

缓冲耗尽之后：国产算力涨价里，只有一格是租金

国产算力涨价的 α 归属——缓冲耗尽、楔子显性化，以及毛利率一阶导数这把唯一有效的尺

2026 年 9 月国产 AI 加速卡报价上移 20–50%，不是出口管制在此刻生效，而是管制前囤积的 HBM 缓冲在 18–21 个月后耗尽。楔子产生在裸颗粒层、被观测在整卡层，两层之间缺 BOM 占比这个分母；按公开 HBM 长协价自建反算，HBM 至多解释整卡涨幅中约 11.5 个百分点，其余来自买方无处可去。因此涨价本身几乎不含信息，含信息的是毛利率的一阶导数——国产算力设计层五家公司里只有寒武纪一格 Δ 为正，非 HBM 路线的对照组无趋势，且六个月股价排序与 Δ 的符号完全一致。

涌现资本产业研究部 · 2026-09-12

🕒 30秒结论卡

- **一句话判断：**国产 AI 加速卡这一轮 20–50% 的报价上移，是**管制前囤货的缓冲期结束**，不是新的冲击到来。而在一个买方无处可去的市场里，涨价是环境给的、不是本事挣的——本事只能从毛利率的一阶导数里读出来，而整个设计层五家公司里， **Δ 为正的只有一格**。
- **机会状态：**🟡 观察为主（涨价叙事已被充分交易，检验它的报表尚未出）× 🟢 一把可执行的排序尺（按 Δ 的符号排，不按涨价幅度排）。
- **市场错在哪：**① 把整卡涨幅当成 HBM 溢价——按公开长协价反算，HBM 至多解释约 11.5pp，而整卡涨了 20–50%，**差额不是内存**；② 把「涨价」读成「定价权」——设计层五家里四家毛利率在压缩，摩尔线程单季 -18.1pp 、壁仞两年半 -44.5pp ；而全球那一端涨价最明确的英伟达，毛利率从峰值 75.2% 指引到谷底 71.5%，**即便调价全额生效也只回到 72.5%，永久缺口 270bp**；③ 把 α 押在涨价的那一格——过去六个月，报价上移的设计端超额收益约等于零，而全无涨价函的设备与测试端超额 $+85$ 至 $+109\text{pp}$ 。
- **3–5 个重点标的：**寒武纪 688256（全层唯一 Δ 为正）· 景嘉微 300474（非 HBM 路线对照组，证明压缩是成本侧事件）· 华海清科 688120 / 精智达 688627 / 长川科技 300604（不涨价却拿走超额收益的那一层）。
- **最大反证：**2026 年三季报。本篇全部毛利率读数都取自涨价发生之前的窗口。若 Q3 出现设计层 Δ 集体转正，则「涨价即租金」成立、本篇立题作废；若寒武纪 Δ 转负而他家转正，排序尺要整体重写。

投资要点

一句话框架：楔子是旧的，缓冲是新的；涨价是环境的函数， Δ 才是能力的函数。

#	核心观点	方向
1	管制立于 2024-12，涨价发生在 22 个月——中间是囤货缓冲，现在缓冲见底	●
2	楔子产生在 HBM 裸颗粒层，观测在整卡层；两层间缺 BOM 分母，不可直接反推	●
3	自建反算：HBM 至多解释整卡涨幅约 11.5pp，20-50% 的其余部分不是内存	● 可复现
4	设计层五家 Δ 四负一正，涨价没有转成租金——这是行业状态而非个别现象	● 对涨价叙事
5	非 HBM 路线对照组无趋势，证明压缩确属成本侧事件而非经营退化	● 判据成立
6	六个月股价排序与 Δ 符号完全一致，市场已按 Δ 定价	●
7	成本压力先出现在资产负债表：寒武纪预付款 +291.4%、存货周转 318→425 天、经营现金流 -65.8%	●
7b	英伟达采购承诺 \$119B→\$279B（主要为内存）与寒武纪预付款 +291.4% 是同一个动作：锁量而非议价	●
8	楔子的消失取决于国产 HBM3 从样品转量产，窗口在本轮之外	●

一、钱流与楔子：楔子是旧的，缓冲才是新的

把这一轮报价上移记作「出口管制的后果」，时间戳对不上：HBM 被纳入管制是 2024 年 12 月（ECCN 3A090.c，判据为内存带宽密度超过 2 GB/s/mm²，该阈值覆盖当时在产的全部 HBM），而报价动起来是 2026 年 9 月，中间隔了 22 个月，期间该条款没有实质放松。

