

北美算力龙头 CoreWeave(CRWW.US)与欧洲厂商 Nebius(NBIS.US)二季度财报悉数超出市场预期，全球 AI 算力高景气得到跨区域验证：CoreWeave(CRWW.US)单季总营收 25.75 亿美元、同比增长 112%，期末积压订单高达 1040 亿美元；Nebius(NBIS.US)单季总营收 5.82 亿美元、同比大增 454%，其中 AI 云业务同比飙升 514%，两大海外核心运营商业绩同步走强，印证算力需求并非北美单一市场行情，而是全球性产业趋势，行业景气度尚未出现拐点。与此同时，AI 独角兽 Anthropic 与矿企转型的算力运营 Riot Platforms 敲定 20 年超长周期算力采购协议，基础合同价值 91 亿美元，这笔长单标志着头部 AI 企业的算力采购逻辑从“按需采购”转向“战略锁量”，推动算力资产从高波动的科技周期品向具备稳定现金流的公用事业属性重估，进一步强化了市场对算力资源长期稀缺性的共识。当前云计算行业处于怎样的发展阶段？各细分赛道中有哪些公司值得持续跟踪？

欧美云计算双龙头财报齐超预期，云算力资产属性迎系统性重估

8 月 11 日盘后北美 AI 算力龙头 CoreWeave(CRWW.US)发布 2026 年第二季度财报，核心数据全面超出市场预期，二季度总营收 25.75 亿美元，同比增长 112%、环比增长 24%，小幅高于市场一致预期；截至二季度末公司积压订单达 1040 亿美元，同比大增 246%，三季度初数周内再新增超 250 亿美元客户承诺，订单储备持续超预期扩容；产能端二季度有效供电容量新增近 500 兆瓦，总装机容量提升至 1.5 吉瓦，管理层表示短期产能仍基本处于售罄状态，新一代 Blackwell 与 Vera Rubin 系统定价持续走高；盈利端调整后 EBITDA 达 15.1 亿美元，对应利润率 59%保持行业高位，调整后的经营利润 1.28 亿美元大幅超出市场预期的 0.66 亿美元，财报发布后公司股价第二天上涨超 19%，带动全球云算力板块情绪回暖，叠加 8 月 13 日欧洲算力厂商 Nebius(NBIS.US)披露的季度业绩高于市场预期，印证 AI 算力需求并非北美单一市场行情，而是全球性产业趋势，行业景气度未见拐点。

同期 AI 大模型厂商 Anthropic 与由比特币矿企转型的算力运营商 Riot Platforms 达成一笔标志性超长周期算力合约，据彭博社上周二报道，知情人士透露双方签署为期 20 年的算力采购合同，基础合同价值 91 亿美元，锁定 Riot 位于德州 Rockdale 数据中心园区 191 兆瓦算力资源，合同包含两次各 5 年的延期选择权，若全部行权总合约金额最高可达 161 亿美元，协议将延续至 2048 年 6 月；这笔交易具备多重标志性意义，20 年合约周期远超行业常规 1-3 年的采购周期，说明头部 AI 企业对算力需求的长期确定性高度认可，采购模式从“按需采购”升级为“战略锁量”，传统矿企凭借电力与土地资



源跨界转型算力运营商，也进一步印证了算力资源的稀缺性与商业价值，同时长周期稳定现金流将推动算力基础设施从高波动科技周期品，向具备公用事业属性的长周期资产重估，行业估值中枢有望迎来系统性抬升。

