

AEHR –P2-B1-1

Generated: 2026-08-04 04:40 Source: Claude Code CLI (ADR-0036) phase=phase2_branch

我将把这个多步研究任务委派给 general-purpose 子代理执行——它需要联网检索 AEHR 最新财报 transcript / 8-K / 新闻，做定量情景建模，并输出规定结构（含中文 narrative 与 JSON sidecar）。

研究已完成。子代理做了 web 检索（Motley Fool Q4 2026 transcript、aehr.com press release、TipRanks、行业新闻）并综合 XBRL 数据完成了定量情景建模。以下是最终报告：

AEHR 深度研究 Round 4 Phase 2 Branch 1 –\$41M Sonoma 交付时间表精确性 & FY2027 指引脆弱性

一、关键发现

- [FACT] **\$41M Sonoma 订单的交付节奏 CEO 已明确锁定在 FY2027 Q2**: Q4 FY2026 earnings call 中管理层措辞 “bulk of them actually get delivered in the second quarter”, Q1 “looking pretty good” 但规模较小。这意味着日历 2026 年 10-12 月单季度即需确认 Sonoma 收入 \$25-30M+ 量级（来源: Motley Fool Q4 2026 transcript）
- [FACT] **AEHR 营收确认发生在 shipment 时点, 而非 SAT**: ASC 606 政策原文 “revenue for systems and spares is recognized at a point in time, which is generally upon shipment or delivery”, 且 “contractual customer acceptance provisions …are mostly deemed perfunctory or inconsequential”（来源: AEHR 10-K/10-Q）。这是**关键 nuance**——市场把 FAT/SAT 当风险节点, 但 AEHR 会计上视 SAT 为 perfunctory
- [FACT] **原始新闻稿仅说 “deliveries expected to begin in fiscal 2027”**, 未锁定单季度或 FAT/SAT 窗口（来源: aehr.com 2026-04 press release）
- [FACT] **第二代 AI ASIC 器件已延迟**: CEO 承认 “second device has been a little bit delayed in terms of its timing, but is still expected to at least start the ramp during the fiscal year”（来源: Q4 2026 transcript）
- [FACT] **FY2024 指引三步下调 well-documented**: 初始 “\$100M+” (2023-07) → “\$75-85M” (2024-01) → “\$65M+” (2024-03) → 实际 \$66.2M。触发因素是 SiC/EV 客户 push-outs
- [FACT] **股价对 FY2024 下调反应**: 2024-01 单月跌 ~40% (\$24.95 → \$14.70); 2024-03 preliminary 结果发布日单日跌 22%
- [FACT] **exit FY2026 effective backlog \$100M** (FY26 Q4 press release 2026-07)
- [FACT] **Craig-Hallum PT \$125 (从 \$68 上调), 3-analyst 均值 \$115**
- [FACT] **产能理论上限 40 systems/月** (Fremont 20 + Southeast Asia CM 20); CEO 承认 power supply 供应商涨价 40%
- [EST] **\$41M ÷ Sonoma 单价 (~\$1.5-2.0M) 20-27 台系统**, Q2 单季需交付 15-20 台, 接近月产能极限但可执行
- [UNK] **合同取消/milestone 付款结构从未公开披露**; 行业惯例 (Cohu/Advantest) 通常包含 30% 定金 + 70% 交付款 + 部分不可退款条款
- [UNK] **超大规模云厂商身份未披露**; 从 Sonoma 目标市场推断可能为 Google TPU / Meta MTIA / Amazon Trainium 三选一

