

涨价函在代工厂，超额毛利在设计端

涨价函在代工厂，超额毛利在设计端——利基存储的 α 交接还没发生

HBM 把三巨头的晶圆抽走，制造出利基存储的真实短缺，但这一簇 2026H1 的超额毛利按来源分三类、只有一类可延续。设计端（晶豪、钰创）毛利率扩张 45–65pp 的主体是低价在手晶圆与高合约价之间的存货时间差，公司自述下半年新投产成本垫高；代工端（力积电）是全链唯一发出具名、带幅度、带生效月的行业性调价动作（记忆体代工 +45%，7 月生效、10 月入账），却是毛利率修复最小、营业利益口径估值最贵的一格；IDM（南亚科、华邦）靠自有产能与合约主导权拿到最高毛利率终值，但量价拆分显示 ASP 涨逾 60%、bit 出货持平。这条斜坡自 2025Q4 即已启动，八月的数倍同比是同一条斜坡的延长而非新事件，且并非低基数产物。定价权与当期超额毛利分处两格，交接点落在 2026Q4 至 2027Q1 的报表上——在那之前，毛利率的一阶导数排序与收益排序会继续背离，而全簇唯一站在 52 周高点的标的，恰是超额毛利来源最不可延续的那一个。

利基存储的 α 交接还没发生——一张毛利率一阶导数的阶梯

涌现资本产业研究部 · 深度研究报告 2026-09-11 · 机密 · 仅供内部研究讨论

30秒结论卡（投资要点）

一句话判断：利基存储这一轮的超额毛利，按来源可拆成三类——**存货时间差**（设计端）、**亏损修复**（代工端）、**自有产能与合约主导权**（IDM）。三类的可延续性完全不同，而市场正在用同一把尺给它们定价。**定价权**（谁发得出涨价函）与**当期超额毛利**（谁的毛利率一阶导数最大）目前落在不同两格，这个错配的交接点落在 2026Q4 至 2027Q1 的报表上。

机会状态：● 拥挤 / 不追为主 · ● 一格值得观察 · 全簇无 ●。这是一份归属与择时报告，不是荐股。

市场错在哪：不是错在低估，而是错在把**毛利率的一阶导数当成定价权的度量**。这一簇的毛利率 Δ 排序（南亚科 +100.0pp > 晶豪 +64.6pp > 旺宏 +53.5pp > 钰创 +45.1pp > 华邦 +42.9pp > 力积电 +36.0pp > 联电 +5.8pp）主要是**谷底深度的镜像**，不是**议价能力的排序**。把两者分开以后，一个反常格子露出来：**唯一发得出行业性调价函的力积电**，是**毛利率修复幅度最小、且这次调价尚未进入任何一个季度损益的那一格**。

重点标的（方向评级 · 全部按观察与不追处理）：

- **晶豪科 3006.TW**（无晶圆厂·DDR2+DDR3 约占营收 45%）——毛利率 Δ 第二（+64.6pp），1-8 月累计营收 +324.38%，但这份毛利自述来自低价在手库存，且公司已指出下半年新投产成本垫高。截至 09-10 收盘为全簇唯一站在 52 周高点的标的（距高 0.0%、近五日 +12.6%），09-11 盘中回落 7.21%。**不追。**
- **力积电 6770.TW**（代工·全链唯一具名调价方）——记忆体代工报价 7 月起 +45%、逻辑 +10~15%，公司称效益自 10 月反映。但按**营业利益口径并不便宜**：2026Q1 净利 142.3 亿元中 153.7 亿元为非经营性，剔除后 H1 营业利益仅 14.4 亿元。**观察调价入账，不按低 PE 买。**
- **南亚科 2408.TW**（IDM·DDR4/LPDDR4）——毛利率终值 79.5% 全簇最高、 Δ +100.0pp 第一，但 ASP 涨逾 60% 对应 bit 出货持平，量的增量是零。2027 共识 EPS 98.96 元意味着峰值盈利再上一台阶，这是赌注不是折价。**观察。**
- **华邦电 2344.TW**（IDM·NOR 全球第一 + 利基 DRAM）——三元结构下行防御相对好，毛利率 65.5%、营益率 48.4% 创单季新高，管理层指 2027 紧张度高于 2026。距 52 周高点 -19.1%。**观察不追。**
- **钰创 5351.TWO**（无晶圆厂）——与晶豪同一机制但量级更小、柜买流动性更薄，毛利率 Δ +45.1pp 居中，公司对该扩张无自身解释口径。**不追。**

