

无长约的那一格

无长约的那一格——内存周期的可交易变量已从价格换成配额

长约把价格上限卖给了云客户，于是剩余的涨价与剩余的断供同时落在没有长约的同一批人身上；这一格的利润是有到期日的存货时间差，不是定价权。

内存周期的可交易变量已经从价格换成配额

一、30秒结论卡

本轮内存最重要的那条分界线不在产品上，在合同上。签了多年期长约的云客户拿到了价格上限，没签的那一端同时承担全部剩余涨价与全部剩余断供——价格与数量两个方向的压力，被合同结构精确地挤到了同一批公司身上。

项	判断
机会状态	● 通用 DRAM 通路/模组端：拥挤且杠杆化，回避追高 · ● 原厂端：卡点真实但已计入大半
市场错在哪	把「原厂减少对通路供货」读成「短缺加剧」的同义词。它同时是另一件事：原厂在一个正在萎缩的终端市场上，主动放弃对低毛利通路做承诺。两种成因指向完全相反的持有期。
本篇最硬的一条	威刚 2026 年二季度毛利率由一季度的 55.69% 降至 42.11%（环比 -13.58 个百分点），而同期 DRAM 与 NAND 售价仍在上涨。售价在涨、毛利率在跌——这一层赚的是买入成本与卖出价格之间的时间差，不是定价权，且拐点已在 2026 年一季度过去。
第二硬的一条	三星在 2026 年二季度法说会上自报产能分配口径：约 60%—70% 的总产能配给多年期长约，其余「刻意保留给没有多年合约的客户」。分配比例是被披露的经营政策，不是外部推演。
机制闭合	集邦官方口径写明：美系云厂的多年期长约限制供应商对这些客户涨价，因此涨价「将转向没有长约的客户」。与美光把战略客户协议的价格天花板锁在二季度市价互证——原厂自己已经把涨价弹性卖掉了一半。
最被忽略的反证	SK 海力士在向美国证监会提交的半年度法定文件里写明：供货量与价格按月度、季度与主要客户协商确定，不存在基于长期供货合同的订单积压。「2027 年已售罄」因此是分配意向，不是法律义务——这正好解释了为什么下游收到的是一封「友善通知」，而不是一纸合同变更。
重点标的	MU · 000660.KS · 005930.KS（供给端） / 4967.TW · 3260.TW · 301308 · 688525（无长约端，● 回避追高） / 5289.TW（工控利基，另一物种）
最大反证	被让出的那一格正在被长鑫填回（产能由 2026 年底约 35 万片/月升至 2027 年底约 42 万片/月，位元份额约 9%→12—13%），且其 2027 产能已被大型 PC 品牌以高价长约订满。若 2027 上半年原厂对消费级 DDR5 主动跟价，则「配额削减」里的弃守成分大于物理约束成分，本篇对通路端的判断需再下调一档。

二、投资要点

一句话框架：这一轮该看的不是合约价涨了多少，而是「谁有资格按合约价买」——定价权已经从价格表转移到分配表。

观点	方向	依据
分配比例是公开的经营政策，不是黑箱	●	三星自述 60%—70% 产能配给多年期长约，并为无约客户留量
原厂已把价格上限卖给长约客户	●	美光战略客户协议天花板=二季度市价、并设下限；集邦写明涨价转向无长约客户
剩余涨价与剩余断供落在同一格	●	通用 DRAM 三季度合约价 +13%—18%，而这一格同时是被削减取货量的那一格
通路端的利润是存货时间差	●	威刚二季度毛利率环比 -13.58pp 而售价仍涨；三家 A 股同业净利合计 237.60 亿元而经营现金流合计 -161.48 亿元
模组厂是两次价格接受者	●	其长约「保量不保价」，云厂长约则设价格天花板；租金坐在晶圆厂（美光毛利率 84.6%）
「售罄」缺乏法律形态	●	SK 海力士法定披露：不存在基于长期供货合同的订单积压
2027 年供给曲线已被建成时点锁死	●	美光新增资本开支过半用于厂房建设；唯一可能在 2027 年贡献净增位元的新洁净室是清州 M15X
消费侧需求破坏已是实绩	●	2026 年手机出货预估 -16.7%、PC -11.3%，而金额不跌——是价格挤出量，不是需求消失

