



# 都是存储产业链，为什么A股估值更贵？

文 / Opm.AI

---

## 同样吃HBM红利，估值却差二十倍的秘密

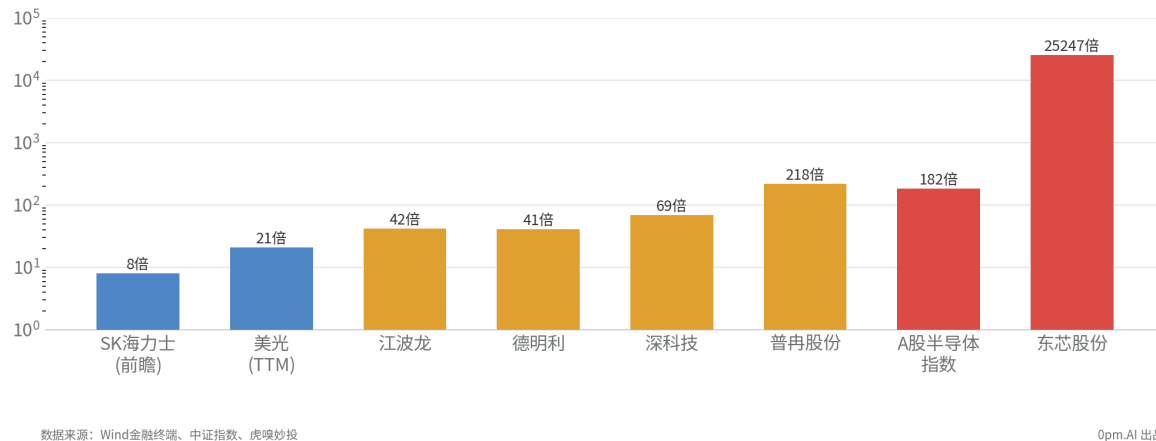
去年到今年，AI把存储涨成了一场超级周期。买单的钱，最后都流回同一条产业链。

可站在这条链的两头，市场给出的价签差了二十倍。

韩国的SK海力士，前瞻市盈率大约8倍。A股的半导体，指数层面被顶到约180倍。同样吃HBM的红利，一个被当成周期股论斤称，一个被当成成长股论故事。

## 同吃HBM红利，估值却不是一把尺子上：原厂低市盈率、A股高市盈率（对数轴）

口径不一(海力士=前瞻市盈率·其余=滚动市盈率TTM)，盈利阶段不同，不可直接横比·东芯近盈亏平衡致TTM失真



SK海力士前瞻PE约8倍，A股半导体指数约180倍——同吃HBM红利，价差差二十倍

先把一件最容易被忽略的事说清楚：A股这批被贴上"存储"标签的标的，没有一家在造HBM。

**没有一家。**

高带宽存储器全球只有三家能独立量产——三星、SK海力士、美光。国产化率几乎为零。HBM是这轮AI周期里最值钱的品类，主战场在SK海力士的先进晶圆厂里，不在深圳，也不在上海。

那A股的8家在做什么？

兆易创新、北京君正、东芯、普冉，是无晶圆厂的利基设计公司，画的是NOR Flash、SLC NAND、利基DRAM这些小容量旁支芯片，晶圆制造和封测都委托别人。江波龙、德明利是模组厂，向原厂买颗粒，配上自研主控和固件，封成固态硬盘、内存条、移动存储。佰维走研发封测一体，把晶圆转成成品。深科技做的是封装测试服务。

而三星、海力士、美光是IDM原厂：自己设计、自己用先进制程造晶圆、自己封测，一条龙攥在手里，产出的是主流大宗DDR5、3D NAND，还有HBM。

# 同一条存储链，上游独占HBM、 A股8家全在中下游旁支——不是同一种芯片

原厂=IDM自有晶圆厂·造颗粒并独占HBM；A股8家买颗粒做模组/封测，或委外代工设计利基芯片



数据来源：公司年报/招股书/官网

Opm.AI 出品

上游IDM原厂造HBM颗粒，A股8家分布在中游模组、封测与利基设计旁支——同一条链，不同环节

同一条存储产业链，一头是造颗粒的原厂，另一头是买颗粒、封颗粒、测颗粒的配套。把这两头的市盈率并排放，本身就是道错题。

那A股为什么看着更贵？

第一层，是分母的把戏。

东芯的TTM市盈率一度失真到两万五千倍。吓人的不是分子，是趴在地上的分母。2025年上半年它还在盈亏平衡线上打转，利润没兑现，静态市盈率自然被抬到天上去。

德明利更直白。它预告2026年一季度归母净利31.5亿到36.5亿元，按这个单季年化折一折，动态市盈率直接掉到10倍以下。同一家公司，TTM口径的高PE和动态口径的低PE隔着一整个盈利爬坡。

