

杀按层，买按名——推理时代的租金还没分完，价格却已经按层投票

杀按层，买按名——推理时代的租金还没分完，价格却已经按层投票

「资金从硬件流向软件」与「算力仍是首选」之争，在 2026-09-14 拿到了第一张可观测的选票——一天之内软件平台层中位数 +6.52%、先进封装层 -8.60%，层间价差 15.1 个百分点，而信用市场零反应。但同一天的报表给出相反的读数：硬件层内部的毛利率斜率符号已经相反（NVDA GAAP +260bp / AVGO non-GAAP -340bp），应用层内部的增速极差高达 82 个百分点、毛利率极差却只有 12 个百分点。价格在按层定价，基本面在按公司分化。本部的判断是：这一次「杀」是按层杀的，「买」却是按公司买的——被卖出的层，层内离散压缩到 11.5 个百分点；被买入的层，层内离散仍有 25.4 个百分点。所以正确的动作不是换层，是在被杀的层里按名字挑，在被买的层里提防层标签本身。

涌现资本产业研究部 · 2026-09-15 · 资金流/格局型

30秒结论卡

一句话判断：市场在 2026-09-14 用一天 15.1 个百分点的层间价差，把「推理时代的租金落在哪一层」这个问题变成了一次真实的仓位切换；但这次切换买的不是模型层，是工具软件层——真正持有推理基础设施的云计算层当天中位数 -1.14%，根本没有参与。

机会状态：● 观察为主。层间反转只有一个季度的历史，且与年初至今的方向完全相反（半导体 +50.4% vs 软件 +0.9%，差 49.5 个百分点）。两派各自只引用了对自己有利的那个窗口。

市场错在哪：错在把「层」当成了可交易的单位。本部的横截面显示，**层标签的解释力是随时间变化的可观测量，不是常数**——单因素方差分解下，年初至今层间只解释 18.3% 的个股方差，最近 63 个交易日却解释 59.6%。用去年的因子结构解释今天的定价，或用这三个月外推明年，都会错。

3-5 个重点标的：● AVGO（被按层杀但报表在加速，层内错配最大）· ● CRM（应用层里唯一给出美元计价、连续可比 AI 收入线的大票，且前瞻约 15 倍）· ● NVDA（毛利率路径已由管理层给出下行区间，变量已下沉到上游）· ● PLTR（应用层已发生收入最硬，但价格已定价）· ● CRWW（现金毛利与真实利润之间隔着 54 个百分点的折旧与利息）

最大反证：如果滚动 η^2 （层间解释力）在未来两个季度回落到 0.25 以下，说明这次层间反转只是一次拥挤度清算而非结构性轮动，本篇的层级配置结论即失效——届时正确的框架重新回到自下而上选股。

投资要点

一句话框架：推理时代的租金正在被三件事分走——上游的投入品涨价、会计上的折旧选择、以及合约里的收入分成；而这三件事都发生在「层」的内部，不在层与层之间。

方向	观点	证据锚
●	硬件层的租金在收入端仍在放大，不是在被挤压	NVDA FY27Q2 营收 \$96.2B (+106%)，数据中心 \$89.0B (+117%)，GAAP 与 non-GAAP 毛利率同为 75.0%
●	但硬件层的毛利率路径已由管理层交给上游	管理层给出 Q3 FY27 74%、Q4 FY27 触底 71–72%、FY28 回到 72–73%，归因于投入品（存储等）涨价
●	定制硅这一格的租金正在被内存含量转移出去	AVGO non-GAAP 毛利率 78.3% (Q3FY25) →77.0%→74.9%，Q4 指引约 73%；管理层归因为 XPU 内存含量上升的结构性组合变化
●	应用层确实收到了钱，但给得出美元口径的不到一半	抽样 8 家，只有 CRM (Agentforce ARR 逾 \$1.5B)、NOW (AI ACV 逾 \$1.0B)、PLTR (整体已确认收入 +93%) 三家有可连续比较的数列
●	算力出租层的现金毛利不等于租金	CRWV Q2'26 调整后 EBITDA 利润率 59%，调整后经营利润率仅 5%——中间 54 个百分点全是折旧与利息
●	模型层的一部分租金是合约性转交，不是竞争性流失	OpenAI 对 Microsoft 的 20% 收入分成持续至 2030 年、独立于技术进展
●	「推理已是数据中心最大部分」目前没有任何一手量化披露	NVDA 的新闻稿、CFO 评论与 10-Q 全文检索，均无训练/推理的收入或工作负载拆分