图一：CoreWeave(CRWW.US)股价表现情况



资料来源：Wind

➤ 行业阶段判断：AI 驱动云计算进入“供给为王、长约锁定”新阶段

*需求结构：训练仍强，推理爆发，总量高增下结构分化

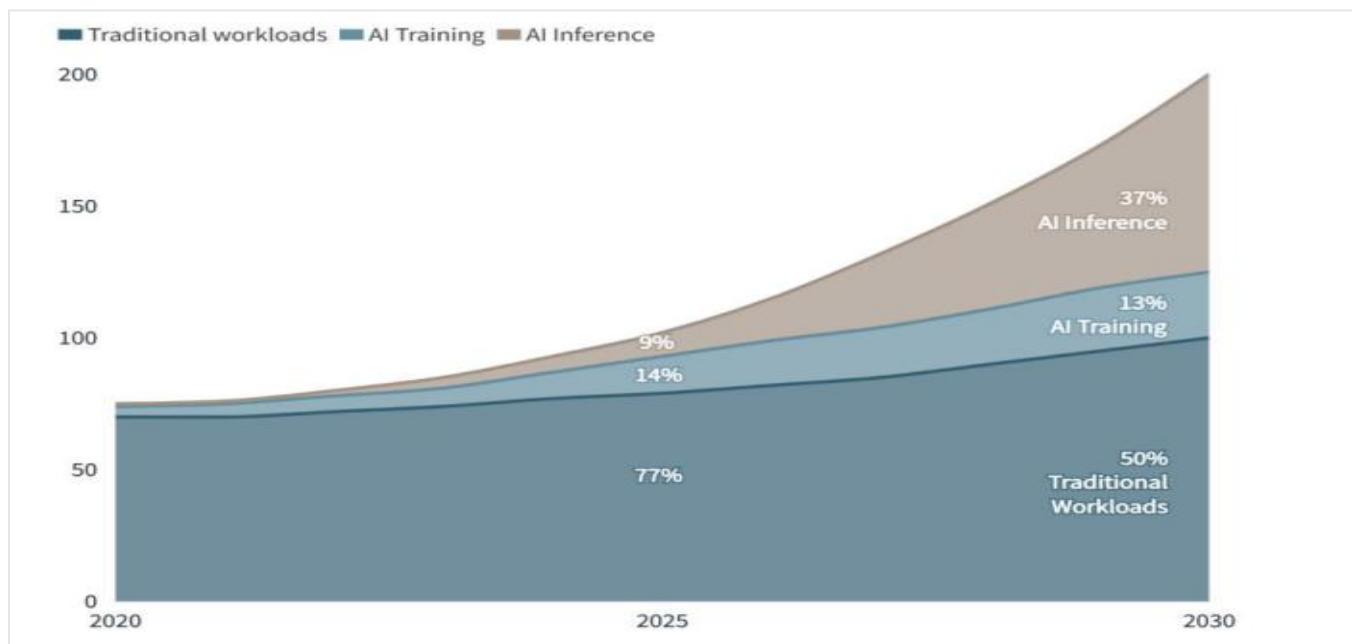
AI 算力需求并未见顶，但内部结构正在发生深刻变化，正从“训练主导”转向“训练+推理双轮驱动”。训练侧前沿大模型、多模态模型（视频生成、3D 重建）对超大规模并行训练集群的需求依然旺盛，万卡甚至十万卡级集群建设持续推进，高端训练算力供不应求的格局未变。微软、谷歌、Meta、亚马逊四大云厂商 2026 年资本开支合计预计达 7250 亿美元，同比增长 77%，头部投入强度仍在提升。

推理侧随着大模型规模化落地企业场景、AI Agent 普及，推理算力需求增速已远超训练。据行业测算，2026 年全球 AI 推理算力同比增长约 122%，增速是训练算力的两倍以上，成为算力增长的核心引擎。推理场景对算力的性价比、时延、本地化部署提出了新要求，带动推理服务器、边缘算力、私有化部署需求快速增长。结构性分化显现，低端通用算力、传统 CPU 云服务已出现局部过剩，部分中小云厂商算力租赁价格同比回落 20%-30%；但高端 GPU 集群、液冷智算中心、低时延推理节点仍处于紧缺状



态，供需错配下行业分化持续加剧。

图二：推理算力需求未来增速更快



资料来源：JLL Research

供给端：野蛮扩张落幕，系统效率成为核心竞争力

行业早期“堆显卡、拼规模”的粗放竞争阶段已经过去，下一阶段的竞争核心转向系统级工程能力，这一点从两大龙头的财报中也得到验证。

第一，算电协同成为硬约束。单集群功耗从百兆瓦级向吉瓦级跃升，电力供给、散热能力、土地指标成为比芯片本身更核心的瓶颈。Nebius(NBIS.US)在二季度上调全年签约电力规模指引至 5GW，高于此前的 4GW 目标，电力资源储备已成为算力厂商的核心竞争力。德州等电力成本低廉、政策友好的区域成为算力集群集中地，也是 Riot 等企业能够拿到大额长约的核心原因。

第二，液冷从可选变标配。万卡以上级智算集群风冷已无法满足散热需求，冷板液冷、浸没式液冷加速渗透，散热方案直接决定集群密度与运行稳定性，成为数据中心建设的刚需配置。

