

笃信有多坚定，赌性就有多坚强 · 全文合订

目录 · CONTENTS

01 赌性坚强的韩国人

02 最好的夏天

03 2倍做多的陷阱：标的回本，你为什么回不了本

04 韩国人的投机基因：一次次"这次不一样"

05 低PE的陷阱：为什么笃信者被埋在山顶

06 都是存储产业链，为什么A股估值更贵？

赌性坚强的韩国人

投机狂潮里，把信念活成赌注的民族

2026年7月8日，三星电子与SK海力士的信用融资余额合计达到**10.76万亿韩元**，占韩国主板全部信用融资约**36%**。

另一份账本里，韩国个人投资者买入这两只股票的比重已经升至**45%**，是一年前的3倍。

两个比例口径不同，不能相加，却指向同一个画面：韩国散户手里的现金和借来的钱，正在同时挤向两家公司。

HBM把国运级的笃信和杠杆级的赌性，焊成了同一件事。

两只股票，挤进同一扇门

韩国散户有个带着历史意味的称呼：“东学蚁”。

2026年6月1日至26日，外资净卖出三星电子与SK海力士合计约**36.5万亿韩元**。同一时期，个人投资者净买入约**34.4万亿韩元**。

外资往外撤，东学蚁往里接。

截点	散户动作	对照	来源
6月1日至26日	净买入两股约 34.4万亿韩元	外资净卖出约 36.5万亿韩元	《金融新闻》
7月8日	两股信用融资合计 10.76万亿韩元	占韩国主板信用融资约 36%	《韩国经济新闻》
7月10日	两股信用融资估算合计 12.5112万亿韩元	约为韩国创业板全市场信用融资的 1.7倍	《金融新闻》

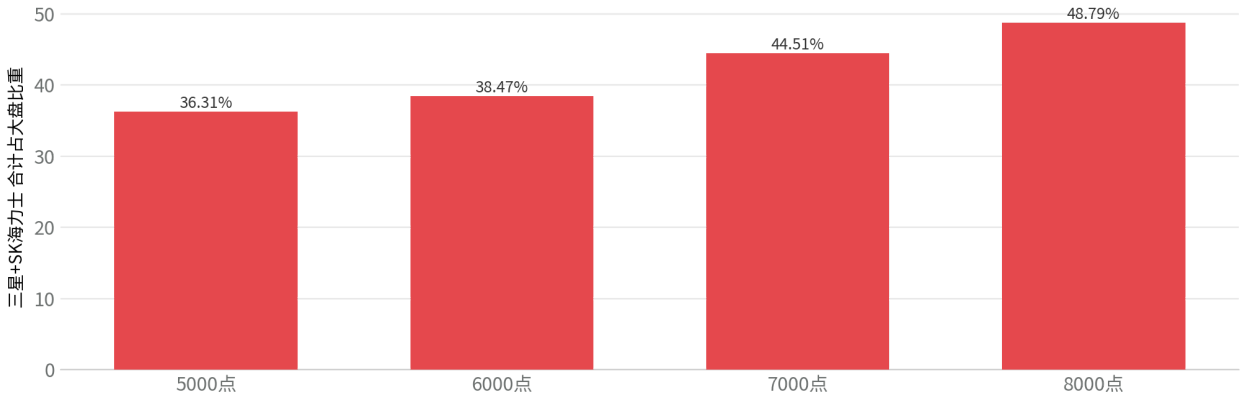
最后一组数字尤其刺眼。

仅三星电子和SK海力士两只股票的信用融资估算值，已经超过韩国创业板全市场的信用融资余额。后一个数字属于估算值，统计截点也与7月8日不同，不能拼成“两天暴增”的故事。

它足以说明集中度的量级。

大盘每上一个整数关口，两只股票就更重一分：36% → 逼近49%

综合股价指数各整数关口 · 三星+SK海力士合计占大盘比重% · 来源:韩国财媒(News1/首尔经济等) · SK海力士IR



数据来源：韩国财媒(News1/首尔经济等) · SK海力士IR

0pm.AI 出品

个人买入占比与主板信用融资占比口径不同，却同时向三星电子和SK海力士集中

45%是个人投资者买入占比，**36%**是两股占韩国主板信用融资的比重。

一边是买什么，一边是借钱买什么。

两本账独立指向同样的答案，比把数字硬凑在一起更值得警惕：这不是单一资金口径里的拥挤，而是两种决策同时收窄。

韩国人押注的也不只是两家公司。

三星电子和SK海力士承载着韩国半导体产业的竞争力。当HBM被放进国运叙事，股票便不再只是股票，而成了普通人能够买到的一张产业选票。

错过上涨，像是错过一个国家最重要的产业机会。

这套想象，最直白的说法是：

「让三星电子股票把月薪翻一番。」

它不是工资测算，而是一种愿望：产业赢，企业赢，个人账户也跟着赢。



交易大厅里，屏幕只剩三星电子与SK海力士两束冷光，人群同时抬头

从30万亿到38.63万亿，信念开始计息

韩国市场把借钱买股叫作“债投”。

2026年1月，券商信用融资余额约为**30万亿韩元**。2月和3月升至约32万亿韩元，4月约35万亿韩元，5月已经来到约38万亿韩元。

时间	全市场信用融资余额
2026年1月	约30万亿韩元
2026年2月	约32万亿韩元
2026年3月	约32万亿韩元
2026年4月	约35万亿韩元
2026年5月	约38万亿韩元
2026年6月24日	38.63万亿韩元，年内峰值
2026年6月30日	37.33万亿韩元

6月24日的**38.63万亿韩元**是年内峰值。

6月30日余额回落至**37.33万亿韩元**，较年初仍增加约**9.91万亿韩元**，增幅约**36%**。

峰值已经过去，杠杆没有退场。

散户加杠杆的速度：信用融资半年冲高 36%，6/24 触年内峰值

全市场信用融资余额 · 2026年1月-6/24 · 来源:韩国金融投资协会(KOFIA)



数据来源：韩国金融投资协会(KOFIA)

