



凯撒的归凯撒——针对本轮市场调整的交易面与基本面的五问五答

- **本轮急速回调主因是交易面而非基本面。**7月以来，韩国市场的三重嵌套杠杆（场外信用贷款—场内融资—杠杆ETF）在监管收紧下出现踩踏，并通过跨市场情绪传染至A股与美股科技链；而逐一检视Meta算力外售、KIMI新模型、存储Q3价格预期等三条基本面线索，我们认为均不能证实AI算力基础设施的长周期产业趋势已经见顶，仅指向估值中枢的重定位。
- **见底判定应跳出精确数据跟踪，以市场信号替代。**核心存储股对利空不再创新低（价格钝化）、以及美股与A股不再跟随韩国指数波动（跨市场脱钩），是比以跟踪数据来判断杠杆出清可操作性更高的见底信号。同时，存储“涨不动价”并不意味着整条上游通胀链失速——以GB300 NVL72机柜BOM为例，内存仅占约18%，MLCC、ABF载板、电子玻纤布等领域的紧缺由各自供给结构驱动，与DRAM供需并不完全重叠。
- **估值锚定：存储周期中段应以PE为锚，LTA重定价为价值成长。**本轮LTA长单使市场将存储从周期股重定价为价值成长股，ROE与PB创历史新高、PB中枢上移、PE稳定高位。由于PE的周期性大幅波动在LTA支撑的盈利可见度下被熨平，本轮周期下PE已不再是单纯的反向周期陷阱，而是演变为存储标的与其他半导体标的进行横向估值对比的统一锚。在新的定价框架下，当前回调后的存储板块估值已具备较高赔率。
- **通胀链的误杀：本轮存储下跌把整个A股上游“通胀链条”标的拖入同步重挫，**这隐含着一层市场假设：存储是这轮AI资本开支中最具定价权、也最具风向标意义的环节，其涨价受阻意味着其他环节必然没有涨价的可能性。这一推理把“资本开支总盘子仍在扩张”与“每个环节各自的供需缺口持续存在”错误地画上了等号。该误判产生了错杀建仓的投资机会。
- **反弹建仓遵循“先守后攻、由低估值向高确定性”的节奏。**反弹初期首选相对低估值且跌幅较深、景气未破的防守组合，建议关注三大方向：PCB、被动元件MLCC及美股韩股存储；反弹中后期建议切入估值扩张潜力更大的半导体设备材料等国产替代方向，博取进攻空间。
- **建议关注标的：**反弹初期以PCB（广合科技、深南电路）、被动元件MLCC（三环集团）及美股韩股存储龙头（美光、SK海力士）为优先；反弹中后期建议关注A股半导体设备材料标的（精智达、上海合晶）。
- **投资风险：**AI算力资本开支节奏与地缘扰动超预期，存储LTA毁约风险。

陈耀波

首席科技硬件分析师
elvis_chen@spdbi.com
(852) 2808 6435

苏聪

科技分析师
louise_su@spdbi.com
(852) 2808 6442

2026年7月23日



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

主题研究

凯撒的归凯撒——针对本轮市场调整的交易面与基本面的五问五答

目录

问题一：本轮急速下跌的行情究竟是基本面变化导致还是交易面的变化导致？	3
1. 7月以来基本面事件的市场解读与偏差，成为本轮行情回调的导火索	3
2. 本轮回调中，交易面与基本面的共振机制	7
3. 结论：交易面为主因，基本面影响估值中枢	9
问题二：既然交易面是主因，那什么信号可以协助判定本轮回调的结束？	10
1. 杠杆出清的判断难度比想象中要大	10
2. 如果从数据跟踪判断维度来看容易造成精准错误，那有什么可替代方案协助判定？	11
问题三：既然基本面决定了中长期的介入赔率，应该如何认知当前估值的位置？	13
1. 存储的估值究竟看 PE 还是看 PB？	13
2. 当存储 LTA 的可靠性成为当前定价的逻辑关键	16
3. 按照中性情景判断，当前下行和上行空间如何判定？	17
问题四：存储见顶连带影响 A 股其他细分板块通胀的逻辑是否绝对合理？	19
1. 存储板块涨价失速必然代表产业链通胀环节逻辑破灭吗？	19
2. 其他典型通胀领域的供需独立性为回调后抄底提供了可选项	19
问题五：观测到本轮回调交易性企稳信号后，应如何参与 AI 行情？	21
1. 反弹初期的首选策略：大产业趋势下相对低估值且跌幅较深的板块	21
2. 反弹中后期的进攻策略：半导体设备与材料对上涨幅度容忍度更高	22
3. 板块推荐排序与关注标的总结	23

图表目录

图表 1：2022-2026 年 DRAM 价格指数与 SK 海力士和美光科技 PB 的关系	6
图表 2：DRAM ASP QoQ 变化情况（%）	6
图表 3：NAND ASP QoQ 变化情况（%）	6
图表 4：2014-2016 年中证 1000 指数 VS 2025 至今韩国综合股价指数（KOSPI）走势对比	8
图表 5：2009-2026 年美光科技市盈率 TTM	14
图表 6：2009-2026 年美光科技市净率（MRQ）	14
图表 7：美光 PE 与利润增速的相关性不足	14
图表 8：美光 PB 与 ROE 的相关性较强	14
图表 9：当前美股半导体芯片头部标的估值情况（预期 PE/预期 PB）	15
图表 10：存储板块上下行空间测算情景分析	18
图表 11：申万电子细分板块 27E 整体法市盈率情况	22
图表 12：申万电子细分板块 6 月 30 日以来整体法市盈率下降情况	22

凯撒的归凯撒——针对本轮市场调整的交易面与基本面的五问五答

问题一：本轮急速下跌的行情究竟是基本面变化导致还是交易面的变化导致？

理解本轮大幅回调的行情，我们首先要梳理 7 月以来主要发生的基本面叙事如何影响市场，以及实际的产业情况，再从交易面上复盘杠杆如何与基本面形成了共振，从中剥离出核心矛盾，找出打破本轮负反馈的关键要素：我们究竟在等待一个基本面叙事的边际利好还是政策面的资金干预？

1. 7 月以来基本面事件的市场解读与偏差，成为本轮行情回调的导火索

7 月以来，三条基本面线索被市场密集定价并普遍解读为利空，构成科技板块情绪转弱的叙事底色。我们认为这三条线索均存在被线性外推或过度演绎的倾向，其实质影响指向的是估值中枢的重定位，而非产业趋势的根本逆转。

第一条线索是 Meta 算力外售事件引发的算力总量过剩担忧。2026 年 7 月 1 日，Meta 正式推进内部代号“Meta Compute”的云计算业务，计划向外部客户出售或出租闲置 AI 算力。扎克伯格在 5 月股东大会上已先行释放信号，表示“（进军云计算）绝对在我们的考虑范围内，几乎每周都有外部公司联系我们希望购买算力”。消息当日，Meta 股价大涨 8.8%、市值单日增加约 1,270 亿美元，而算力产业链集体承压——CoreWeave、Nebius 股价分别重挫 13.92%、17.01%，美光科技和闪迪跌超 10%，次日韩国三星电子、SK 海力士分别下跌 9.06%、14.57%，A 股存储芯片、光模块、PCB 等 AI 产业链亦普遍回调，兆易创新跌停，新易盛、澜起科技、江波龙等多只个股跌幅超 10%。

市场将 Meta 从“买算力”向“卖算力”的身份转换，直接等同于 AI 基础设施建设已经越过供需拐点——如果连激进的算力买家都出现富余产能需要外售，那么此前“算力永远稀缺”的核心叙事即被动摇，HBM、存储、光模块等硬件扩产逻辑的可持续性存疑。

