

北美算力龍頭 CoreWeave(CRWW.US)與歐洲廠商 Nebius(NBIS.US)二季度財報悉數超出市場預期，全球 AI 算力高景氣得到跨區域驗證：CoreWeave(CRWW.US)單季總營收 25.75 億美元、同比增長 112%，期末積壓訂單高達 1040 億美元；Nebius(NBIS.US)單季總營收 5.82 億美元、同比大增 454%，其中 AI 雲業務同比飆升 514%，兩大海外核心運營商業績同步走強，印證算力需求並非北美單一市場行情，而是全球性產業趨勢，行業景氣度尚未出現拐點。與此同時，AI 獨角獸 Anthropic 與礦企轉型的算力運營 Riot Platforms 敲定 20 年超長週期算力採購協議，基礎合同價值 91 億美元，這筆長單標誌著頭部 AI 企業的算力採購邏輯從“按需採購”轉向“戰略鎖量”，推動算力資產從高波動的科技週期品向具備穩定現金流的公用事業屬性重估，進一步強化了市場對算力資源長期稀缺性的共識。當前雲計算行業處於怎樣的發展階段？各細分賽道中有哪些公司值得持續跟蹤？

歐美雲計算雙龍頭財報齊超預期，雲算力資產屬性迎系統性重估

8 月 11 日盤後北美 AI 算力龍頭 CoreWeave(CRWW.US)發佈 2026 年第二季度財報，核心數據全面超出市場預期，二季度總營收 25.75 億美元，同比增長 112%、環比增長 24%，小幅高於市場一致預期；截至二季度末公司積壓訂單達 1040 億美元，同比大增 246%，三季度初數周內再新增超 250 億美元客戶承諾，訂單儲備持續超預期擴容；產能端二季度有效供電容量新增近 500 兆瓦，總裝機容量提升至 1.5 吉瓦，管理層表示短期產能仍基本處於售罄狀態，新一代 Blackwell 與 Vera Rubin 系統定價持續走高；盈利端調整後 EBITDA 達 15.1 億美元，對應利潤率 59%保持行業高位，調整後經營利潤 1.28 億美元大幅超出市場預期的 0.66 億美元，財報發佈後公司股價第二天上漲超 19%，帶動全球雲算力板塊情緒回暖，疊加 8 月 13 日歐洲算力廠商 Nebius(NBIS.US)披露的季度業績高於市場預期，印證 AI 算力需求並非北美單一市場行情，而是全球性產業趨勢，行業景氣度未見拐點。

同期 AI 大模型廠商 Anthropic 與由比特幣礦企轉型的算力運營商 Riot Platforms 達成一筆標誌性超長週期算力合約，據彭博社上周二報導，知情人士透露雙方簽署為期 20 年的算力採購合同，基礎合同價值 91 億美元，鎖定 Riot 位於德州 Rockdale 數據中心園區 191 兆瓦算力資源，合同包含兩次各 5 年的延期選擇權，若全部行權總合約金額最高可達 161 億美元，協議將延續至 2048 年 6 月；這筆交易具備多重標誌性意義，20 年合約週期遠超行業常規 1-3 年的採購週期，說明頭部 AI 企業對算力需求的長期確定性高度認可，採購模式從“按需採購”升級為“戰略鎖量”，傳統礦企憑藉電力與土地資



源跨界轉型算力運營商，也進一步印證了算力資源的稀缺性與商業價值，同時長週期穩定現金流將推動算力基礎設施從高波動科技週期品，向具備公用事業屬性的長週期資產重估，行業估值中樞有望迎來系統性抬升。

