

缺的是 CPU，卡的是载板

缺的是 CPU，卡的是载板 —— 智能体 CPU 行情第二周，钱从芯片搬到了封装背面

9 月 15 日以来的「智能体 CPU」行情分成了两段。第一段（9-15→9-24）英特尔、AMD、Arm 涨 25%—31%；第二段（9-24→10-02）三家几乎原地不动（-6.3% 到 +0.7%），而载板与玻纤布涨 8%—18%（硅片另由存储扩产驱动涨 15%—26%）。资金换层的方向是对的：服务器 CPU 的短缺早于 Muse 出现，且闸门不在 CPU 晶圆，而在封装背面——英特尔二季度服务器出货量只增 9%、单价增 48%，三季度营收指引环比几乎持平，同时为锁定载板等零部件预付了 9.34 亿美元；它自家各制程的产出都超过了内部目标；载板龙头 Ibiden 资产负债表上的客户预收款一个季度内从 810 亿日元增至 1,545 亿日元。消费级智能体按 1 亿日活计算只占全年服务器 CPU 插槽约 0.4%，是叙事的点火器，不是需求的主体。闸门的持有者（日东纺 T-glass、味之素 ABF 膜）要么已按约 31 倍前瞻市盈率定价，要么不是纯标的；台系载板厂在 2027 年盈利翻倍的一致预期下交易于 33—38 倍，Ibiden 按公司本财年指引约 81 倍。可交易的不是「谁卡了 CPU」，而是「谁卖现货」：非长占比最高的南电在第二段涨幅居载板之首。英特尔的增长是价不是量，按价量拆分不进潜力。

智能体 CPU 行情第二周，钱从芯片搬到了封装背面

涌现资本产业研究部 · 每日深度研报 · 2026-10-04（行情截至 10 月 2 日收盘）

命题：英特尔说只能满足一半客户，市场先买了 CPU，一周后改买载板和玻纤布。第二步是对的——英特尔的工厂在超产，卡住它的是封装背面的材料；但闸门持有者大多已经被定价，剩下的价差在「谁卖现货」。

30秒结论卡

一句话判断：服务器 CPU 的短缺是真的，但它在 Muse 之前就存在，闸门在 T-glass 玻纤布与 ABF 载板而不在 CPU 晶圆；英特尔的增长是价不是量，载板厂是正在兑现的现货 β ，闸门持有者已被定价——整体
● 观察，按「现货敞口」挑名字，不按「AI CPU」买板块。

机会状态：● 观察（CPU 设计层 ● · 英特尔 ● · 载板现货敞口 ● 但已部分定价 · 闸门材料 ● 已定价）

市场错在哪：

1. **把 Muse 当需求本体。**按 1 亿日活、每天 2 小时、分时复用计算，消费级智能体约需 9.8 万个服务器插槽，只占全年约 2,400 万插槽的约 0.4%；要到 10 亿重度用户才达到约 8%。短缺的主体是强化学习沙箱、加速器机架里 CPU 配比上升和通用服务器换代，英特尔一季度就已用尽缓冲库存。
2. **把英特尔的营收增长当成出货增长。**二季度服务器营收增长约 20 亿美元，其中单价 +48%、出货量 +9%，且单价上涨主要来自高端产品占比；三季度营收指引中值 163 亿美元，环比只多约 1%。供给受限的公司，营收增速是价格的函数，不是需求的函数。
3. **把「CPU 不够」读成「CPU 晶圆不够」。**英特尔 Intel 7、Intel 3、18A 二季度产出均超过内部目标；它在 10-Q 里写明为锁定载板等零部件预付了 9.34 亿美元；卖方一侧，Ibiden 的客户预收款一个季度增加 736 亿日元。买方预付，定价权就在卖方——在封装背面。

重点标的：南电 8046.TW（载板现货敞口最大）· AMD（唯一在放量的 CPU 设计商）· 日东纺 3110.T（T-glass 闸门持有者·已定价）· Ibiden 4062.T（客户出资扩产·结构 α 但约 81 倍）· 英特尔 INTC（价不是量·回避追高）

最大反证：若英特尔 10 月 22 日季报的服务器出货量同比增速明显高于二季度的 9%（例如 $\geq 15\%$ ）且四季度指引环比 $\geq 5\%$ ，说明封装背面的闸门松得比本篇假设的快——载板现货溢价会先回吐，英特尔则从「价」切换到「量」，评级需上调。

