

海内外云厂商发展与现状（四）

NeoCloud(新兴云)商业模式与业绩深度剖析

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

- 在AI原生应用爆发式增长下，算力需求从“通用分散型CPU负载”转向“专用大规模GPU负载”，NeoCloud核心服务传统云与大模型厂商算力需求，而非全行业通用数字化需求。
- NeoCloud与传统云的本质差异：在于从全栈综合服务转向单点AI算力供给，同时保留对数据中心内的GPU算力完整的控制权。我们同时观察到芯片厂商+NeoCloud厂商+大模型厂商的三角格局正在兴起。
- 赛道内部基于资产形式、客群关系等形成差异化商业模式：
 - ① **全自建重资产垂直整合型（IREN、Crusoe）**：数据中心基本自建，全链条垂直整合（有些具备能源优势），核心基建掌控力强。客群基本集中在巨头。
 - ② **混合模式巨头绑定扩张型（Oracle、CoreWeave、Nebius）**：数据中心核心自建+增量租赁混合，依赖头部客户订单，需要较大杠杆资金扩张，考验极速交付能力、融资可持续性以及资金成本控制；
 - ③ **全租赁轻资产中小客群稳健型（DigitalOcean、Together.ai等）**：100%第三方租赁托管，纯轻资产、资金压力小，客户为极度分散的中小企业/开发者。但壁垒较弱，与InferenceWrapper（推理封装云）相似，可能会沦为无壁垒算力管道。
- **通过拆解Coreweave经济模型思考影响Neocloud的商业模式长期可持续性的关键因素**：CoreWeave 5年期照付不议合同可通过锁定未来现金流撬动低成本融资，单合同现金流可覆盖全周期运营与融资本息，全周期净利率可达16%，且合同到期后可形成无折旧成本的第二增长曲线；
- 中长期来看，NeoCloud 将保持高速增长，核心动能来自AI算力需求的持续指数级增长、头部厂商充足的RPO（剩余履约义务）订单锁定3-5年长期收入、与芯片巨头的深度绑定带来的供应链优先供货优势。
- 同时，行业也面临电力与土地的物理天花板、传统云巨头的竞争挤压、高杠杆带来的财务风险、客户高度集中导致的议价权弱势等核心挑战。

- 未来行业演化将呈现四大核心趋势：

- ① 竞争核心从GPU规模，转向更快、更便宜“拿电-土建-液冷-组网-全栈调试”的全链条整合能力；
- ② 云规模效益仍在、马太效应会持续加剧。头部厂商凭借资源与订单优势持续扩大市场份额，无差异化壁垒的中小厂商将面临淘汰或被收购；
- ③ 差异化成为突围核心，区域布局、细分场景定制、能源成本优势将成为NeoCloud厂商的核心竞争壁垒；
- ④ 行业经营重心从单纯的规模扩张，逐步转向扩张速度与盈利质量的平衡。

- 核心结论

- AI商业化进程中，NeoCloud既能为头部云厂商提供临时产能缓冲，也成为芯片厂商扶持生态、大模型厂商灵活掌控算力的首选合作方。算力供不应求的格局下，凭借对AI算力刚需的精准匹配，增长确定性较去年大幅提升。随着下游模型与应用商业化落地加速，典型案例如Anthropic ARR每年增长十倍以及近期“龙虾”的爆火，有效回应了市场长期担忧的“谁来买单、下游场景能否跑出正ROI”的核心问题。
- NeoCloud商业模式的本质，是赚取算力、电力配套、时间窗口与资本（依托大客户信用背书）的利差。各家厂商的禀赋差异，直接决定了其增长弹性、风险水平与长期生存能力，全维度的垂直整合能力则决定了企业的发展上限。市场估值除了考虑业绩的增长性、盈利性和确定性，还重点评估其资金周转与运营效率。当前NeoCloud虽然毛利接近传统云、但折摊与利息费用高企，普遍亏损状态。激进扩张的混合模式弹性更大，但需关注产能交付节奏、GPU折旧速度等产业端变量，以及现金流风险。若市场风险偏好下行，股价可能波动。
- 风险提示：宏观经济波动风险、AI技术进展不及预期风险、行业竞争加剧风险、供应链问题影响等。

- [01] NeoCloud (新兴云) 特点与代表公司
- [02] NeoCloud 商业模式深度剖析
- [03] 案例：云合同单位经济模型与ROI 测算
- [04] NeoCloud 对比：估值、收入、利润、容量
- [05] 未来发展分析

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。

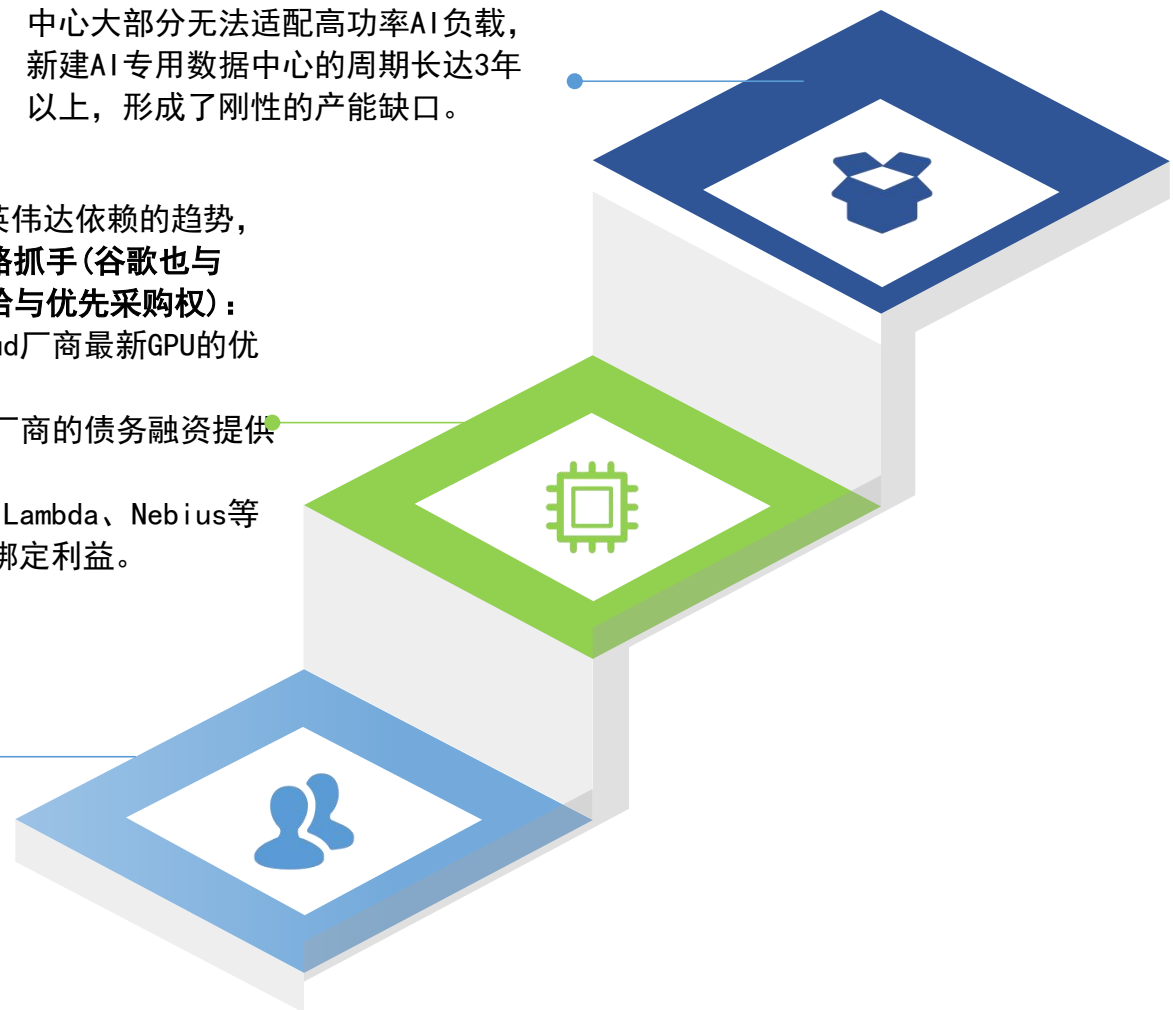
供给端：芯片厂战略培育，打造下游算力生态

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、给与优先采购权）：

- 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（新兴云）核心特点

- AWS/Azure等传统云巨头功能全面，但算力建设周期长、计费复杂，让“做深做透单一环节”的厂商有了生存空间：
 - ① NeoCloud（Oracle、Coreweave、Nebius等）：专注GPU基础设施，砍掉冗余的全栈云功能，**对数据中心内的GPU算力、拥有完整的控制权**（区别于IDC主要提供土地、机房、电力、制冷等基础配套，而不控制算力；区别于做GPU服务器托管的厂商和单纯算力加价转售的渠道代理商）。
 - ② Inference Wrappers（推理封装云：Together.ai、Cohere）：抓住AI对模型推理的刚需，只做推理层封装，提供开箱即用的模型API和优化工具，不拥有底层算力。

图：传统云与新兴云业务对比

	NeoCloud	InferenceWrappers	传统云巨头
A推理引擎 无服务器、推理容器、专用推理、模型优化			
全面的模型系列 具备性能、吞吐量、延迟和FDE			
代理平台			
GPU基础设施			
全栈云平台			
体验大规模运行全球关键任务应用的能力			
简单性、定价透明度、投资回报率			

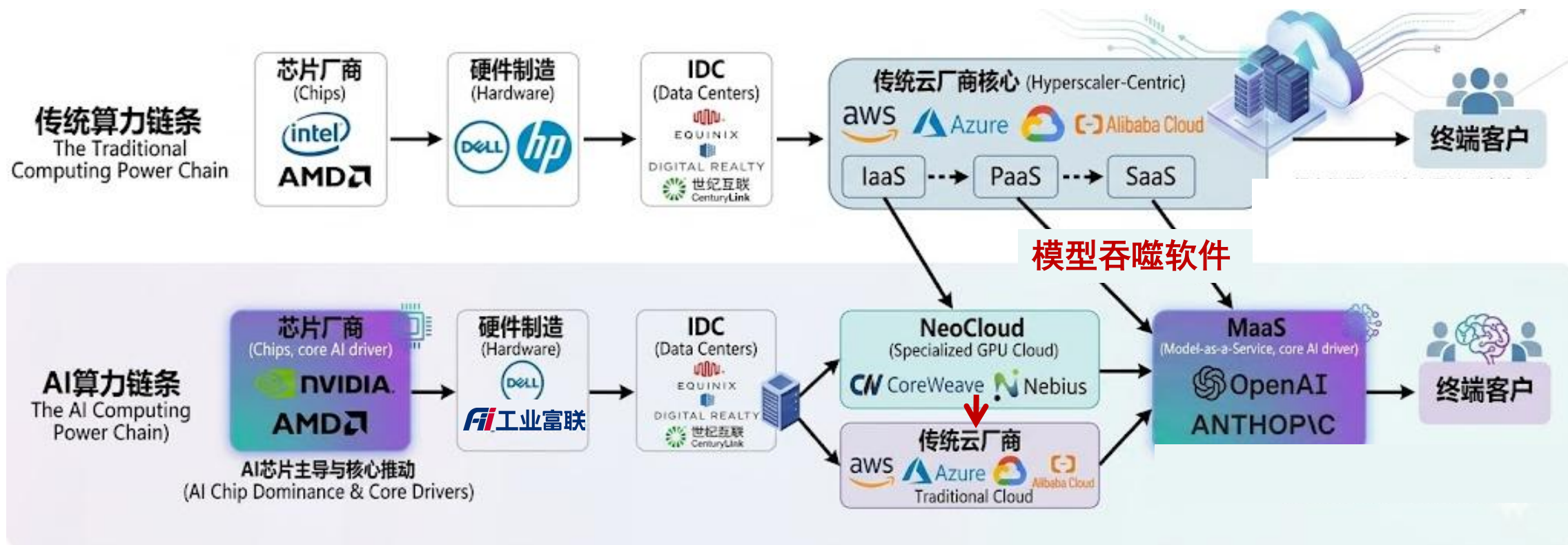
资料来源：各公司官网，SemiAnalysis，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

传统云 VS AI时代：算力传递链条的重构

- 算力需求从“通用分散型CPU负载+配套平台产品”转向“专用大规模GPU负载”；
- 传统链条云厂商为核心、营收占产业链营收60%以上。AI链条核心环节转移到芯片与MaaS厂商；
- 传统云高价值量的PaaS和SaaS环节正在被大模型（MaaS）吞噬；
- 芯片厂商+NeoCloud厂商+大模型厂商的三角格局正在兴起；

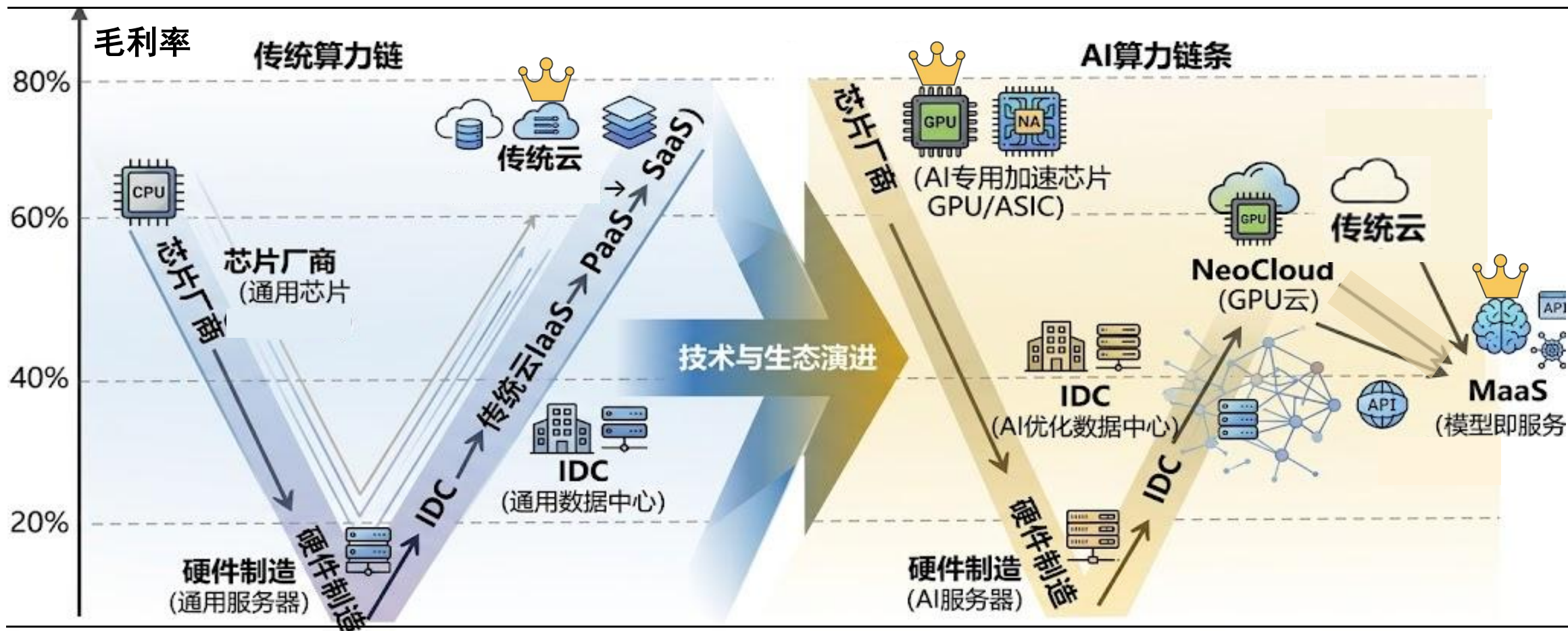
图：算力传递产业链的变化



传统云VS AI时代:算力链条毛利率与价值分布分析

- 传统链条利润率V型结构，云厂商尤其软件高壁垒，IaaS→PaaS→SaaS利润率持续提升、加价卖给下游。
- AI算力链当前芯片厂利润率显著提升（供需不平衡）。NeoCloud虽然毛利高、但折摊与利息费用极高，净利亏损。
- MaaS因为算力贵、扩张期抢建生态，毛利率并不高，但未来作为新应用入口，TAM和利润率潜力巨大。

