

从 AI 基建到软件平台：估值重构第二波

从 AI 基建到软件平台——估值重构第二波全景研究

估值重构的第二波已经开始，但要说准：这不是"基建结束"，而是"软件开始"——轮动目前只走了约五周，由三个微观事件点火（TEAM 暴涨、Workday 私有化谈判、8-26 CRM/CRWD/OKTA 财报三连引爆一年多以来最广泛的企业软件单日普涨），仓位与拥挤度（软件净配置 4.5% vs 半导体 10.4% 五年高位）而非利率是驱动引擎。第二波的物理学是 Agent 经济学 1:9：AI Agent 直接吃 \$9 劳动力预算而非 \$1 软件预算，"AI 压缩席位"对界面派是死刑、对 Agent 派是十倍 TAM 入场券。对 60 家公司的全景普查显示行业呈极端 K 型：Agentforce ARR \$15 亿 (+240%)、ServiceNow AI ACV \$10 亿这类硬口径与零收入的 PPT 叙事并存。Top 10 按三桶给出：低估修复（NOW/CRM/NICE/ADBE/INTU）、主升（ESTC/SNOW/CRWD/TEAM）、成长期权（GTLB）；OKTA 裁决为替补第一——真卡位+真协议权+尚无一个可审计的 agent 美元，升格开关写死三条。全篇执行"分类轴与定价轴分开回答"：潜力排序是研究地图，不是买入清单。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 8 月 30 日 · 学员版 方法：多源交叉检索 + 对抗式双向质检，60 家公司全景普查；全部现价为付费行情源 2026-08-28 收盘、逐一实拉；财报数字以本周（08-25~08-29）披露为准。框架依据：涌现资本三波路线图（第二波 软件平台 2026H2→2027）与 Agent 平台判别式 v1.0。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议。

30秒结论卡

- **命题裁决：方向对，措辞要准。**"软件平台开始被重新定价"已被五组证据确认；"基建的估值重构已经结束"不成立——正确表述是**两波并行、研究权重向第二波倾斜**。轮动只走了约五周，处早期。
- **第二波的物理学：**旧 SaaS 赚 \$1 软件费、按席位计价；AI Agent 直接吃 \$9 劳动力预算、按任务/结果/用量计价——**TAM 十倍扩张的入场券只发给完成计价迁移的公司**。行业基础设施已就位：Gartner 口径 2026 年 40% 企业软件合同含结果计价元素（两年前 15%），97% 的 SaaS CEO 计划两年内退役纯席位计价。
- **普查结论：K 型分化，不是板块行情。**60 家里 AI 收入"硬口径"（已披露 ARR/ACV）只有约 12 家；市场只重估拿得出证据的（CRM +22.6%、CRWD +20.5%、OKTA +28.6% 单日），界面派与被替代者继续阴跌（INTU 年内 -45%、TTD -64%）。买"软件板块"是错的，买"Agent 判别式过关的公司"才是对的。
- **Top 10 三桶：**低估修复 NOW·CRM·NICE·ADBE·INTU / 主升 ESTC·SNOW·CRWD·TEAM / 成长期权 GTLB。替补区：**OKTA（第一替补）**·ZS·HUBS·MDB。PLTR 单列为"范式对照锚"——Agent 转型的定義者，但 54x EV/S 已把八个季度的加速全部定价。
- **OKTA 一句话裁决：**身份层是 agent 经济的"人头税"卡位、协议权（XAA 进 IETF+MCP 官方 SDK）真实且 CyberArk 退市后它是唯一上市纯标的——但 agent 收入至今没有一个可审计的美元，+92% YTD 中约三分之二是倍数扩张。**替补第一，不入正选；三个升格开关写死（见第五章）。**
- **仓位铁律（对学员最重要的一句）：**本榜是**潜力排序**，不是**仓位排序**。评分上调 ≠ 仓位上调——CRWD 潜力全榜最高、仓位纪律 0-1% 等回撤，就是这条纪律的活教材。

