

买下漏斗，买不到漏斗里的水

买下漏斗，买不到漏斗里的水 —— 模型分发层不是收租位，是一张中立性期权

英伟达以 129 亿美元收购模型分发层的头部平台，对价相当于标的年化收入 1.50 亿美元的 86 倍。可反证的问法不是「贵不贵」，而是「这笔钱买的是收入还是防守」——答案是防守，且防守的射程比叙事窄。因为分发漏斗自身的流量构成与数据中心 GPU 需求并不重合：1.5% 的仓库吃掉 99.2% 的下载量，参数量 1B 以下的模型占全时段下载的 83%，100B 以上只占 1%，仅计 2026 年内累计的下载则 70B 以上仅占 3%。漏斗里流的绝大部分是笔记本与边缘侧就能跑完的小模型，真正需要机架级算力的那 1—3% 尾部恰恰不通过公共平台做选型，而是直签。因此「控住开发者漏斗即可塑造算力需求」这条传导链，在漏斗的流量分布上就断了。这笔交易的正确读法是：以一个季度收入的 13.4%、现金余额的 22.8%、市值的 0.24%，买断一个中立平台被对手用来做去英伟达化默认路径的可能性——是保险费，不是收入资产。与 8 月 27 日推理路由层同构：连续两个中间层都近乎零抽成、都被下游变现方买走，租金不住在发现环节。

模型分发层不是收租位，是一张中立性期权

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 3 日

30秒结论卡

一句话判断：129 亿美元买的不是一份收入，是一张保险单。分发层的抽成率近乎为零，而漏斗里流动的主要是跑不满一块加速卡的小模型——买下漏斗，买不到漏斗里的水。

项目	内容
机会状态	● 「控住分发入口 = 控住算力需求」这一叙事 · ● 被削弱的中立性受损方（AMD / 英特尔的开源工具链路径） · ● 分发层本身（无独立上市载体，且标的即将并表）
市场忽略了什么	漏斗的流量构成：1.5% 的仓库占 99.2% 的下载；1B 参数以下的模型占全时段下载 83%，100B 以上占 1%。这条漏斗的主流量不落在机架级算力上
市场误解了什么	把「最大一笔收购」读成对分发层收入的定价。对价相当于标的年化收入的 86 倍、却只相当于买方单季收入的 13.4%——两个倍数同时成立，说明这是期权定价不是现金流定价
重点标的	NVDA ●（付得起，但传导链比叙事窄） · AMD ●（中立通道受损，须自建分发） · NET / DDOG ●（同层「有位置无口径」参照） · MSFT ●（GitHub 类比的边界）
最大反证	若标的年化收入延续两个月 +50% 的斜率，一年内进入 10 亿美元级，则 86 倍收缩至十余倍，本篇「保险费而非收入资产」的定性即告失效；或若 70B 以上模型在当期下载中的占比从 3% 升破 10%，则漏斗与机架级需求的断点被补上，传导链重新成立

投资要点

发现层不收过路费——它的宿命是被下游变现方买走，而不是自己变成收费站。

方向	观点	依据
● 回避	「分发入口 = 新收租位」的叙事	抽成结构不存在：2.96 百万个公开模型仓库上，年化收入仅 1.50 亿美元
● 回避	把本次收购当作可交易事件去追	强制反垄断申报 + 既有在查案底，同规模同性质交易的合理审查窗口是 12–18 个月，且可能附行为性条件
● 观察	买方（NVDA）	出价对自身量级微不足道，但收购逻辑的传导链在漏斗流量构成上断裂，不构成新的估值支柱
● 观察	中立性受损方（AMD / 英特尔）	面向非英伟达硬件的开源适配路径此后由竞争对手托管，自建分发的成本转为其必须支出的固定费用
● 可复用	「中间层不收租，被两侧收购」这条规律	8 月 27 日推理路由层与本次分发层构成连续两个同构样本