一、投资要点

一句话框架：一个供给受限的行业，看谁在付预付款，就知道定价权在谁手里；看谁的营收是量推的，就知道谁在吃增量。

#	观点	方向
1	服务器 CPU 短缺真实存在，且早于消费级智能体：英特尔一季度缓冲库存已用尽，二季度「市场需求超过可供产品」，并预期全行业约束持续到明年	●
2	闸门在封装背面：T-glass 玻纤布 → ABF 膜 → ABF 载板；CPU 晶圆不是最紧的一层	●
3	英特尔服务器增长是价（+48%）不是量（+9%），三季度指引环比持平；约 58 倍 2027 年预期市盈率已为「价」付足	●
4	AMD 是唯一在放量的 x86 供应商：三季度指引环比 +13%，服务器 CPU 出货份额一年 +7.3 个百分点	●
5	资金在第二周搬到上游，方向正确；载板厂第二段涨幅与非长约占比同序，现货敞口是可交易变量	●
6	闸门持有者已被定价：日东纺约 31 倍前瞻市盈率、味之素 ABF 膜只占其业务一小块	●
7	2027 年闸门会再迁移：载板与玻纤新产能 2027 年中起落地，下一层可能是服务器内存与台积电 N3	●

二、钱流：一轮行情，两段走法

2.1 第一段买 CPU，第二段买 CPU 的材料

标的	层级	第一段 9-15→9-24	第二段 9-24→10-02	合计
英特尔 INTC	CPU 设计+制造	+31.1%	-6.3%	+22.8%
AMD	CPU 设计	+24.8%	+0.7%	+25.7%
Arm ARM	架构授权	+26.7%	+0.4%	+27.2%
南电 8046.TW	ABF 载板	+14.3%	+17.7%	+34.6%
欣兴 3037.TW	ABF 载板	+24.6%	+10.1%	+37.2%
AT&S ATS.VI	ABF 载板	+27.3%	+14.4%	+45.6%
日东纺 3110.T	T-glass 玻纤布	+4.4%	+12.4%	+17.3%
環球晶 6488.TWO	12 英寸硅片	+3.7%	+25.5%	+30.2%

同期对照：SMH 两段分别 +10.8%、+5.0%；英伟达 +5.8%、+4.2%。Ibiden 两段 +17.2%、+8.2%，景硕 +21.0%、+9.1%，SUMCO +7.4%、+15.2%，味之素 +2.6%、+4.8%（全表见附录 A）。

读表规律：第一段，三家 CPU 公司的涨幅是半导体指数的两倍以上，载板同步跟涨，材料与硅片基本没动；第二段，CPU 公司全部熄火，载板（+8% 至 +18%）与玻纤布（+12%）接棒。这不是一次普通的获利了结：同一周英伟达和 SMH 仍在涨，钱没有离开半导体，只是离开了 CPU 本体。硅片的第二段涨幅最大，但驱动不同——環球晶连续涨停对应的是 8 月自结获利、2027 年新长约价格上调 10%—20% 与美光、南亚科在台扩厂，且其上半年每股盈利的大增主要来自所持 Siltronic 股权的评价利益（非经营性），因此不计入 CPU 闸门的读数，只作为下一层（2027 年）的监测。

2.2 英特尔：营收在涨，出货在等

指标（2026 年二季度）	英特尔	AMD
数据中心分部营收	63 亿美元，+59%	67 亿美元，+107%
服务器出货量	+9%（上半年累计 +2%）	服务器 CPU 连续第五季创纪录
服务器单价	+48%（上半年累计 +38%）	未单独披露
三季度营收指引中值	163 亿美元，环比约 +1%	130 亿美元，环比约 +13%
非 GAAP 毛利率	41.8% → 指引 42.0%	56% → 指引约 56%

英特尔在 10-Q 里对单价上涨的解释是「主要来自高端产品占比提高，基于需求的定价行动贡献较小、部分用于抵消投入成本上升」，对出货的解释是「市场需求超过了我们可供的产品，原因是内部供给约束」，并预期全行业约束延续到明年。三季度营收指引环比几乎持平——在一个据称只能满足一半客户的市场里，这句话的意思是：英特尔下一季能卖多少，由它能拿到多少载板和内存决定。