投资要点

框架：三本账——轮动账（仓位与拥挤度驱动的第二波开启）、判别式账（K 型分化只买过关者）、定价账（分类轴与定价轴分开回答）。

#	核心判断	方向
1	软件平台重定价已启动：3M/1M 相对收益反转+最广单日普涨+仓位自历史低位回补，但仅走约五周、属早期	● 第二波开启
2	引擎是仓位不是利率：鹰派日软件反而跑赢半导体 2.7pp——宏观砸坑=建仓窗口而非逻辑破坏	● 节奏依据
3	基建可见度仍在上修（积压超 2 万亿/2027 capex 约 1.3 万亿）：两波并行，基建持仓不清仓	● 双线并行
4	60 家普查 K 型分化：AI 收入硬口径仅约 12 家——买板块是错的，买判别式过关者才是对的	● 选股不选板
5	计价迁移大势已成：40% 企业软件合同含结果计价（两年前 15%）、97% CEO 计划退役席位计价	● 结构性
6	主升桶（CRWD/SNOW）加速为真但倍数已扩张——评分上调≠仓位上调，等回撤不追高	● 定价纪律
7	界面派与被替代者（PEGA/TTD/ZM 类）在 AI 侵蚀下继续降档，表观低估无意义	● 回避区

一、命题裁决：轮动开始了，但只走了五周

1.1 五组确认证据（全部可核）

#	证据	数据（口径与日期）
1	相对表现反转	3 个月 IGV +7.7% vs SMH -7.7%（剪刀差 +15.4pp）；1 个月 IGV +18.5% vs SMH +9.7%。软件从最大落后者转为双窗口领先（复权价自算，08-28）
2	好消息被暴力买入	08-27 一年多以来最广泛的企业软件单日普涨：IGV +7.7%，CRM +22.6%、CRWD +20.5%（上市最佳单日）、OKTA +28.6%、NOW +10.0%。上半年“好消息也被卖”的模式反转
3	仓位自历史低位回补	GS PB：软件净配置从年内低点 1.3% 回升至 4.5%（半导体 10.4%，五年高位）；对冲基金软件多头权重此前为 2019 年以来最低
4	拥挤度从极端回落	BofA 8 月 FMS：“做多半导体”拥挤度 82%→53%；约 2/3 基金经理称“需要更清晰的 AI 变现证据才加仓”——本周财报恰好交卷
5	防御性验证	08-28 鹰派日（新任美联储主席 Warsh 首秀、10Y 升至 4.72%）：SMH -3.5% vs IGV 仅 -0.7%——本轮软件跑赢靠仓位再平衡，不靠利率，加息恐慌日依然成立

1.2 三个未闭合的缺口（诚实列出，这是节奏依据不是否定依据）

① YTD 剪刀差仍有 50-65pp（IGV +3.6% vs SOXX +69.1%），修复只走了五周，且主体是空头回补而非信念多头建仓——买方 13F 二季度还在把应用软件换成半导体；② 宏观不是顺风：市场定价的是 9 月加息风险（概率约 1/3）而非降息，长端 4.7%——所幸本轮轮动的引擎是仓位不是久期；③ 基建可见度仍在上修：英伟达电话会给出云产业积压超 2 万亿美元、五大厂 capex 2027 年约 1.3 万亿、FY28 约 +70%

且"供给受限"——**第一波没有结束，是第二波开始了**。这正是三波路线图的原始设计：双重点监控，不是二选一。

操作含义：软件端的每次宏观回调都是第二波的建仓窗口（利率冲击砸坑=买点的既定节奏），基建端持仓不因轮动清仓，继续沿瓶颈迁移链持有硬卡点。

二、第二波的物理学：从 \$1 到 \$9

- **1:9 原理：**企业每花 \$1 软件费配 \$9 人力去操作。席位制软件商的收入绑在人头上——AI 减人头=直接利空；Agent 派软件即产出者，按任务/结果/用量计价，直接吃 \$9 的劳动力预算。**同一场"AI 压缩席位"，对界面派是死刑，对 Agent 派是十倍 TAM。**
- **错杀的起点：**2026 年 1 月末至 2 月初，OpenAI 企业 agent 平台与 Anthropic Claude Cowork 相继发布，SaaS 板块累计蒸发市值逾 1 万亿美元（最惨两日 2,850 亿）——市场用一把尺子统一处决了整个板块，这就是第二波的猎场：**被统一错杀的名单里，找已完成 Agent 转型的个体。**
- **计价迁移已成行业运动：**纯席位计价供应商占比一年内 21%→15%，混合模式 27%→41%；原生结果计价的标杆是 Intercom Fin（\$0.99/次解决，年化增速约 393%）。转型不是可选项，是生存项。
- **钱流传导已有第一批实证：**Agentforce ARR \$15 亿（+240%）、ServiceNow AI ACV 突破 \$10 亿（环比 +40%）、Workday AI ARR 约 \$6 亿（+200%）、NICE AI ARR \$3.62 亿（+52%）——token 用量的爆发（Google 月处理 3,200 万亿、OpenRouter 六个月五倍）开始兑现为软件合同。**AI 变现的证据链从芯片账单延伸到了软件订单，这就是估值重构换层的物理基础。**

