

一只股票，两个价格

一只股票，两个价格——长鑫上市日，境内机构缩量与境外合约的六倍溢价之间没有套利通道

长鑫科技（688825）将于 2026-07-27 在科创板上市，发行价 8.66 元、发行市值约 5,792 亿元、发行市盈率 308.92 倍。涌现资本的判断分三层：第一，308.92 倍是被周期底部利润造出来的假锚——它的分母是 2025 年约 18.75 亿元的孰低净利润，而公司 2026 年一季度单季扣非归母已达 263.41 亿元、上半年归母预告 500-570 亿元，机构真正正在定价的是 2026 年的周期高点盈利（按上半年简单年化对应发行市值约 5.1-5.8 倍前瞻市盈率），不是 2025 年的 18.75 亿元。第二，这次发行最有信息量的不是市盈率而是筹码：最终战略配售从初始 33.44 亿股腰斩到 16.67 亿股（仅占初始发行 24.93%），16.77 亿股被迫回拨网上，网上中签率因此创下 0.47141739% 的科创板新高、约为常态的十倍——这是机构在 8.66 元这个价位并不踊跃的直接读数，与“一签难求”的市场情绪完全相反；而首日无限售流通股仅 45.03 亿股、占总股本 6.73%、按发行价约 390 亿元，小筹码撬动近 6 千亿市值，意味着首日价格弹性极大但信息含量极低。第三，境外 Hyperliquid 上的 CXMT pre-IPO 永续把同一股权定到发行价的 4.7-6.7 倍，但它与 A 股之间既无现货、也无套利、参与者几乎零交集，未平仓量仅相当于募资额的 0.27%，只能读作境外叙事派愿意给的估值上限，不能当首日涨幅的点估计。落到可投层面：本体上市首日不是买点而是观察点；链上受益方必须按证据分层——公司自身文件里点名长鑫的只有中科仪与柏诚股份两家、有年报级客户占比可引的只有精智达一家（且客户身份仍属推定），其余十余家“长鑫概念”均无公司级敞口口径，而 7-24 这条链已在上市前抢跑上涨，估值透支的风险高于兑现的弹性。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 7 月 26 日 长鑫科技 (688825.SH) 上市前夜研究，发布前已将上市首日 (2026-07-27) 实况补入「○、上市首日实况」节，正文其余部分保持成稿原状。A 股链上标的股价、市盈率、市净率取自 2026-07-24 收盘实时行情接口；美股取自同日 EODHD 收盘。公司财务与发行条款以招股说明书、发行结果公告、上市公告书口径为准，凡经媒体转述而未取一手文件者已逐条标注。方向评级 ● 受益·质地与估值可承受 / ● 中性·有口径或估值硬伤 / ● 承压·拥挤·回避 / ● 证据不足·仅监控。涨幅口径如涉区间高低点，为**波谷到波峰口径**，**非持有回报**。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议，绝不构成跟单。

30秒结论卡

- **上市首日实况 (07-27 收盘·发布前更新)**：开盘 ¥49.50 (+471.6%)、收盘 **¥49.00 (+465.8%)**、换手率 66.40%、收盘总市值约 **3.28 万亿元**——超出本报告 ● 牛档上沿 (+400%)，按第 3.4 节的尺子已进入**纯情绪定价区**；收盘价恰为发行价 5.66 倍，落在境外合约隐含的 4.7-6.7 倍区间内。详见「○、上市首日实况」。
- **一句话判断**：市场在争论"308 倍市盈率贵不贵"，而这个数字的分母是周期底部的 18.75 亿元——**真正被定价的是 2026 年的周期高点盈利**；这次发行最该读的不是市盈率，是**战略配售腰斩、16.77 亿股回拨网上、中签率创科创板新高**这一串筹码事实。
- **机会状态**：本体 ● **上市首日是观察点不是买点** (首日流通盘仅占总股本 6.73%，价格弹性极大、信息含量极低)·链上 ● **多数"长鑫概念"在上市前已抢跑，且敞口无公司级证据**。
- **市场错在哪**：① 把 308.92 倍当估值结论，忽略它是"扣非前后孰低 + 2025 年基数"的会计口径产物；② 把 0.47% 的高中签率读成"打新不积极的散户少"，实际是**机构战配缩量后被动回拨**的结果；③ 把境外合约 \$8.64 与发行价 8.66 元并列联想——**那是美元报价，约合 58.5 元人民币、是发行价的 6.75 倍**，两个数字的接近纯属币种巧合。
- **重点标的**：长鑫科技 (688825·● 首日观察)·精智达 (688627·● 敞口最高但估值最极端)·深科技 (000021·●● 链上唯一有分部级存储收入且估值可承受)·兆易创新 (603986·● 持股+关联采购双通道，但采购数为预计上限)·拓荆科技 (688072·● 存储链真敞口、长鑫单一敞口未证实)·江丰电子 (002400·● 媒体口径未证实，本报告不采用)。
- **最大反证**：若上市首日以低于市场预期的涨幅开出、且随后一周链上设备材料股不回吐反而放量续涨，则"事件溢价已被提前吃掉"的判断作废，须改写为"长鑫上市开启国产存储链第二轮重估"。