中间这 22 个月里发生的事是囤货。管制落地前，中国主要买方集中抢购了上一代 HBM——2024 年上半年中国客户一度贡献三星 HBM 收入约三成，采购品类以 HBM2E 为主；管制生效前夕的囤积量级，按公开估算足以支撑百万颗量级的加速卡生产。这批库存把楔子压在了水面之下。

于是这条链真实的时间形状是：

阶段	时间	状态
楔子立起	2024-12	3A090.c 生效，合法通道关闭
缓冲期	2025 全年 ~ 2026 年中	吃管制前库存，成本未显性化
缓冲见底	2026 年中	库存转向外部采购
楔子显性化	2026 Q3	整卡报价上移，首次在价格上可观测

投资含义在于：现在观测到的不是一个新冲击的开始，而是一个旧约束的显影。这决定了后续的斜率——缓冲不会再来一次，所以这不是一次性事件；但它也不是加速，因为约束本身两年未变。把它读成“管制升级”会高估斜率，读成“一次性涨价”会低估持续性。

另需写明制度现状的两处精确边界：其一，2026 年 1 月对部分高端加速卡转为逐案审批，放开的是**整卡**这一层，**HBM 颗粒本身（3A090.c）至今未见放松**——楔子在卡层被部分打开，在颗粒层原封不动。其二，2025 年 9 月将管制延伸至被列名主体境外子公司的「50% 规则」，已于 2025 年 11 月起暂停一年，**不构成当前有效约束**，不应计入。

二、卡点位置：楔子产生在颗粒层，被观测在整卡层

这两层之间隔着一个目前拿不到的分母，而市场正在跳过它。

楔子的真实发生位置是 HBM 裸颗粒。这一层受 3A090.c 直接管制、无合法通道，价格不可观测。**可观测的是整卡报价**，即 20–50% 这个区间。从后者反推前者，需要「HBM 占单卡 BOM 的比例」，而这个分母没有任何一手披露。

本部改为从供给侧自建反算，口径可复现：

$$\text{制度性楔子（每卡）} = \text{到手 HBM 单价（\$/GB）} \times \text{单卡 HBM 容量（GB）} - \text{国际长协价（\$/GB）} \times \text{同容量}$$

代入公开可溯源的锚点：昇腾 950DT 官方规格为 144GB；HBM3E 长协价按 36GB 模组反算约 \$8.3–11.1/GB（取 \$10/GB 中值）；非长协买家的价格上限用现货比值代理——2026 年 9 月 HBM3E 现货报价约为长协的 4–5 倍。

情景	单卡 HBM 物料	相对长协的楔子	占整卡报价（约 \$37,255）比重
按长协价	约 \$1,440	—	3.9%
按现货 4 倍	约 \$5,760	约 \$4,320	约 11.5%

结论是一个不吻合，而这个不吻合本身就是本篇最重要的一句话：即便按最不利的四倍现货情景，HBM 也只能解释整卡约 11.5 个百分点的成本抬升，而观测到的整卡涨幅是 20–50%。**差额不是内存。**

差额来自哪里，第三节给出答案的一半，第四节给出另一半。需要先说清的是这个反算的边界：现货比值是代理而非中国到手价（后者无公开数据），\$10/GB 为长协中值，两者都带情景性质；因此上表只用于判断**量级是否吻合**，不作为成本预测。

还有一处覆盖面必须写明：**楔子的分母小于「中国 AI 芯片市场」整体**。并非所有国产加速卡走 HBM 路线——部分产品线长期使用 LPDDR5 或 GDDR6。把整个国产算力市场当作楔子的分母，会系统性高估影响面。

三、涨价这件事，环境已经决定了大半

一个市场如果同时满足三个条件，卖方涨价就是环境的函数，不是能力的函数：

1. **需求被政策锁死**：新建智算中心的核心芯片、主板、存储国产化率要求不低于 70%，2026 年底为达标节点。
2. **替代品被掐断**：高端外部产品在中国实质受限，买方没有等价选项。
3. **上游在全球超级周期**：HBM 三大厂产能已被长协锁定，现货价达长协四至五倍，中国买方被推到配给队列末尾。