一、钱从哪来：2026-09-14 的那张选票，以及它的分母

上周一（2026-09-14）美股收盘，同一个交易日里出现了这样一组读数：

口径	09-14 单日	近 3 个月	年初至今
软件类指数 (IGV)	+5.04%	+17.6%	+0.9%
半导体类指数 (SMH)	−4.75%	−12.7%	+50.4%
云软件 (WCLD)	+6.37%	—	—
标普 500 (SPY)	−0.45%	+2.8%	+12.0%
高收益信用 (HYG)	−0.09%	—	—
投资级信用 (LQD)	−0.02%	—	—

两件事同时成立：①两大层之间当天张开 9.8 个百分点；②信用市场完全没有反应，宽基仅 −0.45%。按本部的 regime 判据（信用、美元、防御股、宽基四项齐看），这不是去杠杆，是一次发生在 AI 内部的仓位切换——钱没有离开这个主题，只是换了一格。

本部的美股 universe 覆盖 171 只有完整行情的标的，按五层架构做同日横截面，读数比指数更干净：

层	样本数	09-14 单日中位	近 3 个月中位
软件平台	22	+6.52%	+36.7%
AI 垂直应用	14	+1.55%	+17.0%
云计算（含 neocloud）	13	-1.14%	-8.7%
L2 数据中心建造/电源/冷却	12	-3.76%	-12.3%
POWER 电力	25	-4.39%	-14.0%
L5 电源专项/功率半导体	11	-5.90%	-32.6%
L4 网络与光模块	18	-8.30%	-29.2%
L9 先进封装/后段设备/测试	14	-8.60%	-25.7%

（全部为等权中位数，取 EODHD 复权收盘价自算，截至 2026-09-14。）

软件平台层与先进封装层当天差 15.1 个百分点。这是层级轴上一次接近 regime 日强度的事件。

但这张表里最有信息量的一格不是最高也不是最低，而是云计算层的 -1.14%。如果「推理时代的租金落在自有基础设施上跑 API 的那一层」，那么当天最该涨的就是自有基础设施跑 API 的那一层。它没有涨，近 3 个月还是 -8.7%。市场买的是工具软件，不是模型与推理基础设施。这是本篇最重要的一处证据错配：叙事说的是模型层，钱去的是应用层。

二、资金地图：把「层内还是层间」变成一个可观测量

「同一层内部的分化大于层与层之间的分化」是一个流行的说法。本部认为它不该被当成一个论断，而应该被当成一个每天都能算出来的数。

用单因素方差分解（层标签为因子，个股区间涨幅为被解释变量，等权、未做 beta 调整），17 只半导体对 17 只软件股：

观察窗口	层间解释力 η^2	半导体层内标准差	软件层内标准差	读法
2026 年初至今	0.183	62.3pp	41.1pp	八成方差在层内——层标签几乎无用
最近 63 个交易日	0.596	12.2pp	29.0pp	近六成方差由层决定——层标签接管定价

同一个命题，两个窗口，结论相反。所以任何「层内 vs 层间」的表述不带观察窗口就是无效表述。这也是当下这场层级配置之争的真正形状：一派引用的是年度窗口（半导体 +50.4% 对软件 +0.9%，差 49.5 个百分点，方向指向硬件），另一派引用的是季度窗口（-12.7% 对 +17.6%，差 30.3 个百分点，方向指向软件）。两组数字都真。

