

兑现日程表：远期 TAM 型卡点标的的真正定价变量，以及它为什么查不到

远期 TAM 型卡点标的的定价变量——兑现日程表，以及它为什么在公开市场里查不到

对一批"卡点逻辑成立、收入尚未发生"的 AI 链标的，市场已经不再为"卡点对不对"付钱——那早已是共识。真正的增量变量是兑现日程有没有动。但本部对 2026 年 6-8 月窗口的横截面检验给出一个更硬的结果：这个变量在公开信息里系统性查不到。六个维度约六十项候选读数，能通过量纲与来源双重检查、两端点都由公司自己给出的完整滑期只有一条。因此本命题当前只能作为研究议程成立，不能作为定价机制成立——而这恰恰是本轮最可交易的发现。

涌现资本产业研究部 · 2026-08-30

30秒结论卡

一句话判断：这批"卡点成立、收入未至"的标的，估值差异不来自卡点强弱，来自兑现日期离今天多远、以及那个日期最近一次被谁改动过；而后者在公开披露里几乎不存在，构成本阶段最大的信息不对称。

机会状态：🟡 观察为主 —— 卡点层的判别工具已经饱和，日程层的判别工具尚未建立，这个缺口本身是超额收益来源，但当前不足以支撑加仓动作。

市场忽略了什么：市场忽略的不是"某家公司延期了"，而是**延期方从不发独立公告**。本轮六维取证里，两端点均由公司自己披露、可直接相减的滑期只有一条（HBF，约 18 个月）；其余全部"后移"读数都来自第三方，其中一条已被厂商公开否认。日程后移的标准披露形式是：不发公告、改一句措辞、或维持指引不动。

重点标的（状态判定，非买卖建议）：

- **NVDA** \$217.55 —— Rubin 日程两个时点口径一致，未动；在为已发生的出货付钱。
- **SNDK** \$1,484.98 —— NAND 主业已兑现；HBF 是全组唯一可精确计量的滑期（约 +18 个月），远期腿须单独记账。
- **ALAB** \$289.47 —— 本轮唯一时间轴意义上的前移样本（约提前一个季度），但该表述仅见于电话会，法定披露文件无量化定义。
- **SIVE.ST** SEK 27.32 —— 教科书样本：卡点未受质疑、管道口径从 4.53 亿美元膨胀到 12 亿美元，而量产爬坡日期原地不动、订单状态停在"即将落地"，单日 -24.45%。
- **POET** \$7.50 —— TTM 营收 171 万美元对应 P/S 约 758 倍，量级不足以支持"量产商业化已发生"的任何判断。

最大反证：若日程变更被确认为系统性不可观测，则"市场为日程定价"这一机制永远无法被检验——一个拿不到自变量的命题不是投资论点。本部把这条列为第一反证，并给出可操作的推翻条件（见 §八）。

投资要点

框架一句话：在卡点已成共识的赛道里，唯一还没被定价的信息是时间；而时间信息的披露质量，是当前 AI 链最不对称的一段。

核心观点	方向	依据
硅本体的日程没动，承载硅的那层在动	● 硅 / ● 承载层	Rubin 2026H2 出货口径两时点一致；后移集中在机架、玻璃基板、面板级封装、HBF
远期 TAM 型标的的杀伤来自日期不动，而非利空	●	SIVE 管道 +268%（公司口径）、日期不动、次日 -24.45%
日程前移不带来正收益	●	宽口径 4 例前移中 3 例次日下跌（-11.96% / -10.28% / -3.57%）
日程后移几乎从不由公司自己披露	●	六维中两端点均为公司披露的滑期仅 HBF 一条
定价侧检验在本窗口无法完成	●	45 个交易日中 12 天全池中位数绝对值 $\geq 4\%$ ，日度共振压过个股差异

一、命题与裁决

本部立的命题是：对"远期 TAM 型"卡点标的，市场定价的不是卡点成不成立，而是兑现日程有没有动。

裁决：部分成立，须收窄。

- **成立的部分：**日程确实会动，且动的方向在产业链上有系统性分布。硅本体（Rubin GPU、HBM4、CoWoS）的日期基本没变；后移全部集中在"承载硅的那层"与"光源/衬底那层"。
- **不成立的部分：**命题的核心动词是"市场定价"。本部对该动词做了正面检验并交白卷——2026-06-26 至 08-28 的 45 个交易日中，有 12 天全池中位数绝对值达到或超过 4%（07-30 中位 +8.88%、07-29 -6.37%），日度共振压过个股差异；更关键的是，窗口内公司口径的兑现日期变更样本数为 0。没有自变量就没有回归。
- **反向证据：**即便把"日程/规模前移"宽松认定为 4 例，其中 3 例次日下跌，仅 1 例上涨。前移与股价反应近乎脱钩。

