

存储不再是周期， 是 AI 的物理税

HBM 以 3-4 倍晶圆系数挤出标准内存，真瓶颈在三大厂的 wafer 分配而非需求；中国双存被动获份额，但份额不来自传闻中的 Big Tech 导入。

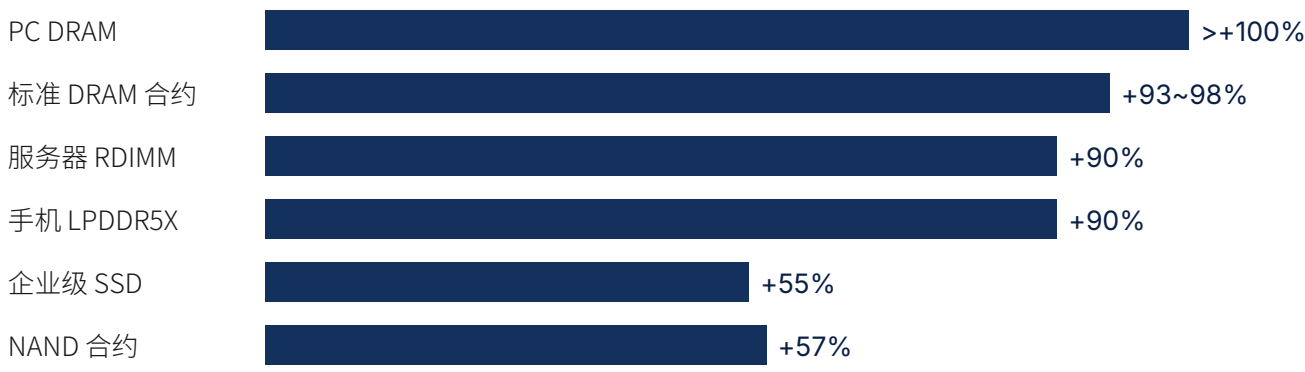
01 核心观点

本轮存储已从价格周期切换为 AI 产能挤出的结构性短缺：HBM 以 3-4 倍晶圆系数吞噬标准 DRAM 产能，真瓶颈是三大厂的 wafer 分配与洁净室，而非需求。中国双存被动获份额，但份额来自三大厂主动让出的低端，而非传闻中的 Big Tech 导入。

- 01 结构性而非周期性。1Q26 标准 DRAM 合约价环比 +93-98%，但行业 bit 出货仅增低个位数到约 20%——涨价来自价/结构而非量；美光更指引 2026 年 PC/手机出货下滑，因供给在配给需求。
- 02 物理税可量化。HBM3E 每 bit 约耗 3 倍于 DDR5 的晶圆（HBM4 升至约 4 倍）；AI 在 2026 年吃掉约 20-23% 的 DRAM 晶圆，高盛测算缺口 4.9%，为 15 年最严重。
- 03 三大厂在主动让低端。三星/SK 海力士把 DDR4 与消费级 NAND 转向 HBM/服务器，HBM 2026 全数售罄；中国双存接的正是这块被让出的商品与消费市场。
- 04 反共识修正。苹果用长存、谷歌评长鑫目前都是单一信源传闻（日经 / 一条 X 推文），无确认订单；且 1260H 清单 2026 年 6 月把双存重新列入——监管墙是抬高而非降低。
- 05 真实可获份额（非传闻外推）。长鑫 DRAM 2026 营收份额约 9-11%（产能口径上沿 ~13%），长存 NAND 约 12-14%；增量来自可得性与不设配额惩罚，而非价格折让。

1Q26 合约价环比暴涨，但 bit 出货温和——涨价来自价/结构而非量

各品类 2026 第一季度合约价环比（%），数据截至 2026 年 6 月



注：同期行业 DRAM bit 出货仅增低个位数~约 20%；2Q26 标准 DRAM 合约再 +58-63%。
来源：TrendForce / Counterpoint, K Research 整理，数据截至 2026 年 6 月