○、上市首日实况 (2026-07-27 收盘·发布前更新)

本篇成稿于上市前夜。以下为首日实际数据与正文预判的逐项对照：

项目	实况	对照正文
开盘 / 收盘	¥49.50 (+471.6%) / ¥49.00 (+465.8%)	超出 🟢 牛档上沿 (+200%~+400%)， 收盘总市值约 3.28 万亿元
最高 / 最低	¥55.03 / ¥38.11 (发行价口径振幅近 200 个百分点)	印证"6.73% 流通盘 → 价格弹性极大、信息含量极低"
换手率	66.40% (无限售流通股口径)	首日流通筹码近三分之二易手，边际定价特征显著
第 3.4 节尺子读数	收盘对应 2026 年外推归母的前瞻市盈率约 29–33 倍	落入"+400% 以上 = 纯情绪定价区"档
对照境外合约 (第五章)	收盘 = 发行价 5.66 倍 ，落在离岸合约隐含的 4.7–6.7 倍区间内；首日最高 ¥55.03 与合约峰值隐含的约 ¥58.5 相差约 6%	"境外叙事派估值上限"读数成立； Cerebras"合约贴近开盘"的规律近似重演

链上同日未见整体回吐：深科技 +4.67%、柏诚 +5.71%、安集 +3.28%、华海清科 +2.88%、精智达 +2.77%、北方华创 +1.72%、拓荆 +0.11%；唯一例外是兆易创新 **–5.03%**——股权+关联采购通道的"利好出尽"读数率先出现。反证观察窗仍是**上市后一周**（见「八、风险与反证」第 6 条），首日一天不足以裁决。

首日之后的姿态不变：49.00 元是 6.73% 流通盘上边际资金的读数，不是公允估值。对链上概念股，越涨越是减仓窗口；对本体，等两个压力点——第 30 个自然日绿鞋窗口关闭，与半年报归母是否落在 500–570 亿元指引区间。

一、投资要点

框架：把"这次发行到底在给什么定价"拆成三层——会计口径（308.92 倍）> 盈利口径（2026 年前瞻约 5 倍）> 筹码口径（战配腰斩 + 6.73% 流通盘）。前两层决定估值贵不贵，第三层决定首日价格是不是有效信息。

#	核心观点	方向	关键证据
1	308.92 倍是周期底部利润造的假锚，机构真正锚定 2026 年盈利	●	分母约 18.75 亿元（2025 孰低）vs 2026Q1 单季扣非归母 263.41 亿元；H1 归母预告 500–570 亿元
2	战略配售较初始腰斩、16.77 亿股回拨网上，是机构对 8.66 元定价的直接投票	●	最终战配 16.67 亿股 = 初始 33.44 亿股的 24.93%
3	中签率 0.47141739% 创科创板新高，"一签难求"叙事不成立	●	942.88 万户参与、7,702,207 个中签号；常态约 0.02%–0.05%
4	首日流通盘 45.03 亿股 = 总股本 6.73%，价格弹性极大但信息含量极低	●	上市公告书披露，非推算；按发行价约 390 亿元
5	境外 pre-IPO 永续给到发行价 4.7–6.7 倍，但与 A 股无套利通道	●	未平仓量约 2,307 万美元 ≈ 募资额 0.27%；样本仅 Cerebras 一例
6	链上"长鑫概念"证据严重分层：公司文件点名仅 2 家、年报级占比仅 1 家	●	中科仪、柏诚股份点名；精智达第一大客户 53.16%（身份为推定）
7	上市前夜 A 股链条抢跑上涨，同日美股存储链重挫，事件溢价与周期定价已经分裂	●	7–24：拓荆 +6.46%、深科技 +7.42% vs 美光 –6.99%、闪迪 –10.79%

二、公司画像：一家在两年内从成本倒挂走到千亿利润的周期公司

长鑫科技是中国大陆唯一实现 DRAM 设计—研发—制造—销售一体化的 IDM 厂商，DDR4、LPDDR4X、DDR5、LPDDR5/5X 系列已开发并出货。

营收（招股说明书口径，经累计数交叉校验）

年度	营业收入（亿元）	备注
2022	82.87	—
2023	90.87	主营毛利率约 –2.19%（成本倒挂）
2024	241.78	主营毛利率约 5.00%
2025	617.99	同比约 +155.6%；主营毛利率约 41.02%
2026Q1	508.00	同比 +719.13%