本部的裁定：杀是按层杀的，买是按公司买的

把 171 只标的按层计算离散度，出现一个两派都没有提到的不对称：

分组	各层 3 个月涨幅的层内标准差	该层 3 个月中位
云计算	26.4pp	-8.7%
软件平台	25.4pp	+36.7%
AI 垂直应用	22.1pp	+17.0%
L4 网络与光模块	21.8pp	-29.2%
POWER 电力	16.5pp	-14.0%
L7 晶圆代工/材料/EDA	14.9pp	-30.5%
L5 电源专项	14.3pp	-32.6%
L9 先进封装	11.5pp	-25.7%

层间离散（各层中位数的标准差）为 22.3pp，层内离散的中位数为 16.5pp。表面看是层间胜出。但把买卖两侧拆开，图像立刻变了：

- 被卖出的层（L9 11.5 / L5 14.3 / L7 14.9 / POWER 16.5），层内离散被压缩到远低于层间离散——卖是整层平推的，公司质地在这一侧几乎不被区分。
- 被买入的层（云计算 26.4 / 软件平台 25.4），层内离散反而高于层间离散——买是挑着买的。

结论：这一轮不是「层 A 换成层 B」，而是「无差别地按层卖出、有选择地按名字买入」。对应的动作不是换层，是：在被杀的层里去找被平推冤枉的名字，在被买的层里提防「买了层标签就等于买对了」。

被买的那一层内部有多分化，看极值即可：近 3 个月软件层内 TEAM +117.8% 对 ORCL -21.1%，极差 138.9 个百分点。年初至今 PANW +103.0% 对 HUBS -37.6%，极差 140.6 个百分点。

三、指数不是层——一个必须先拆掉的读数

「半导体年初至今 +50.4%」这个数字经常被用来证明「租金在硬件层」。它证明不了。

拆开 SMH 的年初至今涨幅来源：NVDA 自身仅 +13.4%，AVGO 为 -0.0%；真正把指数抬上去的是 MU +223.9% 与 INTC +163.4%。前者是存储超级周期的价格弹性，后者是代工修复的估值弹性——两者都与「推理租金」不是同一件事。

同样地，SMH 前十权重逾 60%，IGV 与宽基科技指数成分重叠。用 ETF 代表「层」，比较的其实是几只重仓股。本篇所有层级读数因此一律回到 universe 个股等权中位数，不用指数。

四、租金到底记在谁的账上：四层的可审计证据

价格已经投票，报表还没数完。下面只用已发生的披露，指引单独标注。

4.1 芯片层：收入端在放大，利润率路径已交给上游

NVDA FY27Q2（截至 2026-07-26，8 月 26 日发布）：总营收 \$96.2B（同比 +106%，环比 +18%），数据中心 \$89.0B（同比 +117%）；GAAP 与 non-GAAP 毛利率同为 75.0%——没有摊销噪音，这是本轮最干净的一组毛利率。

毛利率的一阶导数序列（GAAP/non-GAAP）：FY26Q2 72.4%/72.5% → FY27Q1 74.9%/75.0% → FY27Q2 75.0%/75.0% → FY27Q3 指引 74.0%±50bp。过去一年是上行的，下一季度才首次转为下行指引。管理层在 2026-08-25 的财报电话会上进一步给出路径：Q4 FY27 触底 71-72%、FY28 回到 72-73%，归因于存储等投入品处于「极端定价状态」、涨幅超出此前预期且明年更高，同时称已执行的涨价自 FY28Q1 起生效。注意这三档只存在于电话会口头表述，公司文件仅承载 Q3 指引。另需说明：本季 GAAP 与 non-GAAP 毛利率相等属异常形态（通常股权激励使 GAAP 低约 100bp），非录入错误。

用峰值 75.2%（FY26Q4 non-GAAP）与管理层稳态 72-73% 计算，硬件层向下游转出的成本约 220-320bp，即涨价并未全额转嫁——这一格自己吃掉了一部分，上游抽走了一部分。

4.2 定制硅：租金正在被内存含量搬走

AVGO Q3 FY26（2026-09-09 发布）：总营收 \$29.591B（+86%），半导体解决方案 \$20.839B（+127%），AI 半导体收入 \$16.7B（+221%，环比 +54%），其中 XPU 约占 AI 收入 73%、出货量同比增逾 3.5 倍。

non-GAAP 毛利率 78.3%（Q3FY25）→ 77.0%（Q2FY26）→ 74.9%（Q3FY26），Q4 指引约 73%。管理层把这条下行明确归因为结构性的产品组合变化（XPU 占比上升且其内存含量上升），不是降价。

