

Neocloud融资深度 债务杠杆与项目回报的敏感性测算

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

S0980525060001

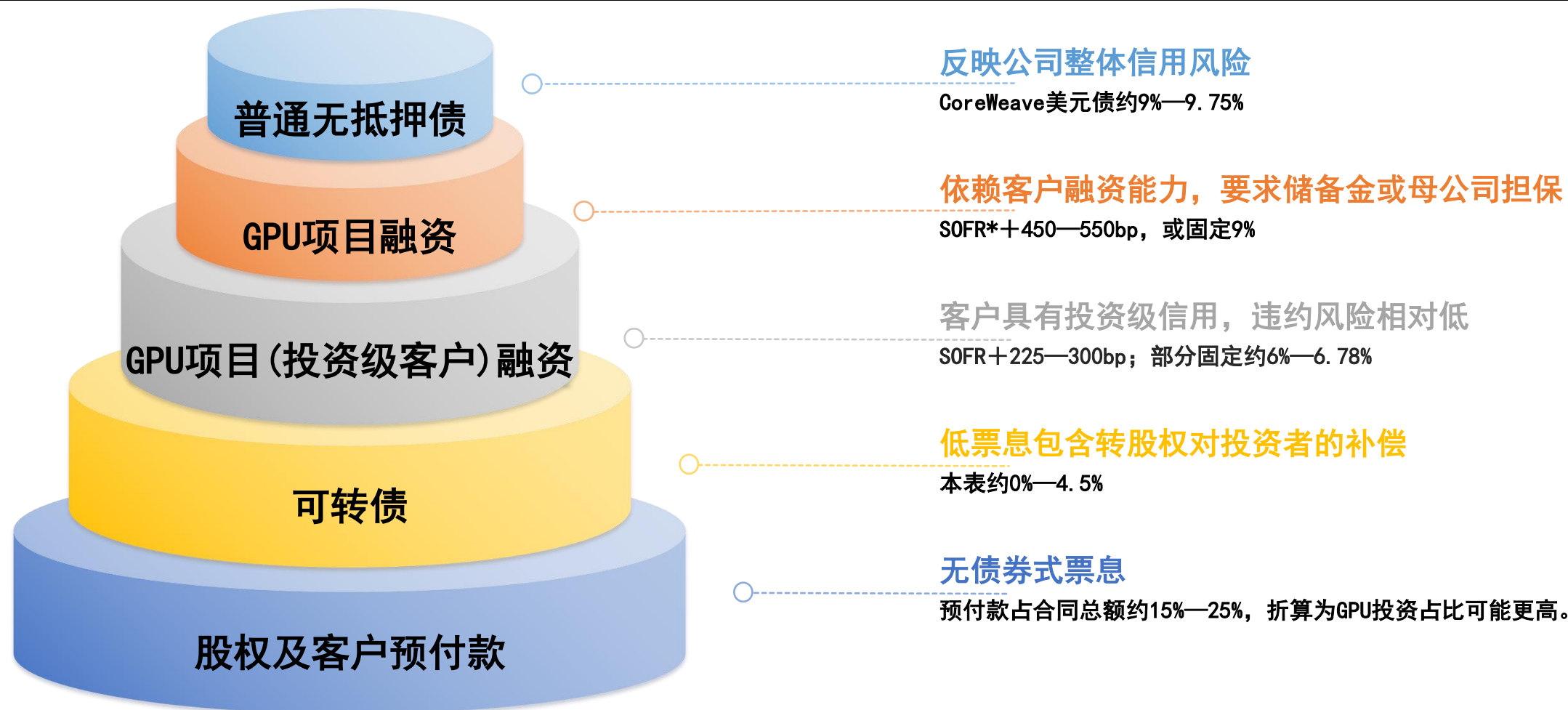
- CoreWeave、Nebius、IREN等新兴AI算力租赁云厂商（Neocloud）企业依靠大客户长协+GPU资产抵押融资实现爆发式扩张，当前普遍处于亏损状态，只有进入低资本开支稳态阶段才有望实现正向经济利润。**测算Neocloud对交付节奏和使用寿命最敏感，算力价格、基准利率影响相对较小，以Coreweave为例假设建设进度延期一个季度、使用寿命低于五年，公司项目IRR小于WACC、需要不断融资。**
- Neocloud并不是依靠成熟经营现金流滚动扩张、本质是产业链信用传导载体，核心融资工具为GPU项目债（凭大客户预付合同、GPU设备抵押举债，客户信用直接决定融资利率）。同时常用股权融资（当前Nebius可转债占比总债务约66%）和客户预付款（常见占合同总额15%-25%）。CoreWeave融资工具最全，26Q2末综合债务成本约8.3%，二级市场交易收益率上行不改变存量已经发行债务的票面利率，但代表市场对新增/再融资要求更高；Nebius高度依赖低息可转债和股权融资。
- Neocloud收入高度集中头部客户，将经营风险转化为客户信用、交付履约风险。传统云AI算力供给不足，英伟达等芯片厂商通过供货、股权投资、背书扶持Neocloud；科技大厂将其作为外部算力缓冲，把大额资本开支转为运营租赁支出。AI大模型厂商，为了掌握更多灵活性算力。
- Neocloud订单储备（Backlog/RPO）规模庞大、当前普遍为年度云收入的十倍量级。因此属于高速扩张和投资期，负债率高企（CoreWeave当前达93%），自由现金流持续为负。虽然26Q2业绩Neocloud调整后EBITDA可达40-60%，但高额折旧（约占收入50%）叠加利息支出（约占收入20%），GAAP报表普遍亏损。只有资本开支大幅回落的稳态成熟期，才能实现ROI$C>WACC$，创造超额收益。
- 收入兑现慢于资本开支入表，形成显著时间错配，交付与验收决定财务兑现速度。本质是“合同—融资—采购—部署—验收—确认收入”的链条，扩张期资产和负债先上、收入后到。机房、GPU就位即开始计提折旧租金，但收入要等部署调试、客户验收后才逐步确认。新项目投产初期天然亏损，交付延期会进一步放大亏损，资产周转效率随扩产下行。
- 以CoreWeave和Nebius为例，根据彭博一致性预期与公司指引测算2026年到2030年年度ROIC均低于8%（低于WACC），因持续处于扩张周期。以CoreWeave为例拆分营收来源，其商业模式显著不同：
 - 大客户长约：锁量锁价、现金流稳定，但基础回报偏低，**以五年期合同为例（假设详见后文）测算项目现金IRR 12.34%（项目WACC 8.54%）、ROIC逐年提升，很大一部分收益来自客户预付款（预收）的资本红利。**
 - 散单（非大客户）：天然单价高、回报高，但价格逐年快速衰减。**按照五年折旧、每年降价15%测算项目现金IRR 20.45%（项目WACC 12.6%）、ROIC逐年降低。第5年EBIT转负，呈现前期高收益、后期快速衰减特征。无长期合约保护，价格下行冲击极强。**

- Neocloud是否会破产并不主要看再融资成本，而是看投资回报是否闭环。核心是项目回报能否持续高于资本成本，把订单、预付款、GPU抵押、项目融资、交付节奏和现金流闭环，公司层面能否穿越再融资周期。
- 四大敏感性测试（基准假设：5年折旧、长约锁价锁量、不到50%GPU项目债务挂钩SOFR浮动、“80%长单+20%散单”组合整体，详见后文）
 - ① 现货算力价格下行：**测算价格下行超15%散单项目IRR低于WACC、下行超40%公司项目IRR低于WACC，需不断融资。**存量长约收入不受价格波动影响，但GPU抵押估值下行、LTV收紧，推高新增融资利率与WACC；新单与到期续约定价承压、闲置算力存在减值风险。甚至陷入债务再融资死亡螺旋风险：即底层资产价格下跌，无法续期存量债务，被迫在低位抛售储备资产，进一步放大亏损。
 - ② SOFR基准利率上行：**基准利率上行对NeoCloud现有项目ROIC影响较小，因其浮动利息敞口小，基准利率上升两个点、公司WACC上升0.5%、平均ROIC下降0.15%。**但基准利率上行同时会抬升未来续贷、新增融资的资金成本，推高主体WACC。长单存在久期错配，利息抬升侵蚀现金流、压低DSCR，易触碰债务条款；散单租金可周期重定价，对冲效果弱，加息叠加需求走弱易形成双击；
 - ③ GPU经济寿命偏离会计折旧：**实际寿命低于五年则公司ROIC极易转负，同时硬件寿命高于六年（折旧年限）也会相应拉高ROIC回报。**短于折旧年限时，折旧照常计提但收入提前归零，长单需承担置换或违约成本，将使ROIC大幅转负；寿命超过6年，折旧计提完毕后剩余出租收益仅扣运维成本，但属于不确定性更高的散单现金流、回报有限。
 - ④ 交付延期：**新云对运营效率极敏感，按照假设建设进度延期超一个季度、长单和公司项目IRR就会小于WACC、需不断融资。**长单项目延期后利息压力不是主要风险，长单DDTL可以随进度提款付息；**主要风险是延期触发合同救济条款**，小幅延期仅抵扣账单；超阈值后客户可选择顺延批次或取消订单、退回预付款。散单无补偿机制，利息资本化抬升资产成本，另外可能错过现货高价窗口。
- 测算微软、亚马逊、谷歌等海外云厂商AI云回报健康，26Q2业绩测算ROIC约15%–20%、ROE约15%–25%（不是稳态回报，相比传统云ROE约20%–28%）。主要因Hyperscaler资本结构显著优于Neocloud，依托主体信用与内生现金流缓冲周期波动，项目失利主要体现为盈利与自由现金流承压，流动性安全垫显著更厚。
- 风险提示：AI算力需求遇冷、竞争加剧导致增长不及预期风险、地缘政治影响供应链、芯片贬值速度高于预期

- [01] Neocloud资金来源与债务结构
- [02] Neocloud公司经营模式与杠杆
- [03] Neocloud的扩张与兑现节奏
- [04] Neocloud的IRR、ROIC、ROE测算

- Neocloud融资更多依赖GPU抵押、大客户合同以及潜在回报（算租价格变化），而不是成熟经营现金流。Neocloud不是独立信用创造主体，而更像产业链信用的传导载体。

图：NeoCloud融资层次



资料来源：各公司官网，SEC公告，国信证券经济研究所整理 *SOFR≠美债收益率，SOFR是国债抵押隔夜回购基准利率（担保隔夜融资利率）当前约4%

- Neocloud最重要的融资工具：GPU项目融资(投资级和非投资级客户)， CoreWeave 是“GPU 抵押融资”模式的开创者，类似“影子工厂”模式，逻辑是：拿订单→用订单融低成本的钱→买GPU交付，大客户的信用成为利差来源。
- GPU项目融资债还是投资级客户合同的项目债核心差别是客户合同能够提供多强的还款保障。典型CoreWeave两笔项目债DDTL4.0（投资级）和DDTL 5.0（非投资级）利差相差225bp，差距来源于客户评级、合同期限、担保、摊还条件等。
- 预付款一般占合同总额约15%—25%， IREN与微软项目预付款占合同总额20%。

表：CoreWeave GPU项目贷款情况

项目	DDTL 3.0	DDTL 4.0	DDTL 5.0
额度	26亿美元	85亿美元	31亿美元
对应客户	专门计算资产子公司	投资级AI企业（META）	两家大型非投资级客户
融资自身评级	未披露评级	Moody’ s A3 / DBRS A(low)， 投资级	Moody’ s Ba2 / Fitch BB+， 非投资级
浮动利率	SOFR+400bp	SOFR+225bp	SOFR+450bp
用途	支持OpenAI 长协对应设备及基础设施	指定客户（META） 合同对 应计算基础设施	指定客户部署所需GPU等 设备
借款主体	CCAC V及CCAC VII两家项目子公司	CCAC VIII项目子公司	CoreWeave Financing DDTL V项目子公司
担保及追索	对CCAC VII的义务提供无条件担保， 不覆盖CCAC V	不追索母公司	提供母公司无条件担保
是否SPV	是	是	是
是否并表	是	是	是

资料来源：各公司官网，SEC公告，国信证券经济研究所整理 *SOFR≠美债收益率，SOFR是国债抵押隔夜回购基准利率（担保隔夜融资利率）当前约4%

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表：IREN与微软项目资金构成

资金构成	金额/亿美元	占GPU投资
微软预付款	19.40	33.4%
GPU项目融资	约36.50	约62.8%
尚需其他资金覆盖	约2.20	约3.8%
GPU相关资本开支	58.10	100%

资料来源：各公司官网，SEC公告，国信证券经济研究所整理

Neocloud：融资结构的质量远比融资总量更重要

表：26Q2末Neocloud的债务构成与利率

亿美元	CoreWeave			Nebius			IREN		
融资层次	累计金额	加权票息 / 合同定价	占融资比例	累计金额	加权票息 / 合同定价	占融资比例	累计金额	加权票息 / 合同定价	融资比例
公司普通无抵押债	80.29	美元部分9.49%；欧元部分8.50%	20.1%	—	—	—	—	—	—
投资级客户合同支持的项目债	85.00	浮息SOFR*+225bp；固定部分为美债基准+200bp	21.2%	7.75	SOFR+250bp	3.9%	36.45	公司披露组合平均债务成本约6.00%，不含费用	20.8%
其他GPU项目融资	87.00	SOFR+464bp，未计对冲及费用	21.7%	—	—	—	27.98	24亿部分为9.00%；其余租赁未逐笔披露利率	16.0%
可转债	107.875	2.19%	27.0%	132.50	1.95%	66.2%	63.00	0.70%	36.0%
股权融资	30.00	—	7.5%	59.967	—	30.0%	47.43	—	27.1%
公司有抵押循环授信扩额	10.00		2.5%						
非预付款融资合计*	400.17		100%	200.22		100%	174.86		100%
债务加权利率	2026年9月公司披露：8.3%			测算约：1.7%（低票息未代表股权融资等）			未加预付款：6.00%； 加入客户预付款后：3.31%		
客户预付款	累计收款额未完整复原		未计入上述分母	累计收款额未完整复原		未计入上述分母	微软项目约19.40亿承诺；其他未完整量化		未计入上述分母