收窄后的表述：卡点成不成立在当前阶段几乎不产生新信息（多数已是共识），真正的增量变量是兑现日程；但日程变更在公开信息中系统性不可见——延期方往往不发独立公告，前移方则被财报综合信息与板块共振淹没。因此本命题当前作为**研究议程**成立（该盯什么），作为**定价机制**不成立。

由此衍生出比原命题更可交易的一条：**日程后移的事实，几乎从不由公司自己披露。**

二、日程台账（通过双重检查的全部行）

入表门槛：里程碑的两个时点中至少一端为公司一手披露，且不存在厂商公开否认或互斥读数。约六十项候选读数入表六行。

主体	里程碑	较早说法	最新说法	方向	月数	置信度
SanDisk + SK hynix	HBF 送样	2025-02 合作公告：样品 2026H2、设备送样 2027 初	2026-08-03 两家新闻稿：规范 2027 初、样品 2028 初	后移	+18	高 (两端均公司披露)
NVIDIA	Vera Rubin (NVL144) 量产出货	2025-03 GTC：2026 下半年推出	2026-06 NVIDIA Newsroom：全面量产，2026 秋起向 AWS/Google/Microsoft/Oracle/CoreWeave 出货	不变	0	高 (两端均一手新闻稿)
Sivers	LiDAR 客户量产爬坡	2026-02 年报：2026 Q4 开始爬坡	2026-08-27 Q2：仍指 2026 Q4，状态为"量产订单即将落地"	不变 (状态未推进)	0	中
Sivers	季度营收拐点	2026-02：Q4 2026 拐点、2027 转型年	2026-08-27：Q4 2026 拐点 / 2027 产品收入拐点 / 2028 起交付长期财务模型	不变	0	中
Rocket Lab	Neutron 首飞	2025-11：由 2025 推至 2026，首枚上 LC-3	2026-08-10 8-K：贮箱 2026-01-21 水加注试验破裂，首飞由年中推至年底	后移	不可计量	中
Astera Labs	Scorpio 成为最大产品家族	2026-05-05 Q1 电话会：预期 2026 年底	2026-08-04 Q2：较此前预期提前一个季度；Q3 指引 5.40-5.60 亿美元	前移	约 -3 (示意)	中

这张表最重要的性质不是它写了什么，是它有多短。唯一满分行只有 HBF —— 全报告唯一一条两端点均由公司自己给出、可直接相减的滑期。整张台账的可靠性由这一行支撑。

Rocket Lab 一行须单独说明：公司至今从未给出 Neutron 首飞的具体日历日期，仅给出上台架季度（2026 Q4）。"由年中推至年底"是口头表述，因此方向可判、月数不可计量。

三、价值链：硅没动，承载硅的那层在动

把这批标的按"离硅有多远"排开，日程的稳定性呈现清晰梯度。这是本轮最稳的结构性观察。

需求源 超大规模客户与主权算力 → **一级供应商** NVIDIA / Broadcom / TSMC → **真卡口** 先进封装、HBM、外部光源、InP 衬底、机架级 PCB 中板 → **可投代理** 光子学与衬底小盘 → **已拥挤 / 未定价** 见 § 六。

层	代表	日程状态	定性
硅本体	Rubin / HBM4 / CoWoS	两时点口径一致，未动	🟢 日期已是承诺
交换机端光子学	Quantum-X、TH6-Davisson	已进入客户部署与出货，但无法定披露的上市日期	🟡 已发生但不可计量
外部光源 (ELS)	LITE、AAOI、SIVE	时点均落在 2027 下半年及以后	🔴 价值量最大、日期最远
衬底	AXTI	与 Lumentum 签产能预留至 2031-12-31，首笔押金 4,350 万美元	🟡 押金不是收入
承载层	机架 PCB 中板、玻璃基板、面板级封装、HBF	全部后移或从未给过日期	🔴 日程风险集中区