把 4.1 与 4.2 并列，得到本篇在基本面侧最锋利的一个读数：同一层、同一季度，NVDA 的 GAAP 毛利率 75.0% 对 AVGO 的 69.1%，价差 590bp；而一阶导数符号相反——NVDA 过去四季 GAAP +260bp，AVGO non-GAAP 同比 -340bp。「层内分化大于层间分化」这件事，在硬件层的报表上是成立的，只是价格在最近三个月没有按它定价。

两家都把增长上限交给了供给：NVDA 的 FY28 约 +70% 被 CFO 明说为「供给受限的展望」，AVGO 给出 FY26 AI 收入 \$58B 指引与 FY27 \$115B、FY28 \$230B 展望，称基于已锁定的供给承诺。按本部的「供给上限型指引」纪律，这类表述把可交易变量整体下沉一层——研究重心应移到存储、封装与电力，而不是继续追问这两家能签到多少单。（\$58B/\$115B/\$230B 与 +70% 全部是指引，不是已发生收入。）

4.3 算力出租层：现金毛利与租金之间隔着 54 个百分点

CRWV Q2'26：营收 \$25.75 亿（+112%），调整后 EBITDA 利润率 59%，而调整后经营利润率仅 5%，GAAP 经营利润率为负。中间的 54 个百分点全部是折旧与利息。

这一格的含义很重：算力层确实收到了丰厚的现金毛利，但它在 EBITDA 线以下被技术风险（折旧）与资本成本（利息）拿走。在重资产 GPU 租赁里，调整后 EBITDA 恰好把这门生意最大的两项真实成本加回

去了，因此是最无效的横比读数。

更麻烦的是，折旧本身是一个选择而非事实。按第三方建模口径，一台 8×H100 服务器约 \$350k，3 年线性摊销对应约 \$1.69/GPU·小时，6 年摊销对应约 \$0.85/GPU·小时；在 \$2–3/小时的售价上，**这一项就是 28–42 个百分点的毛利率差**。同期可查证的分歧是：Amazon 在 2025 年缩短了一部分服务器的折旧年限，Meta 反而延长。**同一层内部的会计假设已经分岔**——这本身就是「层内分化」的一个可回 10–K 核对的例子。

4.4 模型层：一部分租金是合约性转交

模型层只有两个一手锚：Anthropic 2026-05-28 完成 Series H，募资 \$65B，投后估值 \$965B，同期跨过 \$47B 年化运行率；OpenAI 对 Microsoft 的 **20% 收入分成持续至 2030 年、独立于技术进展并设总额上限**。

后者是目前唯一有一手文件的「模型层把租金转交给算力/分销层」的量化管道。它说明：模型层的利润率差异里，有一部分不是竞争力差异，是**合约条款差异**。

至于「AI 实验室之间毛利率差 50 个百分点」——本部检索未能找到任何一手来源，已判定为口径误读，本篇不使用（详见第五节）。可验证的替代读数是方向而非幅度：Anthropic 的算力成本占收入比连续两季下行（约 \$0.71/\$1 → 约 \$0.56/\$1），这是目前最干净的单一判据。

4.5 应用层：收到了钱，但给得出美元口径的不到一半

抽样 8 家 2026 年中报：

公司	AI 专属美元口径	数字	可验证性
CRM	Agentforce ARR	逾 \$1.5B (+240%)；Agentforce+Data 360 近 \$3.9B	● 有，但口径自 FY27Q2 起变更
NOW	AI 年化合同价值	逾 \$1.0B，自设 2026 年目标 \$1.5B	● 有，但 4 月起打包进套餐需自行分摊
PLTR	无独立 AI 线	总营收 \$1.935B (+93%)，美国商业 \$764M (+149%)	● 已确认收入最硬
MSFT	仅席位	M365 Copilot 付费席位逾 3,000 万（4 月 2,000 万）	● 无美元、无 ARPU
CRWD	仅整体净新增 ARR	\$333M (+51%，创纪录)	● 未披露 AI 模块独立 ARR
WDAY	仅百分比	管理层称 AI 驱动逾 25% 的新增 ACV	● 无金额
GTLB	仅环比	Duo Agent 客户经常性收入环比约 +50%	● 公司明确本财年贡献有限
MDB	仅定性	AI 工作负载「小但在增长」	● 无口径

