

全球存储投研2026

HBM 暴涨引爆全球存储股，也引来「AI 最脆弱一环」的空头审判 · 10
篇深度 + 多空对质，把 7 条「必崩」论点逐条重算

全球存储 2026 · 一页看懂这轮暴涨与它的账本

涨价是三巨头「供给纪律」造出来的，空头的账本说需求端付不起——裁判是四组可核验的数字

起点财经 × 报告厅 · 精炼总结

数据看点 + 图表 + 来源 | 行情截至 2026-07-02 周四收盘 | 11 单元深度解读 + 多空双源对抗式核验

01 一句话主线

这轮存储暴涨，不是需求突然爆发。是三巨头把先进产能挪去做 HBM、常规颗粒供给收缩——涨价是「供给纪律」造出来的。合约价累计 4.4~4.8 倍，原厂营业利润率冲到 80% 以上。而空头的一本账反问：这么涨，需求端付得起吗？多空吵到面红耳赤，可你去翻，谁都没把数字逐条重算。本报告的裁判不是情绪，是四组可核验的数字：需求结构、涨价传导上限、AI capex 真实盘子、两存新增供给。任一组翻面，结论就跟着翻。还有一句得先说破：你以为在买的那个「存储板块」，根本不是一门生意，是四种。原厂赚周期弹性、设计赚代际卡位、模组赚库存贝塔、流通赚流水薄利，毛利率从 4% 到 62% 横跨 15 倍。涨价潮里谁赚真钱、谁只是贝塔放大器、谁在讲故事，分界线画在各自的利润表里——你要是用一把尺量四种生意，就是系统性误判。

02 空头的账本：七条论点，一张裁定表

判决 = 可核验数字。空头 7 条来自市场流传的测算（转述、非权威源），我们逐条对权威数字重算。裁定：● = 前提站不住/失真，● = 部分成立需限定，● = 空头硬论点属实。结果：4 黄 2 绿 1 红。

#	空头论点	权威核验	中立裁定
①	存储 40% 需求是消费电子	服务器 2023 年就超手机成 DRAM 第一大下游（37.6% vs 36.8%，TrendForce）；2026 AI+服务器占 DRAM 产能 66%	● 「40%」口径旧，消费电子已非第一大买家

②	消费电子利润 2000 亿\$、规模 1.4 万亿\$	量级方向对，但利润 2/3 集中苹果一家 (Apple FY25 营业利润 1330 亿\$，三星 MX 90 亿\$、戴尔 30 亿\$)	● 数字方向对但极度不均，非「全行业」平摊
③	按现价要多花 6000–8000 亿\$买存储→需求崩	2026 全球存储总盘最激进预测才 5516 亿\$ (Yole/Cantor/Mizuho)；IDC 口径手机收入仅 -0.5%	● 增量支出与总盘数量级矛盾，静态测算
④	AI capex 明年撑死 1.4 万亿\$、70% 买服务器	1.4 万亿=高盛 2027 hyperscaler 牛市上限 (共识 9200 亿\$)；「70% 买服务器」查无权威出处 (Dell'Oro: 2025 加速服务器约占 1/3)	● 把上限当基准+虚构比例，核心数字失真
⑤	DRAM×2.5、NAND×0.7→存储收入 2–2.5 万亿\$	与多头 TAM 同数量级 (JPM 27E 1.3 万亿、WSTS 春季 2026 超 8000 亿)；倍数口径未还原	● 数量级不离谱但偏激进上限
⑥	服务器+消费电子占存储 85%	与①同源，「85%」无权威直接口径	● 拼接测算，口径待补
⑦	两存扩产冲击存量格局	量级属实：CXMT 已过会注册、募 295 亿科创板纪录、2026Q1 归母 247.6 亿；长江存储 294 层	● 空头唯一硬论点，两存新增供给是真实的周期顶风险

多空共识底座（全题最佳切口）：多头（JPM 27E 1.3 万亿 TAM）与空头（2–2.5 万亿收入）都认「存储收入要暴涨」，分歧只在「这笔钱谁付得起、能否兑现」。所以裁判必然是四组买单方数字——而不是「涨价对不对」。

