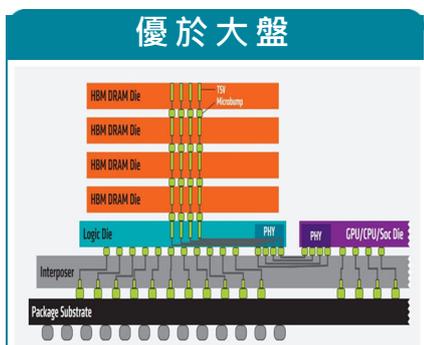


Fubon Research

2023 年 7 月 6 日



資料來源：EE Times Taiwan、AMD, 2021/7

DRAM 產業更新

即將步入向上周期

三星宣佈減產意義重大，DRAM 產業反轉可期

- ◆ 各大原廠減產逐步發酵，DRAM 現貨價近期已浮現止跌訊號。
- ◆ AI 伺服器需求有望成為下個循環向上的推手，台廠將間接受惠。
- ◆ DRAM 合約價預估 4Q23 反轉向上，建議投資人留意回補時機。

焦點分析

DRAM 現貨價 4-6 月已明顯浮現止跌訊號

富邦統計三星減產後 DRAM 現貨價發現，4-6 月價格下跌斜率已顯著趨緩，近一個月已看到零星規格現貨價反彈，應可視為全面反轉的前期訊號。儘管終端消費市場尚未顯著復甦，業界普遍認同落底訊號已浮現，未來跌價空間將明顯收斂，差別在於後市回升的速度未有定論。看法樂觀者 6 月已出手回補低價庫存，但多數業者因 3Q23 訂單回升有限、展望低於季節性水準，故仍呈現觀望。不過，富邦認為下游記憶體買家儘管未大舉回補庫存，但對於下半年旺季需求將進行例行性的採購準備，有望支撐 3Q23 顆粒銷售均價跌幅限制在中個位數百分比以內。

AI Server 需求對 DRAM 產業的長期影響

研調機構 TrendForce 研究顯示，目前高階 AI 伺服器 GPU 搭載 HBM 已成主流，並且預估 2023 年全球 HBM 需求量將年增近六成，來到 2.9 億 GB，2024 年將再成長三成。現況全球 HBM 供應最大瓶頸在於 TSV 矽通孔及微凸塊 3D 堆疊的後段製程設備，HBM 市占率龍頭 SK 海力士已計畫將擴大投資負責封裝 HBM3 的南韓利川工廠，預計 2023 年末將後段製程設備規模擴大近 2 倍。因此長期而言，市場看好 AI 伺服器的高速成長，HBM 需求大增最終勢必將排擠掉其他類型 DRAM 的供給能力，國內業者南亞科、華邦電亦將間接受惠。

DRAM 產業 4Q23 售價料將反轉向上，建議投資人回補南亞科、華邦電

DRAM 原廠的減產效應 3Q23 將顯著發酵，並強化原廠在售價的堅持力道。因此富邦預期 DRAM 產業下半年的出貨量將顯著提升、庫存去化到健康水位，平均售價 3Q23 小跌中低個位數之後落底，4Q23 步入價格回升周期。至於 2024 年，富邦預期 DRAM 原廠減產行動將持續到 1Q24，均價 3Q23 落底後將迎接 5 個季度以上的價格上升周期，建議投資人可重新回補南亞科(2408TT，買進)、華邦電(2344TT，買進)。

夏武正

(886-2) 2781-5995 ext. 37011

richard.hsia@fubon.com

圖表 1：台灣 DRAM 產業重要個股分析摘要

公司	股票代號	評等	2023/7/5			EPS(NT\$)			本益比(x)			本淨比(x)		
			價格(元)	目標價(元)		FY22	FY23F	FY24F	FY22	FY23F	FY24F	FY22	FY23F	FY24F
華邦電	2344TT	買進	\$27.45	\$31.30	\$3.25	-\$0.28	\$2.22	8.5	-99.7	12.4	1.2	1.2	1.1	
南亞科	2408TT	買進	\$70.10	\$85.20	\$4.72	-\$2.99	\$2.53	14.9	-23.4	27.7	1.2	1.3	1.3	
宜鼎	5289TT	買進	\$361.00	\$366.00	\$21.34	\$19.78	\$28.05	16.9	18.3	12.9	4.5	4.2	3.6	
力成	6239TT	買進	\$107.00	\$101.00	\$11.44	\$6.96	\$8.75	9.4	15.4	12.2	1.6	1.6	1.5	

