

定制硅的席位分割：赢下英伟达的份额，赢不下英伟达的毛利率

定制硅的席位分割 —— 赢下英伟达的份额，赢不下英伟达的毛利率

自研 ASIC 在 2026 年 8 月完成了从卖方口径到第三方实测的证据升级，但「谁赢」这个问题已经问错了。一颗定制加速器的成本里约四成先于任何设计服务方流向内存；设计服务这一层恰恰在拿下量产的同时，毛利率从 NRE 期的约 50% 掉进量产期的低二字头；而客户已开始用认股权证把这一层剩余的股权价值也按每 5 亿美元采购一格地抽回去。可交易的含义因此不是「买定制硅」，而是把定制硅链上的增长位与收租位分开买——两者在 2026 年第一次明确地不是同一层。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 1 日

30秒结论卡

项	内容
一句话判断	自研 ASIC 这条线在 8 月拿到了全年最硬的两份证据——一份第三方实测、一份 SEC 备案——但两份证据指向同一个被忽略的结论： 定制硅重画的是英伟达的份额，不是英伟达的毛利率 。新创造的价值里最大的一块（约四成成本）在触及任何设计服务方之前就流向了内存，而设计服务这一层正随着量产放量把自己的毛利率从约 50% 交易到低二字头。
机会状态	● 赛道观察 · 内含一处 ● 结构错配（收租位）与一处 ● 拥挤（增长位）
市场错在哪	市场把「定制硅份额上升」直接读成「定制硅公司价值上升」，用同一个方向给整条链定价。但沿链算毛利率会得到一条严格单调的阶梯（EDA/IP 约 83—86% → 商用硅与互连约 75—76% → 晶圆代工约 64% → 定制设计服务约 52% → 纯量产交钥匙约低二字头），而 定制硅程序的收入结构正沿这条阶梯向下移动 。收入增速最快的那一层，恰是单位价值捕获最薄的一层。
重点标的	铿腾电子 CDNS ● · 新思科技 SNPS ● · Astera Labs ALAB ● （估值口径须重算）· 博通 AVGO ● · 迈威尔 MRVL ● （增长真实、稀释与毛利双向承压）
最大反证	若定制加速器在下一代实现「自研 HBM 控制器 + 近存计算」把内存那约四成成本中的可观部分转为设计服务方自己的增值内容（迈威尔与谷歌 7 月 29 日协议的内存接口与近存计算条款正是朝这个方向），则本篇「设计服务只是通道」的前提被推翻，席位分割比例须整体重算。这是本篇唯一的、且已有明确日历的反证路径。

一、投资要点

框架一句话：定制硅链上，增长位与收租位在 2026 年第一次分开了。

#	观点	方向
1	自研 ASIC 的性能争议已经结束：700W 的部件在公开推理基准上对 1,200W / 1,400W 的机架系统给出每千瓦吞吐 1.5—1.9 倍、端到端时延低 1.7—3.6 倍。可争的不再是能不能做，而是做出来的钱归谁	● 对定制硅路线
2	一颗定制加速器的成本里约 40% 是 HBM、约 25% 的封装内面积是 HBM。这部分在触及设计服务方之前就已流向内存厂，且不随「谁来设计」而改变归属	● 对「定制硅 = 设计公司受益」的直觉
3	设计服务这一层的毛利率是随量产放大而下降的：NRE 期约 50%，进入交钥匙量产后落到低二字头至二字头中段。收入越大、单位价值捕获越薄	●
4	同一现象在大市值端同样成立且已进公司指引：博通非 GAAP 毛利率由约 77.1% 指引至约 74.1%，方向由 XPU 占比抬升驱动；高毛利的 AI 网络那一半占 AI 收入比重由约 40% 被管理层指向长期约 30%	●
5	客户已开始把设计服务层的剩余股权价值制度化地抽回：谷歌取得迈威尔至多 58,970,907 股认股权证，其中 57,610,040 股按每 5 亿美元定制产品收入解锁一格，共 240 格	●
6	该认股权证的满额行权对应 1,200 亿美元采购阶梯——约为迈威尔当前 TTM 收入的 12.7 倍。它是一份情景期权，不是一份收入预测；按订单读会系统性高估	● 口径
7	沿链毛利率阶梯的顶端（EDA/IP 约 83—86%）与次顶端（互连/SerDes 约 75%）不承担晶圆、封装与 HBM 的成本转嫁，是本轮定制硅放量中最干净的收租位置	●
8	台面倍数字段在本批次样本中系统性失真：七只里有五只的公开前瞻市盈率字段与「现价 ÷ 前瞻每股收益」自算值不一致，其中一只偏离 71%	● 口径

