

闸门在海关

闸门在海关——AI 供电的卡点已从产能移到进口许可，而收租的人手里没有插槽

AI 服务器出现了一道不在供应链上的闸门：美国海关。它由两项窄专利与被告身份共同构成，已经真实拦下过英伟达 Blackwell 系统，因此是真闸门；但收这道闸门租金的 Vicor 在当代机架里没有插槽，租金以专利税形式入账、占其收入 21.2%、条款一个字未备案，而市场在四个交易日里为每 1 美元指引增量付了 271.5 美元市值。可交易的不是这家收租人，而是「专利税正在成为电源层的第三张成本单」这件事本身——它落在付税的那一侧，而那一侧当日毫无反应。

AI 供电的卡点已从产能移到进口许可，而收租的人手里没有插槽

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 23 日 现价、涨跌幅取自 2026-09-22 收盘 (EODHD)；财务数字取自 Vicor 已备案的 10-Q / 10-K；法律事实取自 USITC 与美国海关边境保护局裁定原件。评级 ● 受益 / ● 中性 · 观察 / ● 承压 · 回避。

一、30秒结论卡

- **一句话判断：**AI 供电链上出现了第三种闸门。前两种是产能（谁能造）与电力（谁能通电），第三种是**进口许可（谁的货能进美国海关）**。这道闸门已经被证明有效——美国海关 2026 年裁定英伟达 Blackwell 系统落入排除令范围；但它由两项很窄的专利和“被告身份”共同撑起，**不是一道覆盖全行业的物理卡点**。
- **机会状态：**● 收租方已被过度定价，付税方尚未被定价。Vicor (VICR) 四个交易日 +45.9%、市值增加 39.23 亿美元，对应的公开指引增量是单季 1,433.5 万美元；而当日被点名的八家潜在付税方股价合计几乎没有反应。
- **市场错在哪：**把**一次性、固定期限、未备案的专利**和解读成了**随 AI 出货量增长的永续年金**。Vicor 报表侧的真相是：专利税已占其单季收入 21.2%、TTM 收入 17.2%，表观 86.0 倍市盈率里有 4,342.7 万美元是税务口径的一次性收益——按正常税率还原，市盈率是 **159.1 倍**。
- **5 个重点标的：**VICR (● 收租方·估值已把未签的合同算进去) · MPWR (● 插槽在手、被告在身，两种结局差别极大) · Infineon (● 唯一同时进入英伟达生态名单与 VPD 模块量产的大厂) · Delta 台达 2308.TW (● 已被排除令点名、已转为持照方，最坏情况已出清) · Renesas 6723.T (● 份额受益、未卷入诉讼)。
- **最大反证：**这道闸门的法律地基比叙事窄得多。2025 年终裁中，**真正描述总线变换器架构的那一项专利被判不侵权且未通过国内产业技术要件**；被执行的两项是一项 2011 年的封装制造专利和一项谐振控制专利。当前唯一在审案件 (337-TA-1484) 主张的 US 12,395,087，正是那项败诉专利的同族延续案——同一说明书、同一优先权日，标题同为“串联总线变换器供电架构”。若该案重演 2025 年的分裂结果，租金没有强制引擎——而已签的合同是固定金额，也没有向上真值调整。