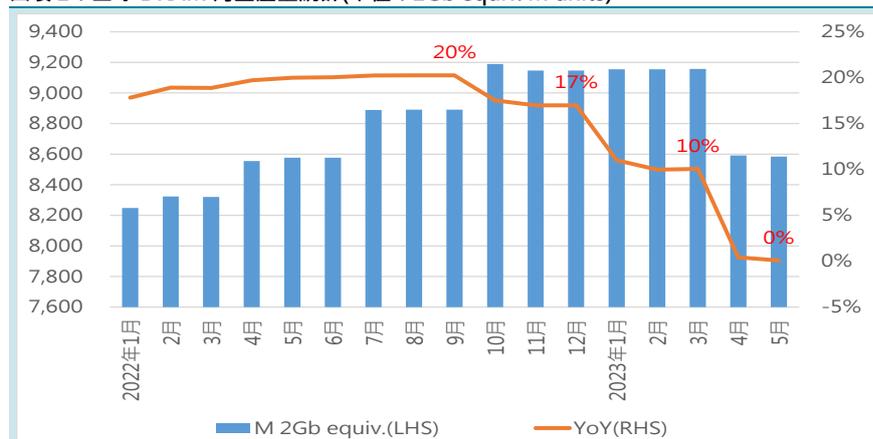
資料來源：富邦投顧整理

4 月初三星加入減產，產業落底訊號浮現

三星減產效益預料 7 月起全面發酵

全球記憶體大廠自今年初已陸續宣佈減產，美光甚至二度加碼減產幅度，期間 SK 海力士、鎧俠、南亞科等業者減產幅度約在 10-30% 之間。不過，最後三星在 4 月 7 日 1Q23 財報初值報告中宣佈將加入「人為」減產行列，才真正對 DRAM 市場帶來真正意義的止跌效益。集邦科技統計的全球 DRAM 月生產量 4 月起驟減，5 月約達 8,584 百萬約當 2Gb Equiv. 單位，YoY 僅 +0.08%，幾近零成長，預料最快 6 月就會步 YoY 負成長。

圖表 2：全球 DRAM 月生產量統計(單位：2Gb equiv. M units)

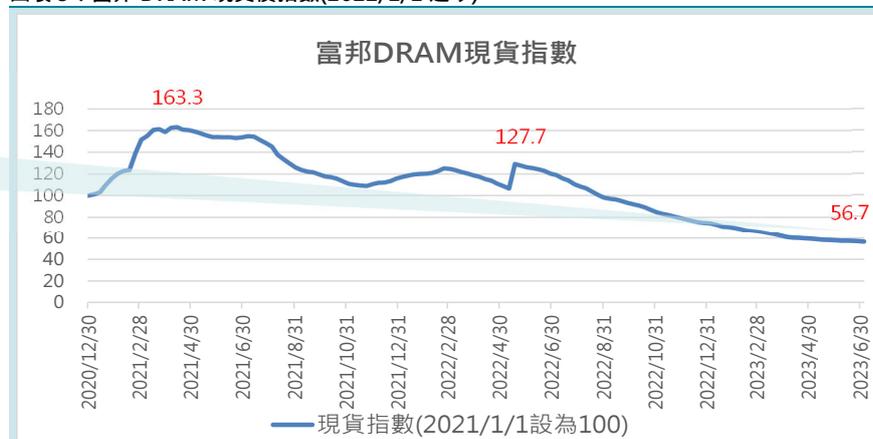


資料來源：集邦科技、富邦投顧整理

DRAM 現貨價 4-6 月已明顯浮現止跌訊號

富邦統計三星減產後 DRAM 現貨價發現，4-6 月價格下跌斜率已顯著趨緩，近一個月已看到零星規格現貨價反彈，應可視為全面反轉的前期訊號。儘管終端消費市場尚未顯著復甦，業界普遍認同落底訊號已浮現，未來跌價空間將明顯收斂，差別在於後市回升的速度未有定論。看法樂觀者 6 月已出手回補低價庫存，但多數業者因 3Q23 訂單回升有限、展望低於季節性水準，故仍呈現觀望。不過，富邦認為下游記憶體買家儘管未大舉回補庫存，但對於下半年旺季需求將進行例行性的採購準備，有望支撐 3Q23 顆粒銷售均價跌幅限制在中個位數百分比以內。

圖表 3：富邦 DRAM 現貨價指數(2022/1/1 迄今)