资料来源：各公司官网，SEC公告，国信证券经济研究所整理测算 *SOFR≠美债收益率，SOFR是国债抵押隔夜回购基准利率（担保隔夜融资利率）当前约4% *非预付款融资合计：包含可转债、普通债、项目贷、循环授信全部融资总额
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

CoreWeave债券的利率变化

- CoreWeave债券价格下跌、市场要求的收益率上升，投资者正在重新评估其信用风险及未来融资能力。2026年二季度：价格接近100美元，收益率约8%—9%。截至10月16日：价格约81.22美元，收益率约15.08%。**不意味着公司全部存量债务的实际付息率已经升至15%，但会提高新增及再融资门槛，并压缩未来扩张项目的股东回报。**
- 近期债券收益率为何快速上升？核心是“基准利率冲击+信用风险放大”，**并不一定代表稳态利率。**

图：Neocloud的债务构成与利率



资料来源：ICE /Trace，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 近期三家CDS利差同步快速抬升，说明整个北美AI算力链条的信用溢价都在走高，市场对AI资本开支周期、客户回款、供需反转的担忧在扩散，是板块层面的风险重定价。
- 其中CoreWeave作为中小算力运营商，高负债、薄毛利，属于板块里最脆弱的环节，CDS对景气下行极其敏感。
- 说明：CDS（信用违约互换）利差（bps基点）：CDS利差越高，代表市场认为这家主体债务违约风险越大、避险恐慌情绪越强；每上升100bps，对应1亿美元债券的年度违约保费就要多付100万美元。

图：Oracle、CoreWeave、英伟达5年CDS价格走势（bps）



资料来源：标普全球市场财智（S&P Global Market Intelligence）、LSEG、ICE Data Services CDS报价，国信证券经济研究所整理

案例：CoreWeave 5年期合同单位经济模型官网假设

• 商业模型：以合同撬动杠杆、以杠杆撬动规模、以规模兑现现金流

- ① 拿到头部AI企业、超大规模云厂商的5年期照付不议（take-or-pay）刚性合同，锁定未来现金流；
- ② 以刚性合同为底层抵押，撬动80%的低成本 延迟提款定期贷款/DDTL 融资（核心特征是贷款获批后，可在约定提款期内，根据实际资金需求分批、分次提款，仅对实际提取的金额计息。可按照算力集群的建设进度提款、按照客户合同的付款周期还款），剩余20%的自有资金扩建，实现轻资产高速扩张。DDTL贷款利率较低、公司2023-2025年实际加权平均利率从12.2%降至9.0%，模型假设利率为6.5%。
- ③ 交付后客户付款优先覆盖运营成本→DDTL利息→DDTL本金，剩余现金流可按月/季度向母公司分红，即便贷款未结清，也能获得现金回报。

图：CoreWeave 5年期客户合同的单位经济效益分析

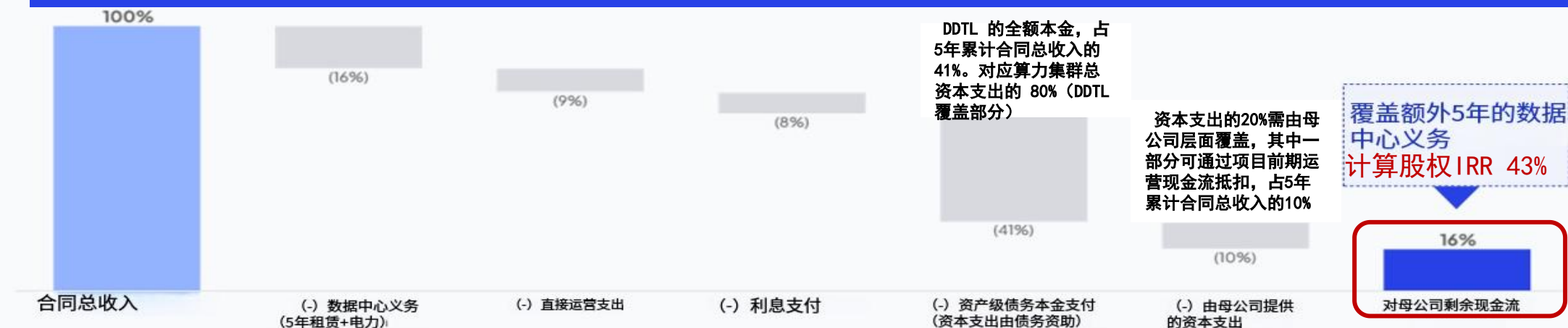
合同假设：基于 5年期照付不议（take-or-pay）客户合同，且客户无前期预付款。

运营假设：合同预期的年化EBITDA利润率约为 75%（该利润率已将数据中心租赁费、电费及其他直接运营成本测算在内）。

融资假设：采用延迟提款定期贷款（DDTL），贷款金额占总成本的80%（即 LTC 为 80%），期限为 5 年，利率为 6.5%。

假设为公司官网案例采用的理想假设

采用资产级融资的5年期客户合同累积现金流瀑布图



- ✓ 单个典型5年期客户的合同现金流，按照假设可以覆盖租赁、电力、运营成本，并偿还 DDTL 本息，并为母公司带来净现金流；
- ✓ 根据假设，后续合同续签或展期，都将创造无债务纯现金流（即无杠杆现金流），从而进一步提升经营杠杆。

案例：CoreWeave 5年期合同单位经济模型实际数据

• 商业模型：以合同撬动杠杆、以杠杆撬动规模、以规模兑现现金流

- ① 拿到头部AI企业、超大规模云厂商的5年期照付不议（take-or-pay）刚性合同，锁定未来现金流；
- ② 以刚性合同为底层抵押，撬动80%的低成本 延迟提款定期贷款/DDTL 融资（核心特征是贷款获批后，可在约定提款期内，根据实际资金需求分批、分次提款，仅对实际提取的金额计息。可按照算力集群的建设进度提款、按照客户合同的付款周期还款），剩余20%的自有资金扩建，实现轻资产高速扩张。DDTL贷款利率较低、模型假设利率为8.5%。
- ③ 交付后客户付款优先覆盖运营成本→DDTL利息→DDTL本金，剩余现金流可按月/季度向母公司分红，即便贷款未结清，也能获得现金回报。

图：CoreWeave 5年期客户合同的单位经济效益分析

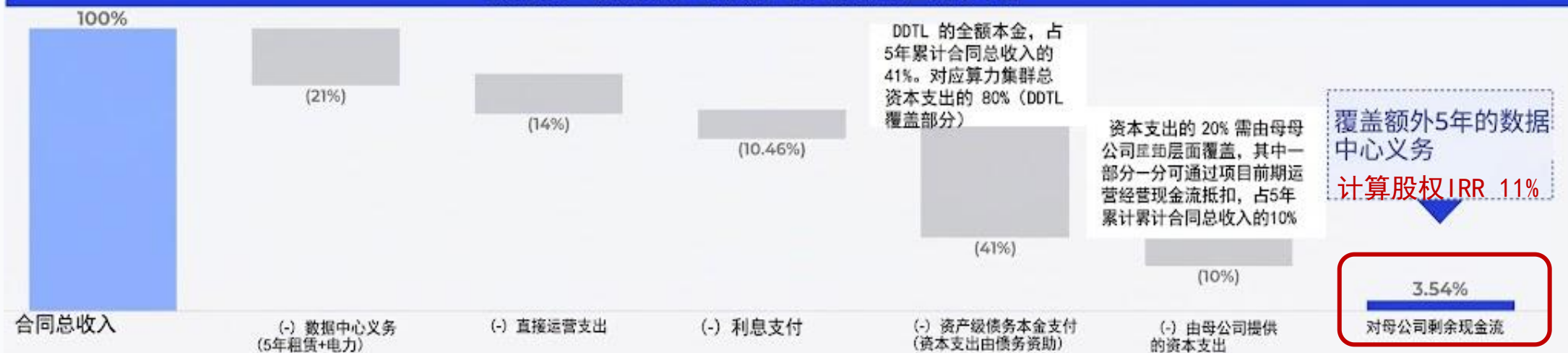
合同假设：基于 5年期照付不议（take-or-pay）客户合同，且客户无前期预付款。

运营假设：合同预期的年化EBITDA利润率约为 65%（该利润率已将数据中心租赁费、电费及其他直接运营成本测算在内）。

融资假设：采用延迟提款定期贷款（DDTL），贷款金额占总成本的80%（即 LTC 为 80%），期限为 5 年，利率为8.5%。

根据26Q2业绩数据假设

采用资产级融资的5年期客户合同累积现金流瀑布图



- ✓ 单个典型5年期客户的合同现金流，按照假设可以覆盖租赁、电力、运营成本，并偿还 DDTL 本息，并为母公司带来净现金流；
- ✓ 根据假设，后续合同续签或展期，都将创造无债务纯现金流（即无杠杆现金流），从而进一步提升经营杠杆。

发债情况与债务类型:CoreWeave

- 2026年4月两次9.75%普通债合计27.5亿美元；9月可转债最终完成42亿美元。
- 利率趋势：CoreWeave融资成本并未单向下降。普通美元债由2025年7月9%升至2026年4月9.75%；项目贷款则因客户信用、抵押结构和合同期限不同，利差分布在225—550bp。

表：CoreWeave发债情况（亿美元）

完成时间	融资工具	最终发行金额 /亿美元	票息	到期日
2025/07/28	高级无抵押债券	17.50	9.000%	2031/02
2025/12/11	可转债	25.875	1.750%	2031/12/01
2026/04/14	高级无抵押债券，首发	17.50	9.750%	2031/10/01
2026/04/14	可转债	40.00	1.750%	2032/10/01
2026/04/21	上述9.75%债券追加发行	10.00	9.750%	2031/10/01
2026/06/18	美元高级无抵押债券	12.50	9.625%	2032/07/15
2026/06/18	欧元高级无抵押债券	20.00亿欧元	8.500%	2032/07/15
2026/09/22	可转债	42.00	2.875%	2033/04/01

资料来源：公司官网，SEC，国信证券经济研究所整理

表：CoreWeave借款本金到期结构

到期期间	本金（百万美元）	占比
2026年下半年	4,413.0	12.4%
2027年	6,184.0	17.4%
2028年	4,416.0	12.4%
2029年	2,421.0	6.8%
2030年	3,221.0	9.1%
2031年及以后	14,896.0	41.9%
本金合计	35,551.0	

资料来源：公司官网，SEC，国信证券经济研究所整理

表：CoreWeave发债情况（亿美元）

签约/公告时间	工具	额度	合同利率	期限及统计说明
2025/07	DDTL 3.0延迟提款贷款	26.00	SOFR+4.00%	2030/08到期
2025/09	DDTL 2.1新增贷款	30.00	SOFR+4.25%	既有DDTL 2.0修改；并非净新增30亿美元额度
2025/11	循环信贷扩额	总额度25.00；增加10.00	本次未核实提款合同利差；未提款承诺费0.25%	2029/11到期
2026/03	DDTL 4.0项目融资	85.00	浮息部分SOFR+2.25%；固定部分相应美债基准+2.00%	分批提款，固定部分于提款时锁定基准
2026/05	DDTL 5.0	31.00	SOFR+4.50%	2031/11到期
2026/08	DDTL 5.5	26.00	SOFR+5.50%	2031/09到期；半年报期后事项披露已提款12亿美元

资料来源：公司官网，SEC，国信证券经济研究所整理

发债情况与债务类型：Nebius 与 IREN

表：Nebius发债情况（亿美元）

完成/公告时间	融资工具	金额	票息或利率	到期年份
2025/09/15	2030年可转债	15.8125	1.000%	2030
2025/09/15	2032年可转债	15.8125	2.750%	2032
2026/03/20	2031年可转债	25.875	1.250%	2031
2026/03/20	2033年可转债	17.50	2.625%	2033
2026/07/17	首笔GPU及合同 现金流担保融资	7.75	SOFR+2.50%	2030/10/31
2026/08/24	2030年可转债	34.50	0.500%	2030
2026/08/24	2034年可转债	23.00	4.500%	2034

资料来源：公司官网, SEC, 国信证券经济研究所整理

表：Nebius可转债情况（亿美元）

批次	最终金额
2025年9月	31.625亿美元
2026年3月	43.375亿美元
2026年8月	57.50亿美元
合计，未扣偿还或债转股	132.50亿美元

资料来源：各公司官网, SEC, 国信证券经济研究所整理

表：IREN发债情况（亿美元）

完成/签约时间	融资工具	金额	票息或利率	期限及状态
2025/08	GPU设备租赁第一笔	约1.02	未逐笔披露	36个月；期末购买选择权
2025/08	GPU设备租赁第二笔	约0.96	未逐笔披露	24个月；期末1美元购买权
2025/10/14	可转债	10.00	0%	2031/07/01到期
2025/11	GPU设备租赁	约2.00	未逐笔披露	24个月；期末1美元购买权
2025/12/08	2032年可转债	11.50	0.250%	2032/06/01到期
2025/12/08	2033年6月可转债	11.50	1.000%	2033/06/01到期
2026/05/14	2033年12月可转债	30.00	1.000%	2033/12到期
2026/05—06	微软项目：延迟提款贷款	15.45	SOFR+2.25%	分批提款、摊还；公告约数15.5亿美元
2026/05—06	微软项目：美国私募高级担保票据	21.00	固定5.96%	分批发行，按月摊还
2026/08/25	Mackenzie设备融资MFS A	约12.00	固定9.00%	各批融资后30个月到期
2026/08/25	Mackenzie高级担保票据	约12.00	固定9.00%	各批融资后30个月到期