二、投资要点

这道闸门是真的，它的宽度不是。把“闸门存在”与“闸门覆盖谁”分开，是这条链上唯一重要的判断。

#	核心判断	方向
1	海关闸门已被实测。 美国海关边境保护局在 HQ H348257 号裁定中认定英伟达 Blackwell 系统落入 337-TA-1370 有限排除令范围，依据是排除令及于被告方的下游产品， 即便这些产品使用非被告第三方的上游组件。 这是"买方不能用一张采购单在一个产品周期内解决"的教科书形态。	●
2	但闸门穿过的是被告身份，不是专利覆盖面。 Blackwell 被拦是因为 Quanta 与鸿海子公司是被告，不是因为英伟达自己侵权。未被点名的整机路径不受此令约束。	●
3	执行中的专利很窄，架构专利已经输过一次。 终裁认定的是 US 9,516,761（封装制造方法，优先权 2011-05-11）与 US 9,166,481（谐振变换器数字控制）；描述总线变换器架构的 '950 专利被判不侵权且技术要件未过。337-TA-1484 主张的 US 12,395,087 属 '950 同族（同一说明书·优先权 2013-07-02·2033-09-14 到期），并非垂直供电专利。反向平衡：行政法官曾判 '761 权利要求 1-3 与 7 因抵触而无效，委员会在终裁中将这一认定反转，权利要求 1-7 全部存续。	●
4	租金已经是真现金，但规模与期限都小于叙事。 专利费收入 2023 年 1,587.2 万 → 2024 年 4,659.5 万 → 2025 年 5,738.4 万 → 2026 上半年 4,539.1 万美元；单季从 2026Q1 的 1,496.5 万跳到 Q2 的 3,042.6 万美元。占 Q2 收入 21.2%。	●
5	报表质地被两笔税务项目垫高。 TTM 税前利润 1.0187 亿、净利润 1.4526 亿美元——差额 4,342.7 万来自 2025Q4 的 2,730.3 万估值备抵转回与 2026Q2 的 1,086.3 万股酬超额扣除。后者随股价上涨而产生，股价自己在制造支撑股价的每股收益。	●
6	收租方没有插槽。 Vicor 未出现在英伟达 800VDC 生态的十四家硅供应商与五家电源组件商名单中；当代机架拆解未见其模块。它是在为别人的硅收费——许可条款明确允许持照方继续向未持照供应商采购，自购 Vicor 模块只享折扣。	●
7	真正未被定价的是"专利税成为电源层第三张成本单"。 2026-09-09 新提交的 DN 3936《特定垂直供电系统》把拟议被告扩至二十个主体、八个公司集团， 首次纳入 Infineon、Flex、Celestica ——一周后许可公告发布。付税名单已经公开，而付税方当日股价几乎无反应。	●
8	物理墙本身毫无争议，且在加深。 GB200 级加速器核心电流约 1,500A；Rubin VR200 在 2.3kW Max-P 档、0.7-0.8V 核心电压下约 2,900-3,300A（本部按公开功耗与电压区间测算）。按 I^2R ，70 $\mu\Omega$ 配电网络在 3,000A 下仅铜损即约 630W。末端必须下沉到封装底下，这一点没有人反对。	●

三、钱流：四个交易日，39.23 亿美元对 1,433.5 万美元

这轮重定价由两件事触发：2026-09-16 宣布向一家未具名"领先 AI 原始设备制造商"授予垂直供电非独占许可；2026-09-21 盘后把三季度环比收入增速指引从接近 10% 上调至超过 20%，理由是该许可产生的专利费。

日期	收盘价	单日	对应市值
2026-09-16（许可公告当日）	\$183.91	-0.03%	\$84.79 亿
2026-09-17	\$216.39	+17.66%	\$99.76 亿
2026-09-18	\$222.72	+2.93%	\$102.68 亿
2026-09-21（指引上调·盘后）	\$223.90	+0.53%	\$103.22 亿
2026-09-22	\$268.34	+19.85%	\$123.72 亿

市值以 2026-07-22 在册股数 46,106,732 股计（普通股 34,389,014 股 + B 类股 11,717,718 股）。四个交易日市值增加 **39.23 亿美元**。

指引增量的量级：二季度净收入 1.43352 亿美元， $\times 1.10$ 为 1.5769 亿， $\times 1.20$ 为 1.7202 亿，**差额 1,433.5 万美元**，恰为二季度收入的 10.0%。

市场为每 1 美元的指引增量付出了 271.5 美元市值。把这 1,433.5 万美元简单年化为 5,734 万美元，市值增量仍是它的 68.4 倍——而这笔年化本身没有任何备案文件支持其可延续。

同期口径提示：该股 52 周高点 \$379.78，现价距高点 **-29.3%**；2026-06-26 收盘 \$326.93，三个月累计 **-17.9%**。这是一次回撤中的反弹，不是创新高的重定价。