Opm.AI 出品

2026年信用融资一路抬升，6月24日触及年内峰值后月末仍在37.33万亿韩元

三星电子7月8日的信用融资余额为**5.52万亿韩元**，较6月末增加6.3%；SK海力士达到**5.24万亿韩元**，较6月末增加8.44%。

散户没有把借来的钱均匀撒向市场。

他们在加码最相信的部分。

这正是HBM超级周期在韩国市场最特殊的一面：产业信心没有停在产线、订单和公司报表里，而是沿着券商账户进入普通人的资产负债表。

笃信越集中，杠杆越容易被解释成勇气。

杠杆把产业判断改成了倒计时

现金可以等，信用账户不能无限等。

股价下跌，担保比例随之下降；触及条件，券商卖出股票偿还借款。持有者原本想等产业逻辑兑现，信用账户却先替他做了决定。

7月初的3个交易日里，与三星电子、SK海力士“债投”相关的强制平仓累计达到**4751亿韩元**。

这不是对HBM前景的判决。

它只揭开了另一套时间表：产业周期按季度和年度兑现，信用账户按股价和担保比例计时。

国运叙事可以很长，杠杆的耐心很短。

韩国人并非突然变贫。

他们相信本国最重要的产业还会赢，也害怕自己站在胜利之外。HBM把这两种情绪同时推高，券商融资则把情绪变成需要支付利息的仓位。

两只股票越来越像韩国散户共同持有的一张国运选票。

但当国家产业的胜负被直接折成个人信用账户里的确定性，你买下的究竟是企业成长，还是在用利息替国运投票？

来源说明

韩国金融投资协会、韩国交易所、韩国金融监督院，以及《韩国经济新闻》《首尔经济》《金融新闻》、Investing.com韩国版等具名报道。

风险提示

本文不构成投资建议，历史表现不代表未来。市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

最好的夏天

三个真实的韩国散户，和他们赌上的这个夏天

2026年6月15日，Threads账号@askew9437发出一则中文帖子。

帖子里的韩国女孩刚找到工作，把工资全部投进股市，赚回五年薪水。机票正在打折，她准备飞往海岛。首尔街头，陌生人拥抱欢呼。

她觉得，人类进入了黄金时代。



海岛机票、上涨的账户与街头拥抱，拼成中文帖子里的黄金时代

这不是一份韩国女孩的真实口述。

现有韩国主流财媒报道和主要平台记录里，找不到“最好的夏天”的韩国一手出处。可追溯的源头是一则中文帖子，后来又被中文账号转发、加戏。

韩国股市真正流行的，是“退款”、为海力士祈祷，以及围绕三星电子、SK海力士产生的各种梗。但那个虚构女孩说中了真实的欲望。

他们赌的不是一只股票。

他们赌的是，这次我也能上岸。

三张账本，都在抢同一个夏天

韩国财媒记录了三名散户。

一个人手里有几十亿韩元，一个人攒下一亿韩元，还有一个人守着年利率 6% 的定期存款。

钱相差很远，时间表却很像。

人物	押上的钱	当时的盘算与结果
“超级散户”	38.9亿韩元	全部押入SK海力士，三周一度浮盈11亿韩元
34岁上班族朴某	1亿韩元	解约定期存款，三星电子、SK海力士各投5000万韩元，盼着结婚前翻一番
29岁上班族	未披露	被同事的盈利截图带入市场，取出年利率6%的定期存款加仓，后来转亏

