

存储与上游材料涨价链：谁在发函、谁在签约、谁被夹

存储与上游材料涨价链——谁在发涨价函、谁在签长约、谁被夹在中间：从合约价到材料层的定价权归属

这轮存储涨价的传导不按"离原厂多近"排队，而按"谁能主动发行业性涨价函、谁已把峰值价写进多年期合同"切开。合约价源头的斜率已连续两季收窄（常规 DRAM 1Q26 +93-98% → 2Q +58-63% → 3Q +13-18%，NAND +55-60% → +70-75% → +10-15%），原厂自认"涨价速率显著放缓"，水位停在高台。定价权最强的形态不是发函而是不发函：美光 16 份五年 take-or-pay 供货协议（押金 220 亿美元、RPO 约 1,000 亿）、海力士约 10 家五年长约取消价格上限；NAND 侧 SanDisk/三星/金士顿是书面涨价函的主发函方，但载体 2027 年供给转松——"强而短"。模组层零涨价函、利润来自低价库存重估，德明利 Q2 毛利率 57%→39% 是链内最早的价见顶证据。材料层多为年度长协温和调价，报表能看到涨价的只有日东纺（T-glass）、三菱瓦斯（CCL +30% 公告级）、環球晶（非长约转嫁）与特气发函方；中船特气真受益但已被定价，华海诚科/雅克/联瑞属被讲故事或被夹。成本免疫层（澜起/RMBS/SIMO 按模组数量收费）是唯一不依赖价格方向的结构受益格。周期护栏：用 2Q26 峰值盈利算出的 3-9 倍是顶部特征，"假便宜"名单逐一标注。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 7 日 方法：价格链/材料链/估值三路检索 + 评审 + 对抗式质检；合约价与现货价取行业机构最新读数，涨价函与长约取公司公告/财报一手，现价为付费行情源（美股 09-04 收盘、亚洲 09-07 盘中）逐一实拉。锚定：涌现存储系列七篇（成本落地归属 07-30、长约覆盖 08-17、算力价格曲线 08-31、韩国峰值分母体检 08-06、HBM 格局 08-06 等）与雷达评分卡。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议。

30秒结论卡

- **斜率在收窄，水位在高台。**常规 DRAM 合约价三点序列 1Q26 +93-98% → 2Q +58-63% → 3Q +13-18%（服务器 +13-18%、PC 上修 +15-20%），4Q 仅 PC 有预估 +3-8%；NAND +55-60% → +70-75% → +10-15%，wafer 现货已两次小幅回落。美光 FQ4 指引表述“涨价速率显著放缓”。涨价链仍在，但斜率账已翻页。
- **定价权的最强形态是不发函。**美光 2026 年零涨价函，改签 16 份五年 take-or-pay 供货协议（押金 220 亿美元、RPO 约 1,000 亿、执行后约 40% 营收有地板价）；海力士约 10 家五年长约并取消价格上限。把峰值价写进合同，比发函更硬——代价是封顶，吃不到 PC 端外溢。
- **NAND 侧是书面涨价函的主战场：**SanDisk 四轮函（2025-09 +10% → 合约 +50% → 企业级翻倍 → 2026-04 全线 >10%）、三星（NAND +约 100% 通知、SSD >10%）、金士顿（全线 SSD ≥10%，自述 NAND 占成本约 90%）。但 2027 年 NAND 供给转松——定价权强而短，Kioxia/SanDisk 是链内最先进入峰值分母的一组。
- **模组层是价见顶的第一现场：**江波龙/德明利/佰维零涨价函，利润来自低价库存重估；德明利 Q2 毛利率 57.4%→约 39%、净利环比 -20%；江波龙毛利率仍升但合同负债 -40%、经营现金流为负、存货占资产 60%；群联 6-7 月斥资 NT\$135 亿囤货把下季利润押在“价还涨”上。
- **材料层：涨价能进报表的只有四类——**T-glass（日东纺约 90% 份额、缺出来的定价权）、CCL/预浸料（三菱瓦斯 +30% 公告级涨价函）、硅片非长约（环球晶税后 +99% QoQ）、特气（SK Specialty/Foosung WF6 书面函 +70-90%）。其余多为年度长协温和调价、个位数，或“原料涨而毛利率降”的被夹（联瑞/SUMCO/沪硅/西安奕材）。
- **唯一不依赖价格方向的格：**按模组数量收费、不承担颗粒成本的接口/主控层（澜起/RMBS/SIMO）——服务器 DRAM+HBM 占 2026 位元供给 51%、2027 RDIMM 位元供给仅 +15-20% 落后 CPU 出货，接口需求持续。
- **周期护栏：**用 2Q26 ASP 翻倍级盈利算出的低倍数是顶部特征——SanDisk FY27E 8.2x、Kioxia 6-8x、群联 2027E 共识 EPS -36%、南亚科/华邦/江波龙/德明利同类；美光是唯一把分母部分锁进合同的原厂。Top 10 原厂席位只留海力士与三星。