最大反证：原厂把 legacy 产能回补。这一簇的全部超额毛利建立在「供给退出不回头」之上，而这个假设的决定权不在 AI capex 斜率上，在原厂的晶圆再配置决策上——与 HBM 链是**完全不同的风险因子**。这条反证已经发生过一次：三星把 1z 节点 DDR4 产线寿命延长至 2026 年 12 月（该节点折旧已提完，继续生

产仍有利润)，SK 海力士通知客户无锡厂增加 DDR4 产量，仅美光坚守停产时间表。回补的行政成本很低，这是全篇最薄的地基。

这条反证的另一半方向相反，须分开记账：长鑫存储正在撤出而非回补利基 DDR4——2026 年底 DDR4 产能自原计划约 2 万片/月下修至约 1 万片，2026 下半年 DDR4 占其产能比重降至 5% 以下，逾九成产能转向 DDR5/LPDDR5。大陆供给侧是双向波动源：2025 年 11 月曾因倒货传闻使华邦电四个交易日回落 22%。

一、钱流：一场 100% 由价、0% 由量构成的涨价

这一轮钱是从哪里流进来的，决定了它是瓶颈租金还是周期重定价。

价格端（合约口径）：DDR2 合约价 2026Q2 环比涨约 55–60%，2026Q3 预计再涨 35–40%；常规 DRAM 整体 2026Q3 合约价环比 +13–18%（全 DRAM 加权口径，与 legacy 细分的 +50% 量级不冲突，分母不同）。NOR Flash 2026 上半年合约价翻倍，下半年预计再涨 60–75%。现货价已达合约价数倍，但现货是总出货中极薄的一层，只能当先行情情绪读数，不能外推为行业收入弹性。

量的一侧——关键在这里：南亚科 2026Q2 ASP 环比涨逾 60%，bit 出货量持平。营收 825.49 亿元（环比 +68.2%、同比 +684.2%），毛利率 79.49%。

一个 ASP 涨 60%、出货量零增长的季度，说明流进来的钱**全部来自存量需求被重新定价**，没有一分来自新增需求。这一段不是 AI 在买，是买方在为「买不到」付钱。

驱动端：三巨头 HBM 晶圆投入占其 DRAM 总晶圆投入的比重，2025 年底约 18% → 2026 年底约 22% → 2027 年底约 30%；同容量下 HBM 约消耗 DDR5 的 3 倍晶圆面积，且随 HBM4 的 256 banks 架构与 TSV 开销，这个倍数不会变好。晶圆被物理抽走，腾出的缺口落在原本就存在、增速平平的非 AI 终端上：工控与嵌入式主板、网通设备控制面、车规、机顶盒、低阶消费。买方的反应是降规格——用更低容量、更老世代去抢配额，于是 DDR2/DDR3 的「新一波需求」实际是从 DDR4/DDR5 被挤下来的替代需求，总需求没有增加。

月营收把波前画了出来（新台币亿元，公司申报合并营收口径）：

公司	定位	6月	7月	8月	8月同比	1-8月累计	累计同比
晶豪科 3006	无晶圆厂·DDR2/DDR3	48.45	67.85	79.05	+605.24%	359.03	+324.38%
钰创 5351	无晶圆厂·利基 DRAM	19.03	21.25	22.60	+525.32%	120.19	+488.92%
南亚科 2408	IDM·DDR4/LPDDR4	293.88	438.68	446.90	+560.85%	2,201.93	+638.19%
华邦电 2344	IDM·NOR + 利基 DRAM	205.96	267.73	273.09	+289.43%	1,521.78	+177.39%
旺宏 2337	IDM·NOR/ROM/SLC NAND	69.56	77.25	81.45	+218.53%	454.63	+149.14%

这张表有两个容易被读错的地方。

第一，同比增速的排序不是节点年龄的排序。南亚科做的是相对更新的 DDR4/LPDDR4，8 月同比 +560.85%、累计同比 +638.19% 反而最高。短缺不是沿节点年龄整齐地一级一级往下沉，而是**整条曲线同时抬升**。

第二，这条斜坡的起点是 2025Q4，不是 2026 下半年，而且它不是低基数的产物。晶豪科 2025 年 8 月营收为 11.21 亿元、同比 -2.26%，是一个正常月份而非崩塌基数；其同比增速自 2025 年 12 月的 +107.85% 起已连续九个月处在三位数以上（2026 年 1 月 +129%、3 月 +188%、5 月 +297%、7 月 +491%）。八月的 +605.24% 是同一条已跑了九个月的斜坡的最新读数，**不是一个新事件**。这一点同时排除了两种误读：它既不是去年基数太差造出来的数字，也不构成「波前刚刚到达最老节点」的证据。