图：算力传递产业链毛利率的变化



图：全球NeoCloud市场梯队



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

新兴云厂商公司业务与业绩对比

图：新兴云厂商公司业务与业绩对比

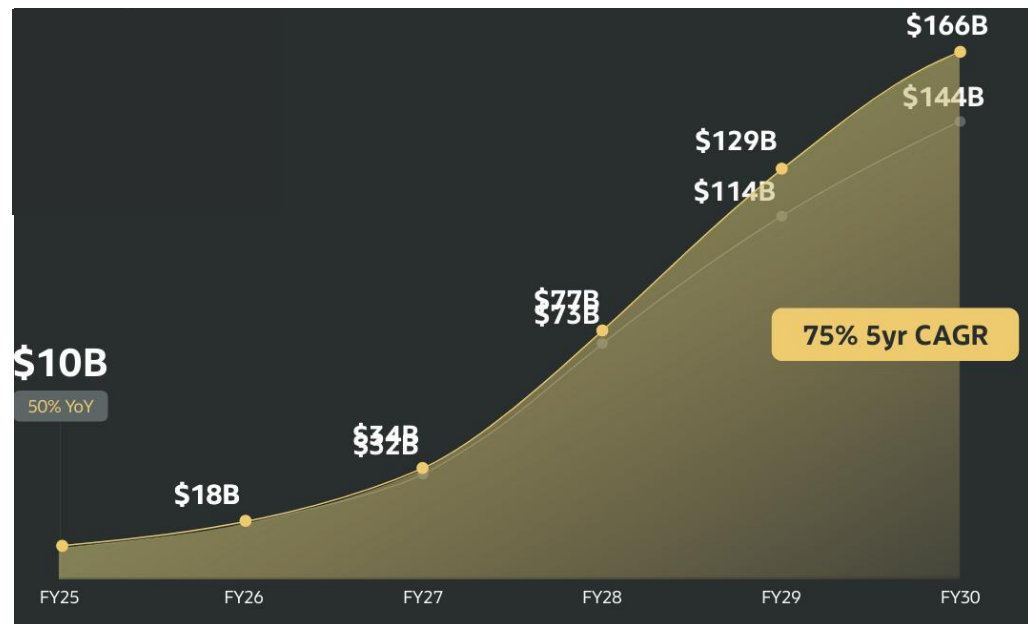
公司	Oracle	CoreWeave	IREN	Nebius	DigitalOcean	Crusoe	Together.ai
创立时间	1977年成立, OCI 于2016年推出	2017年,2020年转型GPU云	2018年成立(前身为Iris Energy), 2024年转型AI算力基础设施	2024年(原Yandex国际业务后重组)	2011年	2018年,2024大规模转向AI DC基础设施	2022年
2024/2025年营收	2024*:\$549亿(总营收), \$219亿(云基础设施) 2025:\$610(总营收), \$281(云基础设施)	2024*:\$19.15亿 2025:\$51.31亿	2024年:2.8亿美元(以加密业务为主) 2025年:7.57亿美元(云业务占比5%)	2024:\$0.92亿 2025:\$5.3亿	2024:\$7.81亿 2025:\$9.01亿	\$4亿(2024年) 预计\$10亿(2025年)	\$2亿(2024年) 预计\$8亿(2025年)
业务形式	传统软件+云基础设施(IaaS/PaaS/SaaS)	纯AI基础设施(IaaS) GPU	北美垂直整合AI基础设施(IaaS), 100%可再生驱动	欧洲为主的AI基础设施(IaaS)	中端云计算平台(IaaS/PaaS), SMB开发者云	AI基础设施+能源创新	AI推理平台(PaaS), 开源AI研发云
云收入拆分	约50%IaaS、50%SaaS	100% IaaS	100% IaaS	100% IaaS	IaaS与PaaS	100% IaaS	IaaS与PaaS
市值*	市值\$4292亿	市值\$294亿	市值\$140亿	市值\$244亿	市值\$57亿	E轮融资13.8亿美元, 估值超100亿美元	估值达到33亿美元
运营模式	自建数据中心, 云服务、许可支持、数据库、AI基础设施长期合同	GPU资产抵押融资。多年期合同+少量按需+软件平台	100%自持自建数据中心+自有可再生能源并网, GPU资产融资	自建+租赁数据中心, 自助式GPU云+dedicated capacity contracts	订阅制+简易算力, IaaS为主	能源套利(废气发电), 数据中心建设/运营+GPU云+能源/微电网方案	平台化GPU租用+API+企业平台
核心特点	从企业软件巨头转型AI基础设施, 客户信用强、区域最多、供电/园区最强、与数据库/SaaS协同最深; Stargate项目合作方	交付快、NVIDIA绑定深、训练集群能力强、融资工程能力突出	北美垂直整合绿电AI算力龙头, 锁定超4.5GW可再生电力资源, 液冷技术领先, 微软核心AI算力供应商, 扩张规划激进	获微软174亿美元大单。欧洲为主的AI集群, 软件栈更完整、现金储备较强、扩张目标激进	专注中端市场, AI业务快速增长。产品简单、面向中小客户、盈利和现金流较优、AI为增量业务	利用石油开采中被浪费的天然气发电, 为AI公司提供比传统数据中心便宜50%的绿色计算服务	开源模型平台, 更偏模型平台层, 开发者生态强, 比OpenAI便宜90%。专注于推理优化与API

资料来源：各公司官网，彭博，国信证券经济研究所整理 注：市值采用3月11日，Oracle 2025年营收为2024-12-1至2025-11-30因其25财年=2024-06-01至2025-05-31、Nebius 2025业绩为2025-2-1至2026-1-30

Oracle: 传统软件巨头, AI背景下云基础设施OCI增速迅猛

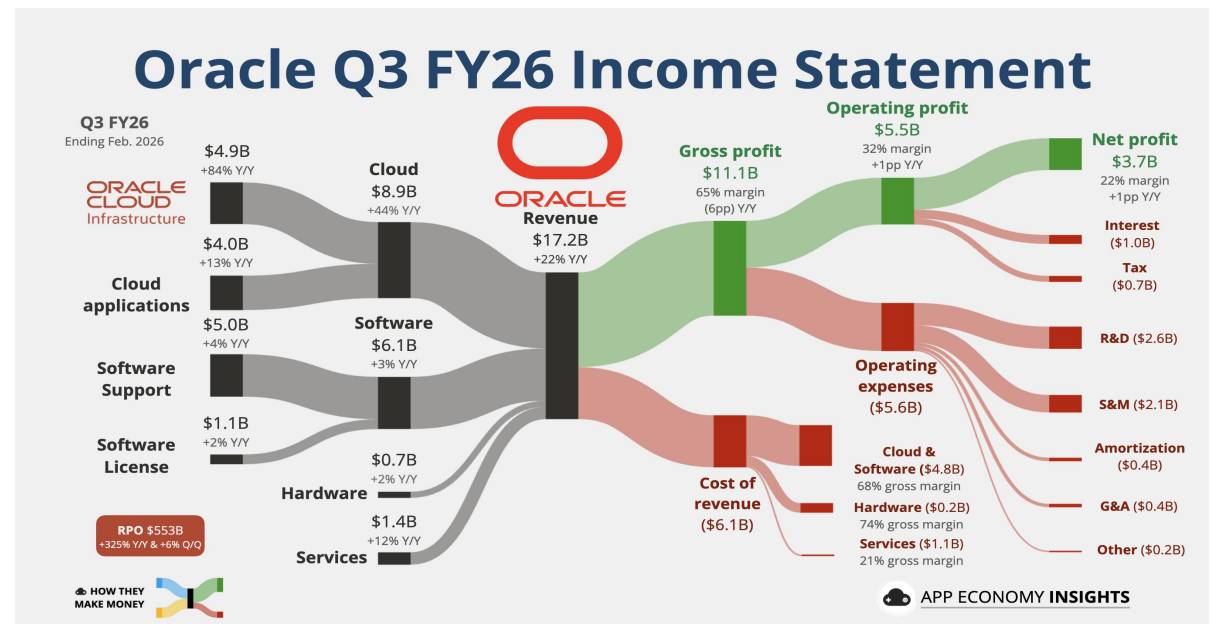
- Oracle作为传统企业软件巨头, 正经历从软件许可向云服务的战略转型。其云业务主要分为IaaS类的Oracle Cloud Infrastructure (OCI) 和SaaS类的Oracle Cloud Application (OCA) 两条核心线, 其中OCI业务增速持续领跑, 自2022财年起增速始终维持在50%左右。
- Oracle的核心优势在于其庞大的企业客户基础和与OpenAI合作的Stargate项目, 该项目总投资达5000亿美元。目前RPO已达5530亿美元, 其中OpenAI相关合同占比接近60%。其云业务采用“混合云+专属集群”模式, 既提供公有云服务, 也为大型客户定制私有云解决方案, 兼顾灵活性与安全性, 是传统云巨头中AI转型最为激进且成效显著的企业。

图: 上调OCI长期收益计划



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图: Oracle营收与支出拆分



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

CoreWeave: 挖矿转型GPU云, 与英伟达深度绑定



- CoreWeave成立于2017年, 最初以加密货币挖矿起家, 2019年转型专注于AI算力服务。云业务以“专业化、高密集、深绑定”为核心特点, 是目前北美除云巨头外运营规模最大的AI专用算力厂商, 2025年营收达51亿美元, 同比增长达到+168%。
- CoreWeave的独特定位是纯AI基础设施提供商, 与NVIDIA深度绑定(英伟达约持股9%)、因此GPU堆栈优化强, 不仅获得优先、大规模的GPU供货保障(涵盖H100、H200、GB300等全系列旗舰芯片), 还联合开展算力集群性能优化。
- 业务模式上, 采用“算力租赁+定制化服务”双驱动, 客户以微软、NVIDIA为核心算力合作伙伴, 两者贡献其约80%的营收。虽然公司仍处于亏损状态(25Q4净利率约-18%), 但毛利率接近70%、调整后EBITDA利润率高达57%, 体现出强劲的内生盈利能力, 其云业务的核心竞争力在于规模化GPU调度能力和技术优化优势。

图: FY25业绩汇总



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图: FY26业绩前瞻和中长期目标

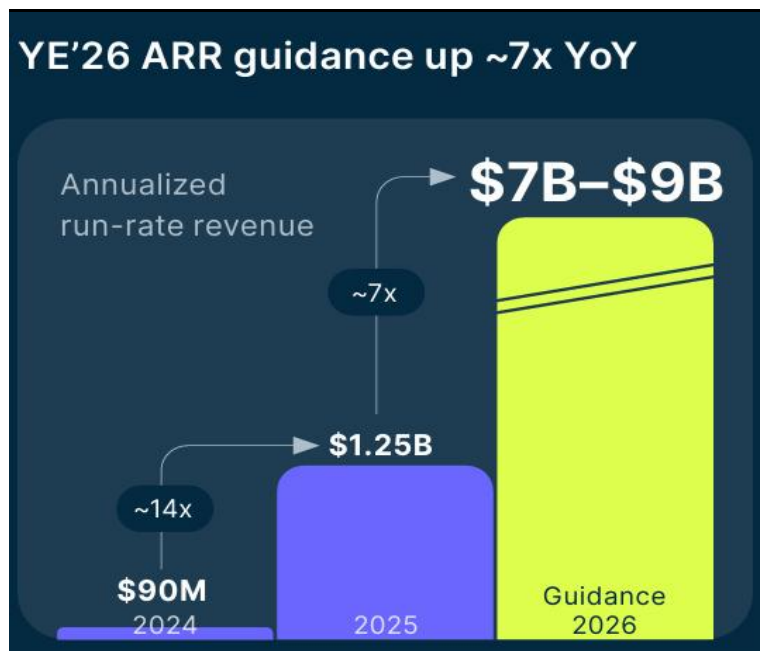


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

Nebius: 欧洲为主的算力租赁厂，高杠杆、快扩张

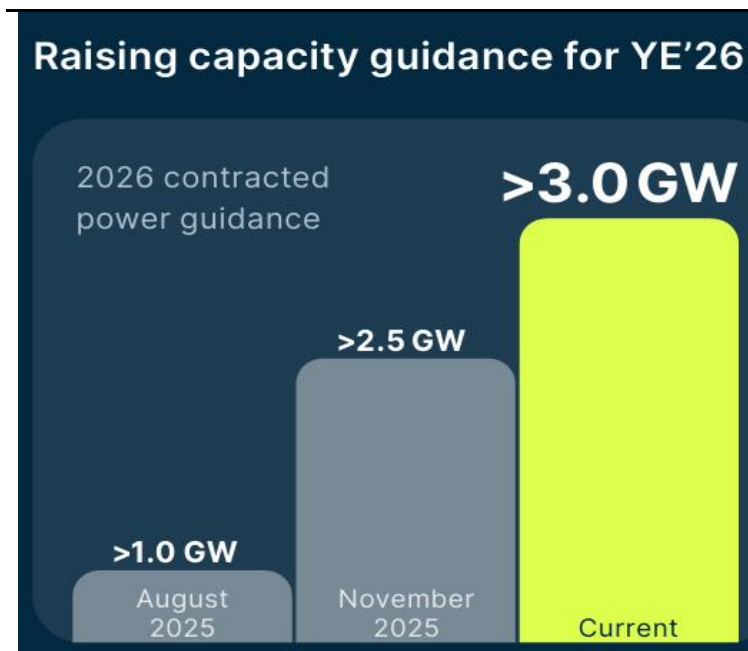
- Nebius的前身是俄罗斯科技巨头Yandex的国际业务部门。2024年7月，Yandex以54亿美元出售俄罗斯境内业务，保留国际资产并更名为Nebius，总部迁至荷兰阿姆斯特丹。
- Nebius的云业务以“合规化、巨头绑定、快速扩张”为核心特点，公司2025年营收5.3亿美元、同比增长478%，核心聚焦欧洲、北美市场。最大亮点是与微软签署了174亿美元（可扩展至194亿美元）的5年期AI基础设施合同。此外，Nebius还与Meta达成合作，获得5亿美元战略投资及30亿美元AI基础设施服务合同，客户结构高度绑定头部科技巨头，大额长期合同实现爆发式增长，
- 云服务模式以“定制化算力租赁”为主，目前重点拓展欧洲、中东地区的合规算力市场，作为分拆不到两年的企业，已快速成长为AI基础设施领域的重要玩家。