三、钱流：涨价的斜率在收敛，分配的斜率在陡峭化

通用 DRAM 的合约价涨幅正在逐季收敛：一季度 +90%—95%、二季度 +58%—63%、三季度 +13%—18%（集邦官方口径，季度环比）。同期现货端已经出现方向相反的读数——九月中旬 DDR4 1Gx8 3200 一周仅 +0.47% 至 \$45.54，2Gx8 品牌颗粒报价回落且无买盘承接，NAND 512Gb TLC 晶圆报 \$20.083、微跌 0.31%，官方措辞是买方「大多观望」、供应商「放宽报价、扩大议价弹性以推动出货」。

价格这把尺已经钝了。同一时间变陡的是另一把尺：**谁能拿到货。**

三星把它写进了法说会：约 60%—70% 的总产能配给多年期长约，其余保留给没有多年合约的客户。美光把它写进了战略客户协议的条款：现有产品的**价格天花板等于二季度市价**、同时设置整个合同期的价格下限，而按管理层说法，**即使按下限成交，毛利率也高于公司历史上任何一轮周期的峰值**。集邦则写明了这件事的必然推论：长约限制供应商对这些客户涨价，涨价的主要来源因此转向没有长约的客户。

三条口径合起来是一个封闭的机制：原厂把价格上行的一半卖给了云客户换取多年确定性（并收取了巨额现金押金——美光口径约 \$180 亿，四季度再约 \$100 亿），于是它只能在剩下的那一格里完成全部涨价；而那一格同时是它最愿意削减供货量的一格，因为那里毛利最低、且终端已经被价格打残。

这就是本篇的全部结论：价格压力与数量压力被合同结构挤到了同一批公司身上。

四、价值链五层：配额视角下的重排

层	角色	本轮地位
需求源	云厂与大型 OEM	有长约：价格被天花板保护，但付出多年承诺与现金押金
一级供应	三星 · SK 海力士 · 美光	分配权持有者；把价格弹性卖掉一半换取久期
真卡口	洁净室建成时点（非设备）	美光新增资本开支过半为建设；制约项是技工、许可、工期
边际供给	长鑫	正在填回被让出的那一格，但其 2027 产能亦被品牌长约锁定
被挤出层	通用 DRAM 模组与通路	无长约：承担全部剩余涨价 + 全部剩余削量

真卡口那一行值得单独说明。美光首席财务官在六月的电话会上给了一个很少被引用的口径：2027 财年的季度资本开支将高于四季度水平，而**同比增量中过半来自厂房建设开支**；管理层列举的制约因素是全球建厂、关键技术工种短缺、复杂的许可流程——全部是土建侧变量，设备交期不在其列。对应的工程时间表是：清州 M15X 于 2026 年 11 月前后量产、2027 年中满产约 5 万片/月；美光爱达荷 ID1 的首片晶圆在 2027 年下半年、其后才进客户认证；三星平泽 P5 一期 2027 年 7 月完工。**2027 年的供给曲线，在 2026 年就已经被建成时点锁死了。**

五、位元蒸发：为什么让出的一定是通用 DRAM

高带宽内存吃掉的晶圆与它贡献的位元之间存在结构性缺口：占三大原厂 DRAM 晶圆投片比重由 2025 年约 18% 升至 2026 年约 22%、2027 年约 30%，而占 DRAM 总位元供给只由约 8% 升至约 9%、13%。**2027 年三成的晶圆产出只换来一成三的位元。**

这意味着原厂每把一片晶圆挪向高带宽内存，总位元池就缩小一次。缩小的那部分必须从某一格扣除，而扣除顺序由毛利与合同刚性决定：云厂长约不可动、大型 OEM 的滚动预测不可动，剩下可动的就是通用 DRAM 的通路释出量。

分配顺序因此不是猜测，而是可以逐层写出的：**长约云客户 → 大型 OEM（附滚动 8–12 周预测与预先核准的替代料方案）→ 模组与通路**。戴尔要求渠道提交滚动 8–12 周需求预测并预批内存速度与容量的替代方案、联想九月起改为按单机型物料清单逐个计价，这两件事本身就是配给制的标准形态——在需求转弱的世界里，买方不会被迫接受这种条款。

六、无长约的那一格：模组厂是两次价格接受者

分配次序可以逐层写出来，而每一层的合同形态才是关键：

层	合同形态	价格	数量
长约云客 户	多年期 take-or-pay，含具约束力的量与现金保证 金	有天花板（最大几份锚定二季度市价）	有保障
大型 OEM	年度合约 + 滚动 8—12 周预测 + 预批替代料	随行就市	被削 减
模组与通 路	保量不保价的一年期长约，价格逐季滚动	无保护	被削 减