资料来源：公司官网, SEC, 国信证券经济研究所整理

发债情况与债务类型：其他Neocloud

表：其他Neocloud发债情况（亿美元）

公司	时间	工具	金额	利率/性质
Lambda	2025/08	高级担保信贷额度	2.75亿美元	利率未在所查公告披露
Lambda	2025/11	Series E	超15亿美元	股权融资
Lambda	2026/05/07	上述信贷额度扩至	10亿美元	利率未披露；相对原额度增加7.25亿美元
Lambda	2026/08/27	GPU担保Term Loan B	9.26亿美元	SOFR+3.00%；发行价99.5；2030/12到期
Lambda	2026/10/01	固定利率担保DDTL	10.08亿美元	6.78%；2033/05到期
Nscale	2025/09/25	Series B	11亿美元	股权融资
Nscale	2026/02/12	GPU担保DDTL	14亿美元	公司公告未披露利率
Nscale	2026/03/09	Series C	20亿美元	股权融资
Crusoe	2025/10/24	Series E	13.75亿美元	公告为该轮首次交割
Crusoe	2026/09/17	Series F	39亿美元	公告为该轮首次交割

资料来源：公司官网，SEC, 国信证券经济研究所整理

表：Neocloud股权融资情况（亿美元）

公司	时间	主要股权融资	金额/额度	统计注意
CoreWeave	2026/01	NVIDIA战略入股	20亿美元	87.20美元/股
CoreWeave	2026/04	Jane Street战略入股	10亿美元	109美元/股；与云服务订单分开统计
CoreWeave	2026/09	ATM股票发行计划	最多3,500万股	是授权出售上限，不能视为已到账金额
Nebius	2025/09	公开发行普通股	首次完成约10亿美元	不将未确认行使的配售选择权当作已完成融资
Nebius	2026/03	NVIDIA预付认股权证投资	20亿美元	股权类融资，不是可转债
IREN	2025/12	定向发行普通股	约16.315亿美元	主要用于旧可转债回购，不应全部视为扩张新增可用资金
IREN	2026/03	ATM股票发行计划	上限60亿美元	授权额度不等于实际发行额

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- [01] Neocloud资金来源与债务结构
- [02] Neocloud公司经营、扩张与杠杆
- [03] Neocloud收入兑现的时间周期
- [04] Neocloud的IRR、ROIC、ROE测算

图：NeoCloud产生的背景

需求端：AI负载的结构性缺口，传统云无法满足

AI原生应用（AI Natives）的爆发式增长，而传统超大规模云的存量数据中心大部分无法适配高功率AI负载，新建AI专用数据中心的周期长达3年以上，形成了刚性的产能缺口。

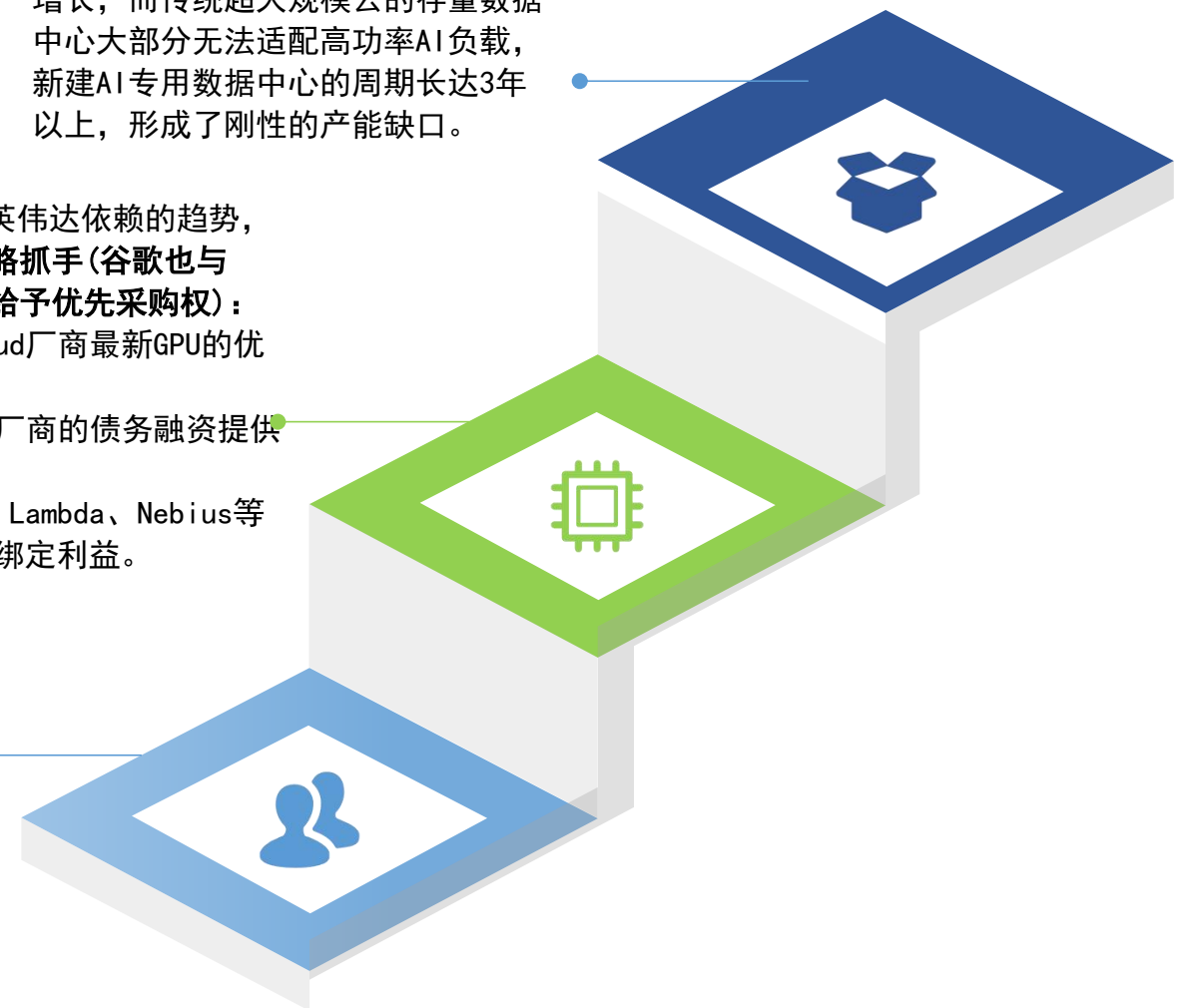
供给端：芯片厂战略培育，打造下游算力生态

大云厂商纷纷自研AI芯片、降低对英伟达依赖的趋势，英伟达主动将NeoCloud作为核心战略抓手（谷歌也与FluidStack合作，为其担保融资、给予优先采购权）：

- ① 优先硬件分配：给头部NeoCloud厂商最新GPU的优先供货权；
- ② 融资与债务背书：为NeoCloud厂商的债务融资提供担保，降低其融资成本；
- ③ 直接股权投资：对CoreWeave、Lambda、Nebius等头部厂商均有战略持股，深度绑定利益。

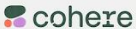
产业链端：双向的去风险需求，形成共生格局

- ① 超大规模云厂商：将NeoCloud 作为“临时产能缓冲垫”，通过长期租赁把高风险的资本开支转化为运营开支，微软是NeoCloud厂商最大的客户之一；
- ② AI大模型厂商：掌握更多灵活性算力。多云供应商策略，OpenAI、Anthropic等均与多家NeoCloud厂商签订了数十亿至数百亿美元的算力合同。



NeoCloud宣布的交易与大客户订单情况

图：NeoCloud宣布的交易与大客户订单情况(截止到2026年10月)

合作主体/大客户（美元）		Oracle (OCI)	CoreWeave	Nebius	IREN	Crusoe	FluidStack
总待交付订单（Total Backlog）*		6640亿	1040亿	约400亿	159亿（公告TCV）	超1400亿（公告TCV）	超20亿
科技厂商	微软 	40亿（未公告）	100亿（2023年）	174亿（2025年） ³	97亿（2025年）	12亿（2025年）	-
	Meta 	-	140亿（2025年） 210亿（2026追加）	30亿（2025年） 270亿（2026年） ⁴	-	26Q2；与META 1.6GW采购协议	-
	Cohere 	-	-	超10亿（2026年）	-	-	2.5亿（2025年）
其他客户		-	IBM：30亿（2025年） Jane Street:60亿（2026）	Reflection：超十亿	Perplexity、Together AI等：28亿	Jane Street:130亿	-
模型厂商	OpenAI 	3000亿美元（2025-2030年，Stargate）	224亿美元（2025年）	-	-	100亿（2025年）	-
	ANTHROPIC 	-	80亿（2025年）26年追加多年期算力租赁合同	-	-	-	AI基础设施合作，涉及500亿美元投资（2025年）
芯片厂商	英伟达 (NVIDIA) 	-	最高63亿背书额度； 21亿投资（2023-2026年）；	20亿投资，英伟达持股约9%	英伟达获21亿认股权证，签署34亿AI云框架合同	股权投资（2024年）	-
	Google 	-	-	-	-	-	18亿（2025-2029年）； 1亿投资，谷歌持股 15%-20%（2025年）

³ Nebius 174 亿美元：2026 年公告与微软签订的 6 年期 AI 算力采购合同。
⁴ Nebius 270 亿美元：2026 年公告与 Meta 签订的120亿专用算力合同+最高150亿剩余可用容量采购。

如何看待Neocloud的扩张：箭在弦上不得不发的高投入期



- Neocloud的RP0/Backlog约是2026自然年度云收入的十倍（Oracle约为6倍），巨量待交付订单需要大量投入，且当前订单增速领先收入增速。
- 最新季度资本开支增速（同比+200%-1000%）约是收入增速（同比+100%-500%）的2倍，处于高增建设期。
- 签约算力目标约为在手/已经投运算力的3-6倍。

表：公司核心业绩对比（亿美元，%）

亿美元	Oracle	CoreWeave	Nebius Group	IREN
季度及截止日	FY27Q1 2026-08-31	26Q2 2026-06-30	26Q2 2026-06-30	26Q2 2026-06-30
订单 / RP0 ²	Q1末RP0 6,640 较Q4末6,380增加260 Q2末收入backlog 1,042，同比约+246%； (+4.1%)； 约13%预计未来12个月确认；		Q2末RP0 375； 预计36%在未来24个月确认； 40%在第25 - 48个月确认；	已宣布合同TCV累计至少159（微软97 + 英伟达34 + 其他客户28）； 此数不是期末未履约RP0
资本开支	Q1现金资本开支284.99； FY27总CapEx指引900 - 950、净现金CapEx指引≤700	Q2公司披露CapEx 93.52（同比+218%） FY26 CapEx指引350 - 390（上次指引310 - 350）；	Q2现金资本开支56.574（同比约+1008%）； FY26 CapEx指引200 - 250；	Q2固定资产及硬件付款19.782，另有预付款及保证金0.444，合计20.226
算力 / 电力 ⁴	FY27Q1交付新增AI容量0.85GW； 同期向客户交付超30万张GPU	Q2末已投运电力约1.5GW； 已签约3.7GW； 8月11日 已签约约4.2GW ； 2026年底已投运目标>1.85GW ； 2030年已投运目标≥8GW； 美国以外已签约电力>1GW	2026年底已签约电力目标5GW；2026年底已接电目标0.8 - 1GW； 自 2027年起计划每年部署>1GW ；	全球数据中心项目储备>5GW；累计交付目标： 2026年约0.3GW IT ； 2027年约0.8GW IT ；Horizon 1（50MW IT）已于8月交付微软；

² Oracle、Nebius为会计RP0；CoreWeave backlog略大于RP0；IREN为历史已宣布合同总额（TCV）加总，未扣已确认收入，且并不涵盖全部订单，不能直接排名比较。

³ Oracle净现金CapEx按公司补充口径扣除相关短期融资现金流和特定客户预付款；这与现金流表CapEx不同，不能再用于FCF重复扣减预付款。

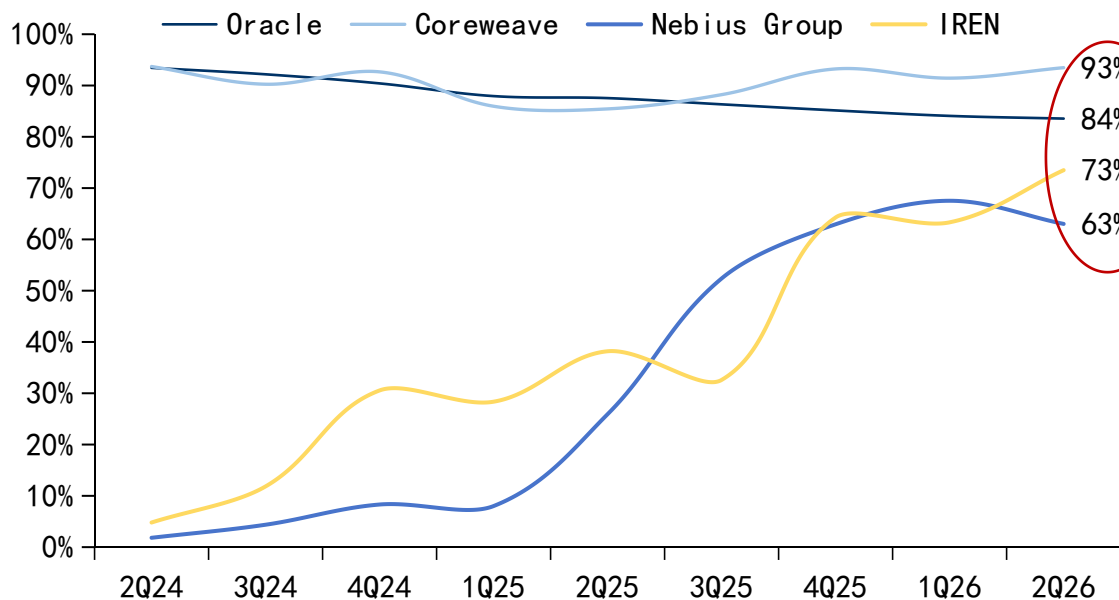
⁴ 已投运、已签约、项目储备及交付目标是不同阶段。IT负载与设施总供电口径亦不同，不宜直接横向比较；未将规划容量写作已投运容量。

资料来源：各公司官网、彭博社、华尔街新闻，国信证券经济研究所整理 *净债务杠杆率=净债务/经调EBITDA，采用2025年年报数据计算。估值采用2026年4月2日收盘价，彭博一致性预期计算。