一、钱流：把价格拆成三个分母

对价的绝对值没有信息量，比值才有。同一笔钱放在三个分母上，得到三个方向不一致的读数——这种不一致本身就是结论。

分母	数值	129 亿美元占比	读数
标的年化收入 1.50 亿美元	—	86.0 倍	按收入资产定价，贵到无法用任何现金流模型解释
买方单季收入 962.2 亿美元	2026 年 8 月披露	13.4%	一个季度的营收就能覆盖，属零钱级支出
买方现金及有价证券 566 亿美元	2026 年 8 月披露	22.8%	不需融资、不改变资本结构
买方市值约 5.42 万亿美元	09–03 现价 224.41 美元	0.238%	若视为对护城河的保险，费率不足千分之三

同一笔钱，对卖方是 86 倍的天价，对买方是四舍五入的零。两个倍数同时为真，说明定价机制不是现金流折现，而是期权定价：买方付的是「这个平台不落到别人手里、也不被用来搭建去英伟达化默认路径」的权利金。

价格的时间序列进一步坐实这一点。2025 年末，买方曾以 5 亿美元投资对应 70 亿美元估值报价被拒，拒绝的理由是不接受单一主导投资方影响平台决策；不到一年后成交价 129 亿美元，为当时估值的 1.84 倍。卖方的议价筹码正是中立性本身——被拒绝的那次报价，为这次的溢价定了价。

横向看，129 亿美元是买方史上最大一笔收购，为 2020 年 69 亿美元收购网络互连资产的 1.87 倍。

二、可反证的问题：买的是收入，还是防守

把叙事换成一个能被数据判死的问题。

若是买收入，则标的收入相对买方须具备可见的量级。标的年化收入 1.50 亿美元，对照买方按当季营收年化后的约 3,849 亿美元，占比 **0.039%**。即便标的收入未来三年再翻五倍，也仍在买方财报的四舍五入以内。按收入买的假设，在量级一致性这一关上就不成立。

若是买防守，则须存在一个「不买会怎样」的具体损害。该损害是可指认的：平台的适配工具链家族中，面向 AMD ROCm 与英特尔加速器的分支，让开发者不依赖英伟达硬件即可运行主流模型——这是唯一一条被广泛默认、且由中立第三方维护的去英伟达化路径。买下平台，等于把「默认路径由谁定义」这件事从中立方手里收回。按防守买的假设，能指出具体标的物，且费率仅为市值的 **0.238%**。

结论是防守。但接下来这一节说明，防守的射程比叙事窄。

三、漏斗的流量构成——本篇的核心发现

收购逻辑的完整传导链是：控住开发者选型入口 → 影响模型选择 → 影响推理部署 → 影响算力采购。这条链条上，前三跳都成立，问题出在最后一跳与漏斗自身流量构成的匹配上。

平台公开的仓库统计给出三个分布读数：

口径	读数	含义
仓库集中度	1.5% 的仓库承担 99.2% 的下载；85.6% 的模型全生命周期下载不足 200 次	「290 万个模型」是资料密度不是流量密度，绝大多数仓库无经济含义
参数量分布（全时段）	1B 以下占 83% 下载；100B 以上占 1%	主流量是消费级硬件即可承载的小模型
参数量分布（仅计 2026 年内累计）	70B 以上仅占 3%	时间上没有改善，小模型主导不是历史包袱而是当期状态

1B 参数以下的模型不需要机架级算力：它们跑在笔记本、手机、单卡工作站与边缘设备上，其部署量的增减对 NVL 机架订单不构成可观测传导。而真正消耗机架级算力的那 1—3% 尾部——前沿实验室与大型企业的大参数模型——**恰恰不通过公共平台做选型**：这类主体走直签合同与私有部署。这与推理路由层已经观察到的结构完全一致：企业侧约 88% 的用量走直连合同，公共中转只是次干道与长尾试验场。

于是传导链的实际形状是：

控住入口  → 影响选型  → 影响部署  → 影响机架级算力采购 （仅对漏斗中 1—3% 的尾部成立，而该尾部本就不走这条漏斗）

买下漏斗是真的，买到漏斗里的水不是。这不否定收购的防守价值——防守的是「别人用这条漏斗做去英伟达化的默认路径」，那是一个关于**未来可能性**的锁，而不是一个关于**当期需求**的开关。把它读成后者，就高估了这笔交易对买方基本面的贡献。

