

天花板的账单

天花板的账单 —— 美光分部账里，长约那一格从毛利最高跌到最低

美光 2026 财年四季度第一次把「价格天花板」的代价写进了分部报表：以云客户与高带宽内存为主的云存储事业部毛利率停在 83%，是四个事业部里最低、也是唯一不再扩张的一格，而一年前它是最高的一格。客户为此交了 127 亿美元现金押金，换走的是上行期权。由此推出三个判断：①公司整体的毛利率一阶导数已经过峰，但营收按周计算并未降档；②2027 年的利润弹性落在没有天花板的那部分产能，以及每年一次重定价的高带宽内存；③押金带来的现金进的是融资活动，美光的经营现金流没有被预付款虚增。

美光分部账里，长约那一格从毛利最高跌到最低

涌现资本产业研究部 · 深度研究报告 2026-10-02 · 机密 · 仅供内部研究讨论

30秒结论卡（投资要点）

一句话判断：美光 2026 财年四季度（截至 9 月 3 日）营收 542.29 亿美元、非公认会计准则毛利率 87.0%，都创纪录。但这份财报最重要的读数在分部表里：**以云客户和高带宽内存为主的云存储事业部（CMBU）毛利率停在 83%，与上季持平，是四个事业部里最低的一格；**其余三个事业部同季扩张 3 到 5 个百分点，其中移动与客户端、核心数据中心两格都到了 90%。**一年前云存储事业部是全公司毛利率最高的一格。**这一翻转就是价格天花板的账单：锁价在下行期起保护作用，在上行期限制上涨。

机会状态：● 观察。存储本体不追；弹性在没有天花板的那一格（三星 ●）；洁净室交付层维持 ●（亚翔集成）。

市场错在哪：

1. **把 14 周的季度当成 13 周来读。**四季度多出一周，环比 +30.8% 里约 9 个百分点来自天数。按周折算，营收环比为 +21.5%，下一季指引为 +22.1%，没有降档。市场读到的「环比由 +30.8% 降到 +13.4%」，主要是周数差异造成的。
2. **把毛利率指引下行读成见顶。**一季度指引 86.25%，比四季度低 0.75 个百分点。管理层说明其中约 10 亿美元来自四季度计入存货的激励薪酬，会在一季度结转进成本；把这部分加回，毛利率约 87.9%，仍在扩张，只是幅度从 +18.1、+10.0、+2.1 个百分点一路收窄。**一阶导数已经过峰，水平尚未见顶。**
3. **把 127 亿美元押金当成经营现金。**美光把客户押金放在**融资活动**（现金流量表「客户合同负债押金收入」127.47 亿美元），不在经营活动里。全年经营现金流 896.75 亿美元、经调整自由现金流 623.08 亿美元，都不含这笔押金。

重点标的（方向评级）：

- **美光 MU** (\$1,097.39)：卡点真实，但长约部分（约 35% 的产能位元，签到 2030 年）已经把上行弹性卖了出去；按指引年化后估值约 7.2 倍，属于周期峰值盈利下的便宜，不追。
- **三星电子 005930.KS** (₩276,000)：公开披露把 30%—40% 的产能留给没有多年合约的客户，是供给端里上行弹性最大的一家。
- **亚翔集成 603929.SH** (¥139.46)：美光 2027 财年的增量资本开支以土建为主，这一层的需求被再次确认。
- **十铨 4967.TW** (NT\$272)：没有长约的模组厂，一边承担剩余涨价，一边承担剩余削量。

最大反证：高带宽内存每年重新定价一次。美光已表示 2027 年高带宽内存的价格较 2026 年「大幅」上调，「以缩小与标准型 DRAM 的利润差距」。如果 2027 财年二季度（12 月至次年 2 月）云存储事业部的毛利率追平其他事业部，那么这一格的落后只是重定价时点的滞后，不是天花板造成的结构性折价，本篇的分层判断需要下调一档。

一、投资要点

一句话框架：长约是一份卖出的看涨期权。客户付了 127 亿美元押金、给出 320 亿美元财务承诺，换来价格上下限；上行时，这一格的毛利率被天花板压住，弹性留给没签约的那部分产能。

