

高通(QCOM)深度调研:AI 突围的真伪与未来几年成长前景

AI 突围是真转型,还是估值已 price-in 的远期期权? · 机构中性核验 + 未来几年成长前景判断

高通的 AI 转型是真的(Oryon/Alphawave/AI200/Humain 都是实的),但"再造一个高通"是 FY27+ 的远期期权,不是近期确定性。多头报告的两个支柱数字(1500亿TAM/千万级 WoA/NVIDIA利好)经核实均需大幅降级,而它回避的三个风险(Centriq 先例/苹果2027归零/推理格局拥挤)才是判断未来几年成长的关键。当前 PE 22、目标价倒挂、NVIDIA 已抢食 -11%——"严重低估"不成立,这是一笔"合理偏贵估值 + 真转型期权"的标的。

涌现资本产业研究部 · 2026-06-15 · 机构中性 基于一份强多头报告 + 本团队独立核实(多源交叉)。核心方法:把"多头叙事"与"可核实事实"分栏,逐条标注,最终给出未来几年成长前景判断。现价 \$211.72、市值 ~\$223B(2026-06)。

一、投资要点(核心判断)

#	判断	方向
1	转型是真的:数据中心三线(Oryon CPU / AI200-250 推理 / Alphawave 互联 ASIC)+ Humain 200MW 合同 + 汽车强劲,都是实的	●
2	但本质是远期期权:数据中心当前收入 ≈0,首单 hyperscaler 定制 ASIC 2026/12 才出货,实质放量 FY27+	●
3	估值不便宜,"严重低估"不成立:PE-TTM ~22(yfinance)/~13(GAAP),分析师目标价 \$180 < 现价 \$211(倒挂 15%);市场早已 price-in 重估预期	●
4	FY27 = 真空+转折年:苹果基带 2027 归零(确定性逆风 ~\$7B)vs 数据中心首批量产(不确定顺风)正面对冲	●
5	当前最硬的增长是汽车,不是数据中心:Q2 汽车 +38% YoY、>\$50亿 runrate→FY26 退出 >\$60亿	●
6	6.24 Investor Day 是关键二元催化(9 天后):"\$3B FY27/\$35B FY31"是分析师预期,非公司官方 guidance	⚠

一句话框架:高通是优质公司 + 真转型期权 + 合理偏贵估值。多头报告"任一方向做成就再造一个高通"在逻辑上成立,但①它是 FY27+ 远期故事,②估值已计入预期,③FY27 真空年风险被多头完全忽略。这不是"严重低估逢低布局",是"等 6.24 兑现信号 + FY27 风险消化"的转型期权。

二、多头叙事 vs 核实真相(去伪存真总表)

多头 claim	核实判定	真相
服务器 CPU TAM 1500 亿	🟡 夸大/口径错配	是 2030E 最高口径(BofA \$170B);当前仅 ~\$30B;中位 2030 ~\$120-135B
高通服务器 CPU 确定性极高	🟡 纸面/早期	仅架构宣布 + NVLink Fusion + Meta/Humain 洽谈;无产品、无订单、无量产期;Oryon 当前仅 PC 出货
AI200/250 LPDDR 替 HBM	🟢 已证实	768GB LPDDR、纯推理、160kW/机架;明确无法碰训练
Humain 首客户	🟢 已证实	200MW,2025-10 转正式合同,2026 起
"Q4 首个实质订单"	🟡 需精确	指 hyperscaler 定制 ASIC(非 AI200),2026/12 出货,客户未具名(6.24 揭晓)
Alphawave 收购	🟢 已完成	\$24 亿,2025-12 关闭,得 SerDes+chiplet;"光 DSP/2nm 子系统"细节未核实,建议收敛措辞
联发科 TPU \$5000/手 机 \$100	🔴 未证实 (示意性)	精确数字无主流源;方向(数十倍价值含量)由 ASIC ASP 间接支撑
WoA 千万级出货	🟡 夸大/冲突	ABI:ARM-PC 2025 ≤13%(含 Mac);骁龙 X <1.5%
NVIDIA 进 WOA 是利好	🔴 实为利空/抢食	N1X(Computex 2026)抢独食;QCOM 6.5 因此 -11%
数据中心当前收入	🟢 ≈0	完全是 FY27+ 期权;手机占 QCT 三分之二、占总营收 57%