三条同时成立，涨价 20–50% 与卖方议价能力之间就不存在稳定映射。事实上这个区间本身落在配置差异可解释的范围内：沐曦科创板发行问询回复披露，2025 年一季度训推一体 GPU 板卡均价 3.89 万元，其中 C500 板卡 3.7 万元、C550 板卡 5.99 万元——同代之间 62% 的价差。这是这条链上目前唯一一份法定披露级的价格数据，它说明报价这个读数的离散度大于市场试图从中读出的信号。

因此本篇不把任何单一报价当作价格锚，也不在报价层面做同比。可复现的价格结论只有一条：**方向真实，幅度不可比。**

在买方无处可去的市场里，涨价函衡量的是环境，不是本事。衡量本事要换一把尺。

四、那把尺：毛利率的一阶导数

同一条成本曲线上，国产算力设计层的五家公司方向并不一致，而不一致本身就是全部信息。

公司	2026 H1 毛利率	一阶导数	收入增速	定性
寒武纪 688256	55.25% (Q1 54.33 → Q2 56.14)	单季 +1.81pp	+108.1%	● 全层唯一转正
海光信息 688041	55.21% (2025H1 60.15)	同比 -4.94pp	+66.5%	● 压缩
摩尔线程 688795	56.95% (Q1 67.35 → Q2 49.25)	单季 -18.10pp	+147.4%	● 全层最剧
壁仞科技 6082.HK	31.9% (2025H1, 2023 为 76.4%)	两年半 -44.5pp	—	● 塌陷
景嘉微 300474 (对照组)	55.50%	震荡无趋势	+72.9%	● 不受影响

三个读数值得单独拎出来：

第一，压缩是行业状态，不是个别现象。 除寒武纪外全部样本的 2026Q2 毛利率低于其 2025Q1 水平。摩尔线程单季 -18.10pp 是最剧烈的一格，同期其存货半年 +166.5%、预付款 -24.6%——预付款正在转成存货，是“高价投入品已入账、尚未传导到售价”的教科书形态。

第二，对照组成立。 景嘉微不走 HBM 路线，毛利率在 2024 年以来始终震荡无趋势，存货与预付款几无变化。这排除了“国产芯片普遍经营退化”这个替代解释——**压缩确属 HBM 与先进封装的成本侧事件**，判据因此可用。

第三，绝对水平不含信息，符号才含信息。寒武纪 55.25% 与海光 55.21% 几乎相同，但一个在升、一个在降。这正是本部在涨价链上反复验证的那把尺：同层倍数可以与毛利率水平零相关，此时要看的是 Δ 。利润与收入的增速关系给出同向的第二读数——寒武纪利润增速快于收入增速，海光慢于收入增速。

必须写明的边界：这些读数全部取自涨价发生之前的报表窗口。它们证明的是"成本上升期谁扛得住"，不是"涨价之后谁赚得到"。后者要等三季报。

五、成本压力先出现在资产负债表上

利润表还没被涨价触及的时候，资产负债表已经动了。寒武纪 2026 年半年报是这条链上最清晰的一份：

科目	2026 H1	变化	读数
营业收入	59.96 亿元	+108.13%	需求端确认
归母净利润	23.11 亿元	+122.61%	利润快于收入
扣非归母净利润	21.66 亿元	+137.30%	非经常性项未主导
存货	82.48 亿元	较上年末 +66.83%	其中原材料 57.49 亿 (+88.9%)
预付款项	29.14 亿元	较上年末 +291.37%	现金先行锁货
经营活动现金流净额	—	同比 -65.83% (减少约 6 亿元)	与利润背离
存货周转天数 (自建)	约 425 天	2025Q2 约 318 天	显著拉长

净利润 +122.61% 与经营现金流 -65.83% 同时出现，差额去处清楚地写在存货与预付款两栏里，且存货结构中原材料占 57.49 亿、库存商品仅 0.85 亿——**囤料形态明确**。按本部一贯口径，**利润与现金流背离时以现金流为准**。

预付款 +291% 是这张表里最硬的一个读数，它领先于利润表，也领先于任何报价传闻：一家公司愿意提前把现金压在上游，要么怕拿不到货，要么怕价还要涨。两种解释都指向同一件事——它正在为下一年的成本买单。这也是本篇对寒武纪那一格 Δ 为正的公允记账：它的毛利率之所以能升，代价写在现金流量表上。