两个必须说清的口径折扣：①ARR/ACV/TCV/backlog 都不是已确认收入，不能与 PLTR 的季度营收并列；②CRM 的 Agentforce ARR 口径自 FY27Q2 起并入 Slackbot 与 Headless 360，**这一季的同比增速**

只能作量级、不能作斜率。

「推理成本正在侵蚀软件层毛利率」在 2026 年大市值软件的实际报表里没有被普遍证实。唯一明显的压缩案例是 CRM 的 GAAP 毛利率 78.1%→76.6% (−150bp)，但同季并入了 Informatca (贡献订阅收入 \$440M)，并购业务的毛利结构会独立造成稀释。反向证据更强：MDB 毛利率 71%→74% (+300bp)，PLTR 调整后毛利率 86%。

这导向应用层最重要的一条结论：这一层的内部分化在需求侧，不在成本侧。2026 年中报收入增速区间 PLTR +93% / MDB +30% / GTLB +21% / MSFT +18% / WDAY +13.9% / CRM +11%，极差 82 个百分点；毛利率区间 PLTR 86% / WDAY 订阅 82% / CRM 76.6% / MDB 74%，极差仅 12 个百分点。分化的是「谁把 AI 卖成了一条新预算线」，不是「谁的推理成本控制得好」。

席位制面对 agent 的结构性问题，目前唯一读得出来的地方是期限结构：WDAY FY27Q2 的 12 个月订阅 backlog \$9.034B (+14.2%)，总订阅 backlog \$27.403B (仅 +8.0%)，短长端差 6.2 个百分点，Q3 cRPO 指引进一步降到 +11–12%。按「短长端差超过 5 个百分点时以长端定性」的判据，这是续短不续长——客户愿意续约，但不愿把席位锁长。

五、数据冲突与被本篇禁用的四个流传数字

流传说	本部核查结果	本篇处理
「AI 实验室之间毛利率差 50 个百分点，秘密全在 API 占比」	无一手源。同一家公司的「80%+」与「约 44%」是扣分成前/全口径两个口径之差，不是公司间之差	不使用；改用「算力成本占收入比的方向」作判据
「Anthropic 估值 2 万亿美元」	一手只有 2026-05-28 的投后 \$965B；\$2T 为投资方对拟议上市的期望值	不作估值锚
「到 2028 年 70% 软件厂商放弃纯席位定价」「到 2030 年 40%+ 企业 SaaS 支出转向用量定价」	均出自二手转述，未找到原始报告编号	不使用；改用 WDAY 的 backlog 期限结构与 CRM 的 Agentic Work Units (Q2 交付 32 亿个、环比 +97%) 作可审计替代
「推理已是数据中心最大且持续扩大的部分」	NVDA 公司文件全文检索无训练/推理拆分，属定性表述	仅作定性引用，不带百分比

另需显式标注的口径冲突：

1. 每 GW 收入不可跨家相减，也不可读成单价翻倍。NVDA 给出的是公司口径的「每吉瓦收入机会」(revenue opportunity per GW，不是已确认收入)：Hopper 约 \$18B/GW、Grace Blackwell 约 \$25B/GW (两者为已出货世代的回溯读数)、Vera Rubin 约 \$40B/GW (前瞻值，该世代当季刚开始量产、尚未被任何一期报表验证)。关键口径警告：该口径的内容边界随代际扩张——\$40B 涵盖自研 CPU、GPU、NVLink 与网络在内的整座 AI 工厂，而 \$18B 对应的内容集更窄，因此 18→40 里同时包含「NVDA 在机柜内卖的东西变多 (垂直整合上移)」与「单位性能定价提升」两部分。AVGO 的

