

根據摩根士丹利(大摩)的線上會議逐字稿,這場閉門會針對存儲、CPO 與 MLCC 產業進行了深度剖析,並特別強調了相關公司的估值重估與評價。以下為您整理的詳細內容:

第一章:存儲產業週期與健康重置 (Healthy Reset)

- 市場回調性質: Computex 後存儲板塊的回調被視為「健康的重置」,而非週期結束 1。大摩認為這僅是股價在短時間內大漲 70% 至 130% 後的正常獲利了結與去槓桿行為。
- 基本面評價: 基於基本面,存儲週期仍處於加速階段, AI 推理(Inference)與 Agentic AI 正顯著增加存儲消耗量。存儲已成為 AI 基礎設施的關鍵瓶頸。
- 供需結構改變: 存儲已從過往受 PC、手機驅動的商品轉變為 AI 智慧生產的核心投入,低成本 DRAM 反而能刺激更多 AI 部署需求。
- 關鍵催化劑: 第三季 DRAM 合約價預計上漲 10% 至 20%, NAND 上漲 20% 至 30%。

第二章:存儲板塊的估值重估與重點公司評價

- 估值重置邏輯: 隨著長期協議(LTA)提升盈利可見度,若未來三至五年 LTA 覆蓋率達 50%-70%,存儲股的估值有望從目前的 5 倍 P/E 重置到 8 到 10 倍。
- 三星 (Samsung) 與海力士 (SK Hynix) 評價:
- 大摩持續看好這兩家公司,指出即使股價已大幅上漲,目前按 2027 年 EPS 計算的 P/E 僅約 5 倍,市場尚未充分反應 LTA 帶來的估值溢價。
- 大摩大幅調升了「最壞假設」下的目標價:海力士的 **Bear Case** 目標價上調 175%,三星上調 58%。
- **HBM** 定價權: 目前 HBM 的營業利潤率低於服務器 DRAM,供應商有強烈動機透過 LTA 提價,預計 2027 年 HBM 價格可同比增長 50% 至 100%。

第三章:利基型存儲與 CPO 供應鏈動態

- **DDR4** 市場展望: 預計 DDR4 第三季漲幅達 20% 至 30%,優於原先預期的 10% 至 20%;第四季受缺貨影響預計再漲 5% 至 10%。
- 個股進展與評價:
- 南亞科: 大摩對其轉向更加樂觀,該公司目前專注於 DDR4 及低功耗產品,且在 Wafer-on-Wafer(晶圓堆疊)上有新客戶進展。
- 華邦電 (Winbond): 受惠於 DDR4 與 NOR 漲價,且在電容器 (Capacitor) 方面與三星合作,被視為未來的重要生意增長點。
- **CPO** 產業瓶頸: 雖然近期情緒較弱,主因是光學引擎預期落差,但長線依然看好。台積電 PIC 產能預計明年首季達每月 10K 片。
- 相關個股: 大摩涵蓋的公司包括 台積電 (TSM)、日月光 (ASE)、鴻騰 (Fii) 以及測試界面的 穎威 (Winway) 與 旺矽 (MPI)。

第四章:測試界面與 CPO 關鍵供應商估值評價

- 穎威 (Winway) 評價:
- 大摩認為目前是一個很好的進場點 (Entry Point)。
- 雖然 4 月營收受 Probe Card 減少與新產能爬坡影響,但預計 2Q 營收環比增長 15% 至 20%,隱含 6 月營收將大幅環比增長 40%。
- 旺矽 (MPI) 評價:
- 估值具吸引力: 目前估值處於明年約 38 倍 P/E 的水平,大摩指出其 2025 至 2028 年的 EPS 年複合增長率 (CAGR) 高達 100%,認為現在是很好的點位。

- 業務表現：5 月營收強勁 (+20% MoM)，受惠於 NVIDIA、Google TPU 與網絡晶片需求。預計 2Q 營收可環比增長 30%，優於公司指引。
- 未來動能：4Q 開始為 AMD 出貨，明年下半年預計拿到 AI GPU 訂單。其設備 (Insertion 2) 已通過認證，顯示 CPO 發展對其非常正面。

第五章：MLCC 市場趨勢與國巨評價

- 產業類比：現狀類比 2018 年，日韓大廠將產能轉向 AI 伺服器，導致中低階產品供不應求。
- 國巨 (Yageo) 評價：
- 大摩表示非常喜歡這支股票，特別是看好未來三至六個月的表現。
- 產能利用率 (UTR) 上修：國巨董事長預期標準品 UTR 將達 80% 以上，特品達 90% 以上，高於法說會預期。
- 漲價與庫存：國巨正調升中低階產品價格；渠道庫存從 5.5 個月降至 4.8 個月（健康水位為 5-7 個月），顯示並無囤貨，而是真實需求拉動。
- AI 伺服器紅利：GB200 帶動的 MLCC 價值量較前代增長 182%，特別是高容 MLCC 需求將增長 210%。
- 鉭電容優勢：國巨作為全球最大供應商，因原材料成本翻倍，下半年預計對鉭電容進一步提價 11%。

第六章：存儲週期監測的四項關鍵評價指標

大摩建議投資人追蹤以下指標以判斷週期頂點，目前皆顯示存儲股仍處於健康的上升週期：

1. 合約價格：3Q 同比持續上漲，價格拐點預計在 4Q24 或 1Q25 出現。
2. 庫存水位：即使 CSP 大量拉貨，庫存仍平穩甚至微降，無重複下單現象。
3. 資本支出 (Capex)：擴產集中在 DRAM 且受限於 EUV 等技術瓶頸，供給可控。
4. 估值預期 (Valuation)：市場對 2027 年的估值預期已從保守的 5-7 倍提升至 8-10 倍，反應了 LTA 的溢價空間。