第一张账本，三周赚到普通人难以想象的数字。

第二张账本，终点写着婚期。

第三张账本原本很慢，每年拿走6%的利息。看到身边人的账户上涨后，它也被拖进了这个夏天。

他们没有把问题想成五年后的产业格局。

他们想知道，眼下这轮上涨能不能替自己省掉几年。

股票成了时间的捷径。

九千点把未来拉到了眼前

2026年5月27日，韩国首批单只股票两倍杠杆ETF和ETN上市。

基础资产只有两家公司：三星电子和SK海力士。

半个月后，那则“最好的夏天”中文帖子出现。

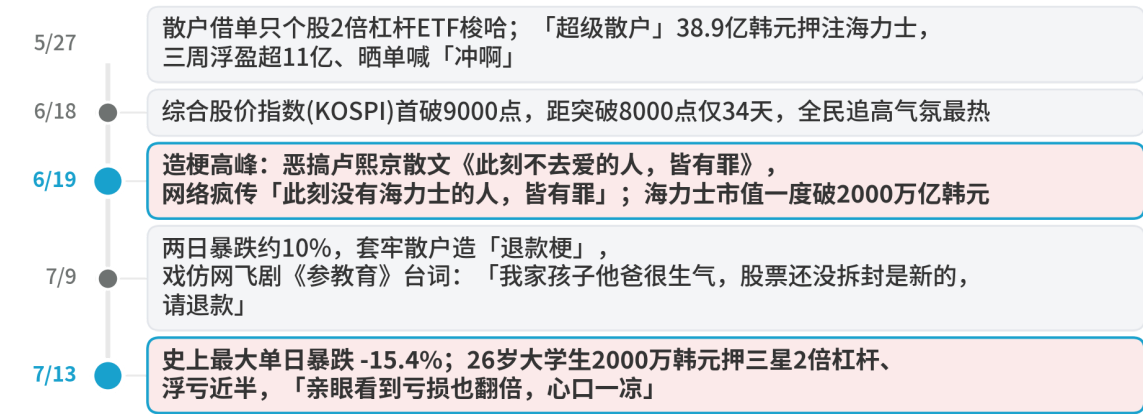
亚洲经济记录，6月18日，韩国综合股价指数首次突破 **9000点**。

指数登顶时，最容易被放大的并非收益，而是时间感。

三年才能完成的积累，似乎可以缩成三个月；婚前才能攒够的钱，似乎可以提前装进账户；一份工资，也可以突然拥有五年份量。

一个夏天的欢与悲：从破9000点的造梗狂欢到七月暴跌

六周里，狂热造梗翻成退款梗 · 来源:韩国日报/Money Today/Financial News



数据来源：Financial News、亚洲经济、韩国日报、Money Today

Opm.AI 出品

从两倍杠杆产品上市、九千点狂欢到退款自嘲，情绪只用了数周便掉头

这张时间线里，行情上涨只是表层。

真正加速的是人生计划。

两倍工具，把夏天压得更短

首批产品一共 **16只**，其中 **14只**为正向两倍产品，另外两只为反向产品。

韩国金融委员会没有替这些产品编造长期故事。

监管公告写得很直白：「个股反复涨跌会侵蚀本金，只应限于短期。」

现实比警告更快。

韩国经济7月3日报道覆盖的前一个月里，三星电子下跌 **4.3%**。同期，两只三星电子单股杠杆ETF分别下跌 **16.7%** 和 **16.9%**。

若只按两倍理解，跌幅应接近 **8.6%**。

实际损失接近标的跌幅的四倍。

方向看对，不代表路径会放过你。

当定期存款、婚期和两倍杠杆挤进同一张日历，账户最缺的东西就不再是判断，而是等待的余地。

红色账户，转成蓝色

7月初，韩国综合股价指数在两个交易日内下跌约 **10%**。

韩国财媒开始密集记录“退款梗”。散户把股票说成买错的商品，问能不能退货，用一句玩笑接住浮亏和强制平仓。

7月13日的暴跌，又把一些账户从红色打成蓝色。

29岁的上班族已经取出了那笔年利率6%的定期存款。原来可以按年等待的钱，现在必须按天承受波动。

朴某押上的不只是三星电子和SK海力士。

还有一个不能随着股价延期的婚期。

“超级散户”三周浮盈11亿韩元的故事仍然耀眼。它也让另一件事变得更难被看见：收益来得越快，人越容易把偶然的运气写进此后的人生预算。

最好的夏天需要上涨。

生活却不会因为行情转蓝，暂停扣款、暂停结婚、暂停变老。

那个中文故事停在首尔街头的拥抱里。真实的韩国散户，已经开始说“退款”。

当一个人把上岸的期限压缩成一个夏天，他追赶的究竟是行情，还是自己被耽误的人生？

2倍做多的陷阱：标的回本，你为什么回不了本

标的涨回原价，为什么你的杠杆ETF回不去了

假设一只股票从100元跌到90元，跌幅是**10%**。

第二天，它上涨**11.11%**，重新回到100元。

同一段路，2倍做多ETF从100元跌到80元，再上涨22.22%，最终只剩**97.78元**。

股票回本了。

ETF还亏着**2.22%**。

2倍只属于每个交易日，损耗却会沿着整条路径累积。

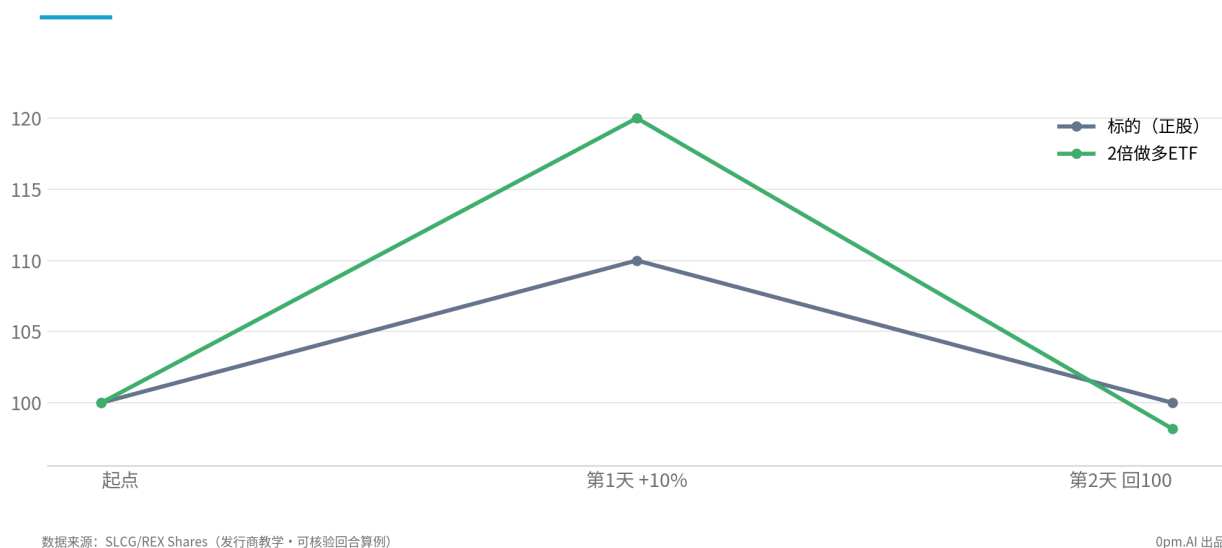
标的回到原点，你已经换了起跑线

先看这笔零费率、零价差、完美跟踪的假设账本。

阶段	标的价格	标的当日涨跌	2倍ETF净值	ETF当日涨跌
起点	100.00	—	100.00	—
第一天	90.00	-10.00%	80.00	-20.00%
第二天	100.00	+11.11%	97.78	+22.22%
两日累计	回到起点	0	未回到起点	-2.22%