内部校验：2022 + 2023 + 2024 + 2025 前三季（320.84 亿元）= 736.36 亿元，与招股书披露的同期累计营收完全吻合；2025 年前三季 320.84 亿元 < 全年 617.99 亿元，隐含 Q4 单季约 297 亿元，与 2025 年四季度 DRAM 涨价节奏自洽。毛利率三档为媒体转述招股书口径，待一手复核。

利润：2024 年归母净利润为亏损（媒体转述招股书存在 –71.45 亿元与 –78.70 亿元两个口径）；2025 年归母净利润 18.75 亿元，为首次年度盈利，扣非归母净利润 53.16 亿元——扣非高于归母，隐含非经常性

损益约 -34.4 亿元，具体科目未见披露明细。2026 年一季度扣非归母净利润 263.41 亿元；归母口径存在分歧（约 247.6 亿元与 330.12 亿元并存，后者疑为含少数股东权益的净利润总额），本报告只使用扣非归母 263.41 亿元与营收 508 亿元两个数。2026 年上半年业绩预告：营业收入 1,100–1,200 亿元，归母净利润 500–570 亿元。

研发：2022 年至 2025 年上半年累计研发投入 188.67 亿元，占同期累计营业收入 33.11%；2024 年单年 63.41 亿元（同比 +35.77%）。提示：2026 年营收跃至千亿量级后，即便研发绝对额继续上升，研发费用率也会被动稀释到个位数，费用率下降不等于研发强度下降。

市场地位、竞争格局与护城河：2025 年第四季度全球 DRAM 销售额份额约 7.67%，全球第四、中国大陆第一。其销售份额显著低于产能份额，反映产品结构仍以单价较低的 DDR4/LPDDR4 为主、平均售价低于三星、SK 海力士与美光——这一点在后文的估值口径里非常关键。护城河在于“中国大陆唯一 DRAM IDM”的稀缺卡位与国产替代的政策确定性，而非对三巨头的技术代差优势；竞争格局上它是三巨头寡头格局的追赶者，吃的是标准 DRAM 涨价的行业 beta。

产能与 HBM：月产能“2026 年约 30 万片、年底约 35 万片、2028 年目标 50 万片”及上海 HBM 封装线 2026 年底投产，均为卖方与产业媒体测算，公司未公开确认，本报告不据此做定量推演。**HBM 一律表述为规划/在建，未获公司确认已规模量产；HBM3E 无任何公开时间表——这是叙事与已披露事实之间最大的缺口。**

三、估值专章：308.92 倍与 5.1 倍，是同一个分子除以两个年份

3.1 发行口径逐位复核

发行价 8.66 元/股，初始发行 66.88 亿股，占发行后总股本约 10%，发行后总股本 668.81 亿股。

- 发行市值 = 8.66×668.81 亿股 $\approx$ **5,792 亿元**
- 发行市盈率 = $5,792 \div 18.75 \approx$ **308.9 倍**（公告口径 308.92 倍，2025 年扣非前后孰低、发行后全面摊薄）
- 每股收益反算： $18.75 \div 668.81 = 0.02804$ 元， $8.66 \div 0.02804 = 308.8$ 倍——三算闭合
- 行业平均 76.32 倍、可比公司平均 134.62 倍（发行公告口径，本报告未独立复核比较基准日）
- 募资总额（超额配售行使前）579.19 亿元；募投申报规模 295 亿元（存储器晶圆制造量产线技术升级改造 75 亿元 + DRAM 存储器技术升级 130 亿元 + DRAM 前瞻技术与开发 90 亿元，子项加总与合计一致），**超募约 284.19 亿元、超募比例约 96.3%，超募资金投向尚未见公告安排**
- 若超额配售选择权全额行使：发行 76.91 亿股、募资约 666.07 亿元、总股本 678.83 亿股、市值约 5,878.7 亿元、市盈率约 313.5 倍（自行推算，非官方披露）。**5,792 亿元 / 579.19 亿元 / 308.92 倍是绿鞋前口径，两组数不可混用。**

按募资额计，这是科创板开板以来最大 IPO（超过中芯国际 2020 年的约 532.3 亿元）；按 A 股全市场口径位居历史前五，但低于农业银行（685.29 亿元）、中国石油（668 亿元）、中国神华（665.82 亿元）等 2007–2010 年的巨型发行。