数字三道关自检：服务器营收增幅 = $(1+48\%) \times (1+9\%) - 1 \approx +61\%$ ，与数据中心分部 +59% 量级一致（服务器占分部大头）；营收增量约 20 亿美元 < 分部增量 23 亿美元，子项不超总额。

2.3 预付款：谁在付钱，谁就是买方

英特尔 10-Q 流动性一节写明：为应对载板等零部件的行业短缺、并配合客户长约，公司与供应商签订长期协议，其中部分涉及预付款，**2026 年上半年已预付 9.34 亿美元**。首席执行官 9 月 16 日公开表示，先进封装载板只有日台四家主要供应商，买方（包括英特尔自己）要靠预付才能「拿到他们的注意力」；首席财务官在二季度电话会上把载板与内存称为「供应链里最吃紧的部分」。

按「锁量而非议价」的读法：买方用预付款锁产量，而不是只靠议价压价格，说明定价权在对手方。英特尔是全球最大的服务器 CPU 载板买家之一，它在付预付款——这是封装背面持有定价权最直接的法定证据。同一时期，AT&S 于 9 月 24 日公告与 Marvell 扩大长期载板供货协议，Marvell 是其马来西亚扩产此前未具名的锚定客户。

卖方一侧的法定证据来自 Ibmiden：其 2027 财年一季度决算短信显示，流动负债中的「前受金」（客户预收款）由 3 月末的 809.5 亿日元增至 6 月末的 1,545.3 亿日元，单季增加 735.8 亿日元，是负债增加的主要来源；同季经营活动现金流 958.9 亿日元，其中预收款增加贡献 735.8 亿日元。按公司一贯做法，客户以与产能投资相当的金额预付——扩产的资本开支由客户出资，折旧风险随之转移给买方。1,545 亿日元约相当于其本财年营收指引（5,500 亿日元）的 28%。

另一笔需要并列看的钱：英特尔 8 月 10 日以每股 95 美元增发约 2.42 亿股（含超额配售全额行使），募资约 230 亿美元，约占现有股本 4.6%。供给受限、需要预付零部件、同时上调资本开支至 200 亿美元以上的公司，选择在 95 美元发股——这是对自身「量」短期上不去的另一种表态。

2.4 载板厂：毛利率的跳幅与现货敞口同序

公司	2026 年二季度营收	毛利率	环比变动	8 月营收同比	第二段股价
南电 8046.TW	135.75 亿新台币（+41.7%）	24.75%	+8.90 个百分点	+40.6%（环比 -1.6%）	+17.7%
欣兴 3037.TW	428.9 亿新台币（创新高）	24.08%	+6.84 个百分点	+56.3%（创新高）	+10.1%
景硕 3189.TW	124.96 亿新台币（+30.7%）	26.09%	+4.93 个百分点	+40.6%	+9.1%

读表规律：三家的毛利率环比跳幅（南电 > 欣兴 > 景硕）与市场普遍认知的非长约占比排序一致——欣兴约七成量走长约，涨价落地被合约节奏摊平；南电以现货为主，季度报价上调直接进入毛利率。第二段股价的排序与毛利率跳幅排序相同。这是「定价跟随毛利率变动而非水平」在同一层内的又一次显现：三家毛利率水平相差不到 2 个百分点，市场定价的是斜率。

段落纪律：服务器 CPU 只占 ABF 载板需求约两成（2026—2028 年约 17%、21%、21%，第三方估算），载板厂的主需求仍是 GPU 与定制加速器。CPU 不是载板短缺的主因，而是在已经满载的产线上再加的一层边际需求——它的作用是让原本预期 2027 年才出现的缺口提前收紧。

三、价值链：CPU 从哪一层来，闸门在哪一层

3.1 五层价值链

需求源	一级供应商	真卡口	可投代理	已拥挤 / 未定价
强化学习沙箱 加速器机架头节点 通用服务器换代 消费级智能体	英特尔 / AMD / Arm 定制 CPU (台积电 N3/N2)	T-glass 玻纤布 (日东纺) ABF 膜 (味之素) ABF 载板 (日台四家)	南电 (现货敞口最大) Ibiden / 欣兴 / 景硕 環球晶 (硅片·下一层)	已拥挤: 英特尔、Arm 已定价: 日东纺、载板五强 未定价: 2027 年下一道闸门

