

5 倍 PE 不是错杀，是分母未定 —— 韩国内存双雄估值体检

韩国内存双雄估值体检 —— 5 倍 PE 不是错杀，是分母未定

三星电子与 SK 海力士自 6 月 22 日高点回撤约四成后，市场用「5 倍 PE」概括其便宜程度。按可年化口径复算，两家分别为峰值季度营业利润的 5.0 倍与 6.0 倍——这是周期股顶部的典型读数，不是底部读数。海力士 93.9 万亿韩元净利中有 63.3 万亿来自 Kioxia 股权处置与重估，用净利算出的「3 倍 PE」不可年化。真正的分歧不在倍数，而在分子的久期（峰值盈利能维持多久）与计价币种（韩元一个月升值 8.8%）。同期最响亮的看多韩国喊话，其推荐板块清单里并不包含半导体。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 8 月 6 日

一、30秒结论卡

一句话判断：韩国内存双雄的低倍数来自「峰值季度盈利年化」，属周期顶部特征而非底部特征；折价既不是错杀，也不是治理应得，而是市场对「盈利久期未定 + 本币快速升值」两项未知数的定价。

项目	结论
机会状态	🟡 观察（非主升甜蜜区、亦非拥挤回避区）
市场忽略了什么	海力士净利的 67% 为一次性投资收益，用净利算的低 PE 不可年化
市场没有算错什么	5—6 倍确实便宜——前提是这个分子能维持三年以上，而这一点目前无合同证据
相对优选	🟢 三星电子（同口径 5.0x，且手机端亏损构成内存降价时的天然对冲）
相对承压	🟡 SK 海力士（同口径 6.0x，纯内存敞口，无内部对冲）
最大反证	若头部客户长约被披露为「含价格下限的多年合约」，周期定价逻辑立即失效，倍数扩张空间打开

重点标的：005930.KS（三星电子）· 000660.KS（SK 海力士）· MU（对照锚）· SNDK / WDC（同期同向对照）

二、投资要点

一句话框架：这轮争论问错了问题——不是「5 倍贵不贵」，而是「5 倍的分母是几年」。

观点	方向	依据
低倍数是峰值盈利的算术结果，不是估值折价	●	三星 Q2 营业利润率 52%、海力士 76%，均为历史极值
海力士「3 倍 PE」为一次性收益造成的假象	●	净利 93.9 万亿含 63.3 万亿投资处置与重估收益
同口径下三星比海力士便宜，与流行排序相反	●	峰值营业利润年化后 5.0x vs 6.0x
去杠杆结构完成 ≠ 价格触底	●	结构性杠杆指标回落之后，指数与个股仍在续跌
韩元一个月升值 8.8% 本身即韩元计价盈利的下修变量	●	美元兑韩元 1,550.89 (6/30) → 1,423.72 (8/5)
卖方下调后的目标价仍约为现价两倍，价差本身是信息	●	模型与市场对分子久期的分歧已大到接近一倍

三、公司画像：两张利润表，两种结构

3.1 三星电子 (005930.KS)

2026 年第二季度合并营收 171.5 万亿韩元（同比 +130%、环比 +28%），营业利润 89.5 万亿韩元（同比 +1,814%），营业利润率约 52%。其中半导体（DS）部门营收 127.5 万亿韩元、营业利润 89.2 万亿韩元，部门利润率首次进入 70% 区间。

结构上最关键的一点：**集团全部营业利润几乎等于半导体部门一家的营业利润**。Galaxy 手机部门录得史上首次营业亏损 7,000 亿韩元——被自家内存涨价挤掉了全部毛利。子项与总额闭合：89.2（DS）－ 0.7（手机）＋ 其余部门 ≈ 89.5（集团）。

这条「内部负相关」被市场当作拖累，实际是估值上的缓冲：当内存价格回落时，手机与家电的成本压力同步解除，集团利润的下行斜率天然小于纯内存公司。

3.2 SK 海力士 (000660.KS)

同期营收 79.3 万亿韩元（同比 +257%、环比 +51%），营业利润 60.5 万亿韩元，营业利润率 76%；上半年累计营收首次突破 100 万亿韩元。净利润 93.9 万亿韩元，**高于当期营收**——这一项必须拆开看：其中 63.3 万亿韩元来自投资资产处置与重估收益，主体为 2018 年以约 3.9 万亿韩元投入、经财团持有约 14% 的 Kioxia 股权在本季完成退出。

因此海力士的可年化分子只有营业利润 60.5 万亿韩元。资产负债表同步走强：现金及等价物 88 万亿韩元（环比增加 33.6 万亿），总债务 18.6 万亿韩元，净现金 69.4 万亿韩元。HBM4 已在本季进入量产出货，公司披露已与约 10 家核心客户敲定多年期供应安排。