六、市场已经按一阶导数定价了

把第四节的判据拿去和股价对账，结果完全一致。下表为本部自建横截面：以 2026-09-11 收盘为基准日、前复权收盘价计算的区间涨跌幅，分层取中位数。

层	n	1M 中位	3M 中位	6M 中位	6M 超额（对指数）
设计端（报价上移的那一格）	3	-10.6%	-22.1%	-4.5%	+0.7pp
整机/服务器	4	-8.1%	-4.3%	-13.2%	-8.0pp
国产存储	2	-7.3%	-25.0%	+21.5%	+26.7pp
封装端	4	-11.2%	-7.3%	+34.6%	+39.8pp
设备端	4	-9.9%	-1.5%	+79.6%	+84.8pp
测试端	3	-8.5%	+11.3%	+104.0%	+109.2pp
指数对照	2	-8.2%	-3.3%	-5.2%	—

涨价的那一格六个月超额收益约等于零（+0.7pp，与指数无法区分），而完全没有涨价函的设备端与测试端拿走了 +84.8pp 与 +109.2pp。能涨价和能赚钱，在这条链上是两件事。

更干净的是设计端内部的排序：它与毛利率一阶导数的符号完全一致。寒武纪六个月 +41.2%（ Δ 为正），海光 -4.5%（ Δ 为负），景嘉微 -28.0%（对照组）。三只票的股价排序就是 Δ 的排序。这是本部这把尺在国产链上的第一次完整验证。

需注明：1 个月维度上所有分层都落在 -7% 至 -11% 区间，与指数的 -8.2% 无法区分——一个月的读数是市场整体回撤，不含层级信息，不应据此判断任何结构变化。

七、同一件事在另一端的样子

把对照组放到全球侧，结论一样，而且方向更反直觉：全链条上毛利率一阶导为负的，只有英伟达一家。

英伟达 FY27 Q2（季度结束 2026-07-26）毛利率 75.0%，而指引序列是 Q3 74.0%、Q4 谷底 71-72%、FY28 稳态 72-73%。管理层对成本的表述是内存正处于极端的价格状态、涨幅超出此前预期且明年还会更高；对毛利率路径的表述是稳态回升要等已执行的调价在 FY28 第一季入账。

把这条路径算成一个数字：

口径	数值
峰值（FY26 Q4）	75.2%
谷底指引（FY27 Q4 中值）	71.5%
跌幅	-370bp
涨价全额生效后的稳态（FY28）	72.5%
相对峰值的永久缺口	-270bp

即便 15% 以上的调价全额生效，毛利率也回不到原点——缺的那 270bp 就是定价权的定义。按这个口径，这一轮英伟达把成本转出去了约六成，自己吃下四成。

而与之并列的第二个读数，与第五节形成了本篇最重要的一处呼应：同一份法定披露里，英伟达的采购承诺从 1,190 亿美元跳到 2,790 亿美元，公司写明主要与内存采购相关。

公司	用资产负债表锁上游的动作	量级
英伟达	采购承诺（主要为内存）	\$119B → \$279B
寒武纪	预付款项	7.45 亿 → 29.14 亿元（+291.4%）

全球最有议价能力的芯片设计公司，和国产算力里毛利率唯一转正的那一家，在这一轮做了同一件事：不是把价格谈下来，而是用现金把量锁住。锁量而非议价，是买方在卖方市场里的标准动作——它本身就是定价权在对手方的证据。

于是三层结构清晰：

层	代表	毛利率一阶导	超额毛利来源	定性
存储介质	合约已锁到 2027–2028 定价的介质厂	● 连续扩张	自有产能 + 合约主导权	唯一可延续的真租金
芯片设计	英伟达	● 唯一转负 (−370bp)	—	净支付方
整机系统	服务器与存储系统厂	● 暂时扩张	存货时间差 + 合约时滞	有到期日，必然回吐

涨得最明确的那一家毛利率在压缩，「被动涨价」的那一家毛利率在扩张。「涨价函 = 定价权」这个直觉在两端同时失效——这是本篇可以推广到任何涨价链的部分：看调价公告的排序，不如看下一期毛利率的符号。