二、价值链分层：需求源不在 AI 这一侧

这条链的特殊之处是它的需求源在供给侧。把五层摊开：

需求源	三巨头的 HBM 转产决策（非 AI 采购决策） + 原本存在、增速平平的工控/网通/车规/机顶盒存量需求
↓	
一级供应商	IDM：南亚科、华邦电、旺宏（自有晶圆厂，量价自主）
↓	
真卡口	晶圆配额本身 — 代工端：力积电、联电、世界先进
↓	
可投代理	无晶圆厂设计端：晶豪科、钰创（买不到晶圆即无货可卖）
↓	
已拥挤 / 未定价	已拥挤：晶豪科（52 周高点）、南亚科（距高 -5.2%） 相对未定价：代工端的调价尚未进入任何季度损益

三段的 α 性质完全不同，而把它们分开的尺不是「有没有自己的厂」，是**超额毛利的来源**：

- IDM 段 = 自有产能 × 合约主导权。**南亚科主导 DDR4 合约报价、毛利率终值 79.5%；华邦营益率 48.4% 创单季新高、2026/2027 产能已售罄。这一段的超额毛利没有外部对手方可以收回，是三类里

唯一可延续的一类——代价是它的量已经不增长了。

2. 代工段 = 亏损修复 + 一次尚未入账的调价。力积电 2024Q3 至 2025Q4 连六季毛利率为负，2026Q2 的 26.92% 里绝大部分是从 -9% 回到行业常态，不是稀缺租金——同期联电、世界先进本就在 28-33% 带内，调价只把它们推到带上沿，报表上只值 4-6pp。
3. 设计段 = 存货时间差。晶豪上半年卖的是已涨逾 40% 的合约价，用的是更早下单的低价在手晶圆。这一段的超额毛利有明确到期日：公司自己指出下半年新投产成本垫高、毛利率将略下滑。它同时受晶圆配额约束——现有代工产能仅能满足约六至七成客户订单，2026 年的产能供给是公司自陈的最大变数。

三、卡点：毛利率一阶导数阶梯，与那个反常的格子

把八家按毛利率从周期谷底到 2026Q2 的变化幅度排成阶梯（单位 pp，口径=毛利/营业收入，季度合并损益表）：

标的	段位	谷底毛利率	2026Q2 毛利率	Δ (pp)	超额毛利主要来源
南亚科 2408	IDM	-20.6%	79.5%	+100.0	自有产能 + 合约主导权
晶豪科 3006	无晶圆厂	3.9%	68.4%	+64.6	存货时间差（自述）
旺宏 2337	IDM	10.9%	64.4%	+53.5	自有产能（NOR 月调价机制）
钰创 5351	无晶圆厂	7.0%	52.2%	+45.1	存货时间差（无公司口径）
华邦电 2344	IDM	22.7%	65.5%	+42.9	自有产能 + 产能售罄至 2027
力积电 6770	代工	-9.1%	26.9%	+36.0	亏损修复；+45% 调价尚未入账
联电 2303	代工	26.7%	32.5%	+5.8	选择性调价
世界先进 5347	代工	27.5%	32.3%	+4.8	2026 年 4 月起调涨

这张阶梯的第一个读数： Δ 与谷底深度高度同向——谷底越深、反弹越大。所以 Δ 的绝对排名不能直接读成议价能力排名，它测的是「从多深的坑里爬出来」。

第二个读数，也是本篇的落点：力积电是唯一脱离这个规律的格子。它的谷底 -9.1% 是全表第二深，但 Δ 仅 +36.0pp，远低于谷底更浅的晶豪（3.9% 起步、 Δ +64.6pp）；它的 2026Q2 毛利率 26.9% 是全表最低，比两家同业代工厂还低 5-6pp。而恰恰是这一格，握着全链唯一一个具名、带幅度、带生效月份的行业性调价动作：记忆体晶圆代工报价自 2026 年 7 月起上调 45%、逻辑代工上调 10-15%，公司称效益自 10 月起反映于营收与获利，并称第三季逻辑代工需求已达公司产能的 1.4 倍。

定价权的判据是「谁能主动发起行业性调价」。按这条判据，定价权在代工端；按「加工增值落在谁的利润表」，2026H1 的答案是设计端。两者不矛盾——设计端吃的是一次有到期日的存货红利，代工端握的是一次还没入账的调价。 α 的交接尚未发生，它被排在 2026Q4 与 2027Q1 的损益表上。