四、价值链五层图：闸门落在第几层

需求源 一级供应商 真卡口 可投代理 已拥挤 / 未定价

英伟达 / 超大规模厂 → 机架电源与整机 ODM → ①末端高电流配电（物理）→ Infineon / Renesas → 硅供应商已 14 家去单一化

Delta / LiteOn / ②美国进口许可（法律）→ 无纯粹代理 → VICR 已透支（收租但无插槽）

Flex / Quanta / ③被告身份（身份） → 付税方名单已公开 → 付税侧当日零反应

鸿海 / Wistron

第一层（物理）不构成定价权：英伟达 800VDC 生态公开列出十四家硅供应商（ADI、Infineon、Innoscence、MPS、Navitas、onsemi、Renesas、ROHM、ST、TI 等）与五家电源组件商（Delta、Flex Power、Lead Wealth、LiteOn、Megmeet），本身就是去单一化的明牌。开放计算项目的电源架构白皮书对垂直供电的表述是“可由分立方案或更集成的模块化方案实现”——分立多相路线被明确视为同等实现。英伟达自身的 800VDC 材料只规定母线，不规定末端。

第二层（法律）才是这一轮的新增量。有限排除令于 2025-02-13 签发，禁止进入美国的是“侵犯 '481 专利权利要求 1 与 '761 专利权利要求 1-7 的电源变换模块及包含其的计算系统”，被告方产品保证金 100%（Cyntec 为 0%）。海关随后在 HQ H348257 中援引 ITC 2025-06-24 的函件，确认该令及于被告的下游产品——于是整机被拦。

两案必须分开读：337-TA-1484 于 2026-01-12 提交、2026-02-11 立案，仅主张 '087 一项专利，十五个被告主体覆盖 Delta、Luxshare、MetaPWR、Monolithic Power、Wistron、Wiwynn、Quanta 七个集团——Cyntec 与鸿海系不在其中。DN 3936 则是 2026-09-09 才提交的另一案《特定垂直供电系统》，

拟议被告扩到二十个主体，首次纳入 Infineon、Flex、Celestica，鸿海系回归，**且其受理通知未载任何专利号**，截至发稿尚未立案。前者决定现有租金的强制引擎，后者决定闸门未来的宽度；把两者的被告名单相加会高估当前实际承压面。

有效性侧目前站在权利人一边：Delta 于 2023 年底对 '950、'481、'761 三项专利分别提起多方复审，专利审判与上诉委员会于 2024 年 5 月对三案**全部不予立案**。这是本篇里对收租方最有利的一条事实，也是熊市情景必须跨过的门槛。与此同时，'087 的授权后复审窗口已于 2026-05-19 关闭，多方复审是仅存的行政通道，被告方的提起期限约至 2027 年初。

第三层（身份）决定覆盖面。终裁同时认定鸿海旗下 FII USA 与 Ingrasys **凭采购订单中的通用条款已获得 '761 专利许可**。这意味着任何曾按类似条款采购过 Vicor 元件的整机厂，可能早已免费持照。这条抗辩对持照候选方零成本，且正好覆盖收租叙事所指望的那批客户。

五、卡点六指标评分卡：把"海关闸门"当作一种卡点来打分

指标	物理层（末端高电流配电）	法律层（进口许可闸门）
短缺强度	高——电流沿路线图翻倍，无替代路径	中——仅及于美国关境与被告方
替代难度	中——同代内插槽可换，份额已多次易手	低——采购订单抗辩、设计规避、非美部署三条出口
认证周期	同代内数月；拓扑更换约一代（12–18 个月）	不适用
集中度	低——十四家硅供应商在册	高——单一专利权人
定价权	弱——按价格与密度竞标	强但短 ——依附于未决案件与固定期限合同
可投性	好——多家在册大厂	差——唯一代理是收租方本身，且已透支

四象限落点：物理层 = **真卡点但买不到定价权**（可投，但按份额受益方估值，不按垄断估值）；法律层 = **真闸门但不可投**（闸门真实存在，唯一的纯代理已被定价到远超其合同）。

六、收租的账本：把专利税从产品毛利里剥出来

Vicor 在利润表中把专利费单列为收入项，并把一次性诉讼和解单列在净收入之外——这是相当克制的呈现方式，也让还原变得可行。

单位：千美元	2025Q2	2026Q1	2026Q2
产品及工程收入	85,693	98,004	112,926
专利费收入	10,353	14,965	30,426
净收入合计	96,046	112,969	143,352
专利费占比	10.8%	13.2%	21.2%
表观毛利率	49.0%（剔和解）	55.2%	58.0%
产品口径毛利率（本部还原）	42.9%	—	46.7%

