

利好落地即利空： 但这是“短空长多”

下跌是市场给“约2,000万亿、十年不可逆承诺”的财务不确定性定价；中短期盈利、长期定价权仍利好——No.001《不在钱，在电与水》续篇

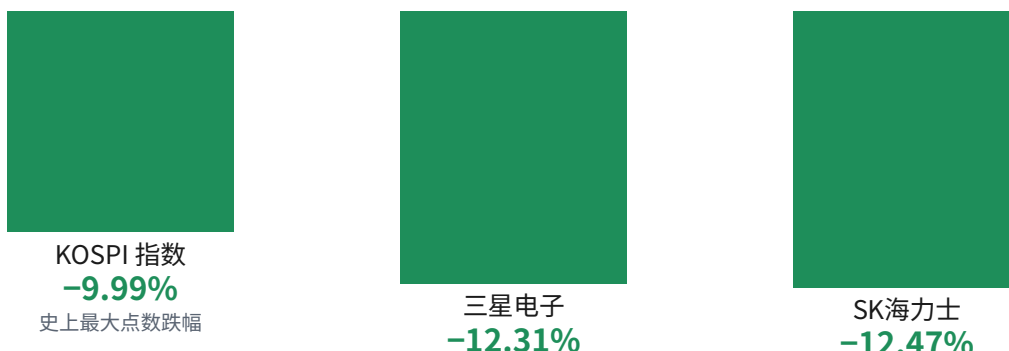
01 核心观点

利好落地即利空，是市场先给"约 2,000万亿、十年不可逆的投资承诺"定价它的**财务不确定性**——前期资本开支、SK海力士 294 亿美元 ADR 摊薄、外压低 ROIC。这是"消化承诺"的**短期错杀**，不是周期死亡。**短空、长多**：中短期盈利仍在兑现，长期厂成则定价权更强。这也校准 No. 001"别太激动"——别追高、别以为兑现很快，而非看空基本面。

- 1 短期利空 = 给"承诺的财务不确定性"定价。**不是基本面坏了，是市场在消化约2,000万亿/十年不可逆承诺的前期资本开支 + SK海力士294亿美元ADR摊薄 + 外压低ROIC选址。Mirae：供需事件，非结构破坏。〔Sedaily/Mirae | 事实+估计〕
- 2 "扩产恐慌"被前置夸大。**电力6GW缺口、EUV交期、外压选址把真实新供给推到2030+；短中期供给根本进不来，**稀缺溢价在可见未来仍在**。〔서울경제/KEPCO | 事实〕
- 3 龙头踩HBM4刹车 = 纪律，不是衰退。**SK海力士转吃利润率反超HBM逾15pp的通用DDR5，是"保价不保量"——这恰恰**保护**、而非摧毁定价权。〔Chosun Biz/TrendForce | 事实+估计〕
- 4 中短期盈利继续兑现。**SK海力士Q1营业利润率72%、Q2指引60-65万亿；通用DDR5合约价 +95% QoQ；经营现金流足以自筹大部分资本开支。〔SK hynix IR | 事实〕
- 5 长期：厂建成 = 更大规模 + 更深护城河 + 更强定价权。**今日下跌是"承诺成本前置、回报后置"的时间差——**短空长多**，别把财务不确定性当周期死亡。〔K Research〕

图1 | 利好落地前，记忆双雄已上演2008年来最惨单日

2026/6/23"黑色星期二"盘中熔断(L1,20分钟)，单日两市市值蒸发约743万亿韩元



K Research 判读：这是"承诺财务不确定性"的**短期错杀**，非周期死亡——中短期 HBM/DDR5 盈利仍在兑现，长期厂成则定价权更强：**短空长多**