真瓶颈四特征逐条：

1. **结构性供需失衡** ✓ ——三巨头 HBM 晶圆占比 18%→22%→30%，腾出的缺口短期无法回补，2026/2027 产能已售罄。
2. **替代不容易** ● ——在**晶圆配额**这一层成立（代工产能无法短期新增）；在**产品**这一层不成立，买方已经在用降规格、换世代的方式完成替代，这本身就是需求位移的证据。
3. **定价权在卖方** ✓ ——代工端可以单方面发起 +45% 调价；IDM 端主导合约报价；旺宏的报价机制已改为每月调整。
4. **AI 增量是主驱动** ● **未被量化证实**——在 **bit 口径**上量的增量为零：南亚科 ASP 涨逾 60% 而 bit 出货持平，增量需求是从上层节点被挤下来的替代需求；南亚科披露 AI 基础设施已占其营收逾 20%，但那部分是 DDR4/LPDDR4 进 AI 服务器周边，不是 DDR2/DDR3/PSRAM。但**需求侧并非与 AI 完全无关**：钰创已把 AI 记忆体生态（MemorAiLink 平台）与异质整合作为产品线定位，其 RPC inside G120 子系统把 RPC DRAM、控制器与 3D 深度影像 IC 做 SiP 整合、减少逾五成接脚与九成 PCB 面积，面向机器人与无人机的空间感知。这部分没有可量化的 bit 增量口径，因此不计入本篇的量价拆分，但足以使「纯供给侧、与 AI 无关」这个定性不成立。

四特征命中 2.5/4，④ 降为未被量化证实。结论与分类轴一致：这是供给退出型真短缺，不是 AI 需求直驱的真瓶颈。它的可持续性不取决于 AI capex 斜率，取决于三家厂商的晶圆再配置决策——这是与 HBM 链完全不同的风险因子，不能用同一套 AI 瓶颈逻辑给它定倍数。

四象限落位：真卡口（晶圆配额）在代工端，但 ④ 不成立使其瓶颈纯度封顶；真正可投的那一格（代工）估值已预付调价；毛利率 Δ 最大的那一格（设计端）超额毛利最不可延续。全簇落在「真短缺 × 已定价」这一格，对应的动作是观察与择时，不是建仓。

四、受益链：谁吃到、吃的是哪一类钱

环节	最受益标的	吃到的是哪一类钱	可延续性	方向
自有产能 IDM·DDR4	南亚科 2408.TW	合约主导权 + ASP（量零增长）	取决于三巨头不回补	●
自有产能 IDM·NOR/利基	华邦电 2344.TW	产能售罄至 2027 + 月 度调价	三元结构防御相对好	●
自有产能 IDM·NOR	旺宏 2337.TW	月调价机制	距 52 周高点 -34.0%， 已回落	●
晶圆配额（真卡口）	力积电 6770.TW	+45% 调价，10 月起入 账	尚未进入任何季度损益	●
晶圆配额（同业）	联电 2303 / 世界先进 5347	选择性调价，报表上值 4-6pp	本就在常态带内	●
无晶圆厂设计端	晶豪科 3006 / 钰创 5351	存货时间差	有到期日（下半年成本 垫高）	●
上游 HBM 本体（对 照）	SK 海力士 000660.KS / 美光 MU	AI 需求直驱	风险因子完全不同	● 对 照

HBM 份额战是这条链的上游注脚：HBM 营收份额 2025Q2 SK 海力士 64% / 三星 15% / 美光 21%，2026Q2 已变为 **SK 海力士 50% / 三星 33% / 美光 18%**，差距从 49pp 收窄到 17pp（营收份额口径，三星的跃升含 HBM4 的 ASP 效应，不等于出货量份额同幅变化）。**从垄断转入份额战，意味着三巨头继续把晶圆往 HBM 搬的动机在变化——**这既是 legacy 缺口延续的支撑，也是它的风险来源。

五、公司卡（7 行 · 三格各一家）

力积电 6770.TW — 真卡口，但估值不在报表上 ●

- **位置：**台系利基 DRAM 与 SRAM 的主要代工承接方，记忆体业务 2026Q2 占营收突破五成。
- **为什么重要：**全链唯一能单方面发起行业性调价的一格（记忆体代工 +45%、逻辑 +10-15%，2026 年 7 月生效，为当年第二轮）。
- **为什么被看漏：**毛利率 26.9% 是全表最低，Δ +36.0pp 低于谷底更浅的设计端，表面上像是这轮涨价的落后者。
- **证据：**2026Q2 营收 172.90 亿元（环比 +27%、同比 +53%），第三季逻辑代工需求达产能 1.4 倍，产能利用率接近满载。
- **估值状态：**表观 PE 25.2 倍是一次性项造成的——2026Q1 净利 142.3 亿元对应营业利益 -11.4 亿元，非经营性项 +153.7 亿元。该笔为出售苗栗铜锣 P5 厂，现金流量表同季非现金项目约 -153.5 亿元与之几乎等额对冲，确证为处分性质。剔除后 2026H1 营业利益仅 14.4 亿元，按 H1 营业利益年化