四、护城河逐条（硬度分级）

1. **HBM 制程与堆叠良率（硬度：高）** — 海力士在 HBM4 上先行量产并达成客户要求的运行速率，是本轮唯一被下游 capex 直接绑定的产能。可被追赶但需 4—6 个季度的认证周期，短期不可替代。
2. **十年级资本开支纪律与净现金（硬度：中高）** — 海力士 69.4 万亿韩元净现金意味着下一轮下行期不依赖外部融资，这是 2018—2019 周期中韩系厂商最大的痛点，本轮已解除。
3. **三星的综合体结构（硬度：中，方向可逆）** — 内存 + 代工 + 面板 + 终端的组合在上行期稀释弹性、在下行期提供缓冲。它不是护城河，是**波动率折让**，定价上应体现为更低的贝塔而非更高的倍数。
4. **多年期客户长约（硬度：待定）** — 公司披露口径为「与约 10 家核心客户完成多年期安排、保障中长期供应稳定」，**披露内容是量与期限，不含价格机制**。同一现象在美系 NAND 厂商的新商业模式长约中同样存在：合约锁的是出货，不是价差。在价格条款公开之前，「内存已去周期化」这一层护城河只能记为未完成。

五、估值专章：把「5 倍」拆开

5.1 同口径复算（现价 2026-08-06 · 汇率 1 USD = 1,423.72 KRW）

项目	三星电子	SK 海力士
现价（韩元）	231,500（-5.89%）	1,528,000（-8.39%）
流通股本	57.64 亿股	7.099 亿股
市值	1,334.4 万亿韩元 ≈ 9,373 亿美元	1,084.7 万亿韩元 ≈ 7,619 亿美元
Q2 营业利润年化	358.0 万亿韩元	242.2 万亿韩元
市值 / 年化营业利润	3.7x	4.5x
税后（按 25%）年化净利	268.5 万亿韩元	181.6 万亿韩元
同口径 PE	5.0x	6.0x
若误用当期净利年化	—	2.9x（含一次性收益，不成立）

两点与流行排序相反：第一，同口径下三星比海力士便宜一倍多的差距并不存在，反而是三星更低；第二，海力士被广泛引用的「不到 3 倍」来自净利口径，其中三分之二是股权处置收益，不可重复。

5.2 市净率的口径断层

海力士以最近报告期净资产计算的市净率约 7.4 倍，而以前瞻净资产计算约 1.66 倍，两者相差约 4.5 倍。这个断层不是数据错误，而是公司在两个季度里赚出了接近一个净资产的直接后果。在盈利以季度为单位翻倍的公司里，任何基于历史报告期的估值指标都失去信息量——包括滚动 PE 与滚动 PB。这也是「便宜」与「昂贵」两派可以同时引用真实数据得出相反结论的技术原因。

同理，以前瞻市净率 1.66 倍反推的长期股本回报率约 18.9%，而 2027—2031 五年平均预测值约 40.2%，两者相差 21 个百分点。这个缺口是本轮多头论证的全部来源，但它成立的前提是把五年平均高回报当作已知量——而这正是待定的部分。

5.3 市场隐含假设

现价隐含的假设可以精确表述为：**当前季度的营业利润水平，只能再维持约 5—6 年就归零**（等价于 5—6 倍的静态回收期）。这个假设在真正的成长股身上荒谬，在周期股身上则是常态——历史上 DRAM 厂商在周期顶部普遍交易于个位数 PE，在周期底部交易于亏损或高倍数 PE。**低倍数是顶部签名，不是底部签名**，这是本篇最核心的一条判断。

因此「5 倍 = 错杀」的推论只有在一个条件下成立：这轮内存不是周期，而是合约化的长期结构。而合约化的关键证据——价格机制条款——目前未被任何一家厂商披露。

六、情景目标价

估值方法：以 2026 年第二季度营业利润为峰值基准，对 2027 年盈利水平设定维持比例，按 25% 税率转换为净利，除以流通股本得到每股收益，再乘以目标倍数。关键假设与推翻条件逐行列明。

情景	核心假设	三星电子	SK 海力士	动作
● 熊（周期成立）	2027 营业利润回落至峰值 50%，倍数 6x	约 140,000 韩元 (−40%)	约 768,000 韩元 (−50%)	现金等待，不接落刀
● 基准（高位钝化）	2027 维持峰值 80%，倍数 6x	约 224,000 韩元 (−3%)	约 1,228,000 韩元 (−20%)	三星可小仓位、海力士观察
● 牛（合约化成立）	峰值利润维持 100%，倍数扩至 9x	约 419,000 韩元 (+81%)	约 2,303,000 韩元 (+51%)	需先见价格条款披露

