

WOLF –P2-B5-update-v99

Generated: 2026-08-21 04:00 Source: Claude Code CLI (ADR-0036) phase=phase2_branch

我先启动并行研究代理进行网络搜索以获取 WOLF 最新的 Q3 FY2026 数据、LSA 条款、Mohawk Valley 产能、backlog 披露和破产重组进展。

四个研究代理已完成。现在整合成最终增量研究报告。

1. 执行摘要

- **上轮核心假设“产能爬坡能否跨越 ~50% 毛利率门槛”**：不仅未跨越，距离在拉大—Q3/Q4 FY2026 营收 run rate ~\$600M vs 管理层明确的 breakeven 门槛 \$800M，**缺口扩至 25-33%**，且 Q1 FY27 指引显示爬坡停滞。
- **LSA take-or-pay 客户侧硬约束：无新证据支持存在**。Renesas \$2.062B 存款在 Ch.11 中被 discharge → 转为 \$204M 可转债 + 39% 股权，**反向证明客户侧硬约束在破产程序中可被消灭**。管理层措辞已由“commitment”系统性转向“design win/revenue over time”。
- **Chapter 11 已“干净退出”**（2025-06-30 申请 → 2025-09-29 emergence, 91 天 prepack）：削债 \$4.6B (~70%)，**老股东回收仅 3-5%（近乎归零）—上轮预警的“\$1.65B 市值二次结构性减值风险”已经在老股东层面兑现**。
- **Backlog 透明度**：管理层在 Q3 与 Q4 FY26 **均未恢复披露 \$XX B 设计赢单数字**，未解释未承诺。第三方文章提及 \$12B 数字 (vs FY25 末 \$21B) 未被公司确认。
- **本轮 Bearish thesis 综合判断：显著强化**（产能爬坡停滞 + 透明度缺失 + 客户侧无硬约束 = 三大空头论点均获印证）。但需诚实标注两个 bearish 弱化因素：债务重组后杠杆大幅改善 + AI 数据中心营收 FY26 翻倍（硬催化剂存在）。

2. LSA take-or-pay 条款——最新状态

项目	状态	Tag
WOLF 作为 买方 对上游供应商的 take-or-pay	\$86.4M (FY24 签) + \$200M (FY23 签) 电力 \$80.5M 承诺持续	[FACT]
客户侧对 WOLF 的 硬 take-or-pay 义务金额	10-Q 未披露任何客户最低采购承诺数字	[UNK]
Renesas \$2.062B CRD 存款	Ch.11 中 discharged , 转为 \$204M 可转债 + 38.7% 老股 + 5% warrants	[FACT]
BorgWarner \$500M 优先股处置	Plan 摘要 未单独列出 ，极可能大幅减记 (>80% 损失, ~\$400M+)	[EST]
BorgWarner \$650M/年产能预留协议	破产程序最终处置 未公开	[UNK]
GM/Mercedes/Toyota/JLR 是否公开表态	未搜到重组后关于 LSA 调整、终止或减值的公开声明	[UNK]
Q3 FY26 电话会中 “LSA/take-or-pay” 表述	CFO 仅在 Materials 业务提到 “under the LTA framework”， 未提任何客户最低采购承诺	[FACT]

关键判断：上轮”客户侧多为软约束/capacity corridor”的假设被 Renesas 案例**强化印证**。破产法院已判例性地展示了此类”客户资本承诺”在 Ch.11 中可被 discharge，意味着即便存在类似条款，其可执行性在下行情景中极弱。**Bearish thesis 强化**。

3. Mohawk Valley 利用率进展

时点	营收	Non-GAAP 毛利率	Underutilization Charge
Q1 FY26 (2025-09-29)	\$196.8M	未披露	未披露
Q2 FY26 (2025-12-28)	\$168.5M	未披露	未披露
Q3 FY26 (2026-03-29)	\$150.2M	-21%	\$46M [FACT]
Q4 FY26 (2026-06-28)	\$149.6M	-19.9% (环比仅 +70bps)	未直接披露
Q1 FY27 指引	\$140-160M	未指引	—

关键新披露: CFO 明确 ~\$800M 年化营收 run rate 为毛利转正门槛 (即 ~\$200M/季度) [FACT]。

利用率推算 [EST]: - 若 \$800M run rate = ~50% 利用率门槛 → 当前 \$600M run rate ~37-40% 利用率 - Q1 FY26 \$196.8M → Q4 FY26 \$149.6M → Q1 FY27 指引 \$150M 中位: **爬坡不仅停滞, 且相对 FY25/FY26 上半年出现倒退** - Mohawk Valley 承担 Power Products 营收 ~90% (Q3 FY26 数据)