观点	方向	依据（一手）
天花板的代价首次 在分部表里可见	●	云存储事业部毛利率 66%→74%→83%→83%；其余三格同季升到 84%—90%
营收按周计算未降 档	●	按周折算环比：+73.7% → +21.5% → 指引 +22.1%
毛利率一阶导数已 过峰	●	非公认会计准则毛利率环比增量：+18.1 → +10.0 → +2.1 个百分点 → 指引 -0.75 (加回一次性成本后约 +0.9)
押金在融资活动， 现金流干净	●	经营现金流 896.75 亿美元不含押金；押金 127.47 亿美元单列在融资活动
资本开支强度没有 失控	●	2027 财年资本开支（上半年约 250 亿美元，全年按下半年更高推算超过 500 亿美元）约为 2026 财年营收的 37.5%，低于上一年的 73.2%
弹性落在无天花板 的那一格	●	长约覆盖约 35% 的产能位元；约四分之三的长约收入设有价格上下限区间

二、钱流：营收、毛利与现金各自去了哪里

2.1 分部账：从最高到最低的一格

事业部	2026 财年一季度	二季度	三季度	四季度	四季度营收（亿美元）
云存储（CMBU）	66%	74%	83%	83%	162.83
核心数据中心（CDBU）	51%	74%	87%	90%	180.02
移动与客户端（MCBU）	54%	79%	87%	90%	131.14
汽车与嵌入式（AEBU）	45%	68%	79%	84%	68.24
公司合计（非公认会计准则）	56.8%	74.9%	84.9%	87.0%	542.29

表中百分比为毛利率。

一季度时，云存储事业部比移动与客户端高 12 个百分点；到四季度，反过来低 7 个百分点。一年之内相对位置变化了 19 个百分点，而这期间公司整体的产品与客户结构没有发生能解释这一翻转的变化，变的是合

同。

这一格的落后有两个来源，在当前的披露里无法完全拆开：①**长约里的价格上下限**——管理层说明，大多数长约的定价框架带有上下限区间，约四分之三长约收入适用既定的定价框架，约四分之一按期议价；②**高带宽内存按年定价**——2026 年的高带宽内存价格在 2025 年就已谈定，而标准型 DRAM 的合约价按季上涨。两者的共同点是**价格事先锁定**，所以合在一起看，它们就是天花板的代价。

天花板的价格可以算出来：四季度除云存储外的三个事业部合计营收 379.40 亿美元，毛利约 337.37 亿美元，毛利率约 88.9%。云存储事业部比这一水平低约 5.9 个百分点，乘以 162.83 亿美元营收，**单季少赚约 9.6 亿美元**，按 13 周折算全年约 36 亿美元。这和客户放在美光账上的 127 亿美元押金放在一起看，就是这笔交易的两端：客户付的是押金和承诺，美光让出的是每年约 36 亿美元的价差。

2.2 按周折算：环比没有降档

美光 2026 财年为 53 周，**四季度（5 月 29 日至 9 月 3 日）有 14 周**，其余季度均为 13 周。

季度	周数	营收（亿美元）	每周营收（亿美元）	按周环比
2026 财年二季度	13	238.60	18.35	—
2026 财年三季度	13	414.56	31.89	+73.7%
2026 财年四季度	14	542.29	38.74	+21.5%
2027 财年一季度（指引中值）	13	615.00	47.31	+22.1%

一季度指引环比 +13.4%，看起来像增速连续下台阶；按周折算是 +22.1%，与四季度 +21.5% 基本持平。同比也有同样的偏差：四季度同比 +379%，按周折算约 +345%。**增速从 +73.7% 降到约 +22% 是一次性下台阶，之后走平，不是连续降档。**

2.3 毛利率：水平仍在高位，增量在收窄

非公认会计准则毛利率由 56.8% 升到 74.9%、84.9%、87.0%，环比增量依次为 +18.1、+10.0、+2.1 个百分点。一季度指引 86.25%，首席财务官说明，四季度激励薪酬上调后有一部分计入存货，在一季度结转进成本，这些因素合计「约 10 亿美元」。假设这笔成本全部落在销货成本里，加回后的毛利率约为 87.9%，较四季度仍有约 +0.9 个百分点。管理层的说法是，后续季度的毛利率还会扩张，但价格涨幅会「放缓」。

按照「定价跟随毛利率变化幅度而非水平」的读法，美光的毛利率增量已经从 +18 收窄到 +1 左右，市场交易的这一读数已经过了峰值。四季度存货由 85.67 亿美元增至 103.72 亿美元（+21%），其中包含上面提到的激励薪酬资本化，这一项会在一季度体现为成本。

