

# 分母是股数，分子是价值

## AI 供应链「以股换单」的刻度尺与隐性收入税——分母是股数，分子是价值

2026 年 AI 供应链出现一种新的绑定结构：供应商用自己的股权换客户的采购。市场用「稀释几个百分点」这一个数字给它定价，而真正决定成本的是行权价——同样是一成上下的股数，一分钱行权价交出的是几乎全部股价，近平价行权价交出的只是期权时间价值，两者的股东成本相差一个数量级。这项成本按美国准则冲减收入而非计入费用，已经在一家公司的报表上完整兑现，却还没有被计入任何一家的前瞻倍数。

## AI 供应链「以股换单」的刻度尺与隐性收入税

涌现资本产业研究部 · 2026-08-21

命题：当客户变成股东，采购承诺第一次变得可以被外部数清；但这把刻度尺的刻度，是用供应商未来的收入刻上去的，而刻度的深浅由行权价决定，不由股数决定。

### 30秒结论卡

**一句话判断：**以股换单是这轮 AI 周期里信息含量最高、也最被粗糙定价的合同结构——它把不可验证的「战略合作」变成了逐档可数的采购计量器，同时把一笔按美国准则必须冲减收入的股权税装进未来六到七年的利润表；而市场比较不同交易时用错了尺子，把股数当成了成本。

**机会状态：**● 观察（结构信息 ● · 收入质量 ● · 前瞻倍数尚未做稀释调整）

**市场错在哪：**三件事被漏掉了。第一，成本不在股数在行权价——同为一成上下的股数，0.01 美元行权价交出的是几乎全部股价，206.58 美元行权价交出的只是期权价值，两者的股东成本相差一个数量级；第二，权证按 ASC 606 属于应付客户对价，归属时按授予日公允价值冲减收入，压的是 GAAP 收入与毛利率，不是费用行；第三，绝大多数条款写的是自主采购，没有最低承诺，那个用来做标题的采购总额是上限而不是中枢——真正的约束往往不在客户的预算，而在供应商自己的体量。

**重点标的：**AVGO（同层最大定制份额且从未为任何客户发过权证，议价权排序最高）· NVDA（结构对照组，投客户而非给权证，成本落投资科目）· MRVL（新刻度尺持有方，近平价权证使股东成本可控，8-27 财报是第一个验证窗）· AMD（两笔权证叠加、一分钱行权价、冲减尚未开始，可量化盲区最大）· GOOGL（用别人的股权买到价格与优先权）

**最大反证：**刻度尺本身是真的。240 档、每档 5 亿美元，外部可以逐季数出客户到底买了多少，这是订单公告与 backlog 口径都给不了的可否认性。若 2027 财年下半年起归属节奏快于线性，说明定制硅需求兑现被低估，届时收入冲减是甜蜜的烦恼而非风险。

### 投资要点

**框架一句话：**把每一笔以股换单拆成两笔账——「可数的订单」记在潜力侧，「要还的收入」记在兑现侧；比较不同交易时，比的是分子的价值，不是分母的股数。

| 判断                    | 方向 | 依据                                           |
|-----------------------|----|----------------------------------------------|
| 权证结构提供了业内唯一的公开采购计量器   | ●  | 240 档 × 5 亿美元，逐档归属，外部可数                      |
| 成本由行权价决定，不由股数决定       | ●  | 每 1 美元收入的股权让渡：一分钱权证约 0.75 美元，近平价权证约 0.02 美元  |
| 归属即冲减收入，压 GAAP 收入与毛利率 | ●  | ASC 606-10-32-25/26 与 ASU 2019-08，按授予日公允价值   |
| 该成本已有跑通的实证样本          | ●  | GAAP 毛利率 14.2% vs 核心口径 40.6%，相差 26.4pp       |
| 采购是自主性的，上限不是中枢        | ●  | 条款写明 discretionary purchases，无最低承诺           |
| 满额归属的约束在供应商体量而非客户预算   | ●  | 年均 188 亿美元 = 供应商全年营收指引的 163%，仅占客户服务器支出 15.3% |
| 不发权证仍拿到最大定制份额者，议价权最强  | ●  | 该季 AI 半导体 108 亿美元、同比 +143%，六家定制客户，零客户权证      |
| 前瞻倍数普遍未做权证稀释调整        | ●  | 调整后需上修 6.7% 与 19.6%                          |