图：2026年ARR指引



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：2026年容量指引上调



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：2025Q4 EBITDA 利润率



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

IREN：挖矿与AI云双驱，电力容量充裕

- IREN Limited 2018年创立于澳大利亚悉尼，2021年登陆纳斯达克上市。公司早期以 100% 可再生能源驱动的比特币算力运营为核心主业，2023年启动战略转型，构建“加密算力 + AI云服务”双轮驱动模式，凭借锁定的低成本绿电资源、高密度数据中心运营能力，快速跻身北美头部AI云基础设施服务商。当前公司营收仍以比特币挖矿为主，25Q4云业务占比收入约10%，但AI云业务季度环比增速达143%，增长势头强劲。2025年股价涨幅超300%，成为全球AI算力赛道核心标的。
- IREN AI云业务的核心突破，是2025年11月与微软签订的五年期、总价值97亿美元AI云服务协议。协议约定，IREN为微软提供数据中心配套园区总电力容量。该协议含20%预付款，公司预计2026年底将贡献34亿美元AI云年化经常性收入（ARR），对应EBITDA利润率高达 85%。
- 算力基建与硬件规模快速扩容。2026年3月，公司与戴尔科技达成协议，采购完成后GPU总保有量将达15万片。截至2026年1月，公司在北美核心算力园区总电力储备达4.5GW，当具备充足的长期增长空间。

图：IREN与微软合同情况

- 总合同价值97亿美元
- 58亿美元GPU资本支出，含辅助设备1
- 五年平均期限，目标分阶段启动于2026年
- 20%预付款，计入第3-5年
- 英伟达GB300 GPU部署
- 强大的利润率由数据中心所有权支撑



资料来源：公司官网，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

图：IREN合作客户与数据中心容量建设计划

- IREN Cloud™ now *servicing a broad range of customers* from hyperscalers, to model developers, to AI-native enterprises
- Microsoft contract scales IREN's *footprint to 100k GPUs*
- NVIDIA Preferred Partner* with multi-jurisdictional AI Cloud
- Ample *runway for sustained growth*

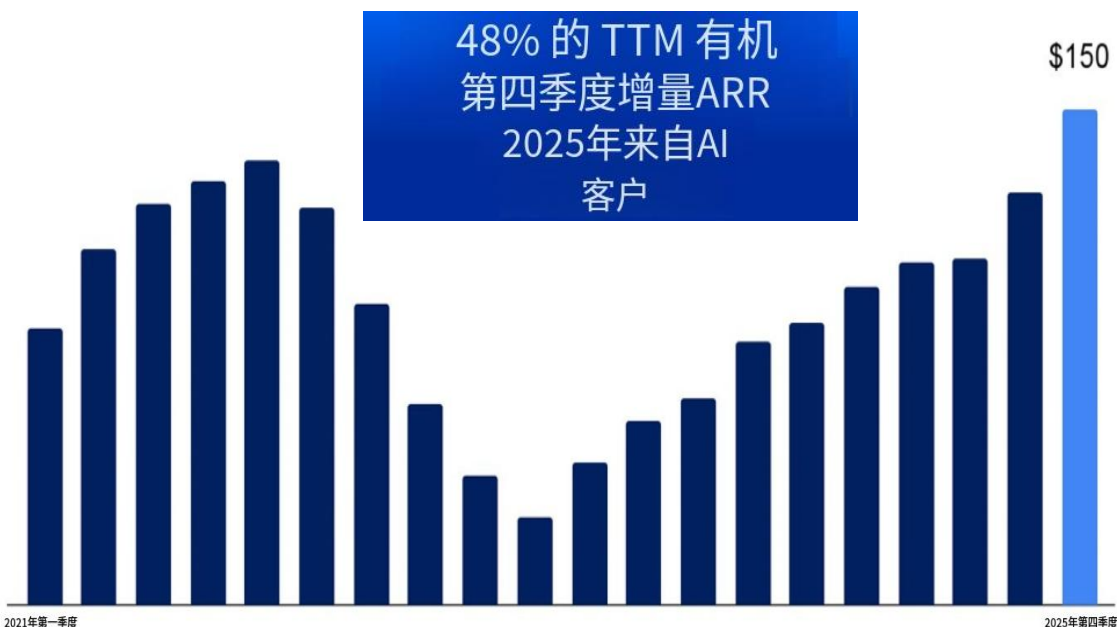


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

DigitalOcean: 中端市场的云计算平台, 追求增长与盈利平衡

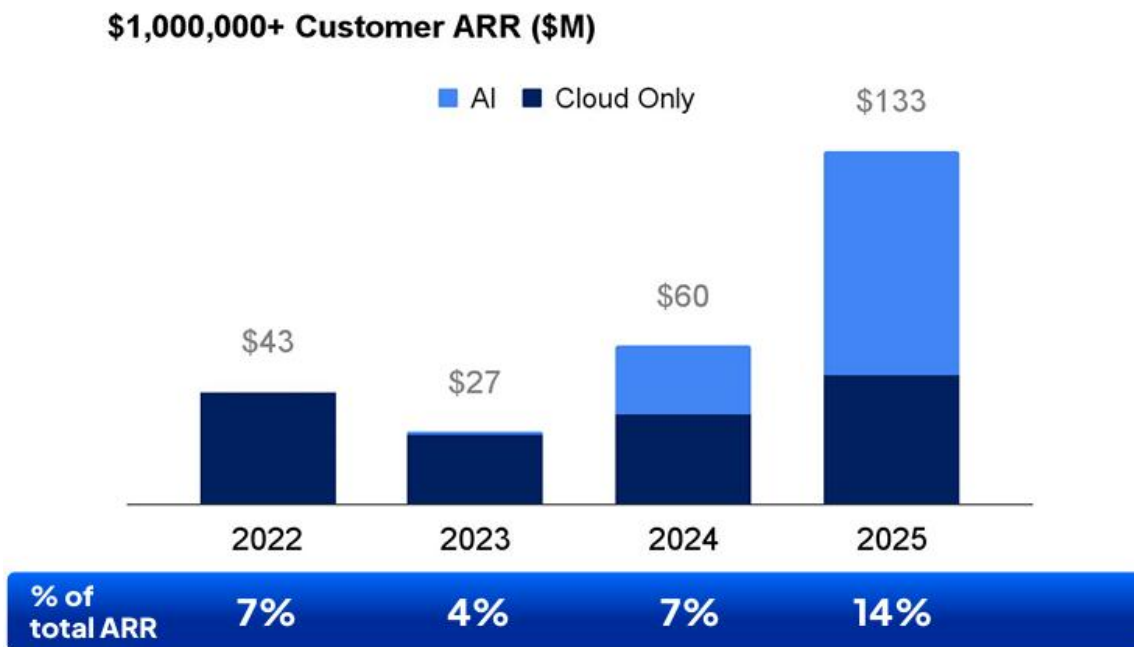
- DigitalOcean成立于2011年, 是一家专注于中端市场的云计算平台。云业务以“轻量化、低成本、易上手”为核心特点, 专注服务中小企业和开发者, 避开与传统云巨头的正面竞争, 2025年12月ARR达到10亿美金, AI客户ARR达到1.2亿美元, 同比增长150%。
- DigitalOcean不追求大规模重资产投入, 而是通过标准化产品和自动化运营, 降低服务成本, 毛利率稳定在60%左右、净利率维持在20%+, 是Neo Cloud中较为稀缺能达到增长与盈利的平衡的公司, 虽然云收入增速约20%左右相比其他云厂较弱, 但是六家企业中唯一实现正向自由现金流的新兴厂商。

图: 按季度的TTM增量ARR (百万美元)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图: 100万美金以上客户收入变化



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- 01 NeoCloud (新兴云) 特点与代表公司
- 02 NeoCloud 商业模式深度剖析
- 03 案例：云合同单位经济模型与ROI测算
- 04 NeoCloud对比：估值、收入、利润、容量
- 05 未来发展分析

商业模式深度剖析：算力基本全自主控制，土地电力部分租赁

- IREN (极重, 纯自建) > Nebius (偏重, 土地电力租赁与全自建各占50%) > CoreWeave (由轻转重, 土地电力租赁为主转到局部收购) > Oracle (由重转轻, 核心自建+边缘租赁) > DigitalOcean (极轻, 纯算力托管)。

图：数据中心建设方式

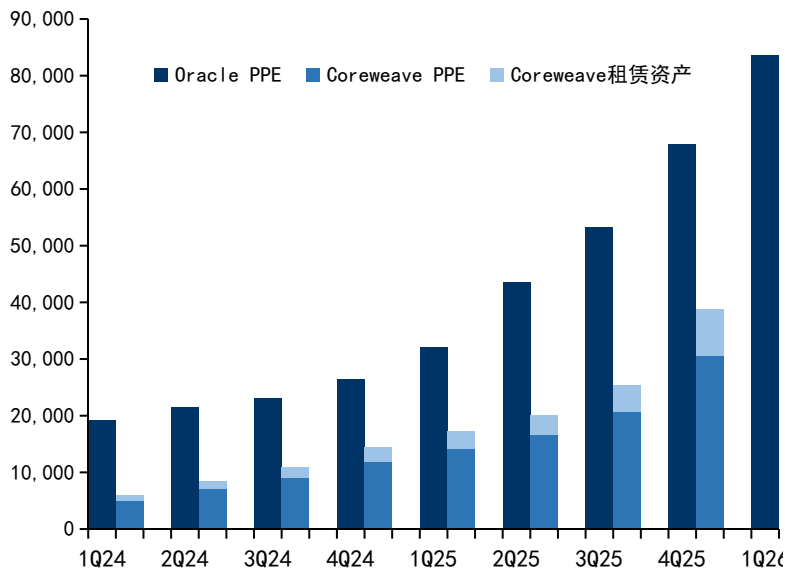
	Oracle (OCI)	CoreWeave	Nebius	IREN	DigitalOcean
数据中心产权	核心枢纽数据中心为自有产权，边缘节点以长期租赁为主；2025年新增2480亿美元15-19年长期租赁承诺（表外，交付之前不支付租金）；	由重度租赁转向局部100%拥有产权，25年7月收购Core Scientific后获得6个自有产权超大规模数据中心，其余为批发型机柜长期租赁；	混合模式，自有产权占比约50%。芬兰总部园区为100%自有产权，法国、美国、以色列节点采用自有+Equinix等顶级运营商托管租赁的混合模式	100%自有产权运营。北美6个数据中心，100%完全自有产权，覆盖土地、变电站、光纤网络、机房建筑全链条	100%全租赁模式。全球10个区域17个数据中心，100%采用第三方数据中心长期租赁模式
数据中心运营模式	<p>高度垂直整合模式：</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 土地：核心园区自有，重度依赖长期租赁； ② 电力：通过与VoltaGrid等企业签订长期PPA（购电协议）锁定； ③ 算力：基础设施自主部署GPU集群。支持BYOC（Bring Your Own Cluster）模式，客户自购芯片全栈托管到oracle部署。 	<p>轻资产快速扩张模式：</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 土地：园区机房主体依赖租赁或收购产权； ② 电力：数据中心运营商提供配套； ③ 算力与配套：自主部署液冷系统、高速网络、GPU算力集群； 	<p>全栈自建导向混合模式：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 自有节点：100%自建土地、电力、冷却系统； • 租赁节点：仅自主部署算力硬件； 	<p>完全垂直整合模式：</p> <p>100%自有土地、自建变电站、自有光纤网络、自建机房，电力通过与电厂直接签订超长期PPA锁定，自主完成算力集群部署与全链路运营；</p>	<p>纯托管运营模式：</p> <p>土地、机房、电力、基础网络全由第三方数据中心运营商提供；仅部分自主采购服务器硬件；</p>
全球数据中心布局 (2026年3月最新)	<p>全球均衡布局：</p> <p>全球范围内拥有 85 个已投入运营或已规划的云区域。主要分布在北美、亚太、欧洲、拉美、中东与非洲五大区域。</p>	<p>北美高度集中：</p> <p>43个数据中心，重点布局在北美（30+）和欧洲（10+）。</p>	<p>欧美+北美+中东布局：</p> <p>在全球拥有约5-7个数据中心节点,核心节点位于芬兰，其余关键节点分布于法国、德国、美国和以色列。</p>	<p>北美双区域集中：</p> <p>采取“大本营式”的重资产部署模式。美国 1 个已投产、多点在建，加拿大3个。</p>	<p>全球分散布局：</p> <p>共有15个自营数据中心，北美7个、欧洲5个、亚太3个。</p>

资料来源：各公司官网，彭博新闻，国信证券经济研究所整理

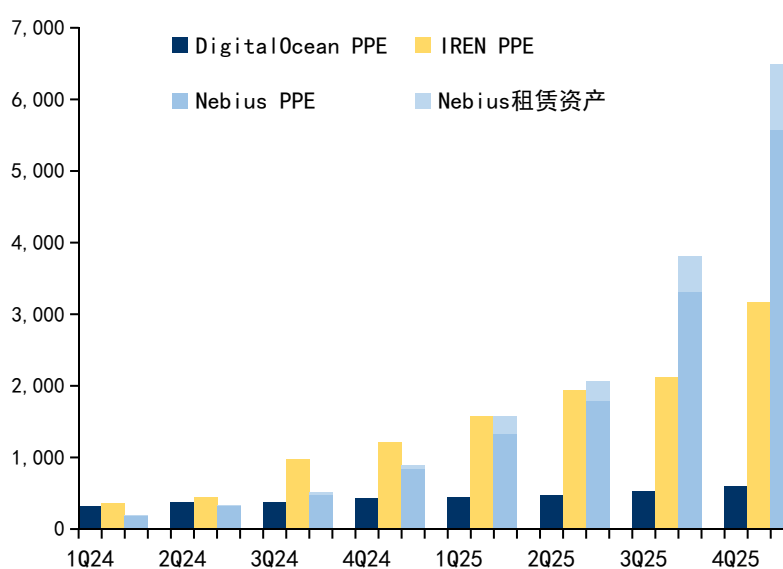
• 资产结构与租赁占比变化如下图：

- ① **重资产自有模式（IREN）**：PPE高增长，对基建、电力、算力的掌控力强，长期成本优势显著，但需要极强的低成本融资能力支撑；
 - ② **混合模式（Oracle、CoreWeave、Nebius）**：高需求下租赁占比持续提升，便于区域化扩张。Oracle 26FYQ3经营租赁资产208亿、融资租赁60亿, 对比总PPE 836亿。租赁资产/总使用资产约24%。
 - ③ **轻资产租赁模式（DigitalOcean）**：PPE规模低、主要为自有算力，但对第三方基础设施的依赖度高；
- 过去2年时间里，五家厂商的PPE规模差距从几倍拉大到几十倍，核心是AI算力需求爆发。注：Oracle的2480亿美元长期租赁订单目前还在建设阶段，属于表外未确认承诺。DigitalOcean采用的是托管模式，PPE主要为自有算力，租赁部分财务上可以为“服务合同（Service Agreement）”当期费用化而非“资本化租赁（Capitalized Lease）”。