我们认为，这一解读存在根本性的归因偏差。此前 Meta 是头部超大规模厂商中唯一尚未布局云服务商业业务的企业。不同于亚马逊有 AWS、微软有 Azure、谷歌有 GCP，Meta 2026 财年一季度营收 563 亿美元中云业务收入为零，外售算力是补齐商业模式缺位的自然之举，而非产能过剩的被迫变现。据行业调查，Meta 内部基础设施利用率约 65%，剩余 35% 为阶段性闲置产能，将其转化为可创收资产，本质上是将纯成本包袱转为可收费资产，从而摊薄折旧与运维成本，这恰恰是为持续扩大 AI 投资提供现金流支撑而非削减投入。更关键的反证在于，在 Meta 宣布外售算力的同一时间窗口，GPU 租赁价格不降反升。AI 推理基础设施服务商 Baseten 披露，在 2026 年 10 月续约时英伟达 B200 租赁价格将从每小时 2.63 美元上调至 5.10 美元，涨幅约 94%，且当前采购 1,000 块 GPU 的交付周期已延长至 12 至 15 个月、新订单普遍排至 2027 年第二季度。如果行业供需真的出现反转，租赁价格与交付周期不可能同步上行。

第二条线索是 Kimi K3 的发布引发的算力通缩恐慌。7 月 17 日，月之暗面发布新一代开源旗舰模型 Kimi K3，总参数达 2.8 万亿，采用 Kimi Delta Attention 线性注意力机制与 Stable Latent MoE 架构，共 896 个专家，每 token 仅激活其中的 16 个。Kimi K3 在 Frontend Code Arena 榜单以 1,679 分超越 Anthropic 的 Claude Fable 5 登顶第一。发布后 48 小时内用户请求量逼近集群承载极限，随后月之暗面于 7 月 19 日宣布暂停 C 端新用户订阅。

Kimi K3 采用的线性注意力机制可显著降低 KV Cache 的数据传输需求，最高可压缩约 10 倍带宽压力。市场据此联想到 2025 年初 DeepSeek R1 发布后引发的 AI 硬件需求恐慌，并形成从模型效率提升到单次推理算力消耗下降、再到 GPU 和 HBM 需求减少的线性推演链条，将 K3 解读为算力通缩的又一证据，认为算法优化正在侵蚀硬件需求的底层逻辑。费城半导体指数一度暴跌超 6%，CPO 板块批量跌停。

我们认为，这一判断存在严重的架构层面误读。SemiAnalysis 指出，Kimi K3 总参数超 2.8 万亿，仅模型权重即占用超过 1.5TB HBM 显存，即便并发用户不多，KV Cache 也必须卸载至 CPU 侧 DDR5 内存与 NVMe 固态硬盘，整体 HBM 空间并无富余，这反而会倒逼 DRAM 与高速 SSD 的配套扩容。同时，K3 采用 WideEP 专家并行策略，将 896 个专家模块分布到多颗 GPU 上以降低单卡内存压力，但专家之间频繁的 all-to-all 数据交换对网络互联带宽提出极高要求，KDA 节省的 KV Cache 通信需求被 WideEP 带来的权重交换需求部分抵消，整体 AI 基础设施压力并未下降。月之暗面官方明确，K3 高效推理部署至少需要 64 块以上加速芯片组成超节点集群，而上一代 K2 仅需 16 块，英伟达 GB200/GB300 NVL72 机柜的铜背板互联带宽是上代 DGX B200 系统的 18 倍，恰好匹配这一大规模专家并行推理需求，也进一步侧面验证了 AI 基础设施的需求不会因该架构而受到冲击。



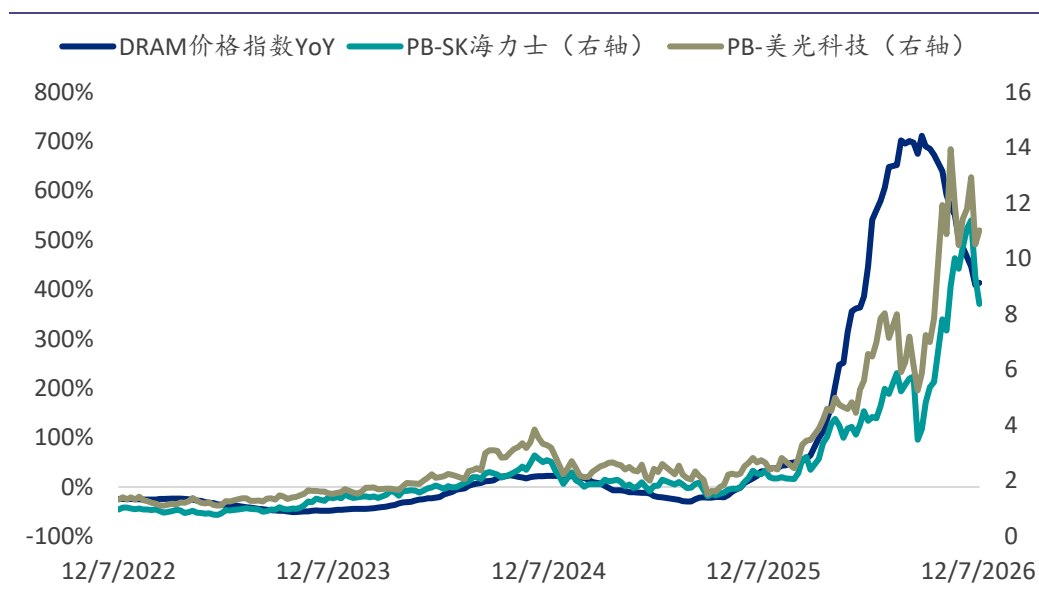
从长期底层逻辑看，推理成本下降将刺激 C 端和 B 端用户大规模使用大模型，整体 AI 调用量增速远超单 Token 硬件节约幅度，最终带动 GPU、HBM、DRAM 及高速网络设备总需求持续扩张，正如蒸汽机效率提升后煤炭消耗不降反增。更具说服力的是，K3 发布 48 小时后即因算力不足而暂停新用户订阅，一款开源模型的发布以算力熔断收场，恰恰从反面坐实了算力需求远未到顶。

第三条线索是存储 Q3 价格预期带来的周期下行拐点恐慌。TrendForce 集邦咨询于 2026 年 7 月 3 日发布最新存储器价格调查，指出 2026 年第三季度整体 DRAM 格局持续极度紧缺，但因消费级应用需求下修及高基数效应，合约价涨幅收敛至季增 13%至 18%，NAND Flash 合约价预计季增 10%至 15%，幅度较前几季明显缩减。

Q3 涨幅较 Q1 和 Q2 大幅收窄，被部分投资者解读为存储超级周期的拐点信号：价格涨幅的环比走弱意味着供需紧张格局正在缓解，存储板块的盈利高增预期面临下修风险，进而拖累整个硬科技板块的估值。

我们认同涨幅的环比走弱对存储板块估值进一步扩张起到压制作用，但 Q3 涨幅走弱并非近期突发下修，而是自年初就一贯存在的预期路径。回溯 TrendForce 对本轮存储周期的预测调整轨迹，可以清晰看到一条从 Q1 爆发式上涨到 Q2 延续高位再到 Q3 高基数下自然收敛的递减曲线，其斜率在年初即已锚定。2026 年 3 月底，TrendForce 一次性大幅上修了 Q1 与 Q2 的价格预期，Q1 通用型 DRAM 合约价涨幅由原预测 55%至 60%上调至 93%至 98%，NAND 涨幅由 33%至 38%上调至 55%至 60%，Q2 通用型 DRAM 涨幅由原预测 10%至 15%上调至 58%至 63%，NAND 涨幅由 18%至 23%上调至 70%至 75%。正是在这一轮上修中，TrendForce 同步给出了 Q2 之后涨幅将因高基数效应而逐步收敛的指引，即 Q3 涨幅回落至较低区间本就是 Q1 至 Q2 爆发式上涨这一路径的自然延伸，而非新增的负面信息。