2.4 现金：押金进的是融资活动

项目	2026 财年	口径说明
经营现金流	896.75 亿美元	不含客户押金
净资本开支	273.67 亿美元	扣除政府补助 33.16 亿美元
经调整自由现金流	623.08 亿美元	经营现金流减净资本开支
客户合同负债押金收入	127.47 亿美元	列在融资活动
非流动客户合同负债（期末）	128.95 亿美元	三季度末为 5.68 亿美元
现金及投资（期末）	734.8 亿美元	含受限现金

把带融资性质的客户预付款计入经营活动的公司，经营现金流会被抬高；美光的处理方式相反。**它的经营现金流是干净的，押金单独体现为一笔负债。**这一项要和甲骨文分开看：同样是客户预付款，甲骨文的经营现金流里有近一半来自预付款，美光的经营现金流里没有。

三、价值链：卡点在哪一层，弹性在哪一层

层	代表	合同形态	2027 年的价格弹性
需求源	云厂、AI 服务器 OEM	多年期长约 + 现金押金	买到了天花板，付出押金
供给端·有天花板部分	美光长约（约 35% 的产能位元，签到 2030 年）	价格上下限区间	被天花板压住
供给端·按年重定价部分	2027 年高带宽内存（大部分已按更高价格签约）	年度定价	2027 年 1 月一次性重定价
供给端·无天花板部分	三星保留产能（30%—40%）、美光非长约部分	季度合约 / 配额	弹性最大
交付层（真闸门）	洁净室、土建	工程合同	订单能见度提升
被挤出层	无长约模组厂	保量不保价	存货时间差已过峰

美光的长约数量由 16 份增至 26 份，四季度新签 10 份，覆盖从小型到大型的多个事业部客户；客户的财务承诺增至 320 亿美元，绝大部分是现金押金。另外，**超过 75% 的 2027 财年出货已处于客户配额或合同之下。**注意这里的「配额或合同」不等于「锁价」：配额只锁定数量，价格仍按季谈判。对价格真正设上限的，是长约中带上下限区间的那部分，按位元粗算约为 35%×四分之三，即约四分之一的产能（收入与位元权重之间有偏差，只作量级参考）。

卡点在洁净室，不在合同。管理层表示，2027 财年资本开支相对原计划的增量，大部分用于 2028 年末及之后投产的洁净室；爱达荷新厂 2027 年年中首片晶圆产出，今年动工的新洁净室在 2028 年下半年投

产。管理层还说「看不到供需何时平衡」。这与 2026 年 9 月 13 日已发布篇的判断一致：2028 年之前，供给增量受限于能接收设备的建筑。

四、卡点6指标评分

指标	美光整体	无天花板产能	洁净室交付层
短缺强度	高	高	高
替代难度	高	高	中高
认证周期	长（高带宽内存）	中	长（等级验证）
集中度	三家寡头	三家寡头	台系工程商集中
定价权（2027）	中（约四分之一产能被天花板压住）	高	中
可投性	高，但已被定价	中（三星为综合体）	中（小市值、A 股节假日停牌）

四象限归类：洁净室交付层＝真卡点可投（核心观察）；三星＝真卡点、弹性被综合体稀释（作代理）；美光＝真卡点、已被定价、弹性部分卖出（监控）；无长约模组厂＝价格接受者（回避）。

五、受益链与公司卡

受益链：需求源（云厂 / NVIDIA 高带宽内存需求）→ 直接受益（美光、SK 海力士、三星的位元收入）→ 二阶受益（洁净室与土建工程、厂务系统）→ 隐形受益（无天花板产能占比高的供给方）→ 伪受益（无长约模组与通路，涨价收益是有期限的存货时间差）→ 可投代理（三星、亚翔集成）→ 不可投但监控（长鑫存储，未上市）。

5.1 美光 MU · ●

项目	内容
位置	分配权所有者，长约已覆盖约 35% 的产能位元，签到 2030 年
为什么重要	三家寡头中，公司口径最完整，资本开支时间表最清楚
为什么不追	弹性被长约卖出一部分；毛利率增量已从 +18.1 收窄到约 +0.9 个百分点
证据	四季度营收 542.29 亿美元，非公认会计准则每股收益 33.42 美元；一季度指引营收 615 亿美元 ± 15 亿美元、每股收益 38.15 美元 ± 1 美元
估值状态	现价 \$1,097.39 (10 月 1 日收盘, +3.03%)；按指引年化每股收益约 152.6 美元，约 7.2 倍；过去四个季度每股收益合计 75.52 美元，约 14.5 倍。属于周期峰值盈利，已加周期峰值护栏
催化	3 个月：2027 财年二季度云存储事业部毛利率；6 个月：长约份数与押金余额；12 个月：爱达荷新厂首片晶圆
反证	若云存储事业部毛利率在 2027 年高带宽内存重定价后追平其他事业部，则天花板的代价比本篇估算的小