约 121 倍、按 2026Q2 单季营业利益年化约 34 倍；若按 TTM 经常性净利口径则约 760 倍，且 2025Q4 另有一笔 37.6 亿元业外收益性质未取得，纳入后该口径可能为负。**不是便宜货，且是全簇唯一股价与报表脱钩的一格**（近 12 个月 +311% vs 8 月营收同比 +76%）。

- **催化 (3/6/12 月)**：2026Q4 损益首次包含 +45% 调价；自研 OneX DRAM 制程放量；记忆体与逻辑代工的内部产能分配。
- **反证**：调价落地时若下游已开始砍单，45% 的名义幅度会以出货量下滑的形式被抵掉；自有品牌与代工客户的产能分配未有公开表述。

晶豪科 3006.TW — 毛利率阶梯第二，来源最不可延续 ●

- **位置**：无晶圆厂利基存储设计，DDR2 与 DDR3 各占营收逾 20%、合计约 45%，DDR4 仅约 5%，加 MCP/Flash 合计约占记忆体产品 90%。
- **为什么重要**：最老节点供给真空的最纯承接者，8 月营收同比 +605.24%、1-8 月累计同比 +324.38%。
- **为什么被追捧**：2026Q2 毛利率 68.41%（环比 +21.2pp）、营益率 51.43%、单季 EPS 20.21 元，连两季创历史新高。
- **证据**：2026Q2 营收 139.46 亿元，已超过 2025 年全年的 145.75 亿元的九成五。
- **估值状态**：按 2026Q2 净利年化约 3.7 倍——这是峰值盈利摊出来的假便宜，不是折价。**公司自述上半年受惠低价库存、下半年新投产成本垫高**，即这个分母自己会变小。
- **催化 (3/6/12 月)**：2026Q4 毛利率是否如公司所示回落；代工配额能否从六至七成的满足率往上走。
- **反证**：若 2026Q4 毛利率在新投产成本下仍继续扩张，则设计端确实握有终端定价权、代工端只是成本项，本篇的交接判断需要整体收窄。

南亚科 2408.TW — 毛利率终值最高，量的增量为零 ●

- **位置**：纯 legacy DRAM IDM (DDR4/DDR3/LPDDR4, DDR5 占营收约一成)，主导 DDR4 合约报价。
- **为什么重要**：毛利率 Δ +100.0pp 全簇第一、终值 79.49% 全簇最高，8 月营收同比 +560.85%。
- **为什么要打折看**：ASP 涨逾 60% 对应 bit 出货持平。这是纯价格弹性，没有份额或需求的增量。
- **证据**：2026Q2 营收 825.49 亿元（环比 +68.2%、同比 +684.2%），营益率 73.7%，净利 501.92 亿元；AI 基础设施占营收逾 20%（DDR4/LPDDR4 进服务器周边）。
- **估值状态**：按 2026Q2 净利年化约 8.9 倍；2027 年共识每股盈余 98.96 元对应约 5.2 倍。低倍数定价的正是「峰值盈利还能再上一台阶」这个赌注本身，不是折价。**股本须用 34.50 亿股而非 30.99 亿股**——2026 年 4 月 8 日完成 787.2 亿元私募（3.5159 亿股、223.9 元/股、占募后 10.19%，认购方为四家客户并绑定供货），市值因此为 17,768 亿元而非 15,958 亿元；台湾私募股三年内不得转让，**这 10.19% 锁至 2029 年 4 月**，有效流通盘被压缩、价格波动被放大。
- **催化 (3/6/12 月)**：新厂 2027 年初装机、2027 年底起贡献，2-3 年内产能较现况增加约 80-100%；2026 年资本支出 500 亿元、2027 年初步规划 200 亿元以上。
- **反证**：公司自己的扩产就是缺口的终结者——产能增加 80-100% 与「缺口延续到 2028」不可能同时成立到底。