二、钱流：这一轮定制硅到底有多大，以及它长在哪一层

定制加速器在 2026 财年第三季度进入了第一次真正的规模化交付窗口。博通指引第三财季 AI 半导体收入约 160 亿美元，同比增速超过 200%；上一季该口径为 108 亿美元，同比 143%。整体第三财季收入指引约 294 亿美元，同比约 84%——AI 已占公司总收入的约 54%。

这是一条毫无争议的量的曲线。有争议的是价的曲线，而它在同一份指引里：**非 GAAP 毛利率由第二财季的约 77.1% 指引至第三财季的约 74.1%**。三个百分点在这个体量上不是噪音，方向也不是猜测——管理层把 AI 网络（高毛利的那一半）在 AI 收入中的占比由当期的约 40% 指向长期正常水平约 30%。换句话说，**AI 收入的增量结构性地偏向 XPU 这一侧，而 XPU 这一侧的毛利率低于公司均值**。量的曲线向上，价的曲线向下，二者出自同一页文件。

亚洲的设计服务样本把同一件事放大到可以肉眼分辨的程度。世芯电子（3661.TW）2026 年第一季毛利率首度站上 50%，当季收入同比下降 58%——高毛利来自 NRE 与设计里程碑收入占比高；而管理层对第三、第四季的毛利率指引是**低二字头至二字头中段**，对应的正是量产爬坡。创意电子（3443.TW）的交钥匙制造收入已超过总收入的 80%，并已向代工厂预约 2027 年 6 万片 CoWoS 晶圆。

把这三个样本并列，得到本篇的第一条硬读数：

定制硅程序在生命周期里的收入是上升的，毛利率是下降的，且下降幅度远大于收入结构变化的直觉。从 NRE 期到量产期，设计服务方的毛利率大致腰斩。它换来的不是更高的价值捕获，而是把台积电的晶圆、先进封装与 HBM 的采购额装进了自己的收入口径。

这不是经营失误，这是这门生意的定义：交钥匙量产收入里，很大一部分是过账。收入规模因此不是价值捕获的代理变量——在这一层，它甚至是反向指标。

三、价值链五层图：一颗定制加速器的钱都去了哪

需求源	超大厂 / 前沿模型公司（谷歌 · OpenAI · Meta · 亚马逊） ↓ 出规格、出量、并开始索取股权对价
一级供应商	定制设计服务（博通 · 迈威尔 · 世芯 · 创意） ↓ 其收入中占比最大的部分是过账，不是增值
真卡口	① 内存（HBM，约占整颗成本 40%） ② 晶圆与先进封装（N3P + CoWoS 级 2.5D） ③ 设计工具与基础 IP（EDA · SerDes · 内存接口）
可投代理	CDNS · SNPS · ALAB ·（内存与封装层见既有各篇）
已拥挤/未定价	已拥挤：「谁赢下自研 ASIC 席位」这一问法本身 未定价：席位放量时，价值沿链**向上游与向工具层**的净迁移

第二层与第三层之间那道箭头是本篇的全部内容。市场几乎所有的定价努力都投在第二层内部的排序上——博通还是迈威尔、世芯还是创意。但把成本表摊开，第二层拿到的是残值：约四成成本在它之前已经被内存拿走，晶圆与封装再拿走一块，而它自身在量产期只保留低二字头的毛利率。