5.2 三星电子 005930.KS · ●

项目	内容
位置	无天花板产能占比最高的供给方
为什么重要	公开披露 60%—70% 的产能配给多年期长约，其余留给没有多年合约的客户
为什么被低估	综合体结构稀释存储弹性；高带宽内存份额由上季 21% 升到 33%（二季度收入口径）
证据	美光分部账显示，没有天花板的事业部毛利率高 5—7 个百分点
估值状态	₩276,000 (10 月 1 日收盘)，卡片估值旗为 none
催化	10 月上旬三季度初步业绩；四季度存储合约价
反证	若其保留产能在 2027 年被大客户长约吸收，弹性优势会消失

5.3 亚翔集成 603929.SH · ●

项目	内容
位置	洁净室工程，处于闸门所在的土建层
为什么重要	美光表示 2027 财年土建资本开支的增速「明显高于」设备资本开支
为什么被低估	被当作周期性工程股定价；自 9 月 13 日以来下跌约 8.9%
证据	美光新洁净室 2028 年下半年投产；SK 海力士、三星均在扩建新厂
估值状态	¥139.46（9 月 30 日收盘，A 股国庆休市至 10 月 8 日）
催化	三季报新签订单；存储厂洁净室招标
反证	若新签订单在三季报中未体现存储客户增量，则这一层的受益只停留在叙事上

卖铲子标的表（价格均为 10 月 1 日收盘，A 股为 9 月 30 日收盘）：

标的	层	现价	一句话卡点	评级
005930.KS 三星电子	无天花板供给	₩276,000	30%—40% 产能不受多年长约约束	●
603929.SH 亚翔集成	洁净室工程	¥139.46	土建增速高于设备，闸门所在层	●
6196.TW 帆宣系统	厂务系统	NT\$602	同层，客户偏晶圆代工	●
MU 美光	有天花板供给	\$1,097.39	弹性部分卖出，周期峰值盈利	●
000660.KS SK 海力士	高带宽内存	₩1,833,000	高带宽内存份额由一年前 64% 降至 50%	●
AMAT 应用材料	设备	\$529.30	2027 财年设备增速低于土建	●
4967.TW 十铨	无长约模组	NT\$272	保量不保价，存货红利已过峰	●

六、情景

情景	核心假设	结果	标的动作
熊	2027 年上半年标准型 DRAM 合约价转平；新长约上限下调	无天花板产能的溢价消失，美光毛利率开始回落	三星降为 ●；洁净室层不受影响（订单已签）
基准	价格涨幅放缓但为正；高带宽内存 1 月重定价	云存储事业部差距收窄到 3—4 个百分点；公司毛利率在 86%—88% 走平	维持当前评级
牛	代理类负载拉动服务器 DRAM 超预期，新长约按现价重设上限	无天花板产能弹性最大，美光营收按周增速维持 +20% 以上	三星 ● 加强；美光维持 ●（估值已定价）

七、风险与反证（什么条件出现会推翻本篇）

可观测信号	推翻什么	观测时点
2027 财年二季度云存储事业部毛利率追平其他事业部	天花板的代价是结构性的（改判为重定价时滞）	2026 年 12 月下旬财报
长约押金余额下降或新签份数停滞	客户愿意为天花板付费	2027 财年一季度 10-Q
服务器 DRAM 合约价环比涨幅跌破 0	无天花板那一格的弹性	集邦季度合约价
一季度毛利率低于 86% 且管理层未给出一次性解释	水平未见顶	2026 年 12 月财报
三星三季度存储利润率低于美光分部最低一格	无天花板产能弹性最大	10 月三星初步业绩与法说会