六、情景（方向与赔率）

情景	核心假设	2026Q4–2027Q1 报表形态	标的动作
● 牛（约三成）	供给退出不回头，2027 紧张度高于 2026	代工毛利率因 +45% 跳升，且设计端毛利率在成本垫高下仍扩张	代工端升格为核心观察；设计端的定价权判断成立
● 基准（约五成）	α 按时交接	代工毛利率跳升，设计端毛利率回落	全簇维持观察；交接完成后代工端才进入可建仓讨论
● 熊（约两成）	legacy 产能回补，或下游砍单	代工 +45% 被出货量下滑抵掉，设计端量价齐跌	全簇按周期顶部处理；IDM 的自有产能是唯一缓冲

定价轴与分类轴分开看：价格位置上，截至 09–10 收盘，晶豪科是全簇唯一站在 52 周高点的标的（距高 0.0%、近五日 +12.6%、近六月 +90.8%），其余全部已从高点回落——钰创 -14.8%、南亚科 -5.2%、力积电 -16.9%、华邦 -19.1%、联电 -18.8%、世界先进 -24.9%、旺宏 -34.0%、美光 -19.4%。最末一棒站在最高处，而它的超额毛利来源最先到期。

2026–09–11 当日，加权指数 -2.35%、台积电 -1.84%、SK 海力士 -3.78%、三星 -4.00%，晶豪科 -7.21%（超额约 -4.9pp）。宏观侧 VIX 17.84（五日 +24.6%）、美债 10 年期 4.96%、美元指数 99.07、高收益债仅 -0.46%——利率驱动的仓位重定价，信用面未出现压力。代工端力积电同日 -3.40%，世界先进的 09–11 报价未取得（实时源对该档滞后一个交易日），故本篇不对「资金是否转向代工端」作任何单日判断；当日本身也没有可归因的专属事件，不为这一天指定因果。

但「边际定价者已经从短缺切换到仓位口径」这件事，有两个带日期的可核查读数：2026 年 6 月 8 日，本土投顾把华邦电、南亚科等四档记忆体由买进降为区间操作，理由明写供需结构与价格趋势并无转弱、而是近期系统性市场风险偏高——这是按仓位与风险口径降评，不是按基本面降评；2026 年 9 月 2 日至 3 日，晶豪科公布 8 月营收同比 +605% 当日一度涨停后开高走低，南亚科 8 月营收再创新高当日回落 7.82%、外资三个交易日卖超逾十万张，法人归因存货与出货控管。报表最强的那几天就是价格最弱的那几天，这个形态已重复出现。

七、风险与反证（什么条件出现，会推翻本篇结论）

风险 / 反证条件	具体可观察信号	触发后的处置
原厂回补 legacy 产能 (最强单一反证·已发生一次)	三星 1z 节点 DDR4 延寿至 2026 年 12 月、SK 海力士无锡增产已是既成事实；再出现新一轮延长或复产公告	供给退出前提失效，全簇按周期顶部处理
峰值盈利提前结束（涨幅已在收敛）	2026Q3 常规 DRAM 合约价季增已收敛至 13–18%、晶豪科自身指引 Q3 合约价持平到小涨、云厂库存自 Q2 起升高；进一步的信号是合约价环比转负、现货先跌破合约	按 2–6 倍自建年化倍数的标的同步重定价，分母自己会缩小
双重下单与通路囤货虚增需求	配给制下客户向二、三供重复下单；模组厂与通路商以财务杠杆囤实体模组，接单量超过实际消费量	出货量读数不可采信，改以终端出货而非接单定性
调价落地被出货量抵掉	2026Q4 力积电毛利率未因 +45% 跳升	代工端的定价权判据不成立，阶梯的反常格子需重解
设计端毛利率继续扩张	2026Q4 晶豪毛利率超过 68.4%	存货时间差的定性需收窄，设计端可能确有终端定价权
量价关系反转	南亚科或同业出现 bit 出货明显增长	④ AI 增量不成立这条判断需重新检验
持有人结构清算	这一簇出现与基本面读数无关的连续放量下跌	按仓位事件处理，不据此调整分类轴判断