来源：Seoul Economic Daily、Hankookilbo、Bloomberg，K Research整理，数据截至2026年6月29日盘中

02 资金与持仓

KOSPI 6/23 单日

-9.99%

▼ 史上最大点数跌

记忆双雄 6/23

-12%

▼ 2008来最惨

外资 YTD 净卖

136.7 万亿₩

▼ 5月单月创纪录

韩元/美元

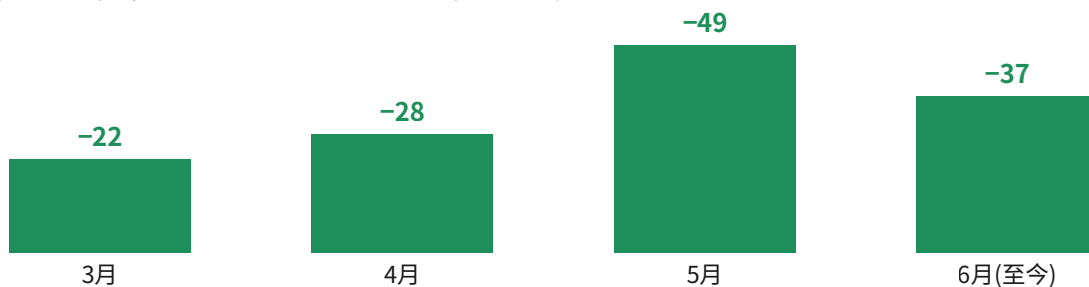
1,500

▼ 28年低

先看资金面，再谈基本面。这轮回撤的边际卖家不是"AI 怀疑者"，而是**汇率驱动的再平衡者**：外资年内净卖 136.7 万亿韩元、韩元跌破 1,500（28 年低），叠加三星+SK 占 KOSPI 58.1%、散户两融约 38 万亿（5 年均值 2 倍）与单股杠杆 ETF——双雄即指数，行情变成流动性/衍生品的反身机器。

图2 | 外资"卖韩国"：四个月净卖逾百万亿

外资净卖出(万亿韩元/月)；YTD累计净卖 136.7 · 韩元/美元破 1,500（28年低）



来源：Seoul Economic Daily、Korea Times，K Research整理，数据截至2026年6月29日

今日(6/29) 1,000万亿利好正式落地，双雄盘中却仍下挫（三星 -3.4%、SK海力士 -1.8%，盘中破纪录的市值第一与跌幅并存）。**利好不能托底，正是"利好出尽"的教科书**。更近的逆风是 7 月 10 日 SK海力士约 294 亿美元 ADR 登陆纳斯达克——新增纸面供给 + MSCI 发达市场再度落空，可能把边际全球资金从首尔本地股抽走。

关键数据

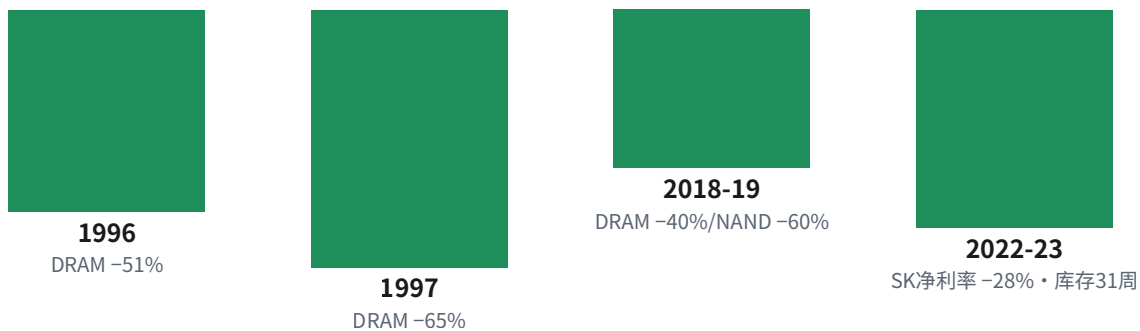
一周内两次熔断为**史上首次**；年内已 29 次 sidecar（超 2008 的 26 次）。Mirae 资产定调："基本面盈利能力未变，这是供需事件而非结构破坏"——但这恰恰意味着，杀的是**估值倍数**，不是当期 EPS。