一个方向相反的细节值得记录：2026 年 1—8 月，模型仓库数从 243 万增至 296 万（+21.8%），数据集从 71.1 万增至 100 万（+40.6%），而应用型空间从 100 万增至 144 万（+44.0%）。增速最快的是应用层而非模型层——平台正在从「模型仓库」向「演示与应用表面」漂移。若这一漂移延续，该资产的性质会更接近开发者社区与分发渠道，而不是算力需求的上游控制点，这对本篇结论是加强而非削弱。

四、卡点分层：价值链五层里租金住在哪一层

层	环节	抽成 / 定价权	判定
需求源	前沿实验室与大型企业	自持预算，直签	不经过公共中间层
一级供应	加速硬件与云	强定价权	租金归属地
发现层	模型分发与选型平台	年化 1.50 亿美元 / 290 万仓库，近乎零抽成	不收租
中转层	推理路由与聚合	对 token 零加价，仅在充值环节收平台费	不收租
结算层	计量、收单、追责	有挂牌费率	收租，但归现任支付方

连续两个中间层给出同一个读数：在这条链上，「谁是必经之路」与「谁能收过路费」是两件不同的事。发现层与中转层都必经，都不收费；它们的价值实现方式不是抽成，而是被上下游变现方买走。

这构成一条可复用的判据——

中间层判据：当一个环节同时具备「高必经性 + 近零抽成率」时，不要把它当收租位估值，要把它当**并购标**的估值。它的价格由「谁怕它落到对手手里」决定，与它自身的收入曲线关系很弱。

8 月 27 日的中转层由收单方买走（租金本就产生在支付环节，是买回自己那一段），今日的发现层由算力供应方买走（防止漏斗被用于导流至对手硬件）。两次收购的买家都不是中间层的同业，而是中间层下游的变现方。

五、受益与受损方落地

大公司受益链（含受损方）

- **需求源：**前沿实验室与大型企业 —— 影响近零（本就直签，不经漏斗选型）
- **直接影响方（买方）：**NVDA —— 支出可忽略，获得默认路径的定义权；但对当期算力需求无可观测增量
- **直接受损方：**AMD、英特尔 —— 唯一由中立第三方维护的非英伟达适配路径转入对手托管，自建分发与工具链维护由「可搭便车」变为「必须自付的固定成本」

- **二阶影响方**：自研加速器阵营（云厂与模型商的定制硅）—— 与 AMD / 英特尔同向受损，但其分发本就以私有渠道为主，敞口更小
- **伪受益方（排除）**：一切以「开源模型生态」为标签、但收入与模型分发量无函数关系的标的 —— 该事件不产生现金流传导
- **不可投但需监控**：标的本身（私有，且交易完成后并表消失）

标的表

标的	现价 (09-03)	市值 (十亿美元)	表观 PE	在本事件中的位置	评级
NVDA	\$224.41	5,418.8	27.5（表观；前瞻显著低于此，勿按此判贵贱）	买方。支出占单季收入13.4%，不改变基本面斜率	🟡 观察 · 事件不构成加仓理由
AMD	\$457.06	746.1	116.9	中立分发通道受损方；须自建，成本转固定支出	🟡 观察 · 一年涨206.3%，不在本事件上追
NET	\$272.74	97.1	163.0	同层「有位置无口径」的横向参照，非本事件标的	🟡 仅参照
DDOG	\$209.23	75.1	427.0	同上，计量侧参照	🟡 仅参照
MSFT	\$496.82	3,689.2	27.7	代码托管平台收购的类比对象，用于界定类比边界（见风险表）	🟡 仅参照