BEAR • 25%

存储链戴维斯双杀
合约价转负+标准品扩产兑现

BASE • 55%

高位钝化，紧缺延至 2027
增速减半但不转负，国产小幅渗透

BULL • 20%

存储链戴维斯双击
Big Tech 导入实锤+2027 HBM 跳涨

02 产业链全景

HBM 晶圆系数（每 bit vs DDR5）

3-4 ×

▲ HBM4 升至约 4×

2026 DRAM 供给缺口

4.9 %

▲ 15 年来最严重（高盛）

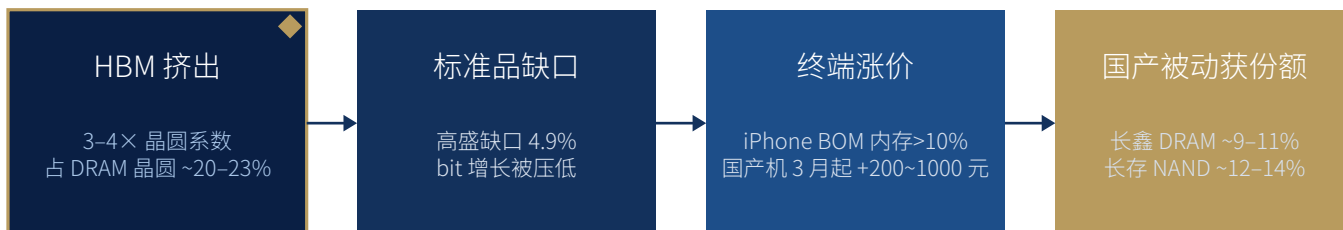
1Q26 标准 DRAM 合约

+95 %

▲ 同期 bit 仅增个位数

传导链：HBM 挤出 → 标准品缺口 → 终端涨价 → 国产被动获份额

choke point 在三大厂 wafer/封装分配，而非需求端



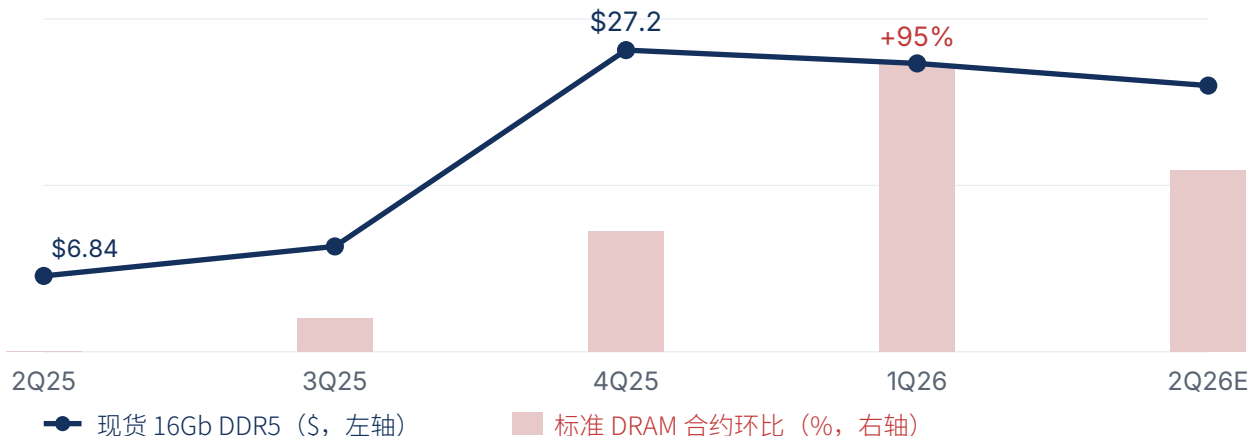
◆ 标注节点为 choke point：HBM 先进封装/TSV 与三大厂 wafer 分配。

市场把存储涨价读成消费电子的成本扰动，这是把结果当成了原因。真正的自变量是 HBM 对标准 DRAM 晶圆的物理挤出：同制程下，HBM3E 每产出一定 bit 所耗晶圆约为 DDR5 的 3 倍，HBM4 升至约 4 倍——多出的晶圆不是变成可售商品 bit，而是消失在更大的裸片、TSV、堆叠与良率里。于是 2026 年约 20-23% 的 DRAM 晶圆投向 HBM，却只贡献个位数的 bit，标准品有效供给增长被结构性压低。这不是某一季缺货，而是产能分配规则的改写：缺口由物理与合约（Stargate 的 90 万片/月意向、五年期 SCA）锁定，而非需求脉冲制造。