## 一、资金地图：三种被混为一谈的绑定结构

市场把 2025 年以来所有「大客户 + 大金额」的公告放进了同一个筐。它们的会计落点完全不同，投资含义因此相反。

**第一类，以股换单（供应商向客户发权证）。**供应商把自己的股权按采购进度让给客户，成本落在收入上。AI 链里确认成立的是四笔：AMD 对 OpenAI（2025 年 10 月）、AMD 对 Meta（2026 年 2 月）、Cerebras 对 OpenAI（2025 年 12 月），以及本月新增的 Marvell 对 Google。

**第二类，反向绑定（供应商投资客户）。**NVIDIA 对 OpenAI 最多 1,000 亿美元的分批投资、Amazon 对 Anthropic 累计 80 亿美元与 2026 年 4 月追加的最多 250 亿美元、Google 对 Anthropic 2026 年 4 月宣布的最多 400 亿美元，都属此类。钱从投资科目出去，收入照常按毛额确认，**不冲减收入**。

**第三类，纯合同。**Broadcom 与 OpenAI 2025 年 10 月的 10GW 定制加速器合作、Oracle 与 OpenAI 的多年云合约，公告条款中没有股权或权证对价。

| 结构   | 代表交易                                                     | 成本落点       | 对 GAAP 收入 | 方向 |
|------|----------------------------------------------------------|------------|-----------|----|
| 以股换单 | AMD→OpenAI / AMD→Meta / Cerebras→OpenAI / Marvell→Google | 收入（冲减交易价格） | 直接压低      | ●  |
| 反向绑定 | NVIDIA→OpenAI / Amazon→Anthropic / Google→Anthropic      | 投资科目       | 不影响       | ●  |
| 纯合同  | Broadcom→OpenAI / Oracle→OpenAI                          | 无股权对价      | 不影响       | ●  |

第二类结构有一处在会计上真实存在的空档：供应商对下游云厂商的持股，多按公允价值计入损益而非权益法核算，因此 ASC 323 关于上下游未实现利润按持股比例抵销的机制**完全不触发**——卖出的硬件利润当期百分之百确认。这是结构性的、合法的，且不体现在报表任何一行。

第三处需要单独看的，是介于三类之间的租约担保。其中一家供应商截至 2026 年 6 月 27 日为合作伙伴的数据中心租约提供担保，最大敞口 41 亿美元、期限最长 15 年，并写明**可以用权证作为交换对价**——就经济实质而言，这比权证本身更接近传统意义上的供应商融资，而披露颗粒度更低。

第二类结构还有一条容易被放大的尾巴：担保。NVIDIA 2026 年 8 月 17 日就一处约 4.25GW IT 负载的站点租约签署残值担保，累计支付义务上限 **1,050 亿美元**，且**仅在承租方违约或资不抵债时触发**。这与市场上流传的 2,500 亿美元无条件兜底不是同一件事，差额 1,450 亿美元，性质也从无条件变成了条件性。任何以此为分子计算的比率，都会随分子口径整体走形——按实际条款重算，该项目的担保覆盖比例是两成量级，而非三分之二。

## 二、刻度尺：240 档该怎么读

2026 年 8 月 18 日发行、8 月 19 日披露的这份权证，是迄今条款最细、外部可读性最强的一份。

- 权证股数上限 **58,970,907 股**，行权价 **206.58 美元**，到期日 2033 年 8 月 18 日，满额行权名义金额 **121.83 亿美元**。
- 其中 **1,360,867 股**属时间归属，签署后第一年内按季等额归属——这一档与订单无关。
- 其余 **57,610,040 股**分 **240 个等额档**，每档 **240,042 股**；客户及其关联方每产生 **5 亿美元**定制产品收入归属一档，窗口自 2027 财年第三季度起至 2033 财年末。子项闭合： $240,042 \times 240 + 1,360,867 = 58,970,907$ 。
- 满额归属对应累计采购 **1,200 亿美元**。
- 采购性质写明为**自主采购**，条款中不含任何最低采购量或最低金额承诺。

