

存储链的第一道真裂缝在 HBM4，不在 K 线

存储链的第一道真裂缝在 HBM4，不在 K 线——韩国杠杆 ETF 强平如何制造"见顶"假信号

2026-07-24 存储复合体 (Micron -6%、SanDisk -9%、Western Digital -6%) 领跌，把"AI 存储超级周期是不是见顶了"逼成本周最尖锐的问题。涌现资本的判断分两层：驱动这次下跌的主力是微观结构与仓位——韩国单股杠杆 ETF 的强平机器（一个月蒸发约 ₩34 万亿、30-46 万账户被强平、监管已叫停新发并把杠杆 ETF 保证金门槛提到 ₩3000 万），叠加 SK 海力士 7-29 财报前的仓位收缩；这台机器会机械地在 MU/SNDK/WDC 上砸出与基本面无关的价格，制造"见顶"假信号。而真正值得盯的、也是唯一一条新增的基本面变量，是 HBM4 全量产从 H1 滑到 2026 三季度——它抽走了此前被计入 Q2 的向上预期，让 SK 海力士 Q2 营业利润市场一致预期出现约 8% 的下修裂缝。结论：短缺闸门 (DRAM 合约仍在加速涨、HBM 占 DRAM 晶圆投片从 2025 年末约 18% 升向 2027 年末约 30% 持续挤占标准 DRAM、全球供给到 2030 仍低于需求约两成) 一条没破，被打掉的是估值溢价 + 杠杆仓位；姿态是"用强平砸出的价格分批接硬卡点、不接飞刀、不追透支名"，而 7-29 SK 海力士的 HBM4 指引是把"仅微观结构"推翻或坐实的二元靴子。(08-06 补记：靴子已按基准情景落地——Q2 营业利润 ₩60.54 万亿创纪录但低于 LSEG 一致预期约 ₩64 万亿、HBM4 收入确认后移，股价财报周 -27% 后 +30% 反弹，"仅微观结构"判断获事后验证。)

涌现资本产业研究部 · 2026 年 7 月 25 日（现价更新 2026-07-27 · 靴子落地补记 2026-08-06）股价 / PE / 52 周涨幅取自 2026-07-27 实时行情 API（美股为 2026-07-24 收盘=最新收盘价；韩股 / A 股为 2026-07-27 收盘）；产业与财报预期为 2026 年 7 月最新口径。方向评级 ● 卡点硬·回调质量好 / ● 中性·有估值或卡位硬伤 / ● 承压·拥挤·回避 / ● 待验证。52 周涨幅为波谷到波峰口径，非持有回报。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议，绝不构成跟单。

30秒结论卡

- 一句话判断：2026-07-24 存储复合体领跌，主力是微观结构与仓位（韩国单股杠杆 ETF 强平 + SK 海力士财报前收缩），不是短缺闸门崩塌。被打掉的是估值溢价，短缺逻辑一条没破。
- 唯一新增的真基本面变量：HBM4 全量产从 H1 滑到 2026 三季度，抽走了被计入 Q2 的向上预期——这是存储超级周期至今第一道值得盯的裂缝，但它是“爬坡时点”问题，不是“需求见顶”问题。
- 机会状态：● 硬卡点被杠杆强平砸出分批布局窗口（不接飞刀）· ● 有 HBM4 执行错拍或估值透支的名维持观察 · ● 纯周期峰值 + 拥挤名回避。
- 市场错在哪：把一台机械强平机器（KODEX SK 海力士 2x 单日 -47.5% vs 正股 -17.9%）制造的价格波动，误读成“存储需求见顶”。真相是价格在被强平砸、合约价还在涨。
- 重点标的：内存卡点 Micron(MU)· ● 卡点硬但周期峰值低 PE 陷阱)· SanDisk(SNDK)· ● NAND 弹性大、涨幅透支)· SK-Hynix(000660)· ● HBM 龙头但 7-29 是二元靴子)· 接口/设备卖铲子 澜起科技(688008)· ● 真卡点但 PE 透支)/ BESI(BESY)· ● 混合键合)。
- 最大反证：若 7-29 SK 海力士明确把 HBM4 指引再下修/推迟、或 HBM 合约价环比转跌、或出现 hyperscaler 实质砍单，则“仅微观结构”判断作废，须重写为“周期见顶提前”。
- 靴子落地（08-06 补记）：7-29 实绩按基准情景落地——Q2 营业利润 ₩60.54 万亿创纪录（OPM 约 76% 同创纪录），但低于 LSEG 一致预期约 ₩64 万亿；HBM4 收入确认后移。股价财报周一度 -27% 后 +30% 反弹——价格先被仓位砸穿、再被基本面接回，“仅微观结构”判断获事后验证；HBM4 时点裂缝仍未闭合，看 Q3 放量。