图表 1：2022-2026 年 DRAM 价格指数与 SK 海力士和美光科技 PB 的关系

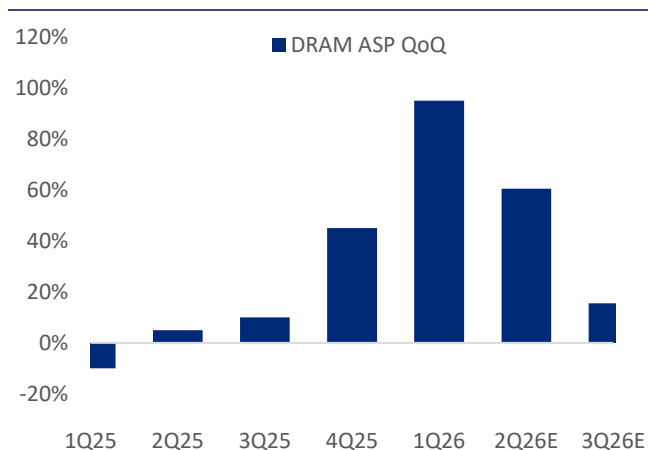


注：统计周期为：2022 年 7 月 12 日至 2026 年 7 月 14 日

资料来源：闪存市场、Wind、Bloomberg、浦银国际

进一步看，TrendForce 在 7 月 3 日的报告中明确强调，Q3 涨幅收敛的核心原因是合约价攀升至历史新高后、PC 和智能手机等消费端客户的价格承受力达到极限，以及部分买方的采购价受限于长约规定，而非供给端出现松动，Server DRAM 供不应求态势延续、原厂持续将产能向 AI 服务器高毛利产品倾斜的格局未变。Q3 涨幅走弱是高基数下的数学收敛，存储板块的盈利能见度并未受损。

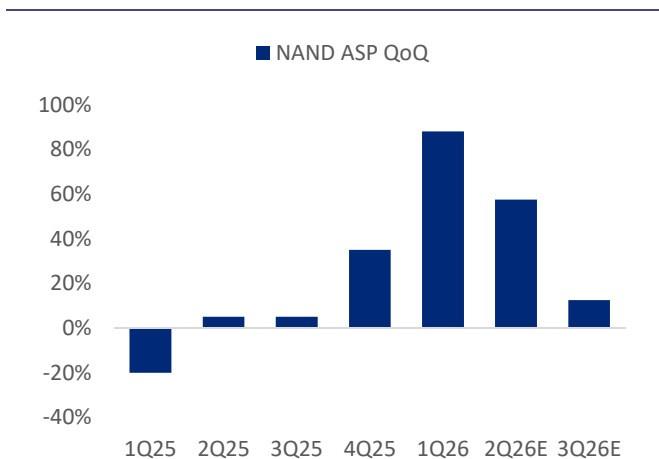
图表 2：DRAM ASP QoQ 变化情况 (%)



注：截至 2026 年 7 月

资料来源：TrendForce、浦银国际

图表 3：NAND ASP QoQ 变化情况 (%)



注：截至 2026 年 7 月

资料来源：TrendForce、浦银国际

上述三条基本面线索的共同特征是事件本身是中性的产业演进——资产优化、架构升级、价格基数效应，但被市场在急跌情绪中一致性地解读为利空，形成了叙事自我强化的负反馈。我们的判断是，这三条线索均不构成对 AI 算力基建长周期趋势的证伪，其实质影响在于重新校准了市场对算力稀缺性溢价的定价，即影响的是估值中枢而非产业方向。

2. 本轮回调中，交易面与基本面的共振机制

如果说上文分析的三条基本面线索构成了本轮科技板块回调的叙事底色，那么真正推动价格以如此急促的速率向下调整的，是韩国市场的嵌套式杠杆交易结构在趋势反转时的自我强化式坍塌：

第一层是场外信用贷款，散户通过银行消费贷、透支账户举借资金转入证券账户。韩国金融投资协会数据显示 5 月底韩国五大商业银行个人信用贷款余额已达 104.9 万亿韩元，7 月初两个交易日内透支账户余额暴增逾 4,930 亿韩元，活期存款同期减少约 18 万亿韩元。

第二层是场内融资，投资者将借入资金存入券商账户后通过信用交易进一步加杠杆。第二季度散户“借钱买股”日均规模达 61.91 万亿韩元，融资余额 5 月首破 38 万亿韩元，创历史峰值。

第三层是产品杠杆。5 月 27 日首批挂钩三星电子与 SK 海力士的 2 倍杠杆 ETF 上市后，韩国杠杆 ETF 资产管理规模攀升至约 450 亿美元，占自由流通市值 2.9%。这类 ETF 每日收盘前机械性执行头寸再平衡，标的上涨时被动追加买入、下跌时被动抛售，天然追涨杀跌。

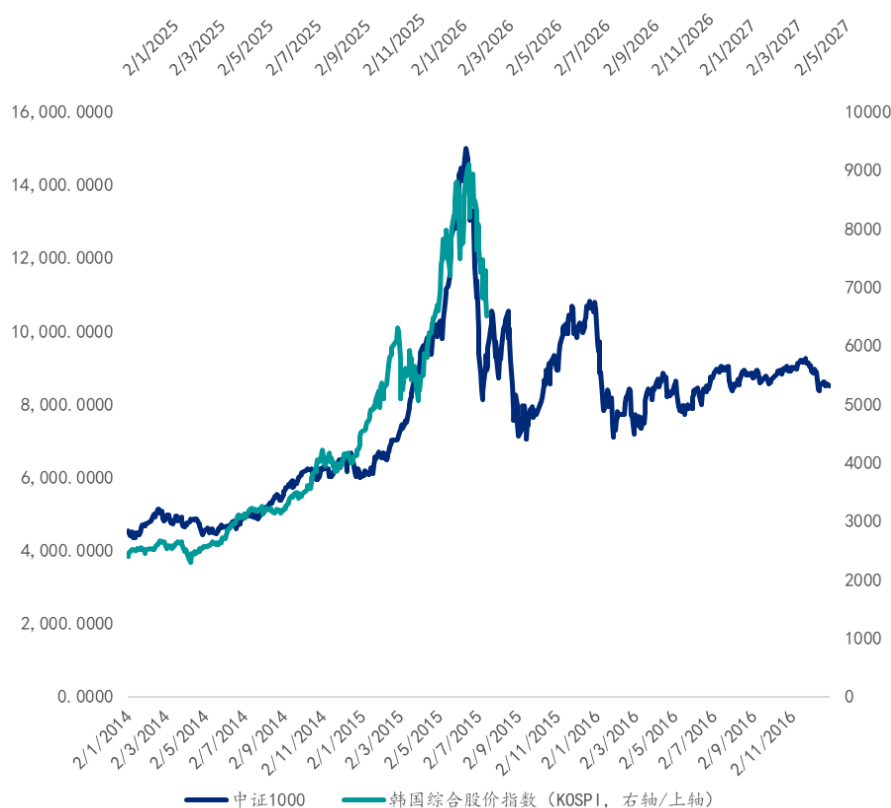
三层叠加后名义杠杆敞口可达本金的 4 至 6 倍，趋势反转时杠杆 ETF 再平衡、券商程序化强平、信用贷追缴在同一方向上形成共振，7 月 1 日至 10 日已有 32 万至 46 万个散户账户遭全额强平。

与 2015 年 A 股巨幅震荡时的杠杆体系对比，两套体系在去杠杆节奏的可控性上存在差异。2015 年 A 股的场外配资高度依赖恒生 HOMS 等分仓系统这一单一技术通道，证监会在当年 7 月 12 日发布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》后关闭接口、清理子账户，整个场外配资链条在数周内被物理切断，场内融资融券余额在不到三个月内从人民币 2.27 万亿元骤降至约 1 万亿元，降幅 56.4%。该举措切断了违规资金来源，但后续市场强平抛售在短期内集中爆发，去杠杆过程加速了市场下跌。

差异在于韩国市场本轮的场外信用贷款发生在银行体系内部，与证券账户之间并无强制性的信息联动，投资者可以随时提取贷款现金转入券商账户，监管者无法像关闭 HOMS 接口那样阻断资金流入。但正因如此，银行可以通过渐进式收紧授信审批和贷后管理来逐步压缩资金供给，而非在单一时间点上被迫集中清算，去杠杆过程更加分散和渐进。