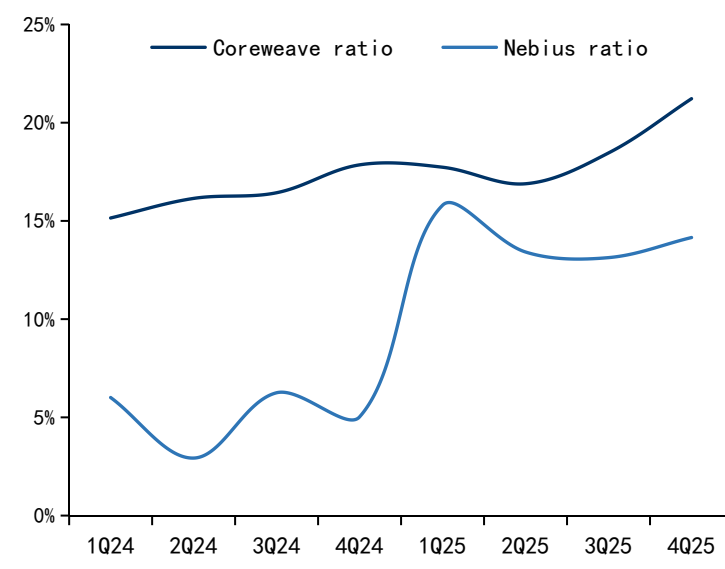
图：Oracle与CoreWeave资产构成（百万美元）



图：DigitalOcean、Nebius与IREN资产构成（百万美元）



图：CoreWeave与Nebius租赁资产占比总使用资产

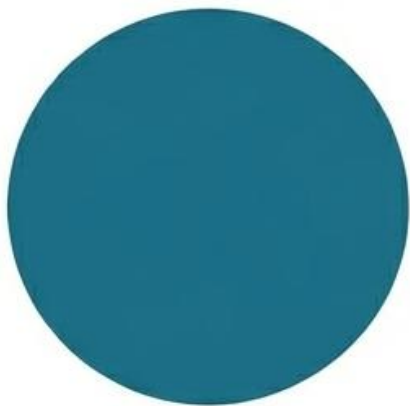


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

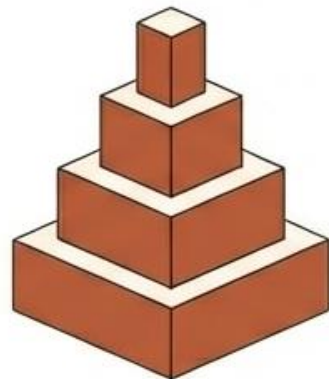
图：NeoCloud客户结构特点



极度集中

CoreWeave:2024年微软单一客户占62%，第二大客户英伟达，前两大客户占77%。

IREN: 微软单一客户占85%签约ARR;



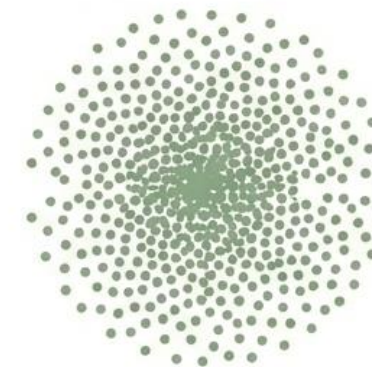
兼容并蓄

Nebius:拥有微软174亿与Meta 30亿美元五年期底座大单，26年新签META 270亿订单，同时向Shopify、Cursor等腰部平台均衡延展。



大单与平台并重

Oracle:手握OpenAI公开最大单一订单，同时拥有庞大多云与数据库企业基本盘。



极度分散

DigitalOcean:面向中腰部公司，拥有64万客户；

Together.ai: 服务开发者社区快速扩大用户基础，拥有超过45万开发者用户。

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

合作主体/大客户（美元）	Oracle (OCI)	CoreWeave	Nebius	IREN	Crusoe	FluidStack	总计	
总待交付订单（Total Backlog）	3320亿	670亿	474亿 ²	97亿 ¹	128亿	18亿		
科技厂商	微软 	40亿（2025年）	100亿（2023年）	174亿（2026年） ³	97亿（2025年）	12亿（2025年）	-	423亿
	Meta 	-	140亿（2025年）	30亿（2025年） 270亿（2026年） ⁴	-	-	-	440亿
	Cohere 	80亿（2025年）	-	-	-	-	2.5亿（2025年）	82.5亿
	IBM 	-	30亿（2025年）	-	-	-	-	30亿
模型厂商	OpenAI 	3000亿美元 （2025-2030年， Stargate）	220亿美元（2025年）	-	-	100亿（2025年）	-	3320亿
	Anthropic 	50亿（2025年）	80亿（2025年）	-	-	-	3亿（2025年）	133亿
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	-	6亿投资（2024年）	-	投资47亿
	Google 	-	-	-	-	-	18亿（2025-2029年）； 1亿投资，谷歌持股 15%-20%（2025年）	18亿与1亿投资

¹IREN 97 亿美元：2025 年公告与微软签订的 7 年期专属 AI 算力供应合同，为公司全部待交付订单。

²Nebius 474 亿美元：截至 2026 年初已公告的全部长期合同累计金额。

³Nebius 174 亿美元：2026 年公告与微软签订的 6 年期 AI 算力采购合同。

⁴Nebius 270 亿美元：2026 年公告与 Meta 签订的 5 年期专属 AI 算力供应合同。

商业模式深度剖析：芯片公司积极投资新兴云

- 面向大型项目（OpenAI Strategy）的专项资金募集。Oracle、CoreWeave、Crusoe作为星际之门大型数据中心建设项目的参与方，均通过融资、贷款募集专项资金。IREN 25年获批3.5亿美元绿电项目专项贷款。
- 与芯片公司的投资合作。如英伟达是 CoreWeave、Crusoe、Together.ai最重要的机构投资方，参与多轮融资，约持股CoreWeave 9%的股权。26年3月英伟达20亿美金投资Nebius；如Crusoe获得了AMD支持的3亿美元贷款，利率6%，以AMD芯片和相关设备作为抵押。

图：新兴云厂商融资情况汇总

公司	Oracle	CoreWeave	Nebius	IREN	DigitalOcean	Crusoe	Together.ai
已知关键债务/融资信息	<ul style="list-style-type: none"> • 2025年9月：发行巨额 \$180亿票据，到期日跨度为 2030 年至 2065 年，融资成本极低。 • 2026年2月：宣布 \$450亿-\$500亿的混合融资计划(股权+债务)，其中包括通过 At-the-market (ATM) 计划募集高达 \$200 亿的股权。 • 2026年2月：完成一次性 \$250亿债券销售； 	<ul style="list-style-type: none"> • 2023年23亿美元 GPU抵押债； • 2024年延迟提款定期贷款 (DDTL 2) 76 亿美元；2025年5月：发行 \$25亿 高收益债券。7月发行 \$17.5亿 优先票据。 • 2025年7月：完成 \$26亿DDTL 3，专用于OpenAI 的长期合同。 • 2026年3月：完成 \$85亿的新贷款，拟利用与 Meta 签署的 \$190亿 合约作为信用背书。 	<ul style="list-style-type: none"> • 2025年6月：发行 \$10亿 可转换债券。 • 2025年9月：宣布混合融资方案，包括发行新可转债和出售最多 2500 万股 A 类普通股； • 2026年3月获得英伟达20亿美金投资； 	<ul style="list-style-type: none"> • 2025年：完成 3.5亿美元绿电项目专项贷款； • 2025年12月：获得微软97亿美元订单，20%预付款； • 2026年3月：发行5亿美元可转债，用于GB300 采购与德州园区建设； 	<ul style="list-style-type: none"> • 2025年11月：回购了 \$11.88 亿2026年到期可转债，显著改善了资产负债表。 • 2026年1月：债权融资，更新5 亿美元循环信贷额度； 	<ul style="list-style-type: none"> • 2025年6月：从 Brookfield获得 \$7.5亿 信用贷款。 • 2025年6月：通过 股权与债务筹集 \$116亿专项资金，用于建设为 OpenAI 服务、容量达 1.2GW 的 Abilene 数据中心。 • 2025年8月：寻求以 \$100亿估值融资 \$10亿 	<ul style="list-style-type: none"> • 2025年2月：完成 \$3.05亿 Series B 轮融资，估值翻倍至 \$33亿，NVIDIA 参投。 • 2026年3月：正洽谈新一轮约 \$10 亿的融资，寻求 \$75亿 的投后估值。

商业模式深度剖析：大客户预付款为主

- 多元化的融资策略，包括债券、股权、项目融资与抵押。如Oracle采用通过投资级债券、强制可转换优先股等方式筹集资金，信用评级为A-。结合“客户自备硬件”和“客户预付款”的方式，现金流压力较小。
- CoreWeave 是“GPU 抵押融资”模式的开创者，公司正在进行85亿美元的担保融资，创造性地以持有的AI芯片和与Meta的合同作为双重抵押。该贷款获得了穆迪的 A3 投资级评级。（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。）

图：新兴云厂商付款模式与资金成本

	Oracle (OCI)	CoreWeave	Nebius	IREN	DigitalOcean
客户付款情况	混合模式： • 企业客户以1-3年年度承诺制为主，预付通用积分按使用扣减； • 中小客户支持按需付费； • 超大规模AI集群客户支持定制化付款周期， BYOC模式可兼容客户硬件托管的阶梯式付费 ；	混合模式： • 核心大客户采用Take-or-Pay必付合约模式，主力合同为5年期，签约时支付合同总额 15%-25%预付款 ； • 中小客户/短期租赁：100%预付，无后付费权限。	混合模式： • 与微软签订5年期174-194亿美元必付合约， 10%预付款 ，后续费用按季度结算； • 中小客户与竞价模式采用100%预付款锁定算力资源，无后付费模式；	混合模式： • 核心采用5年期必付合约，微软97亿美元合同提供合同总额（19.4亿美元） 20%预付款 ，预付款在合同第3-5年抵扣； • 其余客户采用年度预付模式；	纯订阅制： 无预付款要求，按月度实际使用量计费，支持信用卡、第三方支付等多种方式，客户高度分散
债务规模	\$1,745亿（总债务）	\$460亿（总债务）	\$78亿，10亿美元可转债	\$45亿	\$18.7亿
净债务杠杆率*	0.97x	5.9x	1.1x	1.2x	3.7x
抵押/债务特点	以公司信用与现金流融资为主，现金流承压	GPU与合同现金流抵押，杠杆高、利息重、依赖再融资窗口；	更偏公司级融资，扩张太快时资本开支仍可能消耗现金优势	绿电项目专项贷款+GPU资产抵押融资，预付款可覆盖大部分资本开支	债券融资为主，负债较低
融资方式与核心资金成本	投资级主体评级，债券融资成本3.5%-5.5%，租赁融资成本4%-6%，整体资金成本较低；	24年GPU抵押融资成本11%-15%，2025年综合成本约9.15%，2026-26年降至5.9%；	依托微软合同的高信用背书，可转债融资成本2%-3.5%，无高息债务；	可转债票面利率0.25%-1%，银行贷款成本2.5%-3.5%，客户预付款零资金成本，整体资金成本低；	可转债融资成本5.5%-6.5%，定期贷款成本4.5%-5.5%；
WACC	约5%	约13.6%	约13.6%	约11.4%	约7%

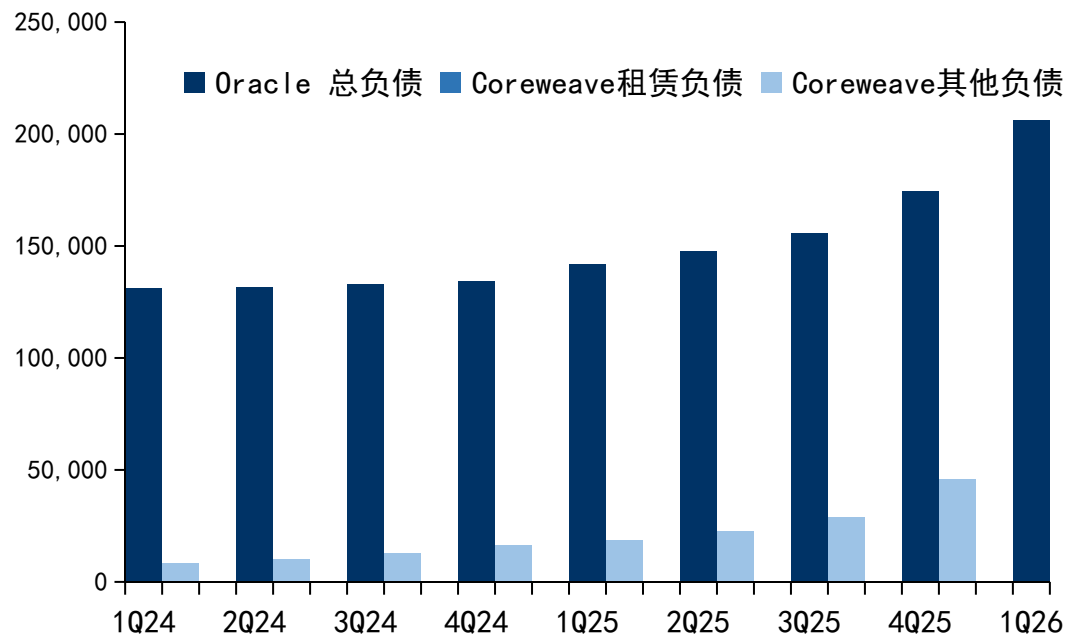
资料来源：公司2025年年报、SEC filings、彭博彭博社、华尔街新闻，国信证券经济研究所整理 *净债务杠杆率=净债务/经调EBITDA，采用2025年年报数据计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

