

长鑫链深拆：一场 350 亿设备招标，和一次可能定价万亿的发行

长鑫链深拆——IPO 发行倒计时、350-430 亿设备招标与供应商敞口量化

长鑫存储是国产 GPU 总量模型的第一约束变量（HBM 独苗），本体“打新参与、二级不追”；链上真弹性按敞口排序为精智达（第一大客户占其营收 53%）> 深科技 > 拓荆 > 华海清科，2026 年 350-430 亿设备招标与 7 月中下旬的发行事件是两条主线。HBM 规模量产大概率 2027（上海新厂），2026 兑现的是 DRAM 扩产与涨价，不是 HBM。

主报告见《国产算力换轴》(2026-07-04)；长鑫本体基本面详见《国产 DRAM 超级周期》(2026-07-03)。本篇聚焦链上供应商的敞口与订单颗粒度。

🕒 30秒结论卡

- **一句话判断：**长鑫是整条国产算力链真正的"霍尔木兹海峡"——它的 HBM 爬坡斜率直接决定昇腾/寒武纪 2026-2027 的出货上限；但 2026 年长鑫链兑现的主体是 **DRAM 扩产（350-430 亿设备招标）与 DDR5 涨价**，HBM 规模量产大概率等 2027 年上海新厂。
- **机会状态：**🟢 事件+订单双主线（发行公告随时刊出、Q2 招标已启动）× 🟡 链上标的估值分化极大（精智达极端透支 vs 深科技估值合理）。
- **市场错在哪：**① 把"2026 年底 HBM3 量产"当基准——现有合肥厂仅试验线，正式产能在上海新厂（2027 投产）；② 把发行估值（约 2950 亿下限锚）与上市炒作预期（1-3 万亿）混为一谈；③ 链上比例几乎全靠推演，唯一年报级高敞口是精智达（第一大客户 53.16%）。
- **重点标的：**拓荆科技（688072，PECVD+混合键合双卡位）、深科技（000021，封测绑定最实估值最合理）、雅克科技（002409，前驱体耗材）、华海清科（688120，CMP+减薄）；观察：精智达（敞口最高但估值极端）。
- **最大反证：**HBM3 量产再推迟或发行遇冷——链上设备股的"长鑫溢价"回吐。

投资要点

一句话框架：长鑫的钱流分两股——7 月的发行事件与全年 350-430 亿设备招标；受益链沿"设备→材料→封测"的价值链排敞口，真卡点（HBM）2027 才兑现，2026 兑现的是 DRAM 扩产。

#	核心观点	方向
1	发行市值下限锚约 2950 亿 vs 上市预期 1-3 万亿——打新参与、二级不追	🟢
2	精智达敞口最高（约 53%）但估值极端；深科技绑定实、估值合理，HBM 是 2027 期权	🟡
3	HBM3 规模量产大概率 2027 上海新厂，"2026 年底量产"不作基准	🟡
4	苹果游说采购长鑫 DRAM 强化"第四极"叙事，利好发行定价，但均非订单	🟢

一、链主：发行倒计时与产能路径

1.1 IPO 状态（截至 2026-07-04）

- 节点：受理 2025-12-30 → 过会 2026-05-27（全票）→ 注册批文 2026-06-12；发行公告截至 7-04 尚未刊出（发行价、申购日、战配名单均未定；"7-13 申购"系博主推演），市场一致预期 7 月中下旬申购、7 月底-8 月初挂牌。
- 定价锚：拟发行 ≤ 106.22 亿股（占发行后 $\geq 10\%$ ）、募 295 亿 → 发行市值下限锚 ≈ 2950 亿（ $295 \text{ 亿} \div 10\%$ ）；科创板询价制下大盘股普遍超募，实际大概率更高。上市后机构区间 1-3 万亿（激进算式 2026E 归母 1500-2000 亿 $\times 20x = 3-4$ 万亿）。
- 定价底气：H1'26 指引营收 1100-1200 亿（+613%~677%）、归母净利润 500-570 亿（+2244%~2544%）——媒体分析发行或在等 H1 完整数据。
- 份额：Q1'26 全球 DRAM 市占 7.7%、全球第四（Omdia）。