03 供需与价格

本页回答：市场短期最怕的"扩产=过剩"，会不会真发生。AI 记忆的定价权建立在厂商的**克制**之上——现货 DRAM 同比约 3 倍、DDR5 季度涨 30-50%、库存压到 3.3 周、SK海力士一季度营业利润率 72%。政府主导 ~2,000 万亿扩产，让市场担心"克制将终结"——这是今天下跌的情绪源头。

图3 | 市场的"肌肉记忆"：每一次扩产潮后都崩过

每一轮扩产潮后的价格崩盘（DRAM现货/合约价峰谷跌幅）



来源：UncoverAlpha、TrendForce、业内史料，K Research整理；历史价格为峰谷区间

记忆确是最残酷的周期品：1996 -51%、1997 -65%、2018-19 DRAM -40%/NAND -60%、2022-23 库存 31 周。这是恐慌的来源，却不是这次的剧本——因为**这一次供给来不了那么快**。

关键差别在**时序**：电力 6GW 缺口、EUV 交期、外压低 ROIC 选址，把真实新供给推到 2030-35。短中期供给根本进不来——稀缺溢价在可见未来仍在，**合约价仍在涨、利润率仍 72%**。

反共识

真正的非共识，是把"财务不确定性"误读成"周期死亡"。公布扩产在今天压缩了情绪与估值，却**压不动短中期现金流**（合约价仍涨、利润率 72%），**更换不来长期定价权的流失**（厂要 2030+ 才出货，届时规模更大、护城河更深）。短期错杀，正是"承诺成本前置、回报后置"的时间差。**证伪点**：若 HBM/DDR5 合约价连续环比下跌、2027 订单被砍，则恐慌成真、短空变长空。

04 财务透视

SK海力士 Q1'26 营业
利润率

72%

▲ 首破50万亿营收

通用DRAM合约价 Q1

+95% QoQ

▲ Q2指引+58-63%

DDR5利润率 vs HBM

+15pp

DDR5反超HBM

SK海力士 HBM份额

57%

▼ 62%(25Q2)回落

引爆 6/23 的导火索，是朝鲜日报(조선비즈)报道：SK海力士**放缓 HBM4 量产节奏**，把部分原定转 HBM4 的 HBM3E 产线挪去做通用 DDR5——因通用 DRAM 利润率已**高于 HBM 逾 15 个百分点**。市场第一反应是"龙头都不看好 HBM 了"。但换个角度：这是**保价不保量的纪律**。

图4 | 利润倒挂：龙头踩HBM刹车=保价不保量的纪律

通用DRAM合约价季度涨幅（利好=红）与利润倒挂



通用DDR5利润率已**高于HBM逾15个百分点**——故SK海力士踩HBM4刹车、转吃DDR5
SK海力士 HBM份额 62%(25Q2) → 57%(25Q4)；HBM超级周期"纪律"正被主动管理

来源：Chosun Biz、TrendForce、Newspim、SK hynix IR，K Research整理，数据截至2026年6月

当第六代旗舰比上一代 DDR5 还少赚 15 个点，"控量、保价、转去赚更高利润的产品"就是理性——这**保护了定价权**，而非摧毁。叠加 Q1 营业利润率 72%、Q2 指引 60-65 万亿、经营现金流强劲，公司能一边自筹资本开支、一边维持高盈利。**短期**市场在 price in 摊薄与开支，**中短期**盈利仍在兑现；下半年三星 HBM4 认证是关键摆动项。

05 政策与催化

把今日落地的条款与一周前的预期对表，就懂为何"卖事实"。正式公布：三星与 SK 各约 1,000 万亿、合计逼近 2,000 万亿（约 1.3 万亿美元）；湖南(光州·全南)前道集群 4-6 座厂（每座 ≥ 60 万亿）、忠清后道、岭南物理 AI、现代汽车新万金机器人氢能枢纽（实为 2 月旧约打包）。