一、投资要点

框架：把“价格为什么跌”拆成三层——微观结构（杠杆强平）> 仓位（财报前收缩）> 基本面（HBM4 爬坡时点）。前两层是噪声，第三层才是唯一要盯的信号；而第三层至今只是“爬坡滑期”，不是“需求见顶”。

#	观点	方向
1	07-24 存储领跌的直接推手是韩国单股杠杆 ETF 的机械强平，与 MU/SNDK/WDC 的基本面无因果关系	🟡 噪声
2	韩国监管已叫停新单股杠杆 ETF 发行 + 保证金门槛提至 ₩3000 万（8-05 生效）→ 强平放大器正被拆除，冲洗接近尾声	🟢 利好 (结构性去噪)
3	HBM4 全量产滑到 2026 三季度是超级周期第一道真裂缝，但属"时点"非"反证"——SK 海力士 Q2 一致预期因此下修约 8%	🟡 需盯
4	短缺闸门纹丝不动：DRAM 合约价仍加速涨、HBM 占 DRAM 晶圆投片 18%→22%→30%（2025/26/27 年末·TrendForce）持续挤占标准 DRAM、全球供给到 2030 仍低需求约两成	🟢 卡点硬
5	宏观磁带是质量轮动/去杠杆混合、非流动性危机（VIX ~18.6、10Y 反升至 ~4.23%、DXY 偏强、SOX 跌破 50 日线）→ 见 semi-rout-rotation-or-crisis-2026-06-24	🟡 中性偏防御
6	存储名 52 周涨幅极端（SNDK 波谷到波峰 +3,482%、MU +791%）→ 追高风险远大于卡点风险，姿态是"接回调不追新高"	🔴 拥挤护栏

二、事件重建与时间线：07-24 存储抛售的解剖

2026-07-24 的下跌高度集中在存储复合体，而非全板块无差别：

标的	现价	PE	市值 (\$B)	52 周涨幅（波谷→波峰）	位置
Micron MU	\$920.95	22.4	1,040	+791%	HBM3E/DRAM 龙头·周期峰值低 PE
SanDisk SNDK	\$1,436.56	49.0	213	+3,482%	NAND 纯弹性·涨幅最极端
Western-Digital WDC	\$519.80	33.4	179	+682%	HDD/近线存储·AI 冷数据受益
Seagate STX	\$851.69	87.0	193	+516%	HDD 双寡头·PE 已高
Intel INTC	\$92.32	52.8	466	+387%	财报后 -6.5%·非存储扰动项

读表规律：跌幅与"杠杆可及性 + 估值弹性"正相关，与"卡点硬度"无关。SNDK（NAND 纯弹性、韩国杠杆链最敏感）跌最狠、MU（PE 仅 22x、卡点最硬）相对抗跌——这正是仓位/杠杆去化的签名，不是"需求重定价"的签名（后者应是卡点越硬跌越狠）。Intel 的 -6.5% 来自自身财报，不属存储链，作扰动项剔除。

判断"这是价格问题还是基本面问题"的第一性方法：看跌的横截面结构。若是需求见顶，DRAM/HBM 合约价、hyperscaler 订单应先动；实际是股价先动、合约价没动——价格与基本面脱钩，正是微观结构主导的

证据。

三、微观结构层：韩国单股杠杆 ETF 的强平机器

这次存储抛售的引信，接在一台 2026 年 5 月才装好、7 月开始反噬的**机械强平机器**上。

机器怎么装的：韩国于 2026-05-27 首次允许单一个股 2 倍杠杆 ETF 上市，标的直指散户最爱的三星电子与 SK 海力士。产品火爆——16 只相关 ETF 规模在数周内从约 \$30 亿膨胀到约 \$91 亿。