1.2 产能与 HBM 节奏

- DRAM：2025 末约 26.5 万片/月 → 2026 末约 35 万 → 2027 末约 42 万片/月（全球约 17%）。
- HBM：合肥现有为试验线；16nm HBM3 样品已交华为（拟入昇腾）；规模量产大概率 2027（上海新厂 2027 投产、HBM 专属规划约 5 万片/月；8-hi 综合良率当前约 25%）。2026 年产出约 200 万 stack——只够 25-30 万颗训练芯片，这就是主报告里"2026 总量卡 HBM"的出处。
- 设备招标：2026 全年设备采购需求 50-60 亿美元 $\approx 350-430$ 亿元，Q2 起按约 3:4:3 分阶段招投标（同一盘子的两种表述，勿双计）；IPO 募投另含设备购置费 220.66 亿；国产设备占比升至 40-50% 为机构预测口径。

1.3 需求侧的"第四极"叙事（6 月新增）

- 苹果游说美国政府寻求许可采购长鑫 DRAM（FT 6-27，多信源）——用于 Mac/iPad 对冲内存涨价；6-25 苹果因存储成本宣布 MacBook/iPad 涨价。
- 谷歌被曝评估长鑫 DRAM 配套下一代 TPU（仅评估、无订单，C 级）。
- 美国 DRAM 反垄断集体诉讼 6-25 受理（指控三大原厂协同减产转 HBM、四年涨约 700%）。
- 腾讯 200 亿+长协（3-5 年，常规 DDR5 为主）。这些均非 HBM 订单，但把长鑫推向"全球第四极"的战略位置，对发行定价与链上情绪是正催化。

二、敞口量化：谁真正吃到长鑫（本篇核心）

按"长鑫相关收入 ÷ 总营收"排序（除精智达外均无公司级拆分，比例为推演、算式已核）：

标的	长鑫相关收入（2025）	占总营收	置信度	2026 增量驱动
精智达（不在册）	≈6.0 亿（第一大客户 53.16%×营收 11.28 亿，客户指向长鑫）	≈53%	B（比例为年报级，客户身份为推断）	13.11 亿测试设备合同 3 年逐季确认（约为其 2025 半导体收入 2 倍+）；定增 29.59 亿
深科技 000021（不在册）	存储封测 40.91 亿（占 26%）中长鑫贡献为主但未拆分	上限 26%，中性更低	C/D	长鑫 26.5→35 万片/月直接放大委外；14.7 亿扩产；HBM 公司 6–30 公告仍在研发、短期无收入
拓荆科技 688072（\$347 亿/PE 141）	PECVD 批量在线，估 10–15 亿	15–23%	D	在手订单约 110 亿；混合键合（HBM 堆叠）已获订单出货
华海清科 688120（\$195 亿/PE 114）	CMP+减薄估 4–7 亿	9–15%	D	核心客户提前锁产能（股东会口径）；HBM 减薄新工序
北方华创 002371（\$872 亿/PE 100）	绝对额全链第一（估 40–60 亿）但基数摊薄	约 10–15%，归属不明	D	年报第一大匿名客户 50.05 亿（12.72%）可能即存储大厂；Q2 招标最大受益者
雅克科技 002409（\$140 亿/PE 82）	前驱体中长鑫贡献估 5–7 亿	6–8%	C/D	产能 +32% 线性拉动耗材；HBM 堆叠用量超线性
中微 688012 / 盛美 688082	TSV 刻蚀/电镀清洗，各估 5–12 亿/3–6 亿	4–10% / 5–8%	D	HBM 新工序（TSV、微凸点电镀）从 0 到 1

读表规律：敞口纯度与估值安全度成反比——精智达敞口最高但估值极端透支（不在册、无绑定，仅观察）；深科技敞口高且估值最合理，但 HBM 是 2027+ 期权不是 2026 业绩；北方华创吃招标绝对额最大、弹性却最低。

三、重点公司卡

3.1 拓荆科技 688072 —— 链上唯一"双卡位"设备商 ●

- DRAM 扩产吃 PECVD/ALD（长鑫 350–430 亿招标中薄膜盘约 55–85 亿，推演）；HBM 从 0 到 1 吃 C2W 混合键合（国产唯一有量产收入，2025 键合收入 1.36 亿 +42%）。
- 在手订单约 110 亿、合同负债 48.52 亿（+62.7%，2025 年末口径）；Q1'26 营收 +57%（注意：当季报告净利含大额非经常项，看营收与订单不看净利）。
- 反证：招标节奏后移；迈为等追赶键合。

3.2 深科技 000021 —— 绑定最实、估值最合理（不在册）●

- 沛顿为长鑫 DRAM 封测最大外包商（公司口径承接超五成委外）；2025 存储半导体收入 40.91 亿（占 26%）。
- 14.7 亿扩产直接配套长鑫爬坡；HBM 封测样品在途但公司 6-30 明确短期无收入——当 2027 期权定价，别当 2026 业绩。
- 反证：长鑫上海自建 HBM 后段封装厂的长期分流。