三、全景普查：60 家公司，一张 K 型地图

AI 收入三档口径纪律：**硬**=已披露 ARR/ACV/占比；**软**=管理层定性/使用量；**推**=分析师估算。判别式 v1.0 六条：①收费模式迁移 ②吃 \$9 不吃 \$1 ③agent 价值链卡位 ④错杀程度 ⑤数据护城河 ⑥排除纯界面派。

3.1 真转型·证据硬（第一梯队）

公司	Agent 产品与计价	AI 收入证据（档位）	一句话定性
CRM	Agentforce·按任务/Flex credits	ARR \$15 亿 +240%（硬）·agentic 动作 32 亿次/季 +97%	规模第一的计价迁移样本
NOW	Now Assist/AI Pro Plus·定价体系 AI 化重构	AI ACV \$10 亿（硬·ACV口径）·提前两季达标	治理编排层最扎实
PLTR	AIP·本体论	美国商业 +149%（硬·整体即是）	Agent 转型定义者·已完全定价
CRWD	Charlotte AI·Falcon Flex 消费合同	净新增 ARR +51% 史上最强 Q2（硬·领先指标）	安全 agent 龙头
SNOW	Cortex·用量计价原生	产品收入 30%→34% 加速+NRR 126%（硬·间接）	agent 吃数据=它收电费
WDAY	Illuminate/Flex Credits	AI ARR 约 \$6 亿 +200%（硬）	但 AI 在补席位模型的漏水
NICE	CXone Mpower	AI ARR \$3.62 亿 +52%·占云 15%（硬）	客服=\$9 最先兑现的战场
ESTC	向量检索/agent 数据底座	\$100K+ 客户 37% 用于 AI·cRPO 连两季 +20%（硬·领先）	订单先行收入后到

3.2 转型中·证据在路上（第二梯队，全文详见普查底稿）

ADBE（AI-first ARR \$5 亿 3 倍但仅占总 ARR 约 2%）、TEAM（Rovo 渗透一流、credits 克制未收费）、HUBS（55%+ 客户在用 Breeze、credits 消费增长未披露金额）、GTLB（DAP 消费 run-rate 近 \$2,000 万——席位→消费切换的最干净小样本）、INTU（agents 变现于套餐提价·守成型）、PATH（top20 大单 16 单含 AI，但 ARR 仅 +12%）、FRSH/FIVN/MNDY/ASAN/BOX/TWLO/SHOP/TOST/TTAN/VEEV/RBRK/ZETA/KVYO 等——共同特征：产品与渗透先行，可审计美元未至。

3.3 界面派与被替代者（判别式判死或存疑，回避区）

PEGA（ACV +7% vs 指引 15%，AI 从卖点变成客户推迟采购的借口）、TTD（+3%→指引 -12%，agent 化媒介采购的被颠覆者）、ZM（AI 使用亮眼、零收入披露、总增速 4.9%）、DOCU（IAM 是平台化非 agent 化，真 agents 2027 年才交付——但 IAM 占 ARR 12.6%→18% 的迁移口径值得跟踪）、APP（AI-native 广告引擎，范畴错置非转型标的）。

3.4 场外威胁（普查的暗面）

私有原生派正在分食 \$9：Sierra（Bret Taylor，估值 \$158 亿、ARR 约 \$2 亿、自称服务 40% 的 Fortune 50）、Intercom Fin、Decagon；模型厂直销（OpenAI Frontier、Claude Cowork）随时可能再来

