

毛利税

内存涨价的毛利税——沿合同结构切开的下游，谁转嫁得掉，谁在替全行业买单

上游内存原厂受益已是共识，真正未被定价的是这笔成本落地时的分布。它不按产业层级分摊，而是沿「合同结构」这条断层线切开：能改价的、能把物料风险还给客户的、有库存时间差的，不交税；没有长约保护的消费终端、毛利垫只有 4-6% 的台系 ODM、以及被整机出货量下滑二次打中的配套芯片商，是真正的税基。全行业目前只有一家公司拿出转嫁效率的量化口径，这个披露不对称本身就是答案。

30秒结论卡

一句话判断：这轮内存涨价的成本不是按行业均摊的，而是沿「合同结构」切开的——谁能改合同、谁能改价格、谁有库存时间差，谁就不交税。

机会状态：● 观察为主。承担端是回避清单而非做空清单；收税端多为商品周期票，● 仅给成本免疫的按量收费层。

市场错在哪：

1. 把涨价读成一条线性的成本传导链，按"离内存多近"排队。真实的分界线是合同结构：签了多年期长约的云客户被锁价保护，涨价压力被整体推给没有长约的买家——3Q26 PC DRAM 合约价区间已上移到服务器段的上沿之上（PC +15~20% vs server +13~18% QoQ），价格外溢的方向与直觉相反。
2. 把"不采购内存颗粒"等同于"不受影响"。第二段传导走的是量而不是价：聚辰股份不买颗粒，1Q26 营收还增 7.25%，归母净利却是 -69.0%，公司自己把原因写成存储颗粒供应紧张与涨价压住了 PC/手机端。
3. 把模组厂的利润当定价权。上行段的利润来自低价库存对高价售价的重估，江波龙 1Q26 毛利率 55.53% 的同时经营现金流为负。价格一见顶，同一批存货就从利润变成减值。

重点标的：澜起科技 688008 ● · RMBS ● · SIMO ● · DELL ● （承担端最优）· HPQ ● · ANET ● · 聚辰 688123 ● · 广达 2382.TW ●

最大反证：上一轮内存周期里规模型 OEM 根本没被打崩——HP 个人系统业务经营利润率在 2017-18 涨价周期中从 3.6% 走到 3.7%。本轮唯一的区别是"涨价且失量"而非"涨价但有量"；若 2026 年 PC 出货 -11.3%、手机 -13.9% 这组下滑不成立，本篇论证塌掉一半。

一、投资要点

一句话框架：内存涨价是一笔沿合同结构征收的税，税率由「你能不能改价」决定，而不是由「你离内存多近」决定。

核心观点	方向
涨价斜率已在 3Q26 收敛，但成本水位停在高台，下游报表压力才刚开始	●
长约把云客户挡在税外，压力整体外溢给无长约的 PC 与消费端	● 对消费终端
台系 ODM 的毛利垫薄于涨价绝对额，只能靠改合同而非改价格自救	● 机制待证
不采购内存颗粒不等于免疫，第二段传导走「量」不走「价」	● 对配套芯片层
按模组数量收费的接口与主控层是唯一成本免疫的结构性受益格	●
利基内存与模组厂的超额利润来自商品周期与库存时间差，不是定价权	● 高β

二、钱流：价格斜率在放缓，水位在高台

读这轮内存价格必须把“斜率”和“水位”分开。合约价环比涨幅的高点已经过去，但成本基数是被前两个季度抬上去的，下游的报表压力才刚开始兑现。

季度	常规 DRAM 合约价 QoQ	NAND 合约价 QoQ
1Q26	+93~98%	约 +60%
2Q26	+58~63%	+70~75%
3Q26	+13~18%（服务器段）	+10~15%

1Q26 DRAM 行业单季营收 970 亿美元、环比 +81%，与合约价近乎翻倍、位元出货受限的结构互相自洽。

供给侧的根因是位元蒸发，不是需求侧的一次性脉冲：HBM 占三大原厂 DRAM 晶圆投片的比重为 2025 年 18%、2026 年 22%、2027 年 30%，而 HBM 贡献的位元只占 DRAM 总位元的 8%、9%、13%。同样的晶圆，产出的位元越来越少，差额就是通用 DRAM 的缺口。2026 年 DRAM 资本开支约 613 亿美元（+14% YoY）、NAND 约 222 亿美元（+5% YoY），钱主要流向制程与堆叠层数而非新增位元，2026 年内无解。随 HBM die size 增大，这种挤出在 2027 年只会加剧。