覆盖范围需要读准：这份权证挂钩的是**围绕 TPU 生态的定制硅**——推理加速器、存储控制器、网络接口控制器、内存接口控制器、近存计算，而不是 TPU 主芯片本身。它衡量的是外围定制硅的份额，不是主处理器席位的归属。

**把 1,200 亿美元放进量级里看**。归属窗口约 6.4 年，线性摊平约每年 **188 亿美元**。而这家供应商 2027 财年全年营收指引约 115 亿美元、管理层给出的 2028 财年目标为 150 亿美元，最近一季总营收 24.08 亿美

元、其中数据中心 18.3 亿美元、同比增长 27%。也就是说，满额归属要求**单一客户的单一品类年采购额，达到供应商全公司营收指引的 163%**，或当前单季总营收的 1.95 倍。

再用买方的分母校一次。Alphabet 2026 年资本开支指引 1,950 亿至 2,050 亿美元，第二季度单季 449 亿美元，其中约六成投向服务器，即服务器支出约 1,170 亿至 1,230 亿美元。年 188 亿美元占其总资本开支 9.2%、占服务器支出 15.3%。

**约束方因此非常清楚：不是客户的预算，是供应商自己的体量。**按较积极的路径推演——定制收入自 2028 财年起做到每年 40 亿美元并逐年显著放大——6.4 年累计约 350 亿至 450 亿美元，对应归属 70 至 90 档、约 1,700 万至 2,200 万股，稀释 **2.0% 至 2.5%**。这是本部按公开条款与公司自身指引推演的基准情形，非公司披露。1,200 亿美元是上限，不是中枢，也不是预测。

**这把刻度尺出现的时机，本身就是最重要的一条信息。**同一家公司在 2027 财年的分线指引里，互连业务增速超过 70%、数据中心整体约 50%，而**定制芯片业务只有 20% 出头**——这是三条分线里最弱的一档，明显跑输它所属的数据中心分部。

更关键的是上修的来源。同一场业绩会里被调高的是互连，由此前预期的 50% 提到 70% 以上，管理层并明确把互连点名为下一财年展望上修的主要驱动之一；**定制芯片这条线没有被上修**。也就是说，公司总盘子的加速由光互连顶起，定制硅并未参与——在一个定制加速器需求爆炸的年份，这个分线结构本身就说明了席位状态。对手侧给出的是镜像读数：另一家定制设计服务商 7 月单月营收同比增长 181.78%，公告直接写明由北美云厂商的 3nm AI 加速器量产驱动。两组互相独立的一手数字指向同一件事：**这条线上发生的是份额稀释，不是出局，但也确实不是扩张。**

因此这份权证真正的检验点不在当期，而在下一财年：管理层给出的是定制收入**同比翻倍以上**，并说明增量约三分之一来自一个**新的一级客户定制项目**。那是一句承诺，不是已发生的事。**下一财年定制收入能否兑现翻倍，是这条线上份额状态唯一干净的判定器**——兑现则席位重建成立，不兑现则份额流失基本坐实。

放在这个背景下，这份权证的性质就清楚了：它是对既有席位侵蚀的**对冲**，是把第三家超大客户装进组合的入场券，而不是一份已经到手的订单。真正有信息量的从来不是那个总数，而是刻度本身——每季度归属了几档，是一个外部可以数、公司难以修饰的数字。

### 三、成本不在股数，在行权价

这是本篇最重要的一条，也是当前市场比较不同交易时最普遍的失焦点。

同一时期的两笔交易，股数占比看起来是一个量级：一笔 5,897 万股对应现有股本 6.73%，另一笔单份 1.6 亿股对应 9.80%。但行权价一个是 **206.58 美元**（近平价），一个是 **0.01 美元**（近乎白送）。

**近平价的那一笔：**全额归属并行权，客户需向供应商支付 121.83 亿美元现金。媒体口中的「122 亿美元入股」是**行权对价**，不是股东损失。按当前 251.01 美元股价，真实的价值转移是内在价值 **26.2 亿美元**，约当前市值的 **1.19%**。分到每一档：每 5 亿美元收入交出 240,042 股，按现价市值 6,030 万美元，扣除客户须缴的行权款后**净转移 1,067 万美元，相当于该档收入的 2.1%**。