3.2 分母换一个年份，结论就翻转

口径	分母	对应市盈率	性质
发行公告（2025 年孰低净利）	约 18.75 亿元	308.92 倍	会计口径，周期底部基数
2026 年上半年预告年化（H2 = H1）	1,000–1,140 亿元	约 5.1–5.8 倍	情景外推，非公司指引

两个数字相差约 53–60 倍，源头只有一个：**分母取哪一年**。2026 年一季度单季扣非归母 263.41 亿元，已是 2025 年全年归母 18.75 亿元的约 14 倍；上半年归母预告 500–570 亿元。以已披露的上半年预告简单年化（假设下半年与上半年持平），发行市值对应 2026 年前瞻市盈率约 5.1–5.8 倍。

必须同时标注三条限定：① 1,000–1,140 亿元是"下半年等于上半年"的算术外推，**既非公司指引也非机构一致预期**；② DRAM 是强周期行业，价格若在下半年回落，这个分母会显著下修；③ 静态市盈率与前瞻市盈率的分母跨年，两者不可比。

结论不是"很便宜"，而是：**这次发行的定价实质锚定了 2026 年的周期高点盈利，而不是 2025 年的会计利润**。对二级投资者的含义是——静态市盈率的高低不构成安全边际或风险，真正的风险是"在利润峰值给高倍数"这一周期股的经典陷阱。

3.3 横向可比（2026–07–24 收盘，仅列可直接取得的字段）

公司	市值（人民币）	市净率	口径提示
三星电子	约 7.54 万亿元	3.46	含非存储业务，与纯 DRAM 不可比
美光	约 6.61 万亿元	11.10	含 NAND
SK 海力士	约 5.74 万亿元	7.60	韩元换算精度有限，勿用于精确排序
中芯国际（A/H）	A 约 1.23 万亿元 / H 约 5,265 亿元	8.39 / 3.60	A/H 价差约 2.34 倍，口径须并列
长鑫科技（发行价）	约 5,792 亿元	未披露	见下

市销率是唯一可直接对齐的静态口径：按 2025 年营收 617.99 亿元计，长鑫发行市值对应市销率约 9.37 倍，与 SK 海力士约 9.45 倍基本持平、低于美光约 12.50 倍、高于三星约 4.22 倍。**用长鑫的 2026 年前瞻营收去比同业的滚动十二个月营收，是跨期口径错配，会系统性放大便宜程度，本报告不采用。**

本报告不给出长鑫的市净率与单位产能估值：前者需要招股说明书合并资产负债表中的发行后每股净资产，本轮未取得一手文件；后者的分母（各厂 DRAM 产能）全部是第三方估算、口径不齐（部分混入 NAND），分子用市值代企业价值，三重不确定性相乘会产生数据不支持的精度。唯一可写的相关事实是：**截至 2025 年末公司存在累计未弥补亏损约 366.50 亿元**（媒体转述招股书，待一手文件核实）。

3.4 把市值翻译成利润：市值—利润对应关系

以发行市值 5,792 亿元为基数（纯算术恒等式，非预测）：

市值水平	相对发行价	40 倍市盈率所需净利润	20 倍所需	备注
5,792 亿元	1.0×	144.8 亿元	289.6 亿元	2026Q1 单季扣非已达 263.41 亿元
1.74 万亿元	3.0×	434 亿元	869 亿元	约等于上半年预告的年化水平
2.90 万亿元	5.0×	724 亿元	1,448 亿元	需维持峰值价格
5.79 万亿元	10.0×	1,448 亿元	2,896 亿元	需营收达 450–600 亿美元量级

在 DRAM 上行周期，头部厂商净利率可达 40%–55% 量级（滚动十二个月口径，2026–07–24，未与公司财报交叉核对；三星含非存储业务不与其余并列）。据此：支撑 2.9 万亿元市值所需的约 724 亿元净利，落在 2026 年在手盈利水平附近，**无需新增增长假设**；而支撑 5.8 万亿元所需的约 1,448 亿元净利，要求营收进入 450–600 亿美元量级并维持峰值价格，**属于把周期顶点线性外推的脆弱假设**。

这张表的正确用法是当尺子而不是当预测：如果首日涨幅落在 +80% 至 +150%（市值 1.04–1.45 万亿元），对应前瞻市盈率约 9–15 倍，仍低于海力士/美光当前水平；+200% 至 +300%（1.74–2.32 万亿元）对应约 15–23 倍，已达三巨头周期高点估值上沿；+400% 以上（2.9 万亿元以上）对应 25 倍以上，进入纯情绪定价区——**在利润峰值给高倍数，是周期股双杀的前夜**。所有档位均以“2026 年归母落在 1,000–1,140 亿元”这一外推为前提，前提不成立则整把尺子作废。