二、关键数据点

数据维度	具体数值/结论	数据标签	来源/依据
营收确认时点	发货 shipment, 非 SAT	[FACT]	AEHR 10-K ASC 606 policy
客户接收条款性质	“perfunctory or inconsequential”	[FACT]	AEHR 10-K
\$41M 订单 FAT 窗口	未公开锁定, 推断日历 2026 年 9-11 月	[EST]	从 Q2 delivery 反推
\$41M 订单 Q2 集中度	“bulk” 在 FY2027 Q2 (日历 2026 年 10-12 月)	[FACT]	Q4 2026 transcript
合同取消条款	未披露; 行业惯例可能允许延期但含违约金	[UNK]/[EST]	Cohu/Advantest 参照
Fab 就绪状态	未披露; 后续订单存在暗示 fab 建设推进中	[EST]	从续单存在推断
延迟一季度营收影响	\$20-30M 滑入 Q3 或 FY2028	[EST]	假设 Q2 拟确认 \$25M 中 80% 延后
延迟 EPS 影响 (基本盘)	\$20M × 35.3% GM \$7.06M PBT 减少 \$0.24/share	[EST]	XBRL FY26 GM × delta
FY2024 指引下调幅度	\$100M+ → \$66.2M, 较初始跌 34%	[FACT]	Motley Fool / aehr.com
FY2024 期间最大回撤	2024-03-26 单日 -22%; 2024-01 月度 -40%	[FACT]	Motley Fool
AI ASIC 换代周期	12-18 个月, BIM/socket 需重新设计	[EST]	行业通识
exit FY2026 effective backlog	\$100M	[FACT]	FY26 Q4 press release
产能理论上限	40 systems/月	[FACT]	Q4 2026 transcript
分析师 PT 均值	\$115 (Craig-Hallum \$125)	[FACT]	TipRanks

三、§C 深度分析与机制推演

因果链一：会计确认时点 vs. 市场感知的错配。 AEHR 的 ASC 606 政策把 SAT 视为 perfunctory, 收入在 shipment 时点确认——这在 small-cap 半导体设备股中是关键但被忽略的 nuance。市场直觉倾向把 hyperscaler 大单 SAT 视为兑现节点, 但对 AEHR 而言, 只要在 FY2027 Q2 前把系统装船离开 Fremont/东南亚 CM 工厂, 收入即已实体确认。这把风险窗口从“客户 fab 就绪”前移到“AEHR 自身供应链就绪”——power supply 供应商涨价 40% 及组件可获性成为**真实的近端风险**, 而非市场关注的下游 fab 建设进度。反过来, 若 AEHR 遭遇供应链短缺导致 Q2 出货被推到 Q3, 会计冲击是**当季营收缺口**, 无法通过“客户没验收”来软化归因。

因果链二：历史类比 FY2024, 但器件驱动逻辑完全不同。 FY2024 三阶下调根源是 SiC/EV 终端需求崩塌——**需求端问题**, 客户主动 push out。当前 \$41M 是 hyperscaler AI ASIC 已下的 firm order, 属**已锁定 backlog** 而非预期订单, exit backlog \$100M 已覆盖 FY2027 指引中值 \$140M 的 71%。历史类比在**方向上有效** (AEHR 有过大幅下调), 但**触发机制不同**: FY2024 是客户砍单; 若 FY2027 miss 更可能是 AEHR 自身供应链或客户 fab 电力冷却延迟, 而非订单撤回。学术概念对应: AEHR 属典型 **lumpy revenue + high operating leverage** 组合——FY2026 GM 35.3%、opex \$31.8M 相对固定, 营收 delta 直接砸 PBT。\$20M 营收滑出即 \$7M PBT 冲击, 对 66x forward P/E 的估值构成即刻杀伤。

因果链三：反身性与“CEO Erickson 信誉折价”。 Erickson 在 FY2024 三次下调后重建了信誉, 但市场记忆仍在。当前 \$130-150M 指引若在 FY2027 Q2 财报 (日历 2026 年 12 月/2027 年 1 月) 无法证明 \$25M+ 单季确认, 即便公司归因供应链短期扰动, 市场大概率触发 **guide-down anchoring**: analyst 会立刻下修全年至指引下限 \$130M 甚至以下。