现价取自 2026-09-03 02:1xZ 行情接口。表观 PE 为 GAAP 口径滞后读数，**不作估值判据**。

六、重点公司卡

NVDA（买方）

项	内容
位置	算力供应层现任者，本次向下游分发层延伸
为什么重要	若分发层被对手用作去英伟达化的默认路径，其软件生态护城河的入口端会被绕开
为什么未被正确定价	市场把「最大一笔收购」读成新增长曲线，实际是保险费：标的收入仅占买方年化收入的 0.039%
证据	对价占单季收入 13.4%、现金 22.8%、市值 0.238%；2025 年末 70 亿美元估值报价被拒，本次为其 1.84 倍
估值状态	表观 PE 27.5 为 GAAP 滞后口径，前瞻显著低于此，不作本篇判据
催化（3 / 6 / 12 月）	强制申报进度；并表后是否单独披露该资产收入口径
反证	若该资产收入一年内进入 10 亿美元级，则本篇「非收入资产」定性失效

AMD（中立通道受损方）

项	内容
位置	非英伟达加速硬件的主要替代供应方
为什么重要	其开源适配路径此前由中立第三方维护并默认分发，此后转入竞争对手托管
为什么未被正确定价	损害不体现在收入表上，而体现为「自建分发」由可搭便车转为必须自付的固定成本
证据	面向其加速器的适配工具链分支为平台内唯一广泛默认的非英伟达运行路径
估值状态	表观 PE 116.9，一年涨 206.3%，本事件不构成新的买入理由
催化（3 / 6 / 12 月）	是否公告自建分发与工具链投入及其规模
反证	若自建成本低且采纳顺利，则对手买到的时间窗很短，本次防守的权利金定价过高

七、情景表

情景	核心假设	结果	标的动作
● 熊	交易获批且附「维持硬件中立」的行为性条件	129 亿美元买到的权利被监管抵消，防守价值大幅缩水	买方不受实质影响（金额可忽略）；受损方压力解除
● 基准	交易在 12–18 个月后获批，无实质行为性条件；漏斗流量构成不变	买方锁死默认路径的定义权，但对当期算力需求无可观测传导	双方均不因本事件调整仓位
● 牛（对买方）	该资产收入延续高斜率，且大参数模型下载占比抬升	保险单变成收入资产 + 传导链补上，两条反证同时触发	本篇结论需整体重写；届时才谈重估

八、数据冲突与口径披露

本篇的核心事实存在两处未收敛，按规矩单列而非取其一：

冲突项	版本 A	版本 B	本篇处理
对价	129 亿美元	约 140 亿美元	全文以 129 亿美元计算，并在下表给出 140 亿美元下的同口径重算。两者都不改变定性
交易状态	已达成协议	谈判未必已签署；买卖双方均未公开确认	全文按「已报道未确认」处理，不视为既成事实

同口径重算：

比值	按 129 亿美元	按 140 亿美元	定性是否改变
÷ 标的年化收入 1.50 亿美元	86.0 倍	93.3 倍	否
÷ 买方单季收入 962.2 亿美元	13.4%	14.6%	否
÷ 买方现金 566 亿美元	22.8%	24.7%	否
÷ 买方市值 5.42 万亿美元	0.238%	0.258%	否

两个版本下所有比值的量级与方向一致，因此对价的不确定性不构成对结论的威胁。这一点须显式写出，否则读者会误以为结论悬于一个未确认的数字上。

九、风险与反证（什么条件出现会证明本篇错）

#	可反证信号	观测口径	若成立的后果
1	标的年化收入延续两个月 +50% 的斜率	该资产年化收入是否在一年内进入 10 亿美元级	86 倍收缩至十余倍，「保险费而非收入资产」的定性失效， 全篇需重写
2	大参数模型在当期下载中的占比抬升	70B 以上模型占当年累计下载比重由 3% 升破 10%	漏斗与机架级需求之间的断点被补上，传导链重新成立，第三节核心发现作废
3	交易被否决或附强行性条件	强制申报后的审查结果；同一买方此前小得多的一笔收购耗时约八个月	若附「维持硬件中立」的行为性条件，则防守价值被监管抵消，129 亿美元买到的权利缩水
4	对价或交易状态被反证	买卖双方的正式公告	若交易未成立，本篇作为「分发层是否收租位」的结构分析仍成立，但事件层面须撤回
5	代码托管平台的类比被验证为可迁移	该资产并表后是否出现按席位计费的规模化订阅收入	本篇按「不可简单迁移」处理（模型分发的付费意愿与代码协作不同源）；若被反证，则应按收入资产重估
6	中立性受损方的应对成本被证明微小	竞争对手自建分发与工具链的实际投入与采纳曲线	若自建成本低且采纳顺利，则本次防守买到的时间窗很短，权利金定价过高