**一分钱的那一笔：**行权对价可以忽略不计，交出的几乎是全部股价。单份 1.6 亿股按当前 469.455 美元股价的名义价值为 **751 亿美元**，两份合计 **1,502 亿美元**。对照公司自身给出的该合作多年收入口径「远超

1,000 亿美元」，**每 1 美元收入对应约 0.75 美元的股权让渡**。而且这个比值有顺周期性——授予时股价远低于今日，同口径比值只有三成量级；股价越涨，已承诺交出的价值越大。缓释项是归属条件中还叠加了股价目标，最贵的那几档只在股东已经大幅获利时才付出。

| 口径              | 近平价权证               | 一分钱权证（两份合计） |
|-----------------|---------------------|-------------|
| 权证股数            | 5,897 万股            | 3.2 亿股      |
| 行权价             | 206.58 美元           | 0.01 美元     |
| 对现有股本稀释         | 6.73%               | 19.60%      |
| 完全稀释后占比         | 6.31%               | 16.39%      |
| 公司可收到的行权现金      | 121.83 亿美元          | 320 万美元     |
| 按现价的价值转移        | 26.2 亿美元（市值的 1.19%） | 1,502 亿美元   |
| 每 1 美元相关收入的股权让渡 | 约 0.02 美元           | 约 0.75 美元   |

用股数比较这两笔交易，会得出「一个 6.7%、一个 9.8%，量级相当」的结论；用价值比较，两者相差约一个数量级。**分母是股数，分子是价值。**

#### 四、隐性收入税：这笔账已经有人替全行业算完了

美国会计准则对这件事没有模糊空间。FASB 2019 年 11 月发布的 ASU 2019-08 将向客户发行的权益工具编入 ASC 606-10-32-25/26「应付客户对价」：计量与分类适用 ASC 718，冲减的是**交易价格**，也就是**冲减收入**而非计入费用，金额按**授予日公允价值**计量，确认时点取「承诺给付」与「相关收入确认」两者中较晚者。落地机制是先记为客户激励资产，再随客户实际采购按比例摊销冲减收入。

**这套机制不是新的，它有跑了六年的实账。** 同类结构在航空货运业的处理是逐字可查的：权证公允价值记入「客户激励资产」，并按相关合同期内确认的收入比例**摊销冲减营业收入**；实际摊销额为 2019 年 3,310 万美元、2020 年 3,910 万美元、2021 年 4,420 万美元，客户激励资产余额同期由 1.525 亿美元降至 9,620 万美元。归属机制也完全同构——每一笔特定金额的客户收入归属一个固定股数的档位。**换句话说，今天这份 240 档的设计，在会计上不是新问题，只是规模换了一个量级。**

这项成本在 2026 年第二季度第一次被完整摆上当代 AI 公司的报表。Cerebras 的资产负债表上，截至 6 月 30 日挂着**客户权证资产 11.284 亿美元**（流动 1.678 亿 + 非流动 9.606 亿），而半年前是 1.524 亿美元。这 11.284 亿美元不是费用，是**尚未摊销、未来必须逐季冲减掉的收入**。同期效果已经显形：GAAP 总收入 1.801 亿美元、同比 +74%，核心口径收入 2.099 亿美元、同比 +103%；**GAAP 毛利率 14.2%，核心口径毛利率 40.6%，相差 26.4 个百分点**。同一家公司、同一季度，两种口径读出的是两门生意。

对照之下，一分钱权证那一笔的成本一分钱都还没开始付。截至 2026 年 6 月 27 日，权证没有任何一股归属或可行权，对合并财务报表无影响；公司披露将按**负债分类核算**，授予日公允价值在相关收入确认时冲减收入，后续每期公允价值重估计入非经营损益。这意味着两件事：一，contra-revenue 是 2026 年下半年起首批交付后才落地的**前瞻事件**，尚未反映在任何已披露报表；二，权证以负债列示期间，**股价上涨会推**

