

WOLF –P2-B7-update-v99

Generated: 2026-08-21 03:46 Source: Claude Code CLI (ADR-0036) phase=phase2_branch

我先分析已有的 XBRL 数据，然后启动研究代理去核实关键的公开信息。

从 XBRL 中我立刻观察到几个重大结构性变化，需要通过 web search 核实：

1. **股东权益跳变**：2025-09-28 为 **-\$1.08B**（深度负值），到 2025-12-28 变为 **+\$627M**——这是典型的 Chapter 11 出破产法保护的资产负债表重组特征
2. **长期债务锐减**：从 \$6.5B（2025-09-28）→ \$1.96B（2025-12-28）→ \$1.69B（2026-06-28），说明约 \$4.8B 债务被 wiped 或转股
3. **股本重构**：流通股数从 156M（老股）→ 27M → 48M → 52M，老股东被大规模稀释/清零
4. **单日巨额收益**：2025-09-29 单日 Net Income +\$1,063.8M——这是重组收益（gain on debt extinguishment）

这意味着 **M4 空头 thesis 中的“破产触发”部分已完全兑现（crystallized）**。现在的关键是：破产后的新公司能否真正扭转经营？我需要核实：- Chapter 11 具体时间线、DIP 融资条款、股东恢复率 - 新股东结构、管理层变动 - 破产后 LSA 合同处理（cure/reject）- Q4 FY2026 财报（约 2026 年 8 月）实际公布数据 - Q1 FY2027 前瞻指引

已获得关键信息。破产重组已完全兑现，Q4 FY2026 财报刚于 2026-08-19 公布（大幅 miss）。现在撰写完整的增量更新报告。

WOLF M4 空头 Thesis 增量验证报告（Q4 FY2026 更新）

报告日期：2026-08-21

基准情景：M4 空头 thesis 的“破产触发”部分已完全兑现（crystallized），focus 转向 post-emergence NewCo turnaround 风险

执行摘要（5 条关键发现）

1. **【thesis 完全兑现】WOLF 已于 2025-06-30 申请 Chapter 11，2025-09-29 emerge（91 天预打包）**。老股东获得约 2% 新股权（等同 wipeout），Renesas 从债权人跃升为最大股东（约 38%）+ 董事会席位。M4 空头核心论点“破产触发 → 老股东损毁”已 100% 实现。
2. **【thesis 强化，post-emergence 视角】Q4 FY2026（2026-08-19 公布）大幅 miss**：营收 \$150M（YoY -19%）位于指引中值；Non-GAAP EPS -\$2.26 vs 一致预期 -\$0.52（4.3x miss）；股价盘后暴跌 17.3%。**证实“营收下限脆弱”假设在新公司仍成立。**
3. **【thesis 强化】管理层承认需要约 \$800M 年化 run-rate 才能达 GM breakeven** = 当前营收几乎需翻倍（\$150M/季度 → \$200M/季度）。Q1 FY2027 指引仍为负毛利，无正式全年指引。**M1 毛利转正门槛远未达到。**
4. **【thesis 弱化因素】AI 数据中心叙事崛起**：Q4 AI 数据中心 revenue QoQ +20%、全年翻倍以上；LITEON 800VDC hyperscale 合作（2026-08-06 官宣，2026-08 开始 trial production）+ GE Aerospace MOU。这是 post-emergence NewCo 唯一有形的增长 optionality，也是当前 \$1.4B 市值的核心支撑。
5. **【thesis 中性】LSA 客户合同全部 pass-through 未见 rejection**：预打包 91 天 Chapter 11 期间，GM / Mercedes / BMW / Stellantis / BorgWarner / Toyota / Renesas 合同均被 assume。Renesas 甚至在破产后（2025-12-09）扩展了 Toyota BEV 车载充电器合作官宣。但破产已经发生，“LSA 约束是否松弛”作为 M4 触发条件的问题已经失去实际意义——空头已赢，重点转向 NewCo。

一、M1 Mohawk Valley 利用率现状与 NewCo 财务结构

1.1 上次假设 vs 现实

指标	上次基线假设	最新 [FACT] (截至 Q4 FY2026)	判断
流动性跑道	\$1.16B	现金及短期投资 \$1.1B , 净债务 \$600M	通过 Chapter 11 debt discharge 得以延长 破产后大幅改善
长期债务	\$6.5B	\$1.69B (削减 \$4.8B, 年利息节省约 60%)	破产后大幅改善
毛利率转正门槛	约 50% M1 利用率	需 \$800M 年化 run-rate (营收翻倍)	门槛未变但距离仍远
Q4 FY2026 Non-GAAP GM	—	-19.9% (QoQ 改善 70 bps)	改善缓慢
M1 under-utilization charge	—	Q3 -\$46M / Q2 -\$48M	高位维持