投资要点

框架：三本账——传导账（沿合同结构切、不沿产业层级切）、定价权账（发函 < 签约 < 免疫）、周期账（量价拆分只有量进潜力、峰值分母不当低估）。

#	核心判断	方向
1	合约价斜率连续两季收窄、原厂自认放缓；涨价链未断但斜率账翻页，交易变量从"价格方向"转为"成本停在谁的账上"	● 高台盘整
2	DRAM 原厂已越过发函进入五年 take-or-pay：美光/海力士把峰值价与量写进合同，是定价权最强形态	● 原厂头部
3	NAND 涨价函最密集但 2027 供给转松：SanDisk/Kioxia/三星 NAND 线"强而短"，率先进入峰值分母	● 强而短
4	模组层零涨价函、利润是库存重估：德明利毛利率 57→39% 是链内最早的价见顶证据；H 股新增供给（江波龙 9/8）	● 回避
5	接口/主控层按模组数量收费、颗粒涨价是需求侧而非成本侧：澜起/RMBS/SIMO 是唯一结构性受益格	● 成本免疫
6	材料层报表能见涨价者仅四类（T-glass/CCL/硅片非长约/特气发函方）；其余为年度温和调价或被夹，A 股材料"涨价故事"多数无函无毛利率扩张	● 逐家看报表
7	设备层是存储 capex 的反向账面证据（Lam NAND 环比翻倍、Advantest 盈利驱动上涨），定价权体现为交期与确定性而非幅度；TER 已给出"高位走平"同层信号	● 选盈利驱动者

一、传导图：从合约价到终端账单（钱流）

1.1 正向：合约价 → 原厂 → 模组/主控 → OEM

① 合约价源头（行业机构口径）：常规 DRAM 1Q26 +93-98% → 2Q26 +58-63% → 3Q26 +13-18%（服务器 +13-18%、PC 上修 +15-20%、手机 +8-13%）；4Q26 仅 PC DRAM 有预估 +3-8%，"涨幅进一步收敛但不会明显回落"，服务器 DRAM "逐季上涨至 2H27 但斜率放缓"。NAND +55-60% → +70-75% → +10-15%（企业级 SSD 续涨、client SSD 因 OEM 库存偏高谈判拉长、wafer 涨幅显著放缓）。HBM 双轨：合约端 2Q26 HBM3E 价格同比下降（份额战），HBM4 约 \$560/颗（约 \$15.6/GB）vs HBM3E 约 \$10.3/GB——2027 年 HBM 合约"+70-140%"本质是代际 mix，不是同规格涨价；现货端 HBM3E 36GB 约 \$2,100/颗为长约价 4-5 倍。现货：DDR5 16Gb \$54.13 日波动收敛至零点几个百分点，DDR4 16Gb \$93.25 仍高于 DDR5（利基补涨窗口），NAND 512Gb wafer \$20.90 已两次回落。