关于内存占比这个关键锚，须明确口径与置信度：HBM 约占一颗 XPU 封装内面积的 25%、总成本的 40%，这一读数来自定制内存路线的推广方，属利益相关方口径（置信度 B）。但它与另外两条独立读数方向一致：其一，OpenAI 的自研部件单封装配置 216 GiB HBM4、带宽 15.4 TB/s，与英伟达旗舰的 288 GB 处在同一量级，说明内存配置并未因转自研而下降；其二，英伟达管理层已把成本压力与供给上限明确指向内存而非封装。三条读数共同支撑的结论是保守的：内存是定制加速器成本表上的第一大单项，且这一地位不随设计方更换而转移。

四、卡点六指标评分卡

对定制硅链上五个候选席位逐项打分（1—5 分，5 为最强）：

席位	短缺强度	替代难度	认证周期	集中度	定价权	可投性	判定
EDA / 基础 IP	3	5	5	5	5	5	真卡点·可投
HBM / 内存	5	4	4	5	5	4	真卡点·可投（已另篇覆盖）
先进封装 / 晶圆	5	4	5	4	4	4	真卡点·可投（已另篇覆盖）
互连 / SerDes / 重定时	4	4	4	3	4	5	真卡点·可投
定制设计服务（交钥匙量产）	2	2	4	3	2	5	非卡点·增长位

定制设计服务在「定价权」一项上得 2 分，是整张表的最低分，且这个低分有两条独立证据而非估计：其一是毛利率随量产下移的普遍性（大市值端与亚洲样本同向）；其二是下节的认股权证结构——一个具备定价权的供应商，不需要为了拿到订单而按采购额向客户交付股权。

须同时记下一条减分复议：该层的「集中度」正在被稀释。谷歌 7 月 29 日的协议把原本由单一供应商承担的 TPU 生态定制程序拆给了第二家，覆盖 AI 推理加速器、存储控制器、网络接口控制器、内存接口控制器与近存计算。这与先进封装那一篇记录的去单源化是同一个动作在不同工序上的重演：客户系统性地不再让任何一层保持单源。

五、认股权证：客户如何把设计服务层的剩余价值制度化地收回

迈威尔 8 月 19 日的 8-K 是本轮定制硅最重要的一份法定披露，因为它第一次把「设计服务层的议价地位」写成了可计算的条款。全部条款为公司一手披露（置信度 A）：

条款	内容
商业协议签署日	2026 年 7 月 29 日（与谷歌）
覆盖范围	AI 推理加速器、存储控制器、网络接口控制器、内存接口控制器、近存计算
认股权证发行日	2026 年 8 月 18 日
认股权证总量	58,970,907 股
行权价	每股 206.58 美元
时间归属部分	1,360,867 股，首年内按季度四等分归属
业绩归属部分	57,610,040 股，分 240 等份，每份对应 5 亿美元定制产品收入
业绩归属窗口	2027 财年第三季度起至 2033 财年末
到期日	2033 年 8 月 18 日

由此可直接推出四个数（均为算术，非估计）：

1. 满额归属对应的采购阶梯 = $240 \times 5 \text{ 亿} = 1,200 \text{ 亿美元}$ 。
2. 满额稀释比例 = $58,970,907 \div 876,926,613 \text{ 股} = 6.72\%$ 。
3. 每 100 万美元定制产品收入对应交付 480 股。
4. 以 9 月 1 日收盘价 211.66 美元计，行权价处于价内约 2.5%。

第 1 条必须立刻做口径纠偏。1,200 亿美元约为迈威尔当前 TTM 收入 94.5 亿美元的 **12.7 倍**，窗口约 6.25 年，年均约 192 亿美元——即单一客户的年采购额需达到公司当前全口径总收入的两倍以上。这个阶梯的设计意图显然不是「预期会走完」，而是**把归属曲线拉得足够长，使得绝大部分格子在可预见期内不会解锁**。因此正确读法是：

这份认股权证是一份关于极端情景的期权，不是一份订单，更不是一份收入指引。凡把 1,200 亿元或 6.72% 稀释当作基准情景输入估值的，都属于「承诺 $\neq$ 订单 $\neq$ 收入」这条已固化口径纪律的又一例。