威刚在 2026 年八月的法说会上把自己这一层的合同性质说得很直接：与上游签的是一年期长约，**保量不保价**，现阶段只能先确保供货数量、无法提前锁定价格；而公司为 2027 年争取的最好结果，是供货量「与 2026 年持平」。

同一条链上，模组厂做了两次价格接受者：向上游接受采购价，向下游面对已经被涨价打残的终端。租金既不坐在它的成本端，也不坐在它的售价端——它坐在晶圆厂里（美光 2026 财年三季度公认会计准则毛利率 84.6%）。

6.1 一条足以定性的读数

威刚 2026 年一季度毛利率 55.69%，二季度 42.11%，环比下降 13.58 个百分点；而同一季度 DRAM 与 NAND 的售价仍在上涨。公司给出的原因是进货成本已大幅提高，并策略性支持通路客户价格。

售价在涨、毛利率在跌，这就是判别式给出的答案。真正的定价权在补库成本上升时仍能扩张毛利；存货时间差在补库成本上升时必然收敛。威刚的曲线属于后者，而且拐点已经过去——**这一层的红利在 2026 年一季度见顶**。

第二个读数来自量：十铨二季度营收 75.88 亿元新台币、环比 -16.1%，而毛利率反而由 38.68% 升至 42.77%。量被拿走、价还在补，是配额削减在报表上的第一个可观测形态。

6.2 利润没有变成现金

公司	2026 上半年 营收	归母净利	毛利率	期末存货（较上年末）	经营现金流 净额
江波龙 301308	240.88 亿元	105.77 亿元	58.93%	257.77 亿元（+120.7%），占总资产 60.12%	-31.51 亿元
德明利 001309	169.11 亿元	60.17 亿元	47.12%，较上一季 -10.30pp	214.12 亿元（+203.4%），其中 81.77% 为原材料及半成品	-67.36 亿元
佰维存储 688525	155.75 亿元	71.66 亿元	54.81%	181.68 亿元（+130.9%）	-62.61 亿元

三家合计：归母净利 237.60 亿元，经营活动现金流净额合计 -161.48 亿元，期末存货合计 653.57 亿元。

利润没有变成现金，它变成了存货。把这个动作还原成金融语言：这不是定价权，是用资产负债表做多存货价格，并在上面加了杠杆。台系形态一致——宇瞻上半年存货冲上历史新高 NT\$124 亿元、环比增约 48%、周转天数拉到 190 天，并安排最高 NT\$40 亿元五年期联贷备料；台系模组厂群体在 2026 年合计募集约 \$8.8 亿美元（加总多家、跨可转债与联贷等多种工具）用于囤料。十铨的 2027 年策略被概括为两句话：**安全库存，以及挑选客户供货。**

6.3 红利还剩几个季度

威刚披露的库存水位是 DRAM 约 3 个月、NAND 约 5 个月。**低价库存与高售价之间的时间差，剩余寿命因此是一到两个季度量级**——这与它一季度见顶、二季度毛利率回落 13.58 个百分点的实际曲线互相印证。江波龙本期资产减值仅 -1.27 亿元、主要系计提存货跌价准备，相对 105.77 亿元净利微不足道，说明减值周期尚未开始；德明利与佰维本期的计提或转回金额未见公开披露，这一格留白。

这一判断不适用于全部模组厂。以工控与嵌入式利基为主的宜鼎，二季度毛利率 65.01%；宇瞻二季度毛利率 51.25%、环比仍在扩张 1.98 个百分点，方向与威刚相反。这两家属于利基而非商品簇，利润来源需单独按瓶颈四特征判定，不可与威刚、十铨并表阅读。本篇的 ● 只给消费与通路型，不给工控利基型。

6.4 一条方法纪律

宇瞻管理层在同一场投资人会议上，既警告 2027 年原厂对独立模组厂的供应量可能削减至 2026 年的约三成，又把自家库存堆到 190 天的历史新高。**利益相关方自述的短缺，必须用它自己的资产负债表交叉验证**——同一张嘴既在为谈判喊价，也在为备货找理由，两者并不矛盾，但都不能单独当作短缺的证据。