基本面变化不足以触发行情突变，韩国政府监管介入才是根因。6 月上旬韩国主要商业银行率先收紧信用贷款审批，7 月 6 日央行发布金融稳定报告首次警告杠杆 ETF 风险。7 月中旬力度骤然升级：14 日韩国金融投资协会召集券商 CEO 紧急会议，15 日韩国总统李在明直接点名要求制定补充对策，16 日韩国金融服务委员会正式宣布暂停新品上市、保证金从 1,000 万韩元三倍上调至 3,000 万韩元且仅认现金、最少交易单位上调为 20 份。这些措施直接开启了韩国杠杆结构的出清窗口。尽管 SK 海力士和三星电子的股价压力并未在一次事件中集中释放，但其向全球科技板块也将产生较强的传导影响。

图表 4：2014-2016 年中证 1000 指数 VS 2025 至今韩国综合股价指数（KOSPI）走势对比



注：统计周期为中证 1000 指数为 2014 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日，韩国综合股价指数为 2025 年 1 月 1 日至 2026 年 7 月 20 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

基本面并未逆转，真正在跨市场传导的是交易结构和风险偏好。韩国市场三重嵌套杠杆结构通过多条渠道迅速向全球科技板块传导，成为本轮 A 股与美股科技股同步回调的核心放大器。第一条渠道是估值锚传导：SK 海力士和三星电子作为全球存储产业链和半导体供应链的绝对定价锚，其股价在韩国本土市场的暴跌直接触发全球半导体类资产的估值重估。第二条渠道是全球动量交易的集体反转：本轮抛售的核心驱动并非基本面恶化，而是对冲基金和共同基金大规模平仓“做多半导体、做空超大规模云计算商”这一年内最热门的配对交易。此前涨幅最大的个股反而成为抛售重灾区，例如美光科技较高点累计下跌 30%，西部数据和闪迪跌幅均超 35%。

3. 结论：交易面为主因，基本面影响估值中枢

综合以上，本轮科技板块急速回调的主因应归结为交易面而非基本面。三条基本面线索经过逐一检视，均不能证实板块所依托的 AI 算力基础设施长周期产业趋势已经见顶：Meta 外售算力是头部厂商补齐云商业模式的资产优化；Kimi K3 的架构升级在“杰文斯悖论”框架下反而强化而非削弱硬件总需求；存储价格涨幅的环比收敛是高基数下的数学效应而非供需格局的逆转。基本面因素中，真正对板块构成约束的仅是存储涨价同比增速的环比下滑。这一变化会压制估值的进一步扩张，但其性质属于对估值中枢的边界约束而非价格预期的边际下修，尚不足以单独激发如此量级的深度回调。真正驱动价格以急促速率向下重估的，是韩国市场三重嵌套杠杆结构在趋势反转时的自我强化式坍塌，以及由此通过估值锚与全球动量交易渠道向 A 股与美股科技板块的跨市场传染。

换言之，基本面决定的是板块估值中枢的静态位置与中长期走势的节奏，交易面决定的是本轮调整的幅度、速率与短期方向，二者须分明对待，“凯撒的归凯撒，上帝的归上帝”——将交易层面的剧烈波动归咎于基本面恶化，或反过来因基本面的温和收敛而恐慌于产业趋势逆转，都是“看图说话”式的认知误区。本轮回调清理的是过去八个月积累的拥挤交易与杠杆风险，而非产业逻辑本身，厘清这一区别是后续制定抄底与建仓策略的前提。

问题二：既然交易面是主因，那什么信号可以协助判定本轮回调的结束？

1. 杠杆出清的判断难度比想象中要大

2015 年 A 股市场的杠杆出清过程，为理解本轮韩国去杠杆的难度提供了一个极具参照价值的样本。监管层 2015 年 6 月 12 日宣布清查场外配资触发了市场的连锁去杠杆，6 月 15 日至 7 月 8 日的 68 个交易日，市场见证了去杠杆螺旋中多杀多的惨况，6 月 26 日单日超过 1000 只股票跌停，千股跌停在随后数周内反复出现，流动性几近枯竭；更值得警惕的是，当年 7 月国家队入场救市后市场虽短暂企稳，但 8 月 11 日汇改之后信心崩溃引发二次探底，沪深两市融资余额直至 9 月 2 日才回落至 2014 年 12 月中旬的水平，整个去杠杆过程耗时近三个月且经历了两轮剧烈杀跌。

复盘这一过程，市场对场外杠杆体量的误判是失控的原因之一。2015 年 6 月 30 日中国证券业协会披露的场外配资市场规模数据仅为约 5000 亿元，但事后多家机构的测算显示真实规模远超此数——场外配资市场规模测算区间非常宽，在 1.2 万亿到 2 万亿元之间。在清理过程中，恒生电子披露的 HOMS 系统强制平仓金额仅 301 亿元，与市场对“万亿元级待平盘”的恐慌预期形成巨大落差，反而加剧了不信任与抛售。

误判之所以如此之大，根本原因在于场外融资体量的统计与实际流入股市比例的双重不可观测性。场外配资经由银行优先级资金、信托伞形结构、配资公司、终端客户形成多层嵌套，客户身份与交易行为在交易所和中国结算系统中无任何记录，恒生电子作为 HOMS 系统运营方亦无法区分阳光私募与场外配资的底层子账户、技术上不持有完整数据；而资金通过银证转账进入配资账户后，配资公司可挪用客户保证金、开展循环借贷，实际注入股市的比例更无从追踪。当监管者无法精确度量待出清的杠杆规模时，政策力度与市场真实风险之间容易出现系统性错配。

韩国本轮去杠杆所面临的度量困境，恰恰被韩国监管机构自身的披露所印证。韩国央行在 2026 年 6 月 24 日发布的《金融稳定报告》中披露，截至 5 月底投资者通过券商信用交易借钱炒股（含违约结算）的规模达 39.4 万亿韩元，创历史统计新高，但央行随即明确指出，所谓“负债投资”的真实规模“估计比这更大”，原因在于部分投资者是用银行存款机构的贷款而非券商渠道买入股票，而银行口径下的家庭其他贷款（无担保贷款、透支账户、股票质押贷款等）自去年四季度以来增长显著，其中“可能有相当大一部分也流入了股市”。值得注意的是，央行在此处使用的仍是非确定性措辞，意味着即便统计机构也无法精确量化场外信贷入市的比例。更棘手的是存量“后门”：截至 2026 年 6 月，韩国五大商业银行透支账户中客户在额度内尚未使用的金额高达 53 万亿韩元，这些已获批但未使用的额度不受总负债

本息偿还比率约束，金融机构难以进行有效限制，即便银行收紧新增贷款，存量透支额度仍可能在行情向好时被随时启用。

当监管者对“已入场”的场外杠杆规模只能给出区间估算、对“未启用”的存量额度更是无法管控时，其与 2015 年 A 股监管层的处境高度相似——无法精确度量待出清杠杆，政策力度便只能被动跟随市场。韩国金融监督院院长李灿镇在今年 6 月 22 日的新闻发布会上公开表示“后悔批准了这些产品”“当时我们推进得太仓促了”，并坦言应“竭尽所能阻止其获批”。监管层事前的规模与风险评估明显不足，进一步印证了韩国市场本轮去杠杆是在“看不见的杠杆”之上推进的，其尾部风险因此比单纯的基本面调整更难定价，客观上为“脱离基本面的超跌”情况的出现提供了前置条件。

2. 如果从数据跟踪判断维度来看容易造成精准错误，那有什么可替代方案协助判定？

既然精确度量韩国待出清的杠杆规模存在结构性的困难，连韩国央行自身都只能给出区间估算而非确定数值。若继续依赖“数据跟踪”去判断本轮回调是否结束，极易陷入“精准错误”——要么低估体量导致政策力度不足、要么高估而过早宣告出清。因此，与其在不可观测的规模数字上纠缠，不如转向市场行为本身给出的、可直接观测的见底信号。这类信号不追求精确量化杠杆存量，而是通过价格反应与跨市场联动的边际变化，去捕捉“抛压是否已经衰竭”这一真正关乎交易决策的本质问题。