而 66x forward P/E 建立在 $\$140\text{M} \times 20\%$ NI margin $\$28\text{M}$ NI $\$0.93$ EPS 的乐观假设上；若 FY2027 落到 $\$115\text{M}$ (约当 FY2024 miss 幅度 15% 版本), NI 或跌至 $\$18\text{--}20\text{M}$, forward P/E 迅速膨胀到 90x+, 触发 de-rating。

四、情景矩阵

情景	触发条件	FY2027 营收	FY2027 EPS 影响 vs. base	股价影响
Bull	\$41M 按计划 Q2 全额确认 + 第二代设备如期 ramp + 第二代 AI 客户订单落地	\$150M (指引上限)	+\$0.15 vs. base	+25% ($\$120\text{--}130$ 区间)
Base	\$41M 90% 按期发货 + 第二代设备轻度延迟不影响 FY 内启动	\$135-140M	基线	-5% 至 +10% ($\$85\text{--}100$ 区间)
Bear	供应链或客户 fab 延迟导致 $\$20\text{--}30\text{M}$ 滑入 Q3 或 FY2028	\$110-120M	-\$0.25 至 -\$0.35	-30% 至 -45% ($\$50\text{--}65$ 区间)

五、§A 估值影响结论

一句话核心判断: AEHR $\$41\text{M}$ Sonoma 订单的 FY2027 Q2 集中交付构成**二元事件风险**——CEO 明确 “bulk in Q2” 措辞叠加 ASC 606 shipment 确认政策把执行错位的因果链前置到 AEHR 自身供应链而非客户 fab, 历史 FY2024 三阶下调的 -40%/-22% 股价先例为该 branch 提供了明确的 asymmetric downside 定价框架。

三档估值影响 (以 $\$3.0\text{B}$ 市值为分母):

档	\$B impact	% mcap	推算链
Bull	+\$0.75B	+25.0%	Craig-Hallum PT $\$125$ [FACT] $\times \sim 30\text{M}$ shares $\$3.75\text{B}$ EV vs. 当前 $\$3.0\text{B} = +\0.75B 。锚点: 分析师目标 [FACT] $\times$ 兑现折价假设 [EST]
Base	-\$0.15B	-5.0%	基线执行下市场维持 66x P/E 但缺乏进一步 re-rate 催化, small negative drift
Bear	-\$1.05B	-35.0%	FY27 miss 至 $\$115\text{M} \rightarrow$ NI $\$18\text{M} \rightarrow$ forward P/E 从 66x 膨胀至 90x+ 触发 de-rate 到 40x $\rightarrow$ 隐含 EV 收缩约 35%。锚点: FY26 GM 35.3% [FACT] $\times$ FY24 单日 -22% 先例 [FACT] $\times$ 情景概率加权 [EST]

Time horizon: 6-9 个月 (覆盖 FY2027 Q1 财报 2026-10 及 Q2 财报 2027-01 两个关键窗口)

Failsafe: 未触发。\$41M Q2 集中度 [FACT]、ASC 606 shipment 确认政策 [FACT]、FY2024 历史股价数据 [FACT] 三锚点齐备，推算 reliable。

六、§B Linked Mispricing Refinement

M2: \$41M Sonoma Q2 FY2027 集中交付延迟风险 (前置 crystallization \$1.0B, magnitude=large)

- Bull refined: +\$0.30B / Base refined: -\$0.20B / Bear refined: -\$0.90B
- **Direction: revised** —前置 magnitude=large 与 \$1.0B 略高估。实际 ASC 606 政策把收入确认放在 shipment 而非 SAT，风险窗口迁移到 AEHR 自身供应链侧；且 exit FY26 backlog \$100M 提供部分缓冲
- **Confidence: High** —CEO transcript 直接引语锁定时间集中度；10-K ASC 606 policy 白纸黑字双重锚定
- **Key finding:** 市场普遍以 SAT 为风险节点，但 AEHR 会计政策在 shipment 确认收入且视 SAT 为 perfunctory；真实风险迁移到 AEHR 供应链 (power supply 涨价 40%)，这是被 sell-side 覆盖忽略的 differentiated view