3.2 需求：消费级智能体只是点火器

服务器 CPU 插槽的基数约为每年 2,300 万至 2,600 万个（2024 年三季度英特尔与 AMD 合计约 550 万个/季，2026 年二季度全市场出货同比 +20%）。本部按分时复用模型自建插槽账（每插槽 128 个物理核）：

情景	计算	所需插槽	占年供给
1 亿日活、每天 2 小时	830 万并发 × 2.5 倍峰值 × 1.2 冗余 × 0.5 核 ÷ 128	约 9.8 万	约 0.4%
1 亿用户常驻虚拟机 (2 vCPU)	2 亿 vCPU ÷ 4 倍超分 ÷ 2 线程 ÷ 128	约 19.5 万	约 0.8%
同上、按内存约束	800 PB ÷ 2 倍超配 ÷ 每插槽 1.5 TB	约 26.7 万	约 1.1%
10 亿日活、每天 4 小时	5 亿虚拟机 × 0.5 核 ÷ 128	约 195 万	约 8.1%

Muse 9 月 8 日上线，9 月下旬日活约 100 万。按最乐观的情景，它也要用户规模放大千倍才占到年供给的一成。真正吃掉插槽的是三件已经发生的事：①亚马逊首席执行官在二季报电话会上明确说，后训练、强化学习与智能体工具调用「大多在 CPU 而非 AI 加速器上完成」；②加速器机架里的 CPU 配比从 HGX 的 1:4 (CPU:GPU) 提高到 NVL72 的 1:2，并在往 1:1 走；③AWS 自研 Graviton 连续三年占其新增 CPU 产能一半以上，Meta 4 月已为智能体签下「数千万核」Graviton5。

结论：需求侧不需要 Muse 也足以让供给吃紧；Muse 改变的是市场对需求曲线斜率的想象，不是今年的插槽账。这一点决定了行情的持续性取决于供给侧的松紧，而不是某个应用的留存。

3.3 供给：六层里哪一层在咬合

层	当前状态	定价权	扩产时间常数
英特尔自有晶圆 (Intel 7/3/18A)	二季度三个制程均超内部产出目标；资本开支上调至 200 亿美元以上	英特尔 (价格三度上调)	12—18 个月 (设备)
台积电 N3/N2 (AMD、Arm 定制 CPU)	N3 有效利用率 2026 下半年超 100%；N2 年底目标约 12 万片/月	台积电	18—36 个月
ABF 载板 (日台四家)	满载；买方预付；首席财务官称「最吃紧」	载板厂 (现货部分)	18—30 个月 (Ibiden 新线 2027 财年量产)
ABF 膜 (味之素)	三季度起提价约 30%	味之素	新厂 2032 年
T-glass 玻纤布 (日东纺约九成)	2026 年缺口约 10%—20%；材料交期由 8—10 周拉长至 20 周以上	日东纺 (选择保份额、不再提价)	约 24 个月 (福岛扩产 2027 年中起)
服务器内存 (DDR5 RDIMM)	2026 下半年在「等 CPU」——内存备货取决于 CPU 供给改善	存储三家	24 个月以上

读表规律：晶圆层在超产、内存层在等 CPU，夹在中间的载板与玻纤布是唯一两边都在点名的层。AMD 首席执行官在二季报电话会上也说，正在解决的不只是晶圆，还有「后段产能、封装产能、载板」，并预计 2027 年服务器 CPU 供给好于 2026 年——这与 T-glass、载板新产能 2027 年起落地的时间表一致。

3.4 时间常数：闸门何时迁移

- 2026 年四季度到 2027 年上半年：闸门在 T-glass 与载板。英特尔明说四季度仍会「落后」，载板现货价每季上调。

- **2027 年中起**：日东纺福岛扩产、Ibiden 新线、三星电机载板投资陆续落地，载板层的现货溢价开始收窄。
- **2027 年**：服务器内存的位元供给增长约 15%—20%，低于 CPU 出货预期增速；台积电 N3 被加速器与定制 CPU 共同挤占。下一道闸门大概率在这里——但它今天还没有在咬合，按「只认现在时」的纪律，本篇不把它写成卡点，只列为监测。