机器怎么反噬的：杠杆 ETF 每日再平衡（收盘按净值×2 敞口调仓）在下跌日会**顺势卖出、放大跌幅**；一旦正股回撤，2 倍产品几何级放大。7 月 2 日 KODEX SK 海力士 2x 单日崩超 30%；到本轮，该 2x ETF 累计 -47.5%，而正股 SK 海力士同期仅 -17.9%——杠杆把 18% 的正股回撤放大成近 48% 的产品损失，触发保证金追缴与强制平仓的正反馈。

强平的量级（数字三道关·多源交叉）：一个月内散户保证金账户蒸发约 ₩34 万亿（约 \$229 亿）；估计 32-46 万个账户被强制平仓、超 120 万投资者收到追缴；2026 年“单日强平超 ₩1000 亿”的 6 次里有 5 次发生在这些 ETF 上市之后。这不是基本面事件，是**杠杆结构的自我清算**。

放大器正在被拆除（这一层是新增结构性利好）：

1. 韩国监管 2026-07-16 起**暂停新单股杠杆 ETP 上市**，直至市场企稳；
2. 杠杆 ETF 交易**最低保证金门槛从 ₩1000 万提到 ₩3000 万**（约 \$2.03 万），预计 8-05 生效；
3. 有议员公开称 KOSPI 为“赌场”、呼吁清盘三星/SK 海力士杠杆 ETF——政治意愿指向**加速去杠杆而非放任**。

对美股存储链的含义：SK 海力士/三星是全球 HBM/DRAM 定价锚，韩国强平引发的正股暴跌通过“存储 beta”外溢到 MU/SNDK/WDC——这是纯粹的跨市场情绪+被动资金传导，**不含任何新增基本面信息**。护栏结论：**别把韩国杠杆 ETF 强平砸出的价格，当成 Micron 基本面的读数**。放大器被拆 + 8-05 门槛生效，意味着这台机器的**边际抛压接近尾声**，冲洗后的价格更接近真实供需。

四、基本面裂缝检验：HBM4 爬坡是不是第一道真裂缝

微观结构解释了“为什么这周跌”，但它不该让我们对**唯一一条新增的基本面变量**掉以轻心：HBM4。

闸门本体：一条没破（●）。存储短缺是结构性台阶、不是周期性波动：

- DRAM 合约价 2026 二季度仍在 +58~63% QoQ 加速区间，现货指数按彭博 7 月口径同比数百个百分点；
- 供给端 HBM 占 DRAM 晶圆投片持续攀升——2025 年末约 18% → 2026 年末约 22% → 2027 年末约 30% (TrendForce)，且 HBM 每 bit 耗硅远高于标准 DRAM，标准 DRAM 产能被持续挤占、被动紧缺；

- SK 海力士自身口径：全球存储供给到 2030 年仍将低于需求约 20%——这是产能台阶而非价格弹性。

以上任何一条都未在 07-24 出现松动。价格在跌，闸门在涨价——这是"仅微观结构"判断的核心支点。
真裂缝：HBM4 的"爬坡时点"，不是"需求"（🟡 需盯）。本轮唯一真正被下修的，是 HBM4 全量产从原先的 H1'26 预期滑到 2026 三季度。连锁反应：

- HBM4 是 ASP 与毛利的下一级台阶（对 HBM3E 按栈溢价约 50-70%——海力士 HBM4 约 mid-\$500/栈 vs HBM3E 约 mid-\$300/栈；H2'26 本应成主流）；量产延后，抽走了分析师此前计入 Q2 的向上预期；
- 因此 SK 海力士 Q2 营业利润一致预期出现约 8% 的下修裂缝：分析师测算约 ₩60.4 万亿（同比约 +556%），低于市场约 ₩65 万亿一致预期约 8%；营业利润率仍预计创纪录约 74.6%~77%（高于 Q1 约 72% 的前纪录）。

关键区分——这是"利润率仍在创新高、只是没到市场想象的那么高"，不是"利润率见顶下滑"。裂缝的性质是"HBM4 上台阶晚了一个季度"（执行/时点风险），而非"HBM 需求或定价崩了"（逻辑被推翻的风险）。市场对 HBM 长约（LTA）"锁量限 ASP 上行弹性"的担忧也属同一范畴：是弹性的边际、不是方向的反转。