产品口径毛利率的算法：专利费无对应销货成本，故自毛利中扣除专利费后除以产品及工程收入。2026Q2 为 $(83,120 - 30,426) \div 112,926 = 46.7\%$ ；2025Q2 为 $(92,128 - 45,000 - 10,353) \div 85,693 = 42.9\%$ 。制造业务确有 3.8 个百分点的真实改善，但表观 58.0% 与产品 46.7% 之间的 11.3 个百分点，是专利税撑出来的。

TTM（2025Q3–2026Q2）口径：

项目	金额（千美元）
净收入	474,008
其中专利费	81,660（17.2%）
营业利润	88,354（18.6%）
其他收入净额（利息为主）	13,516
税前利润	101,870
所得税净收益	+43,427
归母净利润	145,261

税项的两笔来源已在附注中写明：2025–12–31 对大部分递延所得税资产转回估值备抵（约 2,730.3 万美元，州属性部分保留 1,750 万备抵），以及股份支付超额扣除（2026Q2 单季 1,086.3 万美元）。两者都不可重复，后者还与股价正相关。

估值还原：

口径	每股收益	\$268.34 对应市盈率
报表 TTM（四季合计 \$3.12）	\$3.12	86.0x
按 21% 正常税率还原	\$1.69	159.1x
市销率（TTM 净收入 4.74 亿）	—	26.1x

资产负债表本身很干净：现金及等价物 4.53582 亿美元，总负债 5,956.8 万美元，无有息负债；12 个月内交付的产品订单积压从一季度末 3.00616 亿升至二季度末 3.79736 亿美元（+26.3%）。\$1.5 亿回购授

权取代而非新增原授权，占市值 1.2%。

七、受益链与付税链：这一轮只有一侧被定价

英伟达作为需求源的传导：**直接受益** = 末端高电流配电的硅与模块供应商（份额之争，非垄断）；**二阶受益** = 800VDC 母线与机架电源；**隐形成本方** = 被 2026-09-09 新案拟议点名的八个公司集团；**伪受益** = 与该架构无关的泛电源与热管理标的。

标的	现价	市盈率	在这条链上的位置	状态
VICR Vicor	\$268.34	86.0（还原 159.1）	收租方·无当代插槽·合同条款未备案	●
MPWR Monolithic Power	\$1,380.62	84.4	插槽在手（H100/GB200 主供）·1484 在审被告且为 3936 拟议被告	●
Infineon IFX.DE	EUR 60.13	73.3	800VDC 名单在册 + VPD 模块量产·仅列 3936 拟议被告（尚未立案）·表观倍数落在周期底部基数上	●
Renesas 6723.T	JPY 3,309	17.8	名单在册·份额受益·未被任何一案点名·全表最低倍数	●
ADI	\$390.37	46.3	名单在册·μModule 可堆叠路线	●
TXN	\$271.41	41.2	名单在册·泛模拟搭车成分高	●
Delta 2308.TW	TWD 1,900	—	已被排除令点名并转为持照方·最坏情况已出清	●
NVTS Navitas	\$12.46	亏损	收购 Claros 补 VPD/IVR·尚无收入验证	●

当日付税侧的反应（2026-09-22）：Delta +1.33%、鸿海 2317.TW +1.20%、Quanta 2382.TW -0.73%、LiteOn 2301.TW -1.39%、Wistron 3231.TW -3.22%、Flex +2.54%。MPWR 当日 +8.06%，驱动来自 StoneX 首次覆盖给出买入与 \$1,800 目标价，与本案无关——它是连续五个交易日的爬升，不是消息日的跳空。

付税名单已经公开一周，而付税侧没有一格被重新定价。这就是本轮唯一的不对称：市场把这件事当成了一家小公司的收入事件，而不是一层成本的事件。

八、重点公司卡（7 行制）

VICR · Vicor (\$268.34 · ●)