标的完整回到100，2倍做多ETF只剩98.18

同一段先+10%后回原点的行情走两天 · 那1.82%已成永久损失 · 来源:SLCG/REX算例



标的回到原价，2倍ETF仍留下2.22%的净值缺口

这张图里，标的走了一个完整来回，ETF却没有。

第一天下跌后，2倍ETF只剩80元。第二天的22.22%，是在80元的底盘上增长。

上涨幅度翻一番了，参与上涨的本金却缩小了。

标的回到旧价位，只能证明终点相同，抹不掉沿途已经损失的净值。

那**2.22%**并非多等一天就会自动归还。ETF此后若要回到100元，标的还得继续上涨，替前一段震荡填坑。

回本变成了一次新的上涨。

不是旧损失的撤销。

磨损有两本账，别混成一笔手续费

第一本是几何账。

每天重置杠杆，收益便取决于涨跌顺序。即使产品没有管理费、没有滑点、跟踪分毫不差，震荡仍会留下缺口。

它不是现金从账户里被单独扣走。

它藏在复利路径里。

第二本是真金白银的成本账。

管理费、交易成本、融资摩擦，以及产品适用时的期货展期成本，都会继续侵蚀净值。

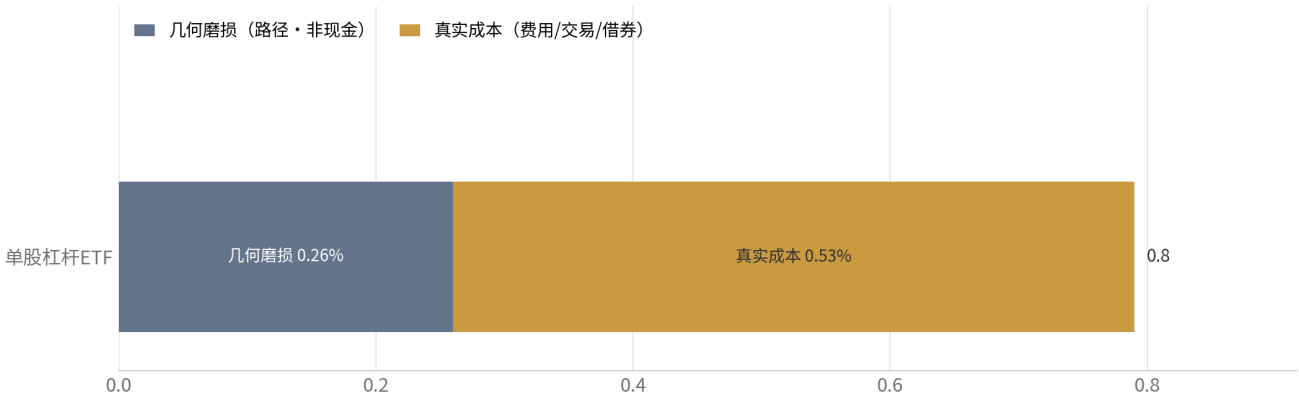
Bessembinder在2025年的研究中发现，长仓单只股票杠杆ETF平均每月落后理论杠杆基准约**0.79%**。

其中约**0.26%**来自每日再平衡一侧，约**0.53%**来自费用、交易成本及超额借券保证金等摩擦。

大致是一份路径与再平衡拖累，叠着两份真实摩擦。

每月落后0.79%：约1/3是不花钱的几何磨损，约2/3是真金白银的成本

单股杠杆ETF每月落后理论基准的构成 · 合计≈0.79%/月 · 来源:Bessembinder(2025)学术分解



数据来源：Bessembinder (2025) · 亚利桑那州立大学

Opm.AI 出品

单股杠杆ETF的落后既有路径损耗，也有持续发生的真实成本

只把问题归咎于手续费，会低估波动本身。

只谈波动率衰减，也会漏掉账户中持续流出的成本。

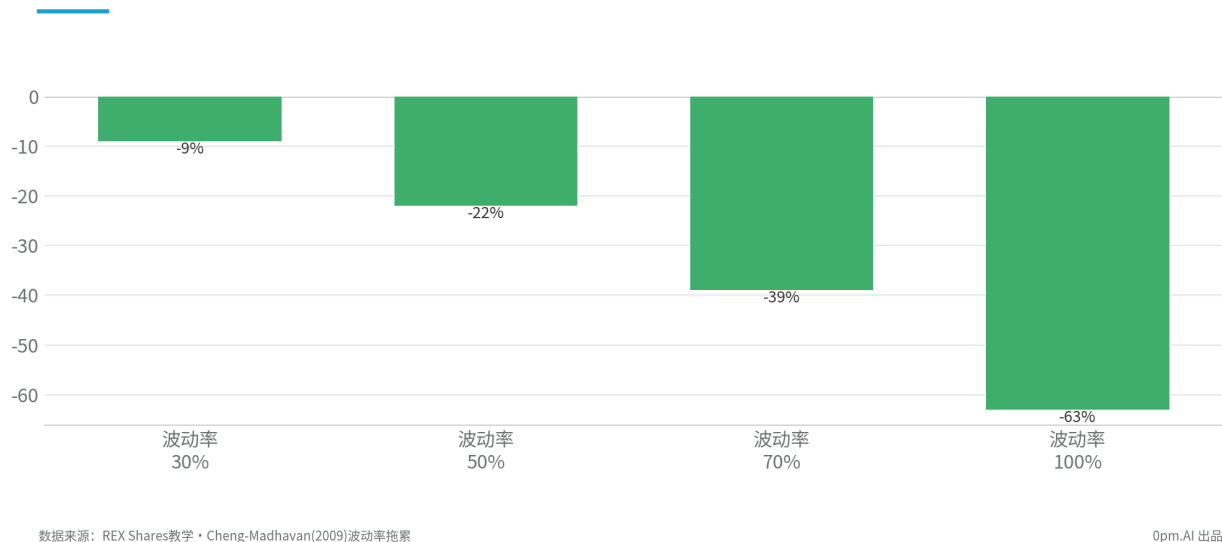
两本账同时记，持有时间越长，缺口越难忽略。

波动不是背景，它直接参与定价

杠杆越高，波动磨损增加得越快。

磨损来自波动率：波动越高，2倍杠杆一年被几何效应吃掉越多

不同年化波动率下2倍做多ETF估算年化磨损 · 磨损 $\propto L(L-1)\sigma^2$ · 来源:REX Shares教学/Cheng-Madhavan学术



杠杆越高、波动越大、持有越久，净值磨损项越重

REX发行商给出的年化衰减估计中，标的波动率为**30%**时，衰减约为**9%**；波动率升至**70%**，衰减约为**39%**；达到**100%**时，估计衰减约为**63%**。