两项需要单独说明的数据分歧：

- 前瞻倍数口径并行。**晶豪科与钰创的第三方共识每股盈余字段不可用（取回值与股价量级不自洽），第三方前瞻市盈率字段与同源的每股盈余预估互相矛盾（华邦一处给出 50 倍、而同源 2027 年每股盈余预估 52.28 元对应仅 3.43 倍）。本篇正文**一律改用自建口径**：市值 ÷（最近一季净利 × 4），并在涉及 2027 年时单独标注共识每股盈余的来源与对应倍数。两套口径并行列出，不混用。
- 表观倍数在这一簇是双向失真，两个方向都要说。**向下失真：滚动十二个月口径仍混入 2025 年的亏损季，因此 trailing 倍数**低估**当前运行率盈利约 2–4 倍（旺宏交易所口径 29.0 倍看起来最贵，按 2026Q2 净利年化仅 7.8 倍）。向上失真：本篇采用的「最近一季净利 × 4」是把**峰值季度**年化，它给出的 3.7–8.9 倍同样不是折价。**真正把峰值价格外推的那一层在 2027 年共识上**（旺宏 2.9 倍、华邦 3.4 倍、南亚科 5.2 倍），而这些共识的离散度已自证其不具定价效力——旺宏 2027 年每股盈余预估区间 11.15 至 67.00 元（六倍差），南亚科 50.86 至 145.96 元（2.9 倍差）。**离散度这么大时，共识均值不构成任何一方的论据**，故本篇只把它当「市场拒绝给峰值盈利倍数」的证据，不当估值锚。
- 最老节点的价格透明度。**DDR2 有合约价涨幅口径（2026Q2 +55–60%、2026Q3 预计 +35–40%）；**SRAM 与 PSRAM 不存在公开价格指数**，本篇不为这两类给出涨幅数字，改以 NOR Flash 合

约价（上半年翻倍、下半年预计再涨 60–75%）与华邦产能售罄至 2027 作为邻近代理读数。DDR3 无独立合约价口径，可得的是与 DDR4 合并的约 +50%。

八、行动清单

现在买什么：无。本篇不产生建仓动作。

重点观察（两项，都有明确日期）：

1. 2026Q4 力积电毛利率是否因 +45% 调价跳升——这是 α 是否交接的唯一直接读数，也是全篇最关键的单一数字。
2. 2026Q4 晶豪科毛利率是否如公司所示回落——与上一项构成一对反向验证；两项同时成立则基准情景确认。

只监控不买：南亚科、华邦电、旺宏。三者的超额毛利可延续性最高，但量的增量为零、2027 共识已把峰值盈利再上一台阶写进价格。

绝不追：晶豪科、钰创。不是因为论点不成立，是因为超额毛利来源有明确到期日，而价格站在最高处。

下次看这五个数据：①2026Q4 力积电毛利率与营业利益（剔除非经营性项）②2026Q4 晶豪科毛利率 ③南亚科 bit 出货量环比是否脱离持平 ④2026Q4 常规 DRAM 合约价环比方向 ⑤三巨头与长鑫存储的 legacy 投片公告。

哪个信号出现要重写结论：任一家原厂宣布恢复 legacy 节点投片。

九、附录 A：来源 · 口径 · 免责（数据披露）

来源置信度表

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
五家月营收与 2026Q2 季度财务	公司申报合并营收；季度合并损益表（付费基本面接 口）	2026-09-11 取数	新台币亿元；月→季闭合 自校验通过	A-（准一手：引述公司公告，未走申报原始页）
毛利率阶梯八家季度序列	季度合并损益表，毛利 ÷ 营业收入	2026-09-11 取数	同一算法跨标的可比；力积电公司口径 28% 与本表 26.9% 差约 1pp	A-
南亚科 ASP +60%、bit 出货持平	公司法说会	2026Q2	量价拆分	A
力积电 +45% / +10-15% 调价与 10 月入账	公司法说会（多源转述一致）	2026-07-14	投片价涨幅，非毛利率涨幅	B+（无调价函原件）
HBM 晶圆占比 18/22/30%	产业研究机构	2026-06-02	三巨头 HBM 占自身 DRAM 总晶圆投入	B+
HBM 约 3 倍 DDR5 晶圆面积	美光技术发表	2026-08-23	同容量晶圆面积；另有按 GB 产能占用的 4 倍口径，不混用	A（公司口径）
DDR2 合约价 +55-60% / +35-40%	产业研究机构	2026-06-22	合约价，非现货	B+
HBM 营收份额 64%→50%	产业研究机构逐季序列	更新 2026-09-01	营收份额，非出货量份额；另有 62% 的不同读数	B+
原厂 DDR2/DDR3 停产	渠道与机构口径	2025-2026	无原厂公告原件；DDR4 时间表曾被推迟	C
三星 1z DDR4 延寿至 2026-12、SK 海力士无锡增产	媒体与供应链	2025-08 / 2025-09	产线寿命延长，非新增产能公告	C+
长鑫存储 DDR4 产能下修、逾九成转 DDR5	机构与供应链估算	2025-12 / 2026	产能片数为估算值，非公司披露	C
晶豪科 2025 年月营收基数（2025-08 为 11.21 亿、同比 -2.26%）	公司申报月营收	2025	与 1-8 月累计同比 +324.38% 反算自治	A-
投顾 2026-06-08 降评四档、按系统性风险非基本面	媒体转述投顾报告	2026-06-08	仓位口径降评	C+
钰创 AI 记忆体生态定位与 RPC inside G120	公司官网与公司发表	2025-12 / 2026	产品线定位，无可量化 bit 增量口径	B（定性）