Bearish thesis 强化: 核心假设“能否跨越 50% 门槛前流动性告罄”的答案已明朗——**在当前爬坡节奏下, 门槛在被推远, 不是接近**。管理层用 \$800M run rate 替代具体 utilization % 披露的做法本身即负面信号 (刻意回避基线数字)。

4. Backlog 透明度信号

时点	Backlog / Design Win 披露
FY2025 末	\$21B 设计赢单 / \$30B 设计漏斗 [基准]
Q3 FY2026	未披露具体金额 , 只泛泛提“AI 数据中心环比 +30%”、“新设计赢单” [FACT]
Q4 FY2026	未恢复披露 , 只披露具名新赢单 (欧洲 Tier 1 OBC、LITEON/MACOM、GE Aerospace MOU) [FACT]
第三方文章 (Trefis 等) 管理层解释	提及“\$12B backlog” — 未被公司官方确认 , 若属实意味着相比 FY25 \$21B 收缩 -43% 未解释停止披露原因, 未承诺恢复 [FACT]

Bearish thesis 强化: 透明度消失本身作为信号变量, 在两个连续季度未恢复披露的情况下, 空头论点“backlog 显著收缩、管理层刻意隐藏”获得强证据支持。若第三方 \$12B 数字属实, 意味着 20 个月内 backlog 折损近半, 与 EV 需求疲软 + 客户重组期二次寻源的宏观图景吻合。

5. 客户二次寻源量化

Renesas (反向证据) [FACT]: - 未终止关系, **反而深度绑定**—转为 \$204M 可转债 (2031 到期) + 13.6% 转换后普通股 + 38.7% 非稀释后股权 + 5% warrants + 一个董事席位 - Renesas 因此确认 ~¥2500 亿日元 (~\$1.65-1.7B) 非经营性损失 - **含义:** 空头“Renesas 抽离”假设**证伪**, 但这仅涉及 Materials 业务; 下游 Power OEM 客户风险不同

具名 OEM 二次寻源公告 [UNK]: - 未找到任何 GM/Ford/Mercedes/Stellantis/大众转向 STMicro/Infineon/Rohm/中国厂商的具名公告 - 管理层在 Q3/Q4 FY26 电话会中未量化“二次寻源”客户涉及的营收金额或比例 - 行业背景 [FACT]: STMicro Catania 200mm 全流程 SiC 厂 2026 年投产, Infineon 200mm 产能爬坡—替代供应链已经就位, OEM 具备切换能力 - Q3 FY26 营收 YoY -19% 本身即隐含需求端流失 (汽车疲弱, 未获 AI 完全弥补)

BorgWarner \$500M 优先股 [EST/UNK]: - BorgWarner 2025 年报确认 \$624M GAAP 减值, 明确归属于 PowerDrive Systems + Battery & Charging Systems 分部, 未在新闻稿点名 Wolfspeed 投资减值 - Plan 摘要中优先股未单独列出; 鉴于原普通股回收 3-5%, BorgWarner 优先股极可能大幅减记 (>80% 损失, ~\$400M+) [EST] - 需查 BWA 10-K 附注补强 [下一步验证]

Bearish thesis 混合信号: Renesas 部分**弱化** bearish (最大客户未流失), 但 OEM 客户流失量化透明度缺失 + 营收 YoY -19% 隐含流失**强化** bearish。净判断: **中性偏强化**。

6. 流动性与外部催化剂

Chapter 11 关键时点 [FACT]: - 2025-06-30 申请 (SDTX Houston, Case 25-90162) - 2025-09-08 Plan 确认 - 2025-09-29 emergence (91 天 prepack, 从 NC 转 Delaware) - 削债 \$4.6B (~70%), 从 ~\$6.7B 降至 ~\$2.118B (与 XBRL 削减 \$4.85B 基本吻合) - 年利息削减 ~60%

债权/股权回收顺序 [FACT]: - 一级担保票据 86% / 可转债 25-30% / Renesas 27-29% / 一般无担保 100% / 原普通股东仅 3-5% - 新股东结构: 债转股新股东 + Renesas (39% 权益) + 老股东残余 3-5%

流动性跑道 [EST]: - 现金 (2026-06-28): \$576M - 烧钱率: YTD9 运营现金流 -\$180.8M + capex \$72.9M → 年化 \$338M - 纯现金跑道: **20 个月 (至 2028-Q1)** - 叠加 2026 新融资 \$379M 可转债 + \$96.9M 股本认购 \$476M → ~**34 个月** - AI 数据中心营收 Q4 FY26 环比 +20%, FY26 翻倍 → 有望降低 burn rate

Section 232 SiC 关税 [FACT]: - USTR 将 SiC 衬底/晶圆定性为 “actionable”, 但**初步税率 0% 至 2027-06** - 短期定价保护**弱化**; **2027 中是关键催化窗口**