但把它读作「无关紧要」同样是错的。真正有信息量的不是金额，而是**结构本身**：客户获得了一份以近乎当前市价为行权价、以自己的采购行为为解锁条件、期限长达七年的看涨期权。这意味着供应商股价因这份合作而产生的上涨，有一个固定比例被预先划给了客户。对第四节「定价权得 2 分」而言，这是最直接的一条证据——它把议价关系写进了法律文件。

与 8 月 21 日那篇认股权证篇的分界须写明：那一篇把权证当作**采购规模的刻度**来读（用格子大小反推客户的量级意图）；本篇把权证当作**价值分割的条款**来读（用交付比例度量该层的议价地位）。同一份文件的两个正交读法，不重复。

六、性能证据已经落地，但它证明的不是市场以为的那件事

8 月下旬公开的推理基准结果，是自研路线全年最硬的一次证据升级：在公开推理基准套件上，一颗 700W 的自研推理部件对英伟达 1,200W 与 1,400W 的机架系统给出每千瓦吞吐 1.5–1.9 倍、端到端时延低 1.7–3.6 倍，测试覆盖 1,200 亿、6,700 亿与 1 万亿参数三档模型，且被描述为通用推理 ASIC 而非仅对自家模型优化。硬件侧为台积电 N3P、700W 热设计功耗、216 GiB HBM4、15.4 TB/s 带宽，当前为 A0 版硅片，B0 已在制程中，预期能效再提升约 25%。

三条口径限定须与结论同时呈现，否则这组数字会被外推过头：其一，测试在部件方实验室内进行、由部件方工程师参与执行，不属独立第三方复现；其二，700W 对 1,400W 的比较是部件级热设计功耗对机架级系统的比较，分母口径不完全对齐；其三，A0 版硅片的读数与量产版之间存在未知差。

即便对这三条全部作最保守处理，方向仍然成立：**自研推理硅在真实服务路径上已具备与旗舰通用 GPU 同台竞争的能效，性能不再是这条路线的约束项。**

而这恰恰是本篇要指出的错位。这颗部件由前沿模型公司与博通共同开发、在台积电 N3P 上流片、配置 216 GiB HBM4。它每多卖一颗，博通拿到的是一份毛利率低于其公司均值的设计服务收入，台积电拿到晶圆与先进封装，内存厂拿到成本表上的第一大单项，而被替换掉的那颗 GPU 的毛利率（约 74.7%）没有

被任何一方继承。席位确实被分割了，但分割的结果是一部分毛利在分割过程中消失——它以更低的单位算力成本的形式，留给了买方。

这是一条对整条链都成立、且方向常被读反的判断：自研 ASIC 的经济收益，第一顺位归属于买方（超大厂与模型公司），第二顺位归属于内存与代工封装，设计服务方排在第三，且其份额还在被认股权证进一步分走。

七、毛利率阶梯：本篇的核心表

沿定制硅链逐层计算 TTM 毛利率（由 TTM 毛利 ÷ TTM 收入自算，2026-09-01 取数），并列出行在定制硅放量中的收入方向：

层	代表	TTM 毛利率	定制硅放量时的收入方向	定制硅放量时的毛利率方向	判定
EDA / 基础 IP	CDNS	85.9%	↑	→	收租位 ●
EDA / 基础 IP	SNPS	82.9%	↑	→	收租位 ●
商用硅 + 网络	AVGO	76.3%	↑ ↑	↓（指引 77.1%→74.1%）	增长位·价被稀释 ●
互连 / 重定时	ALAB	75.1%	↑	→	收租位 ●
通用 GPU（被替换侧）	NVDA	74.7%	份额 ↓	→	参照锚
晶圆 + 先进封装	TSM	64.2%	↑ ↑	→	收租位（已另篇覆盖）
定制设计服务（混合）	MRVL	52.2%	↑ ↑	↓	增长位 ●
纯交钥匙量产	世芯 3661.TW	约 50% → 低二字头（公司指引）	↑ ↑	↓↓	增长位·最薄 ●