值得单独指出的是：卖方在本轮下调之后的目标价（三星 450,000 韩元、海力士 2,700,000 韩元）落在上表牛市情景附近。也就是说，**当前主流目标价同时要求「峰值盈利不回落」与「倍数扩张 50%」两件事一起发生**。市场价与目标价接近一倍的差距，不是市场情绪问题，而是双方对分子久期的假设根本不同。

基准情景下三星接近持平、海力士下行 20%，这是相对优选三星的算术来源，而非风格偏好。

七、竞争格局与去杠杆的真实进度

7.1 三条独立的下跌解释，只有一条经得起交叉验证

第一条是杠杆微观结构。单一个股杠杆型 ETF 自 2026 年 5 月 27 日上市后规模迅速膨胀，7 月引发连锁强平；监管于 7 月 16 日收紧、**8 月 5 日正式生效**：保证金门槛由 1,000 万韩元升至 3,000 万韩元、仅认

现金（此前可用持仓市值七成折算）、最小交易单位由 1 股升至 20 股、暂停新产品上市、投资者培训时长由 2 小时升至 3 小时。两个月内相关强制平仓合计约 4,258 亿韩元（约 2.88 亿美元）——**这个绝对量级相对于两家逾 1.6 万亿美元的合计市值属于噪音级**，它能解释单日波动的放大，不足以解释四成回撤。

第二条是资本外流。这一条可以直接排除：韩元 7 月对美元升值 8.8%，为 2009 年 3 月以来最大月度涨幅，美元兑韩元由 6 月 30 日的 1,550.89 降至 8 月 5 日的 1,423.72。**资本外逃与本土急升不能同时成立。**

第三条是盈利久期重定价，即市场开始给峰值利润打折而非给公司打折。这一条与三项事实同时相容：两家公司在创纪录财报当日分别下跌约 7% 与 9.6%；本报告日（8 月 6 日）三星 -5.89%、海力士 -8.39% 的同时，美系存储对照标的 SNDK -5.40%、WDC -5.36%——**同日同向、跨市场同步，说明这不是韩国本地的杠杆事件**；而 MU 当日基本持平（+0.06%），差异对应其长约锁单披露程度更高。

7.2 结构性去杠杆完成，与价格触底是两个变量

7 月下旬的评估口径为：追踪韩国资产的杠杆 ETF 规模由 6 月底约 500 亿美元降至 7 月 21 日约 260 亿美元（完成约 75%），至 7 月 31 日进一步降至约 170 亿美元；对冲基金多空比由 5.7 倍降至 3.2 倍；个人融资余额约 200 亿美元。同期 MSCI 新兴市场指数中韩系两大权重由 9.5% / 8.3% 降至 6.5% / 4.5%。

这些都是**存量结构指标**，它们回落到位并不等价于价格出清。检验很直接：在「去杠杆已经结束」的判断给出时（7 月 31 日），指数收于 6,595 点；8 月 3 日跌破 6,200 点，8 月 6 日开盘后仍在 6,500 点下方震荡。结构完成之后价格继续下行，说明剩余的下跌来自另一个变量——即 7.1 的第三条。

7.3 一份被忽略的板块清单

同一份看多韩国的评估，在给出「估值具吸引力、维持超配」的同时，点名的反弹板块为百货、化妆品、旅游、证券、建设、生物医药、优先股与银行——**半导体不在其中**。

这份清单与韩元升值 8.8% 是自洽的：本土升值利好内需与进口成本敏感板块，压缩以外币计价销售、以韩元记账的出口制造商。因此本轮最响亮的看多韩国主张，与看多这两只票并不是同一件事。把「韩国便宜」与「内存双雄便宜」当作同一论点，是本轮讨论中最常见的一次替换。

7.4 行业周期位置

需求侧仍在扩张：AI 服务器高性能产品带动的价格上行在本季继续贡献增量，NAND 侧的紧张预计延续至 2027 年。分歧集中在斜率：合约价见顶的时点被普遍指向 2026 年第四季度，价格涨幅、库存改善速度与盈利预期上修广度三项同时减速，构成「变化率见顶」；供给过剩风险的时间锚多数落在 2028 年而非 2027 年。这一组判断与本报告的基准情景（2027 维持峰值 80%）方向一致。

八、催化日历与监控清单

时间	事件	观察什么
2026 Q3 财报 (10 月)	两家季度业绩	营业利润环比是否首次转负——峰值确认的第一个硬信号
每月上旬	韩国半导体出口金额与单价	量价拆分：增量来自出货还是涨价
持续	多年期长约的价格条款披露	是否含价格下限；这是牛市情景的唯一钥匙
持续	美元兑韩元	每升值 5%，韩元计价出口收入承压约同等幅度
2026 Q4	DRAM / NAND 合约价	合约价见顶时点是否兑现