这些数字是机制估计，不是任何一只产品未来收益的预测。

它们揭开的，是“2倍”最容易被误读的地方：产品追踪的是每日涨跌，不承诺把一段时间的累计收益机械乘以二。

终点相同，路径不同，账本可以完全不同。

SLCG的研究把条件说得很直白：「只要标的没有明显趋势，波动越高、杠杆越高、时间越长，亏得越多。」

杠杆ETF也并非在所有路径中都会失血。

持续单边、低波动上涨时，每日重置会沿着上涨路径扩大敞口，正复利可能让产品跑赢简单的“区间涨幅乘以二”。

这条反例不能藏。

真正危险的组合是：**高波动、反复折返、长期持有**。

投资者盯着终点，产品每天结算沿途。

误差就在这里越滚越大。

韩国实盘里，“2倍”已经变了形

2026年6月，三星电子单月下跌**4.3%**。

两只对应的单股杠杆ETF分别下跌**16.7%**和**16.9%**。若只按区间涨跌乘以二作直觉参照，数字约为负8.6%；实际跌幅接近标的的四倍。

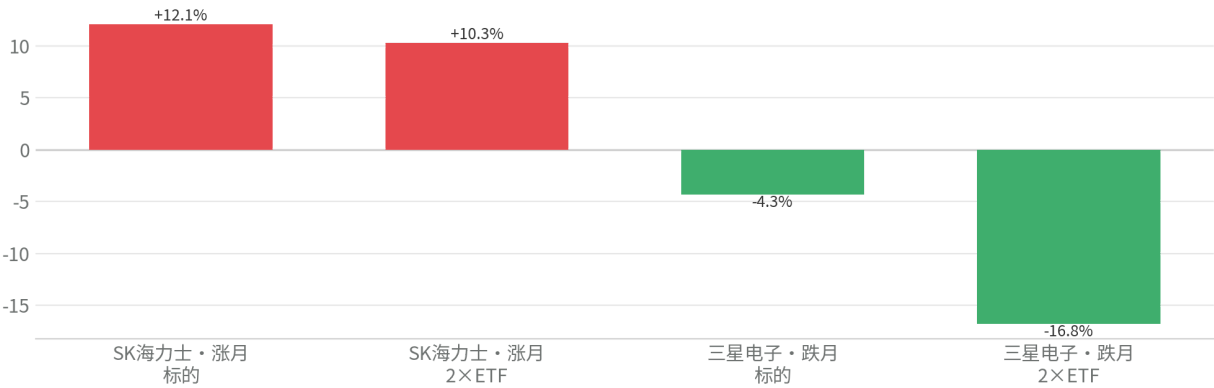
同一个月，SK海力士上涨**12.1%**。

两只单股杠杆ETF却只上涨**10.9%**和**9.8%**，连标的本身都没跑赢。

2026年6月标的	标的月收益	区间乘以二的直觉参照	两只杠杆产品实际收益
三星电子	-4.3%	约-8.6%	-16.7%、-16.9%
SK海力士	+12.1%	约+24%	+10.9%、+9.8%

涨的时候少给你，跌的时候多咬你——三星跌4.3%、杠杆ETF却跌近17%

标的正股 vs 2倍做多ETF 近一月收益对照 · 来源:韩国经济新闻/发行商产品收益率



数据来源：韩国经济新闻 · 发行商（KODEX/TIGER）产品收益率

Opm.AI 出品

上涨时跑输标的、下跌时远超两倍，韩国单股杠杆产品暴露出强烈路径背离

这张图最刺眼的地方，不是跌得更狠。

而是标的上涨时，“2倍做多”照样可能落后。

2026年2月26日至4月20日的一段模拟回测中，三星电子股价小幅上涨，对应单股杠杆产品却亏损**9.44%**。

方向看对，结果仍可能做错。

单只股票的波动通常高于宽基指数。每日重置、个股波动和真实成本叠在一起，“2倍”与持有期收益之间的距离便被迅速拉开。

韩国金融委员会在2026年5月25日上市前警示中指出，韩国股票单日涨跌幅限制为正负30%，2倍杠杆产品的单日最大损失可达约**60%**。

写成一笔假设账本：投入100万韩元，在这一极端单日情景下，账面可能只剩约40万韩元。

这还只是一天。

2倍杠杆放大的从来不止判断，也包括路径犯错的代价。

当你再次看到“2倍做多”，该盯着终点涨幅，还是先看那条决定净值命运的路径？

资料来源：韩国金融委员会2026年5月25日风险提示；《韩国经济新闻》2026年7月3日报道及其引述的发行商实际产品收益；Bessembinder（2025）；Cheng–Madhavan（2009）；SLCG（2010）；REX发行商机制资料。

风险提示：本文不构成投资建议，历史表现不代表未来。市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

韩国人的投机基因：一次次"这次不一样"

从国民股到东学蚁，韩国四十年重演同一个剧本

2026年7月13日，首尔。

SK海力士收盘跌 **15.4%**，公司上市以来最大的单日跌幅。两个月前它刚挤进"万亿美元俱乐部"，这天收盘，市值从约 **1万亿美元** 掉回约 **8750亿**。

同一天，KOSPI跌了约 **8%到9%**，盘中触发20分钟熔断，一路跌破7000点。三星电子和SK海力士两只票，合起来占这个指数四成多的权重——它俩一起打喷嚏，整个韩国股市躺平。