1.2 破产后 NewCo 关键数字

- 市值 **\$1.4B** (股价 \$26.35, 52.16M shares outstanding [FACT: XBRL 2026-06-28])
- 现金 **\$576M** + 短期投资 **\$1.1B**, Non-GAAP EBITDA -\$62M/季度 → 现金烧钱率约 **\$60-70M/季度**
- 隐含跑道 4-5 个季度 (约 15-18 个月), 若无重大收入拐点或再融资
- AI 数据中心 revenue 全年翻倍 (Q4 QoQ +20%), 但基数较小, 短期仍无法拉动整体 GM 转正

1.3 判断

上次假设”\$1.16B 跑道内跨越 50% 门槛” → **需彻底修正**: 跑道通过破产延长了, 但门槛远未达到。post-emergence NewCo 的核心风险已从”破产危机”转变为”turnaround 执行风险 + 二次融资风险”。

来源: Wolfspeed Q4 FY26 slides [Investing.com, 2026-08-19]; MarketBeat 2026-08-19 earnings call highlights; XBRL 2026-06-28 balance sheet.

二、LSA 客户侧约束最新状态 (post-emergence)

2.1 逐客户 status

客户	合同状态	二次寻源证据	备注
Renesas	[FACT] Assumed + 扩展; \$2.06B wafer 供货协议延续, Renesas 转为最大股东 (约 38%)	无	从债权人变股东, 最深绑定
Toyota (BEV 车 载充电器)	[FACT] Assumed + 扩展; 2025-12-09 破产后官宣	无	post-emergence 第一个大 win
GM (Ultium)	[EST] Assumed (91 天预打包全部 pass-through)	GM 2026 初宣布 “kill Ultium brand” 但保留 SiC 平台	独立于 Wolfspeed 破产, 非合同变更

客户	合同状态	二次寻源证据	备注
Mercedes / BMW / Stellantis	[EST] Assumed	无公开报道	需 PACER 一级 filings 才能精确核实
BorgWarner (\$500M 股权 + \$650M/年产能)	[UNK] 公开渠道未见 2025-26 期间明确更新	无	原始 2022-11 协议 仍在有效期
Infineon / Rohm (衬底采购)	[FACT] Assumed (缺替代 供应源)	不适用	反向依赖

2.2 Design-in Backlog 停止披露的解释

- 出关后的电话会中，管理层**未再重申 \$21B design-in / \$30B funnel** 历史累计数字
- 叙事已转向按细分市场 (AI 数据中心 / 汽车 / 工业) 披露具体 design wins
- Q4 FY2026 具体披露: LITEON 800VDC AI 数据中心平台、GE Aerospace 高压 SiC MOU、欧洲 Tier 1 为德国 OEM 的车载充电器订单
- 仍无卖方分析师追问的公开记录 [UNK]

2.3 判断

M4 空头“LSA 客户约束松弛”论点在破产前虽未完全被市场证实，但**破产触发本身已代表市场对该风险的重新定价**（老股东 wipeout）。post-emergence 视角下: Renesas 深度绑定 + Toyota 扩展 + LITEON 新 win 是**中性偏正面**因素；但汽车 OEM 板块的实际 pull-through 疲弱（Power revenue \$106M/季度仅 QoQ +6%），说明**汽车 SiC 需求仍未回暖**。

来源: Wolfspeed Toyota PR (2025-12-09); LITEON PR (2026-08-06); Ropes & Gray 破产法律分析 (2025-09); Renesas CFIUS clearance PR (2026-01-30)。

三、宏观 EV 需求与竞争条件更新

3.1 美国 EV 市场 (H1 2026 实际数据)

指标	上次基线 (Q3 2025)	最新 [FACT] (Q2 2026)	变化方向
BEV 占美国销量	5.7% (骤降)	5.4% (继续下滑)	恶化
EV 销量 YoY	-22% (2025 Q3)	-20.5% (Q2 2026)	疲弱持续
GM EV 销量 (YTD 2026)	—	56,679 台, YoY -32.6%	严重恶化
Tesla 全球交付	—	480,126 台 (Q2 2026), YoY +25%	独强

关键催化: \$7,500 联邦 EV 税收抵免终止，冲击中低价位车型（这正是 GM Ultium 定位）。

3.2 欧洲 OEM EV 状况

上次假设的“10-15% 温和复苏”**未兑现**。BMW / Mercedes / Stellantis 2025 Q4-2026 Q1 交付数据显示 EV 板块继续拖累业绩。BMW iX3 新平台推迟至 2027，Mercedes 削减 EQS 产量。

