



CoreWeave (CRWV.O): 收购 Core Scientific, 加速布局 AI 数据中心

事件: 当地时间 7 月 7 日 (周一), AI 云服务巨头 CoreWeave (CRWV.O) 宣布将以约 90 亿美元的全股票交易收购加密货币数据中心运营商 Core Scientific (CORZ.O)。CoreWeave 股价当日下跌 3%, 7 月 8 日续跌 5%; CoreScientific 股价当日则重挫近 18%, 7 月 8 日续跌 5%。此前, 在媒体报道双方正在进行收购谈判后, 两家公司股价于 6 月底均出现上涨。

交易条款

- 换股比例: Core Scientific 股东将按 1:0.1235 的比例换取 CoreWeave 股票, 交易完成后预计持有合并后公司低于 10% 的股权。该收购报价相当于每股 20.40 美元, 较 6 月下旬首次出现潜在交易谈判传闻前 Core Scientific 的收盘价溢价近 66%。
- 时间表: 交易预计于 2025 年第四季度完成, 需通过美国监管审批及双方股东批准。

交易影响

- 资产转化: Core Scientific 作为比特币矿企, 其核心价值并非技术专利, 而在于高能耗数据中心资产及长期电力合约。这些由加密货币扩张周期催生的重资产, 现正被战略性地重新定位为 AI 算力基础设施。交易完成后, CoreWeave 将直接掌控 Core Scientific 旗下现有 1.3GW 电力容量的数据中心资产 (其中约 840MW 已签约支持 CoreWeave 业务, 约 500MW 用在挖矿上, 未来 CoreWeave 有可能将挖矿用的数据中心改为高性能计算 (HPC) 用途, 或是剥离挖矿业务), 获得关键电力资源所有权及未来逾 1GW 的扩容潜力。
- 成本重构: 全股票交易模式规避了现金支出压力。通过垂直整合, CoreWeave 彻底规避了原租赁模式下产生的逾 100 亿美元未来租赁成本; 同时, 通过业务整合, 预计到 2027 年底实现年化超 5 亿美元运营成本优化 (主要源于管理费用精简与电力运营效率提升)。
- 供应链控制: 在获得英伟达 GB300 NVL72 系统首批交付仅一周后, CoreWeave 便通过此次并购, 完成了从芯片 (NVIDIA GPU)、互联技术 (BlueField DPU) 到数据中心 (Core Scientific) 的完整闭环, 彻底重塑了传统云计算企业依赖第三方数据中心的运营模式。
- 融资优化: 资产所有权将释放约 50 亿美元融资空间, 未来有望引入增量资本, 降低加权平均资本成本 (WACC)。

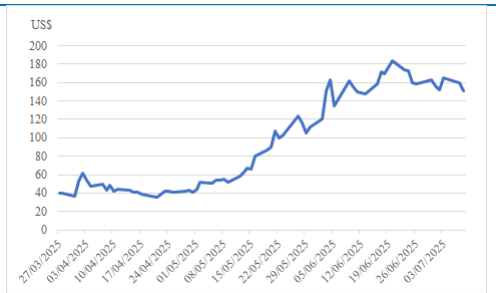
表 1: 财务预测

截至 12 月 31 日 (百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	229	1,915	5,050	11,530	16,418
营业利润	(15)	324	820	2,614	4,320
净利润 (调整后)	(45)	(65)	(620)	(104)	1,080
经调整每股盈利 (US\$)	(4.65)	(5.96)	(1.33)	(0.12)	2.17
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	66.4
市销率 (x)	317.5	38.0	14.4	6.3	4.4

资料来源: 公司数据, 彭博一致预测, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

美国	科技
2025 年 7 月 9 日	中性
收盘价 (美元)	151.45
总市值/流通值 (亿美元)	727/548
52 周最高	187.00
52 周最低	33.52
近 3 个月日均成交量 (千股)	20,462
数据日期: 2025 年 7 月 8 日	
资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 财富研究部整理	