这张表是本篇全部论证的收口。它有两个必须同时读到的性质：

1. 阶梯是单调的，且顺序与「离晶圆和内存有多远」严格相关——越靠近实体采购的层，毛利率越低。
2. 箭头是反向的。收入增速最快的两层（AVGO 的 XPU 侧、MRVL 与世芯的交钥匙量产）恰是毛利率方向向下的两层；毛利率最高且方向平稳的三层（EDA/IP、互连、代工封装），收入同样受益于放量，却不承担成本转嫁。

因此可交易的结论不是「买定制硅」或「卖定制硅」，而是：在这条链上，把增长敞口与收租敞口分开持有。二者在 2026 年之前大体重合，在 2026 年第三季度之后明确分离。

八、口径纠偏：本批次样本的前瞻倍数字段系统性失真

按已固化的「刷卡必以现价 ÷ 前瞻每股收益自校验」纪律，对本篇七只标的的逐一复算（2026-09-01 收盘价）：

标的	现价（美元）	前瞻 EPS 一致预期	自算前瞻 PE	数据源字段值	偏离
AVGO	370.34	19.51	19.0x	19.9x	-4%
TSM	415.32	21.78	19.1x	25.5x	-25%
SNPS	439.59	17.51	25.1x	27.0x	-7%
NVDA	220.78	7.86	28.1x	26.0x	+8%
CDNS	338.78	9.54	35.5x	42.9x	-17%
ALAB	296.98	6.39	46.4x	79.4x	-71%
MRVL	211.66	3.39	62.4x	59.5x	+5%

七只里有五只偏离超过 5%，ALAB 一只偏离 71%——按字段值读会得到「79 倍、极度昂贵」，按自算值读是 46 倍，对一家 TTM 毛利率 75.1% 的互连卡点公司而言是完全不同的定性。此处不修改任何标的的评分，只登记一条口径事实：**公开数据源的前瞻倍数字段不可直接引用，须无条件用现价 ÷ 前瞻每股收益复算**。本批次是该问题的又一次系统性复现，非个案。

同时须记一条本篇未能闭环的真空：**AVGO 与 MRVL 均未单独披露 XPU 业务的分部毛利率**。第七节表中这两行用的是公司合并口径，而合并口径包含了软件与非 AI 半导体（AVGO）及非定制业务（MRVL）。本篇的方向性结论依赖公司指引的**变动方向**（77.1%→74.1%）与亚洲纯样本的**绝对水平**（约 50%→低二字头）交叉支撑，而非依赖合并口径的绝对值。若任一公司未来单独披露 XPU 分部毛利率，本表相应行须立即替换。

九、受益方落地与标的表

大公司受益链拆解（需求源 = 谷歌 / OpenAI / Meta / 亚马逊的自研加速器计划）：

- **需求源**：超大厂与前沿模型公司——本轮经济收益的第一顺位受益方，收益形式是单位算力成本下降，不体现在任何供应商的利润表上
- **直接受益**：AVGO · MRVL · 世芯 · 创意——收入受益确定，单位价值捕获被稀释
- **二阶受益**：TSM（N3P 晶圆 + 先进封装）· HBM 供应商（成本表第一大单项）
- **隐形受益**：CDNS · SNPS（每一颗自研芯片都要过设计工具与基础 IP，且与谁设计无关）· ALAB（互连与重定时，随节点数而非随芯片归属放量）
- **伪受益（排除）**：以「AI ASIC 概念」为唯一叙事、无法说明自己处在上述哪一层、且毛利率方向未经检验的标的