3.3 中国 SiC 竞争

- 2026 中国 SiC 衬底名义产能 **150,000-200,000 片/年 (6 英寸等效)**
- 士兰微 (Silan) SiC 产线 2026 满产；采用“6 英寸 SiC + 12 英寸 Si”结构降本

- BYD / 蔚来 / 吉利 800V 平台全 SiC 模块占比 40-45% (vs 2023 的 25%)
- 中国供给冲击持续加剧

3.4 Section 232 SiC 关税

- 2026-01-14/15: Trump 对 “certain narrow subset of semiconductor articles” 加 25% 从价税 (技术参数定义, 非广义 SiC)
- 2026-08-06: 多晶硅 (polysilicon) 加征 15% + MIP, 2026-12-04 生效 (与 SiC 衬底不同)
- 针对 SiC 的独立 Section 232 保护未启动 [UNK] —上次假设的“关税保护催化”未兑现

3.5 AI 数据中心 SiC 采购

- LITEON 800VDC hyperscale 合作是 Q4 FY2026 最重要的 forward-looking win
- 客户表述为 “leading hyperscale customers”, 未点名 Nvidia / Microsoft / AWS / Meta [UNK]
- GE Aerospace 高压 SiC MOU (应用于航空电力) —非量产合同
- Wolfspeed 全年 AI 数据中心 revenue 翻倍 (基数小, Q4 QoQ +20%)

来源: Cox Automotive Q2 2026 EV Sales Report; TrendForce 中国 SiC 报告 (2026-03); White & Case Section 232 分析 (2026-01); Wolfspeed LITEON PR (2026-08-06)。

四、财务健康与再融资风险

4.1 post-emergence 资本结构

- 长期债务 \$1.69B (vs 破产前 \$6.5B, 削减 73%)
- 现金 + 短期投资 \$1.1B
- 净债务 ~\$600M
- 年度现金利息节省约 60% (\$62M 追加节省自 2026-03 提前赎回 \$475.9M 优先担保票据)
- 债务到期日延长至 2030

4.2 隐含跑道与再融资风险

- Q4 FY2026 现金烧钱率 ~\$60-70M/季度 (Non-GAAP EBITDA -\$62M + capex)
- 现金 \$1.1B → 约 4-5 个季度跑道 (15-18 个月)
- 若 AI 数据中心 revenue 无法在 FY2027 显著加速 (至少加倍到 \$60-80M/季度), FY2028 上半年将出现二次流动性紧张

4.3 CHIPS Act 资金状态

- 原始 \$750M direct funding PMT + \$1B 投资税收抵免的 post-emergence 具体 disbursement 状态未明确 [UNK]
- PMT 属于“非约束性”文件, 最终发放挂钩里程碑
- 若 disbursement 未完成或减少, 将进一步压缩跑道

4.4 判断

再融资风险级别: 中偏高 - 短期 (12 个月内) 不会破产 (cash cushion 充足) - 中期 (12-18 个月) 若 AI 叙事未 materialize, 二次流动性事件概率显著 - 长期 turnaround 需营收翻倍达 \$800M ARR, 当前 growth trajectory 不足以支撑

来源: Wolfspeed Q4 FY26 earnings release; SEC 8-K FY26; Ropes & Gray restructuring analysis。

五、结论：M4 空头 Thesis 是否需要修正？

5.1 核心论点评估

原 M4 thesis (pre-emergence 视角)：LSA 约束松弛 + 积压消失 + M1 利用率无法跨门槛 → 老股东价值毁损

状态：完全兑现 (fully crystallized) - 老股东仅获 2% 新股权 (等同 wipeout) - 156M 股 → 27M 股 → 52M 股的股本重构 - 单日 \$1.06B debt discharge gain 印证

5.2 Post-Emergence NewCo 视角的新 mispricing 形成

新 thesis: \$1.4B NewCo 市值 pricing in AI 数据中心 optionality + 汽车 SiC 温和复苏, 但 Q4 miss 揭示 turnaround 门槛过高

- Q4 EPS -\$2.26 vs -\$0.52 一致预期 (4.3x miss)
- 管理层承认需营收翻倍才能 GM breakeven
- Q1 FY2027 仍为负毛利指引
- 隐含跑道 15-18 个月 → 若 AI 叙事未快速兑现, 二次融资风险中偏高
- 但: AI 数据中心是唯一有形增长 optionality, 估值不能完全按 legacy EV SiC 定价

5.3 关键数据点变化 (3 条以内)

1. 破产已完成 -91 天预打包 Chapter 11, Renesas 成为最大股东 (38%) + 董事会
2. Q4 FY2026 大幅 miss -营收持平低位、GM -19.9%、EPS 4.3x miss、股价盘后 -17.3%
3. AI 数据中心叙事崛起 -LITEON 800VDC hyperscale + GE Aerospace MOU, 全年 AI revenue 翻倍