三、数据中心三线:哪条是真、哪条是纸

- ①CPU(对标Intel/AMD) → 🟡 纸面:架构+NVLink Fusion+洽谈·Oryon仅PC·无订单
- ②AI推理(对标NVIDIA差异化) → 🟢 最实:AI200(2026)/AI250(2027)·LPDDR替HBM·Humain 200MW合同
- ③ASIC/互联(对标博通/Marvell)→ 🟢 能力补齐:Alphawave已并(SerDes+chiplet)·首单hyperscaler定制硅 2026/12

- 最实的是 ② AI 推理:Humain 合同(≈1250 机架/80 万张卡/加速器价值 ~\$3.2B)是唯一白纸黑字的需求锚。LPDDR 替 HBM 的 TCO 路线踩中"推理 ASIC 占比 2026 升至 27.8%、增速超 GPU"的趋势——方向对。

- ③ ASIC 靠 Alphawave 补齐"连接"短板(机架级硅的刚需),首单 2026/12 给某 hyperscaler,CFO 称 FY27"very material"——有实质进展但客户未公开。
- ① 服务器 CPU 最虚:报告把它说成"确定性极高",但实际只有架构和洽谈,最像 Centriq 重演的一环(见七)。

四、端侧 AI / WoA:报告把最大利空说成了利好

- 控制点在"内存带宽而非算力"、模型压缩 90–95% 跑微模型——**技术叙事成立**(Hexagon NPU 卡端侧 token 生成)。
- 但 WoA 渗透远低于"千万级":真实 ARM-PC 2025 $\leq 13\%$ (还含 Mac),高通独占个位数百分点,距"5 年 50%"目标差距巨大。
- **致命修正**:报告称"NVIDIA 加入打破高通孤立、是大合唱利好"——**完全说反**。NVIDIA N1X(联发科设计 CPU die + Blackwell GPU)是来**抢高通独食**的,叠加高通微软 WoA 独占协议到期,QCOM 6.5 单日 -11%、年内回撤 26%就是市场对这条的定价。

五、财务与 FY27"真空+转折年"(时间错配·核心洞察)

Q2 FY26(2026-04):营收 \$10.6B(-2.2%)· 手机 \$6.02B(57%)· 汽车 \$1.3B(+38% 创新高)· IoT \$1.73B(+9%)· QTL \$1.4B(72% margin)· 数据中心 ≈ 0 · 毛利 54.8%。

时间错配是全局关键:

- **确定性逆风**:苹果基带 2026 仅供 20%、2027 归零 \rightarrow QCT 流失 $\sim \$5.7-5.9B$ + RF $\sim \$1.6-1.9B$,且 QTL 授权协议同样 2027 到期(双杀)。
- **不确定顺风**:数据中心 FY27 才"very material"——但全是期权。
- \rightarrow FY27 是高通基本面的"真空 + 转折"年:确定性失血 vs 不确定性输血同时发生。多头报告只讲顺风、不讲这个逆风,是最大的叙事缺口。
- **当前真正的增长引擎是汽车**(+38%、FY26 退出 $> \$60$ 亿 runrate),不是数据中心——这点报告反而轻描淡写。

六、估值:为什么"严重低估"不成立

口径	数值	含义
现价/市值	\$211.72 / \sim \$223B	一年内 \$122 \rightarrow \$211 翻倍,52w 高 \$260
PE-TTM	~ 22 (yfinance)/ ~ 13 (GAAP)	即便取低口径,也已从历史 12–15 中枢上沿
分析师目标价均值	\$180	● 低于现价 15%(倒挂)
近期股价	年内回撤 $\sim 26\%$	NVIDIA WoA 抢食已部分定价

结论:市场早已发现高通的 AI 转型故事并 price-in 了一部分(否则一年不会翻倍、PE 不会到 22)。华尔街共识目标价比现价还低 15%,说明专业资金认为**现价已计入较多重估预期**。报告"严重低估、长线逢低布局最佳窗口"——**前提不成立**;更准确的表述是"故事已被定价,赌的是 FY27 执行兑现"。

七、风险(报告完全回避的三大红旗)