四、卡点6指标评分

评分 1—5 分（5 = 最强）。

环节	短缺强度	替代难度	认证周期	集中度	定价权	可投性	象限
T-glass 玻纤布	5	4	4	5	3	3	真卡点·已定价
ABF 膜	4	5	5	5	5	1	真卡点·买不到纯标的
ABF 载板（现货部分）	4	3	4	4	4	4	真卡点可投·周期 β
台积电 N3/N2	4	5	5	5	5	3	真卡点·已在核心仓
英特尔 CPU 晶圆	2	2	3	3	3	4	非卡点·被当卡点交易
服务器内存	3	4	4	5	4	4	2027 年候选·今日非闸门

四象限归位：真卡点可投 = 载板现货敞口（核心观察）；真卡点买不到 = ABF 膜（监控味之素电子材料分部）；假卡点很热 = 英特尔 CPU 晶圆（回避追高）；真卡点已定价 = T-glass（等斜率不等折价）。

五、受益链与公司卡

5.1 大公司受益链

- **需求源**：AWS（Graviton）、Meta（Muse、Arm 自研 CPU 首发客户）、谷歌（Axion）、微软（Cobalt）、前沿模型公司的强化学习集群。
- **直接受益**：AMD（出货份额 + 单价双升）、Arm（每核版税随 v9 与计算子系统抬升）。
- **二阶受益**：ABF 载板五强（南电、欣兴、景硕、Ibiden、AT&S）、台积电 N3/N2。
- **隐形受益**：T-glass 与 ABF 膜（日东纺、味之素）；12 英寸硅片（環球晶、SUMCO）——它是下一层时间常数最长的材料。
- **伪受益**：把消费级智能体当成独立 CPU 需求来源的应用层与「AI PC」概念股——按插槽账，它们今年的需求贡献不到 1%。

- 可投代理：南电（现货敞口）、AMD（放量）。
- 不可投但监控：味之素 ABF 膜（食品集团内的一小块业务）、新光电气（已私有化）。

5.2 公司卡

AMD ●

位置：x86 服务器 CPU 第二大、唯一在放量者 | 卡口：芯片粒设计让它在先进制程上需要更少晶圆，增量在台积电 | 为何值得看：二季度数据中心营收 +107%，三季度指引环比 +13%，服务器 CPU 出货份额 34.5%（一年 +7.3 个百分点）——它的增长是量 | 证据：Venice（2 纳米）已量产，管理层预期 2026 下半年服务器营收同比 +80% 以上 | 估值：现价 633.91 美元，约 40.7 倍 2027 年一致预期市盈率（50 位分析师） | 催化：11 月初三季报；Venice 云端部署 | 反证：载板约束同样作用于 AMD，若三季度出货受限、指引低于 130 亿美元区间，则「唯一放量者」不成立。

英特尔 INTC ●

位置：x86 服务器 CPU 最大、自有晶圆 | 卡口：不是卡点，是被卡者 | 为何不追：服务器增长 +48% 来自单价、+9% 来自出货，三季度指引环比约 +1%；约 57.9 倍 2027 年一致预期市盈率（46 位分析师），8 月以 95 美元增发约 230 亿美元 | 证据：10-Q 披露「需求超过可供产品」、预付 9.34 亿美元 | 估值：现价 119.33 美元 | 催化：10 月 22 日三季报；PC 处理器第三次提价（市场报道 10 月 5 日生效） | 反证：三季度服务器出货同比 $\geq 15\%$ 且四季度指引环比 $\geq 5\%$ ，即「价→量」切换完成，评级上调。

Arm ARM ●

位置：超大规模云自研 CPU 的架构底座，Neoverse 九个月出货约 5 亿核 | 卡口：版税不卡供给，吃的是每核单价 | 为何不急：数据中心版税同比翻倍，但约 100.7 倍 2027 财年（截至 2028 年 3 月）一致预期市盈率，二季度财报日双超仍下跌 8.11% | 催化：自研 AGI CPU 订单（2027—2028 财年需求逾 20 亿美元） | 反证：若超大规模云的 N3 产能被加速器挤占，Arm 系 CPU 出货节奏落后于 x86。