七、这条线索到底有多硬

「2027 年配额将大幅紧缩」这句话，目前的证据形态是：下游高管在媒体联访中的口述 → 单一媒体首发（2026 年 9 月 14 日）→ 多家转载。**没有原厂具名、没有书面件、没有任何砍幅数字。**与之相对，原厂侧唯一带比例的一手口径是三星的 60%—70% 产能配给长约，方向一致但量级完全不同。

更强的那条反证来自法定披露：SK 海力士在半年度报告中明确写明，供货量与价格按月度、季度与主要客户协商确定，**不存在基于长期供货合同的订单积压。**按「法定披露优先于自主推演」的次序，这句话的含义是——「2027 年售罄」描述的是分配意向与产能规划，不是可强制执行的订单。**通路端的取货权没有法律保护，这才是「友善通知」这种形态出现的原因。**

因此本篇成立的最窄形式是：**在 2027 年上半年这一个窗口内，原厂把通用 DRAM 的通路释出量向高带宽内存与服务器直供客户倾斜，消费与通路型模组厂在该窗口的取货量受限；该现象证明的是通用 DRAM 在该窗口的配置优先级，不是总供给的结构性缺口，也不能推断终端需求未见顶。**

八、上一轮的同台机器

2017—2018 年那一轮给出了这条链最清楚的先例。

先例一：损益拐点领先于价格拐点。威刚 2018 年全年营业利益 -NT\$7.21 亿元、归母亏损 NT\$1.79 亿元、每股亏损 0.82 元，原因写在公司自己的说明里——提前反应库存跌价损失。而 DRAM 合约价要到 2018 年四季度才转向。**价格还在高位的那一年，这一层就已经亏钱了**，因为它的损益是存货重估的一阶导数，不是价格的水平值。同年底存货砍到 NT\$29.17 亿元、较上年底减逾五成，为九年最低。

先例二：下行不是一年打完。威刚单季营收自 2018 年第三季度的 NT\$87.53 亿元高点降至四季度 NT\$68.23 亿元（-22.05%），2019 年二季度见 NT\$55.74 亿元（距高点 -36.3%）；单季每股盈余低点为 2018 年四季度的 -1.81 元，而 2019 年四季度再次转亏（-1.11 元）。股价的名目路径是 2017 年十月的 NT\$93.80 元到 2018 年十月的 NT\$34.05 元，区间 **-63.7%**（柜买中心官方日成交口径，未还权；区间振幅非持有回报）。十铨同期的盈利路径更陡：每股盈余由 2018 年的 3.04 元降至 2019 年的 0.11 元，**-96.4%**，其中 2019 年二季度毛利转负。

先例三：价格崩塌时，被挤出的那一层跌得最重，而集中度反而上升。2019 年 DRAM 价格全年累计跌幅逾 50%，全球内存模组市场营收仅 -3%；同一年金士顿营收 +8%、市占由 72% 升破 80%，十铨 +6.3%，而威刚 -43%、创见 -25%。**均值的温和掩盖了通路型个体十几倍于均值的跌幅——分配次序在上行期决定谁拿得到货，在下行期决定谁承接跌价。**

今天的敞口比那一轮大一个量级：威刚 2026 年二季度末存货 NT\$494 亿元，是 2018 年底 NT\$29.17 亿元的约 **16.9 倍**，且相当于其上半年营收的约 77%。会计机制完全相同，只是分母变了。

本轮已经出现过一次预演：江波龙 2026 年 7 月 1 日盘中创下 ¥749.88 的历史高点，7 月 29 日跌至 ¥308，区间回撤约 **58.9%**——而公司在这段时间里发布的是史上最好的半年报。**市场已经在用存货时间差、而不是用定价权给这一层估值。**（区间涨跌为期间振幅，非持有回报。）

另一项加压是永久性的：DDR4 已进入全面停产序列——三星 2025 年六月完成最终接单、当年十二月完成模组出货，美光 2025 年六月发出停产通知、2026 年一季度起陆续停止出货，SK 海力士与长鑫亦在 2026 年上半年前后收尾。模组厂最赚钱的利基、工控与通路料号，供给侧是被**关闸**而不是被周期性挤压。