钱流的方向由此确定：本代已经发生的钱，几乎全部流进"日期已是承诺"的那一层；市场为"日期会落地"付的钱，集中在最下面两行。两者之间的估值倍数差不是风格差异，是时间差异。

三条定义性区分必须先立住，否则整段会出现数倍量级的错读：NVL576 指 144 颗四芯粒 GPU 而非 576 颗 GPU；机架级延期不等于 Rubin 芯片延期；HBM4 的"量产准备完成""通过认证""量产"是三个不同阶段。

四、定价侧检验交白卷，以及沉默偏差

本部原计划用横截面回答"市场到底为哪一种消息付钱"：A 类 = 公布大额订单/管道/TAM 但不改日期，B 类 = 改变兑现日期。结果是白卷，理由有三条，每条都值得单独记住。

- B 类样本数为 0。** 2026-06-26 至 08-28 窗口内，找不到任何一家公司以自身公告形式变更里程碑日期。
- A 类不作为独立事件存在。** 现实中"公布大额订单但不给日期"几乎总是嵌在财报里，用财报日收益率去测它，测到的是财报本身。
- 日度共振压过个股差异。** 45 个交易日里 12 天全池中位数绝对值 $\geq 4\%$ ，必须切超额口径才能定性；2026-08-28 全组 15 只 14 跌 1 平，任何个股跌幅在切超额之前都不具解释力。

由此得到本篇最强的一条产出：**沉默偏差**。B 类样本为 0 不能反推"市场不惩罚延期"，只能推出"延期不产生可检索的事件"。延期方的标准做法是不发公告、改一句措辞、或维持指引不动；前移方则把话留在电话会里——ALAB 的"提前一个季度"正是如此，法定披露文件中没有量化定义。

这构成一个可操作的研究缺口：谁能建立跨季度的逐字日程台账（把每家公司每次财报里对同一里程碑的表述并列），谁就拥有一个公开市场上尚不存在的自变量。本部已把这张台账作为常设产物立项。

SIVE 是这条规律最干净的教材：管道口径从 2024 年底 2.76 亿美元 → 2025 年底 4.53 亿 → 2026 Q1 7.99 亿 → 2026 年 7 月 12 亿，叙事一路加强；总营收 SEK 5,380 万、同比 -12%（固定汇率 -10%），产品收入同比 +13%（固定汇率 +18%，绝对金额未披露），EPS -0.38 SEK；而量产爬坡日期从 2026 年 2 月到 8 月 27 日两次表述都是 2026 Q4、订单状态仍是"即将落地"。**财报当日收涨 2.15%，次日 -24.45%、成交量放大约 4.4 倍**。用财报当日涨跌判市场反应，会得到方向相反的读数。

五、被弃用的口径清单

本轮六维提交约六十项定性结论，整条弃用 31 条、降级约 35 条。这份清单是本报告的公信力资产，按失效模式列出主要几类。

失效模式	代表条目	弃用理由
单一来源且被厂商否认	机架级产品由 2027 后移至 2028、滑期 12 个月	单一来源经多家媒体同源转载不构成两源；厂商已公开否认，互斥读数即弃用。 这原本是全报告最抓眼的标题。
把无披露包装成有结论	"各标的兑现日期均未由公司给出公开承诺时点"	未取证不等于公司未披露；相关公司均有常规公开材料
量纲错配	收入目标金额上调被记为"日程前移"、容量目标上调被记为"日程前移"	金额与容量不是时点，与"提前一个季度"不可比
算术不自洽	某前瞻倍数 84.0 与同源前瞻每股收益 4.602 互斥 ($106.23 \div 4.602 = 23.1$)	同一数据源内部两字段相差 3.6 倍，两个都不能用
负每股收益产出正倍数	SIVE.ST 前瞻倍数 196.1，而同源前瞻每股收益为 -0.07 SEK	字段为脏值
匿名估算充当定量结论	某供应商在下一代高带宽内存中份额 60—70%	份额是可交易的定量结论，不接受匿名供应链估算
同一事实三个互斥读数	先进封装 2027 月产能 17 万 / 20 万+ / 22 万片	代工厂从未披露绝对片数，仅保留其自身给出的 2022—2027 复合增速逾 80% 这一相对口径
涨幅纪律用反	某六个月区间涨幅被标为"trough-to-peak、非持有回报"	两点复权收盘恰恰 就是 该窗口的买入持有回报；应改述为区间持有回报，并注明起止点选择敏感