南电 8046.TW ●

位置：台系 ABF 载板三强中非长占比最高者 | 卡口：载板满载期的现货价格 | 为何值得看：第二段涨幅 +17.7% 居载板之首，与「现货敞口越大、涨价落地越快」同序；ABF 季度报价连续上调，BT 载板涨幅更大 | 估值：现价 1,460 新台币，约 32.8 倍 2027 年一致预期市盈率（2027 年每股盈利预期较 2026 年 +158%） | 催化：10 月上旬 9 月营收；10 月底三季报毛利率 | 反证：月营收环比走平而报价上调，说明现货价未落地；或南亚集团扩产节奏快于预期。

Ibiden 4062.T ●

位置：英伟达、英特尔服务器级载板的主供之一 | 卡口：大尺寸、高层数载板的良率 | 为何是结构 α 而非周期 β ：客户预收款单季由 809.5 亿增至 1,545.3 亿日元，扩产由客户出资、折旧风险转给买方；一季度营收 1,232 亿日元（+26.4%）、营业利益 268.8 亿日元（+52.4%），本财年经常利益指引上修后为 1,270 亿日元（+108.8%） | 为何不急：按公司本财年每股盈利指引 149.68 日元（已按 10 月 1 日 1 拆 2 调整），现价 12,100 日元对应约 81 倍；2026—2028 财年约 5,000 亿日元扩产、新线 2027 财年量产，2027 年后现货溢价收窄 | 催化：11 月上旬中期决算（预收款是否继续增加） | 反证：预收款余额回落，说明客户不再为 2027 年后的产能出资。

日东纺 3110.T

位置：T-glass 约九成份额，整条链唯一的材料级真卡点 | 卡口：低热膨胀玻纤布 | 为何不是低估：滚动市盈率约 15 倍是土地出售特别利益抬高的会计读数，按公司 FY2027/3 净利指引约 200 亿日元计，前瞻市盈率约 31 倍；且公司在 2025 年 8 月提价约 20% 后选择保份额、不再提价——定价权与当期超额毛利分处两格，超额利润目前留在下游现货载板厂 | 估值：现价 3,370 日元，市值约 6,134 亿日元（约 39 亿美元） | 催化：11 月中期决算；任何新一轮提价公告 | 反证：南亚塑胶 2027 年承接其约 20% 全球供应、台玻高阶产线扩至 12 条，则垄断有到期日。

六、情景

情景（概率）	核心假设	结果	标的动作
熊（25%）	分配制下客户重复下单；四季度通路交期快速缩短；Muse 留存弱	2021→2022 剧本：CPU 与载板现货价先回吐，载板股回撤最深	载板现货敞口先减；英特尔不碰
基准（50%）	闸门在封装背面持续到 2027 年中，之后迁到内存与 N3	载板盈利翻倍兑现但倍数压缩；AMD 吃量；英特尔吃价但营收平	持有现货敞口至 2027 年一季度；AMD 回调加；Ibiden、日东纺等斜率
牛（25%）	企业级多子智能体把 CPU:GPU 推向 1:1；载板厂普遍签出带预付款的长约	载板从周期 β 升级为结构 α ；2027 年闸门迁移推迟	载板全面上调；日东纺若提价则升 

七、风险与反证（什么条件出现会推翻本篇）

#	可检验信号	若出现意味着	观察窗口
1	英特尔三季度服务器出货同比 $\geq 15\%$ ，四季度指引环比 $\geq 5\%$	封装背面闸门松得快；英特尔「价→量」切换，评级上调；载板现货溢价回吐	10 月 22 日
2	台系载板厂三季报合同负债（预收款）出现与 Ibiden 同量级的跳升	台系从周期 β 升级为结构 α ，牛情景概率上调	10 月底三季报
3	英特尔服务器 CPU 通路交期（现约 50 周）四季度明显缩短	重复下单在退潮，熊情景启动	通路月报
4	日东纺宣布新一轮 T-glass 提价	超额利润从载板厂交接到材料层，日东纺升  、载板现货溢价承压	11 月中期决算
5	南电、欣兴 9 月营收环比走平或下滑	报价上调未落地到营收，现货论点失效	10 月 10 日前后
6	AMD 三季度数据中心营收低于指引隐含水平	「唯一放量者」不成立，载板约束同样咬住 AMD	11 月初