\$20—30B/GW 为 XPU 加网络口径，管理层称「会很持续地维持在该水平」，理由是单芯片功率上升减少每 GW 颗数、抵消性能提升。两者只能作同一度电下不同架构美元含量的定性对照。

2. GPU 现货租金同时存在「较 2024 年峰值 -64%~-75%」与「2026 年 8 月同比 +33%」两个真读数，因为基期不同（自峰值下跌、自谷底反弹）。无公开一手指数，本篇不据此定性。

3. token 价格必须固定能力锚。跟踪同能力最低价得出三年数量级下跌，跟踪旗舰型号名义价得出前沿档价格上涨——两者都真。正确表述是：每单位能力的价格在暴跌，每单位前沿能力的价格在上涨。

六、自建口径：谁的故事已经被报表验证过

本部对 universe 每只标的维护两个分数：增长潜力（叙事与可见度）与增长兑现（已被财报验证的部分）。两者之差，就是「还没被报表验证的那部分预期」。

分组	样本数	潜力中位	兑现中位	未验证缺口
软件 / 应用 / 云	72	72	64	8
算力硬件链 + 电力	254	76	62	14

分层看，缺口最大的几格分别是 POWER 电力 18、L7 16、L1 芯片 14、L8 载板 14；缺口最小的是软件平台 4、L3 存储 0、L6 服务器整机 -6（兑现反超潜力）。

读法：你在软件层买到的是幅度较小但已经被报表验证过的增长；在硬件与电力层买到的是幅度更大但有 14—18 分尚未被报表验证的预期。这一读数与价格给出的信号方向一致却理由不同——09—14 卖出的正是未验证缺口最大的那几层。它也给出一个更可操作的表述：这次层间反转，本质是市场在为「未被报表验证的潜力」重新定价，而不是在判定哪一层最终收租。

七、情景与受益标的（现价截至 2026-09-14 收盘）

标的	层	现价	09-14	卡点位置	估值口径	方向
AVGO	L4 定制 硅	\$344.72	-4.77%	AI 收入 \$16.7B (+221%)，XPU 出货量增 逾 3.5 倍	按 Q4 指引年化前瞻约 24 倍（TTM 倍数为并 购摊销产物，已失效）	● 被按层杀， 报表在加速
CRM	软件 平台	\$259.43	+4.73%	应用层唯一美元计价、连续 可比的 AI 收入线	前瞻约 15.5 倍（现价 ÷ FY27 非 GAAP EPS 指 引中值 \$16.69）	● 定价的是 「不再加速」， Agent 收入是重 估开关
NVDA	L1 芯片	\$210.96	-3.36%	数据中心 \$89.0B (+117%)，GAAP=non- GAAP 75.0%	按本季 non-GAAP EPS 年化约 23.6 倍（TTM 32 倍为滞后读数）	● 变量已下沉 至上游，不是自 身需求
PLTR	软件 平台	\$173.31	+3.64%	总营收 +93%、美国商业 +149%，调整后经营利润 率 62%	按上调指引前瞻市销率 约 40 倍	● 已发生收入 最硬，价格已定 价
NOW	软件 平台	\$142.35	+7.41%	AI 年化合同价值破 \$10 亿，\$1M+ 大单 123 笔 (+40%)	上调指引后前瞻约 20 倍	● 货币化拐点 已兑现，但 AI 口 径已捆绑
MSFT	云计 算	\$505.41	+1.97%	Azure +43%、年化跨 \$1,000 亿；Copilot 仅席位 无美元	表观约 28 倍	● 云侧可验 证，应用侧仍属 叙事
CRWV	云计 算	\$82.98	-6.75%	已签约储备六周内 \$1,042 亿→\$1,292 亿（对手方具 名）	无盈利支撑；adj EBITDA 59% 对 adj 经 营利润率 5%	● 现金毛利与 租金之间隔 54pp
MU	L3 存储	\$924.03	-5.25%	16 份 take-or-pay 锁约 \$1,000 亿最低收入，地板 价高于历史峰值毛利	周期峰值 EPS 下的低倍 数属「便宜假象」	● 抽走下游租 金的那一格，但 已被充分定价