第三，软件调度效率决定实际产出。同等硬件规模下，集群调度软件、网络互联方案、存储系统的差异，可导致有效算力产出相差 30%以上。客户采购不再只看显卡数量，更关注集群实际训练效率、长稳运行时间 (MTBF) 等指标，全栈系统能力成为差异化壁垒。



* 商业模式：从按需租赁到长约锁定，现金流稳定性大幅提升

此前算力租赁行业普遍以短期、按需的市场化定价模式为主，营收随行业周期波动较大，资产属性偏向科技周期股。而随着 Anthropic 20 年长约落地，叠加 CoreWeave(CRWW.US)、Nebius(NBIS.US) 等头部厂商在手订单已覆盖未来数年营收，头部算力运营商的商业模式正发生质变：收入确定性大幅提升，业绩可预测性显著增强；长约带来的稳定现金流降低了企业融资成本与扩产风险，能够支撑更大规模的资本开支；行业估值体系也从传统 PE 估值逐步向 DCF、EV/EBITDA 等适配重资产长周期属性的估值方式切换，估值中枢有望随之抬升。这一变化与全球云厂商资本开支的长周期上行形成共振，推动算力基础设施正在成为数字经济时代的“新型公用事业”。

➤ 下半年 AI 算力景气度如何？

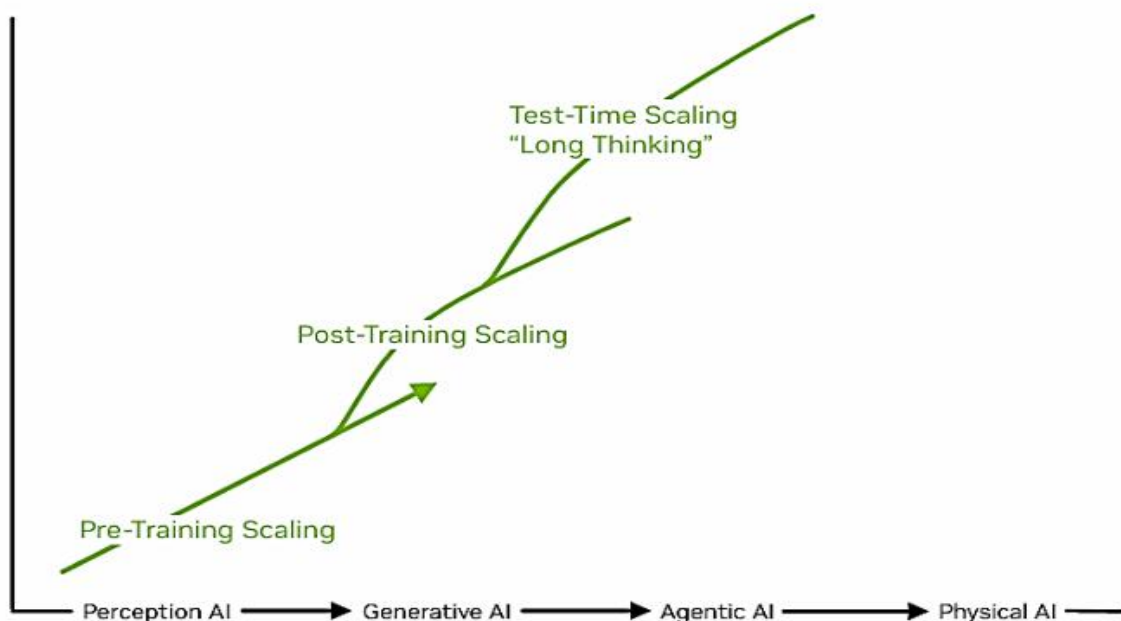
从 CoreWeave(CRWW.US) 千亿订单、Nebius(NBIS.US) 单季新签合同环比翻四倍来看，头部算力运营商的订单增长并非个例，而是头部效应的集中体现：一方面，前沿大模型厂商、头部云企业仍在加速锁定未来 2-3 年的高端算力供给，避免产能缺口制约业务发展；另一方面，客户向头部算力运营商集中的趋势明显，具备合规资质、稳定电力、全栈服务能力的头部厂商订单饱满，而中小厂商订单获取难度加大。后续订单扩容的核心增量来自三大方向：一是 AI Agent 企业级落地带来的推理算力采购；二是传统行业客户的 AI 私有化部署需求；三是多模态、视频生成模型带来的新一轮训练算力需求。整体来看，头部企业积压订单仍有上行空间，但尾部厂商可能面临订单流失与产能闲置。