圖一： CoreWeave(CRWW.US)股價表現情況



資料來源：Wind

➤ 行業階段判斷：AI 驅動雲計算進入“供給為王、長約鎖定”新階段

*需求結構：訓練仍強，推理爆發，總量高增下結構分化

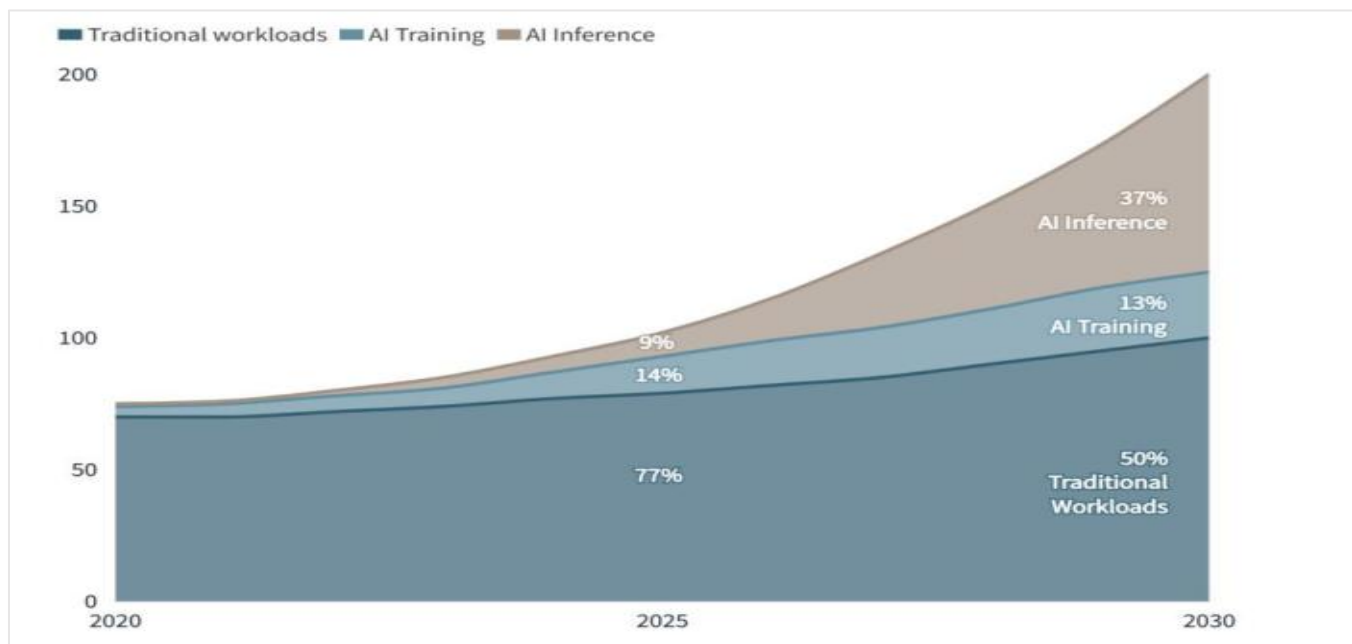
AI 算力需求並未見頂，但內部結構正在發生深刻變化，正從“訓練主導”轉向“訓練+推理雙輪驅動”。訓練側前沿大模型、多模態模型（視頻生成、3D 重建）對超大規模並行訓練集群的需求依然旺盛，萬卡甚至十萬卡級集群建設持續推進，高端訓練算力供不應求的格局未變。微軟、穀歌、Meta、亞馬遜四大雲廠商 2026 年資本開支合計預計達 7250 億美元，同比增長 77%，頭部投入強度仍在提升。

推理側隨著大模型規模化落地企業場景、AI Agent 普及，推理算力需求增速已遠超訓練。據行業測算，2026 年全球 AI 推理算力同比增長約 122%，增速是訓練算力的兩倍以上，成為算力增長的核心引擎。推理場景對算力的性價比、時延、本地化部署提出了新要求，帶動推理伺服器、邊緣算力、私有化部署需求快速增長。結構性分化顯現，低端通用算力、傳統 CPU 雲服務已出現局部過剩，部分中小雲廠商算力租賃價格同比回落 20%-30%；但高端 GPU 集群、液冷智算中心、低時延推理節點仍處於緊缺狀



態，供需錯配下行業分化持續加劇。

圖二：推理算力需求未來增速更快



資料來源：JLL Research

供給端：野蠻擴張落幕，系統效率成為核心競爭力

行業早期“堆顯卡、拼規模”的粗放競爭階段已經過去，下一階段的競爭核心轉向系統級工程能力，這一點從兩大龍頭的財報中也得到驗證。

第一，算電協同成為硬約束。單集群功耗從百兆瓦級向吉瓦級躍升，電力供給、散熱能力、土地指標成為比晶片本身更核心的瓶頸。Nebius(NBIS.US)在二季度上調全年簽約電力規模指引至 5GW，高於此前的 4GW 目標，電力資源儲備已成為算力廠商的核心競爭力。德州等電力成本低廉、政策友好的區域成為算力集群集中地，也是 Riot 等企業能夠拿到大額長約的核心原因。

第二，液冷從可選變標配。萬卡以上級智算集群風冷已無法滿足散熱需求，冷板液冷、浸沒式液冷加速滲透，散熱方案直接決定集群密度與運行穩定性，成為數據中心建設的剛需配置。

第三，軟體調度效率決定實際產出。同等硬體規模下，集群調度軟體、網路互聯方案、存儲系統的差異，可導致有效算力產出相差 30%以上。客戶採購不再只看顯卡數量，更關注集群實際訓練效率、長穩運行時間 (MTBF) 等指標，全棧系統能力成為差異化壁壘。



