

存储反垄断诉讼 告不倒晶圆里的「合谋」

三星、SK海力士、美光被诉借 HBM 转型操纵 DRAM 价格——但它真正暴露的，是一个无需合谋、却比真合谋更难撼动的寡头结构。

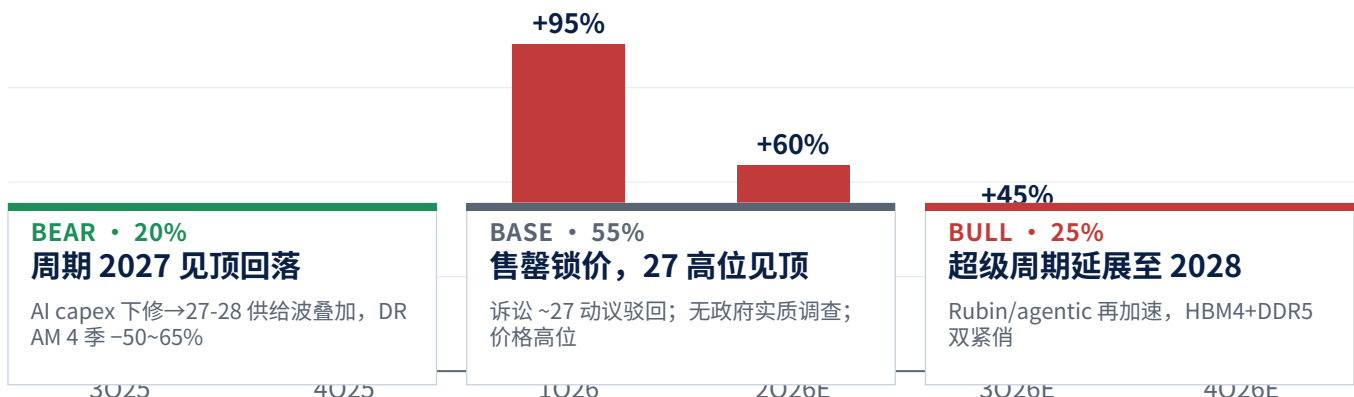
01 核心观点

这桩 6 月 25 日加州集体诉讼，大概率在动议阶段被驳回——同一律所、同一法院、同一巡回区，2022 年已用同一理论败诉。但它真正的信号不在判决：它证明三巨头已无需打一个电话，1 bit HBM 吞掉 3bit 商品 DRAM 的晶圆数学，本身就是那把枪。

- 01 诉讼大概率被驳回。Hagens Berman 同一团队 2018 年的 DRAM 合谋案被 N.D.Cal. 驳回、2022 年第九巡回维持原判 (21-15125)：寡头平行减产+财报「减产」表态不等于合谋。法律上是多年悬顶，非近期催化。
- 02 诉讼是体温计，不是手术刀。它证明的恰恰不是合谋，而是三寡头已无需合谋——HBM 每 1bit 吃掉约 3bit 商品 DRAM 产能，各自理性逐利就自动「减产」。这比 2000 年代真合谋更难诉、更持久，因为它合法且自我执行。
- 03 真正的尾部风险在政府不在法庭。DOJ/FTC/韩 KFTC/中 SAMR 的刑事或监管调查（2000 年代曾罚 7.31 亿美元、高管入狱），叠加美国国会「补贴问责+可负担性」压力，才是该盯的升级开关。
- 04 周期实证强到离谱：1Q26 商品 DRAM 合约价环比 +93~98%（TrendForce 口径史上最大），2Q26 +58~63%，救兵要等 2028。但整座大厦只压在 AI 超大规模资本开支这一根 keystone 上；6 月 22-23 日存储暴跌 12~13% 已是第一次预演。
- 05 受益与被淘汰一目了然：三巨头（利润率历史新高）、HBM 封装设备、CXL 受益；二线手机/PC、百元机、车规工业（+180%、交期 58 周）、内存模组厂被碾。苹果 6 月 25 日掀桌（iPad Air 599→749 美元）把超级周期变成政治议题。

主视觉 · 商品 DRAM 合约价环比涨幅：史上最猛的连环跳

2025Q3-2026Q4 季度环比 % (3Q26 起为 Jefferies/TrendForce 预测)



来源：TrendForce (1Q26 实际 +93~98%)、Jefferies；K Research 整理，数据截至 2026 年 6 月，E 为预测

02 产业链全景

choke point: HBM 是怎么「掐住」商品 DRAM 脖子的

同一片晶圆的两种用法——这就是诉讼说的「人为减产」，也是它告不倒的原因



反共识

市场把诉讼读成「会不会被罚」的二元问题。真正的 delta 是：寡头根本不需要打电话。三家各自把晶圆从 DDR5 挪去 HBM、最大化自身利润，合起来就是一次「协同减产」——晶圆数学替它们完成了卡特尔要开会才能办的事。这正是第九巡回「conscious parallelism」原则保护的灰区，也是它比 2000 年代真卡特尔更难诉、更难打破的根因。

