

Micron (MU.O/MU US)

HBM 驅動的成長故事暫歇

持有・調降

收盤價 July 22 (US\$)	109.22
3 個月目標價 (US\$)	105.67
12 個月目標價 (US\$)	95.00
前次目標價 (US\$)	143.00
調降 (%)	-33.6
上漲空間 (%)	-13.0

焦點內容

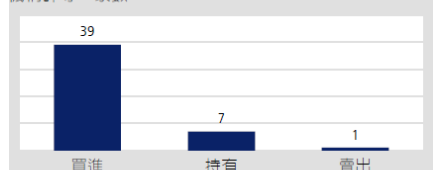
- 我們了解到 Samsung 近期在 HBM3e 有所進展，1nm 製程初步評估亦表現良好。
- 2026 年 HBM ASP 年增將放緩，Micron HBM 市佔率成長亦有限。
- Micron 2026 年獲利將面臨衰退風險。

交易資料表

市值：(US\$bn)	122.2		
流通在外股數 (百萬股)：	1,119		
機構持有比例 (%)：	85.1		
3M 平均成交量 (百萬股)：	21.9		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	61.5-129.9		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	49.8	4.2	(4.4)
相對表現 (%)	32.4	1.1	(18.0)

市場綜合評等

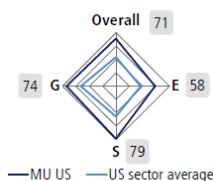
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	100	150	200
潛在報酬 (%)	(8.4)	37.5	83.1

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

我們於本篇報告新增 CY2026 年財務預估。

評論及分析

Samsung 於 HBM 有所進展，可能成為供應鏈格局關鍵轉折點。我們於產業報告中提及：Samsung 在 HBM3e 有所進展，於 AMD 及大部分 AI ASIC 客戶端均通過驗證，我們亦樂觀看待 Samsung HBM3e12Hi 有機會在近期通過 Nvidia 認證。另一方面，Samsung 1c nm 初步評估性能表現良好，這將有助於 Samsung 在 HBM4 認證上，不至於如 HBM3e 持續落後競爭對手。

2026 年 HBM ASP 年增將放緩，Micron HBM 市佔率成長亦有限。我們推估 2025 年 HBM 供需比為 1.19，並未明顯供過於求。然而我們認為：(1)Samsung 進入 Nvidia 供應鏈可能導致情況轉變；(2)根據三大廠既有 TSV 產能推算，若三大廠 HBM4 驗證均順利，2026 年 HBM 位元供給量將大幅年增 51%至 346 億 Gb；(3)AI 資本支出成長放緩下，預估 2026 年 CoWoS 產能年增率僅約 31%。根據上述假設，我們推估 2026 年 HBM 供需比將提高至 1.26，HBM Blended ASP 年增率將自 2025 年的 17.9%放緩至 2026 年的 3.1%，主因：(1)HBM3e 面臨降價壓力；(2)HBM4 漲價幅度有限。Micron HBM 市佔率已自 2024 年的 7%大幅提升至 2025 年的 16%，主要係受惠 Samsung 表現不如預期，然而我們預估 2026 年 Micron 市佔率僅微幅提升至 19%，成長率將放緩。

2026 年獲利將面臨衰退風險。我們預估 Micron CY2026 營收年增 5.2%至 408 億美金，毛利率 36.9%，年減 3.2ppts，係因：(1)2026 年 HBM ASP 僅年增 3.1%，對獲利提升貢獻有限；(2)關稅風險可能導致 PC、手機業者提高零售價格，壓抑消費者換機意願，進而降低 DRAM/NAND 位元需求；(3)手機品牌廠/PC OEM 已連續兩季回補記憶體庫存，預計 4Q25 起將進入庫存調整週期。我們預估 CY2026 完全稀釋每股盈餘為 7.79 元，年減 8.6%。