- **承压侧**：NVDA——份额侧承压明确；但须同时记账，本篇第六节的结论是其**毛利率并未被继承**，因此份额流失与行业利润池缩水是两笔账，不可合并读

标的表（现价为 2026-09-01 收盘，前瞻 PE 为自算值）：

标的	现价	当日	TTM 毛利率	前瞻 PE	在席位分割中的位置	方向
铿腾电子 CDNS	338.78 美元	-0.47%	85.9%	35.5x	收租位·与芯片归属正交	●
新思科技 SNPS	439.59 美元	-0.68%	82.9%	25.1x	收租位·阶梯顶端·倍数最低	●
Astera Labs ALAB	296.98 美元	+2.59%	75.1%	46.4x	收租位·互连层·字段倍数严重失真	●
博通 AVGO	370.34 美元	+0.42%	76.3%	19.0x	增长位·量确定·价被稀释	●
台积电 TSM	415.32 美元	-0.53%	64.2%	19.1x	收租位·已另篇覆盖	●
迈威尔 MRVL	211.66 美元	-2.29%	52.2%	62.4x	增长位·毛利率与稀释双向承压	●
英伟达 NVDA	220.78 美元	+1.48%	74.7%	28.1x	被替换侧·毛利率未被继承	●

观察名单（不入正文表·仅作论点样本）：世芯电子 3661.TW 4,275 新台币（+4.91%）、创意电子 3443.TW 5,995 新台币（-1.72%）——两者的毛利率轨迹是验证本篇的最佳前瞻指标，作为持仓属增长位最薄的一档。表中 SNPS 与 ALAB 的 ● 是**结构位置的方向判断，不是仓位建议**；两者当前倍数分别为 25.1x 与 46.4x，属不同风险档，须分别定价。世芯与创意为观察对象，两者毛利率结构正是本篇论点的教材样本，非推荐标的。

十、风险与反证

#	反证条件	若成立则本篇哪一条失效	观测方式
1	设计服务方把内存接口 / 近存计算做成自有增值内容，实质切入 HBM 那约四成成本	第三节「内存占比不随设计方转移」失效，整张席位分割比例须重算	迈威尔 7 月 29 日协议中内存接口控制器与近存计算条款的产品化进度；下两次财报是否给出定制内存相关收入口径
2	AVGO 或 MRVL 单独披露 XPU 分部毛利率，且显著高于公司合并口径	第七节表中两行的位置须调整；但亚洲纯样本的阶梯不受影响	分部披露口径变更
3	世芯量产期毛利率实际落在指引区间上沿以上，且伴随 NRE 占比未回升	第二节「量产期毛利率腰斩」的幅度被高估，阶梯坡度须放缓	该公司第三、第四季实际毛利率
4	认股权证的业绩格子在 FY2027 内解锁数量显著超出线性预期	第五节「阶梯设计为大部分不解锁」的读法失效，1,200 亿口径须重新评估	迈威尔季度报告中认股权证归属股数披露
5	独立第三方实验室复现推理基准结果时给出显著不同的读数	第六节的性能前提须重述；但席位分割的成本结构结论不依赖该组数字	公开基准套件的独立提交记录
6	EDA / IP 层出现定价权流失（超大厂自建工具链或以量换价压低授权费）	第七节阶梯顶端的「方向平稳」失效，收租位判断整体动摇	CDNS / SNPS 的递延收入与续约价格口径

须单列的方向性风险：本篇结论建立在「定制硅继续放量」这一前提上。若放量本身放缓（例如超大厂自研计划因供应或模型架构变化而延期），则增长位与收租位会同向承压，本篇的分层结论虽不失效，但可交易性大幅下降。这一情形的观测点已在既有的兑现日程台账体系内，不在本篇单独展开。

十一、行动清单

- **现在重点观察：**SNPS（阶梯顶端、25.1x、方向平稳，本批次中结构位置与倍数最匹配的一只）· ALAB（字段倍数失真被纠正后的定性变化）
- **只监控不买：**世芯 3661.TW · 创意 3443.TW——两者是本篇论点最干净的教材样本，其毛利率轨迹是验证本篇的最佳前瞻指标，但作为持仓属增长位最薄的一档
- **绝不追：**任何以「AI ASIC 概念」为唯一叙事、无法说明自己处在毛利率阶梯哪一层的标的
- **下次要看的五个数：**① 博通第三财季实际非 GAAP 毛利率与 AI 网络占比 ② 世芯第三季实际毛利率对「低二字头」指引的兑现 ③ 迈威尔认股权证的实际归属股数 ④ AVGO/MRVL 是否开始披露 XPU 分部毛利率 ⑤ 创意电子 2027 年 CoWoS 预约晶圆量的后续变动