把镜头拉到两层之外：HBM 这一个 choke point，正把成本压力沿「AI 服务器→云厂 capex →推理单位经济（tokenflation）→消费电子可负担性→国会政治」一路传导。内存从服务器里最便宜的零件，变成 AI 基建中最稀缺的瓶颈——三家造、全世界抢。

03 供需与价格

1Q26 商品DRAM合约价 环比

+95%

史上最大季度涨幅

内存产业 1Q26 营收

97 B\$

环比 +81%

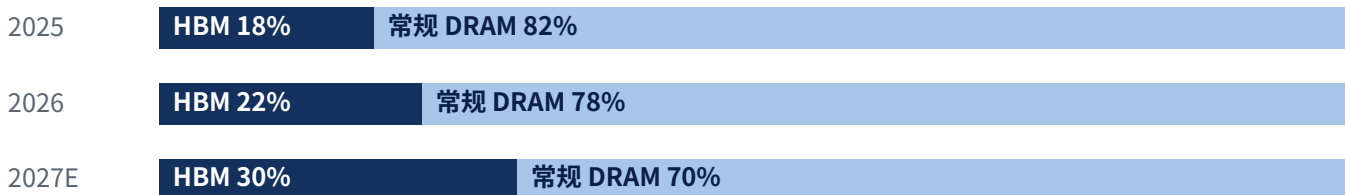
供给缓解时点

2028 年

新厂多为 HBM 专用

HBM 占 DRAM 晶圆投片比例：结构性挤出的物理证据

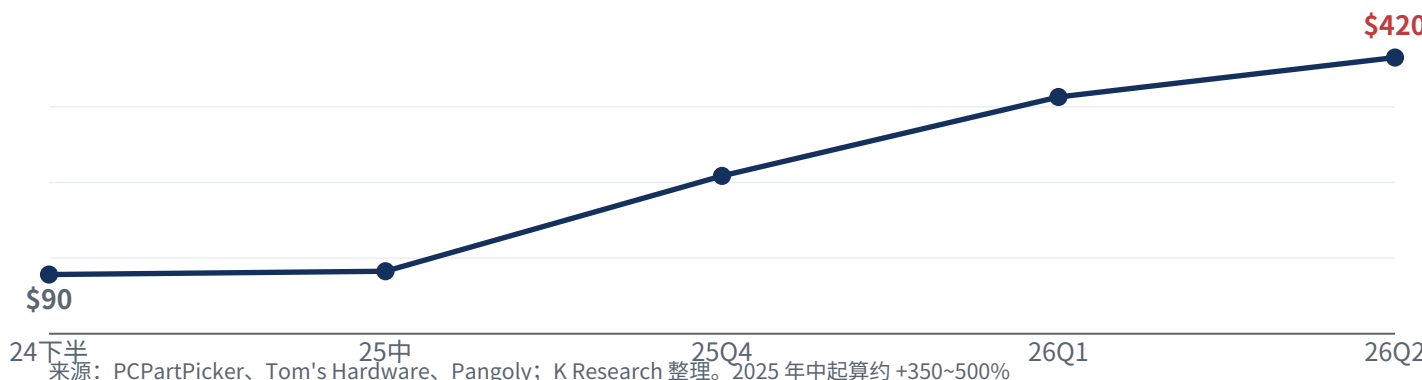
占总 DRAM 晶圆投片 % (TrendForce)，HBM 单 bit 耗用约 3× 常规 DRAM 产能



来源：TrendForce HBM 产业分析 (2026.06)；K Research 整理，E 为预测

消费端实证：32GB DDR5 套装零售价 (美元)

2024 低点至 2026 峰值；非零起点。诉求「+700%」需以 2023 超跌谷底为基数



关键数据

「售罄」是定价权的硬证据：SK海力士称 2026 年全部产出已售罄、三年需求已超产能；美光称 2026 年 HBM 全部锁量锁价、仅能满足客户中期需求的 50~66%；OpenAI/Stargate 锁定最高 90 万片/月 DRAM (约全球 40%) 至 2029。供给端晶圆库存周转已降至历史低位。

04 财务透视

SK海力士 1Q26 营业利润率

72%

创纪录，一度高于英伟达

美光 Q3FY26 非GAAP毛利率

84.9%

环比 +10pp

三巨头合计市值

≈4.1 T\$

三家均破/近 1 万亿

HBM 份额即权力：SK海力士握住命门，美光反超三星居次

全球 HBM 市场份额，2025Q2（出货价值口径，TrendForce）

HBM

SK海力士 62%

美光 21%

三星 17%

来源：TrendForce、Counterpoint；K Research 整理，数据截至 2026年6月

三巨头快照：被诉的同时，正集体刷新历史利润

厂商	最新季营收	盈利能力	市值(2026.06)	HBM4/Nvidia
SK海力士	₩52.6万亿	营业利润率 72%	≈\$1.35万亿	已认证·量产
三星电子	DS ₩81.7万亿	DS OP ₩53.7万亿	≈\$1.0万亿(普通)	已认证·追赶
美光 (MU)	\$41.5B	毛利率 84.9%	≈\$1.0-1.1万亿	已认证·量产