第一个可替代方案来自个股层面的价格信号。具体而言，是观察核心存储标的（SK 海力士、三星电子、美光以及 A 股存储链）在面对增量利空时是否仍创新低。其底层原理在于：一轮由杠杆坍塌驱动的趋势性下跌，不计成本的卖压主要来自三类卖出——杠杆账户的强制平仓、恐慌性止损盘以及机构产品的赎回抛售，当这些资金在下跌过程中被持续挤出，市场中留存下来的多为深度套牢、已“躺平”而不愿在低位割肉的中长期筹码，此时即便再有行业利空落地，也已无充足的边际卖盘将其进一步打压，股价便呈现出“利空低开后收涨、或仅仅平盘、不再刷新前低”的钝化特征，这正是抛压趋于衰竭的经典表征。

对存储板块而言，这一信号高度可执行。当核心存储股在遭遇诸如某机构下修价格预期、某大厂指引偏软等利空冲击时，股价不再创出新低且成交量同步萎缩，即表明杠杆强平盘与恐慌盘已经枯竭，待出清的边际抛压接近尾声、市场进入存量博弈。



这一逻辑在 2015 年 A 股巨幅震荡后的企稳过程中曾清晰上演，可作为本轮的参照。2015 年 8 月 26 日央行“双降”当日，上证综指在 2927 点附近探明低点，此后真正具有检验意义的，是随后出现的若干明确宏观利空并未再驱动市场破位。9 月财新制造业 PMI 初值跌至 47.0、创 2009 年 3 月以来最低，按理构成显著利空，但沪指仅在 3100 点一线箱体震荡、始终未跌破 8 月 26 日的 2850 前低，创业板指更在 9 月 28 日大涨刷新近一个月收盘新高；至 12 月美联储启动当轮周期首次加息，这一全球风险资产的系统性利空落地后 A 股同样未再创新低，呈现典型的“利空出尽、钝化不跌”，彼时两融余额已从 6 月峰值 2.27 万亿元降至年末约 1.18 万亿元，被动强平压力实质性消退。本轮存储板块若重现类似的价格钝化，其传达的信息是类似的：韩国杠杆强平这一外部冲击的边际卖压已经衰竭。

第二个可替代方案从跨市场传染的维度切入。本轮全球科技板块下跌的源头在韩国——SK 海力士与三星电子通过 ADR 与期货渠道向美股半导体传导，又通过估值锚与风险偏好向 A 股存储链映射，形成一条清晰的传染链。因此，判定韩国去杠杆是否临近尾声，可以观测一个反向信号——当韩国指数（KOSPI 及个股杠杆 ETF）仍出现波动甚至继续下探时，美股（费城半导体指数 SOX）与 A 股（电子板块指数）是否仍同步跟跌；若韩国边际下跌不再触发美股与 A 股的同向重挫，甚至出现韩国小跌而美股、A 股走平或反弹的背离，即表明跨市场传染链条已经断裂。其合理性在于：跨市场传染的本质是“共同风险因子的重新定价”，股价的脱钩证明“非韩市场”已充分计价韩国去杠杆风险，开始回归基本面定价。

问题三：既然基本面决定了中长期的介入赔率，应该如何认知当前估值的位置？

1. 存储的估值究竟看 PE 还是看 PB？

要回答“大跌之后存储板块的价格究竟落在什么位置”这一核心问题，首先必须厘清存储这类强周期、重资产半导体子行业应当以何种估值锚为标尺。存储厂商的盈利高度与 DRAM 与 NAND 合约价格的景气同步摆动，净利润率可在-40%~+60%之间剧烈摆动，这种盈利的不稳定性决定了其估值体系与弱周期的成长股存在本质区别，也决定了 PE（市盈率）与 PB（市净率）两种指标在不同时点的有效性截然不同。

PE 与企业的即期盈利增速正相关，而 PB 与企业的净资产收益率（ROE）正相关。当行业处于高 ROE 区间时，合理的 PB 中枢本就应高于低 ROE 时期。PE 在周期股定价中的缺陷在于它是一面“后视镜”，滞后于周期：盈利最丰厚的顶部恰恰是 PE 最低的时点，盈利最枯竭的底部恰恰是 PE 最高或失效的时点，若机械地用低 PE 去“抄底”周期顶部，往往会买在景气拐点之前。而 PB 的稳健性源自资产端的刚性，晶圆厂、设备等重资产不会因一轮价格下行而凭空消失，它度量的是企业的“家底”（即重置成本），因而在盈利剧烈波动中仍能为估值提供一个相对稳定的锚。正因如此，对于存储这类资本密集且盈利高度周期化的行业，国际市场历史的惯例长期以 PB 为主要标尺、PE 仅作辅助参考。

美光科技的估值历史清晰展示了 PE 作为周期后向指标的失真特征，与之相对，PB 则表现出更为稳定的资本回报率强相关性：2020 至 2023 年间其 PB 始终运行在 1.15 倍至 2.74 倍的窄幅区间内，直到 2025 年 AI 驱动的盈利重估将其从 Q3 末 2.46 倍（当期单季度 ROE 3.93%）推升至 26Q2 的 14 倍（当期单季度 ROE 21.77%，随后在 26Q3 攀升至 36.47%）。

图表 5：2009-2026 年美光科技市盈率 TTM



注：统计周期为：2009 年 12 月到 2026 年 7 月。

资料来源：iFind、浦银国际

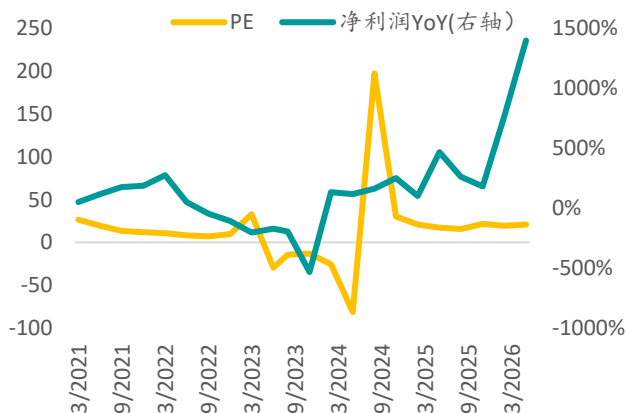
图表 6：2009-2026 年美光科技市净率（MRQ）



注：统计周期为：2009 年 12 月到 2026 年 7 月。

资料来源：iFind、浦银国际

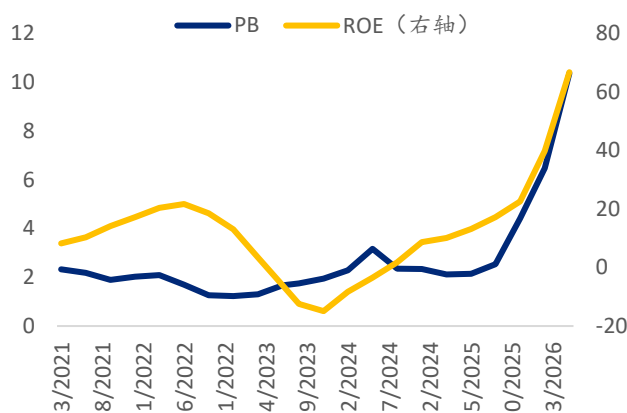
图表 7：美光 PE 与利润增速的相关性不足



注：统计周期为：2021 年到 2026 年 7 月

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：美光 PB 与 ROE 的相关性较强



注：统计周期为：2021 年到 2026 年 7 月

资料来源：Bloomberg、浦银国际

一个正在深刻改变定价范式的变量是长期协议（LTA）占比的持续抬升。全球内存三巨头三星电子、SK 海力士与美光科技正通过与大客户签订长达数年的长期协议来锁定全球内存供应的长期走势。在 AI 延续高景气的大背景下，这种结构性合约安排使下游需求从过去的随行就市转为保底可见。其直接后果是，存储厂商的保底预期 ROE 被大幅抬升至历史高位，其 PB 亦随之创下盘中历史高位。LTA 占比的提高，本质上削弱了存储行业的周期属性：当大部分高毛利产能，尤其是 HBM 与服务器 DRAM，已通过多年长期协议提前售罄，企业的商业模式与现金流便从周期起伏的薄利制造被重新定价为长期稳定的成长型现金流，这一预期将推动 PB 中枢系统性上移。在 ROE 维持稳定高位、PB 中枢上移的组合下，PE 估值也将在未来持续稳定在一个较高区间，而非重现历史周期中盈利见顶（即 PE 虚低）、盈利塌陷（即 PE 虚高）的两极摆动。其投资含义在于，由于 PE 的虚低假象在 LTA 支撑的盈利可见度下被熨平，本轮周期下 PE 已不再是单纯的反向周期陷阱，而演变为存储标的与其他半导体标的进行横向估值对比的统一锚。