这条供给线索决定了本篇的分岔口径：**服务器与企业级 SSD 段是 AI 需求直驱的真短缺，下游需求刚性且已用长约锁价；PC、手机、消费与嵌入式段是 HBM 抢晶圆造成的挤出型短缺，下游需求价格弹性高且无长约保护。**毛利税的税基全部落在后者。

涨价停止不等于成本回落。前两个季度已经把 2026 全年的成本基数抬高，低价库存层耗尽之后，压力才会完整进入报表。

三、价值链五层图与判定四问

价值链沿成本流向排开：**内存原厂 → 模组与利基供给 → 整机与设备制造 → 品牌终端 → 最终需求方**。这条链上真正的卡点不在任何一段制造能力上，而在合同——卡点是「谁签到了长约」。长约把价格风险锁在原厂一侧，没签到的人替签到的人付钱。

不按行业排队，按下面四问逐家过筛。四问全过为豁免层，全不过为税基层。

- 定价权来源：**直销可即时重定价 > 品牌溢价加高终端毛利 > 渠道压货型 > 加工费型 > 年降长约型。
- 合同结构：**客户供料（不承担物料价格风险）> 成本加成 > 自购物料转卖 > 已签固定价长约。
- 需求弹性：**企业与商用客户能接受涨价 > 云厂商刚性 > 消费与交易型客群一提价就杀量。

4. **内存在 BOM 里是直通项还是吞毛利项**：直通可外推；吞毛利则要看毛利垫是否厚于涨价的绝对金额。

第四问是台系 ODM 的死穴：毛利率 4–6% 的生意面对物料大涨，涨价的绝对金额足以吞掉整个毛利垫，而加工费模式没有把成本外推的通道。

四、传导链逐层拆解

第 0 层 · 收税方（本篇对照锚，非主线）：原厂、利基内存厂、模组厂。

第 1 层 · 结构性豁免。云厂商不把内存记成成本税而是资本开支项，Meta 已把它显式写进上调后的 2026 年资本开支指引 1,250–1,450 亿美元，管理层归因于零组件尤其是内存。按模组数量收费的配套 IP 与主控芯片同样免疫：不采购颗粒，收入随 DDR5 渗透率与模组出货走。

第 2 层 · 转嫁得掉但有代价。全行业唯一给出转嫁效率量化口径的是 Dell：常态下投入成本上涨可在 90 天内回收约三分之二，管理层同时明说现在不是常态、需要非常手段；既有合同期内的涨价由自己承担，PC 端提价过早已经看到需求被压制。

第 3 层 · 靠时间差撑着。HP 给出了全行业唯一一个 A 级的下游成本占比：内存加存储占 PC 物料成本的比重由 15~18% 升至全年估计约 35%。FY26Q2 毛利率 20.9% 仍在同比上升，但管理层自认个人系统业务经营利润率将在 FY26Q4 见底，机制正是低价战略库存耗尽。这一层的报表好看是暂时的。

第 4 层 · 转不掉，只能改结构。台系 ODM 的唯一解药是把自购物料改成客户供料，把价格风险还给品牌客户，代价是营收规模同步缩水。注意这会制造一个陷阱：转成客户供料后毛利率因分母变小而变好看，但绝对利润未必增加。

第 5 层 · 真正的税基。消费终端与网通设备。Arista 管理层明说自行吸收了大部分成本上升而不是全额转嫁给客户，并判断供应紧张会持续一到两年而非几个季度；Cisco 把 DRAM 成本列为产品毛利率的压力项；小米 1Q26 手机 ASP 同比 +8.2%，营收却 -10.9%、经调整净利 -43.1%，是量价双压的标准形态。

第 6 层 · 量毁灭。这是本篇最反直觉的一格：不买内存也会受伤。聚辰股份做的是随模组与整机数量挂钩的配套芯片生意，1Q26 营收 +7.25%、归母净利 -69.0%，公司季报把原因写成存储颗粒供应紧张与价格大幅上涨导致 PC 与手机端承压、AI PC 升级周期放缓。同源佐证是 Silicon Motion 管理层把 2026 年 PC 出货预期从下滑 5–10% 下修到下滑 10% 以上。内存税以打掉整机出货量的形式，传导给了完全不采购内存的一层。