② 原厂：发函者与签约者

原厂	形态	一手证据	定价权
美光	不发函、签约	16 份五年 take-or-pay 供货协议、押金 220 亿美元、RPO 约 1,000 亿、最大协议以 CQ2-26 市场价封顶+期内地板，执行后固定/封顶价占营收约 40%	最强（内化）
SK 海力士	签约去上限	约 10 家五年长约并取消价格上限；HBM4 对英伟达约 \$560/颗超预期；2Q 营业利润率 76%	强
三星	发函 + 签约	NAND 1Q26 供货价 +约 100% 通知、2Q 拟再 +100%、SSD >10%；DRAM 侧唯一仍在发函者（3Q +20% 诉求，市场压回中个位数）；与前五数据中心客户签长约	强（DRAM 端打八折）
SanDisk	发函最频繁	四轮书面函：2025-09 +10% → 2025-11 合约 +50% → 1Q26 企业级翻倍 → 2026-04 渠道/消费全线 >10%；FQ4 环比增量 1/3 量、2/3 价	强而短
Kioxia	签约	无函；1QFY26 混合 ASP +约 70%、营业利润率 75%、长约覆盖目标 2028 年达 50%	强而短
长鑫/长存	跟随	无函；模组厂反馈 DDR5 与三大厂同区间"并不便宜"；唯一没有长约要维护、有动机打破价格地板的体系外供给	跟随者

财报口径实际涨幅（2Q26）：美光 DRAM 价格 +low-60s%/位元 +低个位数，NAND +mid-80s%/位元 +中个位数；三星 DRAM ASP +mid-40%/位元 +低双位数；海力士 DRAM ASP +约 30%/位元 +高个位数；Kioxia ASP +约 70%/位元 +低个位数。**四家原厂环比增量约四分之三以上来自价，量的部分只有海力士 3Q DRAM 出货 +约 10% 与三星位元创新高两条。**

③ **模组/主控（被动跟随）**：威刚转述原厂通告"3Q DRAM 合约续涨 20-30%、NAND +35-40%"并要求签 3-5 年长约；群联只有口头缺货表述"不是价格问题、是有钱难买"，无函；江波龙/佰维/德明利无任何提价函。**利润来源是低价库存对高价售价的重估**：江波龙 H1 毛利率 Q1 55.5%→Q2 61.3% 但合同负债 22.17→13.30 亿（-40%，"下游采购意向退潮"）、存货占总资产 60%、经营现金流 -2.77 亿；德明利 Q2 毛利率 57.4%→约 39%、净利环比 -20.2%。主控/接口层（澜起/RMBS/SIMO）按模组数量收费、成本免疫。

④ **OEM 转嫁（被动确认）**：Dell PC +15-20%、PowerEdge 目录价 +17%（高内存配置最高 +30%）；联想 +10-20%；HPE +10-15%（CEO："DRAM+NAND 已占传统服务器物料成本一半以上"）；HP 内存占 PC 成本 15-18%→约 35%；国产手机多轮 +300-500 元、折叠屏 >1,000 元；三星 S26 +5-10%；高通 09-01 起两位数调价、联发科涨价函 +8-20%。上一层已核（08-31 报告）：英伟达含芯片系统提价 >15%、GPU 云 SKU +25%。**终端在失量**：2026 年手机与 PC 出货双位数下滑口径未变——"涨价且失量"是本轮与 2017-18 周期的唯一区别。

1.2 反向：原厂 capex → 设备订单 → 材料长协调价

存储 capex 传导到设备的账面证据最硬：Lam NAND 环比翻倍、存储占系统营收 46%、毛利率 52% 二十年新高、9 月季指引 +20% QoQ；Advantest FY2026 销售指引 +20.7%、营业利润 +34.8% 上修、ATE 交期 >6 个月；TER 存储测试 +249% 但 3Q 指引环比下降——"高位走平"的同层信号已出现。材料层则是**年度长协温和调价**：硅片信越"供应请求超产能、正建立使投资可行的定价"但全年指引低于预期，

SUMCO 长约锁价致 H1 营业亏损（社长公开"5-10% 涨价远不足以覆盖成本"）；EUV 胶 +65% 是量增；特气 WF6 因钨管制+日系退出成为供给侧事件型短缺，SK Specialty/Foosung 书面函 +70-90%、關東電化季度议价全额转嫁。

二、定价权与卡点归属：四档名单

涌现判据：谁能主动发"全品类、全渠道"行业性涨价函=产业界自写的 alpha 归属；DRAM 侧"不发函、签 take-or-pay"是比发函更强的形态；材料层须把年度长协温和调价与现货暴涨分开；A 股材料商用毛利率变化反算加工增值——低毛利常是传导时滞，但"原料涨而毛利率降"是被夹。