資料來源：富邦投顧整理 2023/7/3(以 2021/1/1 價格為基準，指數設定為 100)

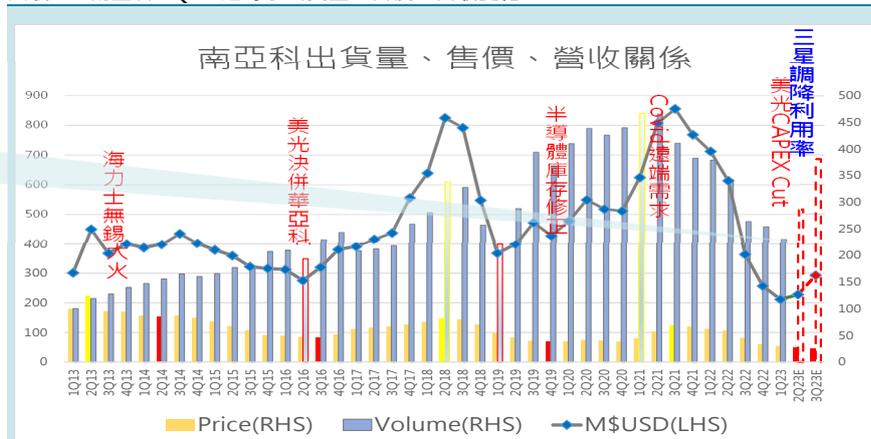
三星 4 月宣佈減產後，富邦 DRAM 現貨價指數 4-6 月下滑斜率明顯轉趨平緩。

Gartner 預期產業均價 4Q23 反轉

南亞科：2Q23 營收季增 9.4%，出貨量已落底反轉

由於南亞科 100% 營收來自 DRAM 銷售，因此我們追蹤該公司營收近 10 年來變化，對於 DRAM 景氣之研判具有指標效果。南亞科 4-6 月營收逐月走高，2Q23 合併營收回升至 70.27 億元，QoQ+9.4%，YoY-61.0%，為 3Q21 以來首度季成長，顯示出貨量成長抵消價格下滑之影響。據歷史經驗，南亞科出貨量底部在 1Q23，價格底部通常在 1-3 個季度後出現，換言之價格底部將在 2Q23-4Q23 之間；依目前資訊研判最有可能落在 4Q23。

圖表 4：南亞科 1Q13 起每季出貨量、售價、營收變化



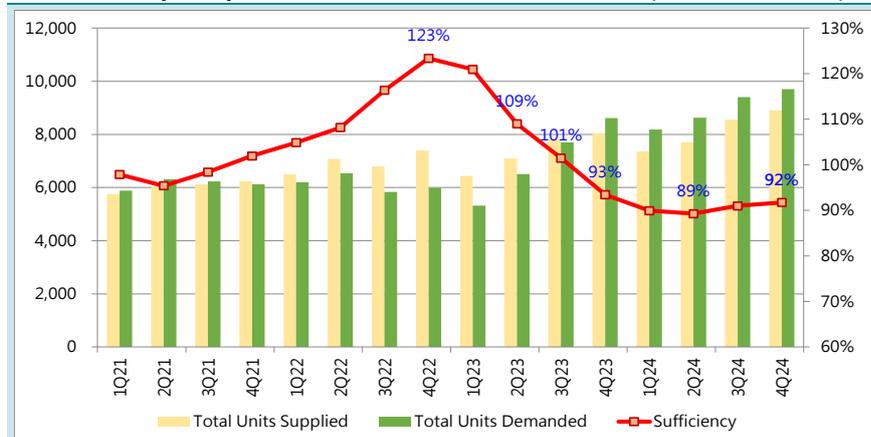
三星 2023 年 4 月起調降產能利用率後，南亞科 2Q23 營收及出貨量回升、售價跌幅縮減。

資料來源：富邦投顧整理(出貨量、售價皆以 1Q13 為基準設定為 100)

DRAM 售價落底反彈在即，向上周期直通 2024 年底

研調單位已逐步在 DRAM 景氣走勢形成共識，多數預期 3Q23 售價跌幅將縮小到中個位數以內，並自 4Q23 步入回升周期。首先，DRAM 現貨市場自 4 月三星宣佈加入減產後，已逐步浮現落底訊號，各不同規格產品輪流出現止跌或反彈，後市價格向下空間已顯著收斂。其次，市調機構 Gartner 於 6 月底預估全球 DRAM 供過於求將在 4Q23 反轉為供不應求，並在智慧手機、資料中心及伺服器需求回升趨勢下，平均價格將逐季回升直達 2024 年底。綜上，富邦預期 DRAM 現貨價最快 7 月將領先展開反彈，合約售價最快有機會在 8-9 月間止跌，並在 4Q23 開始反轉向上。