3.3 雅克科技 002409 —— 耗材确定性 ●

- High-K/ALD 前驱体覆盖长鑫 17nm 全制程及 HBM 线；持续性耗材区别于设备一次性收入。
- 注意：前驱体主体江苏先科上市公司仅持 33.07%、利润大头归少数股东；LNG 板材（订单排至 2031）才是当期增长主引擎——买它买的是前驱体期权+LNG 现金流。

3.4 华海清科 688120 —— CMP 寡占+减薄第二曲线 ●

- 12 寸 CMP 国产唯一大规模量产；HBM 8-12 层堆叠让减薄（<50μm）从辅助工序变命门，减薄订单放量（公司口径）。
- 6-22 定增 ≤37.95 亿获受理（装备基地+晶圆再生+研发）。

3.5 精智达 —— 敞口第一、估值劝退（不在册）●

- 全链唯一年报级高敞口（第一大客户 53.16%）+ 公告级 13.11 亿大单（3 年交付）；HBM CP/FT 测试机交付客户验证中（"量产"为券商口径）。
- 估值极端透支，只可等深度回调；客户身份为推断非公告确认。

四、事件日历

时间	事件	验证意义
7 月上中旬（随时）	长鑫刊登招股意向书+发行安排公告	发行价/申购日/战配一次性揭晓
7 月中旬	设备商 H1'26 业绩预告	Q2 招标是否转化为合同负债/在手订单
7 月中下旬 → 8 月初	申购 → 挂牌	打新参与；挂牌溢价决定链上情绪温度
2026H2	上海新厂设备搬入安装	下一轮招标结构（HBM 专线设备）观察窗
2026 年底	合肥 HBM3 小批量试产目标	vs"规模量产 2027"的口径之争落地
2026-2028	精智达 13.11 亿合同逐季确认、深科技 HBM 能否转量产	链上从"订单"到"收入"的兑现追踪

五、情景与节奏

- **基准：**7 月发行顺利、H1 业绩兑现指引 → 挂牌后链上设备/材料获情绪+订单双击；2026 兑现 DRAM 扩产，2027 兑现 HBM。
- **乐观：**发行超募+苹果采购许可落地 → "第四极"定价，链上高敞口标的（精智达/深科技）先行。
- **保守：**HBM3 量产滑入 2027 下半年、DDR5 涨价 3Q26 起收敛 → 设备招标节奏放缓，高 PE 设备股回吐"长鑫溢价"。

节奏：发行事件（7 月）→ 设备中标确认（H2 业绩预告与合同负债）→ HBM 试产验证（年底）→ 上海新厂招标（2027 主菜）。

六、风险与反证

#	反证信号	监控指标
1	HBM3 规模量产推迟至 2027H2 之后	上海新厂设备搬入、8-hi 良率（当前约 25%）
2	发行遇冷或超募虹吸链上资金	询价倍数、挂牌首日表现
3	DRAM 涨价周期见顶（DDR5 合约价环比转负）	TrendForce 季度合约价、现货-合约剪刀差
4	招标国产化率不及 40-50% 预测（进口设备回流）	中标结构、瑞银口径 vs 实际
5	精智达客户身份与深科技 HBM 期权兑现落空	公司公告级客户披露、HBM 收入首次确认时点

七、口径与来源

设备招标"全年 350-430 亿元"与"50-60 亿美元"为同一盘子两种货币表述；发行市值 2950 亿=295 亿 ÷10% 的下限锚（发满上限时隐含发行价≈2.78 元）。在册标的市值/PE 绑定涌现资本雷达 universe（2026-07 快照）；精智达、深科技不在册未绑定。来源置信度：招股书/注册批文/公司公告（A）、Omdia/TrendForce/SemiAnalysis（B）、FT 苹果游说（B）、媒体口径份额与博主时间表（C/D，不作锚）。

数字三道关自评：①量级一致性——招标盘（350-430 亿元 ≈50-60 亿美元）不重复计入，敞口分子≤分母，13.11 亿合同≤三年收入确认；②单位显式——亿元/亿美元/万片/stack 逐位标注；③关键数字≥2 源，招股书与公告优先，博主发行时间表不采信。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部出品，仅供内部研究与学习交流，不构成任何投资建议。发行安排以上交所公告为准，文中推演比例可能与实际存在显著偏差。市场有风险，决策需独立。

—— 涌现资本产业研究部