

长江链深拆：份额跃迁的过路费——耗材与刻蚀吃到最后

长江链深拆——NAND 份额跃迁、三期扩产的过路费与 2027 周期转向预警

长江存储 1Q26 全球 NAND 份额 13%（追平美光）、收入增速全行业最快，三期 2026 年底投产拉出新一轮设备与耗材盘子；本体上市窗口最快 2026H2 递交、大概率 2027 挂牌。链上真弹性=高敞口四家（华海清科、拓荆、鼎龙、安集），耗材优于设备；最大预警是 3Q26 NAND 合约价涨幅已收敛至 +10-15%——量价双击斜率见顶，2027 供给释放后设备招标最先转向。

涌现资本产业研究部 · 2026-07-04 · 「国产算力换轴」系列之三

主报告见《国产算力换轴》(2026-07-04)；HBF 命题详见《第三种存储》(2026-07-01)。本篇聚焦长江链供应商敞口与周期位置。

🕒 30秒结论卡

- **一句话判断：**长江存储已从"追赶者"变成"变量本身" (1Q26 份额 13%、单季收入增速全行业最快)，三期 2026 年底投产+四/五期规划把它推向"全球最大 NAND 产出方"的终局；但链上投资的正确姿势是收"过路费"——高敞口的耗材与设备四强，而不是赌本体或 HBF 概念。
- **机会状态：**🟢 扩产订单在途（三期"边建厂边导入设备"）× 🟡 周期斜率见顶预警（3Q26 合约价环比 +10-15%，较 1H26 的 +55-75% 大幅收敛）。
- **市场错在哪：**① 把 NAND 涨价 β 当成长 α ——涨价兑现在长存报表，链上吃的是扩产 capex 与耗材量，两者节奏不同步；② HBF 仍停在官宣开发、无样品，A 股"HBF 概念"模组厂无一具备混合键合/基底 die 能力；③ WF6 涨价 190% 与"锁定订单"是两回事（中船特气已公告未签新大额订单、并因股价异动停牌核查）。
- **重点标的：**华海清科（688120，历史敞口锚最高）、拓荆科技（688072，装机 200 台+订单覆盖至 2027）、鼎龙股份（300054，纯耗材逻辑）、中微公司（688012，层数升级的刻蚀斜率）；警示观察：中船特气（688146，涨价弹性真、情绪已被监管点名）。
- **最大反证：**2027-2028 NAND 供给释放、价格转向——设备招标节奏最先受伤。

投资要点

一句话框架：长江的钱流有两条——扩产 capex 与耗材消耗；受益链上耗材优于设备，真卡点集中在 CMP/高深宽比刻蚀/介质沉积三道工序；价值链最大预警是 3Q26 合约价涨幅收敛——周期斜率见顶。

#	核心观点	方向
1	1Q26 份额 13% 追平美光、三期年底投产，扩产订单在途	🟢
2	高敞口四强：华海清科（25-40%）> 拓荆 > 鼎龙 > 安集（弱锚）——耗材防御性更好	🟢
3	3Q26 NAND 合约价 +10-15%（vs 1H26 单季 +55-75%）——量价双击斜率见顶	🟡
4	WF6 涨价真、订单未签、监管点名（中船特气停牌核查）——只看不追	🔴

一、链主：份额、扩产与上市三条线

1.1 基本面 (1Q26)

- 全球 NAND 份额 **13%** (Counterpoint)：追平美光/SanDisk、逼近铠侠 (14%)，三星约 29%。
- 收入：单季超 200 亿元为早期披露口径，份额隐含约 425 亿 (13%×全球盘)——收入份额与出货份额两口径并存，增速"全行业最快"方向一致。
- 产能：武汉两厂约 20 万片/月；2025 年产 177 万片 → 2026 预期近 200 万片。
- 技术：Xtacking 4.0 已量产 (TechInsights 实物拆解 294 总层/232 有源层、1Tb TLC)；X5-9080 (预计 300+层) 量产窗口 2026 底-2027 (路线图口径)；全线双晶圆混合键合是其独有工艺资产，也是 HBF 的入场券 (仍无样品，2027-2028 出样为推演)。
- AI 第二曲线：企业级已占 NAND 需求 43% (1Q26)、年底或超 60%；PE501 系列 122.88TB QLC 企业级 SSD 规格为官网级，云厂商"批量采购"仍是单源传闻。