投資建議

考量 HBM 業務成長性放緩以及下游業者即將進入庫存調整週期之風險，我們將目標本淨比下調至 1.8 倍(過去三年平均)。我們下調 Micron 評等至「持有」，目標價 95 元，係基於 FY3Q26 每股淨值的 1.8 倍換算得出。

投資風險

Samsung HBM3e12Hi 驗證進度不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (US\$百萬)	27,156	16,181	29,094	38,754	40,775
營業毛利 (US\$百萬)	11,431	-2,093	9,347	15,543	15,038
營業利益 (US\$百萬)	7,398	-6,037	5,493	11,016	10,517
稅後淨利 (US\$百萬)	6,965	-5,871	4,557	9,594	8,768
完全稀釋每股盈餘 (US\$)	6.21	-5.37	4.07	8.53	7.79
營業收入成長率 (%)	-8.3	-40.4	79.8	33.2	5.2
每股盈餘成長率 (%)	-17.2	-	-	109.9	-8.6
毛利率 (%)	42.1	-12.9	32.1	40.1	36.9
營業利益率 (%)	27.2	-37.3	18.9	28.4	25.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
股東權益報酬率 (%)	16.8	28.7	25.4	14.0	16.5

*2026年係採FY2Q26-FY1Q27

資料來源：公司資料；凱基預估

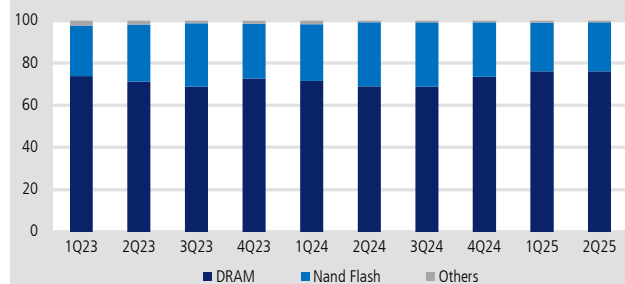
圖 1: 公司概況

成立於 1978 年，Micron 為全球主要 DRAM 與 NAND Flash 記憶體供應商，專注於半導體記憶體與儲存解決方案的設計、製造與銷售。公司在 DRAM 市場市佔率約 22%，排名全球前三。NAND 市場則位居全球第四至第五。近年來，Micron 積極推動高階 DRAM（HBM、DDR5）與企業級 SSD 產品，並優化製程技術（1Beta DRAM、176L NAND）以提升競爭力。

資料來源：公司資料；凱基

圖 2: Micron 產品組合

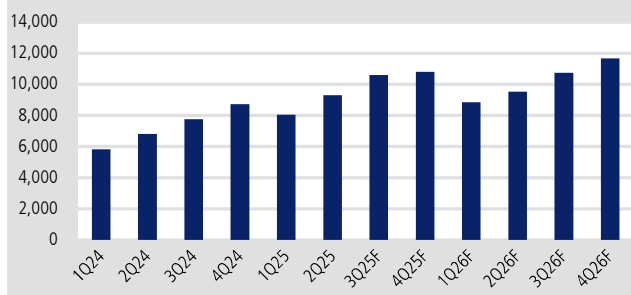
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營收

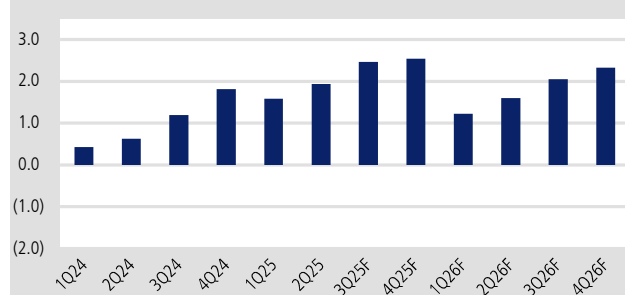
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 4: Non-GAAP EPS