一次二月式压力测试。这是整个第二波最大的系统性反证，也是"只买判别式过关者"的理由本身。

四、受益链地图：Top 10 三桶十家 + 替补区（公司卡）

读表纪律：本表按"转型质量 × 潜力"排序，是研究地图不是仓位清单——每行的"阶段/定价"栏才是买卖节奏依据。价格为 2026-08-28 收盘价。

■ 低估修复桶（错杀未开启/刚开启——第二波的主猎场）

#	公司	价格	阶段/定价	核心论据	最大风险
1	NOW	\$144.71 (5折1后)	未开启·合理偏低估 (EV/S≈9.3x 订阅)	AI ACV \$10 亿提前两季达标 (注意: ACV≠ARR, 属订单口味口径) +订阅 +24.5% 高位无减速+治理编排层是 agent 价值链最不可绕开的卡位; 年内 -5.5% 是被"AI 吃软件"错杀的强信念标的	AI 预算挤压传统工作流预算 (UBS 论点); Q3 指引若下探则高位平台期变降档
2	CRM	\$256.00	刚开启但已走一段·低估-合理 (经营口径前瞻约 18-19x)	全球最大 agent 计价迁移样本 +Agentforce ARR \$15 亿; cRPO +14%cc 为四年最强订单季——15x 表现倍数定价的是"不再加速", 任何内生重加速都是免费期权	内生增长仍近停滞 (上修主要靠并购); Agentforce 口径并入 Slackbot 后不可连比, 若剔除后失速则 08-27 重估逻辑塌
3	NICE	\$108.84	未开启·深度低估 (前瞻 PE 9.7x 硬指引·EV/S 1.9x 全组最低)	9.7x 定价的是"AI 吃联络中心"的终局, 而云 bookings 创纪录+AI ARR \$3.62 亿 +52% 在持续推翻终局叙事; 客服是 \$9 预算最先兑现的战场	反身性: AI 线每成功一次就蚕食一个坐席; 升格开关=AI 线增量 > 坐席流失的量价拆分连续两季成立
4	ADBE	\$291.52	未开启·深度低估 (前瞻 PE 11.9x) · 本榜争议席	AI-first ARR \$5 亿一年 3 倍、Firefly ARR 约 \$3 亿环比 +50%——转型斜率是真的; 11.9x 已定价"被商品化"终局	判别式⑥裁决未决: prosumer 端正被 Canva/OpenAI/Google 商品化侵蚀, AI 仅占总 ARR 约 2%——若裁定界面派则此席让位
5	INTU	\$358.06	未开启·恐慌定价 (前瞻 15.6x 处历史最低带·年内 -45.4%)	agents 已全量交付并变现于套餐提价 (消费/SMB 侧变现最实) +税务数据护城河极强——判别式④的"增速 >15%"门槛把被恐慌杀得最深的真错杀挡在门外, 本席就是对该盲区的修正	增速仅 9-10%、在线付费客户量 +3% 暴露渗透天花板; 属守成型修复, 弹性最小但确定性最高

主升桶（加速口径已确认、仍在途中——顺势但不追高）

#	公司	价格	阶段/定价	核心论据	最大风险
6	ESTC	\$99.91	主升初段·合理 (EV/S 3.9x·前瞻 30x)	全榜唯一通过全部五项对抗检验： cRPO +20%cc 连续两季 vs 收入 +15%——市场刚开始为"未被定价的口径"付钱（08-28 单日 +19.3% 创上市新高）；Piper"省 token 五股"在册	cRPO→收入的传导若 FY27 下半年不现形，3 个月 +54% 回吐
7	SNOW	\$328.00	主升中段·偏高 (EV/S≈19.5x 产品收入口径)	产品收入 30%→34% 史上最大环比美元增量+NRR 126%+用量制对 seat 压缩免疫——agent 经济的计量收费数据底座	9/2 财报为双向事件： 19.5x 下任何减速信号即双杀起点；估值定性已从"低估"过期为"偏高"
8	CRWD	\$218.40	主升后段·已透支 (EV/ARR≈39x·前瞻 PE 174x)	潜力全榜最高：净新增 ARR +51% + 全年该口径指引上调 630bp ——"领先指标加速+公司同步上修"双条件齐备（领先总营收约四个季度）	仓位纪律 0-1% 等回 撤：YTD +86% 几乎全部来自倍数扩张，财报次日冲高回落已现 sell-the-news；任何一季净新增 ARR 不达即双杀
9	TEAM	\$190.42	主升中段·进入验证区 (EV/S 6.3x·创 52 周新高)	云 +31% 连两季加速+RPO +44%+GAAP 转正；总指引 13% 是被 Data Center 计划内停服污染的合并读数——看加速线定上限	修复段（3 个月 +77%）已走完；2026 年报告史上首次企业坐席数下滑——seat 压缩与云加速的赛跑决定下一段