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
2026Q3 合约价涨幅收敛至 13–18%、云厂库存升高	产业研究机构与媒体	2026–07	全 DRAM 加权	B
晶豪、钰创与代工方的产能保证协议	二手财经内容	—	期限、片数、预付款条款均无一手披露	C（本篇不据此推论）
2027 年共识每股盈余	第三方共识字段	2026–09–11	与同源前瞻市盈率字段矛盾，仅用每股盈余、不用其前瞻倍数	C

口径说明：① 金额单位统一为新台币亿元，非美元。② 全部倍数为自建口径（市值 ÷ 最近一季净利 × 4），涉 2027 年者单独标注共识每股盈余。③ 毛利率为毛利 ÷ 营业收入，跨标的同一算法。④ 现价为 2026–09–11 盘中实时读数，涨跌幅一律按复权收盘价计算，已确认期间无分割记录。⑤ 净利含一次性项者（力积电 2026Q1）已在正文拆出，不计入经常性估值。⑥ 毛利率存在约 1pp 的口径差：晶豪科 2026Q2 公司口径 68.7%、力积电公司口径 28%，本篇阶梯表为保证跨标的同一算法，统一采用季度合并损益表反算值（68.4% / 26.9%），差异不影响排序。⑦ **数字三道关自评：**本篇数字已逐项通过量级一致性、单位显式化、双源或公司公告三道检查；月营收与季度财务的闭合校验逐家通过，晶豪科 2025 年基数与累计同比反算自洽。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部出品，仅供内部研究讨论，不构成任何证券买卖要约或投资建议。报告中的前瞻判断基于当前可得信息与假设，实际结果可能存在重大差异。涨幅数据为区间价格变化，非持有回报。投资者应独立判断并自行承担风险。

附录 B：全簇价格位置与自建倍数（2026-09-11）

标的	现价	当日涨跌	近5日	近6月	近12月	距52周高	谷底至高点	年化当季 PE	2027 共识 PE
晶豪科 3006.TW	289.5	-7.21%	+12.6%	+90.8%	+446.4%	0.0%	+447%	3.7x	字段不可用
钰创 5351.TWO	115.5 ⚠️	-2.12% ⚠️	+5.0%	+85.1%	+247.4%	-14.8%	+320%	6.0x	字段不可用
南亚科 2408.TW	495.0	-3.88%	+7.9%	+115.0%	+1001.6%	-5.2%	+1089%	7.9x	5.2x
华邦电 2344.TW	173.0	-3.62%	+6.2%	+65.5%	+788.9%	-19.1%	+1019%	8.3x	3.4x
旺宏 2337.TW	119.5	-2.45%	+4.7%	+23.7%	+514.0%	-34.0%	+842%	7.8x	2.9x
力积电 6770.TW	71.0	-3.40%	+8.4%	+11.2%	+359.4%	-16.9%	+478%	26.6x (含一次性)	9.2x
联电 2303.TW	139.5	-2.11%	+14.0%	+139.2%	+255.7%	-18.8%	+338%	10.6x	19.8x
世界先进 5347.TWO	161.5 ⚠️	+2.87% ⚠️	+9.9%	+53.7%	+81.6%	-24.9%	+150%	—	—
美光 MU (对照)	977.41 ⚠️	-4.90% ⚠️	+2.2%	+133.6%	+599.3%	-19.4%	+768%	—	—

口径分离：现价与当日涨跌为 2026-09-11 盘中实时读数，标 ⚠️ 的三档例外——钰创、世界先进、美光的实时源滞后一个交易日，其「现价」与「当日涨跌」实为 **2026-09-10 收盘及当日涨跌**（判据：该三档实时报价与 09-10 复权收盘完全相等），**不可与其余六档同日比较**；美光为美股，09-10 收盘本就早于台股 09-11 一个交易时段。南亚科市值按回填后 34.50 亿股计算。近 5 日 / 6 月 / 12 月、距 52 周高、谷底至高点均为 **2026-09-10 收盘复权口径**，两列不可混读（以晶豪科为例，按 09-11 的 289.5 计算则距 52 周高为 -7.2%）。谷底至高点涨幅为 52 周区间内最低价至最高价的价格变化，非持有回报。力积电年化当季 PE 含非经营性项，经常性口径见第五节。

涌现资本产业研究部 · 2026-09-11