**高负债、压低非经营损益**——报表在这条线上与股价反向。授予日公允价值金额至今未披露，这是当前最大的可量化盲区。

**把近平价那一笔的税率算出来。** 每档 240,042 股，对应 5 亿美元收入。按七年期、近平价、半导体高波动标的估算，每股公允价值约为股价的三成五到四成五，即 85 至 110 美元；每档冲减 2,000 万至 2,600 万美元，占该档收入的 4.1% 至 5.3%。换言之这条产品线的有效股权税率约在收入的 4% 到 5% 之间——对一家最近一季 GAAP 净利仅 3,450 万美元、non-GAAP 净利 7.18 亿美元的公司，这个量级足以改变 GAAP 口径的盈利叙事，却几乎不影响 non-GAAP 叙事。两套口径的裂口将自 2027 财年下半年起变宽，这正是应当提前建立口径的地方。该区间为本部依公开条款与当前股价自建推演，公司未披露公允价值，待披露后校正。

## 五、上限极少被打满：一个跑完全程的历史样本

以股换单不是 AI 时代的发明。2016 年亚马逊为绑定航空货运运力，向两家承运商发行了同类结构的权证，且这两笔已跑完全程。

**Atlas Air：**Warrant-A 750 万股绑定 20 架 767-300 货机的租赁与运营，Warrant-B 375 万股绑定其余收入，行权价 37.50 美元；**Warrant-A 中的 375 万股在发行当日即无条件归属。**

**Air Transport Services Group：**行权价 9.73 美元，三批合计最多可购在外股本的 19.9%；第一批约 1,281 万股中 **769 万股发行即归属**，其余 512 万股随飞机交付或收入目标归属；2018 年 12 月追加 1,480 万股，潜在上限升至约 33.2%。最终结果是**确实行权**，以约 1.31 亿美元取得 19.5% 股权并获派一名董事。

三条可直接套用于当下的读法：

1. **首档几乎总是无条件的。**Atlas 的 375 万股、ATSG 的 769 万股都是发行即归属，不预示任何订单。今天这份权证里 1,360,867 股的时间归属部分，性质完全相同——它不是订单信号。
2. **后档确实会兑现，且可能被加码。**ATSG 的后档随实际飞机交付逐档归属，两年后还扩了容。刻度尺的可信度由此得到历史支持。
3. **上限不等于终值。**最终止步 19.5%，而非潜在的 33% 至 40%。所有以「最多」开头的股数与金额，都应按上限而非中枢处理。

## 六、钱从哪来：谁在付这笔钱，谁在收这笔钱

这套结构的分配结果并不对称。

**客户方是纯获利方。**它用零现金支出获得三样东西：一个七年期的看涨敞口、一个把供应商利益与自身采购绑定的治理杠杆、以及在定制硅供给紧张时的排产优先权。它付出的是**别人的股权**。

**供应商方拿到订单能见度，付出收入与股本。**这在议价权弱势方是理性交易——用未来收入的一个百分比换一个难以被替代的客户席位。但这恰恰标定了议价权：**需要让渡股权才能锁住的席位，本身就是不够稳固的**

席位。

同层最有说服力的反证，是不发权证也拿到最大定制份额的一方。定制加速器领域份额最大的公司，2026 财年第二季度 AI 半导体营收 108 亿美元、同比 +143%，下季指引 160 亿美元、全年约 560 亿美元，管理层重申下一财年 AI 半导体营收将超 1,000 亿美元；六家定制芯片客户在手，单季新增订单逾 300 亿美元、可见度延伸到 2028 年——而它从未为任何客户席位发行过客户权证，与最大模型公司的 10GW 合作也是纯商业合同。这不是细节，这是本篇最重要的一条相对判断：在同一层里，是否需要用股权买订单，是议价权最干净的排序指标。

同样的逻辑适用于第二类结构。选择投资客户而不是给客户发权证——两者都消耗资本，但前者成本落投资科目，收入照常按毛额确认，毛利率不受污染。这是体量与议价权都占优的一方才做得出的选择：最近一季数据中心营收 752 亿美元、同比 +92%、环比 +21%，这个体量本身就是不必让渡股权的理由。

一条必须钉住的口径：定制阵营的增速优势是真的，但它在台数上成立，在金额上尚不成立。2026 年 AI 服务器出货中定制机型占比约 27.8%、出货增速约为商用 GPU 的 2.5 至 3 倍；而金额口径上，最大定制供应商全年 AI 半导体约 560 亿美元（其中约三到四成为网络而非加速器），对照 GPU 一方单季数据中心 752 亿美元。台数份额与金额份额不可并列比较，两者可以同时为真。