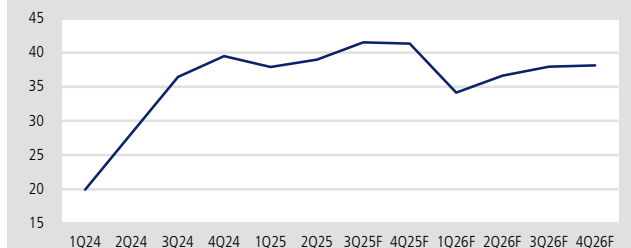
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 毛利率

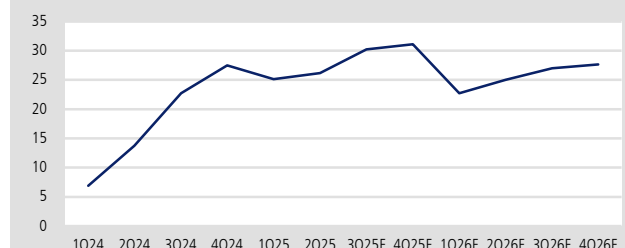
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 營業利益率

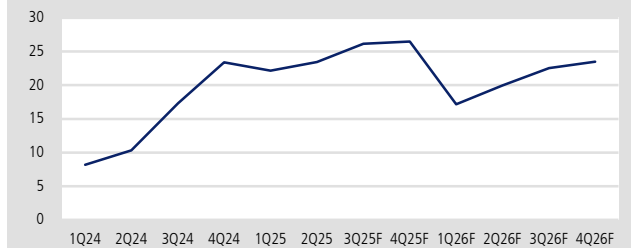
營業利益率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7: 稅後淨利率

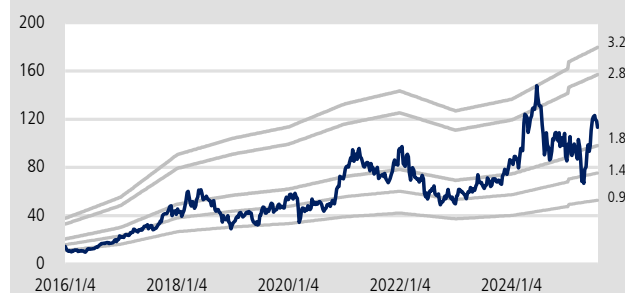
稅後淨利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 未來 12 個月預估股價淨值比

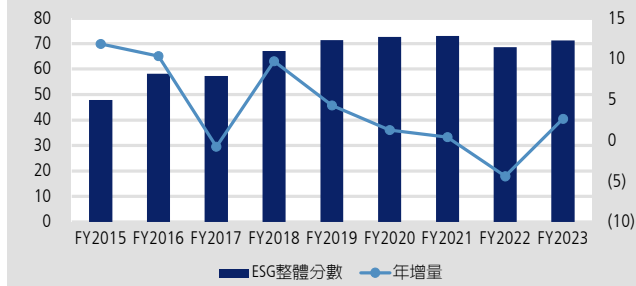
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：ESG 整體分數

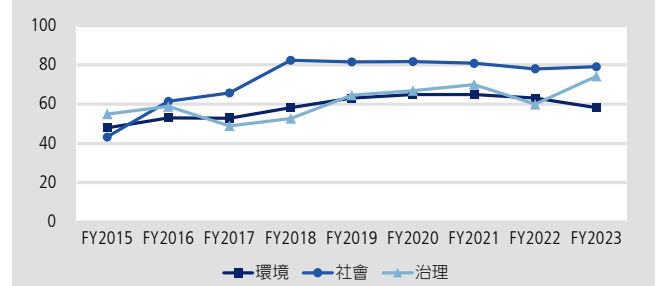
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：ESG 各項分數