* 商業模式：從按需租賃到長約鎖定，現金流穩定性大幅提升

此前算力租賃行業普遍以短期、按需的市場化定價模式為主，營收隨行業週期波動較大，資產屬性偏向科技週期股。而隨著 Anthropic 20 年長約落地，疊加 CoreWeave(CRWW.US)、Nebius(NBIS.US) 等頭部廠商在手訂單已覆蓋未來數年營收，頭部算力運營商的商業模式正發生質變：收入確定性大幅提升，業績可預測性顯著增強；長約帶來的穩定現金流降低了企業融資成本與擴產風險，能夠支撐更大規模的資本開支；行業估值體系也從傳統 PE 估值逐步向 DCF、EV/EBITDA 等適配重資產長週期屬性的估值方式切換，估值中樞有望隨之抬升。這一變化與全球雲廠商資本開支的長週期上行形成共振，推動算力基礎設施正在成為數字經濟時代的“新型公用事業”。

➤ 下半年 AI 算力景氣度如何？

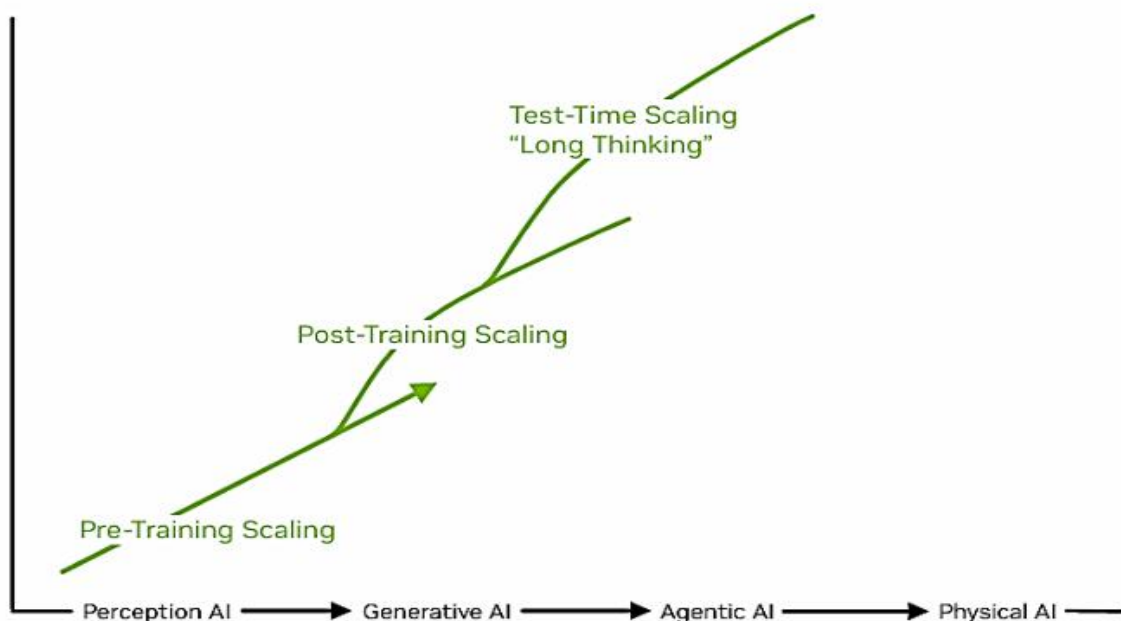
從 CoreWeave(CRWW.US)千億訂單、Nebius(NBIS.US)單季新签合同環比翻四倍來看，頭部算力運營商的訂單增長並非個例，而是頭部效應的集中體現：一方面，前沿大模型廠商、頭部雲企業仍在加速鎖定未來 2-3 年的高端算力供給，避免產能缺口制約業務發展；另一方面，客戶向頭部算力運營商集中的趨勢明顯，具備合規資質、穩定電力、全棧服務能力的頭部廠商訂單飽滿，而中小廠商訂單獲取難度加大。後續訂單擴容的核心增量來自三大方向：一是 AI Agent 企業級落地帶來的推理算力採購；二是傳統行業客戶的 AI 私有化部署需求；三是多模態、視頻生成模型帶來的新一輪訓練算力需求。整體來看，頭部企業積壓訂單仍有上行空間，但尾部廠商可能面臨訂單流失與產能閒置。