九、需求侧：已经发生的那一半

「需求见顶」在服务器侧不成立，在消费侧已经是实绩而非预测。2026 年全球智能手机出货预估为 **-16.7%**（约 10 亿台，史上最大年度跌幅）、平均售价 \$581、同比 +27.6%；PC 出货预估 **-11.3%**（2.847 亿台降至 2.5253 亿台，减少约 3,217 万台）、平均售价 +18.3%，而市场金额仍 +1.6% 至 \$2,740 亿美元。2027 年的智能手机预测在半年内由 +1.9% 改为 -1.1%。机制层面同样可观测：入门机型由 12GB/256GB 退回 6—8GB/128GB，惠普自述内存成本单季翻倍、已占 PC 物料成本约 35%，高通与 Arm 的手机芯片销售因内存短缺而不及预期。

单位量跌而金额不跌，是价格挤出量的签名，不是需求消失的签名。因果方向因此是清楚的：分配倾斜 → 价格上行 → 终端需求破坏，而不是反过来。需求转弱是涨价的结果，不是砍配额的原因。

买方阵营的公开质疑也已出现：宏碁方面在九月下旬表示内存与固态硬盘供应已属充裕、仅高端 DDR5 仍紧，并认为「缺到 2030 年是不可能的」，同时已在部分产品采用长鑫颗粒，判断 PC 价格在 2027 上半年见顶。这条观点针对的是缺货叙事的持续期与定价，不直接针对配额机制，但它与现货端的让价读数同向。

十、大公司受益链

以英伟达与美系云厂的 AI 资本开支为需求源，本篇机制下的传导可以逐阶写出：

- **需求源**：云厂与 AI 基建资本开支 → 高带宽内存与服务器 DDR5 需求
- **直接受益**：三星 005930.KS · SK 海力士 000660.KS · 美光 MU（分配权与晶圆归属权持有者）
- **二阶受益**：澜起科技 688008 · 慧荣 SIMO（按接口与主控件计价，零颗粒成本，不受配额直接约束）
- **隐形受益**：供给退出型利基存储——南亚科 2408.TW · 华邦 2344.TW（风险因子与本篇通路层不同）
- **伪受益（本篇明确排除）**：通用 DRAM 消费与通路型模组厂。月营收创新高来自价而非量，且量正在被合同结构削减
- **不可投但需监控**：长鑫（未上市）——它是「被让出的那一格由谁填」的唯一变量

10.1 公司卡（7 行制）

美光 MU

项	内容
位置	分配权持有者，唯一可 A 级取证合同结构的原厂
为什么重要	战略客户协议为 take-or-pay、含具约束力的量，价格设上下限
为什么被误读	市场读「售罄」，真正的约束是它已把价格上限卖给长约客户
证据	2026 财年三季度营收 \$414.6 亿、公认会计准则毛利率 84.6%；四季度指引营收 \$500 亿 ± \$10 亿
估值状态	现价 \$1,039.99，已高于本部估值带上沿，按高估处理
催化	2026 年 9 月 30 日财报（战略客户协议价格带封顶效应、2027 财年建设资本开支占比）
反证	若长约覆盖比例继续上升而现货转跌，均价被自己的天花板锁死

威刚 3260.TW

项	内容
位置	无长约端最大体量的消费通路模组厂
为什么重要	它是全链唯一把「保量不保价」讲清楚的一家，也是时间差收敛的第一个可观测样本
为什么被误读	月营收连创新高被当作景气证据，实际增量由价贡献、量被削减
证据	二季度营收 NT\$381.43 亿、毛利率 42.11%（环比 -13.58pp）；季末存货 NT\$494 亿
估值状态	现价 NT\$389.00，红利剩余寿命一到两个季度量级
催化	三季度毛利率是否继续回落；2027 年配额落地量
反证	若补库成本回落而售价维持，时间差重新张开，本判断需推迟