另有四条定性推断被弃用，其中一条值得单列：曾有读数称"越靠近日期未落地一端跌幅越大"，但同一行内即存在反例（AXTI -12.39% 重于 RKL B -4.65%、CRWV -2.96%），排序不单调，且该日为全组普跌

日，属把系统性波动读成个股超额。

六、受益链与标的落地（公司卡）

现价均为 EODHD 付费源实拉、2026-08-28 收盘。全部前瞻倍数降级为示意——本批次前瞻字段已被确认存在至少三处内部互斥，引用前须逐只用“现价 ÷ 前瞻每股收益”自校验。表观倍数在近零或负每股收益、或含并购摊销时不具贵贱定性效力，本组 AXTI / LITE / AVGO / COHR / ALAB / MRVL 六例全部适用。

已落地一侧（在为已发生的出货付钱）

标的	现价	当日	表观倍数	前瞻倍数（示意）	日程状态
 NVDA	\$217.55	-4.58%	27.5	约 26	Rubin 不变（一手确认）
 TSM	\$417.52	-2.29%	31.1	约 25.5	下一代光引擎无法定披露时点
 AVGO	\$368.79	-0.74%	61.8（含并购摊销）	约 19.9	TH6 已送样，上市日期无披露
 MU	\$932.86	-0.27%	21.1	约 6.0	HBM4 不变；个位数倍数不自动等于低估
 SNDK	\$1,484.98	0.00%	20.1	约 23.1	HBF 后移约 18 个月，远期腿单独记账

MU 一行须加注：约 6.0 倍的前瞻倍数隐含净利从约 500 亿跳至约 1,750 亿美元量级，属周期上行外推，倍数低不构成低估判定。SNDK 当日 0.00% 已复拉排除冻结价（前收 1,484.95 对现价 1,484.98，有真实成交更新），但该涨跌幅不得用于任何定性。

未落地一侧（在为日期会落地付钱）

标的	现价	当日	估值状态	日程状态
● ALAB	\$289.47	-4.81%	表观 141.9 / 前瞻约 79.4	前移（口头，约 -3 个月），Q3 指引中值环比 +40%
● COHR	\$279.20	-5.48%	表观 67.9（含摊销）/ 前瞻约 29.1	光子学收入起量季度无披露
● LITE	\$895.00	-6.39%	两个前瞻倍数互斥，均不可用	外部光源首批出货锚定 2027 下半年
● AAOI	\$106.23	-6.22%	TTM 亏损，前瞻倍数互斥	产能改期不可核；Q4 高速率收入被物料封顶 7,000—8,000 万美元
● AXTI	\$58.63	-12.39%	表观 1,954（近零每股收益的会计产物）/ 前瞻约 97.1	产能预留至 2031-12-31，押金不是收入
● POET	\$7.50	-8.42%	TTM 营收 171 万美元 → P/S 约 758 倍	量产爬坡无披露
● SIVE.ST	SEK 27.32	-24.45%	TTM 每股收益 -0.76 SEK，前瞻字段为脏值	Q4 2026 拐点不变，状态停在订单即将落地
● RKLB	\$64.39	-4.65%	TTM 每股收益 -0.27，P/S 约 53.5	Neutron 后移，首飞日期至今未给

SIVE 市值按 EODHD 股本口径为 SEK 80.7 亿，对应市值/2025 年营收约 26—30 倍；该股本数是否已含 7 月 SEK 8.25 亿增发与可转债转股未确认，若未含则倍数被系统性低估。SEK 计价未取汇率，不与美元标的的并列排序。RKLB 与 CRWV 的市销率不可横向比较（一为发射服务与组件，一为重资产租赁，折旧与融资成本落在利润表下方）。

接回本部覆盖池的动作：本篇不产生任何加减仓建议。可执行的只有一条口径动作——把“兑现开关有没有前移”从个股刷卡的附注升格为独立字段，并对上表未落地一侧的每一只登记其锚定日期与最近一次表述来源。

七、情景推演（未来两个季度）

情景	触发条件	链上表现	方向
日程如期 (基准)	Rubin 秋季出货兑现，外部光源仍锚 2027 下半年	已落地一侧继续吃收入，未落地一侧靠叙事维持，波动放大	●
日程分化	光源端出现首个带金额与季度的量产订单	该标的与同层其余标的估值离散度骤升，同涨同跌结束	● 对兑 现方
静默后移	下一份财报对同一里程碑改用更模糊措辞、日期不重申	无公告、无新闻，仅台账可见；SIVE 形态重演	●
架构改道	超大规模客户公开表示下一代不采用共封装光学路线	外部光源 TAM 不是延期而是不发生，台账测量的是不存在的终点	● 严重