03 十一单元要点（每条一记锤）

- **【00 · 一页账本】** 精炼总结本身：把多空两本账放同一坐标系，用四组数字当裁判——**不站多、不站空，只站算术。**
- **【01 · 供给造涨价】** DRAM 合约价三连跳（4Q25 +45~50% → 1Q26 +93~98% → 2Q26 +58~63%），链式累计约 **4.4~4.8 倍**。根子是三巨头把产能挪向 HBM——**这是供给收缩，不是需求爆发。**
- **【02 · 空头账本判决】** 空头 7 条对权威数字重算，**4 黄 2 绿 1 红**。市场没人做过这道算术题，我们做了：**结论会随任一组数字翻面而翻面。**
- **【03 · 多头三根真柱子】** 那多头就全是泡沫吗？也不是。需求结构确已移动（服务器超手机）、AI capex 「更高更久」、原厂利润是真金白银——**三根柱子都立得住，问题出在它把牛市上限当成了基准。**
- **【04 · 原厂在印钞】** 美光 FY26Q3 营业利润率 **80.4%**、海力士 1Q26 逼近 72% 历史极值。你若看到原厂 PE 才 20 倍就觉得便宜，先记住这句铁律：海力士 **2018 顶部 PE 2.54**

→ 2019 底部 PE 30.2——高点低 PE，恰恰是周期顶信号。

- **【05 · 一个板块四种生意】** 2025 年毛利率：接口澜起 62% / 设计聚辰 57% / 模组江波龙 19% / 分销香农芯创 4%——横跨 15 倍。香农 352 亿营收的含金量，还不如澜起 54.6 亿。平面比较全错。
- **【06 · α 与 β 分野】** 同是「设计层」，Q1 净利普冉 +1260% vs 聚辰 -69%。涨价不普惠——有代际卡位的赚 α ，只跟涨的吃 β ；澜起 Q1 归母 +61% 但扣非仅 +20%，近四成靠投资收益。
- **【07 · 模组过山车】** 江波龙们 2023 年集体亏损（江波龙 -8.28 亿），2026Q1 单季净利就超过 2025 全年（38.62 亿 vs 全年 14.2 亿）。这是库存低买高卖的增值收益，周期反转即减值——2022-23 演过一遍。
- **【08 · 长鑫反转】** 长鑫 2022-2024 累亏 318 亿 → 2026Q1 单季归母 247.6 亿；募 295 亿创科创板纪录。产能逼近美光——国产替代叙事与全球周期风险，是同一枚硬币的两面。
- **【09 · 盯供给别盯需求】** 本轮核心变量是三巨头供给纪律。三星已预警「2026 或供过于求」（5-19 首触 A 股大跌）——监控 capex 与产能分配，比监控需求领先一个身位。
- **【10 · 谁赚真钱】** 一张矩阵收口：原厂赚周期弹性、接口设计赚卡位、模组赚不可持续的贝塔、流通只是流水放大器。所以别再问「存储股还能不能追」——先问你买的是哪一层，估值就得用哪一把尺。

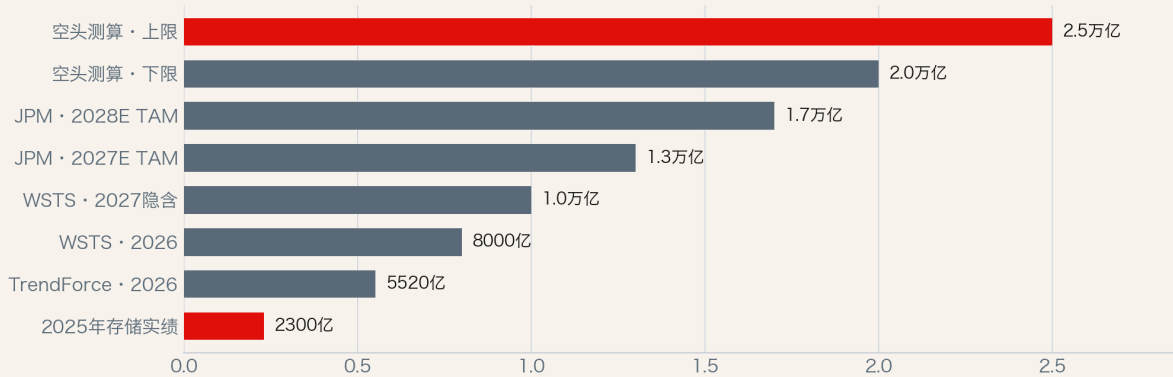
04 杀手数字

- 4.4~4.8 倍
—— DRAM 合约价 4Q25 至 2Q26 链式累计涨幅（TrendForce），涨价的「根」
- 80.4% —— 美光 FY26Q3 营业利润率（SEC 原文，同比 +346%），原厂在印钞
- +496% —— 普冉股份距年初峰值涨幅，A 股存储池最猛；同层聚辰仅 +69%
- 15 倍 —— 2025 年 A 股存储层毛利率横跨（分销 4% → 接口 62%），一个板块四种生意
- 38.62 亿 —— 江波龙 2026Q1 单季净利，而 2023 全年亏 8.28 亿，模组过山车
- 318 亿 → 247.6 亿 —— 长鑫 2022-24 累亏 vs 2026Q1 单季归母，教科书级反转