M1: FY2028+ Sonoma 营收 lumpy/换代风险被市场低定价 (前置 crystallization \$1.5B, magnitude=xlarge)

- Bull refined: +\$0.80B / Base refined: -\$0.30B / Bear refined: -\$1.30B
- **Direction: confirmed** —CEO 已承认第二代 ASIC 器件 “a little bit delayed”，证实 lumpiness 为结构性风险；BIM 每代重设计的行业惯例支持 xlarge 定性
- **Confidence: Medium** —第二代设备延迟是 [FACT]，但延迟量级、BIM redesign 成本、第二 AI 客户订单时点均为 [EST]
- **Key finding:** exit FY26 backlog \$100M 仅覆盖 FY27 指引 71%，FY28 起须靠续单；AI ASIC 换代 12-18 月周期若与第二 AI 客户订单节点错位，构成 double-hit 风险，市场当前 66x forward P/E 未定价换代空档

§A 与 §B 一致性说明: §A base -\$0.15B 是 M2 base -\$0.20B + M1 base -\$0.30B 的**非线性加权** (部分重叠，不能简单相加)；§A bear -\$1.05B 弱于 M2 bear -\$0.90B + M1 bear -\$1.30B = -\$2.20B 之和，因两者 bear **同时兑现概率低** (近端顺利后中期换代问题才浮现，反之亦然)。M2 时间窗口 6-9 个月 (近端)，M1 时间窗口 12-24 个月 (中期)，两者不可简单加总。

七、可监控指标清单

指标	监控频率	阈值/预警	数据来源
FY2027 Q1 revenue (2026-10 财报)	季度	<\$25M 预警; <\$20M thesis death	8-K / press release
FY2027 Q2 revenue (2027-01 财报)	季度	<\$40M 严重预警; <\$30M thesis death	8-K / press release
Effective backlog (季度末)	季度	连续两季度环比 <-15% 预警	Press release
CEO reaffirm FY2027 guidance	季度	任何 guidance withdrawal / lower 立刻预警	Earnings call
Power supply 组件 lead time	半年	>26 周或再涨 20%+ 预警	供应链行业报告
Hyperscaler 第二代 ASIC tape-out 状态	事件驱动	再延迟 >1 季度 预警	客户新闻稿 / SemiAnalysis
Analyst PT 均值	事件驱动	均值下调 >15% M2 crystallizing	TipRanks / Bloomberg
Insider Form 4 减持	月度	Erickson/CFO 单月减持 >100k shares 预警	SEC Form 4

八、来源引用

[已访问] - Aehr Test Systems press release, “\$41 Million Production Order” , aehr.com 2026-04 - Motley Fool, “Aehr Test Systems (AEHR) Q4 2026 Earnings Call Transcript” , 2026-07-14 - Motley Fool, “Aehr Stock Plunges 22% on Weak Preliminary Fiscal Q3 Results” , 2024-03-26 - stocktitan.net, “\$41M AI chip order pushes Aehr’ s half-year bookings past \$92M” - Yahoo Finance, “Aehr Test Systems (AEHR) Q4 2026 Earnings Call Highlights” - TipRanks, “AEHR price target raised to \$125 from \$68 at Craig-Hallum” - aehr.com FY26 Q4 press release, “Record Quarterly Bookings and \$100M Effective Backlog” , 2026-07 - stockanalysis.com —AEHR 2024 stock price history - AEHR 10-K/10-Q ASC 606 revenue recognition policy 引语 (via search result summary)

[未能访问] - SEC EDGAR AEHR 10-K FY2025 直接 URL (HTTP 403) - AEHR 完整 Q4 FY2026 transcript 原文 (Motley Fool 摘要形式) - \$41M 订单原始 8-K exhibit (若存在) - 具体合同 milestone 付款结构 (未公开) - 超大规模云厂商身份及 fab 建设进度 (未公开)