商业模式剖析：新兴云负债率较高，重资产、高投入

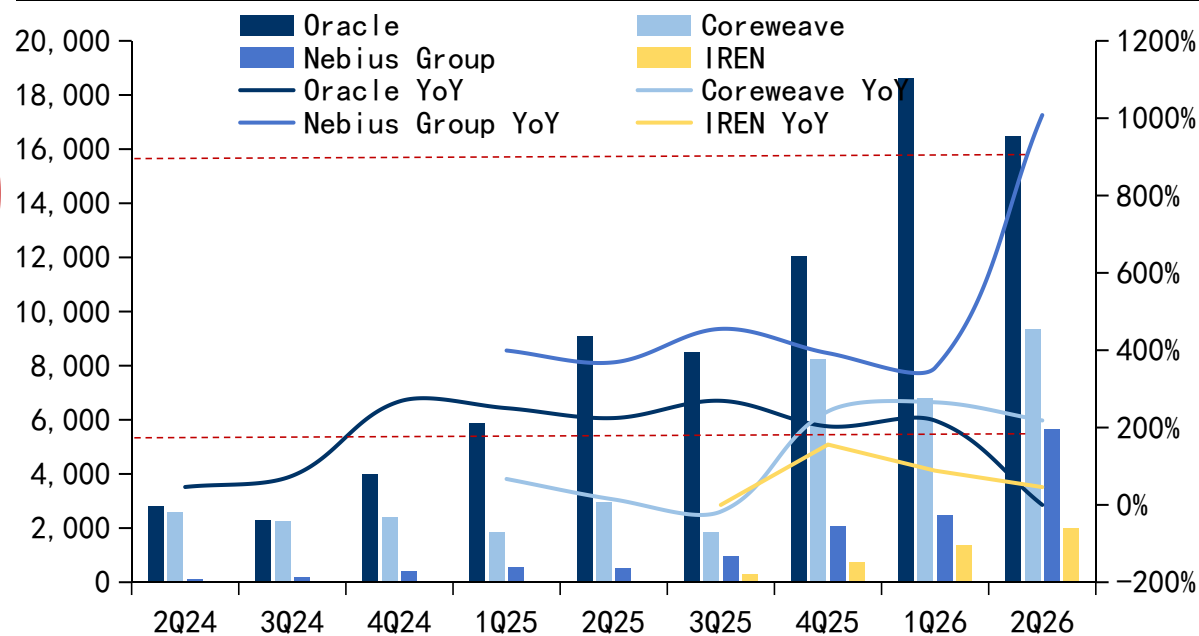
- 负债端：新兴云具备较高资产负债率（总负债/总资产）、接近100%，通过“先股权降杠杆、后债务扩产能”。
 - ① CoreWeave 约93%的负债率体现了它激进扩张的策略，也反映了其资金成本较高。
 - ② Nebius从2024Q1初始负债率高（分拆遗留债务），后通过股权融资大幅降杠杆，25年随扩张重启债务融资，杠杆水平显著爬升。
- 资本开支：新兴云典型重资产特征，厂商自由现金流持续下滑、普遍转负，反映“先产能后收入”。Oracle因为Stargate等AI超算项目大规模资本开支，远超经营现金流流入，进入“烧钱换长期订单”阶段。

图：新兴云各公司负债率（%）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：新兴云资本开支变化（百万美元）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

公司最新季度 NeoCloud核心业绩对比

表：公司核心业绩对比（亿美元）

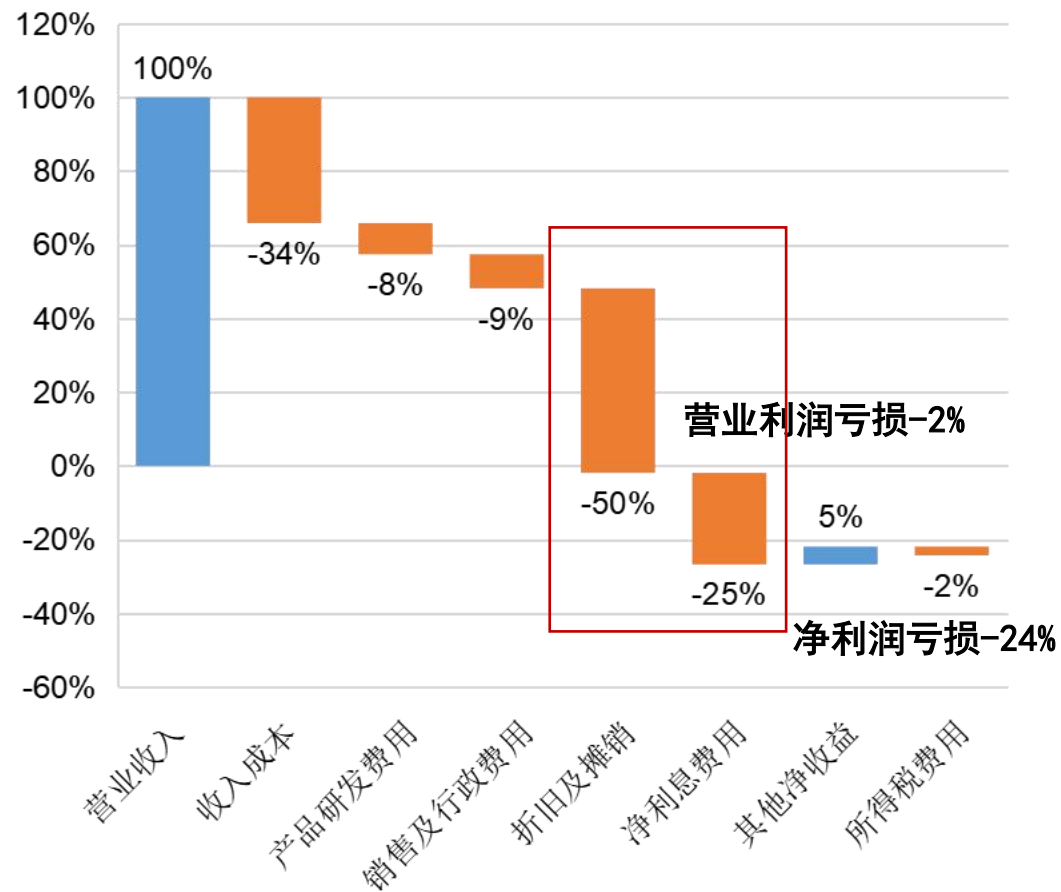
亿美元	Oracle	CoreWeave	Nebius Group	IREN
季度及截止日	FY27Q1 2026-08-31	26Q2 2026-06-30	26Q2 2026-06-30	26Q2 2026-06-30
最新季度营收	收入193.45，同比增长30%； 云收入116.07，同比增长62% OCI（IaaS）约74，同比增长121%	收入25.75，同比增长112% 环比增长24%	收入5.823，同比增长454%， 环比增长46%； AI云收入5.749，同比增长514%	收入1.372，环比下降5.2%； AI云收入0.705，环比增长110%； AI云占总收入51.4%
最新季度利润	GAAP营业利润67.28，利润率34.8% GAAP净利润47.60，净利率24.6% 调整后营业利润81.51，利润率42.1%	调整后EBITDA 15.10，利润率58.6% 调整后营业利润1.28，利润率5.0% GAAP净亏损6.26，净利率-24.3%	调整后EBITDA 2.4，利润率40.6% AI云调整后EBITDA 2.8，利润率49.7% 调整后净亏损0.332；GAAP净亏损1.904	调整后EBITDA 0.192，利润率14.0% GAAP净亏损6.84，净利率-498.5%
全年指引及ARR	FY27收入至少900， 调整后EPS指引8.10美元	FY26收入124 - 132，调整后营业利润9.6 - 11.5； 年末ARR 185 - 195，非GPU产品ARR超4； 年末托管推理ARR目标≥2.5	FY26收入30 - 34，调整后EBITDA利润率目标约40%； Q2末AI云ARR 30 年末ARR指引70 - 90	FY26已实现收入7.07，同比增长41%； 8月26日在运营ARR约10； 2026容量已签约ARR约40
净债务杠杆 ¹	2.21倍，净债务/单季EBITDA×4	4.89倍（不含融资租赁） 含融资租赁：4.93倍	0.53 倍	6.2倍
最新季度现金流与期末现金	单季经营现金流231.03 单季简化FCF -53.96	单季经营现金流6.79 单季简化FCF -57.43	单季经营现金流22.46 单季简化FCF -34.11	单季经营现金流18.111，其中 递延收入增加贡献17.222 单季简化FCF -1.671

¹ 净债务=借款账面值-非受限现金；主值不含租赁，CoreWeave和IREN另列含融资租赁值。经营租赁、未提用额度和客户预付款均未作为有息债务加入。
分母为最新单季×4：Oracle采用GAAP营业利润+折旧摊销，其他三家采用公司彭博一致性预期年度调整后EBITDA，调整项目有差异；此数不是TTM杠杆，也不是贷款协议口径。
简化FCF=经营现金流-现金购置固定/无形资产（IREN不含单列预付款及保证金）；未扣并购。客户预付款会影响经营现金流，不能据此直接判断持续获现能力。

26Q2：财务数据瀑布图

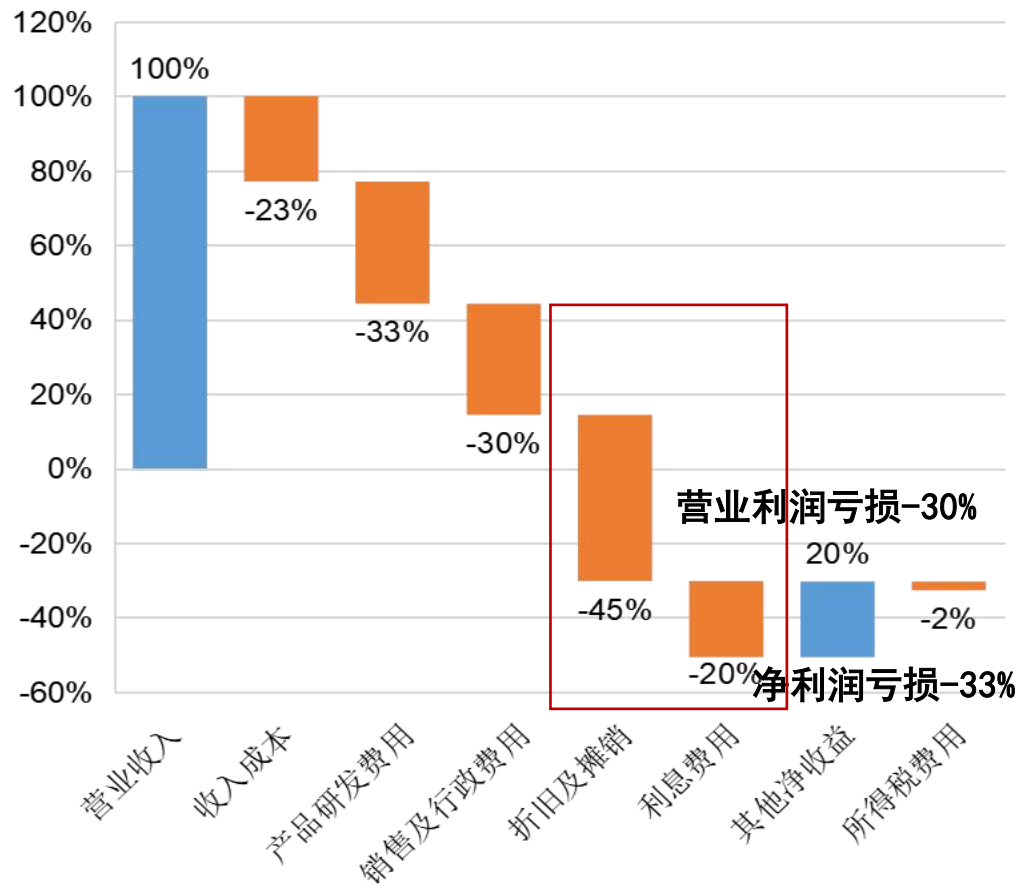
现实表现：26Q2 Neocloud约40%-60%的调整后EBITDA率，扣完折旧接近为0，扣掉利息净利率低于-20%。

图：CoreWeave财务数据瀑布图（%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理测算 *收入成本：主要是机房运营，数据中心租金、电力、运营成本；其他净收益：主要是战略投资公允价值调整产生的未实现收益和汇兑收益；

图：Nebius财务数据瀑布图（%）



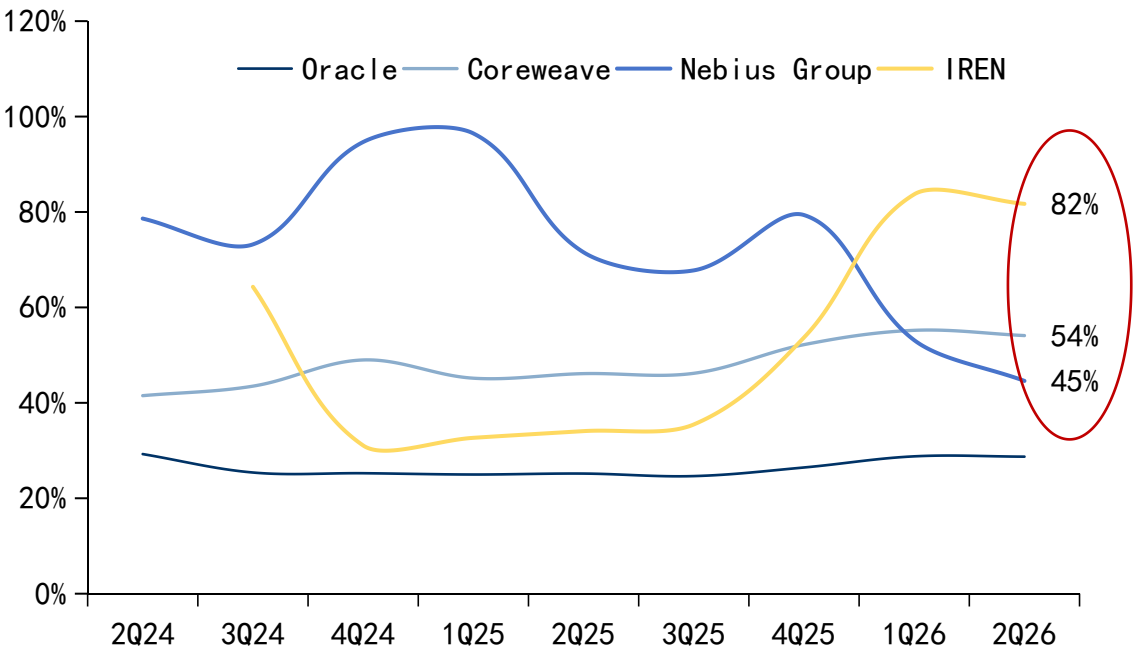
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理测算 *收入成本：主要是机房运营，数据中心租金、电力、运营成本；其他净收益：主要是战略投资公允价值调整产生的未实现收益和汇兑收益；