这一幕，韩国股民不该陌生。同样的剧本，过去四十年他们至少看过四遍。

1985到1989：四年六倍，全民被搬进交易所

1985年初，KOSPI还在 **163点**。

四年后的1989年3月，它第一次站上1000点 (**1003.31**)，一个月后摸到 **1007.77** 的高点。四年多，指数翻了六倍还不止。

那是后来被叫作"国民股"的年代。炒股第一次从少数人的生意，变成街头巷尾的全民运动。

破千之后，这轮四年狂潮开始了漫长的回落。登顶的名字被人记住，下山的路没人愿意讲。



同一张剧本，在四十年的时间长廊里反复开演

2007：基金热风，第一次站上2000

2007年4月9日，KOSPI破1500。

三个月后，7月24日盘中冲到 **2005点**，第二天收盘 **2004.22**，第一次站上2000点。

这一回主角换了。全民不再自己盯盘，而是把钱交给基金经理，排队申购——这波狂热的名字就叫“基金热风”。

说辞也换了新词：散户炒股靠运气，交给专业机构才稳。听着比上一轮体面，结局你我都知道，2008年就在门口等着。

2018：同一枚币，在首尔贵一半

到了加密货币这一轮，韩国人贡献了一个专有名词：泡菜溢价。

同一枚比特币，海外交易所卖1万美元，首尔的交易所能卖到1万5。**2018年1月，这个溢价冲到54.48% 的峰值。**

这不是汇率，是情绪的加价。

2016到2018那段样本期，平均溢价才 **4.73%**。54.48%，是它烧到最旺时的温度——韩国人抢得太凶，凶到同一个资产出不了国门，就凭空贵出一半。

一个资产的价格和它值多少钱彻底脱钩的时候，剩下的就只有投机本身。

2020：东学蚁，散户组团接管大盘

2020年，韩国散户给自己起了个名字：东学蚁。

典故来自1894年的东学农民起义——他们把自己想象成揭竿的农民军，对手是外资和机构。这一次，蚁群真的组团上阵。

那一年，个人投资者净买入 **33万亿韩元**（某个统计窗口的口径）。活动证券账户一度冲上三千多万个的量级。

他们的盘算，直白到只剩一句话：靠三星电子，把工资赚回来。

换的是主角，没换的是那句台词

约翰·邓普顿有句话被引了几十年：「投资史上最贵的四个字，是'这次不一样'。」

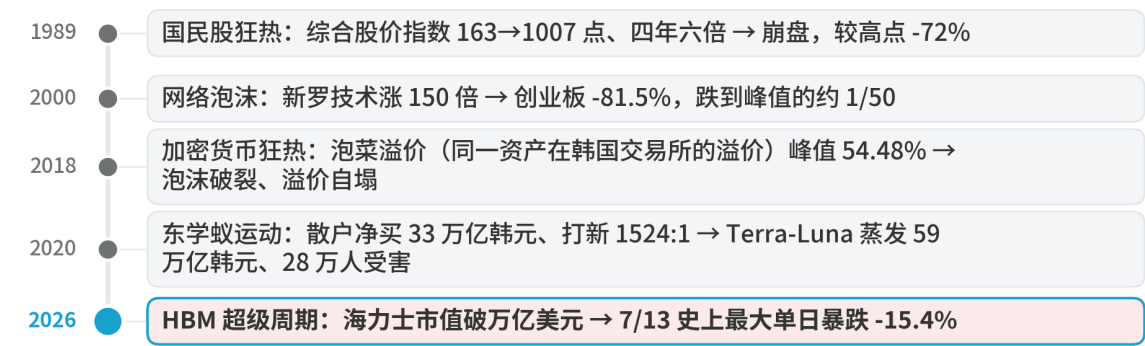
把韩国这四十年摆到一起看，每一轮开场，都配着一套“这次不一样”的说辞——

1980年代，这次有国家扶持；世纪之交，这次有专业基金；2018年，这次是去中心化革命；2020年，这次散户能赢机构。

主角换了四拨，台词一个字没改。

韩国全民投机的四十年轮回：一次次「这次不一样」

每轮狂热的峰值与崩盘 · 来源:公开报道/韩国交易所/学术



数据来源：韩国交易所/公开报道/学术

Opm.AI 出品

从国民股到HBM，四十年五个投机高点连成一条线——狂热的主角一直在换

第五拨主角，叫HBM

现在，轮到第五拨主角登场。

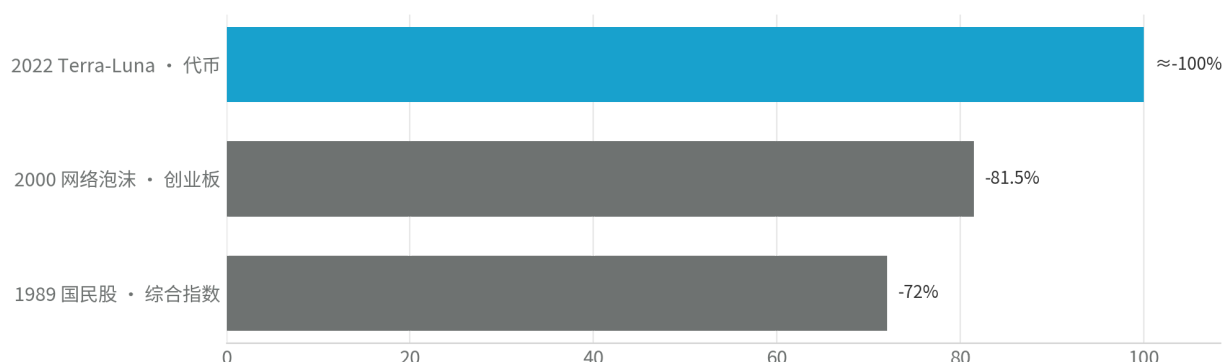
SK海力士的HBM收入份额爬到约 **56%到58%**，逐季走高。AI芯片离不开它，市值一度冲破万亿美元。说辞还是那句老话：这次不一样，这是AI，是十年一遇的超级周期。

然后是2026年7月13日，一天 **15.4%**。

KOSPI创新高的时候，看着是全民繁荣，其实是两只票在撑——三星和SK海力士占了四成多的权重。繁荣和脆弱，本就是同一枚硬币的两面。

历次全民投机潮：标志资产从峰值的最大回撤

峰值到谷底跌幅% · 越长跌得越狠 · 来源:公开报道/学术



数据来源：公开报道/学术

Opm.AI 出品

同一条规律的两个刻度：情绪最烫时泡菜溢价54.48%，回落最急时SK海力士单日15.4%

四十年，五轮狂热。国民股、基金、比特币、散户、HBM，主角一茬换一茬，那句"这次不一样"却每次都准时登场。

邓普顿的那四个字，到底是每一代人都得亲手撞一次的墙——还是这一次，真的不一样？

风险提示：本文为历史复盘，不构成任何投资建议。历史不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源：韩国交易所（KRX）、金融投资协会（KOFIA）、Counterpoint、彭博社、CNBC、Investing.com、SSRN学术论文，以及韩国主流媒体（电子新闻、首尔新闻）等公开资料。