四、筹码：这次发行最有信息量的不是市盈率

会计口径可以争论，筹码不能。以下全部来自发行结果公告与上市公告书，是本报告置信度最高的一组事实。

项目	初始安排	最终结果	读数
战略配售	33.44 亿股（占初始发行 50%）	16.67 亿股，约 144.37 亿元，占初始发行 24.93%	较初始腰斩
回拨	—	16.77 亿股回拨网上（另 0.0084 万股回拨网下）	被动回拨，非主动让利
网上发行	约 6.69 亿股（10%）	38.51 亿股，占扣除战配后 63.93%	散户承接比例被动放大
网下发行	26.75 亿股（40%）	21.73 亿股，占 36.07%（其中 70% 锁 6 个月）	—
网上中签率	—	0.47141739%（约 0.47%），942.88 万户，7,702,207 个中签号	科创板新高，约为常态 0.02%–0.05% 的十倍以上
网上弃购	—	658.62 万股，约占网上发行量 0.17%	弃购比例极低
首日无限售流通股	—	45.03 亿股，占总股本 6.73%（绿鞋全额行使后 6.63%），按发行价约 390 亿元	小筹码撬动近 6 千亿市值

三条判断：

1. 中签率创新高不是"打新热情不足"，而是战配缩量的机械结果。战略配售从初始 33.44 亿股腰斩到 16.67 亿股，16.77 亿股被迫回拨网上，网上发行量从约 6.69 亿股放大到 38.51 亿股。分子放大近六倍，中签率自然跳到 0.47%。真正的信息在上游：在 8.66 元这个价位上，被邀请的战略投资者只认购了初始安排的约四分之一。
1. 首日 6.73% 的流通盘意味着价格弹性极大、信息含量极低。约 390 亿元的自由流通市值要为近 5,800 亿元的总市值定价，任何方向的资金流都会被放大。首日收盘价不是这家公司的公允估值，只是当天边际买卖盘的读数。
1. 压力表已经写好日历：上市后第 30 个自然日绿鞋窗口关闭（承销商稳定价格的义务到期）；第 6 个月网下 70%（约 15.2 亿股）解禁；第 12 至 36 个月战配分档解禁（保荐机构相关子公司跟投锁 24 个月，高管与核心员工专项资管计划锁 36 个月）。实际控制人朱一明作出超长锁定承诺（第一个十年不转让、第二个十年每年不超过上年末剩余锁定股份 20%，并让渡对应约 7.68 亿股的合伙份额用于员工激励），条款细节为招股书承诺函的媒体转述，待一手文件核对。

五、另一个价格：境外 pre-IPO 永续给了 4.7–6.7 倍

5.1 先把口径钉死

Trade.xyz 在 Hyperliquid 的 HIP-3 框架下部署了代码为 CXMT 的 pre-IPO 永续合约（2026 年 7 月中旬开始交易），纯现金结算的衍生品，不含股权、分红或投票权。

关键防错点：该合约追踪的是"长鑫科技一股普通股上市后的美元价值"，不是总市值、也不是人民币报价。按 1 美元约 6.77 元人民币换算：

合约价	折人民币/股	相对发行价 8.66 元	隐含总市值
\$8.64（7 月中旬峰值）	约 58.5 元	约 6.75 倍	约 5,778 亿美元 ≈ 3.91 万亿元
\$7.37	约 49.9 元	约 5.76 倍	—
\$6（7 月下旬，单一快讯源）	约 40.6 元	约 4.7 倍	约 4,013 亿美元 ≈ 2.71 万亿元

两个价位反解出的汇率一致（6.765 与 6.771），内部自洽；外部交叉亦线性可对（有外媒在约 \$8/股 时给出约 5,350 亿美元的隐含估值、约为官方发行估值的 6.3 倍）。

\$8.64 与发行价 8.66"元"的数字接近纯属币种巧合，任何把两者并列比较的表述都是错的。同样须剔除的还有把 \$6/股 隐含估值写成"约 4 万亿美元"的量级错误（正确约 0.4 万亿美元）。

5.2 为什么这个价格不能当首日预测

- 样本量为 1，且被选择性呈现。唯一已完成验证的先例是 Cerebras：发行价 \$185，纳斯达克首日开盘 \$350（较发行价 +89%），合约在开盘前末一小时的成交量加权均价约 \$354.54，命中的是开盘价