圖表 5：全球 1Q21-4Q24 DRAM 位元供需變化、供需比 (單位：百萬 Gb、%)



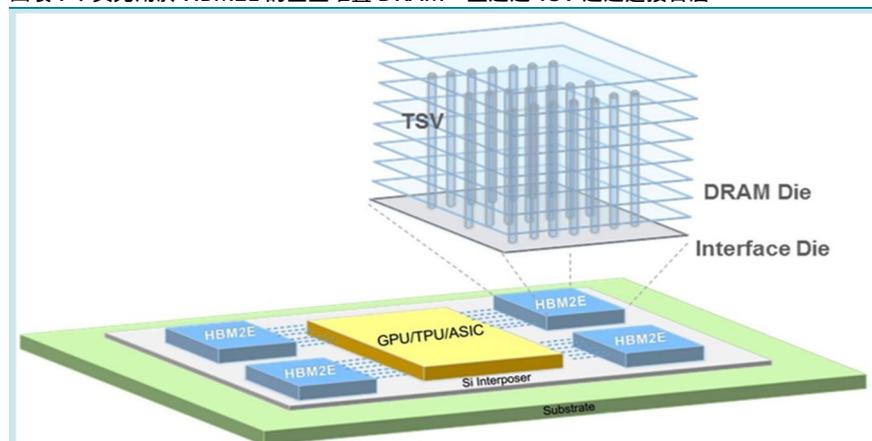
資料來源：Gartner (June 2023)

圖表 6：全球 DRAM 平均位元出貨量、平均銷售單價季變動


資料來源：Gartner (June 2023)

AI Server 需求對 DRAM 產業的長期影響

研調機構 TrendForce 研究顯示，目前高階 AI 伺服器 GPU 搭載 HBM 已成主流，並且預估 2023 年全球 HBM 需求量將年增近六成，來到 2.9 億 GB，2024 年將再成長三成。現況全球 HBM 供應最大瓶頸在於 TSV 矽通孔及微凸塊 3D 堆疊的後段製程設備，HBM 市占率龍頭 SK 海力士已計畫將擴大投資負責封裝 HBM3 的南韓利川工廠，預計 2023 年末將後段製程設備規模擴大近 2 倍。因此長期而言，市場看好 AI 伺服器的高速成長，HBM 需求大增最終勢必將排擠掉其他類型 DRAM 的供給能力，國內業者南亞科、華邦電亦將間接受惠。

圖表 7：美光用於 HBM2E 的垂直堆疊 DRAM，並透過 TSV 通道連接各層


資料來源：EE Times 2021/9/7、美光

結論：基本面 3Q23 起向上，首選南亞科、華邦電

DRAM 產業 3Q23 營收將回升、4Q23 售價料將反轉向上

DRAM 原廠的減產效應 3Q23 將顯著發酵，並強化原廠在售價的堅持力道。因此富邦預期 DRAM 產業下半年的出貨量將顯著提升、庫存去化到健康水位，平均售價 3Q23 小跌中低個位數之後落底，4Q23 步入價格回升周期。至於 2024 年，富邦預期 DRAM 原廠減產行動將持續到 1Q24，均價 3Q23 落底後將迎接 5 個季度以上的價格上升周期。

投資建議：首選南亞科、華邦電

DRAM 產業現階段處於復甦前基本面最壞的時間點，3Q23 起基本面將逐步改善，建議投資人可留意回補南亞科(2408TT，買進)、華邦電(2344TT，買進)的買點。

- 南亞科：2Q23 合併營收達 4.58 億元，6 月營收 MoM+6.5%，連續第四個月成長，累積 4-6 月合併營收 70.27 億元，QoQ+9.4%，YoY-61.0%，數字優於預期且為 3Q21 以來首度季成長。富邦預期南亞科基本面落底後將迎接未來 6 季的連續成長，FY23EPS 預估-2.99 元，但 FY24EPS 將轉為 2.53 元。
- 華邦電：今年路竹廠投片量正逐步放大，預料 4Q23 投片量上升至 10.5k，對今年雖仍為 EPS 拖累包袱，但 FY24DRAM 價格回升且投片量更進一步放大，EPS 可望從 FY23 的-0.28 元翻轉到 FY24 的 2.22 元。

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過 15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差