商业模式深度剖析：融资与负债情况

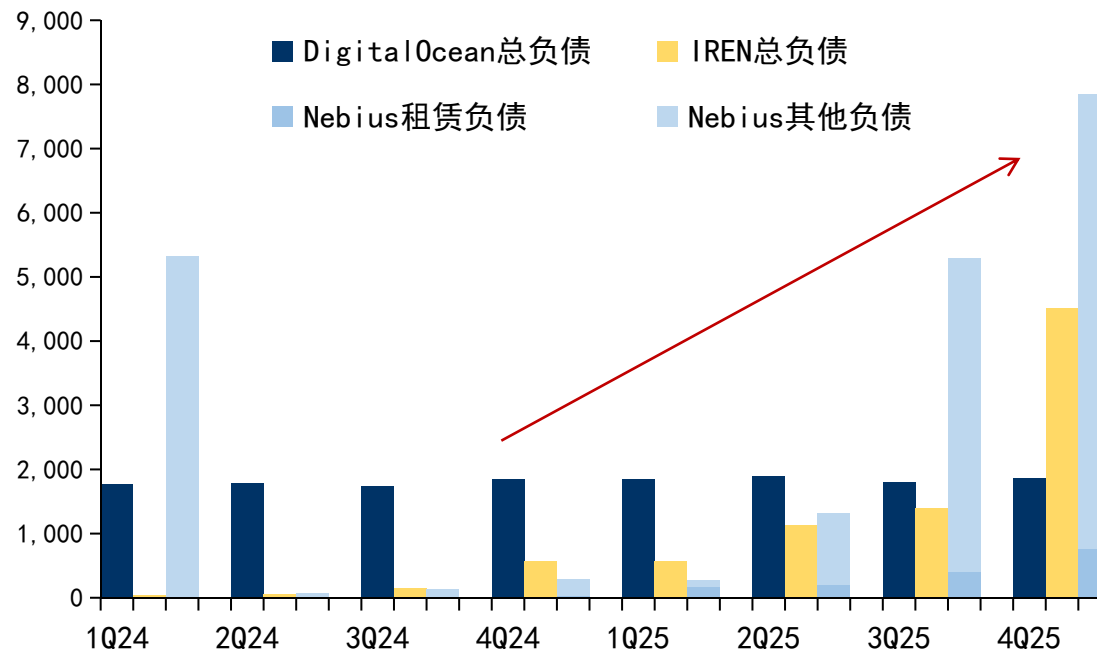
- 负债的大幅增长，是在有订单和硬资产支撑的主动战略扩。AI云赛道“高投入、长周期”特征显著，现金流韧性与杠杆管理是决定企业能否活过扩张期的核心因素。
- 客户付款模式决定负债质量与安全边际。微软等大客户的预付款模式，直接决定了企业的负债结构与风险等级。
- 主体信用与融资能力，决定了负债扩张的可持续性与成本上限。上市合规主体+高投资级评级，是获得低成本长期资金的核心门槛，如Oracle、IREN 作为上市主体，能拿到行业低的融资成本，负债扩张可持续性极强；Nebius依托微软的顶级信用背书，也获得了低成本融资；而CoreWeave的弱信用资质（25年3月上市，2025年标普信用评级B+非投资级/垃圾级），前期只能依赖高息风险融资。

图：Oracle与CoreWeave负债构成（百万美元）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理 注：仅为表内总负债

图：DigitalOcean、Nebius与IREN负债构成（百万美元）

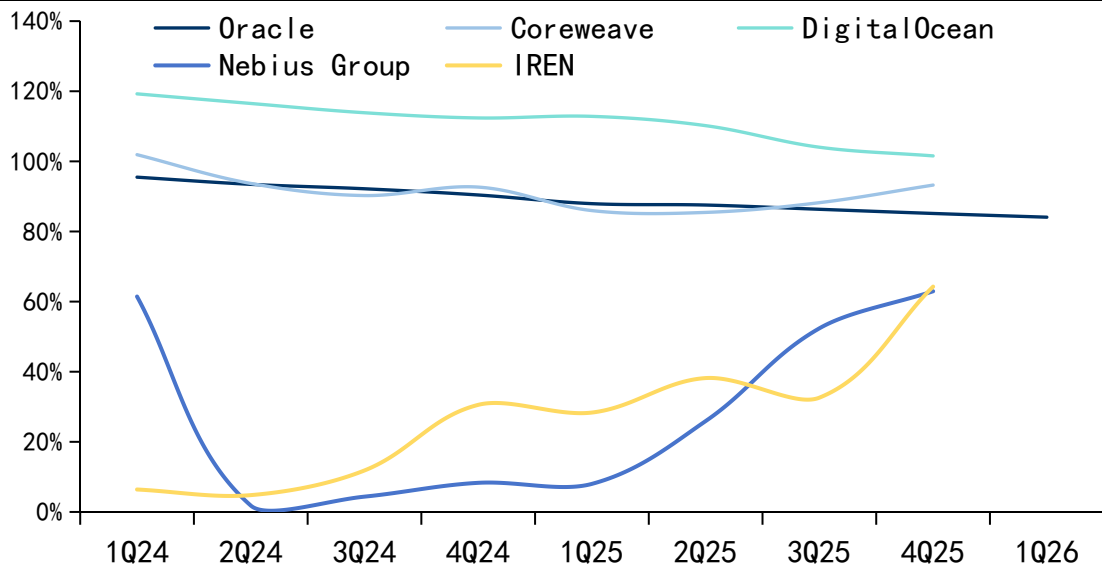


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理 注：仅为表内总负债

商业模式深度剖析：新兴云负债率较高，重资产、高投入

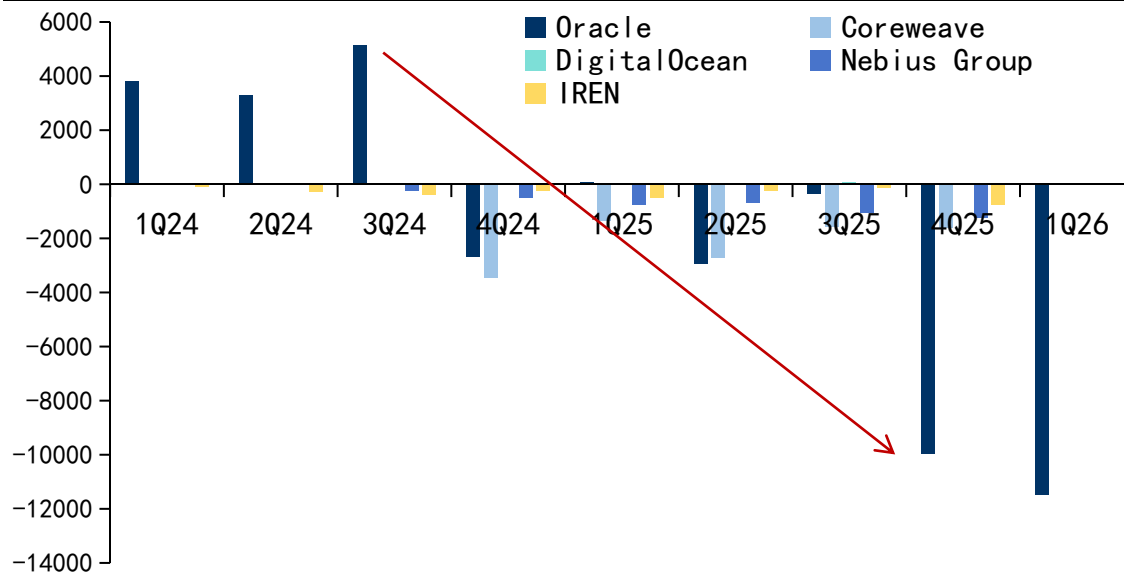
- 负债端：新兴云具备较高资产负债率（总负债/总资产）、接近100%，通过“先股权降杠杆、后债务扩产能”。
 - ① DigitalOcean数据中心采用租赁模式，未来付款义务全部确认为租赁负债计入总负债。但公司无大规模的固定资产、算力资产投入，总资产规模较小（分母），因此负债率相比较为高。
 - ② CoreWeave 约88%的负债率体现了它激进扩张的策略，也反映了其资金成本较高。
 - ③ Nebius从2024Q1初始负债率高（分拆遗留债务），后通过股权融资大幅降杠杆，25年随扩张重启债务融资，杠杆水平显著爬升。
- 现金流端：新兴云典型重资产特征，厂商自由现金流持续下滑、普遍转负，反映“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。Nebius自由现金流压力小于 CoreWeave/Oracle，主要依赖巨头合同预收款支撑运营。DigitalOcean由于其轻资产商业模式、是唯一实现正向自由现金流的新兴公司。

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：新兴云各公司自由现金流（百万美元）

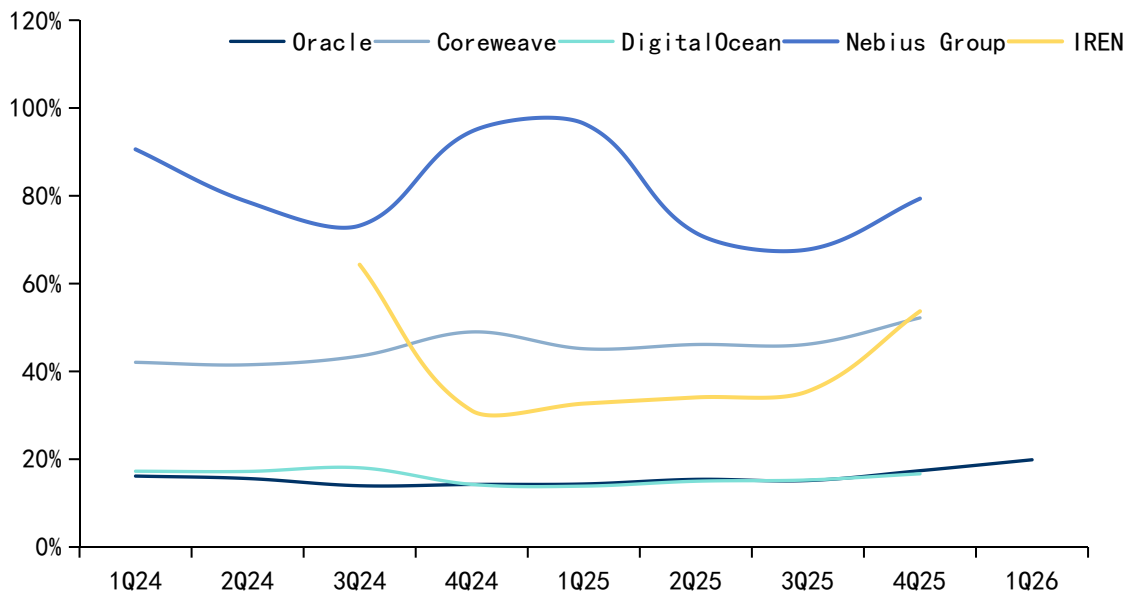


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

商业模式深度剖析：不同云厂的折摊与利息支出变化

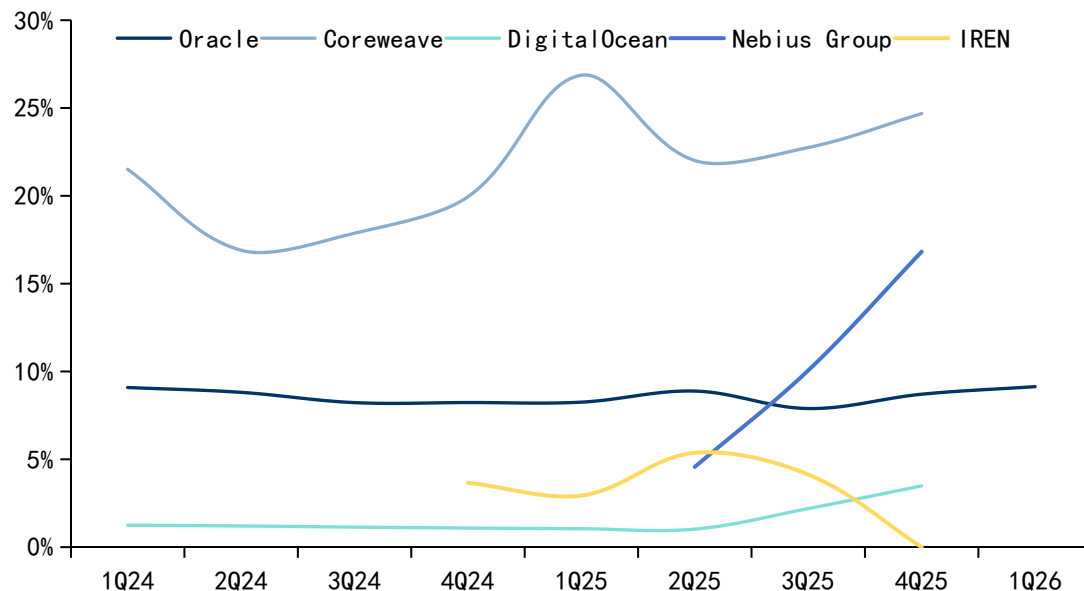
- ① 折摊高、利息高（CoreWeave、Nebius）：激进扩张模式，资产投入远超前于营收回报，高杠杆、高息负债带来一定财务压力。
- ② 折摊中、利息中（Oracle）：折旧与利息占比适中且极度稳定。代表重资产、高营收基数的成熟模式，资产回报效率相对高，AI扩张的代价可控，可以实现“规模扩张+盈利稳定+财务安全”三者平衡的厂商。
- ③ 折摊中、利息低（IREN）：资源型厂商转型AI的独特模式，折旧占比中高位波动、利息占比趋近于0。微软预付款+可转债超低息融资打造了现金流安全垫，但需注意其WACC（加权平均资本成本）并不低。
- ④ 折摊低、利息低（DigitalOcean）：聚焦中小客户的轻资产云模式。折旧占比、利息占比双低且平稳，财务极度健康、增长弹性弱。

图：新兴云折旧摊销占比云营收（%）



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

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

- 01 NeoCloud (新兴云) 特点与代表公司
- 02 NeoCloud 商业模式深度剖析
- 03 **案例：云合同单位经济模型与ROI测算**
- 04 NeoCloud 对比：估值、收入、利润、容量
- 05 未来发展分析