最后一处值得记下的错配：在全球这一端，拥有真租金的介质层被给到个位数的前瞻倍数，而靠存货时间差的整机层被给到十倍以上。市场的估值排序与定价权的排序完全相反——它明确不认为这批租金可延续。这与介质端合约价涨幅已从三位数回落到双位数、且行业供需预测指向 2027 下半年转向的判断同向。

八、回溯打分：对本部 07–04 判断的检验

本部 2026–07–04《国产算力换轴》的核心量化预判之一是：2026 年国产 AI 芯片供需约 2:1、卖方市场、产多少卖多少。两个月后逐项打分：

原预判	检验结果	打分
供需紧张、卖方市场	报价方向确实上移，需求侧被政策硬指标坐实	✔ 命中
HBM 是唯一硬约束、定斜率	成立但须收窄：约束自 2024-12 即存在，2026Q3 显性化的是缓冲耗尽	🟡 部分命中·时序须修正
「卖方市场 $\Rightarrow$ 设计端拿到 α 」	落空。设计端六个月超额 +0.7pp，且层内五家 Δ 四负一正	✖ 落空
整机组装无定价权、不是 α	整机层六个月超额 -8.0pp，全表最差	✔ 命中
α 在设备/材料/测试层	设备 +84.8pp、测试 +109.2pp，全表最强	✔ 命中

落空的那一条值得单独记一笔方法论：**供需比是行业级变量， α 是公司级变量，前者不能外推到后者。**「产多少卖多少」描述的是量，不是价，更不是留存下来的毛利；从供需比直接推到超额收益，中间缺了“成本转嫁能力”这一步，而这一步恰恰就是本篇的判据。此后凡以供需比立论者，须同时给出该层的毛利率 Δ 分布，否则只作量的结论、不作价的结论。

九、受益链与标的

受益链 · 价值链五层定位

- 需求源：互联网大厂 + 政务智算（国产化率 $\geq 70\%$ 硬指标）
- 一级供应商：昇腾 / 寒武纪 / 海光 / 摩尔线程 / 沐曦 / 燧原（报价上移， Δ 四负一正）

→ 真卡口：HBM 裸颗粒配给 · 先进制程产能 · 先进封装与测试产能

→ 可投代理：设备（华海清科 / 拓荆）· 测试（精智达 / 长川 / 华峰测控）· 封装（通富 / 长电）

→ 已拥挤：设备测试层六个月已涨 +80~104%

→ 未定价：设计端 Δ 分化尚未被层内充分区分

重点标的表（价格为 2026-09-11 收盘，人民币）

标的	收盘价	层	与本篇判据的关系	6M	方向
寒武纪 688256	¥1,040.00	设计	全层唯一 Δ 为正；代价是预付款 +291%、 现金流 -65.8%	+41.2%	🟡 观察· Δ 须由三季报续证
景嘉微 300474	¥47.20	设计	非 HBM 路线对照组，判据成立的支点	-28.0%	⚪ 方法论用途，非标的
华海清科 688120	¥237.11	设备	CMP / 减薄，HBM 堆叠步骤数放大的直接承接方	+92.7%	🟡 逻辑硬·位置已高
精智达 688627	¥454.20	测试	存储测试设备，国产 HBM 兑现的前置采购	+93.6%	🟡 同上
长川科技 300604	¥257.70	测试	测试机与分选机，量的弹性最大	+106.9%	🟡 同上
通富微电 002156	¥58.00	封装	先进封装产能，敞口未量化	+25.3%	🟡 观察

7 行公司卡

寒武纪 688256 (¥1,040.00 · 设计层)

项	内容
位置	国产 AI 加速芯片设计，云端产品线占收入 99.98%
为什么重要	本轮唯一把上游成本转出去的一格，是判据的正样本
为什么未被充分区分	市场按「涨价」给整层定价，尚未按 Δ 的符号在层内排序
证据	2026H1 收入 59.96 亿 (+108.1%)、Q1→Q2 毛利率 54.33%→56.14%
估值状态	市值约 6,540 亿元，PS(TTM) 约 68 $\times$ ，绝对水平高
催化 (3/6/12 月)	三季报毛利率环比方向 (决定性)；存货与预付款环比拐点
反证	毛利率上行的代价在现金流量表：预付款 +291.4%、经营现金流 -65.8%、存货周转 318→425 天

景嘉微 300474 (¥47.20 · 设计层 · 对照组)