十一、受益方落地

标的	位置	现价（2026-09-22）	判断	方向
MU 美光	分配权持有者·长约天花板已售出	\$1,039.99 (+2.38%)	卡点真实，但价格弹性已被自己锁掉一半；9 月 30 日财报是本篇第一顺位裁决点	●
000660.KS SK 海力士	2027 唯一可能净增位元的新洁净室持有者	₩1,868,000 (+0.59%)	M15X 2027 年中满产，供给弹性最先落地的一家	●
005930.KS 三星电子	分配政策的披露者	₩274,000 (+4.98%)	60%—70% 长约比例 + 为无约客户留量，分配弹性最大	●
4967.TW 十铨	无长约端·消费通路	NT\$276.50 (-0.18%)	2027 策略自述为安全库存与挑选客户，即承认量受限	●
3260.TW 威刚	无长约端·消费通路	NT\$389.00 (+2.78%)	月营收连创新高，但增量由价而非量贡献	●
301308 江波龙	无长约端·杠杆化存货多头	¥347.79 (+0.83%)	存货占总资产 60.12%，利润随补库成本上行而收敛	●
688525 佰维存储	无长约端·杠杆化存货多头	¥217.58 (+0.70%)	经营现金流 -62.61 亿元，报表利润与现金背离	●
5289.TWO 宜鼎	工控利基·另一物种	NT\$1,295.00 (-1.52%)	合约主导型，不适用存货时间差判断	●

补充观察位：澜起科技 688008（¥210.10，+7.57%）与慧荣 SIMO（\$274.44，+0.85%）零颗粒成本、按接口与主控件计价，是这一机制下少数不受配额直接约束的一格；南亚科 2408.TW

(NT\$516.00, -1.71%) 与华邦 2344.TW (NT\$174.00, -3.06%) 属供给退出型利基存储，风险因子与本篇讨论的通路层不同，不可共用倍数。

十二、情景

情景	触发条件	结果	动作
熊	四季度合约价涨幅继续收敛而现货转跌，价差倒挂	存货时间差在报表上翻转，杠杆端先受伤	回避全部无长约端；原厂端降至观察
基准	2027 上半年配置优先级维持，下半年新洁净室到货	涨价集中于无长约端，量继续被削	原厂端持有，通路端不参与
牛	服务器需求再上台阶且长鑫增量被品牌锁死	通用 DRAM 缺口延长至 2027 下半年	原厂端加，通路端仍只交易窗口不交易趋势

十三、风险与反证

反证	若成立则本篇错在哪
长鑫增量直接补上被让出的通路量	「被挤出层」不成立——那不是缺口，只是供给来源换人
原厂 2027 上半年对消费级 DDR5 主动跟价	配额削减的弃守成分大于物理约束成分，通路端判断需再下调
模组通路行业库存天数在三季度回落	存货时间差论点被削弱，重复下单的解释增强
宇瞻下次法说会披露的实际配额削减远小于其七月说法	该口述降级为谈判喊价，本篇第七节的「最窄形式」需再收窄
四季度合约价重新加速	「价格这把尺已经钝了」不成立，分配视角的独占性下降

十四、行动清单

- 第一顺位裁决点：**美光 2026 财年四季度财报（2026 年 9 月 30 日盘后）。上次指引为营收 \$500 亿 ± \$10 亿、毛利率约 86%、非公认会计准则每股盈余 \$31.00 ± \$1.00；市场一致预期营收约 \$504.2 亿、每股盈余约 \$31.14（均为未发生的预期）。要看的不是有没有超，而是**战略客户协议的价格带对 2027 年均价的封顶效应**、以及 2027 财年资本开支中建设占比。

- 2. **最快出结果的单一指标**：四季度合约价涨幅与现货价方向。若合约继续收敛而现货转跌，价差倒挂即是需求侧先行破坏的确证。
- 3. **可自建口径**：模组通路行业级库存天数时间序列（宇瞻 / 威刚 / 十铨合并存货与周转天数，2025 年四季度至 2026 年三季度）。该序列目前没有公开统计，需逐家从月营收与季报自建。
- 4. **绝不追**：任何以「月营收创新高」为理由买入的通用 DRAM 模组通路标的——增量来自价而非量，且量正在被合同结构削减。上一轮的同一批公司，是在价格见顶的同一年报出亏损的。
- 5. **补库成本追赶的时点**：威刚三季度毛利率是否继续回落、十铨营收环比是否转为由价单独支撑。这是「红利还剩几个季度」的直接读数。
- 6. **下次看这五个数**：三星长约产能占比是否偏离 60%—70% / SK 海力士法定披露是否出现长约订单积压 / 长鑫 2027 年产能的品牌锁定比例 / 通用 DRAM 四季度合约价 / 宇瞻存货周转天数。