图表 9：当前美股半导体芯片头部标的估值情况（预期 PE/预期 PB）

Company Name	Price / Earnings			Price / Book Value		
	CY-2026	CY-2027	CY-2028	CY-2026	CY-2027	CY-2028
SK海力士	6.00	3.78	3.37	3.92	2.02	1.30
三星电子	5.63	3.81	3.66	2.57	1.67	1.25
美光	10.30	6.08	5.84	6.43	3.51	2.57
闪迪	11.06	6.48	6.81	6.78	3.30	2.27
思佳讯（SKYWORKS）	12.51	11.48	9.72	1.59	1.55	1.50
Qorvo	12.70	11.53	10.53	2.59	2.66	2.09
恩智浦	17.67	15.98	13.29	5.61	4.76	3.75
英伟达	23.08	16.24	13.47	17.51	10.44	6.66
微芯科技	29.65	21.06	17.70	7.13	6.53	6.01
安森美半导体	29.29	21.27	16.41	5.02	4.68	4.19
意法半导体	51.61	24.29	16.47	3.27	2.95	2.55
亚德诺（ANALOG）	29.25	24.55	21.43	5.36	4.90	4.51
德州仪器	37.14	31.39	27.12	14.49	12.70	11.72
超威半导体	72.82	41.32	30.38	12.36	9.77	7.55
英特尔	94.65	64.53	40.11	4.46	4.16	3.78
平均值	29.56	20.25	15.75	6.61	5.04	4.11
中位数	23.08	16.24	13.47	5.36	4.16	3.75

注：按照 2026 年 7 月 21 日收盘价计算，其中计算引用的盈利预期均为一致预期口径。

资料来源：Visible Alpha、浦银国际

2. 当存储 LTA 的可靠性成为当前定价的逻辑关键

接上文结论，当前逻辑核心点在于存储的 LTA 是否真的有足够可信度，起码阶段性能支撑其周期股属性往价值股靠拢。

本轮存储 LTA 叙事所引发的最大担忧，是它与数年前光伏行业在景气高点上演的长单故事高度相似，而光伏长单最终以一场“毁约潮”收场。回溯 2020 至 2022 年，光伏产业进入扩产高峰，硅料、硅片等上游环节供需错配、价格飙涨，下游企业为锁定稀缺产能纷纷签订跨度达 3 至 8 年的长单。据北极星太阳能光伏网统计，仅执行日期在 2024 年及以后的长单合约就多达 85 份，覆盖硅料、硅片、方棒、电池片等环节，其中硅料长单 42 份、硅片与电池长单合计约 28 份，执行期最长可延伸至 2028 年。然而这些长单绝大多数采用“锁量不锁价”的框架结构——仅约定年度采购数量区间，价格则以每月签订的月度订单随行就市协商确定，预付款也多可用于抵扣后续货款或在终止时无息返还。例如通威股份与隆基股份 2022 年的多晶硅长单明确甲方向乙方支付约定金额预付款以保障协议执行、该预付款可用于抵扣合同货款。这种弱约束结构在需求逆转时几乎不构成履约屏障。2023 年下半年起硅料产能全面过剩，价格从 2022 年高点约 30 万元/吨一路暴跌至 2025 年底的 4 万元/吨以下，210mm 硅片价格亦从 2020 年底的 5.48 元/片跌至约 1.7 元/片，长单体系随即松动瓦解。典型案例包括华民股份 2022 年 12 月与浙江鹏展新能源签下的 5000 万片硅片长单（合同金额超 2 亿元），因双方在价格上无法达成一致而于 2023 年 2 月直接终止。据华夏能源网测算，隆基 2024 年的硅料采购长单规模合计约 54.39 万吨，理论上可产出约 271GW 硅片，但其 2024 年硅片出货目标仅 135GW，这意味着至少一半的硅料长单被放弃或延期；通威 2024 年上半年高纯晶硅销量 22.89 万吨，亦明显低于其应执行长单折半后约 26.74 万吨的水平。光伏长单从“签单有多豪横”到“毁约有多尴尬”的这段历史，正是当前市场担忧存储会重蹈覆辙的心理锚点。

将存储 LTA 与光伏长单并置比较，两者的相同之处确实明显，但决定其结局的关键差异同样不容忽视。相同的一面在于，二者都是周期极度紧缺阶段的产物。但两者的抵押物强度与约束刚性存在本质区别：光伏长单是“锁量不锁价”、预付款可抵可退的弱约束；而本轮存储 LTA 普遍采用 3 至 5 年的“锁量又锁价”结构，部分产能以固定价格叠加价格上下限锁定，并引入“照付不议”（take-or-pay）条款与真金白银的现金抵押。据 CFM 闪存市场披露，美光已通过战略客户协议与数据中心、消费电子、汽车等领域的 16 家客户签署长期供货协议，其中 14 份按最低价格计算对应剩余期限累计保底收入约 1000 亿美元，客户合计提供约 220 亿美元财务承诺、其中含约 180 亿美元现金存款。因此，存储 LTA 的单方撕毁难度相对高于光伏。

更深层的差异在于两个下游市场终端容量的可测算性截然不同，而这直接决定了“毁约”在中短期内发生的可判断程度。光伏的终端需求是相对可匡算的：全球新增装机量有明确的物理上限与政策节奏，供给端的产能扩张亦清晰可查。正因为供需两端都能被相对精确地度量，光伏在下行周期中“产能过剩→价格击穿成本→长单失去履约基础→毁约”的链条是可预判的，市场也确实见证了它的兑现。存储与 AI 算力则不同：其需求天花板至今难以匡算——截至 2026 年 6 月，全球四大云厂商 2026 年 AI 资本开支合计已指引至约 7250 亿美元并仍在向万亿美元级别攀升，台积电亦将半导体总可触达市场（TAM）预测从 1 万亿美元上调至 1.5 万亿美元，需求曲线仍处在陡峭上行且拐点不明的阶段。

这种不可测算性是一把双刃剑：一方面，它使得“存储必然像光伏一样过剩、进而必然毁约”的线性推演缺乏光伏那样清晰的供需比作为锚，市场无法据此确证毁约的时点与规模；另一方面，它同样意味着一旦 AI 资本开支增速下滑，存储的供需平衡仍可能逆转，毁约风险也不能被简单证伪。

我们的判断是，存储 LTA 与光伏长单“形似而质不同”——更强的合约约束叠加更模糊的需求边界，使得存储在中短期内难以简单复制光伏的毁约结局。而 LTA 的可靠性决定了我们采用 PE 作为存储标的与其他半导体标的进行横向估值对比的统一锚的合理性。由于 LTA 带来的潜在商业模式变化，我们选择突破国际市场历史惯例长期以 PB 为主要标尺、PE 仅作参考的方式定价存储标的的框架。

3. 按照中性情景判断，当前下行和上行空间如何判定？

综合以上讨论，我们将基于可比公司动态市盈率估值进行计算，判断存储标的潜在涨幅。考虑到 LTA 确定性在 2027 年最高，我们的目标 PE 中性情况下对标 SKYWORKS 与 Qorvo 的 2027 年预期 PE 11.54 倍。作为持续承受消费电子景气度下行压力的半导体细分方向，这两个消费电子类半导体公司的估值具备参考价值，能够对比存储标的当前 price in 的后续价格同比增幅下行压力。乐观情形下，以可比标的 2027 年预期 PE 中位数 16.24 倍作为目标市盈率。按照所选四个存储标的（三星、海力士、美光、闪迪）动态市盈率平均值 5.04 倍为基准，对应潜在涨幅中性/乐观分别为 129%/222%。