從財報數據看，行業盈利修復的節奏快於市場預期：CoreWeave(CRWW.US)調整後 EBITDA 利潤率已達 59%，處於行業高位；Nebius(NBIS.US)二季度調整後 EBITDA 同比扭虧，利潤率從一季度 32% 提升至 41%，環比提升 9 個百分點，規模效應下盈利改善斜率陡峭。這說明頭部算力運營商已普遍跨過 EBITDA 盈虧平衡點，進入利潤率持續提升的階段。真正的分化在於淨利潤層面：當前多數算力企業 GAAP 口徑仍處於虧損，核心原因是高速擴產下的折舊、利息費用大幅增加。淨利潤拐點的出現需要兩個條件：一是產能爬坡完成，資本開支高峰過去，折舊與利息費用增速放緩；二是營收規模持續放大，攤薄固定成本。參考行業節奏，預計 2027 年起頭部企業將逐步進入淨利潤釋放期，盈利品質迎來實質性改善。短期市場更應關注 EBITDA 的持續增長與在手訂單品質，而非淨利潤短期表現。

因此判斷下半年需求整體仍處景氣區間，結構性機會大於系統性機會。樂觀因素方面一是英偉達新一代晶片產能逐步釋放，供給約束緩解帶動被壓制的需求落地；二是企業級 AI 應用加速落地，推理算力需求持續走高，成為接棒訓練的新增長極；三是國內算力國產化進程加速，國產晶片、國產伺服器採購量快速提升，本土產業鏈景氣度獨立於海外週期。風險因素方面需警惕部分中小客戶需求放緩、低端算力價格戰帶來的行業內卷，以及海外 AI 企業盈利模型未跑通導致的資本開支收縮風險。整體而言，下半年行業不會出現全面退潮，但“強者恒強”的分化格局會更加明顯，高端算力、國產算力、液冷與高速互聯等細分賽道仍將保持高景氣。



圖三：AI 算力需求呈指數型增長



資料來源：英偉達

* 投資者可以關注哪些標的？

算力硬體與整機賽道是 AI 算力建設資本開支的直接受益方向，業績兌現節奏最快。聯想集團 (0992.HK) 作為全球 AI 伺服器龍頭廠商，覆蓋從訓練到推理的全場景產品矩陣，深度參與海外頭部算力集群建設，同時可提供算力調度與私有化部署全棧服務，直接受益於全球 AI 算力資本開支的持續高增；中興通訊 (0763.HK) 具備全棧 ICT 佈局能力，AI 伺服器、交換機、光模組、算力操作系統全覆蓋，深度參與國產算力生態建設，同時受益於 AI 推理算力分佈式部署與國產化替代的雙重產業紅利。

IDC 與算力雲服務是算力落地的核心載體，同時受益於商業模式升級帶來的估值重塑。萬國數據-SW (9698.HK) 作為國內第三方高等級 IDC 龍頭，核心節點資源適配大模型推理與私有化部署需求，是企業落地本地算力的核心基礎設施，在長週期算力合約成為行業趨勢的背景下，其重資產屬性向穩定現金流資產切換，估值中樞有望持續抬升；金山雲 (3896.HK) 作為國內頭部雲服務商，提供大模型訓練、微調、推理全流程算力服務，推理算力與行業解決方案優勢突出，充分受益於大模型開源後中小企業私有化部署上雲需求的快速釋放；金蝶國際 (0268.HK) 作為國內企業級管理軟體龍頭，“AI 優先”戰略下 AI 原生產品收入高速增長，是推理算力向產業端落地的核心應用載體，間接受益於 AI 算力普惠化與企業智能化轉型浪潮。

風險提示：全球 AI 算力需求增長高度綁定大模型技術迭代與商業化落地進度，若前沿場景商業化變現不及預期，頭部廠商可能收縮資本開支與算力採購，進而影響算力運營商訂單增長及伺服器、IDC 產業鏈的業績兌現節奏；當前行業結構性分化顯著，中低端通用算力產能擴張較快，若擴產節奏持續快



於有效需求增長，或引發價格戰壓縮盈利空間，加劇產業鏈內部分化；與此同時，高端 AI 晶片供給集中於海外廠商，產能釋放節奏、出口管制及跨境合規政策變動均可能制約算力集群建設進度，20 年超長週期合約雖提升了收入確定性，但仍存在大客戶經營波動、合約縮減或提前終止的履約風險，疊加行業重資產高折舊屬性，若融資成本上行、產能爬坡慢於預期，淨利潤拐點或晚於市場預期；此外，AI 算力領域晶片架構、散熱方案、互聯標準等技術迭代速度快，路線選擇偏差可能導致存量資產貶值，而國產算力生態的適配完善進度若不及預期，也將制約本土產業鏈的整體成長速度。。

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。