方法注记

管理层的「资本开支纪律 / 不重蹈过剩」表态在法律上是双刃剑：既是利润率护城河，也被原告当作「协同」证据。但第九巡回 2022 年已裁定——身处相互依存的寡头，各家本就会在分析师电话会上说同样的话，不构成合谋。事实层面只成立三点：各自喊纪律、capex 相对克制、转向多年期锁价长协；没有任何公开证据指向真实协同。

I05 政策与催化

判例时间线：私人诉讼的胜负，取决于政府是否先「定性」

DRAM 反垄断三十年——有政府前案则巨额和解，纯平行行为指控则动议驳回

2002-07 DOJ 刑事卡特尔案

三星罚\$3亿、海力士\$1.85亿、英飞凌\$1.6亿、尔必达\$0.84亿，合计>\$7.31亿；美光污点豁免；多名高管入狱4-8个月。

2010 欧盟卡特尔决定

10家厂商合计罚€3.31亿；美光豁免——「有政府定性」模板。

2014/07 美国民事和解

DOJ 定罪后跟进：集体和解约\$3.1亿+各州\$1.73亿。被告「赔了」。

2018→22 Hagens Berman 集体诉讼

纯平行行为指控；2020 White 法官驳回，2022 第九巡回维持 (21-15125)。被告「赢了」。

2026/06/25 本案 3:26-cv-06345

Bathae Dunne+Hagens Berman；14 消费者+3 小企业诉三家。同一理论、同一法院、暂无政府前案。

关键数据

基准率清晰二分：有政府刑事/监管定性在前→被告和解（数亿美元）；无政府前案、纯靠寡头平行行为推断→动议阶段被驳回（2018 案即此）。本案当前属后者。截至 2026 年 6 月，未见 DOJ / FTC / 欧盟 / 韩 KFTC / 中 SAMR 对 2022- 定价的任何正式调查公开信号——这是原告最大的不利，也是最该紧盯的升级开关。催化在政治端而非法庭：美国国会已就「拿了超 500 亿 CHIPS 补贴却涨价」发难（Lawler、Moreno 致信商务部，引 S&P 预测 2026 内存涨 70~100%）。历史上打断上一轮涨价的是中国 NDRC（2017 年底约谈、2018 年初与三星签备忘录），不是美国法院。本案本身大概率只是噪音；它点燃的政治火，才可能引出真正的监管手术刀。

06 情景与风险

三情景矩阵：资产的命运压在一根 keystone 上——AI 资本开支

	BEAR · 20%	BASE · 55%	BULL · 25%
核心假设	AI capex 见顶下修	售罄+长协，需求延续	Rubin/agentive 再加速
DRAM 价格	2027 四季内 -50~65%	26 续涨后 27 高位见顶	双紧俏延展至 2028
诉讼/监管	驳回（无关紧要）	~27 动议驳回，可补正	驳回，无监管行动
makers 估值	自峰值 -40~60%	高位维持至 2H27	存储市场→\$1.28万亿
概率	20%	55%	25%

我们错了的信号（验证信号清单）

- 任一超大规模厂下半年下修 2026-27 AI capex 指引 2026Q3 前
- HBM/DDR5 多年期长协出现取消或重谈 2026 下半年
- DDR4 合约价环比转负（canary 金丝雀） 滚动监测
- DOJ/FTC/KFTC/SAMR 对 2022- 定价启动正式调查 任意时点（尾部）
- CXMT 取得 EUV/DUV 突破或出口管制实质松绑 2027
- 现货价连续两月回落 + 库存周转回升 滚动监测

反共识

消费端需求摧毁不会压垮价格——它只是把晶圆让给 AI。所以三条腿（消费衰退、CXMT、判例周期）单独都不致命；唯一能让六条空头腿同时点火的，是 AI 超大规模 capex 转向。6 月 22-23 日 12~13% 的暴跌，就是市场对这唯一变量的第一次压力测试。

07 结论与行动

别盯着法庭。这桩诉讼大概率被驳回，对三巨头近乎无损；但它是「超级周期已痛到政治层面」的体温计。结构（晶圆挤出、寡头纪律、2026 售罄）说周期还有续航；keystone (AI cap ex) 说真正的拐点信号只有一个。盯 capex，别盯判决。

接下来盯什么

- 2026 下半年 2Q26 合约价落地（预测 +58~63%）
验证定价权延续；Jefferies 称 3Q 仍 +40~50%
- 2026Q3 超大规模厂 capex 指引
唯一 keystone: 上修=BULL, 下修=BEAR
- 2027 年 本案动议裁决 + 政府调查信号
驳回=噪音落地；DOJ/SAMR 介入=尾部升级
- 2027-28 三巨头 \$6460 亿扩产波 vs 需求
供给波撞需求软化=历史性 glut 风险区

一句话收束：真正的「合谋」不在会议室，在晶圆配置表里；它合法、自我执行，只会被 AI 需求的潮水退去时打破，而不是被一纸诉状。



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。