05 关键图表

多空其实站在同一起点：都认存储收入要奔万亿美元

各方对存储市场收入的预测 · 万亿美元 | 空头与多头共享'收入暴涨'前提，真正分歧只在'这笔钱谁买单'



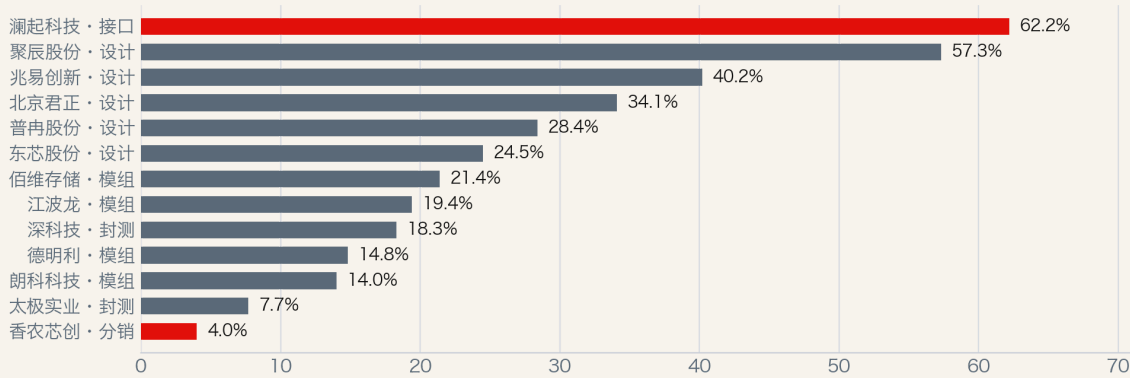
数据来源: JPM/WSTS/TrendForce/市场流传空头测算

起点财经 × 报告厅 联合制作

空头 7 条判决：多空两本账放同一坐标系，逐条对权威数字重算——4 黄 2 绿 1 红，唯一硬论点是两存扩产。

一个板块，四种生意：毛利率从4%到62%横跨15倍

A股存储公司2025年销售毛利率% · 同一'存储板块'其实是接口/设计/模组/分销四种不同生意 | 来源:万得Wind



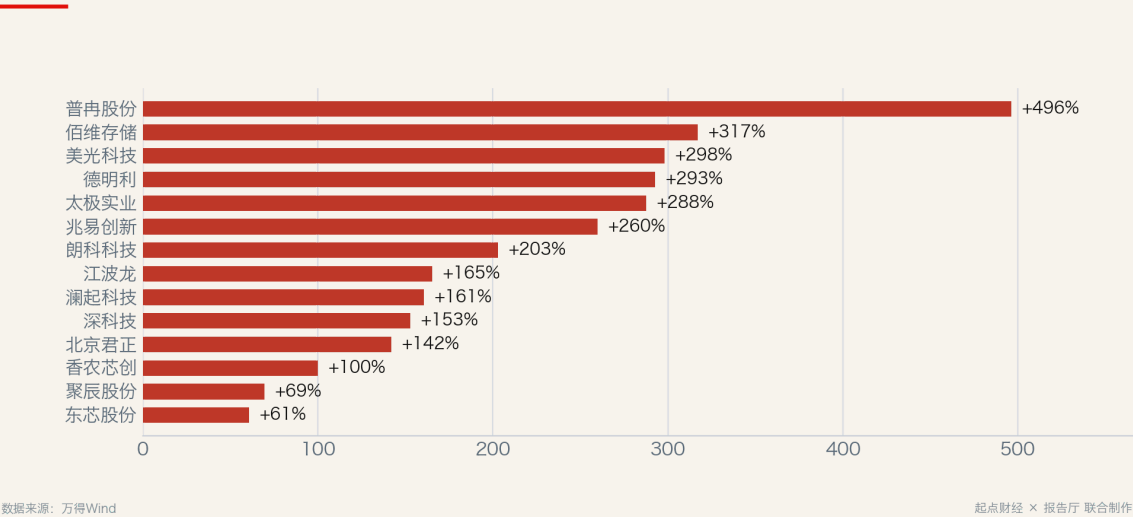
数据来源: 万得Wind