## 七、受益标的与估值：权证调整后的前瞻倍数

TTM 的 GAAP 倍数在这四家身上都不具定性效力——并购摊销与一次性项目使其成为会计产物。有效读数是同口径的次年前瞻倍数，并且应当做权证稀释调整，因为市场普遍还没做。

| 标的    | 现价       | 市值         | 次年前瞻 PE（同口径） | 权证调整后        | 结构位置           | 方向 |
|-------|----------|------------|--------------|--------------|----------------|----|
| AVGO  | \$364.03 | \$17,320 亿 | 18.6x        | 18.6x（无客户权证） | 最大定制份额且零股权转让   | ●  |
| NVDA  | \$216.85 | \$52,700 亿 | 27.6x        | 27.6x（无客户权证） | 反向绑定，成本落投资科目   | ●  |
| AMD   | \$469.46 | \$7,664 亿  | 30.4x        | 36.4x        | 两笔一分钱权证，冲减尚未开始 | ●  |
| MRVL  | \$251.01 | \$2,198 亿  | 74.0x        | 79.0x        | 近平价权证，股东成本可控   | ●  |
| GOOGL | \$340.67 | \$41,664 亿 | —            | —            | 权证接受方，零现金获得敞口  | ●  |
| CBRS  | 未取价      | —          | —            | —            | 唯一已完整兑现该成本者    | ●  |

现价为 2026-08-21 02:06Z 实时读数；市值按现价与最新股本自算。前瞻 PE 采用统一的 GAAP 共识口径以保证横比可比，与各家非 GAAP 口径差异显著，尤以 MRVL 为甚。权证调整按全额归属上修：

6.73% 与 19.60%。仓位建议以雷达标的卡为准，本表只标结构方向。

调整后的排序说明了一件事：在同一条定制硅链上，估值最贵的一端同时是股权成本最高的一端，而估值最便宜的一端恰好是从未让渡股权的一端。这不是巧合，是议价权在两张表上的同一个影子。

归属情景与对应动作

| 情景 | 核心假设                          | 六年半累计归属 | 对应稀释      | 标的动作                 |
|----|-------------------------------|---------|-----------|----------------------|
| 熊  | 定制席位继续被侵蚀，客户采购停留在试点量级         | 20—40 档 | 0.6%—1.1% | 刻度尺证明席位未扩张，按原有观察位置处理 |
| 基准 | 定制收入自 2028 财年起做到年 40 亿美元并逐年放大 | 70—90 档 | 2.0%—2.5% | 潜力侧上修，兑现侧等首档归属落地再动   |
| 牛  | 客户把外围定制硅份额集中给单一供应商            | 150 档以上 | 4.3% 以上   | 收入冲减成为甜蜜的烦恼，按增长股重估   |

情景为依公开条款与公司自身指引推演，非公司披露；对应动作只标方向，不构成仓位建议。

八、行动清单

- **现在该数的：**2026 年 8 月 27 日的 Marvell 财季报告是第一个验证窗，三件事必须读到——权证的会计处理表述、授予日公允价值是否披露、定制硅是否给出单独收入口径。公司目前只披露数据中心分部，这本身就是一项待改善的披露。
- **头号判定器：**下一财年定制芯片收入能否兑现「同比翻倍以上」，以及那个新的一级客户定制项目是否显形。这是当期分线指引留下的唯一干净判据——它是承诺而非已发生，权重高于任何单季读数。
- **重点观察：**2027 财年第三季度起的**每季归属档数**。线性节奏对应每年约 37 档；快于此说明需求兑现被低估，慢于此说明上限性质被坐实。
- **只监控不买：**所有以「最多」「潜在」开头的权证股数与采购金额，在首档实际归属前不进入任何估值模型。
- **绝不追的：**把权证公告当订单公告的当日涨幅。8 月 18 日至 20 日两日累计 16.2%，定价的是刻度尺的存在，不是刻度上的读数。
- **下次看这五个数：**每季归属档数 · 客户权证资产余额与摊销额 · GAAP 与非 GAAP 收入裂口 · 一分钱权证的授予日公允价值首次披露 · 客户资本开支中服务器占比的变化。
- **哪个信号出现要重写结论：**任何一家把权证条款从「自主采购」改为「最低承诺采购」。那会把这套结构从计量器升级为合同，届时应按合同价值而非期权价值整体重估。