商业模式剖析：不同云厂的折摊与利息支出变化

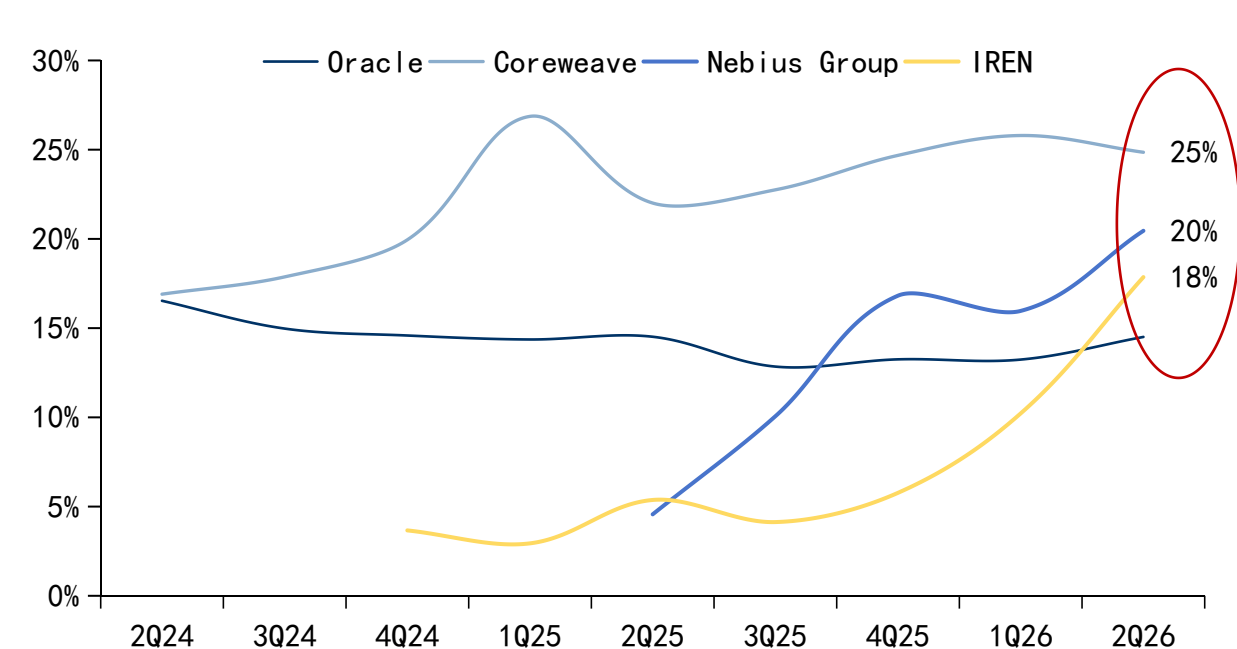
新云是折摊高、利息高的激进扩张模式，参考下图折旧占比普遍达到收入的50%左右。高折旧天然压低NOPAT，ROIC承压，资产投入远超前于营收回报，高杠杆、高息负债带来一定财务压力。

近期利息占比走高，WACC上行，CDS提升。加息周期，利息占营收持续抬升，市场会定价信用风险：CDS 利差上行，新发债务利率更高，WACC抬升。

图：新兴云折旧摊销占比云营收（%）



图：新兴云利息支出占比总营收（%）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理 *IREN为占比总营收

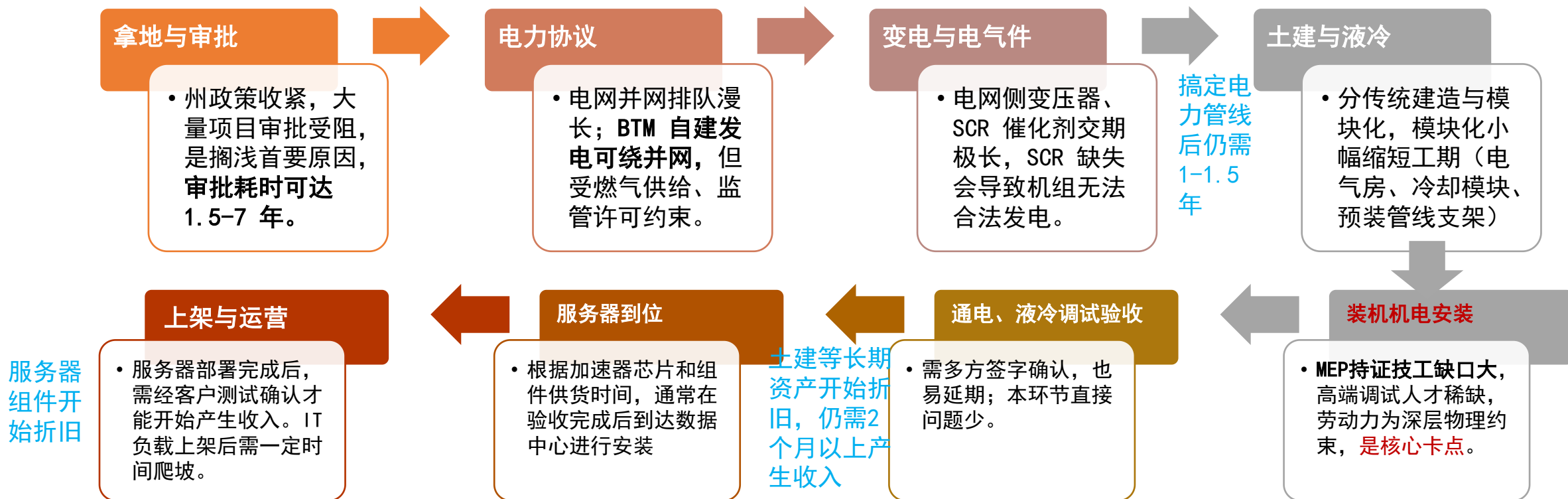
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理 *IREN为占比总营收

- [01] Neocloud资金来源与债务结构
- [02] Neocloud公司经营、扩张与杠杆
- [03] Neocloud收入兑现的时间周期
- [04] Neocloud的IRR、ROIC、ROE测算

收入兑现速度是Neocloud的生命线

- Neocloud的典型链条是：合同增长→融资落地→服务器采购/租赁→数据中心ready→集群部署→客户验收→收入确认。
- 从已披露项目看，大型合同首批交付约需2—9个月；涉及新平台和分期建设的项目，可能约一年或更长；即使数据中心已经接电，部署、调试和客户上线仍可能再耗时数月。一笔五年合同即使已经开始交付，大部分合同金额仍会留在backlog中。

图：数据中心建设流程



- Neocloud “从合同到折旧到收入”的相位差，主要由五个环节组成：**签约到长期资产可使用/入表、短期资产入表、首批交付、首批交付到全部容量上线、上线后按服务期逐步确认收入。**

表：Neocloud订单实际交付节奏

公司 / 项目	签约及交付时间线	周期判断
Nebius—微软	2025年9月签约，2025年11月交付首批；2026年8月股东信称合同全部容量批次已交付	首批交付约2个月，完整分批交付约11个月。 首批交付后可以逐步贡献收入，但不代表整笔合同已全部确认
Nebius—2026年Meta新协议	2026年3月签约，专用容量计划2027年初开始交付	从签约到首批交付计划约10—12个月， 仍有后续建设和收入爬坡
Nebius短期容量订单	Q3签约的首笔短期容量交易，计划Q4上线	即使是短约，也可能跨一个季度后才具备收入贡献条件
IREN—微软Horizon	2025年11月签约；Horizon 1于2026年8月交付并获验收；Horizon 2—4计划Q4交付	首批交付约9个月；全部四批交付目标约在签约后一年左右， 合同另设宽限期
CoreWeave新增容量	Q2新增近500MW active power，其中超过300MW在6月才上线；公司预计相关部门进一步支持Q3	即使季度末容量已经增加，其完整季度收入贡献仍可能落在下一季度，不能用期末容量乘全年单价估计当季收入

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表：Neocloud建设计划与预付款

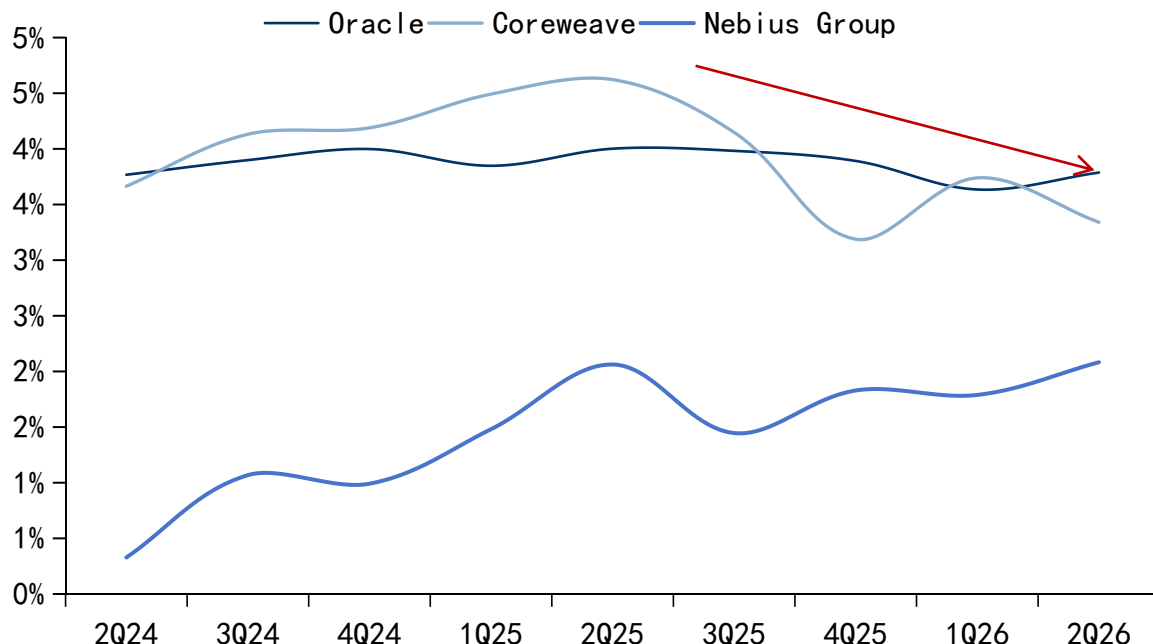
公司	可核实的交付	已投运 / 近期运营指标	预付款安排
CoreWeave	Q2末backlog约1,042亿美元。8月11日管理层称，超过50%对应已经开始向客户交付的合同；预计年底超过Q2订单池的三分之二。	Q2末active power约1.5GW；同期contracted power约3.7GW；8月11日增至约4.2GW	截至2025年底，活跃合同加权平均预付款约为TCV的15%—25%；
Nebius	未披露全体RPO中“已开始交付”的统一比例；微软合同批次已交付，但第二份Meta协议容量计划2027年初上线；	2026年底connected power目标0.8—1GW。年底contracted power目标5GW	年Q2约70%的新签交易含预付款，相关预付款覆盖关联CapEx的50%—60%
IREN	截至8月26日在运营ARR约10亿美元，对应2026容量的已签约ARR约40亿美元；微软四个50MW IT批次中，Horizon 1已交付。	累计交付目标：2026年约0.3GW，2027年约0.8GW。全球数据中心项目储备超过5GW。	微软合同每批预付对应TCV的20%；近期其他合同预付款约覆盖GPU CapEx的45%—55%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

收入滞后于资本开支 “从合同到收入的相位差”

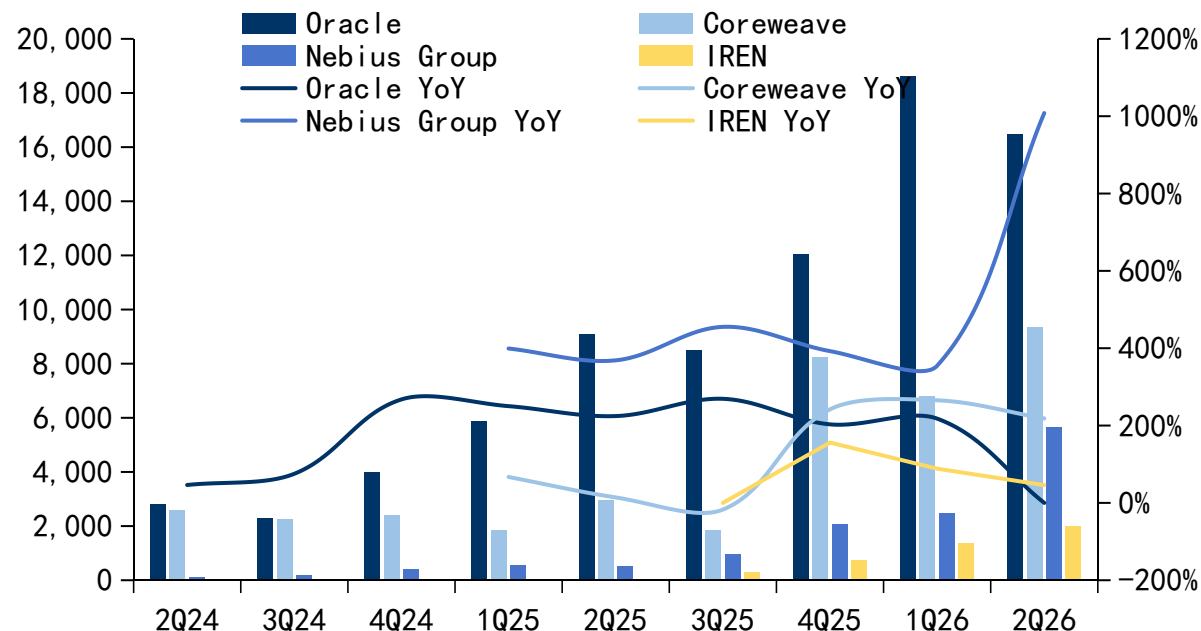
- CoreWeave收入与算力规模高增，但云收入/总资产（资产变现效率）回落，核心是NeoCloud前置资本开支模式：GPU、配套带宽存储资产集中入表，而长约收入在多年周期平滑确认；客户结构向低负载企业客户迁移、现货红利消退，总资产增速阶段性快于收入增速。
- CoreWeave收入、装机规模高速扩张，但该指标冲高后回落，本质是资产前置重投入的时间错配+资产结构变化 + 长约收入确认节奏 + 行业资本周期特征。
- Oracle：成熟综合云，资产基数巨大，新增算力CAPEX是渐进式；客户、定价、合同结构稳定，资产周转长期维持在4%附近小幅震荡。
- Nebius：扩张周期更晚，还处在 “资产投放节奏慢、存量资产少、新增资产快速被高价值订单填满” 的早期红利阶段，还没有进入大规模资本稀释的阶段。