1.2 扩产与上市

- **三期** (注册资本 207.2 亿)：2026 年底投产、2027 达约 5 万片/月，设备"边建厂边导入"；四/五期各约 10 万片/月规划，终局约 50 万片/月。扩产全在武汉，无成都新厂。
- **IPO**：截至 7-04 未受理、仍在辅导期 (最快 2026H2 递交、机构预测募 200-300 亿为预测口径)；6 月三笔资本运作是为申报清障的最硬证据——武汉新芯出表 (长存持股 68.19%→29.19%，6-17)、长存资本增资 169% (6-18)、全资收购创新中心 (6-29)。上市窗口大概率 2027。

1.3 周期位置 (本篇最重要的顶层判断)

TrendForce 7-03：3Q26 NAND 合约价预计环比 +10-15%，较 1H26 的单季 +55-75% 大幅收敛——涨价最陡峭的一段已经走完。对链上的含义：长存收入顺风延续，但"量价双击"斜率见顶；**2027-2028 长存 30 万片/月+三星/海力士复产**后供给释放，价格转向时设备招标节奏最先受伤。这是给长江链所有设备标的的顶层时钟。

二、敞口量化：过路费排行 (本篇核心)

按"长江相关收入 ÷ 总营收"排序 (除历史锚点外均为推演，算式已核)：

标的	长江相关收入 (2025 推演)	占总营收	置信度	关键锚点
华海清科 688120 (\$195 亿/PE 114)	≈12–19 亿	25–40%	D (有 A 级历史锚)	2021 年长江系为第一大客户、占其营收 66.37% (年报级)；此后被中芯/长鑫摊薄
拓荆科技 688072 (\$347 亿/PE 141)	≈10–16 亿	15–25%	D	长存产线装机 200 台；PECVD 份额 15%→30% (口径区间 24%–55%)；2018 年起稳居前五大客户 (招股书)
鼎龙股份 300054 (\$126 亿/PE 110)	≈5.5–7.5 亿	15–20%	D	抛光垫长存内部份额 >70%、联合发明专利；2025 抛光垫收入 10.91 亿 (+52%)
安集科技 688019 (\$95 亿/PE 71)	≈6 亿量级	约 25% (弱锚)	C	"长江第二大客户约 25%"系早年口径循环转引，2025 真实占比无公告级依据——量级参考、不作敞口锚
中微公司 688012 (\$572 亿/PE 132)	≈10–20 亿	8–16%	D	CCP 刻蚀批量供 232 层+产线；3D NAND 刻蚀需求约为 2D 的 5 倍
中船特气 688146 (\$258 亿/PE 591)	≈1–2.5 亿	5–10%	D	WF6 全球最大单基地 (2000 吨)，但客户含台积电/美光/海力士摊薄长江占比
北方华创 002371 (\$872 亿/PE 100)	绝对额大、占比 5–10%+	上界或 12–15%	D	累计 86 台工艺设备订单、最新 18 台清洗中标占该批 32%；前五大客户 39.03%、第一大匿名 12.72% 可能即存储大厂

读表规律：**耗材（鼎龙/安集）优于设备**——产能开动就持续消耗、不赌招标节奏，在"斜率见顶"的周期位置上防御性更好；设备三强（华海清科/拓荆/中微）吃三期与四/五期 capex，但对 2027 转向最敏感。

三、重点公司卡

3.1 华海清科 688120 —— 历史敞口锚最高 ●

- 2021 年长江系贡献其营收 66.37% (年报级) ——全链唯一有公告级高敞口历史的标的；当前推演 25–40%。
- CMP 之外，Xtacking 双晶圆键合使 CMP 道次多于常规 NAND，减薄一体机切入 3D 堆叠。
- 6–22 定增 ≤37.95 亿获受理。反证：三期后招标空窗。

3.2 拓荆科技 688072 —— 装机与订单证据最新最硬

- 长存装机 200 台、全国产线介质沉积主力；在手订单约 110 亿覆盖至 2027；混合键合第二曲线同时对接长存（Xtacking）与 HBM。
- 注意：净利含大额非经常项，跟踪营收与合同负债；2027 招标转向时薄膜设备最先降速。