行动清单

- 现在可做：以基准情景的算术为准，三星在同口径下更便宜且具内部对冲，属可小仓位观察对象。
- 重点观察：长约价格机制的任何一次披露；这是把  转为  的唯一开关。
- 只监控不买：海力士在价格条款披露前，基准情景仍有约 20% 下行空间。
- 绝不追：以「净利口径 3 倍 PE」为理由的任何买入，该分母不可重复。
- 结论重写条件：若 Q3 营业利润环比未转负且长约价格下限被披露，本报告的周期定性需要整体推翻重写。

九、风险与反证

风险 / 反证条件	方向	若出现意味着
头部客户长约披露含价格下限条款		周期定价失效，本报告核心判断被推翻，倍数扩张空间打开
Q3 营业利润环比继续正增长且指引再上修		峰值假设前移错误，基准情景需上调
韩元继续单边升值至 1,300 以下		韩元计价盈利额外承压，基准情景目标价需下调
2027 年新增产能投产早于预期		供给过剩时点由 2028 提前，熊市情景概率上升
手机与消费终端因成本压力大幅减产		需求侧从涨价转为杀量，价与量同向双杀
杠杆 ETF 新规生效后波动率显著收敛		微观结构解释力进一步下降，剩余波动全部归因基本面

本报告可被推翻的最短路径：一份包含价格下限的多年期供货合同公开文本。在此之前，所有「内存已完成结构性转型」的表述均属未完成证据链。

十、来源、口径与免责

10.1 来源置信度

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
海力士 Q2 营收 79.3 / 营业利润 60.5 / 净利 93.9 万亿韩元	公司业绩公告	2026-07-28	合并、韩元	A
净利含 63.3 万亿投资处置与重估收益	公司公告 + 产业交叉	2026-07	非经常性	A/B
三星 Q2 营收 171.5 / 营业利润 89.5 / DS 89.2 万亿韩元	公司业绩公告	2026-07-29	合并、韩元	A
现价与涨跌幅	EODHD 实时行情	2026-08-06	收盘/最新	A
美元兑韩元 1,423.72 / 1,550.89	官方汇率接口	2026-08-05 / 06-30	中间价	A
杠杆 ETF 新规参数与生效日	监管公告	2026-07-16 发布 / 08-05 生效	法规条文	A
杠杆 ETF 规模 500→260→170 亿美元	机构测算	2026-07-21 / 07-31	估算、非披露	C
强制平仓合计约 4,258 亿韩元	交易所与媒体汇总	2026-07	两个月累计	B
前瞻市净率 1.66x / 长期 ROE 18.9% vs 40.2%	机构模型	2026-07	五年平均预测	C
2027-2028 供需与合约价见顶时点	机构模型	2026-07	预测	C

10.2 数字三道关自评

- 量级一致性：**三星子项闭合已核（89.2 - 0.7 + 其余 ≈ 89.5）；海力士出现「净利 > 营收」，已定位为 63.3 万亿一次性收益并从可年化分子中剔除，未作年化处理。市值经「股本 × 现价」与「行情商市值字段 ÷ 股本 = 隐含股价」双向复算一致。
- 单位显式化：**全文韩元金额统一至「万亿韩元」，美元金额统一至「亿美元」，换算汇率单一取值 1,423.72 并显式标注日期。
- 多源交叉：**汇率变动经官方接口与市场月度涨幅两条独立路径互证（8.9% 与 8.8%，四舍五入一致）；财务数据以公司公告为准。

10.3 数据冲突与口径分歧

1. **回撤幅度存在三种口径**：自 6 月 22 日高点计约 -40%（峰值至今）、7 月单月约 -22%（月度收盘）、以及约 -33% 的月内区间口径。三者不矛盾，起止点不同，本文引用时已逐处标明口径。
2. **杠杆 ETF 规模** 的 260 亿（7/21）与 170 亿（7/31）美元为不同日期的同一序列，非相互冲突；两者均为第三方估算，非监管披露，置信度记 C。
3. **海力士非经常性收益金额** 存在 63.3 万亿（处置 + 重估合计）与约 40 万亿（单指 Kioxia 相关）两种口径，差额来自是否含汇兑与其他投资项。本文按合计口径处理，且不据此推算经常性净利——税务归属未披露，任何「经常性 EPS」的推算在当前信息下都不闭合。
4. **市净率 7.4x（报告期）与 1.66x（前瞻）** 是同一公司的两个真实数字，差异来自净资产的高速累积，非数据错误，已在 5.2 单独说明。

10.4 免责声明

本报告由涌现资本产业研究部独立出品，仅供研究交流，不构成任何证券的买卖建议或投资承诺。所载数据来自公开渠道与公司披露，本部力求准确但不对其完整性作出保证。周期性行业的峰值盈利不可外推，历史涨幅不代表持有回报。投资者应独立判断并自行承担风险。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 8 月 6 日