（偏离约 1.3%）。但该股当日收盘 \$311——以收盘价衡量，合约价高出约 14%，开盘买入者当日浮亏约 11%。合约预测对的是首日开盘，不是首日表现。

- **参与者零交集，没有套利通道。** Cerebras 的链上参与者与其美股本土买盘高度重叠；CXMT 的链上参与者与 A 股实际定价者（境内机构 + 散户）几乎没有交集。科创板个人开户门槛 50 万元、T+1、无个股做空工具，境外散户几乎无法直接参与；最终 30 家战略配售投资者中未见外资机构。上市前不存在可自由交易的现货，因此不存在任何把合约价拴向合理值的套利机制。
- **仓位极小，一两个账户即可推动。** 7 月 16 日快照未平仓约 2,307 万美元，仅相当于募资额（约 85.6 亿美元）的 0.27%；上市前夜的未平仓与成交本轮未取到。做市商身份、账户集中度均无公开数据。
- **价格路径疑似档位而非均衡。** \$7.2 与 \$8.64 恰好等于初始参考价 \$5 的 1.2^2 与 1.2^3 ，初始参考价由平台人工设定并明示不构成对 IPO 定价的预测；机制细节未经一手文档核实。

合理用法：把 4.7–6.7 倍读作“境外叙事派愿意给的估值上限”，把 7 月下旬自峰值约 30% 的回撤读作情绪降温，不可作为首日涨幅的点估计。

5.3 两个市场，一个资产，两种投票

这才是本报告标题的含义：同一份股权，境内机构在 8.66 元上把战略配售认购缩到初始的四分之一，境外杠杆资金在离岸合约上把它定到 4.7–6.7 倍——两者之间没有任何价格传导或套利通道，因此它们不是“分歧”，而是两个互不相干的市场各自的情绪读数。谁也不构成对谁的验证。

六、链上受益方：先分证据，再谈弹性

“长鑫概念”是 A 股过去两个月最拥挤的标签之一。涌现资本的做法是先把证据分层，再谈弹性——没有公司级敞口口径的名字，一律不进核心表。

6.1 证据分层（截至 2026-07-26）

层级	标准	公司
① 公司文件点名	在自身公开文件中点名长鑫	中科仪（披露 2024 年第二大客户为长鑫）、柏诚股份（601133，披露主要客户含长鑫）—— 两家均未披露收入占比
② 年报级占比可引	有年报级客户占比数字	精智达（688627）：第一大客户销售占比 53.16%、前五大合计 93.19%—— 客户身份为市场推定，年报中匿名
③ 分部级存储收入	有年报分部数字但非长鑫专属	深科技（000021）：存储业务收入 40.91 亿元、占总营收约 26%；拓荆科技（688072）：PECVD 51.42 亿元、ALD 3.01 亿元、混合键合 1.36 亿元；鼎龙股份（300054）：半导体板块主营 20.86 亿元、占比约 57%
④ 股权/关联交易通道	有公告级股权或关联交易	兆易创新（603986）：发行后直接持有长鑫 1.62% 股份，2026 年度对长鑫关联采购 预计上限 57.11 亿元、2025 年实际发生 11.82 亿元（增至约 4.83 倍，即同比增长约 383%）；澜起科技（688008）：参与战略配售 1.58 亿元
⑤ 敞口未证实	仅见券商研报或媒体罗列	华海清科、北方华创、中微公司、安集科技、江丰电子、盛美上海、万业企业、上海新阳、中巨芯、微导纳米、正帆科技、精测电子、长电科技、通富微电、华天科技、有研新材、彤程新材等十余家

第 ⑤ 层是本节最重要的结论。市场广泛流传的"某公司占长鑫设备采购 30%–45%"、"长鑫订单占某公司营收约三分之一"、"长鑫 CMP 国产设备份额超 60%"一类数字，本轮均未找到公司披露、问询函回复或招标平台的可引用出处。**"未证实"不等于"无敞口"**——但在上市这种情绪高点上，用未证实的敞口数字去支撑仓位，风险方向是单边的。

其中江丰电子（002400）流传最广的一组数字（2025 年长鑫贡献营收 8.7 亿元、占总营收 24.3%，铝/铜靶占长鑫采购逾八成）仅见单一自媒体转述、年报全文是否点名长鑫未核实，**本报告不采用**。

6.2 上市前夜，这条链已经抢跑

2026-07-24 收盘（人民币）：

标的	收盘价	当日涨幅	市盈率(TTM)	市净率	总市值	方向
精智达 688627	496.25	+3.23%	485.62	27.07	467 亿元	🔴 敞口最高·估值最极端
拓荆科技 688072	791.00	+6.46%	139.84	19.59	2,299 亿元	🟡 存储链真敞口·长鑫单一敞口未证实
深科技 000021	41.99	+7.42%	55.14	5.08	661 亿元	🟢🟡 链上估值最可承受
华海清科 688120	263.90	+2.07%	118.95	17.22	1,306 亿元	🟡 敞口未证实
兆易创新 603986	457.00	+1.12%	111.56	12.96	3,207 亿元	🟡 股权+关联采购通道
北方华创 002371	757.00	+2.30%	98.52	14.18	5,493 亿元	🟡 敞口被高估概率大于低估
安集科技 688019	256.49	+5.06%	70.94	12.96	584 亿元	⚪ 敞口未证实
柏诚股份 601133	28.38	+0.96%	77.76	5.01	149 亿元	🟡 公司文件点名·占比未披露