案例一：CoreWeave 5年期合同单位经济模型

- 商业模式：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

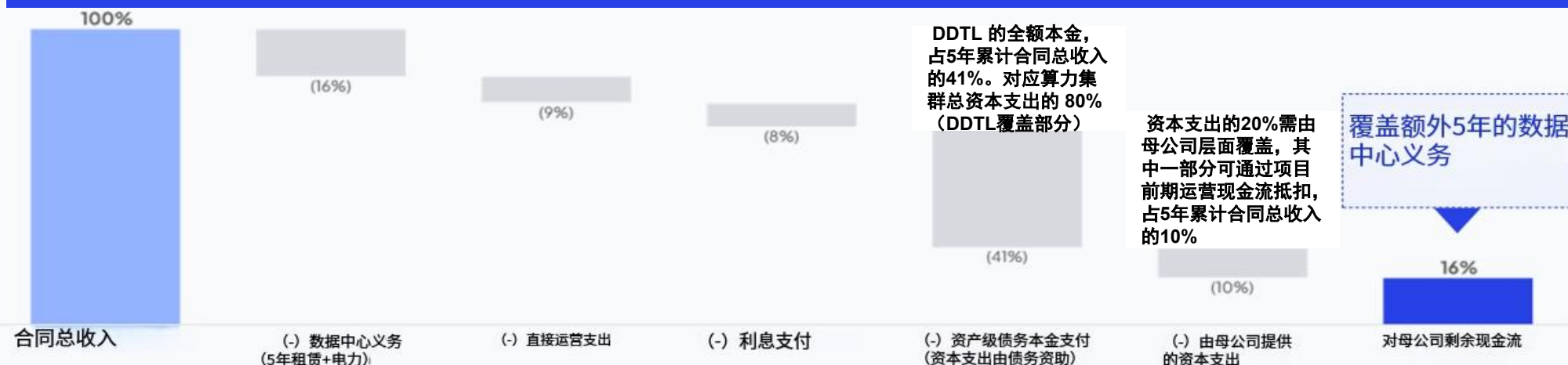
合同假设：基于 5年期照付不议（take-or-pay）客户合同，且客户无前期预付款。

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假设，与实际数据有一定差别

采用资产级融资的5年期客户合同累积现金流瀑布图

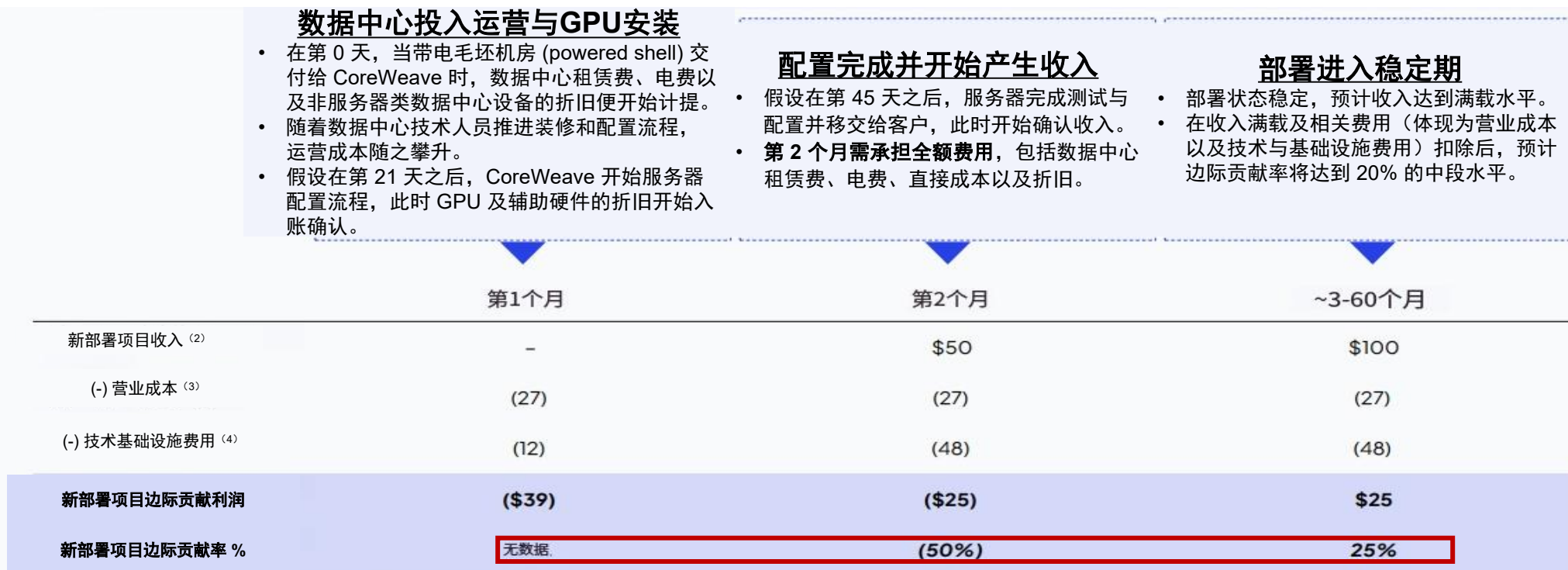


- ✓ 单个典型5年期客户的合同现金流，按照假设可以覆盖租赁、电力、运营成本，并偿还 DDTL 本息，并为母公司带来净现金流；
- ✓ 根据假设，后续合同续签或展期，都将创造无债务纯现金流（即无杠杆现金流），从而进一步提升经营杠杆。

案例一：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



注：损益假设与第 6 页的单位经济效益假设相一致。典型时间线补充了第 19 页交接后流程的细节，第 45 天代表客户接入服务并预计产生收入的时间点。

(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。

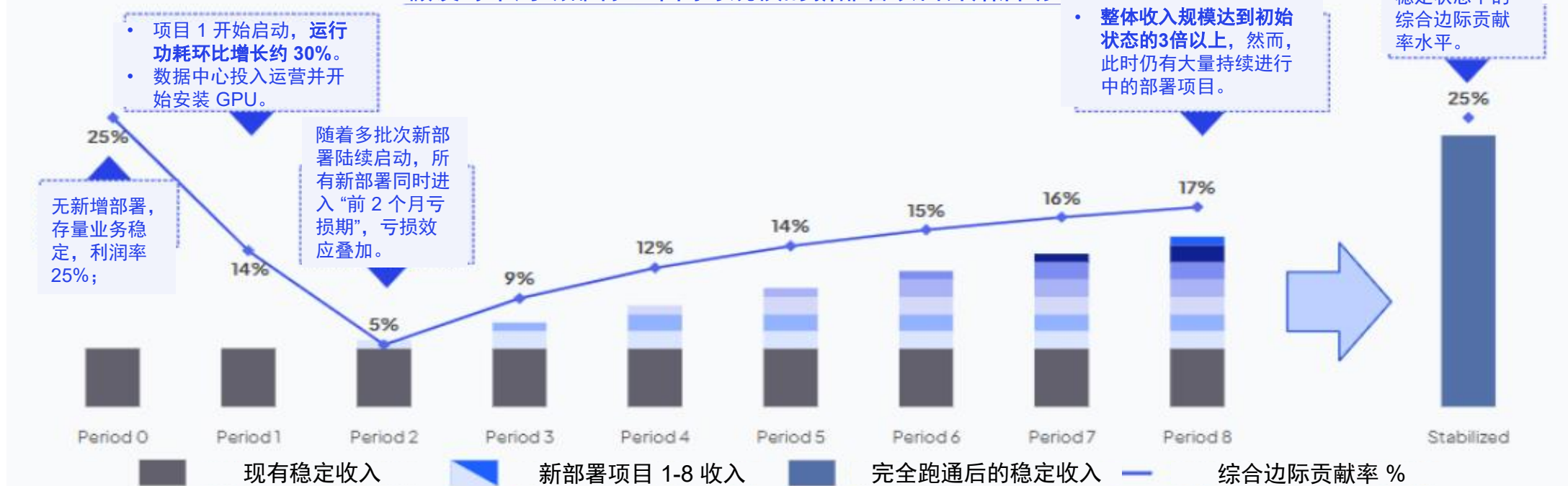
案例一：CoreWeave多部署并行下利润率变化

- 规模化扩张会伴随短期利润率承压：公司要落地668亿美元的待履约订单，须大规模、多批次启动新部署，这意味着未来1-2年，合并报表的综合利润率会持续处于低位，GAAP亏损大概率会进一步扩大；
- 按照假设单部署的亏损集中在前2个月，后续58个月都会持续贡献稳定利润，扩张越快，短期亏损越大，但未来的长期盈利基数也越大；
- 部署周期越长，利润率压力与资金杠杆压力越大，快速交付才能降低利润率波动：如果公司大量新部署无法按时落地，亏损叠加效应会被放大，利润率低谷会更深、持续时间更长。

图：多期并行推进新部署项目示意图

同步推进多个项目的产能会在短期内压缩边际贡献率，但待全面交付后，利润率将稳定于 25%

假设每个周期都有一个同等规模的新部署项目开始启动



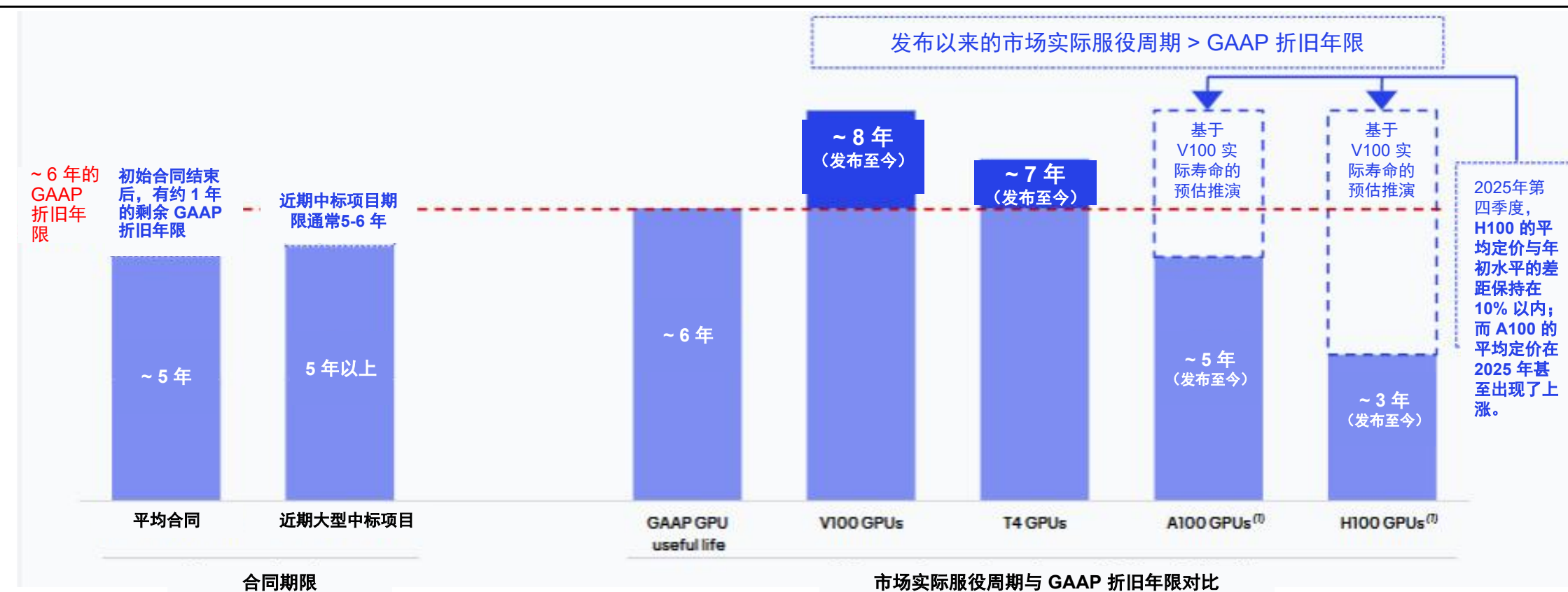
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

案例一：假设GPU实际寿命超账面折旧，将凸显资产长尾价值

- 高算力需求下25Q4季度H与A系列定价同比持平甚至上涨。公司按6年计提GPU折旧，可能低估了长期GAAP利润。GPU的实际使用寿命、残值价值高于账面，公司的算力资产实际变现和经营盈利能力强于报表水平。
- 合同到期后经营杠杆会实现。5-6年的初始合同到期后，GPU已完成账面折旧，无额外折旧成本，无论是续约给老客户，还是转租给中小客户、科研机构，收入都将转化为毛利，这是公司长期25-30%营业利润率目标的支撑。

图：GPU实际寿命与GAAP折旧年限



资料来源：公司官网，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

图：新兴云商业模式可持续性的核心观察变量

客户结构稳定性

CoreWeave客户结构以投资级企业、头部超大规模云厂商、现金流稳定的AI龙头为主，假设大客户照付不议合同锁定了未来5年的刚性现金流，不受AI行业短期周期波动、客户算力使用率的影响；需关注客户结构是否向高风险的AI初创企业倾斜，合同履行能力和融资成本优势是否能保障。

交付节奏与利润率平衡

公司可在1-2个月内完成算力集群部署交付，显著快于传统数据中心厂商所需的12个月；但后续扩建算力规模是当前数倍；扩张加速将放大GPU供应链波动、数据中心建设延迟、集群调试故障、运维人才缺口等风险；需关注扩张节奏，交付周期以及利润率波动，以及集中大规模启动导致亏损超预期情况。

债务成本与融资渠道可持续性

CoreWeave通过资产层面融资，将80%的资本支出转嫁给信贷市场，以极小自有资金撬动百亿级算力资产，扩张速度超AWS、Azure等传统云厂商；但需持续关注加权平均融资利率是否下降、DDTL融资市场是否保持开放，确保能长期以低成本撬动大规模融资。

GPU市场供需与价格韧性

长期盈利核心前提是GPU实际使用寿命远超账面折旧年限；若新一代GPU技术迭代加速、老款算力性价比大幅下降，或需求锐减、价格暴跌，将导致实际使用寿命缩短，长期盈利天花板显著降低；需重点监测老款GPU商用需求与价格稳定性、技术迭代节奏是否符合预期，以保障资产长期使用寿命及残值价值。

- 01 NeoCloud (新兴云) 特点与代表公司
- 02 NeoCloud 商业模式深度剖析
- 03 案例：云合同单位经济模型与ROI 测算
- 04 NeoCloud 对比：估值、收入、利润、容量
- 05 未来发展分析