## 九、风险与反证

| 风险 / 反证        | 若成立意味着什么                     | 可否证信号                      |
|----------------|------------------------------|----------------------------|
| 归属节奏快于线性       | 定制硅需求被低估，收入冲减属甜蜜的烦恼          | 2027 财年下半年起单季归属超过 9 档      |
| 授予日公允价值远低于估算   | 本篇 4%—5% 的有效税率区间偏高           | 财报披露的权证公允价值与首期摊销额          |
| 自主采购条款被后续协议加固  | 刻度尺升级为承诺，估值方法需整体重估           | 补充协议或修订后的权证条款              |
| 一分钱权证按权益而非负债分类 | 非经营损益的顺周期波动消失，风险敞口小于预期       | 后续季报的分类表述变更                |
| 反向绑定结构出现减值     | 投资科目的风险回流利润表，第二类结构的干净度下降     | 投资方对客户持股的公允价值下调            |
| 定制份额格局逆转       | 「需要发权证 = 议价权弱」的排序判断被推翻       | 最大份额方开始为客户发行权证             |
| 下一财年定制收入未能翻倍   | 席位重建未发生，份额流失坐实，刻度尺的归属节奏应整体下修 | 下一财年定制分线增速与新一级客户项目是否显形     |
| 客户自由现金流恶化      | 采购的资金来源由内生转外部，刻度尺的分母不再稳固     | 客户方单季自由现金流转负、债务占资本开支比例继续上行 |
| 监管由叙事风险转为执法风险  | 结构本身被质疑，整类交易需重估              | 监管问询函中首次出现应付客户对价或供应商融资相关问题 |

**本篇最强的自我反证：**这套结构对现有股东的成本在权证发行当日就被市场定价，而它带来的订单能见度要六到七年才走完。用一个七年期的成本换一个当期的估值反应，方向上对短期持有人不利、对长期持有人未必不利。这一点在任何单季读数里都既无法证实也无法否定。

## 十、数据分歧与口径

存在真实分歧的三处：

- 收入冲减规模的两个并行读数。**Cerebras 2026 年第二季度 GAAP 总收入 1.801 亿美元与核心口径收入 2.099 亿美元的差额为 2,980 万美元，而单独列示的当季权证摊销为 4,426 万美元。两者不一致，差异应来自核心口径同时剔除了权证以外的项目，或摊销含跨期部分。本篇在毛利率上直接采用两套已披露读数（14.2% 与 40.6%），不对两个收入数字做合并推导。
- 担保规模的传闻口径与文件口径。**同一笔安排的媒体口径为 2,500 亿美元无条件兜底，监管文件口径为上限 1,050 亿美元且仅在承租方违约时触发。凡以担保额为分子的比率，须先回到文件口径重算——按文件口径，相关项目的担保覆盖比例是两成量级。

1. **加速器份额的台数口径与金额口径。**定制机型占 AI 服务器出货约 27.8%（台数），而金额份额显著更低；GPU 一方在金额口径上的份额，各家估计分散在 73% 至 85% 之间，差异主要来自是否含网络、是否含 CPU、以及中国市场是否计入分母。本篇不采用任何单一金额份额数字。

1. **下一财年营收目标的口径。**管理层在业绩会给出的下一财年营收目标为 165 亿美元（约 +45%），此前市场另有 150 亿美元的流传数值。本篇的量级对照一律以 2027 财年约 115 亿美元指引为分母，不使用下一财年目标做任何推算。

**监管现状需要单独钉住：**截至目前，公开的监管问询记录中没有任何一封涉及应付客户对价或供应商融资；已公开的问询集中在非 GAAP 指标与分部披露。就当前证据而言，这套结构面临的是**叙事风险，不是执法风险**，任何以监管介入为前提的判断都缺乏一手依据。