图：资源变现效率变化（云收入/总资产）（%）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：新兴云资本开支变化（百万美元）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

CoreWeave新客户项目部署周期的时间错配逻辑



- 成本全额前置计提，收入滞后爬坡确认。单部署周期成本前置，会直接导致前期GAAP利润亏损。但收入45天后（按照假设）客户确认才产生收入，稳定期之后边际利润率可以达到25%；
- 扩张速度与短期亏损正相关：新部署启动越多，当期计提的折旧、租赁、电力成本就越高，对利润压力就越大，也是公司利润率持续下行的原因；
- 交付能力和效率是盈利的核心前提：模型假设45天完成部署并启动收入确认（传统数据中心厂商需要约12个月），一旦出现GPU交付延迟、数据中心建设延期、集群调试故障，亏损期会直接拉长，亏损规模会进一步放大。

图：CoreWeave新客户项目落地的损益（P&L）测算

数据中心投入运营与GPU安装

- 在第 0 天，当带电毛坯机房（powered shell）交付给 CoreWeave 时，数据中心租赁费、电费以及非服务器类数据中心设备的折旧便开始计提。
- 随着数据中心技术人员推进装修和配置流程，运营成本随之攀升。
- 假设在第 21 天之后，CoreWeave 开始服务器配置流程，此时 GPU 及辅助硬件的折旧开始入账确认。

配置完成并开始产生收入

- 假设在第 45 天之后，服务器完成测试与配置并移交给客户，此时开始确认收入。
- 第 2 个月需承担全额费用，包括数据中心租赁费、电费、直接成本以及折旧。

部署进入稳定期

- 部署状态稳定，预计收入达到满载水平。
- 在收入满载及相关费用（体现为营业成本以及技术与基础设施费用）扣除后，预计边际贡献率将达到25% 的中段水平。

	第1个月	第2个月	~3-60个月
新部署项目收入 ⁽²⁾	-	\$50	\$100
(-) 营业成本 ⁽³⁾	(27)	(27)	(27)
(-) 技术基础设施费用 ⁽⁴⁾	(12)	(48)	(48)
新部署项目边际贡献利润	(\$39)	(\$25)	\$25
新部署项目边际贡献率 %	无数据	(50%)	25%

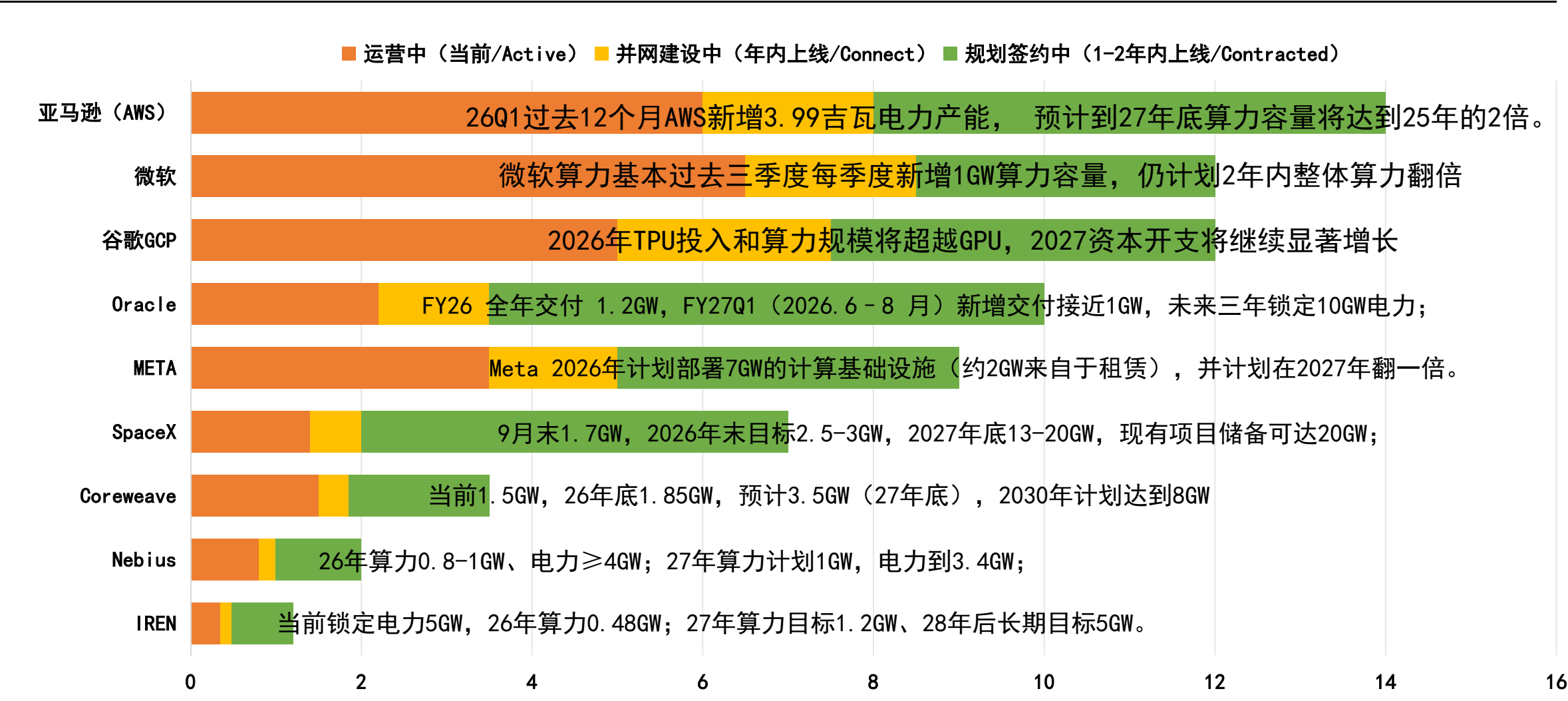
注：(1) 根据底层客户合同的广度和规模，一次“部署”可以代表整个客户合同，也可以是合同的一部分。

(2) 某次部署的实际收入确认时间可能会有所不同，具体取决于配置过程中及配置完成后的机队稳定时间节点。

(3) 包含数据中心的直接成本，涵盖与设施相关的费用（如租金）、公用事业费（含电费）、参与数据中心运营的员工人事成本，以及非服务器类数据中心设备的折旧。

(4) 包含与服务器及其他硬件相关的折旧和摊销，以及其他直接的技术和基础设施成本。

图：AI数据中心功率增长计划（GW）



资料来源：各公司官网与业绩会、彭博社、Uptime Institute、华尔街新闻，国信证券经济研究所整理

- [01] Neocloud资金来源与债务结构
- [02] Neocloud公司经营、扩张与杠杆
- [03] Neocloud收入兑现的时间周期
- [04] Neocloud的IRR、ROIC、ROE测算

投资回报的误区：1年收回投资 ≠ R0IC有100%

- 近期云厂商披露的“回本周期”与“年度R0IC”计算最大的区别在于“是否扣除折旧”。
- 投资回收期也要区分静态/折现。不同厂商对投资回报周期说法在预付款，是否只算硬件、还是带基建，是已落地存量、有的是新签远期预期等口径上有明显差异。

表：投资回报周期与R0IC对比

投资回收期 Payback period		年度R0IC
衡量内容	投入的钱，多长时间能收回来？	一年创造多少税后经营利润相对于占用的资本？
基础	累计现金流；也常使用EBITDA或直接现金贡献近似	税后经营利润NOPAT
折旧	EBITDA型回收期 不扣折旧 ；初始投资已作为待回收金额	必须扣除折旧摊销 ，才能得到经营利润
利息及债务本金	项目口径与股东口径不同	标准R0IC采用融资前经营利润， 不直接扣利息
客户预付款	可显著缩短现金回收时间	可通过减少净营运资本影响投入资本，但不是利润
案例	假设：按5年直线折旧、无残值，年折旧占比投入20%； 每年EBITDA 50%，税率20%。 计算：税前EBITDA为50%，则 回收期两年 ； 年度EBIT率 30%，税后EBIT率 24%， R0IC约24% 。	

资料来源：Stewart EVA 体系、Buffett/Miller 增量资本回报框架，国信证券经济研究所整理测算

表：各个云厂关于投资回报周期的说法

厂商	披露时间	对投资回收期的说法	计算范围
SpaceX	2026年10月21日	新部署算力当前投资回收期不足一年 ，单位瓦定价高于此前30-50美元区间	使用预测成本和已签约未来容量包含尚未建成的容量。
Nebius	2026年8月12日，Q2 股东信	Q2新签交易预计回收期约1年10个月，此前为2-3年	按收入确认口径、不含预付款测算，使用预测成本和已签约未来容量，包含尚未建成的容量。
AWS / Amazon	2026年7月30日，Q2 电话会	服务器和网络设备平均略少于3年回本 ；设备使用寿命至少5-6年，多数AI容量合同至少5年	指服务器及网络设备，不是整个数据中心项目。
阿里云	2026年8月20日，FY27Q1电话会	按当前AI产品平均毛利水平，相关CapEx约3年回本；随着毛利改善、自研芯片替代及资金效率提高， 争取缩短至2.5年甚至2年	不是集团年度R0IC指引。
CoreWeave	2025年3月招股书；	基于2024年底生效承诺合同， 预计平均现金回收期约2.5年	按每GPU计算，将相关固定资产投资扣除客户预付款，再除以每GPU年化承诺收入× 调整后EBITDA利润率 ；投资计算剔除在建工程变动。
IREN	2026年8月27日，FY26业绩更新	近期部分3年合同，年收入超过2,000万美元/MW IT，对应约2年回收期	公司定义为：GPU及配套设备预计资本开支÷合同收入扣除预计直接成本后的年度贡献。

资料来源：Stewart EVA 体系、Buffett/Miller 增量资本回报框架，国信证券经济研究所整理

ROIC与ROE：经营回报改善，还是杠杆放大？

- 高利率、高杠杆下回报衡量顺序应是：项目IRR/回本期 → ROIC/ROIIC → ROE。因为ROE很容易被高杠杆扭曲。

表：Neocloud主要的回报指标

指标	衡量对象	主要口径
项目IRR	单批GPU投资全生命周期是否划算	税后无杠杆：初始CAPEX及初始周转资金为负，运营NOPAT+折旧-周转资金变动，末期另回收残值；不扣债务利息或WACC。
年度ROIC	已投入资本的经营回报如何	税后经营利润 / 匹配的投入资本，NOPAT ÷ 平均经营投入资本（PPE净额+周转资金）；经营末年在处置/回收前取分母；不含闲置现金。
ROIIC	增量投入资本回报率 边际回报率	边际增量经营利润/新增的投入资本
集团ROE	股东账面资本获得多少净利润	归母净利润 / 平均归母权益，净利润 ÷ 期初期末平均账面股东权益；权益包括初始实缴及留存收益，现金留存、无中期分红；终期分配前计算。
普通回本期	收回投资年限	首次累计项目现金流回正；运营流入年内线性插值，若靠末期残值/周转金收回才回正则记该年末
折现回本期	收回投资年限	同上，但每年项目现金流以WACC折现；未回本不外推项目寿命外收入。

资料来源：Stewart EVA 体系、Buffett/Miller 增量资本回报框架，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表：Neocloud合理回报的判断指标

维度	合理回报状态	解释说明
回本期vs资产寿命	回本期明显短于GPU有效寿命	静态/折现回收期必须显著短于GPU经济使用寿命，留出足够的“净受益期”。若回收期接近或超过有效寿命，资产在回本前后即面临淘汰。
IRRvs项目资本成本	IRR高出成本，甚至高出500 - 1000bps+	项目层面IRR必须覆盖项目层WACC/债务成本（CoD），并保留500 - 1000bps以上利差，用于吸收建设延期、利率上行、现货租金下跌、GPU提前报废、客户解约等不确定性。利差越厚，抗风险缓冲越强。
ROIC vs WACC	高于WACC	投入资本回报率必须高于加权平均资本成本，即ROIC-WACC>0，才真正创造经济利润（EVA）。应在一致税务和资本口径下比较ROIC与税后债务成本。低于WACC意味着每新增一块钱资本都在毁灭股东价值——扩张越快、债务越多，价值损耗越大。
ROICvsCoD	利差充足	ROIC不仅要高于股权成本，更要高于债务成本本身。若ROIC<CoD，杠杆本身就在毁灭价值——借来的钱产生的经营回报还不够付利息，杠杆率越高、股东权益被侵蚀越快。利差充足才能支撑继续举债扩产，否则应当降杠杆、收缩资本开支。
ROIICvsROIIC	边际回报高于或不低于存量回报	ROIIC（Return on Incremental Invested Capital）衡量新增资本投入的边际回报。若ROIIC≥ROIIC，说明新项目比存量资产更赚钱、质量高；若ROIIC持续低于存量ROIIC，说明增量资本回报递减、增长靠堆量而非增效，长期ROIIC会被拉低。判断NeoCloud“越扩越赚”还是“越扩越亏”的关键指标。
ROE	来自NOPAT增长和适度杠杆	健康的ROE应主要由税后经营利润（NOPAT）增长驱动，辅以适度杠杆放大经营回报；而非靠压缩折旧、会计调整、极端加杠杆等手段做高。若ROE高企但NOPAT增速平平，全靠杠杆堆砌，则一旦利率上行或租金下行，ROE会快速坍塌。