1. **Centriq 重蹈覆辙风险**:高通 2017 发 Centriq 2400(首款 10nm 数据中心 CPU),**2018 裁服务器部门 95% 人力退出**(Intel/AMD 挤压、没起量)。这次有改善(入口选推理 ASIC 而非通用 CPU、有 Humain/hyperscaler 签约、搭 NVLink Fusion 生态),但**无量产记录 + 生态从零**的结构风险仍在。这是必须写入的尽调红旗。
2. **苹果 2027 基带归零**:确定性逆风,QCT+QTL 双杀 ~\$7B(见五)。
3. **推理格局拥挤**:定制 ASIC 协同设计**博通+Marvell 合计 ~95%**(博通 FY26Q1 AI 半导体 \$8.4B/+106%);+ NVIDIA 推理基本盘 + CSP 自研(TPU/Trainium/MTIA)。高通**最晚入场**,份额能否撕开待证。
4. **Arm 官司未终局**:2025-09 高通一审完胜(Oryon 授权有效),但 Arm 已上诉 + 高通反诉(2026-03 trial),尾部风险未消。
5. **6.24 Investor Day 二元事件**:若给出强 guidance + 揭晓 hyperscaler 客户 → 重估;若不及预期 (UBS:数据中心需 ~\$100亿才撑得起近期股价)→ 杀估值。

八、未来几年成长前景判断(你的核心问题)

阶段	判断
FY26(当下)	手机承压(-2% 量级)+ 汽车强劲(+38%) + IoT 复苏 + 数据中心 ≈0。整体低个位数增长,汽车是主引擎。
FY27(真空转折年·最大不确定性)	苹果基带归零(-\$7B 确定失血) vs 数据中心首批 ASIC/AI200 放量(不确定输血) 。净增长高度依赖数据中心兑现速度——这是 thesis 的胜负手。
FY28-29(中期)	若数据中心证明(Humain 扩 + hyperscaler 多代 + AI250 量产)→ 收入结构重塑、估值乘数上修(报告的"再造一个高通"在此兑现);若不及(Centriq 2.0)→ 沦为"手机+汽车"的合理估值公司,无重估。

净判断:高通的转型方向正确、能力真实(Oryon/Alphawave/AI200/双代工/汽车都是硬的),具备成为"全场景 AI 平台"的潜力。但:

- 它是远期期权,不是近期确定性——数据中心 FY27+ 才见真章;
- FY27 真空年(苹果失血 + 数据中心未稳)是被多头忽略的最大风险;
- 当前估值已 price-in 重估(PE 22、目标价倒挂、NVIDIA 已抢食 -11%),不是"严重低估"。

成长前景定性:中性偏积极的长期期权,但近 1-2 年颠簸,胜负手在 FY27 数据中心兑现 + 苹果失血对冲。

九、投资定位与催化

- **建议 universe 定位:观察池**——优质公司 + 真转型期权,但①数据中心未兑现 ②FY27 真空年 ③估值已不便宜,够不上"立刻建仓"。
- **转正/加仓信号:**① 6.24 给出明确数据中心收入 guidance + 揭晓 hyperscaler 客户 ② AI200 量产 + Humain 之外第二客户 ③ 数据中心季度收入实质落地(从 0 到 1)④ 估值回到 PE <16 或股价回到目标价(\$180)下方。
- **回避/减配信号:**6.24 不及预期 / 数据中心跳票(Centriq 2.0)/ 苹果失血快于数据中心输血。
- **catalyst 日历:**6.24 Investor Day(9 天后,关键) → 下半年财报(数据中心首单进度)→ 2027 苹果归零节点。

十、参考资料

DCD、NextPlatform、Tom's Hardware、ServeTheHome、TIKR/CFO、Futurum、MarketScreener(Humain)、Counterpoint(Alphawave)、ABI Research(WoA)、TheRegister/NetworkWorld(Centriq)、Qualcomm IR(Arm 官司)、Benzinga/JPMorgan/UBS(数据中心预期)、Motley Fool/Globe&Mail(Q2 FY26 财报)、yfinance(现价 2026-06)。

本报告由涌现资本产业研究部出品,基于一份外部多头报告 + 公开信息独立核实,机构中性,不构成投资建议。"\$3B FY27/\$35B FY31"等为分析师预期,以高通 6.24 Investor Day 及后续财报正式披露为准。市场有风险,投资需谨慎。