对 7 月 21 日载板篇的回溯打分：该篇把「载板厂获得客户长约、预付款或产能保留金」列为将载板从周期 β 升级的最大反证，并判断当时「无一家有合同级证据」。回看：Ibiden 在 3 月末的资产负债表上已有 809.5 亿日元客户预收款，7 月 21 日时这项证据已经存在、只是没有被检索到；6 月末该余额增至 1,545.3 亿日元。**结论：对 Ibiden 已触发**——它应从「周期 β 」改列为「客户出资扩产的结构 α 」，只是估值（约 81 倍）已提前反映；**对台系三家未触发**——尚未在财报中看到合同负债的同等跳升，现货敞口仍是它们的主要变量。教训：判断「没有预付款」之前，先查卖方资产负债表的预收款/合同负债一行，而不是只查公告。

其他风险：美股科技若进入利率冲击日，长久期高估值的 Arm 与英特尔对贴现率更敏感；载板股一年涨幅已达数倍，极端双向波动本身就是拥挤读数。

八、数据冲突与口径

- 「只能满足一半客户」：**首席执行官 9 月 16 日在公开活动上的口头表述，各媒体措辞略有不同，未指明产品线、制程或时段。本篇不把它当作英特尔服务器 CPU 的供需比，只作为方向性信号；量化一律采用 10-Q 中的出货与单价口径。
- CPU:GPU 配比：**市场流传「4:1 到 40:1」区间。可追溯且有单位的口径只有插槽比（HGX 1:4 → NVL72 1:2 → 趋向 1:1）与核数比（每 GPU 配 CPU 核：训练 8—12、推理 16—24、智能体 80—120）。40:1 无可追溯来源与单位，本篇不采用。
- 服务器 CPU 市场规模：**2030 年预测从 825 亿至 2,230 亿美元不等，口径（是否含 Arm 自研、是否含加速器头节点）互不兼容。本篇只用出货量与插槽口径，不加总任何 TAM。

4. **Ibiden 拆股与市盈率**：公司于 2026 年 10 月 1 日（除权日 9 月 29 日）实施 1 拆 2，本篇价格序列均为拆股调整后口径；部分数据源给出的约 39 倍前瞻市盈率沿用了拆股前的每股盈利，按公司拆股调整后的本财年指引计算约为 81 倍。
5. **日东纺市盈率**：滚动约 15 倍含土地出售特别利益；部分数据源给出的约 11 倍前瞻市盈率与公司 200 亿日元净利指引不符（指引对应每股约 110 日元、前瞻约 31 倍），本篇采用公司指引口径。
6. **行情口径**：台股 9 月 25 日、28 日休市，日股 9 月 21—23 日休市，两段分界统一取 9 月 24 日收盘；全部为复权收盘价。英特尔 10 月 2 日收盘 119.33 美元（盘中曾至约 123.8 美元），市场上「10 月 2 日涨 14%」的说法对应的是 9 月 21 日的单日涨幅 12.1%。
7. **前瞻市盈率**：台系与美股统一用「现价 ÷ 下一完整财年一致预期每股盈利」，美股、台股为 2027 年，Arm 为截至 2028 年 3 月财年；分析师数标注于公司卡。

数字三道关自评：①量级——英特尔服务器单价×出货 ≈ +61% 与分部 +59% 一致；插槽账四档单调递增且最大档 195 万 < 年供给 2,400 万；②单位——日元、新台币、美元分列，日东纺市值按 157.83 日元/美元折算约 39 亿美元；③权威源——英特尔、AMD 财务数据取自 SEC 8-K 附件与 10-Q，增发数据取自 8-K。

行动清单

- **现在重点观察**：南电（现货敞口）、AMD（回调时加）。
- **只监控不买**：日东纺（等提价公告或斜率）、Ibiden（等中期决算的单价与负荷）、味之素（无纯标的）。
- **绝不追**：英特尔——增长是价不是量，倍数已为价付足。
- **下次看哪 5 个数据**：① 南电、欣兴、景硕 9 月营收（10 月 10 日前后）；② 英特尔三季度服务器出货与单价拆分（10 月 22 日）；③ AMD 三季度数据中心营收与四季度指引（11 月初）；④ 日东纺、Ibiden 中期决算的单价与产能负荷（11 月）；⑤ Mercury 三季度服务器 CPU 出货同比与 Arm 份额。
- **出现哪个信号要重写结论**：英特尔服务器出货同比 ≥15%（闸门松动），或任一载板厂公告合同级预付款（升级为结构 α）。