档位	名单	判据
强	美光（签约内化）· 海力士（长约去上限）· SanDisk（发函最频繁，载体 NAND 强而短）· 三星（NAND 强/DRAM 打八折）· Kioxia（成交价证明，强而短）· 三菱瓦斯 MGC（CCL/预浸料 +30% 公告级函）· Resonac（售价贡献 +234 亿日元一手拆分、NCF 产能 3.5→5 倍）· 日东纺（T-glass 约 90% 份额、缺出来的定价权）· Denka/龙森（Low-α 球硅停接新客、订单排至 1Q27）· SK Specialty/Foosung（WF6 书面函 +70-90%）· 關東電化（季度议价全额转嫁）	主动发函或签约锁价，毛利率扩张来自售价
中	华邦（2Q ASP 翻倍但"尽量不要涨太多"，跟随）· 南亚科（出货持平、100% 价格驱动，DDR4 补涨是 β）· 環球晶（非长约占比高、税后 +99% QoQ，硅片层唯一当期能转嫁者）· 信越（定价权在、传导慢）· 中船特气（WF6 收入近 3 倍、价格翻倍、毛利率扩张来自售价——真受益，但短缺源于钨管制+日系退出，无主动函）· 群联（主控+模组、无函、65% 毛利率含库存重估）· 长鑫/长存（跟随）· 设备层（交期定价权、幅度 +3-4%）· TOK（EUV 胶量增、成本转嫁式）	跟随涨价或转嫁部分成本
弱	江波龙 / 德明利 / 佰维（零函、库存时间差）· 江丰 / 有研（靶材 +45% 纯量增、毛利率未扩张）· 安集 / 鼎龙（国产替代量逻辑、抛光液毛利率 -2.9pct 以价换量）· 南大光电 / 彤程（份额+量，无涨价）	有量无价
被夹	联瑞（原料球硅 Low-α 涨 3-10 倍、毛利率 -2.8pct、净利仅 +7.5%——红利在 Denka/龙森）· SUMCO（长约锁价+新厂折旧，H1 营业亏损）· 沪硅（H1 净亏 9.65 亿、毛利率 -8.3%）· 西安奕材（2025 年末锁价，H1 归母 -2.89 亿、毛利率 4.2%，红利要到 4Q26-1H27）· 雅克（HBM 前驱体利用率 <60%、Q1 营收下滑）· 华海诚科（营收 +162% 靠并表、净利率 8.5%、基础 EMC 供给充足无函）	原料涨、毛利率降

成本免疫层（单列）：澜起 688008 · RMBS · SIMO 慧荣——按模组数量收费、不承担颗粒成本、不依赖价格方向；2027 年 RDIMM 位元供给仅 +15-20% 落后 CPU 出货，接口需求持续。这是对 07-30《成本落地归属》报告"唯一结构性受益格"的结论。

三、周期护栏：量价拆分与峰值分母

3.1 量价拆分（只有"量"进潜力）

公司	最新季	价的贡献	量的读数
美光	FQ3	DRAM 价格 +low-60s% vs 位元 +低个位数 → 增量约 95% 来自价	FQ4 指引自认"涨价速率显著放缓"
海力士	2Q	DRAM ASP +约 30% vs 位元 +高个位数 → 约 3/4 价	3Q DRAM 出货指引 +约 10%（链内 唯一明确量能）
三星	2Q	DRAM ASP +mid-40% vs 位元 +低双位数 → 约 3/4 价	DRAM/NAND 位元出货均创最高
Kioxia	1QFY26	ASP +约 70% vs 位元 +低个位数 → 约 95% 价	2Q 指引 +35% 中约七成来自 ASP
SanDisk	FQ4	环比 +51% 中 1/3 量、2/3 价	消费业务 -32% QoQ 是量在失
南亚科	8 月	出货持平、新约 7 月生效 → 100% 价	存货 375.9→215.3 亿，低价库存红利 消退
江波龙 / 德 明利	Q2	库存重估	合同负债 -40% / 毛利率 57→39%

3.2 四态阶段表与"假便宜"名单

阶段	定义	名单
量价齐升	位元与 ASP 同向、指引同步 上修	海力士（3Q 出货 +10% + HBM4 爬坡）· 三星（位元创新高 + 现货 外溢）
量平价涨	出货持平、100% 价格驱动	南亚科 · 华邦 · 美光（DRAM 位元仅 +低个位数）
量售罄价先 跌	份额战/渠道库存/下游失量 已现	HBM3E（同比降价）· SanDisk 消费线（-32%）· Kioxia（2027 转 松）· 模组层
量价齐跌	—	尚无