五、承担端标的表

价格为 2026-07-29 收盘（美股、台股为 EODHD 实时口径；A 股、港股为腾讯行情）。

Ticker	公司	现价	当日	内存敞口（仅一手披露）	方向
DELL	Dell Technologies	\$369.64	-5.73%	未披露占比；常态 90 天回收约三分之二投入涨价，既有合同自吃	● 阵营内最优
HPQ	HP Inc.	\$28.41	+0.42%	内存加存储占 PC 物料 15~18% → 全年估计约 35%；PS 利润率 FY26Q4 见底	●
ANET	Arista Networks	\$157.97	-6.92%	管理层明说自行吸收大部分、不全额转嫁；1Q26 毛利率 62.4%	●
SMCI	Super Micro	\$25.70	-9.67%	明示 CPU/GPU/内存行业性短缺；毛利由订单结构而非议价力决定	●
688123	聚辰股份	¥114.64	-0.49%	不采购颗粒；1Q26 营收 +7.25%、归母净利润 -69.0%	● 量毁灭
1810.HK	小米集团	HK\$31.48	-1.25%	1Q26 营收 -10.9%、经调整净利 -43.1%，ASP +8.2%	●
0992.HK	联想集团	HK\$22.64	-1.48%	FY25/26 全年毛利率 15.4%，缓冲垫最薄	●
2382.TW	广达	NT\$284.0	-8.24%	1Q26 毛利率 4.78%，管理层归因机柜组合切换	● 机制待证

其余承担端标的（Apple、Cisco、鸿海、纬创、华硕、宏碁、海康威视）见附录 A。

六、豁免与收税端标的表（受益链）

Ticker	公司	现价	当日	机制	方向
688008	澜起科技	¥202.94	-2.20%	不买颗粒，按模组量与子代迭代收费；1Q26 互连类毛利率 71.5%	●
RMBS	Rambus	\$82.81	-5.63%	按 DDR5 模组数量收费；1Q26 产品收入 \$88M (+15% YoY)	●
SIMO	Silicon Motion	\$209.68	-5.30%	主控不承担颗粒成本，已从三家原厂锁到配额	●
META	Meta Platforms	\$585.61	-1.31%	记入资本开支与折旧，不进毛利；2026 指引 \$125-145B	● 资本开支侧
2408.TW	南亚科	NT\$363.5	+2.83%	2Q26 毛利率 79.5%，销量与上季持平，增长全部来自价格	● 商品周期
2344.TW	华邦电	NT\$131.0	+0.77%	1Q26 营收 +91.3%、毛利率 53.4%；原厂退出成熟制程后的替代供给	● 商品周期
603986	兆易创新	¥358.77	-1.44%	身份是原厂不是买家，不属下游	●
301308	江波龙	¥328.62	-0.31%	库存重估而非定价权，经营现金流为负	● 高β·拐头即反向

其余（旺宏、东芯、佰维、德明利、Marvell、三大云厂）见附录 B。

这一层最重要的一句话：南亚科 2Q26 销售量与上季持平、涨幅 100% 来自价格，这是最干净的反护城河证据——真瓶颈应该量价齐升。本轮利基内存的超额利润是供给侧退出驱动的商品周期，目前没有一手证据支持其中任何一家具备可持续的切换成本护城河。

七、重点公司卡

Dell (DELL)：承担端里唯一有量化转嫁口径的公司，也因此是这一层的定价参照。直销结构允许频繁重定价，商用客户接受度高。反证是提价过早已压制 PC 端需求，且既有合同期内的涨价无法回收。注意其财年领先自然年一年。

HP Inc. (HPQ)：全篇量化地基压在它一句电话会披露上。四把缓冲刀（差异化重定价、产品重构、认证低成本替代件、消耗低价库存）都在用，但管理层自己把见底时点指到 FY26Q4——这是全行业最明确的一个可检验时间戳。

Arista (ANET)：毛利率 62.4% 的公司主动选择吸收成本而不是转嫁，说明它把客户关系的价值排在短期毛利之上；这既是护城河的证据，也是本轮利润会被压缩的直接自述。

聚辰股份 (688123)：本篇的机制样本。它证明了毛利税的第二段路径是量毁灭而不是成本上升，也意味着任何按整机出货量收费的配套芯片商都在这条链上，无论它是否采购内存。

澜起科技 (688008)：结构上最干净的豁免标的——零颗粒成本、收入随 DDR5 渗透率与子代迭代增长、互连类毛利率还在扩张。需要注意的是主业真实增速与营收增速同量级，归母净利增速里含非经常性损益，不宜按利润增速给估值。

八、情景与风险反证

三种情景下的应对：**熊（价格 4Q26 转跌）**——承担端压力解除，收税端与模组厂反向计提，本篇分层失效，观察池全部降级；**基准（价格高位横盘）**——成本基数留在高台，承担端 2H26 至 2027 报表逐季恶化，豁免层继续按量收费，维持当前分层；**牛（2027 挤出加剧）**——HBM 晶圆占比升至 30% 使通用 DRAM 缺口扩大，税基层被迫二次减配与提价，量毁灭扩散到更多配套芯片商。