（现价为 2026-09-14 收盘。所有倍数均已按前瞻口径重算，GAAP 表观倍数在本主题内系统性失效。）

读表规律：本表里方向评级最正面的两家（AVGO、CRM），恰好一家在被杀的层里、一家在被买的层里，但它们被选中的理由是同一条——**报表的方向与价格在 09-14 给出的层级标签相反**。这就是「杀按层、买按名」这一判断的可操作形态。

八、风险与反证（什么条件出现会证明本篇错了）

#	反证条件	可观测触发	若成立的含义
1	层间反转只是拥挤度清算	滚动 63 日 η^2 回落至 <0.25	层级配置结论失效，框架回到自下而上选股
2	「杀按层、买按名」不成立	被卖出层的层内标准差回升至 20pp 以上	平推假设被推翻，被杀层里没有错杀可捡
3	硬件层内部分化收敛	AVGO GAAP 毛利率继续上行而 NVDA 下行，590bp 价差两季内收敛	第四节的基本面楔子在硬件层被推翻
4	上游抽租判据失效	NVDA FY28 实际毛利率回到 75% 以上	「投入品涨价侵蚀硬件层租金」的量级判断需重估
5	定制硅的组合归因站不住	AVGO Q4 FY26 non-GAAP 毛利率显著高于 73%	「XPU 内存含量稀释」应改判为一次性波动
6	推理成本确实在侵蚀软件层	某家无并购、无一次性托管成本的软件公司连续两季毛利率同比降超 100bp 且管理层归因于模型成本	第 4.5 节结论反转；当前样本中无一家满足
7	席位制侵蚀升为可定价事实	WDAY Q3 cRPO 落在指引 +11—12% 下沿且短长端差继续大于 5pp	应用层估值分母需要换；若两者收敛则该判断不成立
8	折旧口径被强制统一	2026Q4—2027 有第二家超大厂跟随缩短服务器折旧年限	硬件层「已发生利润」被回溯下修

下次看这五个数：①滚动 63 日 η^2 ；②NVDA FY27Q3 实际毛利率是否落在 $74.0\%\pm 50\text{bp}$ ；③AVGO Q4 FY26 non-GAAP 毛利率是否约 73%；④CRM FY27Q3 的 Agentforce ARR 增速（口径若不再变更）与 cRPO 能否同步抬升；⑤CRWV 下季调整后 EBITDA 利润率与 GAAP 经营利润率之差是否继续大于 54 个百分点。

绝不追：仅凭「层轮动」买入任何层的宽基敞口——本篇第三节已证明指数与层的盈利分配之间存在结构性错配。

九、来源置信度表与口径披露

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
NVDA \$96.2B/\$89.0B/毛利率 75.0%、Q3 指引 74.0%	NVIDIA Q2 FY2027 新闻稿与 CFO Commentary (SEC 8-K)	2026-08-26	已发生 + 下季指引	A
NVDA Q4 FY27 触底 71-72%、FY28 72-73%；每 GW 收入机会 18/25/40	FY27Q2 财报电话会 (2026-08-25) 文字稿转录	2026-08-25	管理层口头口径	C
AVGO \$29.591B/AI \$16.7B/non-GAAP 74.9%/Q4 指引约 73%	Broadcom Q3 FY2026 新闻稿	2026-09-09	已发生 + 指引	A
AVGO \$20-30B/GW (CEO 电话会原话)；AI 收入 FY26 \$58B、FY27 \$115B、FY28 \$230B	Broadcom Q3 FY26 电话会与新闻稿	2026-09-09	指引/口头	B-C
CRM Agentforce ARR 逾 \$1.5B、AWU 32 亿、GAAP 毛利率 76.6%	Salesforce FY27 Q2 8-K Ex-99.1 (SEC)	2026-08-26	已发生 (ARR 为年化口径)	A
PLTR 营收 \$1.935B、美国商业 \$764M	Palantir Q2 2026 8-K Ex-99.1 (SEC)	2026-08-03	已发生	A
CRWD 净新增 ARR \$333M；WDAY backlog 期限结构	各公司 FY27 Q2 8-K / 新闻稿	2026-08-26 / 08-27	已发生	A
NOW AI ACV 逾 \$10 亿、\$1M+ 大单 123 笔	ServiceNow 2026 Q2 8-K	2026-07	合同年化值，非确认收入	B