十五、数据冲突与口径

以下分歧真实存在于机构与产业口径之间，原样并列，不取中位数：

项	口径 A	口径 B	口径 C
高带宽内存的晶圆换算比	晶圆占比 30% 对位元占比 13%（约 2.3 倍稀释）	每 GB 约耗用 4 倍标准 DRAM 产能	对 DDR5 约 3:1
美光战略客户协议的规模	季报口径履约义务余额约 \$50 亿	十六份协议合计最低合约收入约 \$1,000 亿	客户现金保证金及相关承诺约 \$220 亿（另有约 \$180 亿+四季度再约 \$100 亿的分期口径）
服务器相关应用占 DRAM 产能	约 60%	约 70%	—
「2027 售罄」的形态	产能已全数预售（媒体口径）	不存在基于长约的订单积压（法定披露）	—
模组端配额削减幅度	削减至 2026 年约三成（下游高管口述）	多数客户拿到最初请求量的 60%—70%（供应链口径）	原厂可提供量仅达买方目标的六至七成（另一家下游口述）

口径说明：本篇所有百分比涨幅为季度环比合约价口径，与现货价不可混用；台系营收为新台幣、陆系为人民币、美系为美元，均已在正文显式标注；模组厂存货占比为总资产口径。现价取自 2026 年 9 月 22 日实时行情接口，韩股与台股为当地货币。

十六、来源置信度

结论	口径	置信度
三星 60%—70% 产能配给长约	2026 年二季度法说会管理层表述	A
美光战略客户协议价格天花板 = 二季度市价、下限毛利高于历史峰值	2026 财年三季度电话会管理层表述	A
美光资本开支增量过半为建设	同上	A
SK 海力士无长约订单积压	向美国证监会提交的半年度报告	A
江波龙 / 德明利 / 佰维半年报财务数据	交易所披露（本篇经媒体转述取得，原始 PDF 未逐项复核）	A/B
威刚、十铨、宇瞻、宜鼎季度毛利率与营收	公司法说会与月营收公告	B
威刚 2018 年亏损、单季路径与 2018 年底存货	公司年度财报与产业媒体	B
威刚 2017—2018 股价高低点	柜买中心官方日成交（名目价，未还权）	A
2019 年模组厂营收分化与市占	第三方研究机构官方新闻稿	B
美光战略客户协议为 take-or-pay、含具约束力的量	公司季度报告	A
手机 -16.7% / PC -11.3% / 2027 手机 -1.1%	第三方研究机构自家发布	A
现货价九月读数与供应商让价表述	第三方研究机构自家发布	A

B 与 C 级（产业口径与未发生项）

结论	口径	置信度
通用 DRAM 三季度合约价 +13%—18%、长约限制涨价转向无约客户	第三方研究机构官方新闻稿	B
高带宽内存晶圆与位元占比	同上	B
新洁净室时间表	公司新闻稿与产业媒体	B
长鑫产能与位元份额	产业研究与媒体交叉	B
「2027 配额将大幅紧缩」的下游口述	单一媒体首发 + 多家转载，无原厂具名、无书面件、无砍幅数字	C
美光四季度市场一致预期	卖方汇总，尚未发生	C

16.1 数字三道关自评

1. **量级一致性**：佰维上半年归母净利 71.66 亿元 = 一季度 28.99 + 二季度 42.67，子项和等于总额；德明利二季度净利由上半年 60.17 减一季度 33.46 得 26.71 亿元、环比 -20.2%，与公司在互动平台确认的「二季度净利环比下滑、营收仍高增」方向一致；十铨二季度营收 75.88 亿元由上半年 166.33 减一季度 90.45 反算，环比 -16.1%。三家 A 股净利合计 237.60 亿元与现金流合计 -161.48 亿元分属两张表，不相加。
2. **单位显式化**：台系为新台币（亿元）、陆系为人民币（亿元）、美系为美元、韩系为韩元，正文逐处标注，跨币种数字不相加不相除。
3. **两源以上走公告**：原厂合同结构口径取自公司季度报告与法定披露；下游口述类线索统一降为 C 级并在第七节单独说明其证据形态。

主动剔除、不进正文的数字：模组厂「只拿到最初请求量的 30%—50%」（检索不到可核实载体）、某模组厂「合约满足率低于 50%」（仅存在于检索摘要层）、NAND「单年涨 246%」（单一转述、未二源互证）、未经公告支撑的单家净利传闻。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 22 日

免责声明：本报告为产业研究与信息聚合，基于公开信息与本部独立分析，不构成任何证券的买卖建议，亦不构成对任何具体投资者的个性化投资建议。市场有风险，决策需自主。