行	内容
位置	末端高电流配电的专利权人；当代机架无插槽，收入增量来自许可而非出货
为什么重要	唯一同时握有在执行的美国进口排除令与新提起的垂直供电案的主体
为什么被重估	专利费单季从 1,496.5 万跳至 3,042.6 万美元，指引由接近 10% 上调至超过 20%
证据	10-Q 专利费单列 3,042.6 万；337-TA-1370 排除令与 CBP 裁定；337-TA-1484 已立案；DN 3936 拟议被告名单
估值状态	报表 86.0 倍、税率还原 159.1 倍、市销率 26.1 倍；距 52 周高点 -29.3%
催化（3/6/12 月）	三季度 10-Q 确认方式；DN 3936 是否立案；'087 是否遭 IPR（被告方期限约至 2027 年初）；CAFC 25-1616 裁判
反证	已披露的唯一合同结构为固定金额、2027Q3 到期；架构专利同族曾在 2025 年败诉；鸿海采购订单许可认定若被维持，持照管线出现零成本出口；且已被两大付税候选方反诉七起

MPWR · Monolithic Power (\$1,380.62 · 🟡)

行	内容
位置	末端多相供电的在位主供（H100、GB200 Bianca 板 12V→1V）
为什么重要	插槽在手，是"物理层由谁供货"这一问的现实答案
为什么承压	同时是 337-TA-1484 在审被告、地方法院被告与 DN 3936 拟议被告，成本端多一张不确定的账单
证据	英伟达 800VDC 硅供应商名单在册；自身 SEC 备案中零次提及对方名称
估值状态	84.4 倍市盈率；09-22 单日 +8.06% 系券商首次覆盖所致，与本案无关
催化（3/6/12 月）	337-TA-1484 目标裁决期；DN 3936 立案与否；VR200 代际插槽分配
反证	若被判需付费且费率按量计，毛利率将出现可观测的台阶式下移

九、数据冲突与口径

冲突一（最重要）：专利费到底是按量计费还是固定金额。 10-Q 的收入政策写明专利费"一般按持照方销售额的百分比计"，并适用销售/使用量型专利费例外——即随持照方实际销售发生才确认，属**随量递延**。而 2026 年 5 月签署的那份协议在业绩说明会上被描述为**第一年每季 500 万、第二年每季 1,000 万美元的固定付款，合计 6,000 万美元**，且因终止条款允许加速确认，二季度一次性确认了其中约 1,500 万。两种结构对估值的含义完全相反。**当前证据更支持"两类协议并存"**：政策附注是覆盖全部安排的通用表述，而固定档协议是个案。裁决点在下一份 10-Q 的专利费确认披露——若三季度增量按时点一次性确认，则固定档是主流；若按期间摊入，则随量档是主流。

冲突二：市值与股数口径。本部数据库此前对该标的记录在册股数 33,863,689 股，仅含普通股、遗漏 11,717,718 股 B 类股，据此计算的市值低估 29%。行情商的 SharesStats 字段同样只给 34,389,014 股，而其 outstandingShares 时间序列给出的 47,708 千股实为**稀释加权平均股数**而非在册股数。本篇统一采用 10-Q 封面在册股数 46,106,732 股；若按稀释加权 47,708 千股计，市值为 128.02 亿美元。**该字段已列入 universe 回填清单。**

冲突三：三季度原指引缺乏备案支持。"接近 10%"这一基准不存在于 2026-07-21 的 8-K 及其附件，也不存在于二季度 10-Q。它来源于非备案的业绩说明会。因此"10% → 20%"这一框架的**分母本身没有一手文件**，本篇所有基于它的推算均以二季度已备案的 1.43352 亿美元为基数标示。

披露口径提示：2026-09-16 的许可公告与 2026-09-21 的指引上调**均未提交 8-K**；许可协议未作为重大合同备案，无删节附件。一项已占收入 21.2%、近乎 100% 增量毛利的收入来源，在备案记录中仅有 10-Q 管理层讨论中的一句未具名表述。该公司 2026 年内的每次例行业绩均按 Item 2.02 备案，两次非例行的指引变动（5 月 26 日将二季度收入从 1.26 亿上调至 1.42 亿、9 月 21 日本次）则均未备案。同一口径下还有一处：2026 年 5-7 月，Monolithic Power 与台达合计对该公司提起**七起专利侵权诉讼**（分布于特拉华州地区法院与得克萨斯州西区奥斯汀、米德兰两分庭，已知主张专利包括 US 9,684,745、8,064,202、10,845,853、11,923,772），其中六起仍在审；而**2026 年二季报 10-Q 的或有事项附注对这七起诉讼零提及**，只覆盖 SynQor 案、证券集体诉讼与 2025 年 5 月的和解。