成长期权桶（故事最大、兑现最早期——小仓试探）

#	公司	价格	阶段/定价	核心论据	最大风险
10	GTLB	\$44.87	期权·合理 (EV/S 5.5x)	横向组唯一拿得出"消费收入 run-rate"硬数字的席位→消费切换样本（DAP 近 \$2,000 万/年化，单季净新增超 Duo 历史总和）；FY27 指引假设 DAP 零贡献=留足上修空间	\$20M 占年收入不足 2%，小基数算术；9/3 财报 DAP 环比走平即推翻；coding agent 正面撞模型厂直销

替补区（差一个开关就升正选）

替补	一句话	升格开关
OKTA（第一替补）	真卡位+真协议权+零可审计 agent 美元——详见第五章专题	三选一：agent 身份 ARR 硬口径 / cRPO 下季再 ≥14% 复验 / 回撤至前瞻 30x 带（约 \$120-130）
ZS	安全 K 型行情中唯一深度掉队的错杀龙头（EV/ARR 6.6x vs CRWD 39x），但当前无加速口径	9/3 财报 FY27 指引好于 5 月保守版（16-17%）+换帅扰动收敛
HUBS	渗透/credits/agent 效果三证齐备+3.2x EV/S，但仍在下修通道，接刀风险全组最高	收入指引连续两季企稳
MDB	agent 记忆层卡位真、11.2x EV/S 偏满	9/1 财报 Atlas 斜率抬升+AI 负载口径量化

单列：PLTR——范式对照锚

Agent 转型的定義者（AIP=判别式满分卷），美国商业 +149%、连八季加速——但 54x FY26 EV/S 已把全部加速定价，无任何未被定价口径。它的作用是当尺子：每个 Top 10 标的的"agent 叙事成熟度"都可以拿 PLTR 对标，但按"已定价的加速不动潜力"纪律，它本身不是买点。学员最容易犯的错就是把最好的公司当成最好的股票。

警示区（被点名但判别式不过关）

WDAY（总 backlog 仅 +8%"续短不续长"——客户自己在对席位模式投不信任票，AI ARR \$6 亿在补漏而非造第二曲线，且股价含私有化谈判溢价）、DDOG（跌完仍 91x，最大 AI 客户砍用量证明用量模型双刃）、PANW（表观 +60% 系并表，有机 +28% 配约 90x 裂口全组最大）、PEGA/TTD/APP/ZM/DOCU/SAP（承诺宏大落地滞后）——这些名字学员问得最多，答案统一：判别式或定价轴不过关，进观察不进仓。

五、OKTA 专题：Agent 时代的身份税官

5.1 它是做什么的

Okta 是独立身份平台双引擎：**Workforce Identity**（员工单点登录/多因子/身份治理，占 ACV 59%，+11%）+ **Customer Identity (Auth0)**（开发者侧客户身份，占 41%，+13%）。订阅占收入 99%，\$100 万+ 大客户 605 家（+22%），净留存 107%，FCF 利润率 28%，净现金 \$23 亿零负债。一句话：企业数字世界的发证机关——谁能登录什么、以什么权限，它说了算。

5.2 最近为什么暴涨

FY27 Q2 (08-26 盘后)：营收 \$805M +11% 超预期，EPS \$1.05 大超共识，全年四项指引齐上修；**关键在口径结构**：总营收 +11%→+11%→+11% 三季走平，而 cRPO +12%→+12%→+14% 第三点向上拐、RPO +15%→+16%→+17% 连续抬升——滞后口径走平、领先口径加速，与 ESTC 同款"哪个口径在加速"结构。次日 +28.63% 至 \$172.91 (52 周新高)，现价 \$166.23，YTD +92%。卖方齐升目标价 (GS \$203/大摩 \$200/RBC \$195)。