AI 数据中心 [FACT]: - 3.3 kV Gen 4 SiC 模块面向 800V+ HVDC - 与 LITEON 合作对齐 NVIDIA HVDC 架构 (但未见 NVIDIA 直接 design win 公告) - AI 营收 FY26 翻倍, Q4 环比 +20% —**抵消汽车疲软** - 具体 hyperscaler 客户名单 [UNK]

综合催化剂判断: 短期 (12 个月) 硬催化剂弱 (Section 232 保护延至 2027-06); AI 数据中心是**唯一可量化的 bullish 催化剂**, 但目前规模仍不足以让 Mohawk Valley 突破 \$800M breakeven 门槛。

7. 结论修正判断

上轮结论修正

上轮 M4 Bearish thesis: “\$1.65B 市值面临二次结构性减值风险” —老股东层面已在 Chapter 11 中兑现 (回收 3-5%, 近乎归零)。当前市值 \$1.4B 对应的持有人已是**债转股新股东 + Renesas**, 不是原持股者。

Thesis 需要重新聚焦为: 债务重组已完成的新资本结构下, 新股东是否面临**二次估值压缩**?

新证据下的三档场景分析

估值锚定: 当前市值 \$1.4B, 股价 \$26.35, 52M 股。

- **Bear (thesis 印证):** 产能爬坡持续停滞 (Q1 FY27 已指引 \$150M 中位), \$800M 门槛 24 个月内不可达 → AI 补不上 EV 缺口 → 2027-2028 二次融资稀释 → 市值再压缩 50%+
 - 估值影响: **-\$0.7B** (mcap -50%)
- **Base:** 缓慢爬坡, AI 逐季度增长, \$800M 门槛 24-36 个月达成, 期间需持续小额融资摊薄 → 市值震荡略降

- 估值影响: **-\$0.2B** (mcap -14%)
- **Bull (thesis 弱化):** Section 232 关税 2027-06 落地 + AI 需求快速爆发 + Mohawk Valley 逐季度爬坡跨越 \$800M → 毛利转正 → 估值重估至 3x 营收
 - 估值影响: **+\$1.0B** (mcap +71%)

需修正: 上次结论 → 新核心逻辑

- **上次核心逻辑:** “跨越 50% 门槛 vs 流动性跑道耗尽” 的 二元判断
- **新核心逻辑:** Chapter 11 已重设跑道 (~34 个月含再融资), 焦点转为爬坡节奏 vs breakeven 门槛推移的动态平衡——上次担心的”流动性告罄” 风险已缓解, 但” 门槛不可达” 风险在强化。整体 bearish thesis 仍成立, 但触发路径由” 急性流动性危机” 改写为” 慢性稀释螺旋 + 估值压缩”。

下一步关键验证路径

1. **BWA 10-K 附注:** 确认 BorgWarner 对 Wolfspeed 投资的具体减值金额
2. **Q1 FY27 财报 (~2026-11):** 关键节点—若指引再次下修至 <\$140M, bear 场景概率显著上升
3. **Renesas 董事变动:** Renesas 董事在 WOLF 董事会的立场变化, 可预示 Materials LTA 修改

Sources

1. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000895419/000089541926000030/wolf-20260329.htm> — Q3 FY2026 10-Q
2. <https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2026/05/05/wolfspeed-wolf-q3-2026-earnings-transcript/> —Q3 FY26 transcript
3. https://s29.q4cdn.com/278875087/files/doc_earnings/2026/q4/earnings-result/Wolfspeed_Q4_2026_Earnings-Q4_FY26_财报
4. <https://www.investing.com/news/company-news/wolfspeed-q4-fy26-slides-show-progress-but-shares-tumble-on-miss-93CH-4868387> —\$800M breakeven 门槛
5. <https://www.businesswire.com/news/home/20250908233722/en/Wolfspeeds-Plan-of-Reorganization-Confirmed> —Ch.11 Plan 确认
6. <https://elevenflo.com/blog/wolfspeed-bankruptcy-46b-debt-restructuring> —Ch.11 削债细节
7. <https://www.renesas.com/en/about/newsroom/renesas-announces-expected-loss-resulting-signing-restructuring-support-agreement-wolfspeed> —Renesas 处置
8. <https://cryptobriefing.com/wolfspeed-liteon-800vdc-ai-data-centers/> —NVIDIA HVDC 生态
9. <https://investor.wolfspeed.com/news/news-details/2026/Wolfspeed-Announces-Subscriptions-for-379-Million-of-Convertible-Notes-and-96-9-Million-of-Common-Stock-and-Pre-Funded-Warrants/> — 2026 再融资
10. <https://www.manufacturingdive.com/news/us-chipmaker-wolfspeed-file-bankruptcy-chapter-11-restructuring-renesas/751475/> —Renesas 处置细节