03 供需与价格

现货先行、合约暴力补涨：标准 DRAM 价格的两段式喷发

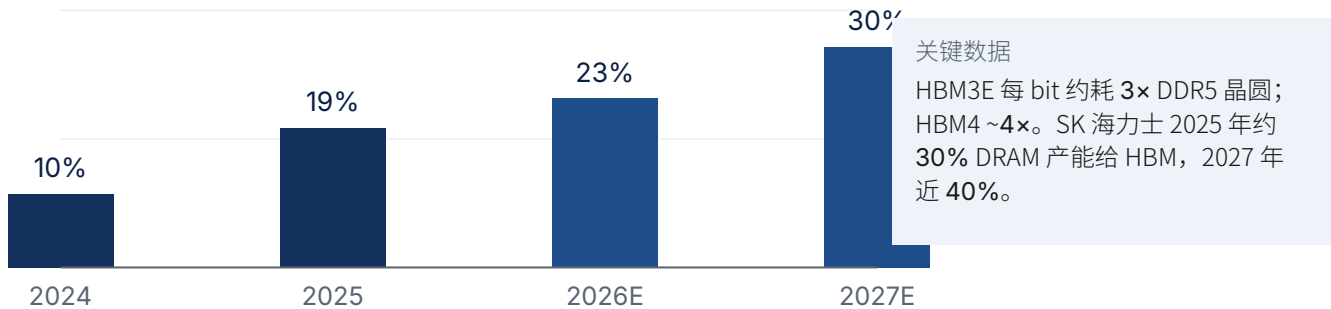
16Gb DDR5 现货（美元/颗）与标准 DRAM 合约环比（%）



来源：TrendForce / DRAMeXchange, K Research 整理；现货为非零起点。数据截至 2026 年 6 月

HBM 吞噬 DRAM 晶圆的份额逐年抬升，标准品被动让位

HBM 占 DRAM 总晶圆投入比例（%，三大厂口径）



来源：Micron 电话会、TrendForce、SemiAnalysis, K Research 整理，E 为预测

价格信号印证了挤出。现货先行——16Gb DDR5 现货从 2025 年 9 月的 6.84 美元冲到 12 月的 27.20 美元，约 3 倍——随后合约价在 1Q26 暴力补涨，标准 DRAM 合约环比 +93-98%，2Q26 再 +58-63%。但同期行业 bit 出货仅增低个位数到约 20%：涨价来自价格与结构，不是放量。最干净的结构证据来自美光——它直接指引 2026 年 PC 与手机出货下滑，因供给在配给需求。

04 竞争格局

三大厂让出低端，中国双存接位：五强对照

营收/盈利为最新季度，份额与 capex 为 2025-2026

厂商	类型	最新季营收	2026 capex	HBM/份额	关键动作
三星电子	IDM	KRW 134T (1Q26)	>KRW 110T	HBM4 量产	史上最大半导体投资
SK 海力士	IDM	KRW 52.6T (1Q26)	~KRW 50T	HBM ~62%	营业利润率 72% 创纪录
美光 (MU)	IDM	\$23.9B (FQ2)	>\$25B	HBM 全售罄	指引终端出货下滑
长鑫 (CXMT)	DRAM	¥50.8B (1Q26)	IPO 295 亿	DRAM ~9-11%	科创板过会 · 全球第四
长存 (YMTC)	NAND	未披露	三期扩产	NAND ~12-14%	PCIe5 SSD · 国产设备过半

来源：各公司财报电话会、TrendForce、Omdia、上交所，K Research 整理，数据截至 2026 年 6 月

份额迁移：中国双存在商品/消费层抬升 (%)

DRAM 与 NAND 全球份额，2024 vs 最新季度

DRAM 营收份额



NAND bit 份额



来源：Omdia / Counterpoint，K Research 整理（左：2024，右：最新季度）

三大厂正在主动让出低端。三星与 SK 海力士把 DDR4 与消费级 NAND 的晶圆转向 HBM 与服务器 DDR5，HBM 2026 年全数售罄。让出的，正是中国双存接得住的市场。长鑫 1Q26 营收同比 +719%，DRAM 营收份额从 2024 二季 3.97% 升至 2025 四季 7.67%，跻身全球第四，并以 295 亿元过会科创板；长存 NAND bit 份额约 13%。但要点是：长鑫 DDR5 并不更便宜（与三星/海力士基本持平），真折让在长存 NAND 约 10-20%——中国的优势是可得性与不设配额惩罚，而非价格战。