资料来源：Stewart EVA 体系、Buffett/Miller 增量资本回报框架，国信证券经济研究所整理

CoreWeave财务预测与ROIC测算

- CoreWeave是典型高杠杆、高资本开支、大客户依赖、靠预收抬现金回报的算力运营商；在高速扩表期长期ROIC<WACC，只有进入稳态成熟阶段才能实现超额回报，且回报对EBITDA毛利率极其敏感。
- 观察NeoCloud时，当期ROIC并不是关键指标、因前置投入波动大，需要关注项目IRR或稳态ROIC回报。

表：CoreWeave财务预测与ROIC测算（亿美元，%）

亿美元	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入	51.31	128.00	315.56	542.88	799.20	1,018.35
收入同比	167.9%	149.5%	146.5%	72.0%	47.2%	27.4%
一大客户长约收入	41.05	108.35	238.48	461.45	625.50	788.07
一非大客户AI云收入	10.26	19.65	77.09	81.43	173.70	230.28
大客户收入占比	80.0%	84.6%	75.6%	85.0%	78.3%	77.4%
长约调整后EBITDA率	60.0%	55.4%	55.2%	55.9%	56.7%	56.4%
非大客户调整后EBITDA率	61.4%	56.2%	60.8%	55.9%	60.1%	59.5%
调整后EBITDA	30.93	71.07	178.43	303.61	458.87	581.69
调整后EBITDA率	60.3%	55.5%	56.5%	55.9%	57.4%	57.1%
未调整EBITDA率	46.9%	49.1%	51.5%	51.9%	53.9%	54.1%
折旧摊销	24.54	67.15	135.50	219.41	322.02	405.33
经营利润（GAAP口径）	(0.46)	(4.36)	27.15	62.48	108.87	145.81
经营利润率（GAAP口径）	-1%	-3%	9%	12%	14%	14%
净利润（GAAP口径）	(11.67)	(28.52)	(13.50)	(2.52)	20.98	43.97
现金资本开支	103.09	375.38	541.04	621.09	696.26	766.44
期末投运算力测算GW	0.85	1.85	3.10	4.70	6.40	8.20
ROIC	(0.3%)	(1.1%)	2.6%	3.7%	4.7%	5.1%
ROE	(81.9%)	(33.1%)	(6.0%)	(0.6%)	3.0%	4.6%
WACC估算/假设	11.0%	11.5%	10.7%	10.2%	9.6%	9.3%
ROIC-WACC	(11.3%)	(12.6%)	(8.2%)	(6.5%)	(4.9%)	(4.3%)
期末计息债务	216.27	483.81	757.92	1,012.88	1,242.12	1,439.55

资料来源：各公司官网与业绩会、彭博一致性预期、Uptime Institute、华尔街新闻，国信证券经济研究所整理测算

- Nebius的假设是非大客户业务EBITDA率极高，作为长期利润引擎；但早期长约大客户毛利偏弱，扩张期同样长期ROIC < WACC，直到稳态才实现很高的超额回报。

表：Nebius财务预测与ROIC测算（亿美元，%）

亿美元	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入	5.30	32.00	142.60	295.85	449.67	566.11
收入同比	479.0%	504.0%	345.6%	107.5%	52.0%	25.9%
—大客户长约收入	0.48	18.91	104.93	209.76	313.50	445.61
—非大客户AI云收入	4.32	12.69	37.18	85.49	135.45	119.64
—其他业务收入	0.50	0.40	0.50	0.60	0.72	0.86
大客户收入占比	9.1%	59.1%	73.6%	70.9%	69.7%	78.7%
长约调整后EBITDA率	30.0%	43.1%	46.0%	47.7%	48.4%	49.2%
非大客户调整后EBITDA率	10.3%	53.4%	58.8%	58.8%	57.8%	54.2%
调整后EBITDA	(0.65)	12.43	67.15	147.17	226.67	280.28
调整后EBITDA率	(12.2%)	38.8%	47.1%	49.7%	50.4%	49.5%
未调整EBITDA率	(36.6%)	22.6%	40.1%	44.2%	45.9%	45.5%
折旧摊销	4.18	14.91	52.84	103.00	156.61	214.55
经营利润（GAAP口径）	(6.12)	(7.68)	4.33	27.90	49.83	43.09
经营利润率（GAAP口径）	-115%	-24%	3%	9%	11%	8%
净利润（GAAP口径）	0.83	(1.20)	(3.61)	6.51	17.74	9.13
现金资本开支	40.66	225.43	310.97	285.19	302.77	324.88
期末投运力测算GW	0.17	0.90	2.00	3.10	4.20	5.30
ROIC	(24.8%)	(6.5%)	1.1%	4.1%	5.2%	3.6%
ROE	2.1%	(1.6%)	(2.4%)	2.6%	4.5%	1.8%
WACC估算/假设	13.0%	11.2%	10.7%	10.3%	9.8%	9.4%
ROIC-WACC	(37.9%)	(17.8%)	(9.7%)	(6.2%)	(4.6%)	(5.8%)
期末计息债务	41.28	145.44	263.98	362.85	439.50	491.41

资料来源：各公司官网与业绩会、彭博一致性预期、Uptime Institute、华尔街新闻，国信证券经济研究所整理测算

Neocloud大客户长约 收入随时间变化



- 大客户长约锁量锁价、现金流稳定，但基础回报偏低，**全周期项目现金IRR约12.34%**，大部分收益来自客户预付款（预收）的资本红利。长约的优势主要是锁定需求和获得客户资金，资产自身回报余量相对有限。长单后期ROIC上升，主要受固定资产净值逐年下降影响；
- 预付款、利用率、非现金成本和资本口径对回报判断影响很大。项目模型中，长单含预付款的现金IRR为17.19%，剔除预付款时点优势后的资产现金IRR为10.65%。

表：Neocloud大客户长约订单收入随时间变化（万美元）

万美元	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	假设参数	数值	来源 / 假设
实现价（美元/GPU小时）	3.200	3.200	3.200	3.200	3.200	测算基于100台8卡B200		第一年初完整投运（此前建设期一年），每卡采购预算44,698美元，每台配套预算100,000美元，每台设备CAPEX 397,584美元
						首年单芯片价格	3.2美元/小时	分析长约价，相对挂牌倒算折扣；不是公开合同单价。
计费利用率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	计费容量利用率	100.0%	100%按预留容量计费；take-or-pay假设，不代表设备始终满载。
营业收入	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	项目运营/折旧年限	5.0/6.0	折旧年限6年；运营、折旧和贷款还本同步五年周期，末期按半年度计收入与成本，残值0。
调整后EBITDA（估算）	1,233	1,206	1,179	1,150	1,121	所得税率	25.0%	25%分析项目税率；亏损不退税、不结转。
						债务/设备CAPEX	80.0%	官方示例80%LTC；本表沿用比例，并非真实授信。
						债务利率	8.5%	8.5%分析融资成本；高于2026年3月示例6.5%，非获批贷款。
调整后EBITDA率	55%	54%	53%	51%	50%	股权成本	14.00%	
折旧	676.40	676.40	676.40	676.40	676.40	WACC（分析计算）	9.1%	按M23目标资本结构、Kd、Ke及税率计算；作为固定折现假设，不随预付后的实际提款权重估；不影响IRR。
经营利润 EBIT	412	386	358	329	(377)	股权要求回报	20.0%	20%/22%分析要求回报；非CAPM实测。
净利润	156	160	162	164	(342)	长约利用率	85.0%	固定基准，仅用于估计直接成本；
期末经营投入资本	2,221	1,881	1,541	1,201	184	公司销售费用分摊	5.0%	长约现金销售管理分摊5%收入；包含在调整后EBITDA内。SBC另在EBIT桥接扣除。
ROIC（扣合同预收）	11.4%	12.3%	13.6%	15.4%	(46.0%)*	直接现金成本涨幅	3.0%	3%分析成本通胀；不会随算力单价下降而同比下降。
						合同总额预付款比例	15.0%	用户指定15%；分母为五年合同总额，不是单年收入；假设期初收取。
ROE（平均账面权益）	17.9%	13.6%	10.9%	9.2%	(18.5%)	短约年化收入/电力	40百万美元/MW/年	官方约40；用同口径年化值校准首年，不保证续单五年。非B200专属报价。
						每台IT功率预算	10.20kW	原B200额定功率；100台=1.02MW。以IT功率代理披露电力口径为分析假设，不再重复乘PUE。

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理测算 *由于折旧周期六年、长单通常五年，假设五年后残值归零，将第六年的折旧归为第五年的计提损失，导致ROIC和ROE显著下滑。

Neocloud非大客户散单收入随时间变化

- 散单（非大客户）天然单价高、回报高（**全周期项目现金IRR约20.45%**），但价格逐年快速衰减。散单的高回报来自较高首年价格，但依赖持续出租和前期现金回收。短单则在每年降价15%的假设下，后期盈利明显衰减。
- 预付款、利用率、非现金成本和资本口径对回报判断影响很大。短单对应资产现金IRR为29.48%。

表：Neocloud非大客户散单收入随时间变化（万美元）

指标	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	假设参数	数值	来源 / 假设
实现价（美元/GPU小时）	6.849	5.822	4.949	4.206	3.575	3.039	测算基于100台8卡B200		第一年初完整投运（此前建设期一年），每卡采购预算44,698美元，每台设备CAPEX 397,584美元
计费利用率	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	首年单芯片价格	6.8美元/小时	首年相对官网6.305美元约溢价8.6%；不再额外扣15%首年折让，也不重复叠加涨价，价格每年降15%。
营业收入	4,080.0	3,468.0	2,947.8	2,505.6	2,129.8	1,810.3	计费容量利用率	85%	85%计费利用率，反映当前紧供需判断；不是公司公开实测；
调整后EBITDA（估算）	2,775.0	2,197.3	1,701.4	1,274.9	907.2	589.4	项目运营及折旧年限	6.0	运营、折旧和贷款还本同步，末期按半年度计收入与成本，残值0。
调整后EBITDA率	68.0%	63.4%	57.7%	50.9%	42.6%	32.6%	所得税率	25.0%	25%分析项目税率；亏损不退税、不结转。
折旧	662.6	662.6	662.6	662.6	662.6	662.6	债务/设备CAPEX	80.0%	官方示例80%LTC；本表沿用比例，并非真实授信。
经营利润 EBIT	1,849.3	1,311.1	848.7	450.7	107.3	(190.0)	债务利率	11%	没有客户担保融资，11%分析融资成本，非公司贷款披露。
净利润	1,157.6	796.5	490.9	232.3	13.5	(171.5)	股权成本	16.00%	
项目自由现金流	2,278.8	1,896.0	1,516.7	1,190.6	909.5	616.6	WACC（分析计算）	15.1%	按M23目标资本结构、Kd、Ke及税率计算；作为固定折现假设，不随预付后的实际提款权重重估；不影响IRR。
ROIC（扣合同预收）	33.2%	28.2%	22.8%	15.8%	3.9%	(34.8%)	股权要求回报	20.0%	20%/22%分析要求回报；非CAPM实测。
ROE（平均账面权益）	38.2%	18.7%	9.6%	4.1%	0.2%	(2.9%)	短约利用率	85.0%	固定85%用于短约ACV换算GPU小时价格；单独调整实际利用率M10时单价不变
ROIC对照（未扣预收）	33.2%	28.2%	22.8%	15.8%	3.9%	(34.8%)	公司销售费用分摊	10%	散单销售与客户支持现金分摊10%收入；包含在调整后EBITDA内。SBC另在EBIT桥接扣除。
							直接现金成本涨幅	3.0%	3%分析成本通胀；不会随算力单价下降而同比下降。
							合同总额预付款比例	无	
							短约年化收入/电力	40百万美元/MW/年	官方约40；用同口径年化值校准首年，不保证续单五年。非B200专属报价。
							每台IT功率预算	10.20kW	原B200额定功率；100台=1.02MW。以IT功率代理披露电力口径为分析假设，不再重复乘PUE。

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理测算

- 长约的资金优势明显，但安全垫有限，整体项目IRR约17.2%。这意味着，长约的吸引力相当一部分来自客户提供资金、减少自有资本占用。
- 散单对应的经营回报更强，整体项目IRR 30.6%。但其高收益建立在较高首年价格、85%利用率及持续续租等假设上。高利润率散单可以改善现金回收，却不能按五年确定性收入来融资。
- 公司一直在用已经投产项目产生的现金，加上新增融资，建设尚未贡献完整利润的新项目。如果建设投入和投产节奏匹配，这可以形成暂时的回报拖累；如果交付持续落后、单位造价过高或订单盈利不足，就会成为结构性低回报。

表：Neocloud大客户长约和非大客户散单收入随时间变化

核心指标	大客户长约	非大客户散单	主要含义
全周期项目现金IRR (含预收)	12.34%	20.45%	扣银行本息，长约包含客户预付款及后续抵扣
投运后项目IRR	17.2%	30.6%	投运开始前有一年建设期，测算投运后项目现金流贴现回报率
WACC	8.54%	12.60%	加权利息成本
全周期IRR减WACC	3.81%	7.85%	
折现回本期（年）	4.35	3.37	按各自WACC折现后收回投入的时间
平均ROIC（运营期）	9.27%	19.67%	运营期整体NOPAT求和/运营期整体投入资本
平均ROE（运营期）	4.28%	15.41%	运营期整体净利润求和/运营期整体投入资本