第三种情景是本部认为概率最高、也最难被市场及时定价的一种——它不产生任何可检索的事件。

八、风险与反证

"风险"在此指什么条件出现会说明本篇结论错，不是免责套话。

反证	具体内容	推翻触发条件
一、变量不可观测	若日程变更系统性不可观测，"市场为日程定价"永远无法检验——拿不到自变量的命题是修辞不是论点	再取一个完整季度窗口，仍取不到 ≥5 个公司口径的日期变更样本
二、前移组系统性跑输	当前 4 例宽口径前移中 3 例次日下跌，方向与命题相反；若扩样后仍如此，则市场定价的是同期披露的指引与现金流，而非日程本身	剔除板块共振后，≥10 个前移样本的中位超额收益 ≤ 0
三、卡点本身不成立	命题预设卡点已定、只剩日程。但共封装光学的系统级良率质疑指向的不是"晚两年"而是"可能不走这条路"；若可插拔方案以更低成本吃下增量（AAOI 2026 年底相关产能规划超 65 万只/月），外部光源的 TAM 是不发生而非延期	任一超大规模客户公开宣布下一代架构不采用共封装光学，或外部光源单位成本连续两季未收敛至可插拔方案可比区间

其余风险：本轮未系统扫描全部 AI 链公司，无法断言窗口内不存在其他前移样本；缺公告时间戳（盘前/盘中/盘后），事件窗口取"财报后首个完整交易日"可能对部分样本错配；前瞻每股收益全部来自单一汇总源的卖方一致预期，未做第二源交叉核验。

九、来源、口径与免责

来源置信度

来源类型	置信度	本篇用法
公司法定披露（8-K、年报、季报）与官方新闻稿	高	日程台账入表的唯一硬门槛；HBF、Rubin、AXT 产能预留协议均属此列
公司电话会口头表述	中	可入表但须注明书面稿无量化定义（ALAB 前移即属此列）
EODHD 付费行情源	高（价格）/ 中（前瞻字数段）	全部现价与涨跌幅实拉；前瞻倍数已发现内部互斥，一律降级示意
权威二手（技术论坛演讲、行业机构）	中低	仅作量级参考，不单独支撑定性结论
单一二手与匿名供应链估算	不采信	本轮据此弃用 31 条中的大部分

口径说明

- 现价口径**：全部为 2026-08-28 收盘，付费源实拉并逐位复核；当日为全组普跌日（15 只中 14 跌 1 平），个股涨跌幅在切超额口径前不具解释力。
- 区间涨幅口径**：两点复权收盘之差即区间买入持有回报，不得标为 trough-to-peak；起止点选择敏感，期间路径未考察。
- 量纲口径**：押金不是收入；产能不是出货；管道与机会金额不是订单；可服务市场不是收入；合同期总额不可年化；财年与自然年不可混用。
- 数字三道关自查**：①量级一致性——SIVE 单季 SEK 5,380 万对全年 3.04 亿量级自洽，四项利润表读数各自独立引用、不互相推导（其中一条推导链因 1,990 万缺口无解释而弃用）；②单位显式化——SEK 与美元全程分列不换算排序，百万与亿逐位核对；③两源或公司披露——台账每行至少一端为一手披露，未达标者不入表。
- 公开信息真空**（如实记录，不以估算填补）：机架级产品修订后的量产日程；机架 PCB 中板的供应商归属；Neutron 首飞的具体日历日期；ALAB 前移的量化定义；SIVE 产品收入绝对金额、期末现金与全年指引数字；代工厂下一代光引擎与面板级封装的量产日期；共封装光学的出货量与收入口径从未被单列。

免责

本报告由涌现资本产业研究部出品，仅供研究与信息交流，不构成任何证券的买卖要约或投资建议。所载数据来自公开渠道与付费行情源，本部力求准确但不对其完整性作出保证。文中前瞻性判断基于现有公开信息，实际结果可能存在重大差异。阅读者应独立作出自身判断并自行承担投资风险。

涌现资本产业研究部 · 2026-08-30