CoreWeave 股价表现 (上市至今)



数据日期: 2025 年 7 月 8 日
资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

CoreWeave 相对股价走势 (上市至今)



数据日期: 2025 年 7 月 8 日
资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

股价表现	1 个月	3 个月	12 个月
绝对回报 (%)	(7)	211	N/A
相对纳指回报 (%)	(11)	191	N/A

数据日期: 2025 年 7 月 8 日
资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

JING YI, CFA
SFC CE No.: BRQ314
+852 2899 6747
jessiejing@guosen.com.cn

交易实质

本次交易进一步印证，算力竞争已深化为底层能源资源争夺。云服务巨头正加速从依赖电力租赁转向掌控核心电力资产，微软、亚马逊近期竞购核能公司的根本动因正在于此。加密货币扩张周期催生的闲置电力基础设施，在 AI 算力需求爆发下迎来价值重估。Core Scientific 于 2024 年破产重组后，虽已尝试将数据中心利用率从加密挖矿转向高性能计算（HPC）托管，但后者收入贡献度仍不足 5%，CoreWeave 的介入则有望使上述闲置电力资源高效转化为 AI 算力引擎。

股价表现

交易公告发布后，CoreWeave 股价表现不佳，主要原因有：

- **市场对估值泡沫的担忧。**该收购价较 6 月下旬首次出现潜在交易谈判传闻前 Core Scientific 的收盘价溢价近 66%，较 Core Scientific 去年破产重组时约 10 亿美元的估值溢价 800%。尽管 Core Scientific 拥有 1.3 吉瓦电力容量，但其 2024 年净亏损高达 13 亿美元，且约 80% 收入依赖波动性极强的加密货币挖矿。市场认为此次收购隐含过高风险溢价。
- **股权稀释与交易结构风险。**全股票交易方式直接导致 CoreWeave 原有股东股权被稀释，且交易价值受股价波动影响较大。
- **CoreWeave 短期财务压力或加剧。**公司自身维持高杠杆运营，85% 的资本支出依赖债务融资，融资成本高企。收购 Core Scientific 虽可节省长期租赁成本，但加密矿场改造涉及液冷系统适配、电网波动缓冲及算力密度提升等系统性工程，可能会增加短期资本开支，进一步挤压现金流。

展望后市，我们预计 CoreWeave 在 2025 年 Q3-Q4 的利息支出攀升与矿场改造开支或扩大亏损规模，短期内股价可能承压震荡。长期来看，建议投资者重点关注 CoreWeave 与微软、OpenAI 等核心客户的合约续签情况及预付款履约进度，及公司能否以更低利率获取增量融资，优化资本结构。

相关标的

比特币矿商凭借规模化电力基础设施与专业能源管理能力，天然适配 AI 数据中心的高能耗需求。除 Core Scientific 外，美股市场已涌现多家成功转型 AI 的矿企代表，例如：

- **IREN (IREN.O)**
 - 最新运营数据显示，公司年中 50 EH/s 的挖矿算力目标已达成。该公司已暂停超过 50 EH/s 目标的进一步比特币挖矿扩张，转而专注于建设其 AI 业务；
 - 部署约 2,400 台英伟达 Blackwell GPU 扩展 AI 算力服务。
- **Applied Digital (APLD.O)**
 - 2022 年从加密货币挖矿基础设施转向 AI/HPC 领域，聚焦大型数据中心建设；
 - 与 CoreWeave 签订总价 70 亿美元、租期 15 年的算力服务协议。
- **Cipher Mining (CIFR.O)**
 - 2024 年初宣布从比特币挖矿转向数据中心开发；
 - 获软银 5,000 万美元股权投资（认购 1,040 万股普通股），资金将专项投入 HPC 与 AI 数据中心建设。

风险

AI 算力需求不及预期；Core Scientific 整合进度不及预期；融资成本上升；资本负债率恶化。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: NASDAQ Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: NASDAQ Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：纳斯达克指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：纳斯达克指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体