十、情景、风险与反证

情景表

情景	核心假设	结果	动作
熊（40%）	337-TA-1484 重演 2025 年分裂结果，'087 在 IPR 或权利要求解释中受限；固定档合同 2027Q3 到期无续约	专利费从单季 3,000 万退回 1,500 万以下，产品口径 46.7% 毛利率成为唯一支撑；还原后 159 倍市盈率无处安放	收租方回避
基准（45%）	两案维持压力但不出新排除令，持照方增至 6-8 家，单季专利费稳定在 3,000-4,500 万	年化专利费 1.2-1.8 亿美元、近乎全额转化为税前利润；产品业务按订单积压 +26.3% 增长	观察；付税侧按"新增一层成本"重估
牛（15%）	DN 3936 立案并获新排除令，覆盖面从被告身份扩展至更广权利要求；协议转为按量计费	专利税成为电源层的系统性成本，收租方现金流量级重定	仍须等待按量条款在报表中显形

风险即反证（出现即结论改写）

#	可观测反证	对结论的影响
1	三季度 10-Q 的专利费按时点一次性确认而非按期间摊入	"年金"框架在公司自己的账上不成立，熊市情景概率上调
2	任一被告在其 IPR 期限（约 2027 年初）前对 US 12,395,087 提起 IPR 并获立案	唯一在审的主张专利进入有效性风险，租金失去强制引擎。注：该专利的授权后复审窗口已于 2026-05-19 关闭，IPR 是仅存的行政通道
3	联邦巡回法院在 25-1616 案维持 FII USA / Ingrasys 凭采购订单条款获许可的认定（该案交锋已于 2025 年底完成、尚未裁判）	整机厂获得零成本免费出口，持照管线塌陷
4	DN 3936 未获立案，或立案后被告集体和解于极低费率	闸门宽度被钉死在现有两项窄专利上；Infineon、Flex、Celestica 三家的付税风险随之解除
5	付税侧任一公司在自身财报或法说中首次确认 Vicor 许可义务与金额	反向成立：专利税升格为可建模的行业成本项，付税侧需系统性下修毛利
6	七起反诉中任一起进入权利要求解释阶段且对该公司不利，或其首次就此计提	专利税的净额口径需下修；当前估值完全未反映反向敏感口
7	产品口径毛利率跌回 43% 以下，或订单积压环比转负	制造业务的真实改善被否定，只剩专利税单腿

其他须单列的风险

收租已经变成双向战争：就在这轮许可公告之前的三个月，两大付税候选方 Monolithic Power 与台达反过来对该公司提起七起专利侵权诉讼（均为主动侵权之诉而非确认之诉），该公司已在多起中提出驳回请求、均未裁定。这意味着收取专利税的成本不再只是诉讼费，而是反方向的赔偿敏感口。另：联邦巡回法院于 2026-02-13 维持 SynQor 案判决，公司于 2026-03-18 支付 2,855.7256 万美元，资产负债表上 2,827.5 万美元的诉讼计提随之清零。治理侧：B 类股每股 10 票、共 11,717,718 股，创始人兼首席执行官据此掌握绝大部分表决权；2026-09-10 唯一的 8-K 内容为修订章程中**关于董事罢免的条款**。内部人过去 12 个月净卖出 41,079.2911 万美元、1,935,364 股，涉 18 人，买入为零，其中创始人占 33,404.5557 万美元（均价 \$222.00，占总额 81.3%）；卖出依 2026-02-26 设立的 10b5-1 计划执行，且 8-9 月骤降至 190 万美元——**内部人并未在本轮上涨中卖出**，同时其 7 月成交价 \$302-303 高于现价 11%。

行动清单

- **现在买：**无。本篇不指向任何追高动作。
- **重点观察：**Renesas —— 名单在册、份额受益、未被任何一案点名、17.8 倍为本表最低，是物理层里估值与卡位最匹配的一格；Infineon 卡位更全但已列 3936 拟议被告名单，且 73.3 倍表观倍数落在周期底部基数上，须等非 AI 业务的基数修复。
- **只监控不买：**VICR（等三季度 10-Q 的确认方式）、MPWR（等 337-TA-1484 裁决与 DN 3936 是否立案）、Delta（已出清最坏情况，看持照成本入表位置）。