"假便宜"名单（分母含 2Q26 ASP 翻倍级盈利，而 3Q 涨幅已收窄）：SanDisk FY27E 8.2x（PB 16.5x）· Kioxia Q2 年化 6.3x（PB 13.3x）· 群联 2027E 共识 EPS -36% → 8.1x · 南亚科 2027E 5.2x（创纪录营收当日 -7.8%、法人降评）· 华邦 2027E 3.5x（建立在再翻倍假设）· 江波龙 2027E 8.4x（共识回落 29%）· 德明利 2027E 9.6x · 三星 2027E 3.8x / 海力士 3.7x（有长约缓冲，海力士净利含一次性投资收益——对齐 08-06 韩国体检："5 倍的分母是几年"才是问题）· 美光 FY27E 6.6x（唯一约 40% 营收有地板价）。规则：处于"量售罄价先跌"态者不进 Top 10。

四、价值链与受益链总榜：S/A/B/C 评级与 Top 10（公司卡）

三维评级对齐雷达锚，有新证据才动；bubble 旗标的一律不进 Top 10。价格：美股 09-04 收盘、亚洲 09-07 盘中。

4.1 Top 10

#	公司	桶	核心论据	加速口径	估值线	最大风险
1	SK 海力士 000660	原厂	定价权最强形态（五年长约去上限）+ HBM4 2H26 全面爬坡 + 3Q DRAM 出货 +10%——链内唯一同时有价与量读数的原厂；距 52 周高 -40% 已折掉近半峰值分母	HBM4 爬坡、3Q 出货 +10%	¥1,749,000 · 营业利润年化口径约 6x、2027E 3.7x（峰值分母）· PB 4.6x	HBM 分部已处“量售罄价先跌”（2Q HBM 同比降价）；2027 长约若合约价同比下跌
2	三星电子 005930	原厂 · 未开启	DRAM 总盘份额 39% 吃到长约外的现货外溢、唯一仍在发函的 DRAM 大厂、HBM4 三线反扑（英伟达二供/Google 主供/AMD 主供）；手机端亏损是内存降价时的天然对冲	位元出货创新高、3Q 位元指引 DRAM 中个位数/NAND 高个位数	¥266,750 · 2026E 5.5x / 2027E 3.8x（峰值分母）· PB 3.0x	3Q +20% 诉求被市场压回中个位数（发函≠成交）；1c 良率约 60% 停滞
3	澜起科技 688008	成本免疫	按模组数量收费、不承担颗粒成本的结构性受益格；2027 RDIMM 位元供给仅 +15-20% 落后 CPU 出货	MRCD/MDB 放量（待 Q3 报表）	¥195.98 · 2,392 亿 · 前瞻倍数本轮未重算（雷达锚 B72）	内存涨价压 PC/服务器出货量传导为模组数量下降
4	Rambus RMBS	成本免疫	与澜起同一结构位置的美股载体，MRCD/MDB/PMIC 随 DDR5 服务器渗透	产品收入增速	\$85.46 · 雷达锚 B79 · 前瞻待重算	专利授权正常化构成 EPS 逆风
5	慧荣 SIMO	成本免疫	主控层按量计费、不承担颗粒成本、不依赖价格方向的美股载体（06-27 主控报告定价权最纯、07-30 报告唯一结构性受益格）	企业级/PCIe 5 主控出货	雷达在册·甜蜜	客户库存周期
6	日东纺 3110	材料	T-glass 约 90% 份额、供给约束延续至 2027 年中新产能前；Q1 经常利润超共识 29.7%、FY 营业利润上修 +44%；3 个月 -18.6% 为倍数压缩	Q1 营业利润 +84.8%、利润率 15.2%→23.3%	¥3,050 · 公司预测 EPS 前瞻 27.7x · PB 3.1x	书面 +20% 函覆盖复合材非 T-glass；2027 年中产能三倍投放
7	Advantest 6857	设备	设备桶唯一 3 个月涨幅由盈利而非倍数驱动（+35.9% ≈ 净利上修 +42%）；HBM/DRAM 测试进度超计划、ATE 交期 >6 个月	FY2026 销售 +20.7%/营业利润 +34.8% 上修	¥34,300 · 公司预测 EPS 前瞻 37.5x · PB 23.8x	TER 3Q 指引环比下降已给出同层“高位走平”信号