反证条件	一旦成立，本篇哪部分作废
4Q26 合约价转平或回落	毛利税只是两个季度的脉冲，下游一次提价即可消化，分层没有投资含义
PC -11.3%、手机 -13.9% 的出货下滑不成立	本轮与上一轮的唯一区别消失，"转不掉"整层被推翻（上轮 HP PS 利润率 3.6%→3.7%）
台系 ODM 后续法说会持续不把内存列为主因	第 4 层因果未闭合，整层需重写
客户供料迁移普遍完成	ODM 毛利率会因分母变小而改善，据此看多会买错
价格见顶	模组厂利润在一个季度内由库存重估转为减值， ● 变 ●
HP 的降本与锁价执行到位	约 35% 的物料占比不会真正落到损益表

九、行动清单

- **现在看**：成本免疫的按量收费层（688008 / RMBS / SIMO）是唯一结构性受益且不依赖价格方向的一格。
- **只监控不买**：利基内存与模组厂。财报会极度好看，但那是商品周期与库存时间差，不是定价权。
- **绝不追**：以"存储概念"定价但存储敞口实际很小的标的，以及分销通道型公司——通道在短缺期赚的是租金，价格回落时反向最快。
- **下次看这五个数据**：① 4Q26 合约价预测斜率是否转负；② HP FY26Q4 个人系统经营利润率是否如管理层所言见底；③ 台系 ODM 法说会是否首次把内存列为毛利主因；④ 模组厂存货周转天数是否停止下降；⑤ 配套芯片层（聚辰一类）营收增速与整机出货的背离是否扩大。

- **哪个信号出现要重写结论：**任一家台系 ODM 披露客户供料在合约中的占比。这是本篇风险搬家叙事的核心机制，目前无一家披露。

十、数据冲突与口径

项目	口径处理
3Q26 「+13~18%」	是服务器 DRAM，不是 DRAM 整体。与 PC 段的 15~20% 区间重叠（公共区间 15~18%），只有中点呈现高低之分，正文表述为"区间上移"而非"反超"
原厂提价幅度 vs 合约价涨幅	三星 3Q26 DRAM 提价最高 20%、LPDDR 超 20%，模组厂口径 DRAM +20~30%、NAND +35~40%，与合约价均值口径不矛盾，差异恰恰来自有无长约
内存占 BOM：8~10% vs 约 35%	时点差异（涨价前常态 vs 2026 年当期）与是否含 NAND，不可混用
手机出货 -13.9% vs 市场规模 -1%	前者是数量口径，后者是金额口径（量跌价升）
季初预测 vs 季末实现	1Q26 DRAM 预测 +90~95%、实现 +93~98%；NAND 预测 +33~38%、上修 +55~60%。引用须标明
鸿海与工业富联	敞口高度重叠，并列会重复计票，本篇只取其一
短缺持续时长	可追溯的一手表态是 SK 集团会长称全球晶圆短缺可能持续至 2030 年；原厂公司口径为 2027 年及以后。两者不可混用
数据中心占全球内存产出比重	广泛流传的约七成之说，口径（位元/产能/营收、DRAM/全部内存）在各转述中不一致，本篇只作定性提及，不作数据支点

本篇未给结论的部分：汽车 Tier1 结构上最该受损（长约加年降条款锁死即期涨价），但多轮检索未取得任何一手证据，不给结论。AI 机柜内存占物料成本的绝对比例同样不可得，只能确认物理配置（GB200 NVL72 为 13.5TB HBM3e 加 17TB LPDDR5X）。长约的市场覆盖率未知，而这是判定四问的第一问。

附录 A · 承担端其余标的

Ticker	公司	现价	内存敞口	方向
AAPL	Apple	\$338.19	6 月季度毛利率指引 47.5–48.5%；影响在该季度之后逐步加大	● 幅度最小
CSCO	Cisco	\$112.48	DRAM 成本列为产品毛利率压力项；料号杂、老平台最难换料	●
2317.TW	鸿海	NT\$234.5	董事长称影响有限，客户以高单价机种为主，缺料先冲击低价市场	● 偏
3231.TW	纬创	NT\$164.5	1Q26 毛利率 5.21% (QoQ -0.41pp、YoY -2.6pp)	● 机制待证
2357.TW	华硕	NT\$740.0	自 2026-01-05 起对选定产品线策略性价格调整（官方公告）	●
2353.TW	宏碁	NT\$28.3	董事长称内存占 PC 物料 8–10%（涨价前常态），业界正在砍配置	●
002415	海康威视	¥35.52	1Q26 毛利率 49.09% (+4.16pct)，存货由 204.72 增至 243.82 亿元；公司归因产品结构，备料成因未披露	●