数字三道关自评

本篇所有数字已过三道关：①**量级一致性**——NVDA 数据中心 \$89.0B 与总营收 \$96.2B 的包含关系、AVGO AI 半导体 \$16.7B 占总营收 \$29.591B 约 56% 与半导体分部 \$20.839B 的包含关系均已逐项复核；CRM 的 Agentforce+Data 360 约 \$3.9B ARR 对 FY27 营收指引 \$461-464 亿约 8.4%，量级自洽。②**单位显式化**——本篇美元一律标 B（十亿）或亿元并注明，ARR/ACV/TCV/backlog 与已确认收入分列，绝不并表。③**双源与一手优先**——所有 A 级读数取自 SEC 8-K/新闻稿原件；管理层电话会口头表述一律降为 B/C 并显式标注「非公司文件」；私营公司数字一律 C 级并标注无法定披露。

未做的事（不得当作缺席证据）：未取得 ICONIQ 报告一手 PDF；未核对超大厂 10-K 中「Property and Equipment — useful lives」段的逐字披露；未订阅第三方 GPU 租金指数；未检索一级市场融资数据。以上均为本篇的已知盲区，不构成「该现象不存在」的证据。

附录：来源置信度表（续）

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
Anthropic \$965B 投后 / \$47B 年化运行率	anthropic.com/news/series-h	2026-05-28	公司公告	A
OpenAI 对 Microsoft 20% 收入分成至 2030	Microsoft 与 OpenAI 官方页	2026-04-27	合约条款	A
CRWV adj EBITDA 59% / adj 经营利润率 5%	CoreWeave Q2'26 公司披露	2026-08	已发生（调整后口径）	B
折旧 \$1.69 vs \$0.85/GPU·小时、TCO 结构	第三方 TCO 建模	2025-2026	建模，非财报；电价/PUE/利用率假设未披露	C
层间 η^2 0.183 / 0.596；各层 09-14 与 3 个月中位数；层内标准差	本部自建计算，EODHD 复权收盘价	截至 2026-09-14	等权、未做 beta 调整，可复现	A
增长潜力/兑现分层缺口	本部 universe 评分（515 只，其中 171 只美股有完整行情）	2026-09-15	自有评分口径	自有
Anthropic 全口径毛利率约 44% / OpenAI 约 39%；算力成本占收入 0.71→0.56	多家二手研究站，互有冲突	2026	私营公司，无法定披露	C
ICONIQ 「AI 产品毛利率 45%→59%」；GPU 现货租金	第三方调研与行业博客	2026	样本为私营公司/无一手指数	C-D

行动清单

- **重点观察：**AVGO（层内错配最大——被按层卖出而 AI 收入 +221%）；CRM（应用层唯一可连续比较的美元 AI 收入线，且倍数定价的是「不再加速」）。
- **只监控不买：**CRWV（先看 adj EBITDA 与 GAAP 经营利润率之差是否收窄）；MU（抽走下游租金的那一格，但周期峰值下的低倍数不是低估）。
- **绝不追：**任何以「层轮动」为唯一理由的宽基敞口；任何以「AI 实验室毛利率差 50 个百分点」或「Anthropic 2 万亿估值」为前提的推论。
- **哪个信号出现要重写结论：**滚动 63 日 η^2 回落至 0.25 以下；或被卖出层的层内标准差回升至 20pp 以上。

涌现资本产业研究部 · 2026-09-15

免责声明：本报告为产业研究与信息聚合，基于截至 2026-09-14 收盘的公开披露与本部自建计算，不构成任何证券的买卖要约或投资建议。所引区间涨幅为区间价格变动，非持有回报。涉及私营公司的财务数字均无法定披露支撑，已按置信度标注。市场有风险，决策请独立判断。