同一天，美股存储复合体在下跌：美光 -6.99% (\$920.95)、闪迪 -10.79% (\$1,436.56)、西部数据 -6.90% (\$519.80)。

这个背离本身就是判断。 A 股这条链在为 7 月 27 日的事件定价（募资到账、设备招标、估值锚外溢），美股存储在为周期与仓位定价（板块级回调、杠杆清算）。事件溢价可以在事件当天被兑现掉，周期定价不会。当一条链在事件前一周已经普涨、且龙头标的的滚动市盈率站上 485 倍、市净率 27 倍时，**事件本身已经不再是买入理由，而是卖出的时间坐标。**

6.3 中芯国际 2020 年的样本

最接近的先例是中芯国际 2020-07-16 登陆科创板：发行价 27.46 元，含超额配售募资约 532.3 亿元（当时的科创板纪录），首日开盘 95.00 元（+245.96%）、收盘 82.92 元（+201.97%），单日成交约 479.7 亿元、约占当日科创板总成交额的一半，**同日半导体板块指数下跌，呈现典型的“资金虹吸 + 利好出尽”**。此后 2020-09-07 因出口管制消息单日跌 11.29%，盘中低见 58.66 元——较发行价仍 +113.6%，较首日收盘回撤 29.3%。

反向样本同样存在：华虹公司 2023-08-07 上市，发行价 52 元、首日收 53.06 元（+2.04%），募资 212.03 亿元。**半导体龙头 + 大体量 ≠ 首日暴涨**，周期位置与发行市盈率是压制项。

科创板募资排序：长鑫 579.19 亿元（绿鞋全额行使 666.07 亿元）> 中芯国际 532.3 亿元 > 百济神州 221.6 亿元 > 华虹 212.03 亿元。

七、情景与行动

7.1 情景表（首日/首月情景目标价档位）

情景	核心假设	首日/首月结果	对应前瞻 市盈率	动作
● 熊	战配缩量被市场解读为机构定价分歧 + DRAM 合约价见顶信号出现	首日涨幅 $< +50\%$ ，绿鞋窗口内回踩发行价	约 7-9 倍	本体观察；链上高市盈率名回避
● 基准	低流通盘 + 打新情绪推动，但机构不追高	首日 $+80\% \sim +150\%$ ，随后一周链上概念股回吐	约 9-15 倍	本体不追；链上兑现事件溢价
● 牛	6.73% 流通盘 $\times$ 情绪定价，境外合约叙事被引用	首日 $+200\% \sim +400\%$	约 15-25 倍	越涨越是减仓链上概念的窗口，非加仓信号

以上三档均以"2026 年归母净利润落在 1,000-1,140 亿元"这一**算术外推**为前提；该前提不是公司指引，若下半年 DRAM 价格回落，全部档位同步失效。

7.2 行动清单

- **现在做什么**：把长鑫上市当作**链上标的的兑现坐标**而不是买入信号；打新中签者按自己的纪律处理，二级市场首日不追。
- **重点观察**：深科技（000021）——链上唯一同时具备年报分部级存储收入（40.91 亿元、占比约 26%）与可承受估值（市盈率 55.14、市净率 5.08）的标的；其对长鑫的封测份额口径仍为产业推定，须待年报或问询函确认。
- **只监控不买**：精智达（敞口证据最强但市盈率 485.62、市净率 27.07，价格已把敞口兑现数轮）；兆易创新（57.11 亿元是股东大会授权的年度**预计上限**，非已发生额，不可当敞口实数）。
- **绝不追**：任何以"占长鑫采购 X%"为唯一买入理由、而该 X% 无公司披露出处的标的。
- **催化日历·下次看这五个数**：① 上市首日收盘价与换手率；② 上市后第 30 个自然日绿鞋是否行使、行使后价格表现；③ DRAM 月度合约价是否出现首次环比转负；④ 2026 年半年报归母净利润是否落在 500-570 亿元指引区间内；⑤ 长鑫在美国商务部实体清单上的状态是否变化。
- **什么信号出现要重写结论**：若上市一周链上设备材料股不回吐反而放量续涨、且出现公司级（年报/问询函/关联交易公告）的新增长鑫敞口披露，则"事件溢价已提前吃掉"的判断作废。