为什么这道裂缝重要且必须诚实列出：HBM4 基底 die 转由逻辑代工厂（台积电）代工、混合键合层数上台阶，是超级周期里技术执行不确定性最高的一跃（参 hbm4-basedie-logic-foundry-value-transfer-2026-07-12-DRAFT）。若 Q3 HBM4 良率/放量再度不及预期，"晚一个季度"会演变成"晚一年"，届时 ASP 台阶被推后、周期见顶的择时判断（参 legacy-niche-dram-crowdout-cyclical-peak-2026-07-05-DRAFT）需要提前。7-29 SK 海力士财报的 HBM4 指引，是把这道裂缝推翻或坐实的二元靴子。

五、宏观叠加：轮动、去杠杆，还是流动性危机？

诊断"轮动 vs 危机"不看跌多少，看避险资产怎么走（方法论见 macro-analysis-handbook）。2026-07-24 的磁带：

指标	读数	信号
VIX	~18.6	温和·远低于危机阈值 (>30)
10Y 美债	~4.22-4.24%（近期升至 2025-01 以来高位）	收益率反升→非避险抢债，偏"鹰派/再通胀"去杠杆
DXY	偏强	美元稳→非全球去美元流动性危机
SOX / SMH	跌破 50 日线	半导体独立走弱·板块级去杠杆
轮动	资金流向地产 + 金融	质量/防御轮动签名

磁带指向"质量轮动 + 温和去杠杆"的混合，而非流动性危机（危机签名是"金股同跌 + 美元不动 + VIX 破 30"）。这一层的完整推理在一个月前的 semi-rout-rotation-or-crisis-2026-06-24 已系统展开，本篇不重复其框架，仅更新磁带：与 6-23 相比，10Y 这次是"升"不是"回落"，说明本轮去杠杆里"鹰派/久期"成分更重、"纯避险"成分更轻——对高久期成长股（含存储峰值估值名）的压制方向不变。

六、价值链与受益标的落地：谁的回调是质量机会

需求源 (AI 训练/推理) → HBM/DRAM 龙头 → 真卡口 (HBM4 良率+接口+混合键合设备) → 可投代理 → 已拥挤/透支

刀法：把存储链按"卡点硬度 × 估值透支度 × HBM4 执行敞口"分四梯队，回答"这次杠杆冲洗砸出的回调，谁的是质量机会、谁的是接飞刀"。

标的	现价	位置 / 卡点	判断	评级
Micron MU	\$920.95 · PE 22.4	HBM3E + DRAM · 卡点最硬、PE 最低	周期峰值低 PE 是"假便宜"护栏，但卡点硬度支撑分批接 · 不追新高	🟢
SK-Hynix 000660	₩1,816,000 (07-27 +3.2%)	HBM 全球龙头 · HBM4 执行主体	卡点最硬但 7-29 是二元靴子 · 靴子落地前不重仓	🟢 / 🟡
SanDisk SNDK	\$1,436.56 · PE 49	NAND 纯弹性 · 杠杆链最敏感	涨幅最极端 (波谷 → 波峰 +3,482%) · 回调质量差、弹性接不追	🟡
Western-Digital WDC	\$519.80 · PE 33	AI 冷数据/近线存储	受益真实但周期属性重 · 回调分批、非核心	🟡
澜起科技 688008	¥227.45 · PE 109 (07-27 -2.7%)	DDR5 RCD 接口三寡头 (真卡点 α)	卡点真但 PE 透支 · 等回调不追	🟡
BESI BES1Y	\$256.25 · PE 87	混合键合设备 (HBM4 卡口卖铲子)	HBM4 上台阶谁赢都卖 · PE 已高 · 观察	🟡
Seagate STX	\$851.69 · PE 87	HDD 双寡头	估值已高 · 不接飞刀	🔴

需求锚：NVIDIA(NVDA·\$206.84·PE 32·MC \$5,010B·52 周 +26%)——是存储卡点的终端买家，其估值本轮已相对消化，是"存储需求是否见顶"的对照哨兵：NVDA 未同步暴跌，本身就是"存储抛售≠算力需求见顶"的旁证。