#	公司	桶	核心论据	加速口径	估值线	最大风险
8	Lam Research LRCX	设备	存储 capex 反向账面证据最硬：NAND 环比翻倍、存储占 46%、毛利率 52% 二十年新高、9 月季指引 +20% QoQ；3 个月持平=指引上修被倍数压缩吞掉	FQ4 +30% YoY/+15% QoQ、9 月季 \$8.1B±0.4B	\$307.65 · FY27E 37.6x	中国 26%/韩国 20% 地域集中；NAND 2027 转松先打 NAND 设备
9	環球晶 6488 (提请入池)	材料	硅片层唯一当期能转嫁者：非长约占比高、税后 +99% QoQ、长约拉长至 5-8 年	非长约价 2H26-1Q27 续涨	初评 B75	幅度受三巨头同步节奏约束
10	三菱瓦斯 4182 (提请入池)	材料	HBM 封装材料层最清晰的主动发函方：CCL/预浸料 +30% 公告级涨价函 (2026-03-02)	待核 Q1 FY26 分部	初评 B72	分部数据未获取

观察席 (差一个开关)：美光 MU (雷达 rich/已 price-in 锚；升席条件=FQ4 DRAM 位元增速升至中个位数以上)· Kioxia / SanDisk ("强而短", NAND 链首批进入峰值分母)· 關東電化 (Q1 经常利润超共识 72.6%、全年上修 13%，但 WF6 产线 H2 减产/断供风险未获一手确认——11 月 Q2 财报验证后再议升级)· Foosung 093370 / 厦门钨业 600549 (WF6 涨价的真闸门在钨粉，占 WF6 成本 60-70%)· Denka 4061 (Low-α 球硅寡头)· 中船特气 (真受益、已定价：H1 净利 +96% 但短缺属供给侧事件、3 个月已倍数扩张)· Resonac (在册 bubble，售价贡献一手拆分记入备注)。

4.2 评级总榜 (要点)

- **S：**海力士 88 (量价齐升)· 美光 86 (rich·观察席)· Advantest 88 · TER 90 (CONFIRM·高位走平只加兑现)· Lam 86 · KLA 86 (无新证据)
- **A：**Kioxia 82 (加峰值旗)· TOK 81 (量与份额，非涨价链)· 安集 81 (国产替代量逻辑)· 日东纺 80 · BEI 83 (bubble)· TEL 80
- **B：**三星 75 (未开启)· SanDisk 73 (潜力不动、兑现到顶)· 华邦 79 · 群联 70 (加 2027 分母旗)· 澜起 72 · RMBS 79 · 兆易 70 · 信越 77 · 鼎龙 73 · 彤程 71 · 华海清科 78 (加倍数扩张旗)· Soulbrain 76 · 中船特气 71 (bubble)· 江丰 70 (bubble)· 拓荆 79 · 韩美 78 (bubble)· 盛美 72 (bubble)· 西安奕材 77→**74** (下调：锁价致 H1 亏损)· 联瑞 73→**C68** (下调：由受益改判被夹)
- **C / 回避：**南亚科 67 (纯 DDR4 β)· 北京君正 66 (深周期峰值护栏)· 深科技 66 (HBM 封测=2027 期权严禁计入 2026)· 德明利 56 · 江波龙 (初评 C58)· SUMCO 68 · 沪硅 68 · 雅克 62 · 华海诚科 67 · 南大光电 65 · 有研 58 · 华特气体 (事件型冲高回落)· 精智达 (单一客户，不给评分)

五、情景与监控

5.1 情景表

情景	条件	动作
🐮 高台 延长	服务器 DRAM 逐季上涨至 2H27 兑现、海力士 3Q 出货 +10% 落地、HBM4 长约价不跌	原厂头部持有；成本免疫层加至目标仓位；材料四类按报表加仓
🎯 基准	斜率继续收窄但不回落、NAND 2027 转松、模组层先见顶	原厂只留长约锚定者；NAND 链与模组层逢高减；成本免疫层为核心
🔴 见顶	DDR4 现货回落扩散、渠道库存回升、原厂位元出货转负、终端失量加剧	峰值分母名单全撤；设备层看"高位走平"信号退出；只留成本免疫层

