一次第三季正式方案最重要的讀數是買回股數、註銷比例，以及資本支出時程有沒有同步改變。股東回饋增加且產能投資維持，對晚週期判斷的支持度有限。

二、Y2 單廠投資逾 150 兆

Y2 是目前最具資訊量的資本訊號。董事會核准 35.2 兆韓元建設成本，工程包含生產廠房、整合研發設施、辦公福利設施、水處理與電力基礎設施；後續設備成本估約 120 兆韓元，完成 Y2 的總投入預計超過 150 兆韓元。工程預計 2027 年 7 月動工，第一座無塵室於 2029 年 6 月啟用，整體投資分期執行至 2031 年 10 月。

這個數字對循環判斷的權重高於庫藏股傳聞。公司正在營業利益率 76% 的高點，將單一下一代 DRAM 與高頻寬記憶體生產基地鎖定逾 150 兆韓元的多年資本承諾。管理層若已把目前獲利視為即將結束的短週期高峰，通常更難合理化如此長久期的廠房與基礎設施支出。

資本承諾仍不等同近期位元供給快速增加。35.2 兆韓元先建立廠房與基礎設施，約 120 兆韓元設備會依需求分期裝入。Y2 到 2029 年才開第一座無塵室，設備數量、製程節點與實際產能利用率仍可調節。海力士因此可以提前占有土地、電力與廠房，保留未來供給彈性，同時避免在景氣轉弱時一次投入全部設備資本。

M17 同樣要區分長期總額與現階段決議。公司七月宣布清州投資 100 兆韓元，其中約 80 兆投入 M17、20 兆投入 P&T7 與其他先進封裝設施；8 月董事會通過的 19.1 兆韓元屬於 M17 目前階段的建設支出。公司資料顯示，M17 預計 2027 年開工、2029 年上半年開始營運；首爾經濟日報則報導第一座無塵室規畫於 2028 年 12 月開出，兩者在「無塵室完成」與「正式營運」口徑上可以銜接。

NAND 的需求基礎也比傳統企業級固態硬碟更廣。SK 海力士指出，人工智慧服務擴張正提高企業級固態硬碟需求，人工智慧推論中的 KV 快取儲存亦增加 NAND 應用量；代理式人工智慧與實體人工智慧將進一步擴張儲存需求。M17 因此兼具傳統資料中心儲存與人工智慧推論的新需求來源。

三、設備裝機控制供給

54.3 兆韓元投資同時受到產業需求與韓國產業政策推動。六月 SK 海力士公布 1,100 兆韓元投資藍圖的時間點，與李在明政府「三大超級專案」政策同步；半導體、實體人工智慧與人工智慧資料中心被列為國家產業投資主軸，政府承諾協助基礎建設、許可與區域產業布局。

這層政策因素會降低資本支出作為純需求訊號的權重。企業在政府協助土地、電力、水資源與行政審批的條件下，可以比純商業投資更早鎖定長期產能基

地。資本承諾仍代表管理層認為需求足以支持長期投資，訊號中同時含有國家產業政策與區域發展因素。

實體條件也呈現區域差異。清州既有土地、電力與供水已就緒，因此 M17 可較快啟動；龍仁則採更長期的大型叢集方式建設。這種差異使「建廠決議」到「位元供給」之間仍保留多年時間差。

最新空方訊號來自高頻寬記憶體單顆搭載量。TrendForce 指出，輝達自 2026 年第三季開始重新評估 Rubin Ultra 的記憶體配置，除原先 12 層 HBM4E 外，也評估 8 層 HBM4E、12 層 HBM4 與 8 層 HBM4 等較低容量方案；部分雲端業者的自研人工智慧晶片也在評估降低下一代高頻寬記憶體容量。

這條訊號直接影響海力士未來單顆加速器可取得的高頻寬記憶體價值量，需要列入 Y2 需求假設的壓力測試。現階段還不能把它定義成總需求反轉。

TrendForce 指出，調整主因包括 2027 年整體 DRAM 供給偏緊、HBM4E 驗證與良率進度不確定，以及高記憶體採購成本；同一份研究仍預估 2027 年 HBM 位元出貨年增 50%至 60%，供給增幅仍低於需求，供應商定價權預計延續。

因此需要區分兩種風險。第一種是「單顆容量下降、晶片出貨增加」，總 HBM 位元需求仍可能成長；第二種是晶片出貨與單顆容量同步下修，才會形成真正的需求轉折。Rubin Ultra 最終規格、HBM4E 驗證、輝達加速器出貨量與雲端業者自研晶片容量，將成為記憶體需求的新一組領先指標。

四、HBM 需求出現新變數

目前證據仍支持記憶體循環位於中段擴張，買回尚不足以構成晚週期訊號。第一個支撐來自資本承諾。Y2 建設金額 35.2 兆韓元，設備另估約 120 兆韓元，單廠總投資超過 150 兆韓元；M17 長期規畫約 80 兆韓元，目前 19.1 兆韓元已進入董事會核准階段。這些支出橫跨 2027 年至 2031 年，對長期需求的訊息量高於尚未定案的股東回饋規模。

第二個支撐來自資本可調節性。廠房與基礎設施先行，設備依客戶需求分階段裝入，供給不會因建廠公告立即湧入市場。這個機制可以同時解釋長期大額投

資與短期供給緊張：海力士提前買下未來選擇權，位元供給仍受到設備安裝、良率與需求驗證控制。

第三個支撐來自財務能力。第二季現金 88 兆韓元、淨現金 69.4 兆韓元，營業利益率 76%，公司有能力和執行產能建設與股東回饋。買回因此沒有形成「公司缺乏更高報酬投資機會」的直接證據。

估值仍需加入兩項折價。其一，1,100 兆韓元長期投資與韓國政府產業政策高度一致，部分資本承諾含政策協同，不能全數視為管理層對終端需求的私人資訊。其二，Rubin Ultra 已開始評估降低單顆 HBM 容量，HBM 需求的成長公式需要從單純的「每代容量增加」改為「加速器出貨量 × 每顆搭載量 × 平均售價」。

後續可用三層條件判斷循環位置。

中段擴張確認：Y2 與 M17 工程按期、設備訂單持續釋出；DRAM 及 NAND 庫存維持低位；HBM4 與 HBM4E 價格保持上行；Rubin Ultra 即使降低單顆容量，加速器出貨增長仍使總 HBM 位元需求維持高增。

晚週期警戒：股東回饋提高，設備裝機節奏開始延後；DRAM 與 NAND 價格漲幅連續收斂；原廠庫存回升；輝達與主要雲端業者同步降低下一代高頻寬記憶體搭載量。這組訊號代表需求增量已開始低於產業原先規畫。

循環反轉確認：記憶體價格轉跌、庫存快速累積、HBM 單顆容量與加速器出貨量同步下修，Y2 或 M17 設備投入延後。此時大額股東回饋才會取得典型晚週期資本配置的含義。

最值得交易的訊號落在逾 150 兆韓元的 Y2 資本承諾：海力士在 76%營業利益率的高位，仍為 2029 年以後的高頻寬記憶體產能鎖定廠房與基礎設施。這筆投入對循環見頂具有較高的否決力。

最新需要提高權重的反證則來自輝達。Rubin Ultra 降低單顆 HBM 容量的評估已經證明，高頻寬記憶體價格過高與供應不足開始迫使客戶重新設計系統。只要這種「節省記憶體」仍由供給短缺驅動，海力士定價權尚可維持；若未來演



變成需求增長放緩與規格同步下修，Y2 設備投資將成為最早可以踩煞車的資本
閥門。

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