附录 A：两段行情全表（复权收盘价）

标的	第一段 9-15→9-24	第二段 9-24→10-02	合计	10-02 收盘
景硕 3189.TW	+21.0%	+9.1%	+32.1%	1,050 新台币
Ibiden 4062.T	+17.2%	+8.2%	+26.8%	12,100 日元
SUMCO 3436.T	+7.4%	+15.2%	+23.7%	3,588 日元
信越化学 4063.T	+3.7%	+2.5%	+6.3%	6,030 日元
味之素 2802.T	+2.6%	+4.8%	+7.6%	5,212 日元
台积电 TSM	+9.3%	+4.8%	+14.6%	472.78 美元
英伟达 NVDA	+5.8%	+4.2%	+10.3%	233.95 美元
SMH	+10.8%	+5.0%	+16.3%	630.60 美元

附录 B：候选标的估值快照（10 月 2 日收盘）

标的	现价	2027E 前瞻市盈率	2027E 每股盈利增速	方向
英特尔 INTC	119.33 美元	约 57.9 倍	+36%	●
AMD	633.91 美元	约 40.7 倍	+106%	●
Arm ARM	307.49 美元	约 100.7 倍 (FY3/28)	+37%	●
南电 8046.TW	1,460 新台币	约 32.8 倍	+158%	●
欣兴 3037.TW	1,305 新台币	约 34.3 倍	+85%	●
景硕 3189.TW	1,050 新台币	约 38.3 倍	+148%	●
環球晶 6488.TWO	1,190 新台币	约 34.6 倍	+69%	●
AT&S ATS.VI	223 欧元	约 19.0 倍 (FY3/28·4 位分析师)	+36%	●

来源置信度表

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
英特尔二季度营收、分部、毛利率、三季度指引	SEC 8-K 附件 99.1	2026-07-23	GAAP/非 GAAP 分列	A
服务器单价 +48%、出货 +9%、需求超过供给、预付 9.34 亿美元	英特尔 10-Q	2026-07-24	法定披露	A
英特尔增发约 2.42 亿股、每股 95 美元	SEC 8-K (Item 8.01)	2026-08-12	含超额配售全额行使	A
Ibiden 客户预收款 809.5→1,545.3 亿日元、业绩与指引、10 月 1 日拆股	Ibiden 2027 财年一季度决算短信	2026-08-04	日本会计准则·合并	A
南电、欣兴、景硕二季度营收与毛利率、8 月营收	公司法说会与月营收公告 (财经媒体转载)	2026-07-29 至 2026-10-02	合并	B
非长约占比、ABF 下半年报价预期、CPU 占 ABF 需求约两成	产业媒体与券商转述	2026-07 至 2026-10	第三方估算	C
AMD 二季度数据中心营收、三季度指引	SEC 8-K 附件 99.1	2026-08-04	非 GAAP 毛利率	A
「载板与内存最吃紧」「四季度仍会落后」	英特尔二季度电话会	2026-07-23	管理层口头	A/B
「只能满足约一半客户」、载板需预付	首席执行官公开活动讲话 (多家媒体转述)	2026-09-16	口头·未指明产品	B
后训练与智能体工具调用主要在 CPU	亚马逊二季报电话会	2026-07	管理层口头	A
服务器 CPU 出货 +20%、AMD 份额 34.5%、Arm 13.6%	第三方行业跟踪	2026-08-21	2026 年二季度	B
ABF 膜提价约 30%、T-glass 缺口 10%—20%、交期 20 周以上	产业媒体	2025-11 至 2026-05	行业口径	B/C
日东纺福岛扩产 2027 年中、Ibiden 新线 2027 财年量产	公司公告与产业媒体	2026-02 至 2026-09	投资计划	A/B
Muse 上线日期、日活约 100 万、亚马逊拦截	公司公告与科技媒体	2026-09	第三方估算	C
插槽账四档、闸门迁移时点	本部推算	2026-10-04	假设见 3.2、3.4 节	D
美股、台股、欧股、日股收盘价与一致预期	EODHD、yfinance	2026-10-02	复权收盘价	A

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部出品，仅供研究讨论，不构成任何投资建议或要约。文中推算基于公开信息与显式假设，可能与实际结果存在重大差异。行情涨幅为区间价格变动，非持有回报。市场有风险，投资需谨慎。