附录 B · 豁免与收税端其余标的

Ticker	公司	现价	机制	方向
2337.TW	旺宏	NT\$101.0	2Q26 营收 +83%、毛利率 64.4%；NAND 占比由 30% 升至 43%	● 商品周期
688110	东芯股份	¥104.83	1Q26 营收 +237%、毛利率 53.17%；公司自述同时承受晶圆代工涨价	● 打折
688525	佰维存储	¥212.42	与江波龙同构，弹性更大；利润增量部分来自非毛利科目	● 高β
001309	德明利	¥364.97	公司自述业绩来自前期原材料战略储备；1Q26 存货 121.92 亿元（较上年末 +72.73%）	● 最极端的价差敞口
MRVL	Marvell	\$163.40	定制 HBM 架构与企业级 SSD 控制器，模型上不采购颗粒（未取得最新季度一手财报，不给数字）	● 方向性不受损
MSFT / GOOGL / AMZN	三大云厂	—	资本开支侧承担，以长约锁量锁价换供应确定性	●

本篇不纳入标的表的几类：内存业务占营收不足三成却按存储龙头定价的公司；主营为元器件分销、短缺期毛利率被抬高但本质是通道租金的公司；以及本轮未取得一手季报复核的 A 股标的（北京君正、普冉、朗科），留在观察池。

附录 C · 来源置信度

结论	来源	口径	置信度
各季合约价涨幅序列、HBM 晶圆与位元占比、资本开支	TrendForce 新闻稿（2025-11-13 / 2026-03-31 / 2026-06-01 / 2026-06-02 / 2026-07-03 / 2026-07-09）	机构预测与调查	B
Dell 90 天回收约三分之二	Dell Q3 FY2026 电话会（2025-11-25）	管理层原话	A
HP 物料占比 15~18%→约 35%、PS 利润率 FY26Q4 见底	HP FY26Q1/Q2 电话会	管理层原话，全年估计	A
Arista 自行吸收大部分成本	Arista 1Q26 电话会	管理层原话	A
聚辰 1Q26 营收 +7.25%、净利 -69.0% 及其归因	聚辰股份 2026 年第一季度报告（2026-04-28）	法定披露	A
Silicon Motion 1Q26 财务与 PC 出货指引	SIMO 1Q26 Earnings Highlights 及电话会	财报 + 公司预测	A
Rambus 1Q26 财务	Rambus 官方新闻稿（2026-04-27）	法定披露	A
Meta 2026 资本开支指引及归因	Meta 官方指引与管理层表述	公司指引	A
南亚科、华邦电、旺宏季度财务	各公司法说会与财报	法定披露	A
澜起、兆易、江波龙、佰维、德明利、海康 季度财务	各公司 2026 年一季报	法定披露（部分经媒体转述，写入前已做量级一致性校验）	A/B
小米、联想、Apple、Cisco 相关表述	各公司财报与电话会	法定披露与管理层表述	B
宏碁 8-10% 物料占比、砍配置	董事长公开表态（媒体转述）	个人表态	C
2026 年 PC -11.3%、手机 -13.9%	IDC	机构预测	B
涨价停止不等于成本回落	由合约价序列与库存层耗尽机制推演	推演	D

附录 D · 数字三道关自评

① **量级一致性**：各季合约价涨幅按 1Q→3Q 序列排列，斜率单调收敛，无单季超过年度累计的结构；1Q26 DRAM 行业单季营收 970 亿美元与环比 +81% 互洽；HBM 晶圆占比（18/22/30%）恒大于位元占比（8/9/13%），符合物理方向。② **单位显式化**：亿元与 billion 分列不混用，台币标 NT\$、港币标 HK\$、人民币标 ¥、美元标 \$，公司市值口径未在正文使用。③ **两源以上与一手优先**：标的表内所有数字均来自公司法定披露或电话会，机构预测（TrendForce、IDC）单列并标注为预测口径；未取得一手披露的项目（汽车 Tier1 转嫁比例、机柜内存物料占比、长约覆盖率、Marvell 最新季度）一律不给数字。负基数下的百分比增速（由亏转盈类）不予引用。

涌现资本产业研究部 · 2026-07-30

免责声明：*本报告基于公开信息与公司法定披露整理，为信息聚合与产业分析，不构成任何投资建议，不构成对任何证券的买卖要约。市场有风险，决策请独立判断。*