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

敏感性测算-价格波动对长短单和NeoCloud盈利影响

- 价格波动主要影响短单盈利，测算价格下行超15%散单无法盈利、下行超40%公司现金IRR低于WACC，需不断融资。甚至陷入债务再融资死亡螺旋风险：即底层资产价格下跌，无法续期存量债务，被迫在低位抛售储备资产，进一步放大亏损。存量锁价长约订单的当期收入不受算力现货价格下行直接冲击，但现货租金构成GPU资产远期变现与再出租收益的核心定价锚，带来多重隐性负面影响：
① 贷款LTV约束收紧、新增融资难度提升：对GPU抵押物的估值下调，存量债务可能触发抵押物重估相关承诺条款，主体WACC被动走高；
② 削弱厂商后续订单ARR盈利和谈判能力：待签约批次以及长约到期后的续约定价中枢面临折价压力，压制远期ARR盈利水平；
③ 尚未锁定订单的储备算力边际收益下滑：利用率与毛利承压，并可能触发长期资产减值测试风险。

表：Neocloud散单ROIC对算力价格的敏感性测算

情景/变动	散单现金IRR*	WACC	散单平均ROIC	散单平均ROE	公司现金IRR*	WACC	公司平均ROIC	公司平均ROE
-50%	——	12.60%	-12.23%	-16.49%	转负	9.33%	3.33%	-1.88%
-40%	-6.19%	12.60%	-12.23%	-16.49%	9.77%	9.33%	4.19%	-0.04%
-30%	3.27%	12.60%	(3.87%)	(8.59%)	10.90%	9.33%	6.87%	1.92%
-15%	12.98%	12.60%	10.63%	6.32%	12.46%	9.33%	9.53%	4.66%
-10%	15.65%	12.60%	15.18%	10.89%	12.95%	9.33%	10.38%	5.51%
-5%	18.15%	12.60%	19.67%	15.41%	13.43%	9.33%	11.22%	6.37%
0%	20.45%	12.60%	23.97%	19.83%	13.90%	9.33%	12.04%	7.21%
+10%	24.74%	12.60%	32.30%	28.21%	14.82%	9.33%	13.66%	8.83%
+20%	28.68%	12.60%	40.44%	36.39%	15.72%	9.33%	15.26%	10.45%

假设（后同）：
*现金IRR=投资组合FCFF的年化IRR，含预收、延期抵扣及增量建设资金成本；不扣运营期利息。
*公司IRR合并现金流后计算，不加权分部IRR。
公司平均ROIC/ROE/WACC主表按固定80%长单+20%散单收入权重计算，不预设公司目标；合并资本法另列，分母与收入权重不同。

基准/当前选定情景	大客户长单	非大客户散单
基准首年收入占比	80.00%	20.00%
项目现金IRR（含建设IDC）	12.34%	20.45%
平均ROIC（运营期）	9.27%	19.67%
平均ROE（运营期）	4.28%	15.41%
WACC	8.54%	12.60%

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理测算 *价格冲击只作用于散单；公司指标固定80/20收入权重用于风险归因，不因跌价自动调低散单权重。现金组合按基准收入反推项目数量。

敏感性测算-基准利率波动对长短单和NeoCloud盈利影响

- **基准利率上行对NeoCloud现有项目ROIC影响较小，因其浮动利息敞口小，基准利率上升两个点、测算公司WACC上升0.5%、平均ROIC下降0.15%。**但基准利率上行同时会抬升未来续贷、新增融资的资金成本，推高主体WACC。
- Coreweave 26Q2为例，债务中只有长约的部分GPU项目债挂钩基准利率浮动（占比不到总GPU项目债的50%，GPU项目债占比总债务约40%），其他多为固定利率。对于锁价锁量的长周期订单，形成固定收入、浮动利息的久期错配。
- 短单散单租金随算力市场供需重新定价、天然对冲一部分利率风险，但价格主要由算力周期驱动，若加息同时伴随算力需求走弱，租金下行叠加利息上行会形成双重压力。

表：Neocloud ROIC对基准利率的敏感性测算

大客户长约					非大客户散单				公司整体（Coreweave为例）			
基准利率变化	WACC	现金IRR	平均ROIC	平均ROE	WACC	现金IRR	平均ROIC	平均ROE	WACC	现金IRR	平均ROIC	平均ROE
SOFR+200bp	9.09%	12.34%	9.15%	3.58%	12.94%	20.45%	23.75%	19.25%	9.84%	13.90%	11.90%	6.54%
SOFR+100bp	8.81%	12.34%	9.21%	3.93%	12.77%	20.45%	23.86%	19.54%	9.59%	13.90%	11.97%	6.87%
SOFR+50bp	8.67%	12.34%	9.24%	4.11%	12.68%	20.45%	23.91%	19.68%	9.46%	13.90%	12.01%	7.04%
当前基准	8.54%	12.34%	9.27%	4.28%	12.60%	20.45%	23.97%	19.83%	9.33%	13.90%	12.04%	7.21%
SOFR-100bp	8.26%	12.34%	9.34%	4.63%	12.43%	20.45%	24.08%	20.12%	9.07%	13.90%	12.12%	7.55%
SOFR-200bp	7.98%	12.34%	9.40%	4.98%	12.25%	20.45%	24.20%	20.42%	8.81%	13.90%	12.19%	7.89%

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理测算 *利率变化不改设备价格、合同收入或Ke。现金IRR的变化只来自建设IDC和税盾；运营期利息直接影响ROE和权益IRR。

敏感性测算-算力使用年限对长短单和NeoCloud盈利影响



- 硬件寿命低于五年则公司ROIC极容易转负，同时硬件寿命高于六年也会相应拉高ROIC回报。根据Coreweave设定为6年直线折旧；
- 1) GPU实际使用寿命<6年：资产提前报废，剩余折旧年限内无租金收入，但折旧照常计提→账面亏损。对长周期订单冲击更大，要么追加资本开支进行设备置换、要么触发合同抵扣、解约风险；散单仅损失边际租金现金流。
- 2) GPU实际使用寿命>6年：6年折旧提完、账面净值归零，但硬件仍可出租，后续租金无折旧，但仍有运维、电力、带宽、税费等现金成本。五年后残值不一定能跑赢运营成本，即便跑赢，老卡的回报也较低。

表：Neocloud ROIC对算力使用年限的敏感性测算

大客户长约				非大客户散单			公司整体（Coreweave为例）			补充假设
算力使用年限	平均ROIC	平均ROE	WACC	平均ROIC	平均ROE	WACC	平均ROIC	平均ROE	WACC	
3.5年	(42.43%)	(48.66%)	8.54%	(7.63%)	(13.08%)	12.60%	(36.15%)	(42.24%)	9.33%	● 寿命<6：失效后至第六年收入为0，直接运营成本、SG&A、SBC、折旧、运营利息及还本均保持原五年计划；不另加减值损失。 ● 寿命>6：长约最多经营五年；散单按首年价格连续年降15%。会计折旧六年。 ● 经济残值以续租价格保留率体现，不是卖卡收入；所有情景设备处置残值为0。原长单到期后同代GPU按与散单相同的净续租价格重签。 ● 折旧完后项目ROIC分母主要剩营运资金，年度及平均ROIC会被放大；同时看现金IRR、NPV及MIRR，不能把账面ROIC当作新增投资回报。
4.0年	(23.78%)	(30.01%)	8.54%	5.37%	(0.07%)	12.60%	(18.52%)	(24.60%)	9.33%	
4.5年	(5.59%)	(10.69%)	8.54%	13.36%	8.80%	12.60%	(2.22%)	(7.23%)	9.33%	
5.0年	9.27%	4.28%	8.54%	22.86%	18.40%	12.60%	11.68%	6.79%	9.33%	
6.0年	9.27%	4.28%	8.54%	23.97%	19.83%	12.60%	12.04%	7.21%	9.33%	
7.0年	9.27%	4.28%	8.54%	24.85%	20.76%	12.60%	12.24%	7.41%	9.33%	

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理测算

敏感性测算-建设节奏对长短单和NeoCloud盈利影响

- 新云对运营效率敏感，建设延期超一个季度，长单和公司现金IRR和ROIC就会小于WACC，项目需不断融资。
- 长单项目：利息成本压力不是主要风险，资金投入按建设进度比例投放、利息随进度同步资本化（DDTL视角：可根据实际资金需求分批、分次提款，仅对实际提取的金额计息）；**主要风险是延期触发合同救济条款**，轻度延期按「延迟天数 × 单日承诺 ARR」发放服务费抵扣，冲减未来租金收入；延期突破硬截止日后，客户有权选择顺延批次或者取消该批次，一旦取消，已投入资产面临利用率崩塌与减值风险。
- 短单项目：建设期资金利息全部资本化计入资产成本，延期拉长资金占用时间，增量利息直接抬升单位资产成本，资产闲置、租金爬坡延后可能错过现货算力高价窗口，损失潜在收入。

表：Neocloud ROIC对建设节奏的敏感性测算

建设节奏	大客户长约*				非大客户散单				公司整体（Coreweave为例）			
	WACC	现金IRR	平均ROIC	平均ROE	WACC	现金IRR	平均ROIC	平均ROE	WACC	现金IRR	平均ROIC	平均ROE
慢2年	8.87%	(18.56%)	(62.47%)	(69.45%)	12.90%	12.51%	19.38%	15.51%	9.67%	(11.81%)	(43.81%)	(50.08%)
慢1.5年	8.79%	(10.84%)	(38.99%)	(45.27%)	12.83%	13.84%	20.49%	16.53%	9.59%	(5.88%)	(26.71%)	(32.51%)
慢1年	8.71%	(4.57%)	(23.16%)	(28.98%)	12.76%	15.49%	21.60%	17.60%	9.51%	(0.73%)	(14.07%)	(19.52%)
慢0.5年	8.62%	3.05%	(5.65%)	(11.20%)	12.68%	17.62%	22.76%	18.71%	9.42%	5.81%	(0.20%)	(5.46%)
慢0.2年	8.57%	8.77%	4.20%	(1.35%)	12.63%	19.21%	23.48%	19.37%	9.37%	10.77%	7.86%	2.59%
基准	8.54%	12.34%	9.27%	4.28%	12.60%	20.45%	23.97%	19.83%	9.33%	13.90%	12.04%	7.21%
快0.5年	8.45%	14.35%	9.85%	4.79%	12.51%	24.45%	25.24%	21.00%	9.24%	16.25%	12.73%	7.82%

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理测算 *长单DDTL按建设进度线性提款，月度含不足整月；已提款利息与未提款承诺费随工期计提，延迟天数×单日ARR抵后续账单。散单假设贷款提前全额提款，延期全期计息。新增建设资金成本由权益补足并资本化；WACC按D/E资金来源变动计算，Ke和信用利差固定。合同五年服务期从实际交付起算，账单抵扣另行扣减。

不同利率与ROIC对ROE的敏感性测算

- 26Q2 海外CSP ROIC约15%，Neocloud约ROIC约为9%–12%（项目口径）。按照当前ROIC和利率水平测算，CSP的ROE约15%–20%（不是稳态回报，相比传统云ROE约20%–28%），**Neocloud的ROE处在10%~15%左右，价格下跌和运营效率下降极可能使ROE转负。**
- Hyperscaler资本结构显著优于Neocloud，更高概率穿越周期进一步垄断市场。基础是集团整体经营现金流、信用评级和表内资本容量，AI项目短期不达预期，更多体现为ROIC下降与FCF承压；Neocloud的融资基础则更多依赖客户合同、GPU抵押、项目现金流、供应商背书和股权期权价值，一旦合同履约、利用率、残值或融资效率任一变量恶化，风险会更快传导到流动性与信用层面。

表：各公司资本结构

十亿美元	借款余额D(含融资租赁)	账面权益E	D / (D+E)	E / (D+E)
微软	106.8	442.4	19.5%	80.5%
亚马逊	146	551.6	20.9%	79.1%
CoreWeave	35.3	5.02	87.5%	12.5%
Nebius	8.55	10.3	45.2%	54.7%

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

表：Coreweave不同利率与ROIC对ROE的敏感性测算（%）

不同无风险利率与ROIC下ROE情况						
	Rf					
ROIC	3.0%	4.0%	5.0%	5.5%	6.0%	7.0%
2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-4%	-4%
5%	4%	3%	3%	2%	2%	1%
7%	7%	7%	6%	6%	6%	5%
9%	11%	10%	10%	9%	9%	9%
10%	13%	12%	12%	11%	11%	10%
12%	17%	16%	15%	15%	15%	14%
15%	22%	21%	21%	20%	20%	19%
17%	26%	25%	24%	24%	24%	23%
20%	31%	30%	30%	29%	29%	29%

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理测算

表：CSP不同利率与ROIC对ROE的敏感性测算（%）

不同无风险利率与ROIC下ROE情况						
	Rf					
	注：ROE一般要高于Ke					
ROIC	3.0%	4.0%	5.0%	5.5%	6.0%	7.0%
2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
7%	8%	8%	7%	7%	7%	7%
9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
10%	12%	11%	11%	11%	11%	11%
12%	14%	14%	14%	14%	14%	13%
15%	18%	18%	17%	17%	17%	17%
17%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
20%	24%	24%	24%	24%	24%	23%

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理测算

1. **AI技术进展较慢风险：**AI模型与应用进展不及预期，导致AI算力需求遇冷。
2. **竞争加剧导致增长不及预期风险：**传统云厂商加大投入与竞争，导致新兴云用户增速放缓、ARPU受竞争压制。
3. **地缘政治影响供应链：**如芯片出口管制直接冲击产能与交付节奏。
4. **监管与地缘政治风险：**关键市场准入受限、AI幻觉与安全责任引发国际法规、数据主权担忧导致海外业务受阻。
5. **芯片贬值速度高于预期：**如coreweave按5年计提GPU折旧，存在高估GPU的实际使用寿命的可能，使得残值价值低于账面，从而影响NeoCloud盈利水平。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032