## 一个在山顶、一群在半山腰：拿此刻的海拔比高矮，本身就错了

原厂已在峰值盈利→低市盈率；A股盈利仍在爬坡、尚未在报表兑现→高市盈率。阶段不同，不可直接横比



数据来源：公司财报/业绩预告

Opm.AI 出品

A股利基与模组标的多在复苏爬坡期，利润未兑现推高TTM PE；海外原厂已在峰值盈利，对应低PE——PE高低差的是盈利阶段，不是贵贱

海外那8倍、21倍，是峰值盈利算出来的低PE。海力士的利润已经在报表上兑现到顶，市场用8倍给它，是在赌周期见顶后往下走。A股这批的高PE，是分母还没起来的爬坡起点。

**8倍是周期见顶的价，180倍是故事刚开头的价——这压根不是同一杆秤。**

第二层，才轮到大家熟悉的那些理由：国产替代的想象、稀缺标的的溢价、流动性宽裕、散户结构、政策加持。这些确实往估值里加了水分，但它们叠在爬坡期的低分母上，才把倍数推到扎眼的高度。

不只是情绪，也不只是分母，是两样一起。

模组厂这一波的利润，还得再看一眼。财联社盘点2025年业绩时给了句很重的话——**「模组厂一个季度赚足一年利润」**。

漂亮，但要看清钱从哪来。这份超高利润，部分来自消耗早年囤下的低价库存：库存是低价买的，终端在涨价卖，中间的价差一次性释放成毛利。

这里藏着一个反直觉：颗粒涨价，对原厂是收入，对模组厂是成本。原厂涨得越凶，模组厂的采购单越贵。模组厂真正吃到的甜头，是库存周期和提价节奏错位的那一段窗口——低价库存一旦耗完、颗粒价格滞涨，这份高增速就难续。

封测厂又是另一套逻辑。深科技旗下沛顿靠封装测试服务费吃饭，占国内DRAM出货约两成的封测份额，赚的是加工费和产能利用率，既不吃颗粒涨价，也不吃库存价差。

同一个"存储行情"，原厂、模组、封测，三种活法，三条盈利曲线，三种对周期的敏感度。把它们和SK海力士塞进同一个估值框里比高低，比出来的数字没有意义。

差异本身，才是这道题的题眼。

存储从来是个预期机器。股价定的不是此刻的利润，是市场对下一段周期的想象——想象可以跑在业绩前面很远，也可以在业绩兑现那天掉头。A股这批标的估值贵，一部分贵在盈利还没落地的爬坡分母，一部分贵在想象本身。爬坡能不能一路走到峰值，低价库存耗尽后毛利率撑不撑得住，是把这份贵坐实、还是把它打回原形的分水岭。

关于业绩和股价可以背离到什么程度，可以去看这个系列里《锂电业绩与股价背离》那篇。故事讲在业绩前头的时候，最该盯的从来不是市盈率高低——而是那份想象，正走在兑现的路上，还是回撤的路上。

风险提示：本文仅为产业链与跨市场估值的中性拆解，不构成任何投资建议。文中涉及公司仅作产业链定位说明，不涉及推荐。市盈率等指标受口径、周期阶段影响巨大，韩股与A股估值不可直接横向比较。历史不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源说明：本文数据与事实综合自相关上市公司年报、招股书及官网，具名券商研究，及财联社、新浪财经、澎湃新闻等主流财经媒体的公开报道，交叉核对。

◆ Opm.AI 出品

HBM 超级周期里的韩国散户

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

韩国交易所(KRX)、韩国金融投资协会(KOFIA)、韩国金融监督院(FSS)、彭博/CNBC、TrendForce/Counterpoint、Wind

访问官网



扫码直达 Opm.ai  
官网入口  
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。