项	内容
位置	非 HBM 路线的国产图形与计算芯片
为什么重要	排除「国产芯片普遍经营退化」这一替代解释，使第四节判据成立
为什么未被充分区分	作为方法论支点的价值，不体现在其自身估值上
证据	2024 年以来毛利率震荡无趋势，存货与预付款几无变化
估值状态	市值约 247 亿元，处亏损状态
催化（3/6/12 月）	无本主题相关催化
反证	收入体量仅 3.34 亿元，样本代表性有限

卡点 6 指标评分卡（1–5 分，分越高越接近真卡点）

环节	短缺强度	替代难度	认证周期	集中度	定价权	可投性	合计
HBM 裸颗粒（配给）	5	5	4	5	5	1	25
先进封装与堆叠	4	4	4	4	3	4	23
存储测试设备	3	4	4	3	3	4	21
AI 芯片设计	2	2	3	3	2	5	17
整机组装	1	1	1	1	1	5	10

四象限落位：HBM 裸颗粒 = 真卡点但买不到（只能通过设备与封装间接持有）；先进封装与存储测试 = 真卡点可投但位置已高；AI 芯片设计 = 可投性最高而卡点属性最弱，本轮的错配正在这一格；整机组装 = 非卡点且无现金流修复空间，回避。

明确排除：整机与服务器组装层（六个月超额 -8.0pp，且是成本最终承担方）；以及任何仅以「涨价」为理由的标的——本篇全部工作就是说明这个理由不成立。

单列剔除：燧原科技 688801（2026-09-11 上市，首日收 ¥397.00、+179.22%、市值约 1,708.50 亿元）。其 2025 年综合毛利率 31.78%，低于同业均值约 26pp；83.79% 的收入来自持股 20.26% 的单一股东兼客户，且招股材料载明对该方售价低于市场价。**这是关联方补贴定价，其毛利率读数不具备行业定价权的推断效力，因此不进入第四节判据样本。**

十、风险与反证

#	会推翻本篇结论的条件	观察方式	当前状态
1	三季报里设计层 Δ 集体转正	五家 2026 Q3 毛利率	未到期；若成立，「涨价即租金」成立、本篇作废正
2	寒武纪 Δ 转负而他家转正	同上	未到期；若成立，排序尺整体重写
3	整卡涨幅被证明主要来自晶圆代工提价	代工端调价口径、各家营业成本结构	第二成本源真实存在（代工自 2026Q2 起对紧缺品类议价），本篇未将成因归于单一因子
4	华为自研 HBM 已实质自足	950 系列供应与成本表述	若自足则不应因 HBM 短缺而调价，当前证据不支持自足；DRAM die 来源无一手披露
5	设计端超额收益在未来一季显著转正	设计端 vs 设备测试端滚动超额	3 个月维度设计端 -22.1% ，无反转迹象
6	国产 HBM3 提前从样品转量产，楔子解除	量产公告、后段封装厂投运	目前无一家中国企业实现 HBM 量产出货；样品级已有，量产指向 2026 年底至 2027
7	寒武纪现金流背离被证明是季节性	Q3 现金流与存货/预付款环比	待验；若存货预付款回落而现金流转正，第五节结论需下调

触发重写的信号：第 1 或第 2 条成立。

十一、数据冲突与口径

- 海光毛利率降幅有两个读数**：按累计可比口径为 2025H1 60.15% $\rightarrow$ 2026H1 55.21%，即 -4.94pp ；另有 -8.21pp 的流传读数，疑为主营业务毛利率口径。本篇采用 -4.94pp （累计综合毛利率，与其余样本同口径），并将差异单列于此。
- 单季毛利率为衍生值**：由累计营收与累计毛利率差分推得，非披露值，置信度低于累计值一档。该方法在寒武纪 2026Q2 上的推导值为 56.14%，与公开拆季读数 56.10% 相差 0.04pp，方法可用。
- 比较基准不统一**：寒武纪与摩尔线程用季度环比，海光与壁仞用同比。本篇只使用各自一阶导数的符号，不做幅度间的横向比较。这是本篇最需读者注意的一处。
- 报价数据不进模型**：国产加速卡的调价读数目前只有渠道级报价，非成交价、未标配置、离散度大于信号本身（同代价差已达 62%）。本篇仅用其方向，不用其幅度。
- 楔子反算为情景口径**：第二节的 11.5% 依赖两个非中国到手价的代理（长协 \$10/\text{GB}\$ 中值、现货四倍比值），仅用于判断量级吻合性，不作成本预测。中国实际到手价无任何公开一手数据。
- HBM 不存在公开连续价格指数**。本篇使用的长协与现货锚点均为行业数据机构口径，非交易所指数。
- 华为昇腾 950 系列内存方案**：按公开路线图搭载自研 HiBL 1.0 (128GB / 1.6TB/s) 与 HiZQ 2.0 (144GB / 4TB/s)。其 DRAM 晶圆来源未有一手披露，本篇不对该环节下结论。