- **哪个信号出现要重写结论：**设计服务方给出「定制内存 / 近存计算」的独立收入口径——这将是第三节前提被推翻的第一个可观测证据

十二、七行公司卡（本篇四个关键席位）

博通 AVGO — 现价 370.34 美元

项	内容
位置	定制硅链的一级供应商；同时握有高毛利的 AI 网络与低毛利的 XPU 两块
为什么重要	当前唯一同时承担前沿模型公司自研加速器量产与自有交换芯片的主体，两条曲线在同一张利润表上打架
为什么被误读	市场按 AI 收入增速定价，但增速最快的 XPU 恰是拉低毛利率的一侧
证据	第三财季 AI 收入指引约 160 亿美元（同比逾 200%）；非 GAAP 毛利率由 77.1% 指引至约 74.1%；AI 网络占 AI 收入由约 40% 指向长期约 30%
估值状态	自算前瞻 PE 19.0x（现价 ÷ 前瞻 EPS 19.51），本批次最低档之一
催化（3/6/12 月）	第三财季实际毛利率与 AI 网络占比；是否开始单独披露 XPU 分部毛利率
反证	若 XPU 分部毛利率被披露且接近公司均值，本篇「增长位摊薄」对该公司不成立

迈威尔 MRVL — 现价 211.66 美元

项	内容
位置	定制设计服务，新增谷歌 TPU 生态五类定制程序
为什么重要	唯一将该层议价地位写进 SEC 备案的样本，条款可直接计算
为什么被误读	1,200 亿美元采购阶梯被当作订单读，实为长周期情景期权
证据	TTM 收入 94.5 亿、毛利率 52.2%（全链最低的上市大票）；认股权证 58,970,907 股 / 行权价 206.58 美元 / 240 格 × 5 亿美元 / 满额稀释 6.72%
估值状态	自算前瞻 PE 62.4x，本批次最高；数据源字段 59.5x 偏低
催化	季度报告中认股权证实际归属股数；定制内存与近存计算是否产出独立收入口径
反证	若近存计算实质切入内存那约四成成本，该公司将由增长位升级为收租位

新思科技 SNPS — 现价 439.59 美元

项	内容
位置	毛利率阶梯顶端的设计工具与基础 IP
为什么重要	每一颗自研芯片都要过这一层，需求函数与「谁设计、谁封装、谁流片」全部正交
为什么被忽略	不在「自研 ASIC 谁赢」的叙事框里，因而未被这轮定制硅行情重定价
证据	TTM 毛利率 82.9%；收入随流片数量而非芯片归属放量；不承担晶圆、封装与 HBM 的成本转嫁
估值状态	自算前瞻 PE 25.1x，在本批次中结构位置与倍数最匹配的一只
催化	递延收入与续约价格口径；定制硅流片数量的行业读数
反证	超大厂自建工具链或以量换价压低授权费，即定价权流失的第一个信号

Astera Labs ALAB — 现价 296.98 美元

项	内容
位置	互连与重定时层，随机架内节点数放量
为什么重要	定制加速器每替换一颗 GPU，互连需求不减反增，且与加速器归属无关
为什么被误读	公开数据源前瞻倍数字段为 79.4x，实际自算为 46.4x，偏离 71%，按字段读会得出完全不同的定性
证据	TTM 毛利率 75.1%，与被替换侧的通用 GPU（74.7%）处于同一档，显著高于定制设计服务层
估值状态	自算前瞻 PE 46.4x；属高倍数档，与 SNPS 不同风险级
催化	定制加速器机架的互连方案定标；下一代内存与互连标准的采用节奏
反证	若定制加速器把重定时功能内化进自研芯片，该层需求被自研吸收