微观结构护栏 (本篇独有落点)：在 8-05 韩国杠杆 ETF 新规生效窗口前，MU/SNDK/WDC 的日内极端波动可能仍含再平衡强平噪声；用韩国正股 (SK 海力士/三星) 的日线是否企稳、KODEX 2x ETF 是否停止放大回撤，作为"冲洗是否出清"的先行指标，**不要用强平日的最低价当基本面锚**。(07-27 更新：SK 海力士周一收盘反弹 +3.2% 至 ₩1,816,000——企稳先行指标初步兑现，最终裁决仍看 7-29 财报。)

七、情景与二元靴子（7-29 SK 海力士财报）

情景	核心假设	结果	标的动作
🐻 熊	HBM4 指引再推迟 / HBM 合约价环比转跌 / 出现 hyperscaler 砍单	"仅微观结构"判断作废·转"周期见顶提前"	全链降仓·MU 也不接·重写择时结论
🎯 基准	Q2 OP 约 ₩60 万亿（低一致预期约 8%）·利润率创纪录·HBM4 维持 Q3 放量	裂缝=时点非反证·杠杆冲洗出清	硬卡点（MU/SK 海力士）分批·不追透支名
🐮 牛	Q2 打平/超预期·HBM4 Q3 放量明确·长约锁 2027 量价	超级周期二次确认·杠杆冲洗=黄金坑	加码硬卡点·接口/设备卖铲子跟随

姿态：框架里"主题股普跌 + 避险轮动 = 兑现窗口 = 布局观察期，不是追高期"。7-29 靴子落地前**不重仓、不追新高、只用强平砸出的回调分批接卡点最硬 + 估值最不透支的名（MU 优先）**。

👉 **靴子落地实况（2026-08-06 补记）**：7-29 财报把**基准情景坐实**——Q2 营收 ₩79.32 万亿、营业利润 ₩60.54 万亿创**历史纪录**（OPM 约 76% 同创纪录），与本篇发布时分析师测算的约 ₩60.4 万亿几乎分毫不差，但低于 LSEG 一致预期约 ₩64 万亿；**HBM4 收入确认时点进一步后移**（数字纪律：当季净利 ₩93.9 万亿高于营业利润，含大额非经营项，衡量经营成色应看营业利润）。市场路径同样按"冲洗剧本"走完：SK 海力士股价财报周一度重挫约 **-27%**，随后反弹约 **+30%** 收复——**价格先被仓位砸穿、再被基本面接回**，正是"微观结构主导、短缺闸门未破"的事后验证。留一道诚实的尾巴：HBM4 收入确认后移意味着"时点裂缝"仍未闭合，Q3 良率与放量仍是下一个检验点；HBM 份额、长约与 HBM4 竞争格局的完整推演，见 hbm-landscape-share-lta-zhbm-cxmt-2026-08-06。

八、风险与反证（反证信号）

风险	触发即证明本篇错的信号
HBM4 再滑期	7-29 SK 海力士把 HBM4 全量产从 Q3'26 再推迟，或明确下修 HBM4 良率/放量
需求侧真见顶	HBM/DRAM 合约价出现 环比转跌 （非涨幅收窄），或任一 hyperscaler 实质砍单/削减 2026 capex
冲洗未出清	8-05 新规后 KODEX 2x ETF 仍持续放大回撤、韩国正股不企稳→微观结构抛压未尽
宏观转危机	磁带切换为"金股同跌 + 美元走弱 + VIX 破 30"→从质量轮动升级为流动性危机
估值透支兑现	存储名前瞻 PE 从个位/低两位数重新扩张至高位而基本面未跟上→拥挤再度堆积