八、风险与反证

#	风险	反证信号（观察即知对错）	方向
1	分母风险：2026 年利润不及上半年年化	半年报归母低于指引下沿 500 亿元；DRAM 月度合约价首次环比转负	●
2	周期位置风险：在利润峰值给高倍数	SK 海力士 7 月 29 日财报的三季度指引低于市场一致预期区间下沿；HBM4 全量产时点再度后移	●
3	筹码风险：解禁与稳定期到期	第 30 个自然日绿鞋窗口关闭后无护盘买盘、跌破发行价 8.66 元；第 6 个月约 15.2 亿股网下解禁	●
4	管制尾部风险	长鑫被列入商务部实体清单并适用外国直接产品规则，海外设备备件与维护通道受限	●
5	技术代差风险	HBM 规划产线投产时点推迟；HBM3E 始终无公开时间表	●
6	链上叙事风险：概念名单证据不足	上市后无任何新增公司级敞口披露，而概念股已完成一轮上涨	●

多头的最强论据（本报告认为成立但需限定）：静态 308.92 倍是会计幻觉，2026 年在手盈利对应前瞻市盈率约 5.1–5.8 倍，与三巨头同档甚至更低；国产替代的政策与需求确定性高；产能仍在爬坡。

空头的最强论据（本报告认为同样成立）：利润几乎全部由价格弹性驱动——2025 年主要 DRAM 产品单价同比 +33.69%，就把归母从去年的亏损推到 18.75 亿元，反向弹性同样成立；产品结构以低单价 DDR4/LPDDR4 为主，销售额份额（约 7.67%）显著低于产能份额，享受的是标准 DRAM 涨价的行业 beta，而非 HBM 的结构性 alpha；发行市盈率相对行业平均溢价约 305%，定价已把最乐观情景计入，留给二级市场的不是折价而是执行风险。

九、数据冲突与口径

本报告在核对中发现以下未解决的冲突，一并披露，不做单边取舍：

- 2024 年归母净利润**：媒体转述招股书存在 -71.45 亿元与 -78.70 亿元两个口径。本报告仅表述为"亏损"，不取单值。
- 2026 年一季度归母净利润**：约 247.6 亿元与 330.12 亿元并存，差额约 82 亿元，后者疑为含少数股东权益的净利润总额。本报告只使用扣非归母 263.41 亿元。
- 2025 年扣非（53.16 亿元）高于归母（18.75 亿元）**：隐含非经常性损益约 -34.4 亿元，科目明细未见披露。发行市盈率的分母经反算确认为 18.75 亿元。
- 2026 年产能增量**：产业口径同时存在"新增 5–6 万片/月"与"增量 8.5 万片/月"两个说法，本报告不据此做设备订单规模推演。

5. **募投分项与新募资额**：原方案 295 亿元中设备购置及安装 220.66 亿元（约 74.8%）；募资升至 579.19 亿元后招股书未按新额重新披露分项，**设备投入规模不可推知**，任何“按比例外推设备订单”的测算本报告不采用。
6. **境外合约隐含估值**：不同媒体在不同价格时点给出的隐含估值（约 5,000 亿至 5,350 亿美元）差异源自价格时点而非口径，本报告以总股本 668.81 亿股统一换算。

来源置信度表

结论/数字	来源	置信度
发行价、股数、募资额、绿鞋条款	上交所发行公告	A
最终战配 16.67 亿股、回拨 16.77 亿股、中签率 0.47141739%	发行结果公告	A
首日无限售流通股 45.03 亿股、占总股本 6.73%	上市公告书	A
发行市值 5,792 亿元、市盈率 308.92 倍、行业/可比均值	发行公告 + 本部反算校验	A
营收序列、研发投入、募投分项	招股说明书（经累计数交叉校验，媒体转述）	B
2026Q1 / H1 业绩数据	招股书更新版与业绩预告（媒体转述）	B
毛利率、市占率、产能路径、HBM 时点	第三方机构与产业媒体估算	C
2026 年前瞻净利 1,000–1,140 亿元	本部算术外推（H2=H1），非指引	D
境外合约存在、标的口径、现金结算属性	国际财经媒体一手报道	B
合约未平仓量、价格快照、机制参数	链上数据二手转述，未独立复核	C
链上公司敞口占比（第 ⑤ 层名单）	券商研报/媒体罗列，无公司级口径	D（本报告不采用）

免责：本报告为涌现资本产业研究部信息聚合与独立研究判断，不构成任何证券的买卖要约或投资建议，读者应独立决策并自担风险。链上标的实时价格取自 2026-07-24 收盘（上市首日实况为 2026-07-27 收盘），市场状况随时变化。

涌现资本产业研究部 · 2026-07-26（上市首日实况更新 2026-07-27）