5.3 Agent 身份论：为什么它突然站上风口

- **税基爆炸**：机器/非人类身份与人类身份之比已达 50-82:1；管理层轶事：一家客户环境里的 Claude agent 数周内从 50 个暴增至 1,500 个。每个 agent 都需要独立身份、凭证与权限——**agent 数量爆发=可计费身份基数爆发**，Okta 不吃 \$9，它对吃 \$9 的每个 agent 收人头税。
- **协议权（最硬的一条）**：Okta 起草的 Cross App Access (XAA/ID-JAG) 已被 IETF OAuth 工作组采纳为规范草案，并成为 MCP 官方 SDK 的企业授权扩展底层协议——它在写 **agent-to-app 授权的行业标准**，本季新增 25+ 集成。
- **中立层地位被前沿五家反向验证**：Anthropic 官宣 Okta 为 Claude Enterprise 企业授权 featured IdP；Google Gemini Enterprise、Cisco、Databricks、Snowflake、OpenAI、NVIDIA、AWS 全部在册。CyberArk 被 PANW \$211 亿收购退市后，它是 **agent/机器身份赛道唯一的上市纯标的**。
- **产品已 GA**：Okta for AI Agents (2026-04) 可叠加在任何人类 IdP 之上——客户可以继续用微软 Entra 管人、用 Okta 管 agent，中立性对冲捆绑。

5.4 正反方对撞（对抗式质检结论）

空方完胜的两条：① agent 收入零可审计——全公司找不到一个 agent 相关的美元数字，管理层自认 FY27 immaterial、实质看 FY28+；② 已定价——+92% YTD 中约三分之二是倍数扩张（前瞻 PE 23x→42x），08-27 单日 +28.6% 正是市场给身份股换上"agent 基建估值尺"的框架切换时点，42x 前瞻对 11% 增速、Rule of 40≈39 压线，四月 \$62.93/16x 才是错杀，今天是转型确认后的全价。

空方被数据击破的两条：① "微软免费碾压"论——Entra Agent ID 实为付费产品 (Agent 365 单独定价 \$15/user/月)，微软在对 agent 身份收费而非免费倾销，且第三方评估确认其深度仅在微软生态内；② "协议会被绕过"论——XAA 已进 MCP 官方 SDK 成为事实标准。

5.5 裁决：能不能进 Top 10?

不进正选，替补第一。判别式六条：③卡位、⑥非界面派满分；①计价迁移、⑤护城河部分；④错杀明确不满足（距高仅 -3.9%）；②属结构性不适用（收税模式而非劳动替代模式）。核心矛盾一句话：**真卡位+真协议权+假（未至）收入——市场已为 FY28 的期权付了全价**。三个升格开关写死（任一触发即复议入正选，并挤出低估桶末席）：① 公司披露 agent 身份相关 ARR/ACV 硬口径；② 下季 cRPO 交付再 ≥14%，确认拐点非单点（注意 Q3 指引压回 11-12%，但 Okta 惯性保守——本季也是指引 11% 交付 14%）；③ 回撤至前瞻 30x 带（约 \$118-130）。**对学员的教学点**：这是"评分可上调、仓位须等开关"的标准样本——好公司、好卡位、错价格，三者只满足两个时，答案是进观察池不是进组合。

六、情景、组合与节奏

6.1 情景表

情景	条件	动作
🐘 轮动确认	9 月财报季 (MDB/SNOW/ZS/GTLB) 继续交出加速口径+信念多头回流 (GS PB 软件配置突破 6%)	低估桶加至目标仓位，主升桶回撤分批
🎯 基准	选择性重估延续：只有判别式过关者被重估，K 型加深	按三桶纪律执行，替补区等开关
🔴 轮动夭折	模型厂直销再压测/加息落地软件同跌/一份"超预期仍暴跌"财报	低估桶保留现金流最硬者，主升桶全撤