从财报数据看，行业盈利修复的节奏快于市场预期：CoreWeave(CRWW.US) 调整后 EBITDA 利润率已达 59%，处于行业高位；Nebius(NBIS.US) 二季度调整后 EBITDA 同比扭亏，利润率从一季度 32% 提升至 41%，环比提升 9 个百分点，规模效应下盈利改善斜率陡峭。这说明头部算力运营商已普遍跨过 EBITDA 盈亏平衡点，进入利润率持续提升的阶段。真正的分化在于净利润层面：当前多数算力企业 GAAP 口径仍处于亏损，核心原因是高速扩产下的折旧、利息费用大幅增加。净利润拐点的出现需要两个条件：一是产能爬坡完成，资本开支高峰过去，折旧与利息费用增速放缓；二是营收规模持续放大，摊薄固定成本。参考行业节奏，预计 2027 年起头部企业将逐步进入净利润释放期，盈利质量迎来实质性改善。短期市场更应关注 EBITDA 的持续增长与在手订单质量，而非净利润短期表现。

因此判断下半年需求整体仍处景气区间，结构性机会大于系统性机会。乐观因素方面一是英伟达新一代芯片产能逐步释放，供给约束缓解带动被压制的需求落地；二是企业级 AI 应用加速落地，推理算力需求持续走高，成为接棒训练的新增长极；三是国内算力国产化进程加速，国产芯片、国产服务器采购量快速提升，本土产业链景气度独立于海外周期。风险因素方面需警惕部分中小客户需求放缓、低端算力价格战带来的行业内卷，以及海外 AI 企业盈利模型未跑通导致的资本开支收缩风险。整体而言，下半年行业不会出现全面退潮，但“强者恒强”的分化格局会更加明显，高端算力、国产算力、液冷与高速互联等细分赛道仍将保持高景气。



图三：AI 算力需求呈指数型增长



资料来源：英伟达

* 投資者可以關注哪些標的？

算力硬件与整机赛道是 AI 算力建设资本开支的直接受益方向，业绩兑现节奏最快。联想集团（0992.HK）作为全球 AI 服务器龙头厂商，覆盖从训练到推理的全场景产品矩阵，深度参与海外头部算力集群建设，同时可提供算力调度与私有化部署全栈服务，直接受益于全球 AI 算力资本开支的持续高增；中兴通讯（0763.HK）具备全栈 ICT 布局能力，AI 服务器、交换机、光模块、算力操作系统全覆盖，深度参与国产算力生态建设，同时受益于 AI 推理算力分布式部署与国产化替代的双重产业红利。

IDC 与算力云服务是算力落地的核心载体，同时受益于商业模式升级带来的估值重塑。万国数据-SW（9698.HK）作为国内第三方高等级 IDC 龙头，核心节点资源适配大模型推理与私有化部署需求，是企业落地本地算力的核心基础设施，在长周期算力合约成为行业趋势的背景下，其重资产属性向稳定现金流资产切换，估值中枢有望持续抬升；金山云（3896.HK）作为国内头部云服务商，提供大模型训练、微调、推理全流程算力服务，推理算力与行业解决方案优势突出，充分受益于大模型开源后中小企业私有化部署上云需求的快速释放；金蝶国际（0268.HK）作为国内企业级管理软件龙头，“AI 优先”战略下 AI 原生产品收入高速增长，是推理算力向产业端落地的核心应用载体，间接受益于 AI 算力普惠化与企业智能化转型浪潮。

风险提示：全球 AI 算力需求增长高度绑定大模型技术迭代与商业化落地进度，若前沿场景商业化变现不及预期，头部厂商可能收缩资本开支与算力采购，进而影响算力运营商订单增长及服务器、IDC 产业链的业绩兑现节奏；当前行业结构性分化显著，中低端通用算力产能扩张较快，若扩产节奏持续快



于有效需求增长，或引发价格战压缩盈利空间，加剧产业链内部分化；与此同时，高端 AI 芯片供给集中于海外厂商，产能释放节奏、出口管制及跨境合规政策变动均可能制约算力集群建设进度，20 年超长周期合约虽提升了收入确定性，但仍存在大客户经营波动、合约缩减或提前终止的履约风险，叠加行业重资产高折旧属性，若融资成本上行、产能爬坡慢于预期，净利润拐点或晚于市场预期；此外，AI 算力领域芯片架构、散热方案、互联标准等技术迭代速度快，路线选择偏差可能导致存量资产贬值，而国产算力生态的适配完善进度若不及预期，也将制约本土产业链的整体成长速度。。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨就遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