5.2 监控日历与哨兵

- **美光 FQ4 (9 月下旬)**：DRAM 位元增速是否升至中个位数 (MU 升席开关)；SCA 数量是否续增。
- **三星/海力士 3Q (10 月下旬)**：海力士 DRAM 出货 +10% 是否落地；三星 3Q 涨幅诉求 vs 成交价；HBM4 爬坡读数。
- **行业机构 4Q 合约价**：服务器 DRAM 是否维持正增速；NAND wafer 现货第三次回落即"量售罄价先跌"扩散信号。
- **模组层**：江波龙 H 股 (9/8) 上市后供给；德明利 Q3 毛利率是否续降；群联囤货兑现。
- **材料层**：関東電化 Q2 FY3/27 (11 月) WF6 产线状态；日东纺 T-glass 新产能时点；SUMCO 长约重谈 (2027 定价权期权)；環球晶非长约价。
- **设备层**：TER/Advantest 下季指引是否同步"高位走平"；Lam 9 月季 +20% QoQ 兑现。
- **2027 HBM 长约谈判**：合约价同比方向是全链最大二元变量 (对齐 08-06 HBM 格局报告)。

六、风险与反证

#	风险	内容
1	斜率收窄变回落	4Q PC DRAM 仅 +3–8%、NAND wafer 两次回落——若服务器 DRAM 也转负，原厂“高台”判断作废，峰值分母名单双杀
2	长约双向下注互斥	市场既信长约托底又信峰值延续，两者互斥；美光合约地板约当期市价口径营收的 53%（08–17 报告）
3	体系外供给	长鑫/长存无长约要维护、有动机打破价格地板；2027 年新增洁净室爬坡
4	材料层“涨价”进不了报表	年度长协温和调价、个位数；A 股材料股多数无函无毛利率扩张，主题溢价先于报表
5	终端失量	手机/PC 双位数下滑若成立，“涨价且失量”传导为模组数量下降，成本免疫层也受量的影响
6	设备高位走平	TER 3Q 指引环比下降已给同层信号；存储 capex 若换挡，设备层订单能见度一次性重估

七、来源置信度表 · 数字三道关自评

结论/数字	来源	置信度
合约价三点序列、4Q 展望、现货价	行业机构最新读数（发布时点已注）	B
美光 SCA/押金/RPO、海力士长约、Kioxia 长约目标	公司披露/SEC 文件	A
涨价函（SanDisk 四轮、三星、金士顿、三菱瓦斯、SK Specialty/Foosung）	公司公告/主流媒体转述	A / B
原厂财报量价拆分、模组层合同负债/毛利率、材料层半年报	财报一手	A
OEM 转嫁幅度	公司公告/媒体	B
材料层“被夹”判定（毛利率反算）	半年报一手 + 涌现判据	A / D
四态阶段表、假便宜名单、评级与 Top 10	涌现评审 + 对抗质检合成	D（载重）
全部现价	付费行情源逐一实拉	A

数字三道关自评：①量级——原厂环比增量“价占四分之三以上”由各家 ASP 与位元口径逐家复算；美光 SCA 约 40% 营收地板价与 RPO 约 1,000 亿自洽。②口径——合约价/现货价、ASP/位元、分部/合并、年度长协/现货全篇分列；前瞻倍数标注“峰值分母”旗。③关键数字 ≥ 2 源——涨价函以公告为准、

转述标 B；材料层结论逐家以半年报毛利率为据。榜单有效期至美光 FQ4 与韩国双雄 3Q 财报（10 月下旬），任一哨兵触发即重审。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部独立完成，基于公开信息、公司披露与自有判据推演。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负风险。市场有风险，投资需谨慎。© Emergence Capital

*涌现资本产业研究部 · 2026-09-07 · 存储系列：《成本落地归属》（07-30）·《长约覆盖与估值》（08-17）
·《算力价格曲线与内存税》（08-31）·《HBM 格局重排》（08-06）之定价权篇*