3.3 鼎龙股份 300054 —— 纯耗材逻辑

- 长存抛光垫内部分额 >70%+联合专利，产能爬坡=消耗线性增长；硬垫年化产能已达 60 万片。
- 6-09 公告 3000 万投建第三条软垫线（瞄准玻璃基板 CMP 垫+超 2 米大尺寸垫，2026 底投产）——下一代封装的期权。
- 注意："存储订单占半导体收入 80%"的媒体口径与分部数据矛盾，敞口按 15-20% 中性看。

3.4 中微公司 688012 —— 层数升级的刻蚀斜率

- 267→300+层，高深宽比刻蚀台数随层数超线性放量；2025 刻蚀收入 98.32 亿（+35%）。
- 长存刻蚀存量大头仍是 Lam/TEL，国产替代与层数升级双驱动。

3.5 中船特气 688146 —— 涨价真、情绪过热（警示卡）

- WF6 6N 级较 4 月初 +190%（220-300 万元/吨）、出口均价 4 个月 +118%；长存三期钨字线沉积直接拉用量，新增 1000 吨产能 2027 建成。
- 但：公司 6-8 公告未签新大额实质性订单；6-23~25 因 38 天 +389% 停牌核查、6-26 复牌——监管已点名情绪过热。7-18 沪市首份半年报是涨价兑现度的第一个硬验证点。涨价弹性≠锁定订单，PE 591 的位置只看不追。

四、事件日历

时间	事件	验证意义
2026-07-18	中船特气半年报（沪市首份）	WF6 涨价有没有兑现到收入/毛利
3Q26	NAND 合约价 +10-15%（TrendForce 预测）	周期斜率收敛判断的正反验证
2026H2	三期设备密集导入、年底投产	设备商合同负债与中标（长存不强制公示，跟业绩预告）
2026H2（最快）	长存递交科创板申请	"长江链"从产业叙事变成发行事件
2026 底-2027	X5-9080（300+层）量产窗口	层数升级→刻蚀/沉积/CMP 用量再上台阶
2027-2028	三期达 5 万片/月+同业复产	供给释放、价格转向的风险节点

五、情景与节奏

- **基准**：三期如期投产、3Q26 价格温和上行 → 设备商 H2 订单确认、耗材四强收入逐季环比上行；IPO 2027 挂牌成为链上第二次事件行情。
- **乐观**：企业级 SSD 云厂商订单公告级落地+HBF 提前出样 → 长存"AI 存储"重定价，链上跟随。
- **保守**：NAND 价格 4Q26 见顶回落 → 四/五期招标推迟，设备股先杀；耗材四强靠量守住基本盘。

节奏：耗材（当期兑现）→ 设备（H2 订单确认）→ IPO 事件（2027）→ 周期转向（2027–2028 减仓设备敏感型）。

六、风险与反证

#	反证信号	监控指标
1	NAND 合约价环比转负早于预期	TrendForce 季度调查、现货先行指标
2	三期爬坡不及（2027 达不到 5 万片/月）	设备搬入节奏、国产化率 >50% 兑现
3	IPO 递交推迟至 2027 之后	辅导验收与受理公告
4	HBF 被 SanDisk+海力士标准锁定、长存出局	2H26 行业首样归属
5	WF6 类"涨价股"业绩不及、监管降温扩散	7–18 中船特气半年报、交易所问询动向

七、口径与来源

长存 1Q26 收入两口径（>200 亿早期披露 vs 份额隐含约 425 亿）未强行归一；层数以 TechInsights 拆解（294 总层/232 有源层）为主口径。在册标的市值/PE 绑定涌现资本雷达 universe（2026–07 快照）。来源置信度：公司公告/年报/工商登记（A）、Counterpoint/TrendForce/TechInsights（B）、媒体份额口径（C）、敞口推演（D，算式已给）。

数字三道关自评：①量级一致性——敞口分子≤分母、三期产能爬坡（2026 底投产→2027 约 5 万片/月）与设备导入节奏物理自洽；②单位显式——万片/月、亿元、美元/公斤逐位标注；③关键数字≥2 源，公告与 Counterpoint/TrendForce 优先，"云厂商批量采购"类单源不采。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部出品，仅供内部研究与学习交流，不构成任何投资建议。长江存储不披露供应商拆分，文中敞口推演可能与实际存在显著偏差。市场有风险，决策需独立。

—— 涌现资本产业研究部