起点财经 × 报告厅 联合制作

一个板块四种生意：2025 年毛利率阶梯，从分销 4% 到接口 62% 横跨 15 倍——同一「存储板块」实为四五种生意。

高位巨震前：14只存储股年内最猛涨了多少

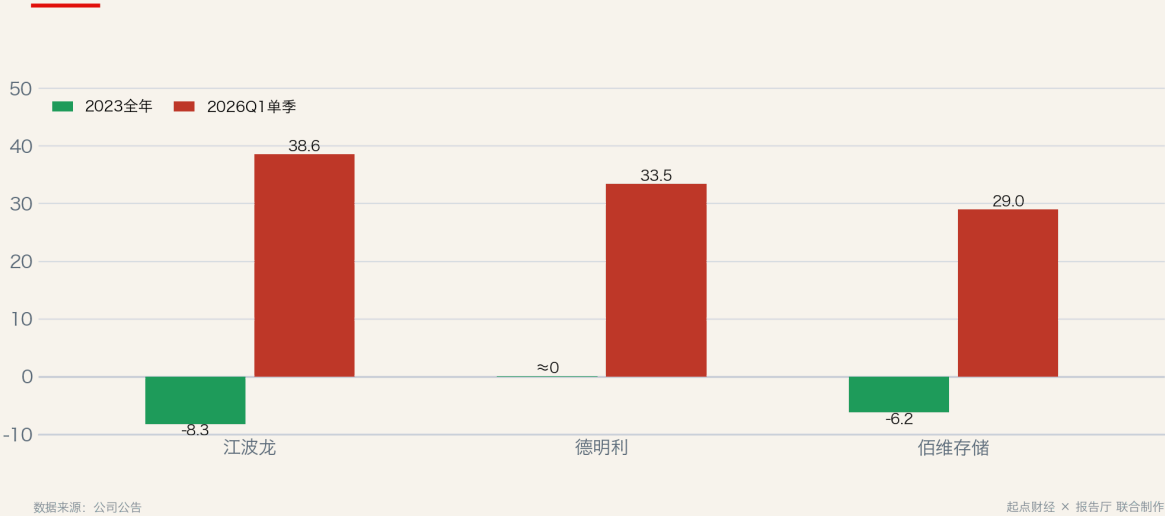
距年初峰值涨幅% · 全部在6/25~7/1冲高后3日回撤10~22% | 数据截至2026-07-02收盘



暴涨→崩跌：A 股存储池峰值涨幅榜，普冉 +496% 领跑，冲高后 3 日集体回撤 10~22%——涨得越猛，摔得越急。

模组厂的过山车：2023年集体亏损，2026Q1单季暴赚

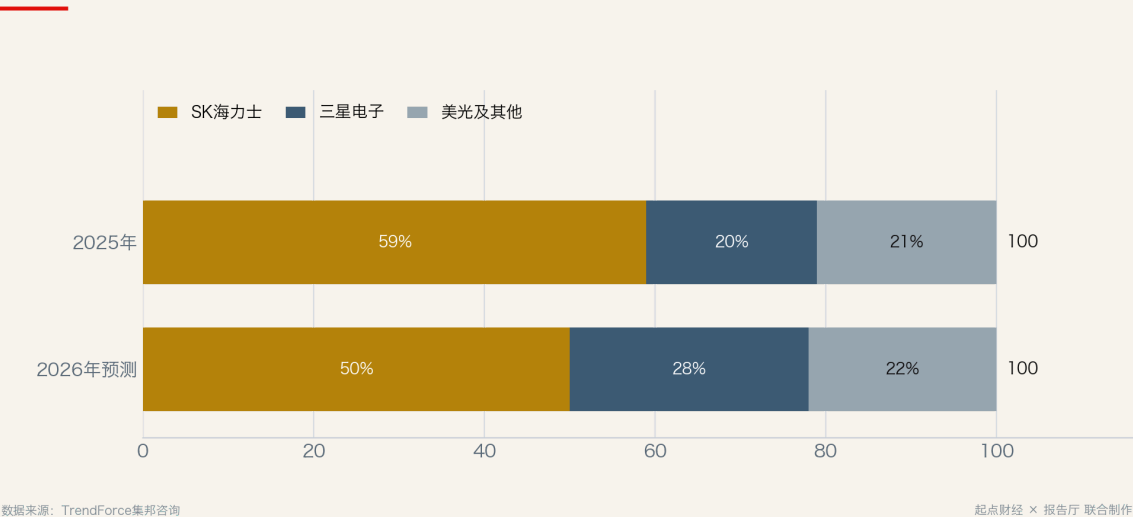
归母净利润 · 亿元 | 绿=亏损红=盈利(A股惯例) · 库存弹性最锋利也最危险 | 来源:公司公告