- **仓位框架**（对齐层属纪律）：低估修复桶=甜蜜层仓位（2-4%，回调分批）；主升桶=顺势持有不加新仓，CRWD 单列 0-1% 纪律；期权桶与替补区=0-1% 试探或纯观察，开关触发才加。
- **节奏**：轮动引擎是仓位不是利率——9 月若因加息预期砸坑，**软件端的坑是第二波的黄金坑**（三波路线图既定节奏：利率冲击砸坑=建仓窗口）。基建持仓不清仓，双线并行。
- **九月密集验证日历**：MDB 9/1 → SNOW 9/2 → ZS/GTLB 9/3 → PATH 9/4 → TTAN 9/8 → CPI 9/11 → FOMC 9/16。**Top 10 中四家+替补两家在两周内交卷，本榜单的半衰期是两周**——每份财报按"哪个口径在加速"重新裁决对应席位。
- **裁决点跟踪**：ADBE 界面派/基建派专项裁决（下一篇专题）；NICE 的 AI 线 vs 坐席流失量价拆分；OKTA 三开关；TEAM 的 seat 压缩 vs 云加速赛跑。

七、风险与反证（单列）

#	风险	观测信号
1	模型厂直销再压测：OpenAI/Anthropic 的企业 agent 产品迭代随时可能重演二月 SaaSocalypse	前沿实验室企业产品发布会；Sierra 类私有原生派的 Fortune 500 渗透数据
2	seat 压缩快于 agent 变现：AI 功能毛利 50–60% vs 传统 SaaS 80–90%，续约谈判核心争议已是席位数	NICE/FIVN 的量价拆分；TEAM 坐席数连续下滑；NRR 板块性走低
3	倍数扩张的脆弱性：BofA 上调 10 只软件目标价但一只盈利预测都没上调——本轮重估目前是"愿付倍数"的重估	任何一份"超预期仍暴跌"的财报（DDOG 8 月样本）即警报
4	AI-native 大客户是不稳定收入：最大客户砍用量让 DDOG 单日 -19%	用量制公司的客户集中度披露
5	基建第二腿虹吸：若 9 月半导体财报（AVGO 9/4）再超预期，资金可能回流基建	AVGO/NVDA 后续指引 vs 软件板块资金流
6	宏观：9 月加息概率约 1/3，若落地且软件同步下跌，则"仓位驱动"判断需重检	FOMC 9/16；加息日 IGV vs SMH 相对表现

八、来源置信度表 · 数字三道关自评

结论/数字	来源	置信度
全部现价与涨跌幅	付费行情源 08–28 收盘·逐一实拉·复权自算	A
本周财报数字（CRM/CRWD/OKTA/WDAY/ESTC/S/INTU）	公司 IR/SEC 一手，08–25~08–27 发布	A
AI 收入证据（Agentforce \$15 亿/NOW AI ACV \$10 亿/NICE \$3.62 亿等）	公司披露，硬/软/推三档逐条标注	A/B
仓位与拥挤度（GS PB 4.5% vs 10.4%、BofA FMS 53%）	投行周报/月度调查（部分经转述）	B
XAA 进 IETF/MCP、前沿五家生态	官方 newsroom/IETF 文档/公司 commentary	A
判别式打分与三桶阶段判断	涌现评审+对抗质检合成	D（载重）
OKTA agent 计价 ~\$6/agent/月	第三方引述，公司未公开列表价	C（未证实档）

数字三道关自评：①量级——OKTA EV≈\$28.3B/FCF \$920M≈31x ✓；CRM 15.3x 含投资收益、WDAY 17.6x 含一次性税益、OKTA 42.4x 含税率 26%→21% 助力，三处口径污染均已显式标注；②口径——增速全部标明总营收/订阅/云/ARR/净新增 ARR/cRPO/ACV，AI 收入三档分列；③关键数字 ≥2 源——财报数字以一手为准，转述数据标注档位。本榜单有效期两周（9 月上旬财报密集验证），每份财报后按口径纪律逐席复核。⚠️ 载重说明：三桶阶段与 Top 10 排序为 D 级研究判断（置信度 ≤60%），其依据的财报与价格数据为 A 级。判别式是筛选工具不是保证书——第二波的最终裁判是 FY27–28 各家能否把 agent 叙事变成可审计的美元。

免责：本报告由涌现资本产业研究部独立完成，供研究学习使用，不构成任何证券的买卖建议。所列公司与价格信息基于公开资料与指定数据源，可能存在滞后或误差。市场有风险，投资需谨慎。© Emergence Capital

涌现资本产业研究部 · 2026-08-30 · 框架依据：涌现资本 AI 超级周期投资框架（三波路线图 · Agent 平台判别式 v1.0）