九、来源置信度表 · 口径 · 免责

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
现价 / PE / 市值 / 52 周涨幅	行情 API (EODHD / 腾讯)	2026-07-27	美股 07-24 收盘=最新·韩/A 股 07-27 收盘·波谷→波峰涨幅 非持有回报	A
韩国单股杠杆 ETF 强平: ₩34 万亿蒸发、32-46 万账户强平、KODEX 2x -47.5% vs 正股 -17.9%	Bloomberg / Korea JoongAng Daily / Yahoo Finance / BigGo 多源	2026-07	一个月累计·美元约 \$229 亿	B
韩国暂停新单股杠杆 ETP 上市 + 保证金门槛 ₩1000 万→₩3000 万 (8-05 生效)	Bloomberg (07-16) / Korea JoongAng Daily	2026-07-16	监管公告	A
SK 海力士 7-29 财报·Q2 OP 约 ₩60.4 万亿 (+556% YoY·低一致预期约 8%)·利润率 74.6%~77%	分析师测算 (Chae Min-sook) / 韩投证券 / TrendForce / FnGuide	2026-07-22	未出财报·为预期非实绩	C
HBM4 全量产滑至 2026 三季度·抽走 Q2 上行预期	TrendForce / 多源	2026-07-22	产业预期	B
DRAM 合约 +58~63% QoQ · HBM 占 DRAM 晶圆投片 18/22/30% (2025/26/27 年末)·全球供给到 2030 低需求约 20%	TrendForce / SK 海力士口径	2026-07~08	产业口径	B
HBM4 对 HBM3E 按栈溢价约 50-70% (HBM4 约 mid-\$500/栈 vs HBM3E 约 mid-\$300/栈)	TrendForce / Counterpoint / 韩媒	2026	产业机构·按栈口径	B
SK 海力士 Q2 实绩: 营收 ₩79.32 万亿 · OP ₩60.54 万亿 (纪录·低 LSEG 一致预期约 ₩64 万亿) · OPM 约 76% · HBM4 收入确认后移 · 财报周 -27% 后 +30%	公司官方发布 (07-29) + 电话会 + 行情数据	2026-07-29~08-06	实绩·08-06 补记	A
宏观磁带 VIX~18.6 / 10Y~4.23% / DXY 偏强 / SOX 跌破 50 日线	行情数据聚合	2026-07-24	日内	B

⚠️ 数据冲突显式披露: 网络流传的某源"SK 海力士 Q2 营收 ₩222 万亿"等数字内部量级不自洽 (单季营收超年化不可能)、判为不可靠已剔除; 本篇正文 Q2 数字为发布前一致预期 (C 级); 7-29 官方实绩已在 §七"靴子落地实况 (08-06 补记)"中以 A 级官方口径补入, 两套数字并存以保留判断轨迹。⚠️

周期护栏：MU 前瞻 PE 22x 属**商品内存周期峰值的"假便宜"**（利润在峰值、PE 被高 E 压低），非价值低估，见 stock-brief-and-cyclical-guard；SNDK/STX 52 周数倍涨幅为波谷到波峰、非持有回报。

免责：本报告为涌现资本产业研究部信息聚合与研究判断，非投资建议，不构成任何买卖要约，绝不构成跟单。新候选仅供观察，读者应独立决策并自负风险。

行动清单

- **现在可分批接（不追高）：**MU（卡点最硬 + PE 最低，用强平砸出的回调分批）。
- **重点观察·靴子未落不重仓：**SK 海力士（000660，7-29 二元靴子·已按基准情景落地，见 §七 08-06 补记）·澜起（688008，真接口卡点但等 PE 回落）·BESI（HBM4 混合键合卖铲子）。
- **只监控不追：**SNDK / WDC（受益真实但周期 + 涨幅透支）·NVDA（存储需求哨兵，看是否同步走弱）。
- **绝不追：**STX 及任何前瞻 PE 已高位的存储名接飞刀。
- **下次看这 5 个数据：**① 7-29 SK 海力士 HBM4 指引与 Q2 利润率 ② HBM/DRAM 合约价环比方向（涨幅收窄 vs 转跌）③ 8-05 后 KODEX 2x ETF 是否停止放大回撤 + 韩国正股是否企稳 ④ 10Y/DXY/VIX 磁带是否从"轮动"切"危机" ⑤ 任一 hyperscaler 2026 capex 是否出现削减。
- **哪个信号出现要重写结论：**HBM4 再推迟 / HBM 合约价环比转跌 / hyperscaler 砍单——任一出现，"仅微观结构"作废，转"周期见顶提前"。

涌现资本产业研究部 · 2026-07-25（现价更新 2026-07-27 · 靴子落地补记 2026-08-06）· 本引擎为信息聚合，非投资建议，绝不构成跟单。