文/Opm.AI

低PE的陷阱：为什么笃信者被埋在山顶

五倍市盈率不是便宜，是盈利见顶的警报

一个多月前，SK海力士的市值第一次踩上**1万亿美元**。

7月13日周一收盘，它单日跌了**15.4%**——公司历史上最惨的一天。市值退回约**8750亿美元**。连着三星，两家都比上个月的高点掉了至少**三成**。

这不是业绩暴雷。暴跌发生时，海力士的前瞻市盈率只有**5倍**左右，账面上摆着创纪录的利润。

按最朴素的算法，5倍市盈率意味着五年回本，比大盘便宜得离谱，谁看了都想抄底。可就是这个"便宜"，把笃信者埋在了山顶。

周期股的市盈率，是反着读的

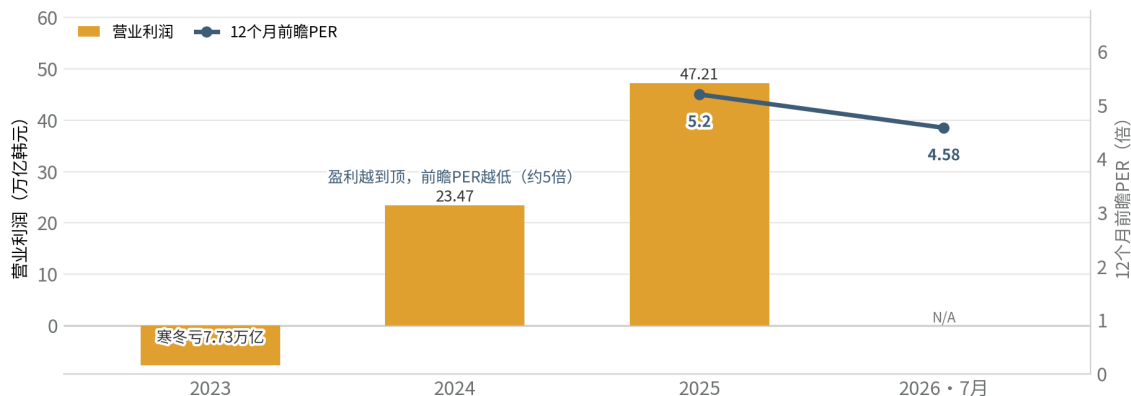
彼得·林奇早把这件事讲透了。他说，周期股是所有类型里最容易被误解的一种，粗心的选股人最容易在这里把钱亏光。他打了个二十一点的比方：在牌桌上待得太久，赢来的迟早连本带利还回去——从底到顶，再回到底，等于白玩一场。

普通股票的逻辑是顺的：利润涨、股价涨、市盈率大体稳定。周期股不是。它的利润在景气顶点被拉到极致，这个当分母的数字大到发烫，市盈率自然被压到最低。

此刻的低市盈率，不是安全边际，是市场提前替未来的利润下滑打的折。**创纪录的利润配上个位数的市盈率，往往是头部，不是底部。**

盈利见顶那一刻，前瞻PER反而最低

SK海力士营业利润（万亿韩元·左轴） vs 12个月前瞻PER（倍·右轴） · 2023寒冬亏损→2025盈利峰值



数据来源：SK海力士财报、StockAnalysis · 韩媒

Opm.AI 出品

盈利见顶时市盈率反而最低——低PE恰是强周期股头部的信号，不是底部的便宜

一份把话说白的预估，五倍市盈率没托住

引爆点小得不起眼。

韩国券商KIS给出海力士二季度的利润预估，比市场共识低了约**8%**，理由是HBM4出货慢于预期、公司对HBM合约的依赖太重。就这么一条，五倍的市盈率没托住任何东西。

创纪录的盈利，五倍的估值，一天蒸发一成半。

美光的旧账：四倍市盈率，跌掉一半还多

这套剧本，美光2018年演过一遍。

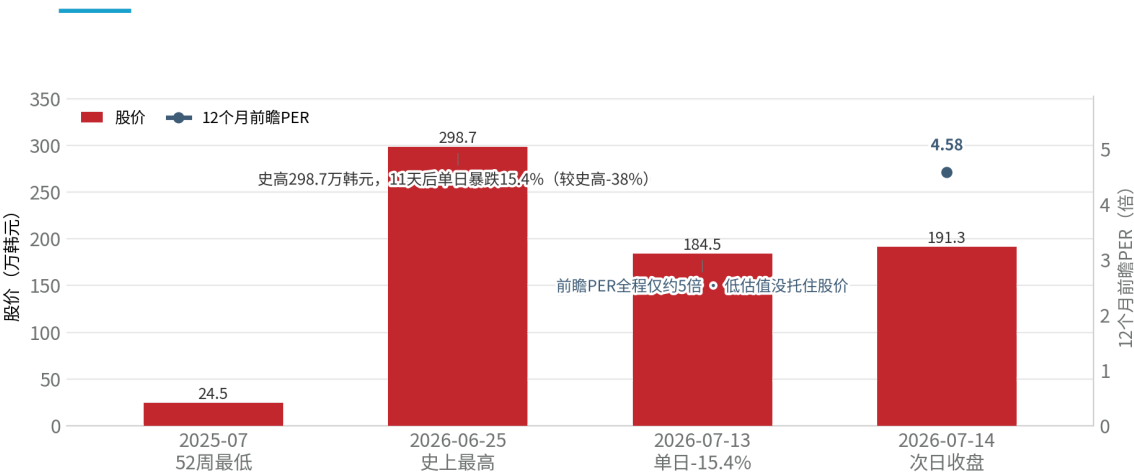
它的股价在2018年5月见顶，约64美元，那时前瞻市盈率只有**4到5倍**——比今天的海力士还便宜。可公司的盈利要到当年四季度才真正见顶。股价没等盈利登顶，就一路往下，到年底跌了**56%**。

记忆体股价通常比基本面盈利早一到两个季度见顶。你盯着后视镜里的利润，前挡风玻璃外的路早就拐弯了。

三轮周期，同一个剧本。2016到2020那轮，从峰到谷走了六七个季度，营收掉三成，毛利率从59%压到27%，股价跌56%。2020到2023那轮，海力士2023年的毛利率一度是**负28%**，美光股价腰斩。毛利从50%多压到低20%、甚至转负，是记忆体行业的常态，不是意外。