回调空间方面，我们仍按照国际市场惯例框架，以 PB 为主要标尺。保守情况下，按照存储板块回归到 AI 爆发、盈利能力创历史新高的时间窗口前，在单季度严重亏损修复后，即 24Q3~25Q2 作为相对平稳的正常经营状态参考定价。该定价窗口期，以美光为代表，平均 PB 为 2.38 倍，最高 3.43 倍，最低 1.49 倍。美光当前一致预期下 2027 年预期 PB 倍数为 3.51 倍，对应潜在跌幅 32%。若以上述四个存储标的的平均 PB 做基准，潜在跌幅则为 9%。

结合以上讨论，当前大幅回调后，上行/下行空间赔率为 129%/32%≈4 倍，已经进入了可配置区间。

图表 10：存储板块上下行空间测算情景分析

	上行空间测算	下行空间测算
消费电子半导体平均 27年预期 PE	11.51	
可比公司平均27年预期PE	16.24	
四个存储标的27年预期PE	5.04	
潜在涨幅（中性）	129%	
潜在涨幅（乐观）	222%	
美光平稳经营期平均PB		2.38
四个存储标的平均27年预期PB		2.63
当前美光27年预期PB		3.51
潜在跌幅（中性）		-32%
潜在跌幅（乐观）		-9%

资料来源：iFinD、Visible Alpha、浦银国际

问题四：存储见顶连带影响 A 股其他细分板块通胀的逻辑是否绝对合理？

1. 存储板块涨价失速必然代表产业链通胀环节逻辑破灭吗？

本轮存储下跌把整个 A 股上游“通胀链条”标的拖入同步重挫，隐含着一层市场假设：存储是这轮 AI 资本开支中最具定价权、也最具风向标意义的环节，其涨价受阻意味着其他环节必然更没有涨价的底气。这一推理把“资本开支总盘子仍在扩张”与“每个环节各自的涨价能力”错误地画上了等号。

“存储涨不动、其他环节也涨不动”的链条在 BOM 维度上便不成立：总 capex 扩张只是所有环节共享的需求背景，它决定的是“要不要买”，而每个环节“能不能涨价、能涨多少、能涨多久”，取决于该环节本身的供给弹性与竞争格局，而非内存价格的边际方向，更不能被内存这一单一分支的定价困境所代表。要拆穿这个误判，可以从一台 AI 服务器的物料表结构开始分析。以英伟达 GB300 NVL72 机柜为例，其价值量高度分散在彼此独立的成本模块之中：GPU 加速卡约占整机柜价值 60%，HBM 与 DDR5 内存合计约占 18%，先进封装（CoWoS）约占 5%，PCB 与载板约占 3%，网络与互联约占 7%，供电约占 4%，散热与液冷约占 2%，其余还分布于被动元件、连接器等大量互不隶属的板块。内存只是这棵“物料树”上的一个分支，它的价格波动由 DRAM 与 NAND 自身的晶圆供需、库存与合约结构决定，与被动元件的陶瓷粉体纯度、载板的积层膜配方、玻纤布的织造良率毫无工艺上的关联。而存储自身能否进一步涨价，取决于 DRAM 与 NAND 的产能投放节奏、库存水位与 HBM 产品组合等变量，这些变量与被动元件、覆铜板、玻纤布的供需平衡相关性仅体现在需求总量上。更关键的是，像被动元件这类在整机物料成本中占比本就不高、且自身定价并不依赖大宗原材料通胀的环节，其价格涨跌由产能利用率与订单能见度主导，以参数需求升级带来的产品结构改善强化均价提升，与存储涨跌属于两套相对独立的供需时钟。

2. 其他典型通胀领域的供需独立性为回调后抄底提供了可选项

把视角从整机拆到单个环节，更能看清定价权的真正来源是各自的供给紧张程度与竞争结构，而不是资本开支总量。以 MLCC 为例，AI 服务器单机用量从传统服务器的约 2000-3000 颗跃升至 GB300 的约 3 万颗、VR200 机柜更达 44 万-60 万颗，需求呈指数级膨胀。但是，全球高端产能高度集中于村田、太阳诱电、三星电机等日系厂商。村田社长中岛规巨公开表示截至今年 2 月高端 MLCC 订单咨询量已达现有产能的两倍、短期无法满足，核心产线产能利用率维持在 90%-95% 的高位且受超薄叠层与高容烧结工艺瓶颈制约、扩产节奏每年仅提升 10%-15%。供给刚性与集中度直接转化为定价权。村田自 4 月起对 AI 服务器专用 MLCC 提价 15%-35%，太阳诱电 5 月全线跟进，国内渠道商反馈高容规格年初至今涨幅达 25%-32%。



再看 ABF 载板，其涨价逻辑来自材料端的绝对主导与制造端的寡头垄断：高端 ABF 积层膜由日本味之素长期主导、具备单方定价权，而载板制造产能集中于欣兴、揖斐电、南亚等日台少数厂商，扩产节奏缓慢。PCB 龙头欣兴董事长曾子章明确指出高阶载板所需的 T-Glass、LowCTE 等玻纤布缺货预期还要一年才能缓解。

至于电子级玻纤布，AI 服务器对低介电、低损耗高端品种的需求激增，而高端产能受织机与工艺壁垒约束、扩产周期长达 18–24 个月，年内常用规格已完成五轮提价、均价较 2025 年三季度低点上涨约 100%，部分高端 LowCTE 品种报价甚至突破 200 元/米、订单排期长达 9 个月，而该类高端供应高度集中于日本日东纺。

这三个环节各自的紧缺诱因——MLCC 的精密产能与良率瓶颈、ABF 膜的单一来源主导、玻纤布的高端织造产能缺口——没有一项与 DRAM 或 NAND 的供需平衡相关。

结论因此清晰：在同样的 AI 需求总量之下，决定一个环节涨价幅度与持续性的，是该环节自身的供给弹性、产能节奏与竞争格局，而非资本开支总盘子，更非存储能否继续提价；把存储的定价困境线性外推到整条上游通胀链条，是用总量逻辑替代了结构分析，既高估了存储对产业链的“定价锚”地位，也低估了其他环节基于自身供需紧张所获的独立定价权。这为板块性恐慌杀跌后抄底提供了更多的选择。

问题五：观测到本轮回调交易性企稳信号后， 应如何参与 AI 行情？

1. 反弹初期的首选策略：大产业趋势下相对低估值且跌幅较深的板块

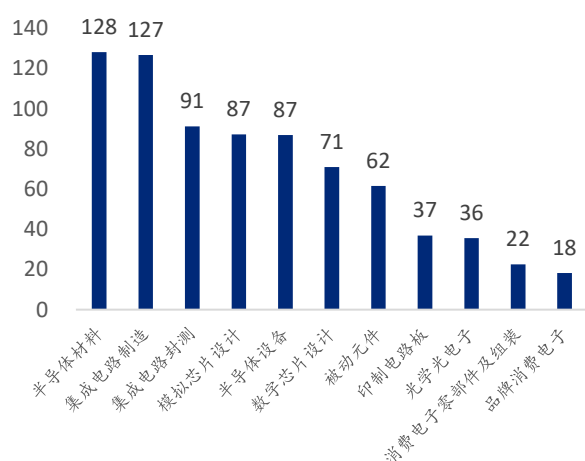
第一条筛选原则是“符合产业趋势、相对低估值、且 7 月以来跌幅较深”。PCB 与被动元件这两大板块在 AI 硬件链中恰恰长期享有最克制的估值溢价，急跌之后其未来估值的风险补偿相对优于同期已升至高位的其他板块，构成反弹初期更具性价比的战术方向。