公司核心业绩对比

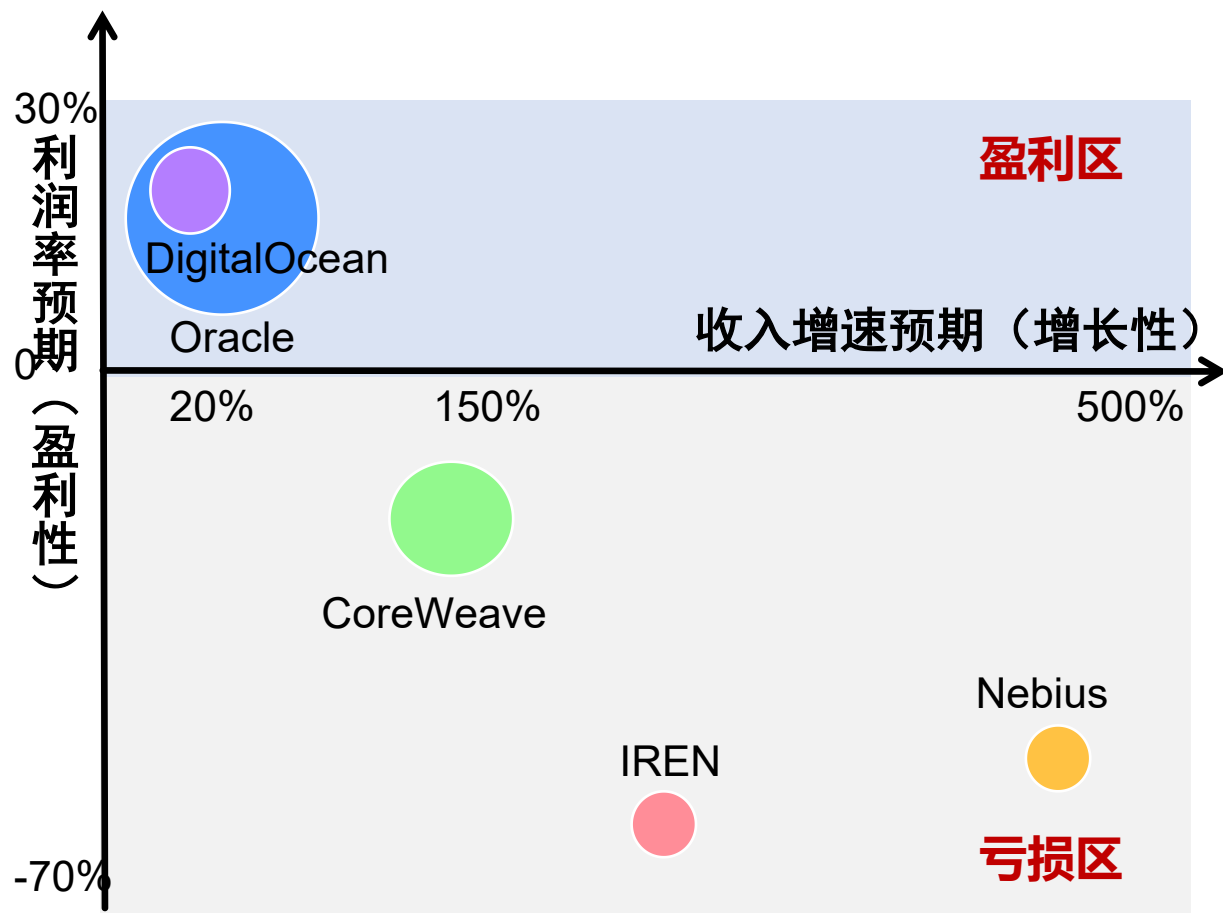
图：公司核心业绩对比

公司	Oracle	CoreWeave	Nebius	IREN	DigitalOcean
最新季度 营收	FY26Q3 \$172亿（总营收） FY26Q3 \$89亿（云基础设施）	25Q4: \$15.72亿	25Q4: \$2.28亿	25Q4: \$1.85亿、\$0.17 亿（AI云服务）	25Q4: \$2.42亿
同比增速	6.4%（总营收）34%（云基础设施）	110%	547.3%	59.0%	18.3%
最新季度 利润率	FY26Q3净利润率：38% FY26Q3云毛利率：72% （cloud&software）	25Q4净亏损率：-18% 毛利率：68%	25Q4净利率：-76.0% 毛利率：70%	25Q4净利率：-84% 毛利率：64%	25Q4净利润率：20% 毛利率：60%
2026年业 绩指引	预计CY26收入745亿美元（不变）； 指引FY27收入900亿美元，同比 +34%；	指引26年\$120-130亿,同比 135%-155%	指引26年30-34 亿美元， 同比约500%	\$17亿，同比+240% （彭博一致性预期）	指引26年收入\$10.75 - \$11.05， 同比19.3%-22.6%
26年ARR 指引	/	/	指引26年末\$70-90亿 ARR，同比约7倍；	指引26年底AI云ARR 34 亿美元	/
最新季度 现金流状 况	经营现金流：\$71.51亿 自由现金流：\$-99.7亿	经营现金流：\$15.59亿 自由现金流：\$-16.11亿	经营现金流：\$0.834亿 自由现金流：\$-12.21亿	经营现金流：\$-0.47亿 自由现金流：\$-7.66亿	经营现金流：\$0.57亿 自由现金流：\$0.27亿
净债务杠 杆率*	0.97x	5.9x	1.1x	1.2x	3.7x
26年 PS*	6x, SOTP云业务估值8.2x （云业务贡献市值约2/3）	3.5x	8.5x	7x	8.5x

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。

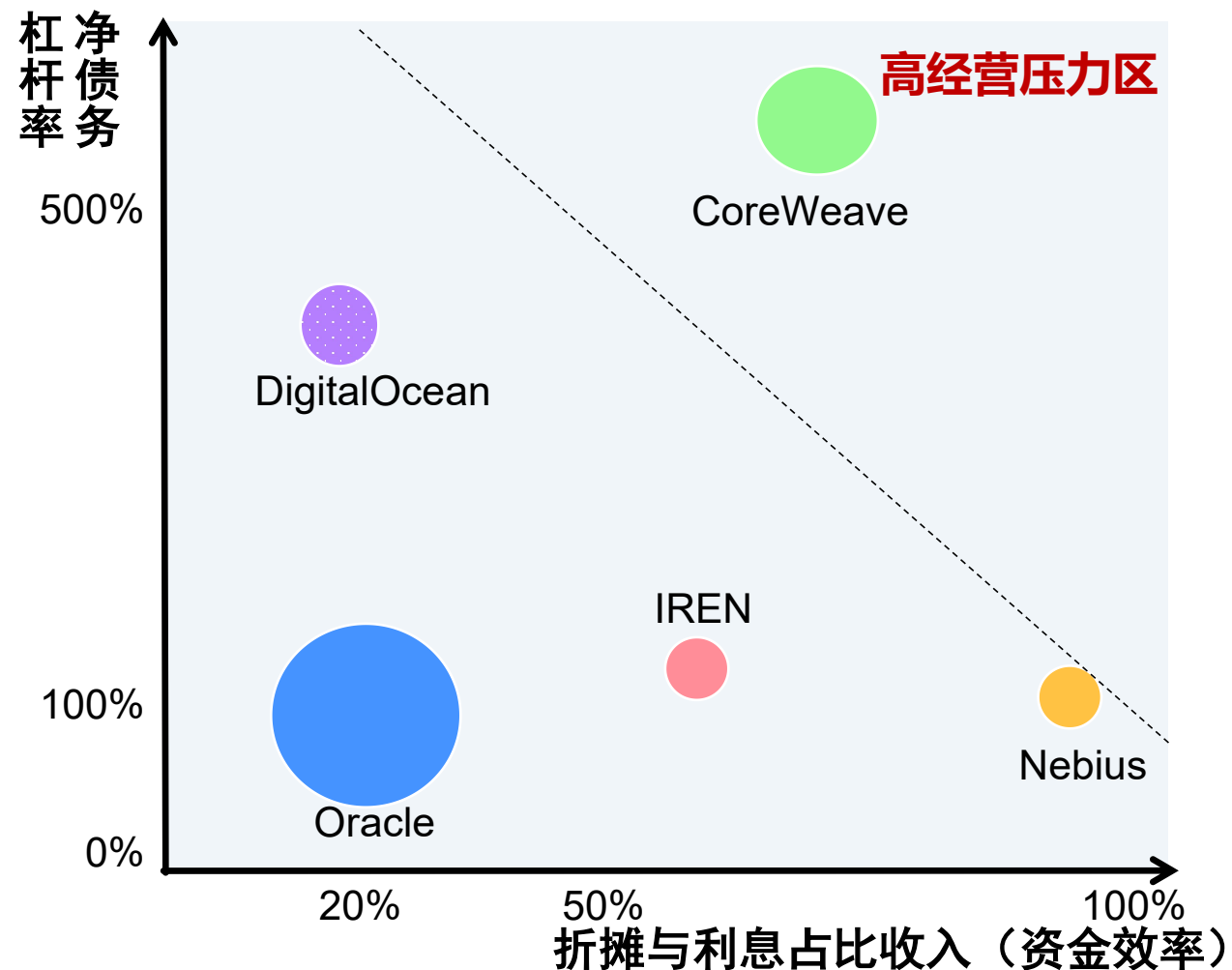
如何看待公司估值？

图：各个公司2026年收入增速与利润率预期



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理 注：气泡大小与公司市值相关

图：各个公司当前债务杠杆率与折摊利息占比收入情况

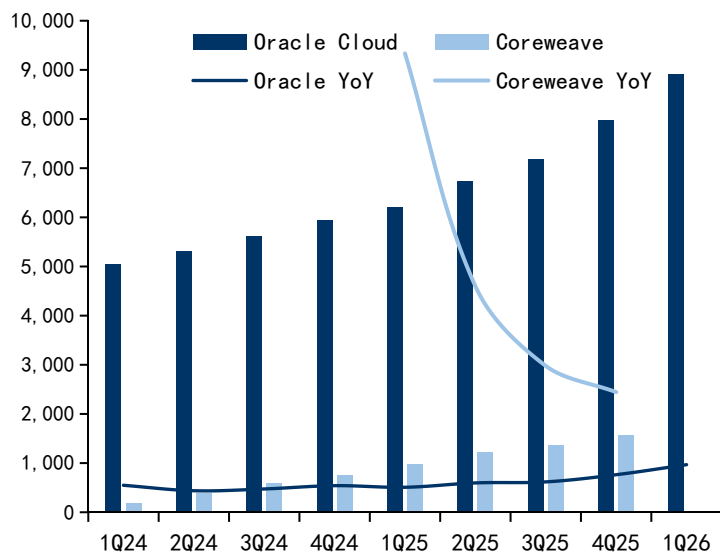


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理 注：净债务杠杆率=净债务/经调EBITDA

收入维度：云厂商营收加速，新兴云以IaaS为主、增速更高

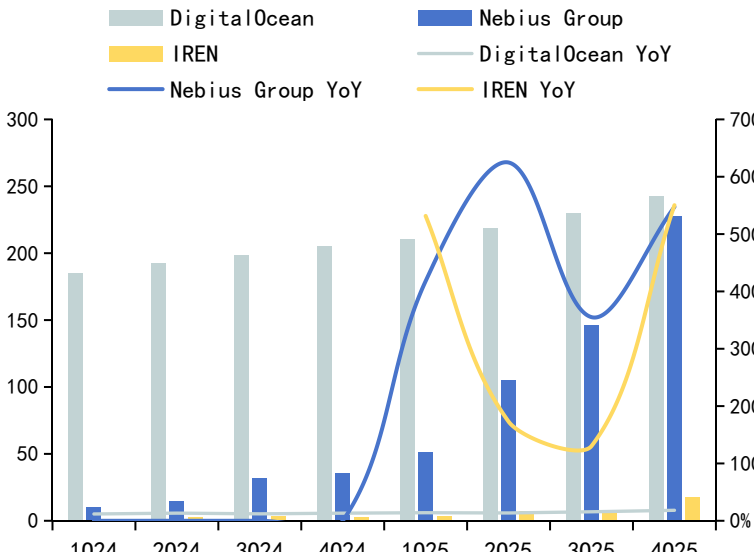
- 收入增长持续加速，新兴云普遍保持高速增长。在算力高景气度需求下，传统云巨头的增速持续加速、普遍提升到30-50%区间，如25Q4微软 Azure增长39%，AWS增长24%，GCP增长48%。26FYQ3（截止26年2月底）Oracle的云基础设施业务增长44%。新兴云厂因为低基数、增速更为迅猛，Nebius 25Q4季度增速547%季度增速、2025年度增速479%领先，此外CoreWeave 的25Q4季度增速超过100%。
- 新兴云以IaaS为主的业务结构、在AI背景下显著受益，同时实现差异化竞争。传统云巨头采用全栈策略，IaaS、PaaS、SaaS 并重，通过生态系统优势锁定客户。而新兴云厂基本以IaaS业务为主，在AI与Agent快速发展过程中需求显著。转型中的传统云巨头Oracle 的季度营收中云基础设施（IaaS）业务增长尤为突出，26FYQ3其IaaS业务同比达到85%、而SaaS业务同比只有+12%。

图：Oracle、Coreweave云营收及同比增速（百万美元/%）



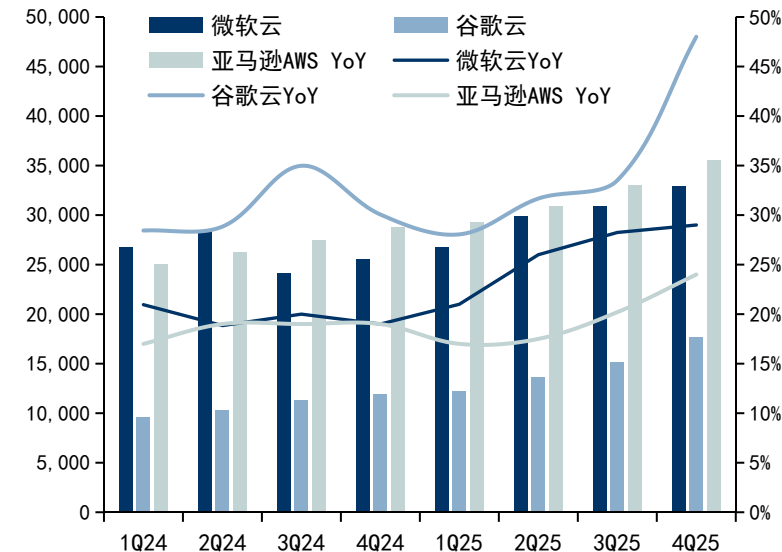
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：Digital Ocean、Nebius Group云营收及同比增速（百万美元/%）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：传统云厂商营收及同比增速（百万美元/%）