图5 | 从登顶到熔断到利好落地：一周时间线



来源：Sedaily、Korea Times、Hyundai、官方，K Research整理，数据截至2026年6月29日

市场想要却没拿到的，是一个全新的政府出资数字与硬性多年资本开支排期。政府的角色是杠杆——基建补贴 $\geq 50\%$ （国家级最高 100%）、成长引擎特别补贴、税抵——而非新增现金；金额是十年"上限"区间，选址与时间表仍待定。没有近端订单或盈利催化，公告就读成"已被定价的政治剧"。

方法注记

叠加治理折价：1,000万亿决策"看上去政府驱动"而非战略自发，在野党以"滥用职权"相讥、类比朴槿惠 Mir/K-Sports，李在明回敬"猪眼里只有猪"。外压低 ROIC 选址（湖南缺水、电、缺少부장与人才）放大了"再分配而非纯新增"的疑虑——这正是 No.001 的核心警告。

06 情景与风险

BEAR · 25%	BASE · 55%	BULL · 20%
核心假设：财务不确定性升级——AI需求空窗+外资续撤+ADR遇冷	核心假设：短期消化承诺，约束令新供给数年不至，盈利兑现	核心假设：需求无弹性+纪律续存，承诺转为护城河
关键变量：HBM/DDR5合约价连续环比跌；2027订单被砍	关键变量：中短期盈利支撑；长期定价权延续	关键变量：Rubin放量、HBM4再加速、估值重估
取值：错杀延长， 短空变长空 ，估值压至中周期	取值：区间震荡后 重拾升势 （短空长多）	取值：双雄 创新高
概率 25%	概率 55%	概率 20%

我们错了的信号（验证清单）

<input type="checkbox"/> HBM/DDR5 合约价出现连续环比下跌（去稀缺兑现）	利空 · 4Q26前
<input type="checkbox"/> SK海力士 HBM4 重新加速、撤回"转DDR5"（纪律续存）	利多 · 2026H2
<input type="checkbox"/> 三星 HBM4 通过英伟达认证并放量（份额再洗牌）	摆动 · 2026H2
<input type="checkbox"/> 外资转为净买、韩元回到 1,450 下方	利多 · 滚动
<input type="checkbox"/> TrendForce/同业上调 2027 过剩概率	利空 · 滚动
<input type="checkbox"/> 2027 HBM 订单出现取消/推迟	利空 · 4Q26前

本判断为"短空长多"。最强反方（使短空变长空）：若 AI 需求真出现空窗、合约价连续环比下跌，则"财务不确定性"升级为"周期下行"。反之，TrendForce 仍判 2026-27 偏紧——则今天的错杀，恰是中长期的入场窗。

07 结论与行动

一句话收束：**短空长多**。今天的下跌，是市场给"约 2,000 万亿、十年不可逆承诺"的财务不确定性定价——前期开支、ADR 摊薄、外压低 ROIC——这是"消化承诺"的短期错杀，不是周期死亡。**中短期**，HBM/DDR5 的巨额盈利仍在兑现；**长期**，厂建成后规模与定价权只会更强。这也校准 No. 001 《不在钱，在电与水》"别太激动"的本意：别追高、别以为兑现很快，而非看空基本面。

接下来盯什么

- 6/29 盘后 ● **双雄收盘与外资**
利好落地日的净流向，验证"卖事实"
- 7/10 ● **SK海力士 ADR 定价**
区间内外+韩元，决定边际资金去留
- 2026H2 ● **三星 HBM4 认证 & SK HBM4 节奏**
纪律是续存还是终结的核心摆动
- 4Q26 ● **HBM/DDR5 合约价与2027订单**
去稀缺是否兑现的第一道闸



扫码进入口罩哥知识星球
解锁全部 K Research 独家研报

本报告由 K Research 独立制作，所载信息均来源于公开资料，K Research 不对其准确性与完整性作任何保证。报告内容仅代表制作时点的研究观点，不构成任何证券、加密资产或其他金融产品的投资建议，亦不构成任何买卖要约。投资者据此操作，风险自担。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权归 K Research 所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式转载、复制或引用。