- **绝不追：**以"AI 供电专利垄断"为由的任何追高；这道闸门的法律宽度远窄于该叙事。
- **下次看这 5 个数：**① 三季度 10-Q 专利费金额与确认方式；② DN 3936 是否立案及被告清单增减；③ 是否出现针对 '087 的 IPR 立案，以及 CAFC 25-1616 的裁判结果；④ 产品口径毛利率是否守住 46%；⑤ 付税侧任一公司首次在自身披露中确认许可义务。

十一、前期判断回溯

2026-06-26 《最后一英寸》一篇将"封装下垂直供电的专利 IP"列为该链条上结构定价权最硬的三处之一，同时对该标的给出估值已透支的判断（当日收盘 \$326.93）。三个月后对表：

当时判断	现在的事实	计分
专利 IP 是三处最硬的结构定价权之一	该层已开始以现金形式收租，Q2 占收入 21.2%	命中
最热的插槽可竞标、份额可被换掉	当代机架拆解未见其模块，增长全部来自专利费而非插槽	命中
估值已透支	\$326.93 → \$268.34，三个月 -17.9%，距 52 周高点 -29.3%	命中

该建模口径（把"专利 IP"与"可竞标插槽"分层计价）可按更高置信度继续复用。

十二、来源置信度表与口径自评

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
各季收入、专利费、毛利、税项、股数、现金、订单积压	Vicor 10-Q / 10-K (CIK 0000751978)	2026-07-29 / 2026-03-02	已备案合并报表及附注	A
有限排除令范围与保证金	USITC 337-TA-1370 排除令原件	2025-02-13	法律文件	A
'950 专利不侵权、国内产业技术要件未过	联邦公报 90 FR 9975	2025-02-20	法律文件	A
Blackwell 系统落入排除令	美国海关裁定 HQ H348257	2026	法律文件	A
DN 3936《特定垂直供电系统》被告名单	联邦公报 2026-09-14	2026-09-09 提交	法律文件	A
内部人交易金额与股数	Form 4 (12 个月全量解析, 仅计 S 类公开市场处置)	2025-09-23 至 2026-09-23	法定披露	A
收盘价、涨跌幅、52 周高低	EODHD 日线 (复权价)	2026-09-22	行情	A
三季度原指引"接近 10%"、5 月协议 6,000 万固定档结构	非备案业绩说明会转述	2026-07-21	口头表述·非公司备案	C

口径自评 (数字三道关): ① 量级一致性——单季专利费 3,042.6 万 ≤ 上半年 4,539.1 万 ≤ 全年序列, 子项 112,926 + 30,426 = 143,352 与合计相符; ② 单位显式化——全文美元千位与亿位分别标注, TTM 各项以千美元列示; ③ 双源——所有 A 级数字取自备案原件, 行情经 EODHD 与 yfinance 交叉。

附录 A、来源置信度表（续）

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
英伟达 800VDC 生态供应商名单	英伟达技术博客与产品页	2026	厂商公开材料	B
337-TA-1484 立案日、主张专利与被告清单	联邦公报 91 FR 7300	2026-02-17	法律文件	A
三项多方复审均不予立案；CAFC 25-1616 待裁	专利审判与上诉委员会立案决定原件；联邦巡回法院案卷	2024-05 / 2026-09	法律文件	A
七起反诉的法院、案号、主张专利与状态	地方法院案卷与起诉状原件	2026-05 至 2026-07 提交	法律文件（三起的主张专利号未取得）	A / 部分缺失
Rubin 级核心电流 2,900—3,300A	本部按公开功耗与核心电压区间测算	2026-09-23	自建推算·非规格值	D
产品口径毛利率 46.7% / 42.9%	本部按"专利费无销货成本"自建还原	2026-09-23	自建口径	D

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 23 日

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部独立编制，仅供信息参考，不构成任何证券的买卖要约、投资建议或跟单指引。报告中的前瞻性判断基于截至发布日可获得的公开信息与本部自建口径，可能因后续事实变化而失效。所涉标的存在重大波动与本金损失风险，读者应自行判断并独立承担投资决策后果。本部不对依据本报告作出的任何决策承担责任。