十三、情景表

情景	核心假设	结果	标的动作
🔴 熊（约 25%）	定制硅放量放缓（超大厂自研计划延期或模型架构变化），同时 EDA/IP 层遭遇以量换价	增长位与收租位同向承压，本篇分层结论仍成立但可交易性大幅下降	全链降敞口；仅保留倍数最低的一档
🟡 基准（约 55%）	定制硅按当前指引放量，设计服务层毛利率沿指引下移，内存与代工封装维持成本表主导地位	毛利率阶梯维持单调，增长位与收租位分离加深	收租位（SNPS / ALAB / TSM）超配；增长位（MRVL / 世芯 / 创意）仅观察
🟢 牛（约 20%）	设计服务层通过定制内存与近存计算实质切入 HBM 那约四成成本，把过账转为增值	本篇第三节前提被推翻，席位分割比例整体重算，增长位升级	MRVL 与世芯由 🔴 转 🟡 甚至 🟢；须整篇重写

三档合计 100%。本表不给精确目标价——本篇落点是排卡点与定席位，不是单票估值。

十四、来源置信度表、口径与免责声明

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
认股权证全部条款（58,970,907 股 / 206.58 美元 / 240 格 × 5 亿美元 / 2033-08-18 到期）	迈威尔 Form 8-K (SEC EDGAR)	2026-08-19	公司法定披露正文	A
商业协议签署日与覆盖范围	同上	2026-07-29 签署	公司法定披露正文	A
各标的 TTM 收入 / 毛利 / 股数 / 前瞻 EPS 一致预期	EODHD 付费行情与基本面接口	2026-09-01	TTM；毛利率由毛利÷收入自算	A
全部现价与当日涨跌幅	EODHD 付费行情接口	2026-09-01	收盘	A
博通 Q3 FY26 收入 / AI 收入 / 毛利率指引、AI 网络占比	公司季度业绩指引	2026 年 8 月	非 GAAP 毛利率；AI 半导体口径	B
世芯 Q1 毛利率逾 50%、Q3/Q4 指引低二字头至中段	公司季度披露与业绩说明	2026 年	合并毛利率	B
创意电子交钥匙占比逾 80%、2027 年预约 6 万片 CoWoS	公司披露与产业口径	2026 年	收入结构占比	B
HBM 约占 XPU 封装内面积 25%、总成本 40%	定制内存路线推广方公开材料	2026 年	单颗 XPU 成本结构；利益相关方口径	B（方向由另两条独立读数交叉支撑）
推理基准结果（1.5—1.9x 吞吐/kW、1.7—3.6x 时延、700W、N3P、216 GiB HBM4、15.4 TB/s、A0 硅片）	部件方公开发布 + 第三方公开基准套件	2026-08-26 前后	部件方实验室内测试，非独立复现；部件级 TDP 对机架级系统	B/C
AVGO FY27 AI 收入 1,000 亿美元展望	媒体转述的公司长期展望	2026 年	未经一手核实，本篇未用于任何量化推导	C

数字三道关自评：①量级一致性——AVGO 第三财季 AI 160 亿 ÷ 总收入 294 亿 = 54%，子项小于总额，一致；Q2 AI 108 亿 → Q3 指引 160 亿为环比 +48%，与「超 200% 同比」互洽。②单位显式化——新台币与美元价格已分别标注币种，未做跨币种加总；认股权证 240 格 × 5 亿美元 = 1,200 亿美元，已复核。③两源以上——认股权证、财务口径与现价三类关键数据均取自法定披露或付费行情一手接口。

已知未闭环项（不以结论形式呈现）：XPU 分部毛利率（两家均未单独披露）· 世芯量产期毛利率的实际落点（指引未兑现）· HBM 成本占比的独立非利益相关方口径。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部独立出品，基于公开披露与自有研究框架，仅供研究参考，不构成任何证券之买卖要约或投资建议。报告内所有现价与财务数据的取数时点为 2026 年 9 月 1 日，市场情况变化后结论可能失效。持有人应自行判断并承担投资风险。*