八、数据冲突与口径

- 周数口径：**四季度为 14 周。本篇所有环比与同比都给出按周折算值，原始值另行标注。市场流传的「环比指引降至 +13.4%」使用的是 13 周对 14 周的口径。
- 一季度毛利率的说法：**部分媒体报道称管理层把 86.25% 定性为全年底部；电话会记录中没有这一表述，管理层说的是后续季度会「相对一季度扩张」，价格涨幅「放缓」。本篇采用后者。
- 押金金额：**现金流量表融资活动中的押金收入为 127.47 亿美元；电话会口径为季内收到 123 亿美元、期末余额 127 亿美元；资产负债表的非流动客户合同负债为 128.95 亿美元。三者口径不同（全年流入 / 季内流入 / 期末余额，含少量其他合同负债），量级一致。
- 2027 财年资本开支：**公司只给出一季度约 115 亿美元、上半年约 250 亿美元，并说下半年更高；「超过 500 亿美元」是由此推出的，不是公司直接给出的全年数字。
- 长约覆盖率：**35% 是位元口径（DRAM 略低于 35%，NAND 略高）；「约四分之三设有定价框架」是收入口径。两者相乘只能作量级参考。
- 分部毛利率：**公司按整数百分比披露，本篇推出的「约 5.9 个百分点」「约 9.6 亿美元」存在 ± 0.5 个百分点的取整误差。

九、已发布篇预判回溯

已发布篇的预判	实际	结果
09-22：美光「价格弹性已被自己锁掉一半」，9月30日财报为第一顺位裁决点	云存储事业部毛利率持平，其余三格扩张3—5个百分点	方向命中 ；量级偏高，实际受硬性天花板约束的约为四分之一产能
09-13：2027财年资本开支「450亿美元之上，过半增量为土建」	上半年约250亿美元，全年推算超过500亿美元，土建增速明显高于设备	命中 ，数字偏保守
09-13：绿地产能对位元的实质贡献在2028年	新洁净室2028年下半年投产	命中
09-13：亚翔集成  (¥153.00)	¥139.46 (−8.9%)	基本面方向一致， 股价暂时落空
09-22：三星  (₩274,000)	₩276,000 (+0.7%)	持平，待三季度业绩检验

建模口径的结论：「长约＝价格天花板，代价体现在分部毛利率上」这一判断已有一手报表支持，可在SK海力士、三星三季度业绩上复用；「锁掉一半」这类比例表述，下次须给出位元口径的分母。

行动清单

- **重点观察**：三星电子（无天花板产能）、亚翔集成（洁净室层）。
- **只监控**：美光（等2027财年二季度云存储事业部毛利率）、SK海力士（份额由64%降到50%）。
- **不追**：无长约模组与通路、NAND峰值盈利标的。
- **下次看的5个数据**：①美光云存储事业部与其他事业部的毛利率差；②美光长约押金余额；③三星三季度存储利润率；④集邦服务器DRAM合约价环比；⑤亚翔集成三季报新签订单中的存储客户占比。
- **需要重写结论的信号**：云存储事业部毛利率在高带宽内存重定价后追平或反超其他事业部。

来源置信度表

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
营收、毛利率、分部数据、现金流量表、资产负债表	美光 8-K 附件 99.1 (SEC EDGAR, Item 2.02)	2026-09-30	公认会计准则与非公认会计准则	A
2026 财年一至三季度分部毛利率	美光 2026-03-18、2026-06-24 8-K 附件 99.1	2026	同上	A
长约 26 份、35% 位元覆盖、320 亿美元承诺、75% 配额或合同	2026 财年四季度电话会记录 (Motley Fool、Benzinga、Investing.com)	2026-09-30	管理层口述	B
一季度约 10 亿美元一次性成本、资本开支节奏	同上	2026-09-30	管理层口述	B
三星 60%—70% 产能配给长约	三星 2026 年二季度法说会 (09-22 已发布篇)	2026-07	公司口述	B
高带宽内存份额 (50% / 33% / 18%)	Counterpoint 二季度收入口径 (媒体转述)	2026-10	收入份额	C
股价	EODHD 日线与实时接口	2026-10-01 / 09-30	收盘价	A

数字三道关自评：①量级：单季营收 542.29 亿美元 < 全年 1,331.88 亿美元，四季分部营收之和 542.23 亿美元 ~ 公司合计（差额为其他）；全年净资本开支 273.67 亿美元 < 全年经营现金流 896.75 亿美元。②单位：全文以亿美元计，押金由报表百万美元 (12,747) 换算为 127.47 亿美元。③多源：财务数据取自 SEC 原始文件，电话会口径取自三家独立转录。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部基于公开信息独立整理，仅供内部研究讨论，不构成任何投资建议或买卖要约。文中方向评级（●●●）反映的是产业逻辑方向，不等于持仓建议；估值读数基于周期峰值盈利，不代表可持续的盈利能力。市场有风险，投资需谨慎。