PCB 自身的产业逻辑并未因存储见顶而遭到破坏：AI 服务器 PCB 价值量随层数与材料升级持续提升，GB300 向 VR200 演进时单机柜 PCB 由约 3.51 万美元跃升至 11.67 万美元、涨幅达 232%，且中报预告已验证景气。但在结构取向上，我们更倾向认为与 CPU 需求挂钩的标的优于与 GPU 需求挂钩的标的：GPU 加速卡 PCB 对单一 GPU 客户与 GPU 资本开支节奏的暴露更集中，而本轮市场恰对 GPU Capex 见顶与 ROI 产生疑问。相对而言，CPU 主板受益于单机 CPU 颗数由 1 向 2 乃至 4 提升、以及 CPU 与 GPU 配比由 1:4 走向 1:2、甚至 1:1 的产业趋势，单位机柜 CPU PCB 含量确定性上行且需求来源更分散。标的层面，建议买入深南电路，我们认为深南电路是国内兼具高端 PCB 与 IC 载板双平台的稀缺厂商，且其在 PCB 主线之外叠加了一层国产替代的逻辑期权。同时建议关注广合科技：内资服务器 PCB 中最聚焦 CPU 主板的龙头，2025 年服务器 PCB 收入占比约 81%、CPU 主板全球市占约 12.4%（位列第三），直接受益于 CPU 配比提升与其泰国基地投产。

另外一条主线是被动元件的需求增量逻辑，其涨价与缺货的持续性来自供给端的刚性约束而非单纯情绪。AI 服务器对被动元件的消耗呈数量级跃升。单柜 MLCC 价值量由 GB300 的约 1530 美元升至 VR200 的约 4320 美元、增幅 182%。与之配套，TLVR 电感受益于 AI 服务器多相供电功率密度提升、国内标的已获英伟达与 AMD 认证切入全球 AI 供应链。更关键的是涨价具备持续性：村田已于 7 月起对算力与高端车规 MLCC 再提价 10%至 40%，这是今年第三次调价，国巨订单出货比攀升至 1.3 以上、缺货时间轴延伸至 2027 年以后，日韩龙头将产能向高毛利 AI 与车规产品倾斜、主动挤占通用产能，使中低端订单外溢至国内厂商。这一供给侧的结构性缺口，使被动元件的景气不能被存储单一环节的定价困境代表，而是自有其独立的量价时钟。在标的上，建议关注 MLCC 龙头三环集团，其依托自研钛酸钡粉体实现原材料完全自给，有望受益于国产替代主线。

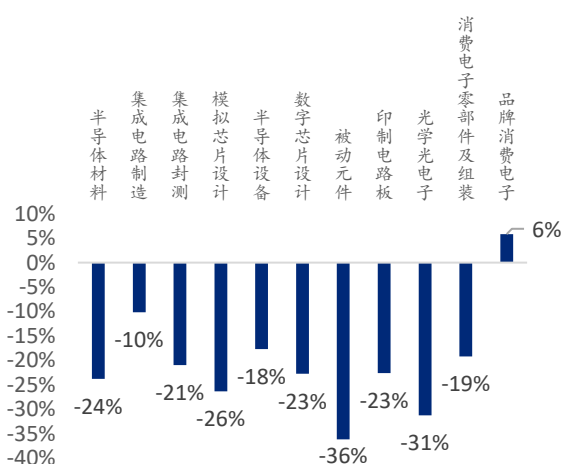
反弹初期的第三条主线，是把视野从 A 股本土标的向外延伸至美股与韩股的存储芯片龙头。其逻辑并不与前述两条主线冲突，而是共享同一套“景气持续、估值已充分回调”的判定。本轮回调中，美光、SK 海力士、三星电子的回撤幅度并不亚于 A 股硬件链。压制这些龙头估值的核心变量，并非景气逆转，而是“价格同比仍为正、但环比动能显著衰减”带来的边际定价下修。TrendForce 最新调查显示，通用 DRAM 合约价环比涨幅由 2026 年一季度的 90%至 95%、二季度的 58%至 63%，回落至三季度预计的 13%至 18%，NAND 合约价由前期高位同步放缓至 10%至 15%，涨价基数抬升后环比斜率趋平已成市场共识。然而环比放缓不等于景气反转——AI 与 HBM 的结构性紧缺仍在延续，今年三季度 DRAM 与 NAND 合约价依旧同向上涨，且我们在上文已论证的“LTA 逻辑未破”前提依然成立。当景气持续、LTA 未破，而“环比涨幅弱化压制估值”这一因素已随近期大幅回调被市场 price in，当前估值应反映的是“AI 基础设施资产”的重新定价，而非“周期峰值资产”的重新定价，这对美股韩股存储龙头构成可见的估值底支撑，使其与 PCB、被动元件共同成为反弹初期兼具安全边际与产业趋势的战术配置方向。

图表 11：申万电子细分板块 27E 整体法市盈率情况



注：截至 2026 年 7 月 21 日
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 12：申万电子细分板块 6 月 30 日以来整体法市盈率下降情况



注：截至 2026 年 7 月 21 日
资料来源：iFinD、浦银国际

2. 反弹中后期的进攻策略：半导体设备与材料对上涨幅度容忍度更高

把视角从反弹初期的“低估值+深跌幅”防守组合，切换到反弹中后期的进攻配置，核心方向是估值扩张潜力更大的国产算力与国产替代链条，其中半导体设备与材料是最具代表性的载体。其估值溢价之所以具备基本面支撑，核心在于 AI 产业红利在中国市场存在独特的后发优势：国产大模型与国产算力芯片正形成正向循环，以 DeepSeek V4 为代表的国产模型已适配近十家主流国产 AI 芯片，“模型升级—应用落地—国产芯片需求提升”的链条正在从技术叙事转化为实际订单，叠加国内互联网大厂资本开支同步加码，共同推动中国在本轮 AI 基建周期中有可能获得高于成熟市场的边际投资回报率。

更关键的是，大型晶圆厂的资本开支提升与国产化率的硬性要求，为设备材料创造了远高于其他环节的订单确定性。中芯国际、华虹产能持续逼近满载、2026 年资本开支计划均有不同程度提升，长鑫科技扩产计划与长江存储三期产线设备搬入已全面启动，两家存储厂合计扩产预期较年初上调，而 SEMI 数据显示全球半导体设备销售额已连续三年创历史新高、2026 至 2027 年预期持续上修至 1450 亿与 1560 亿美元。在海外原厂将约七成新增产能倾斜至 HBM、通用存储与成熟制程供给缺口扩大的背景下，国内晶圆厂的国产化率要求被系统性抬高——政策层面“十五五”规划将半导体上游全链条自主可控列为第一优先级、国产化率目标由当前约三成提升至七成以上，国家集成电路产业投资基金三期逾七成资金定向注入设备材料环节。

当下游扩产与国产化率提升形成双重刚性需求，设备材料企业的订单能见度已排至 2027 年，其成长确定性并不依赖于单一季度的终端波动，这也正是其能够承载更高估值容忍度、在反弹中期博取进攻空间的根本原因。

市场常以设备材料板块“估值过高”为由对其敬而远之，但本轮 7 月回调恰恰提供了反证：行情终端数据显示，2026 年 7 月 1 日至 21 日半导体设备和半导体材料，与同期 PCB 和被动元件回撤幅度基本相当，甚至略低。明显更高估值的设备材料板块，在系统性回调中并未出现明显更深的回撤，说明在产业逻辑足够硬的背景下，估值的横向高低并非决定回撤幅度的主导变量，订单能见度与国产化率的确定性才是资金的避风港。

这一特征对反弹中期的配置具有直接含义。设备材料板块的较高估值容忍度，意味着若后续行情反弹的持续性超出预期，资金会优先回流至业绩兑现度最高、订单最扎实的方向以避免踏空，而设备材料凭借“订单排到 2027 年、国产化率从低向高加速突破”的硬支撑，成为最不容易踏空的进攻品种。换言之，高估值在此处对应的是高确定性而非高风险，只要国产替代的产业趋势与晶圆厂扩产节奏未被证伪，估值容忍度就构成反弹中后期博取更高收益弹性的安全垫，而非需要回避的理由。

3. 板块推荐排序与关注标的总结

综上，我们建议反弹初期以低估值、深跌幅且景气未破的防守组合为首选，排序依次为 PCB（建议买入深南电路，建议关注广合科技）、被动元件板块（建议关注三环集团）及美股韩股存储龙头（建议关注 SK 海力士）；反弹中后期切换至估值扩张潜力更大的进攻方向，以半导体设备材料国产替代链条为优先（建议关注精智达、上海合晶）。整体遵循“先守后攻、由低估值向高确定性”的节奏，在产业趋势未逆转前提下以安全边际换取反弹收益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