05 政策与催化

传闻热度 vs 真实导入量：监管墙在抬高，不是降低

2026 年中国存储相关事件时间带（事实/传闻分层）



● 事实（一手/监管文件） ○ 传闻（单一信源）

来源：DoD 1260H、WilmerHale、日经、Reuters，K Research 整理

反共识

“被制裁方反转为被求购”只对了一半：商业上确被争抢，但 1260H 在 2026 年 6 月把双存重新列入，长存仍在商务部实体清单。中国份额增量来自三大厂腾出的商品低端，而非 Big Tech 旗舰导入。

反共识的靶子在“传闻热度 vs 真实导入量”。苹果评估长存 NAND、谷歌评估长鑫 DRAM 两条消息，分别只有日经一家、X 上一条推文为源，至今无确认订单、无完成验证。这恰恰也是证伪点：同一批中国低端供给，正是下一轮价格见顶最可能的触发器——DDR4 现货 2026 年首次回落，即由中国渠道库存驱动。买的是“三大厂让出的低端”这条确定性，不是“Big Tech 导入”这条传闻。

06 情景与风险

	BEAR	BASE	BULL
核心假设	AI capex 消化+标准品扩产兑现	合约高位钝化, 紧缺延至 2027	HBM 优先+国产导入超预期
关键变量	合约价转负 · 标准品新增产能落地	2Q26 +58-63% 后增速减半	Big Tech 确认 PO · 2027 HBM 跳涨
目标区间	存储链 -30%+ 戴维斯双杀	高位盈利兑现 · 国产估值重估	存储链戴维斯双击
概率	25%	55%	20%
触发信号	合约转负+扩产+否认导入	增速放缓但不转负	导入实锤+HBM4 重定价

我们错了的信号

- 标准 DRAM/NAND 合约价环比转负 2026Q4
- 三大厂宣布并兑现标准品 (非 HBM) 大规模扩产 2026H2
- Big Tech 公开否认或叫停中国存储导入
- 现货-合约价差由正转负且持续 2026Q3
- HBM 2027 出现订单削减/超量供给信号 2027H1

风险

- 1 周期证伪 “结构性” 叙事历史三次皆未兑现 (1996/2018/2022 峰谷 -50%~-65%) 监测: 合约价环比 · 三大厂 capex 分项
- 2 估值与拥挤 SK 海力士年内 +186%、市值破万亿, 三星+海力士占 KOSPI 42% 监测: 远期 P/E · 外资持仓
- 3 国产证伪 车规/服务器验证周期 1-2 年, 且 1260H 重新列入 监测: 验证进度 · 清单更新
- 4 二阶受损 OEM 毛利滞后 6-12 个月承压 (戴尔被双降至 110 美元) 监测: OEM 毛利指引 · 出货量

07 结论与行动

把存储当周期股博弈的人会被三件事打脸：物理税不可逆、合约已锁多年、监管在抬墙。买的是“三大厂让出的低端”这条确定性，不是“Big Tech 导入”这条传闻；卖的是 2027 年同步扩产兑现这只靴子。颗粒度到份额上下沿，而非传闻外推。

接下来盯什么

- 2026Q3
三大厂 2Q26 财报与 capex 分项
验证 HBM/标准品分配与扩产口径
- 2026Q3-Q4
长鑫科创板挂牌定价
国产 DRAM 估值锚
- 2026Q4
合约价是否环比转负
周期见顶首要信号
- 2027H1
HBM4 合约重定价谈判
BULL 触发器
- 2027
三大厂标准品新产能集中投产
BEAR 触发器（同步扩产）



扫码进入口罩哥知识星球 · 解锁
全部 K Research 独家研报

本报告由 K Research 独立制作，所载信息均来源于公开资料，K Research 不对其准确性与完整性作任何保证。报告内容仅代表制作时点的研究观点，不构成任何证券、加密资产或其他金融产品的投资建议，亦不构成任何买卖要约。投资者据此操作，风险自担。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权归 K Research 所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式转载、复制或引用。