模组过山车：江波龙们 2023 年集体亏损 → 2026Q1 单季净利超 2025 全年——库存增值收益不可持续，周期反转即减值。

HBM格局松动：海力士份额被三星追赶，从59%退到50%

HBM市场份额 · TrendForce口径 | 三星HBM4业界首发量产、美光补位，一家独大正在变成三家分食



HBM 市占迁移：SK 海力士 2025 年 59% → 2026F 50%，三星 20% → 28% 补位，美光跟进——HBM 才是这轮供给收缩的抽水机。

长鑫的反转：三年累亏 318 亿，一季度归母 247.6 亿

长鑫存储归母净利润 · 亿元 | 绿 = 亏损，红 = 盈利 (A股惯例) | 来源：招股书 / 交易所披露



长鑫反转：2022-2024 累亏 318 亿 → 2026Q1 单季归母 247.6 亿，募 295 亿创科创板纪录——国产替代与周期风险一体两面。

- **行情日期**：A 股行情/估值/K 线一律为 **2026-07-02 周四收盘**（Wind 于 7-3 凌晨 A 股开盘前取数）；崩跌时序为 7-1 美股 → 7-2 韩股+A 股，7-3 当日 A 股走势本报告未纳入。
- **空头数字是「待核观点」非事实**：空头 7 条来自市场流传的测算（转述），找不到具名者，数字由我们对权威源重算；引用请标「市场流传的空头测算」。
- **合约价 ≠ 现货价**：决定原厂盈利的是合约价（累计 4.4~4.8 倍）；DDR4 现货一年 18 倍属现货口径，另计，不可混用。
- **周期股高点低 PE 是陷阱**：原厂/模组一律用周期位置+PB 分位法，禁静态 PE 平面横比（海力士 2018 顶 PE 2.54 是铁证）；模组当下低 PE 是「周期底 PE 幻觉」。
- **分层不可平面对比**：模组毛利 15-20% vs 原厂/接口 60%+ 是**生意模式差异非差距**；分销收入虚胖（香农 352 亿营收毛利率仅 4%，不等于 352 亿生意）。
- **两存数据分级**：CXMT 招股书（一手）> 审计财务> 第三方估算（TrendForce/日经）> 传闻，混用即作废。
- **多空中立 · 不荐股**：全文不给个股价位预期、不做打新建议（含 CXMT IPO）；长江存储实体清单为客观陈述不带立场；原厂合谋定价诉讼系中立转述「原告主张/据报道」。

07 数据来源

万得 Wind（A 股财务/估值/行情直采）；TrendForce（合约价/HBM 份额/需求结构）；高盛、摩根大通（TAM 谱系与供需缺口预测）；美光（SEC 季报）、SK 海力士 / 三星电子官方 IR（原厂盈利极值）；长鑫科技（CXMT）招股书（上交所披露，两存唯一一手源）；Bloomberg / CNBC / 财新 / 财联社等具名媒体（用于崩跌时序与口径交叉，转引未独立核实者已标「待核」）。完整逐笔来源见随附数据台账。

起点财经 × 报告厅 联合制作。本报告基于官方披露与具名权威机构数据整理，仅供研究与信息参考，不构成任何投资建议；投资有风险，入市需谨慎，过往业绩不代表未来收益。

◆ 起点财经 × 报告厅 联合制作

数据与口径

数据来源

HBM 暴涨引爆全球存储股，也引来「AI 最脆弱一环」的空头审判 · 10 篇深度 + 多空对质，把 7 条「必崩」论点

逐条重算

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

万得 Wind（A股行情/估值/财务·截至 2026-07-02 收盘）、TrendForce 集邦咨询（合约价/HBM 份额）、高盛/摩根大通/摩根士丹利（供需与 TAM 预测·具名）、美光/SK海力士/三星 IR 财报（一手）、长鑫科技招股书（上交所披露·一手），经多源交叉核验。

 更新：2026-07-03

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。