本篇最脆弱的一环：第三节的下载分布来自平台自身发布的仓库统计，口径为下载次数而非算力消耗。下载次数与实际推理时长并非同一件事——一个 700B 模型被下载一次可能消耗的算力远超一百万次小模型下载。**本篇以下载分布推断算力传导，是一个方向性论证而非量化论证**，读者应据此对第三节的结论保留相应的置信区间。这一点不因结论对我们有利而略过。

十、行动清单

现在买：无。本事件不产生任何值得据此建仓的标的。

重点观察（不因本事件加仓）

- NVDA：观察并表后是否单独披露该资产收入口径。若披露且斜率延续，反证 1 触发。
- AMD：观察其是否宣布自建模型分发 / 工具链的投入，以及投入规模。这是「防守射程」的第一个可观测读数。

只监控不买

- 一切以「开源模型生态受益」为标签的标的。该事件与其现金流之间不存在函数关系。

绝不追

- 不因「英伟达控住分发入口」这条叙事追买方。传导链在漏斗流量构成上断裂，且交易本身需要 12—18 个月的审查窗口，作为事件驱动交易不可执行。

下次看这五个数

1. 该资产年化收入的下一个披露值（反证 1）
2. 当年累计下载中 70B 以上模型的占比（反证 2）
3. 强制申报后的审查进度与是否附行为性条件（反证 3）
4. 买卖双方的正式公告，以确认对价与交易状态（反证 4）
5. 竞争对手自建分发的投入公告（反证 6）

什么信号出现要重写结论：反证 1 或反证 2 任一成立。

十一、来源置信度与口径披露

结论 / 数字	口径	日期	置信度	冲突来源
对价 129 亿美元	媒体报道，双方未确认	2026-08-27	C	另有约 140 亿美元版本（见第六节）
标的年化收入 1.50 亿美元	媒体报道的年化经常性收入	2026-08	C	无
收入路径 8,100 万→1.00 亿→1.50 亿美元	同上，跨期拼接	2025 年末→2026-06→2026-08	C	跨源拼接，斜率读数仅作参考方向
2025 年末 5 亿美元投资对应 70 亿美元估值被拒	媒体报道	2025 年末	C	无
仓库 / 数据集 / 空间数量与增幅	平台自身发布的统计	2026-01→2026-08	B	无
下载集中度与参数量分布	平台自身发布的统计	2026-08	B	口径为下载次数，非算力消耗（见第七节）
买方单季收入 962.2 亿美元、现金 566 亿美元	公司财报披露	2026-08	A	无
买方历史最大收购 69 亿美元	公司历史交易	2020	A	无
各标的现价与市值	行情接口	2026-09-03	A	表观 PE 为 GAAP 滞后口径，不作判据
强制申报与审查窗口 12—18 个月	法定申报义务 + 同买方先例（约八个月）外推	2026-08	D	属推演，非承诺时间表

数字三道关自评：①量级一致性——对价 / 收入 / 现金 / 市值四个分母互相独立，129 亿美元在四者中的占比分别为 86.0 倍、13.4%、22.8%、0.238%，无「部分大于整体」情形；②单位——全文对价与收入统一为美元十亿 / 百万，市值单位为十亿美元，已逐项核对；③多源——A 级项目均来自公司披露，C 级项目已在上表显式标注置信度并单列冲突。

免责声明：本报告为涌现资本产业研究部内部研究，基于公开信息与自有框架撰写，不构成任何证券的买卖要约或投资建议。所涉交易截至发布日未获交易双方正式确认。所列标的价格为发布日行情接口读数，可能与实际成交价存在差异。