5.4 最重要的未解答问题 (下一轮跟踪)

1. LITEON 800VDC hyperscale 商用化时间表 + 具体 hyperscaler 客户身份: 这是新 thesis 的核心变量。若 2027 上半年前无法披露实际量产合同规模, NewCo bear case 大幅强化。
2. CHIPS Act \$750M 资金最终 disbursement 状态: post-emergence 是否终止、修改或按里程碑发放? 直接影响跑道计算。

§A 估值影响推算 (VALUATION ANCHOR: \$1.4B mcap)

一句话核心判断: M4 空头 thesis 已通过 Chapter 11 完全兑现 (老股东 wipeout); post-emergence NewCo \$1.4B 市值在 Q4 miss 后进入新一轮 mispricing 窗口, AI 数据中心叙事与 turnaround 执行风险为核心变量。

三档情景 (对 NewCo 从 \$1.4B 基准的估值影响):

情景	触发条件	12-18 月估值影响	% of mcap
Bull	AI 数据中心 revenue 2027 前达 \$80M+/季度; LITEON hyperscale 商用化 + 2-3 家 hyperscaler 直接点名	+\$1.5B	+107%
Base	AI revenue 缓慢爬坡; 汽车 SiC 维持疲软; GM 于 2028 年底达 breakeven	-\$0.3B	-21%

情景	触发条件	12-18 月估值影响	% of mcap
Bear	AI 叙事未 materialize; Q1-Q4 FY2027 持续 miss; 二次流动性事件迫使增发/资产出售	-\$0.9B	-64%

推算方法: Bull 采用 $5x \text{ forward revenue (AI 定价)} \times \$800M \text{ ARR} \times \text{折现}$; Base 采用 $2x \text{ P/S} \times \text{当前 } \$600M \text{ ARR}$; Bear 采用 $\text{tangible book value } (\$930M \text{ equity}) \times 50\% \text{ 折价 (reflecting continued burn + potential dilution)}$ 。

认知标签: EST (NewCo 缺 12 个月 track record, AI 商用化时间表未明)。

Failsafe: 未触发。虽 NewCo 缺历史数据, 但 (a) Q4 FY2026 实际数字明确、(b) LITEON PR 提供 forward validation、(c) 破产后资本结构 clean, 三档均可支持。

§B Mispricing Refinement

M1 refinement (原 M4 空头 thesis)

- **direction_status:** revised(从 pre-emergence “破产触发”演化为 post-emergence “NewCo turnaround 执行风险”)
- **direction_change_reason:** 原 thesis 破产触发部分已 100% 兑现 (老股东 2% recovery 等同 wipeout), thesis 现聚焦 NewCo 12-18 月能否跨越 GM breakeven 门槛
- **confidence_tier:** medium
- **confidence_reason:** Q4 FY2026 miss 提供强证据支持 bear case (Non-GAAP EPS 4.3x miss, GM -19.9%); 但 LITEON 800VDC hyperscale 合作是明确 upside optionality, 无法完全排除
- **key_finding:** 91 天预打包 Chapter 11 + Renesas \$2B 转股 + 债务削减 73% 已完成; 但 Q4 miss 揭示 turnaround 门槛 = 营收翻倍至 \$800M ARR, Q1 FY2027 仍为负毛利指引; 隐含跑道 15-18 个月, 若 AI 数据中心 revenue 未快速 scale, 二次流动性事件概率中偏高

可监控指标清单

1. **AI 数据中心 revenue (\$M/季度)** —领先指标, 验证 LITEON 叙事
2. **Mohawk Valley (M1) underutilization charge (\$M/季度)** —直接反映 utilization
3. **Non-GAAP 毛利率 (%)** —turnaround 关键
4. **现金及短期投资余额 (\$B)** —跑道计算
5. **季度营收 vs 指引中点** —beat/miss 信号

Sources / 引用

- Wolfspeed 8-K & press releases (SEC EDGAR CIK 895419)
- Ropes & Gray Chapter 11 legal analysis (2025-09)
- Wolfspeed Q4 FY26 earnings slides via Investing.com (2026-08-19)
- MarketBeat Q4 FY26 earnings call highlights (2026-08-19)
- Cox Automotive Q2 2026 EV Sales Report

- TrendForce China SiC industry report (2026-03)
- White & Case Section 232 analysis (2026-01)
- Wolfspeed × LITEON press release (2026-08-06)
- Wolfspeed × Toyota press release (2025-12-09)
- Renesas CFIUS clearance PR (2026-01-30)