8. **英伟达调价的证据等级**：15% 以上这一幅度目前只有单一匿名来源、公司未置评、无法定披露文件；但公司在业绩会上确认了已执行的调价与其在 FY28 第一季入账的时点。**本篇只使用公司自述的毛利率路径与采购承诺（均为法定披露），调价幅度仅作背景，不进入任何计算。**
9. **同期存储股的波动不作论据**：2026-09-10 与 09-11 存储介质股的连续回落，经逐渠道扫描未见当日公司公告、指引修订、定价事项或评级变动，宏观与获利回吐可解释；同期整机端的单日大涨中，至少一例的直接催化是卖方首次覆盖。**本篇不把这两日的分化读作产业信号。**
10. **横截面为自建口径**：第六节分层与成分股由本部划分，基准日 2026-09-11，前复权收盘价，中位数法，n 值已在表内列明。分层样本量 2-4 只，结论应读作方向性而非统计显著。

附录 · 来源置信度

结论/数字	口径	置信度
寒武纪 H1 收入/利润/存货/预付款/现金流	公司半年报	A
海光、摩尔线程、景嘉微累计毛利率序列	定期报告聚合	A
各家单季毛利率	本部由累计值差分推导	B（衍生）
燧原毛利率、关联方占比、发行与首日数据	招股说明书与上市公告	A
沐曦板卡均价与同代价差	科创板发行问询回复	A
HBM 管制条款、ECCN 3A090.c 阈值与生效日	BIS / 联邦公报	A
昇腾 950 系列规格与自研 HBM 方案	公司公开路线图发布	A
英伟达 FY27 毛利率指引与内存成本表述	公司财报与业绩会	A
HBM3E 长协与现货价格锚	行业数据机构	B
管制前囤货量级	行业研究与媒体估算	B/C
国产 AI 芯片渠道报价上移 20-50%	渠道级、非成交价	C（仅用方向）
分层横截面收益、楔子反算	涌现资本自建	自建口径

十二、数字三道关自评

本篇全部数字逐条过三道关：①**量级一致性**——各家单季营收与成本由累计值差分得到，构造上保证 $H1 = Q1 + Q2$ ，且推导法在寒武纪 2026Q2 上与公开拆季读数相差 0.04pp；②**单位显式化**——财务数据统一为「亿元人民币」，价格锚统一为 $\$/GB$ （ $\$/Gb$ 已按 8 倍换算，未混用）；③**双源与公告优先**——毛利率、存货、预付款、现金流均取自定期报告，管制条款取自联邦公报，仅报价一项为渠道级单一来源且只用方向不用幅度。第二节的楔子反算标注为情景口径，不作成本预测。

行动清单

- **现在做：**把「毛利率一阶导数的符号」作为国产算力设计端的排序主尺，替代「谁涨价了」。
- **重点观察：**设计层五家的 2026 年三季报，这是本篇唯一的决定性检验点，且是一次多路反向验证。
- **只监控不买：**国产 HBM 与后段封装的兑现方——方向对，窗口在本轮之外（目前无一家量产出货）。
- **绝不追：**以「涨价」为唯一理由的标的；整机组装层；以及关联方补贴定价的样本。
- **下次看这五个数：**① 寒武纪 Q3 毛利率环比 ② 摩尔线程 Q3 毛利率能否止跌 ③ 寒武纪存货与预付款的环比方向 ④ 设计端对设备测试端的滚动 3 个月超额 ⑤ 国产 HBM3 量产公告（楔子解除的唯一开关）。

免责声明

涌现资本产业研究部 | 本报告为产业研究与信息聚合，不构成任何投资建议。文中价格为 2026-09-11 收盘，数据口径见第十一节。