**数字三道关自评：**量级一致性—— $240,042 \times 240 + 1,360,867 = 58,970,907$ ， $240 \times 5 \text{ 亿} = 1,200 \text{ 亿}$ ，单季数据中心 18.3 亿与总营收 24.08 亿的占比 76% 三处闭合；单位显式化——全文金额统一以「亿美元」呈现并与原披露的 billion 口径逐位核对；权威源优先——条款、股本、分部收入、资本开支指引均以监管文件与公司业绩公告为准，媒体口径仅用于结构描述。

**尚未披露、不做推演的三处：**近平价权证的具体会计处理表述与首期冲减金额；一分钱权证的授予日公允价值；定制硅的单独收入口径。第四节的有效税率区间与第二节的基准归属档数均为自建推演，方法已在正文写明。

**来源置信度**

| 结论 / 数字                                                    | 来源                            | 日期                | 置信度    |
|------------------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------|--------|
| 58,970,907 股 / 206.58 美元 / 240 档 / 自主采购                    | 发行方 8-K (Item 1.01/3.02/9.01) | 2026-08-19        | A      |
| 最近一季营收 24.08 亿、数据中心 18.3 亿 (+27%)、FY27 指引约 115 亿           | 公司财季报告与业绩会                    | 2026-05-27        | A      |
| 1.6 亿股 @0.01 美元 × 两笔、零归属零影响、按负债分类                          | 收购方 10-Q (截至 2026-06-27)      | 2026-08-05        | A      |
| 客户权证资产 11.284 亿美元、GAAP 毛利率 14.2% vs 核心 40.6%               | 该公司第二季度业绩公告                   | 2026-08-12        | A      |
| AI 半导体单季 108 亿 (+143%)、下季指引 160 亿、全年约 560 亿                | 定制份额最大方财季公告与业绩会               | 2026-06-03        | A      |
| 数据中心单季 752 亿美元 (+92%，环比 +21%)                              | GPU 一方 8-K                    | 2026-05-20        | A      |
| 残值担保上限 1,050 亿美元、违约触发                                      | 担保方 8-K                       | 2026-08-17        | A      |
| ASC 606-10-32-25/26 与 ASU 2019-08 处理规则                     | FASB 准则更新                     | 2019-11           | A      |
| 航空货运权证条款与最终行权 19.5%                                        | 承运方 8-K / 10-K 及公开报道          | 2016-2020         | A/B    |
| 2026 资本开支指引 1,950-2,050 亿美元、Q2 449 亿美元                     | 客户方第二季度业绩与业绩会                 | 2026-07-22        | A      |
| FY27 分线指引：互连 >70% (自 50% 上修)、数据中心约 50%、定制 >20%；FY28 定制翻倍以上 | 业绩会实录逐字确认 (CEO 原话，两处互证)       | 2026-05-27        | A      |
| 对手方 7 月单月营收同比 +181.78%、由北美云厂 3nm 加速器量产驱动                   | 台股月营收公告                       | 2026-08-10        | A      |
| 客户激励资产摊销 3,310 / 3,910 / 4,420 万美元                         | 承运方 10-K                      | 2019-2021         | A      |
| 租约担保最大敞口 41 亿美元、可与权证交换                                     | 收购方 10-Q                      | 2026-08-05        | A      |
| 监管问询记录中无应付客户对价 / 供应商融资相关问题                                 | 监管公开函件全量检索                    | 2025-01 至 2026-08 | A      |
| 定制机型占 AI 服务器出货 27.8%、出货增速约 2.5-3 倍                         | 产业研究机构                        | 2026-01-20        | B      |
| 反向绑定各笔投资金额                                                 | 公司公告与主流财经媒体                   | 2025-09 至 2026-04 | B      |
| 有效股权税率 4%-5%、基准归属 70-90 档                                  | 依公开条款、公司指引与当前股价自建推演           | 2026-08-21        | D (推演) |
| 各标的现价与股本                                                   | 实时行情与基本面接口                    | 2026-08-21 02:06Z | A      |

## 免责声明

本报告由涌现资本产业研究部编制，仅供研究交流，不构成任何证券买卖要约或投资建议。报告所载信息来源于公开渠道，涌现资本对其准确性与完整性不作保证。市场有风险，投资须谨慎。涨幅读数为区间读数，非持有回报。读者应独立判断并自行承担投资决策的全部后果。

涌现资本产业研究部 · 2026-08-21