5倍前瞻PER，照样暴跌：低估值不是安全垫

SK海力士股价（万韩元·左轴）与12个月前瞻PER（倍·右轴）· 2025年7月→2026年7月



数据来源：韩国金融新闻/StockAnalysis、StockAnalysis · 韩媒

Opm.AI 出品

市盈率越低、股价越先见顶——美光2018年以四五倍前瞻PE跌掉一半，剪刀差就是峰值陷阱本身

同一批分析师留下过一句提醒：别把一只强周期股，错当成价值股。

记忆体本质上是大宗商品式的产品。扩产的结果，是供给摆向过剩，量增价跌，再叠上新厂折旧的成本，利润只有一个方向。便宜的估值，恰恰是这个方向的预告片。

想看清顶，得换一把尺子

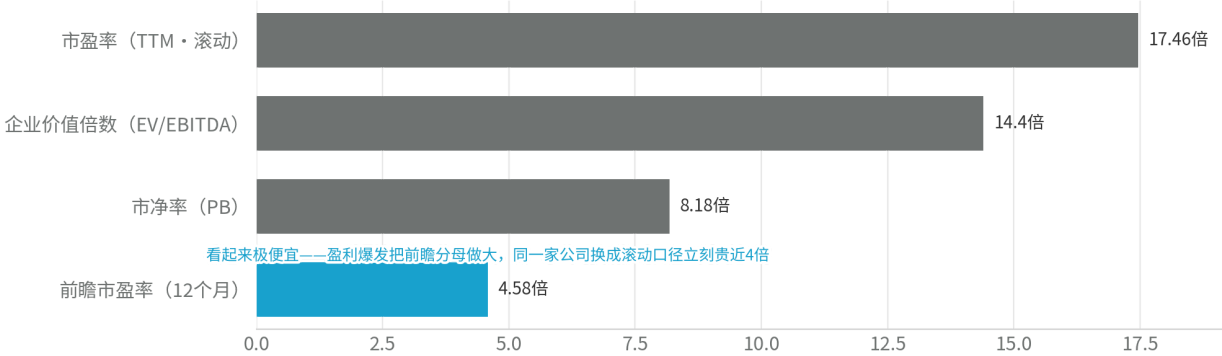
市盈率在强周期股上失灵，那看什么？

看重置价值，看市净率，看跨越整个周期的正常化盈利——把景气那一年的暴利摊平到十年里，才知道这家公司常态下究竟能赚多少。用峰值利润去算市盈率，等于拿夏天最热那天的气温，去估一整年的平均温度。

有意思的是，连看多的人也不再拿单季利润说事。摩根士丹利把海力士目标价从73万韩元上调到**84万韩元**，用的是前瞻市盈率法，但它盯的是DRAM的价格轨迹——预计2026年内存均价累计涨**62%**——而不是HBM的利润占比，也不是某个季度的超预期。它讲得很直白：驱动下一程的是加速的价格动能，不是短期业绩的好与坏。

同一家公司，换把尺子估值差近4倍

SK海力士 · 2026-07-14 同源多口径对比 · 前瞻PE 4.58倍 vs 滚动PE 17.46倍



数据来源：StockAnalysis

Opm.AI 出品

换一把尺子：市净率、企业价值倍数、正常化盈利，比峰值市盈率更能看清周期站到了哪儿

多空之间，争的从来不是"现在便不便宜"。

看多的一方相信，这是AI撑起来的超级周期，价格还在往上冲。看空的框架也没否认眼下在赚钱，只是往后指了指：扩产的账要还，供给紧张预计2028年前后缓解，2029到2030年盈利可能明显承压。

两边的分歧只有一个字——顶，什么时候到。

当一只强周期股便宜到五倍市盈率，你要先问的不是它有多便宜，而是它的利润，还在半山腰，还是已经站上了山顶？

风险提示：本文仅为估值方法与行业规律的分析讨论，不构成任何投资建议。历史规律不代表未来表现，市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

来源说明：本文数据与观点综合自 CNBC、雅虎财经、Advisor Perspectives 的公开报道，摩根士丹利（经 Investing.com 报道）、KIS 的机构测算，The Motley Fool、UncoverAlpha 的方法论研究，以及彼得·林奇《One Up on Wall Street》的公开论述。

都是存储产业链，为什么A股估值更贵？

同样吃HBM红利，估值却差二十倍的秘密

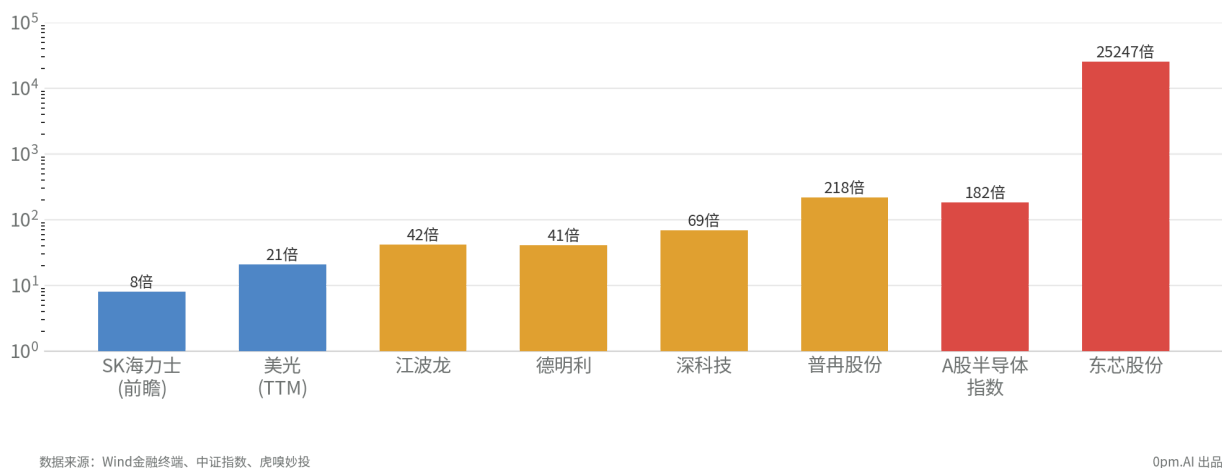
去年到今年，AI把存储涨成了一场超级周期。买单的钱，最后都流回同一条产业链。

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，估值却不在一把尺子上：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

Qpm.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

Qpm.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，也可以在业绩兑现的那天掉头。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。

文 / 0pm.AI

◆ 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。