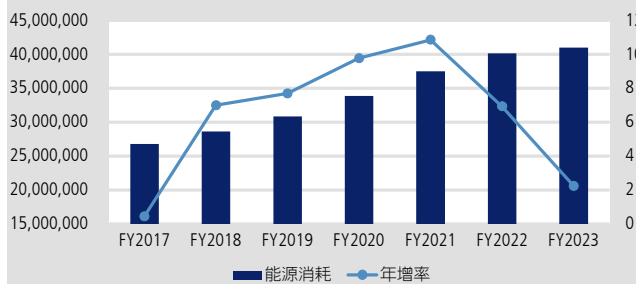
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：能源消耗

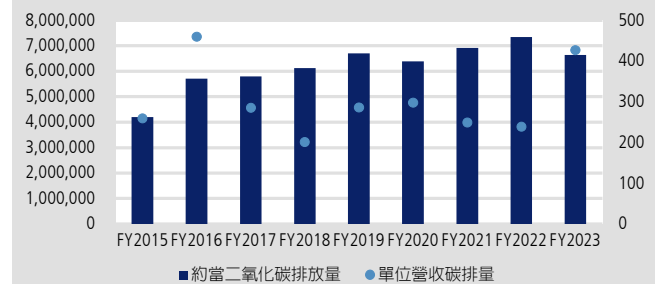
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：碳排放量

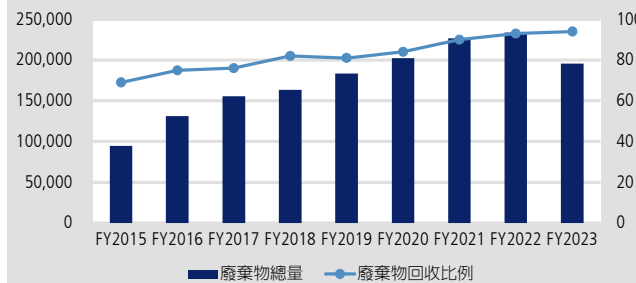
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：廢棄物總量

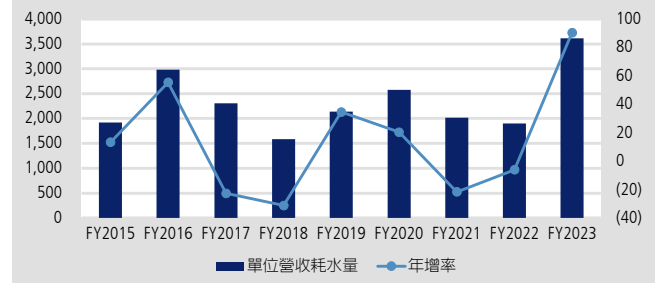
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：耗水量

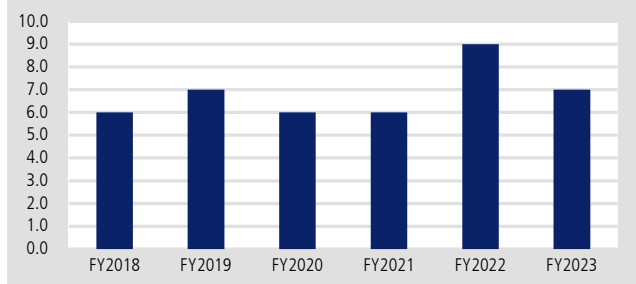
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：員工流動率

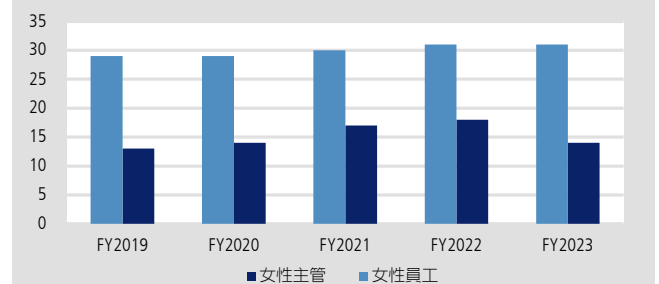
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更具生態效率的解決方案

Micron – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2025-02-24	增加持股	120	99
2025-03-21	增加持股	120	103
2025-06-26	增加持股	143	127

資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。