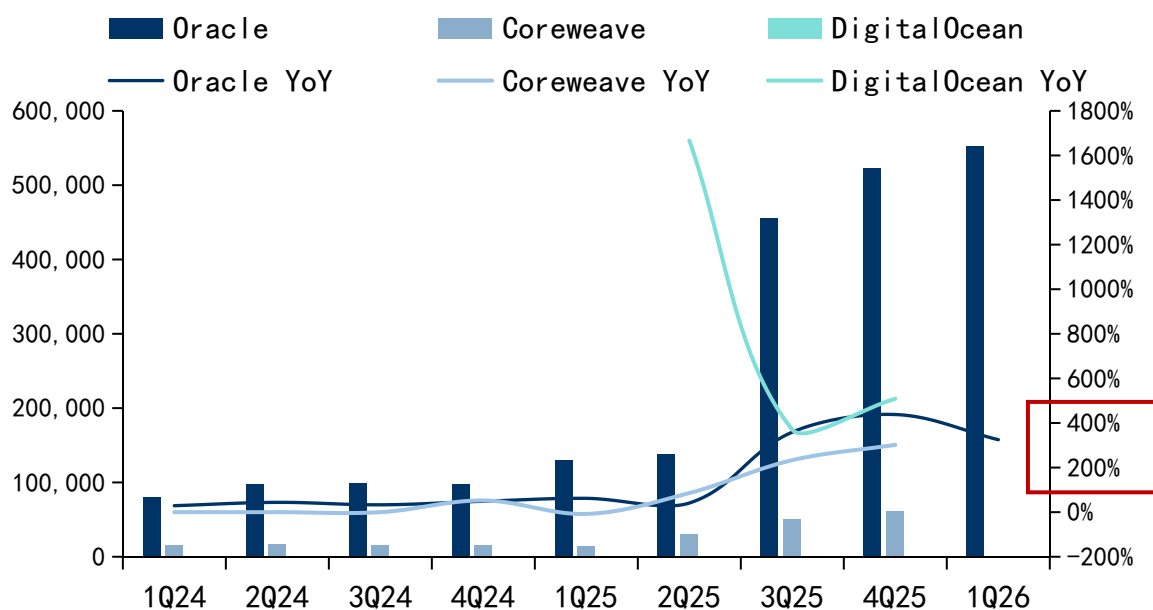


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

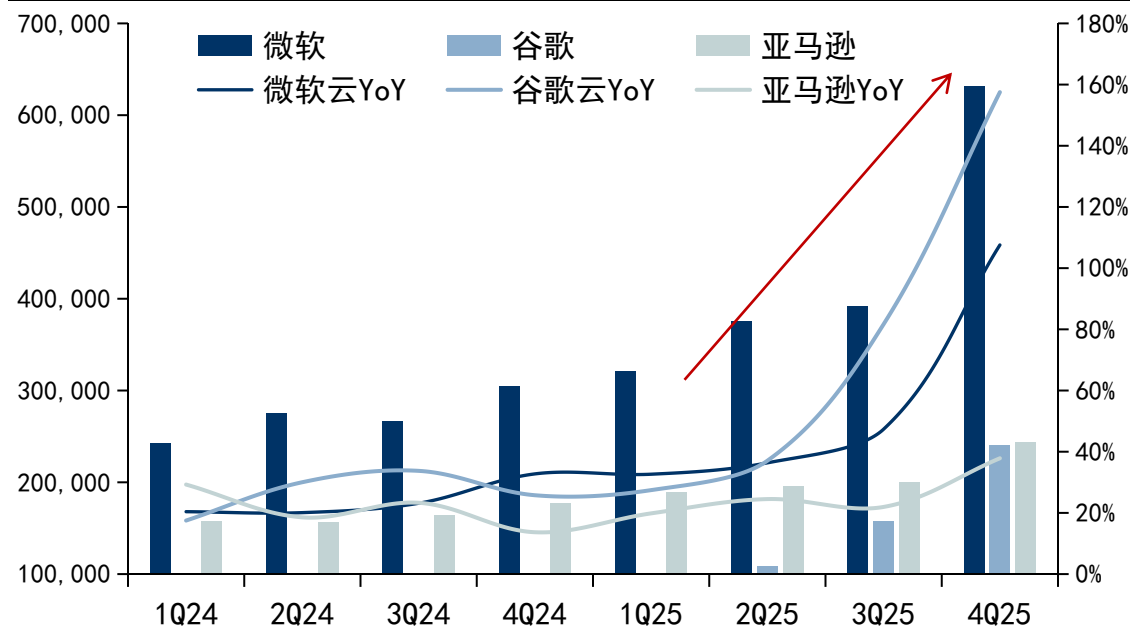
RPO维度：云供不应求、RPO增速高于收入，未来增长可见性强

- RPO是AI景气度与云需求的先行指标**，AI算力需求已转化为长期合同储备。**RPO增速25年后显著抬升、增速高于收入**，反映出强劲的未来增长潜力。RPO（剩余履约义务，Remaining Performance Obligations）已签订但尚未确认收入的合同金额，是云厂商未来收入可见性的核心指标，反映AI算力长期订单的储备。
- 新兴云RPO增速达到传统云的3-4倍，是AI算力军备竞赛的直接受益者**。Oracle的RPO达到5530亿美元，8个季度增长近6倍，其RPO规模已接近微软云。主要得益于与OpenAI等巨头的星际之门长期合同。CoreWeave的合同积压668亿美元，增长超过500亿美元，达到300%的同比高速增长。传统云内部分化，微软、谷歌因AI业务布局更早，增速快速追赶。亚马逊仍依赖传统云，AI订单转化相对滞后。

图：新兴云RPO及同比增速（百万美元/%）



图：传统云厂商RPO及同比增速（百万美元/%）



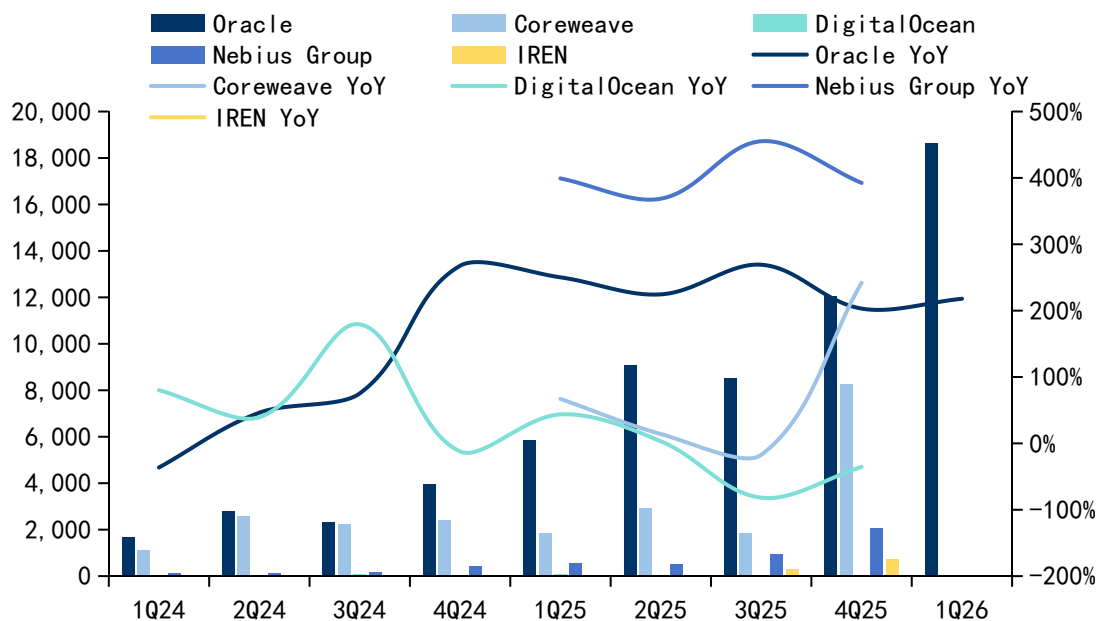
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

资本开支维度：新兴云指数级抬升，AI 算力军备竞赛

- 资本开支是产能供给的中间指标，近期爆发式增长、投资规模巨大，Oracle、CoreWeave 资本开支呈指数级抬升。
 - ① Oracle以500亿美元的年度资本支出计划领跑NeoClouds，8个季度增长超11倍。CoreWeave资本开支8个季度增长7倍。
 - ② 微软和亚马逊的资本支出规模同样巨大，微软2025年资本支出超过1100亿美元、亚马逊约1200亿美元、谷歌达到914亿美元，主要用于云计算和AI基础设施投资。
- 从资本支出增速来看，新兴公司普遍高于传统巨头。从量级来看，传统云基本比新兴云高了十倍。CoreWeave的资本支出同比超过200%，Nebius超过300%，而谷歌、微软、亚马逊的资本支出在40%-100% 区间。

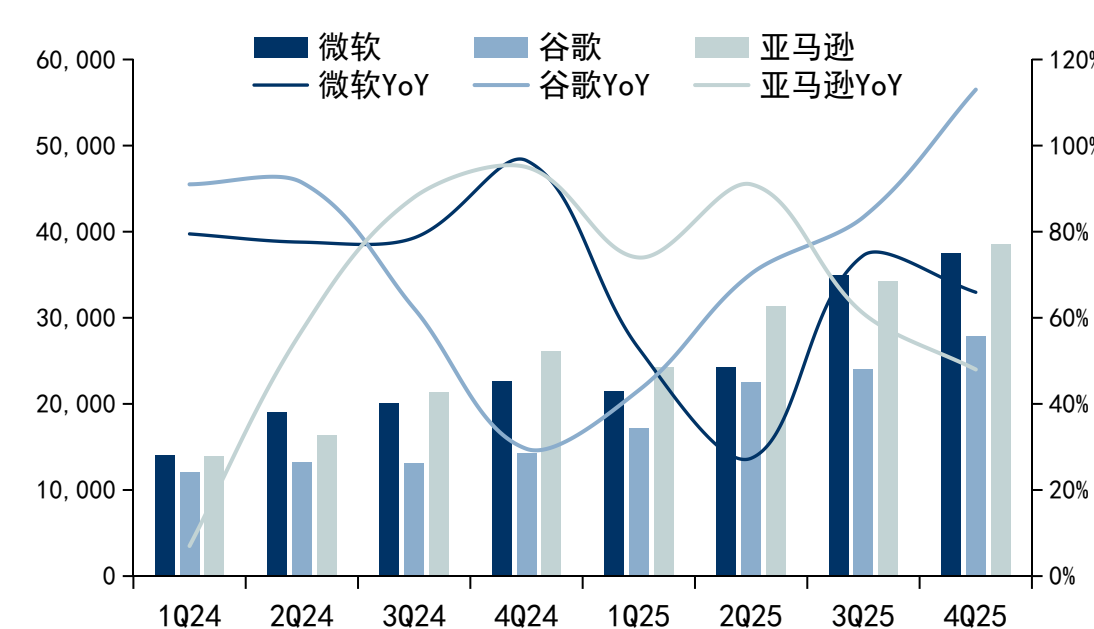
图：新兴云资本开支及同比增长率（百万美元/%）



资料来源：各公司官网，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

图：传统云资本开支及同比增长率（百万美元/%）

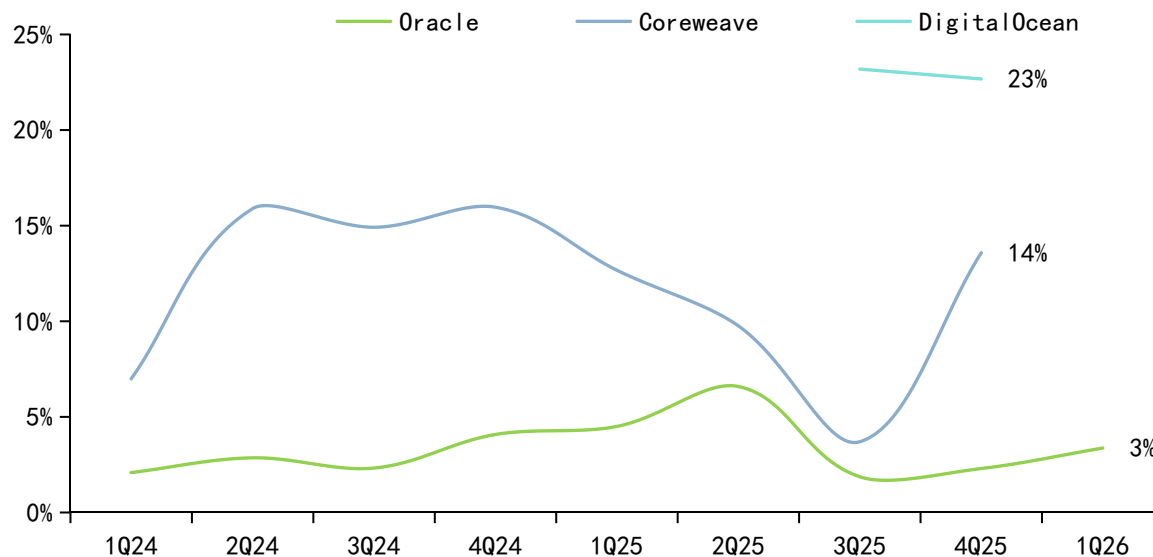


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

Capex/RPO维度：RPO与资本开支先行，订单-扩产-收入-盈利

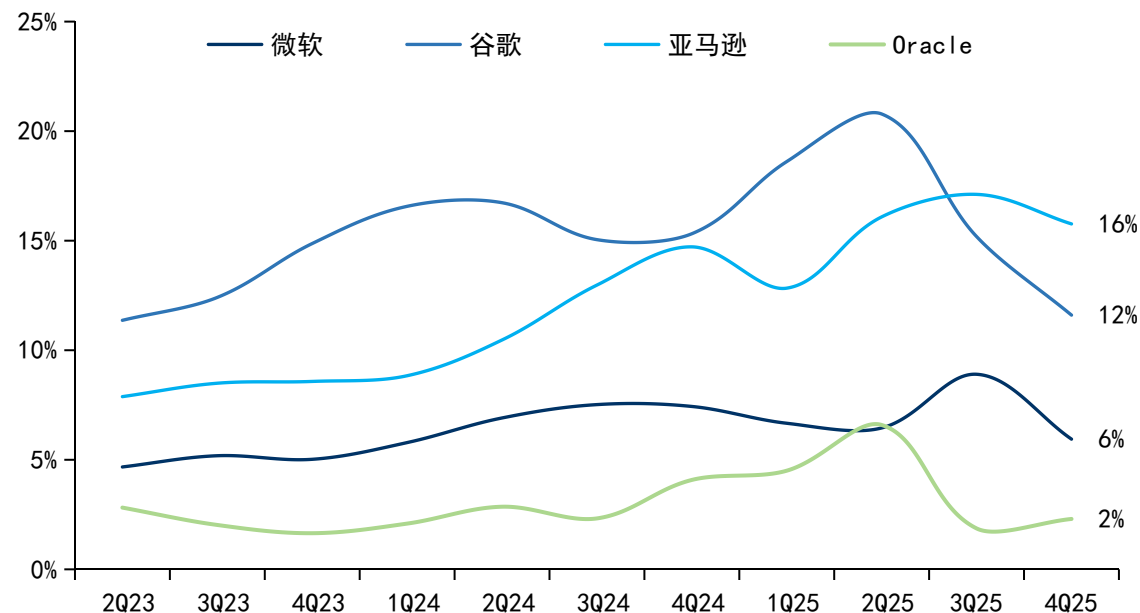
- AI云行业传导规律：先是大额长期合同支撑的RPO高增，传导至扩产/Capex，后续再收入兑现。AI云行业的核心竞争壁垒包括资金实力、长期客户绑定、产能锁定与顺利释放。
- Capex/RPO维度，当前传统云与新兴云比例接近。比例基本处于5%-20%区间。但以CoreWeave为例、其25年下半年Capex/RPO比例快速提升，到达快速扩张期。DigitalOcean比值较高因其RPO较低，其商业模式订阅为主且将无固定期限的合同排除在外。

图：新兴云Capex/RPO变化



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：传统云Capex/RPO变化

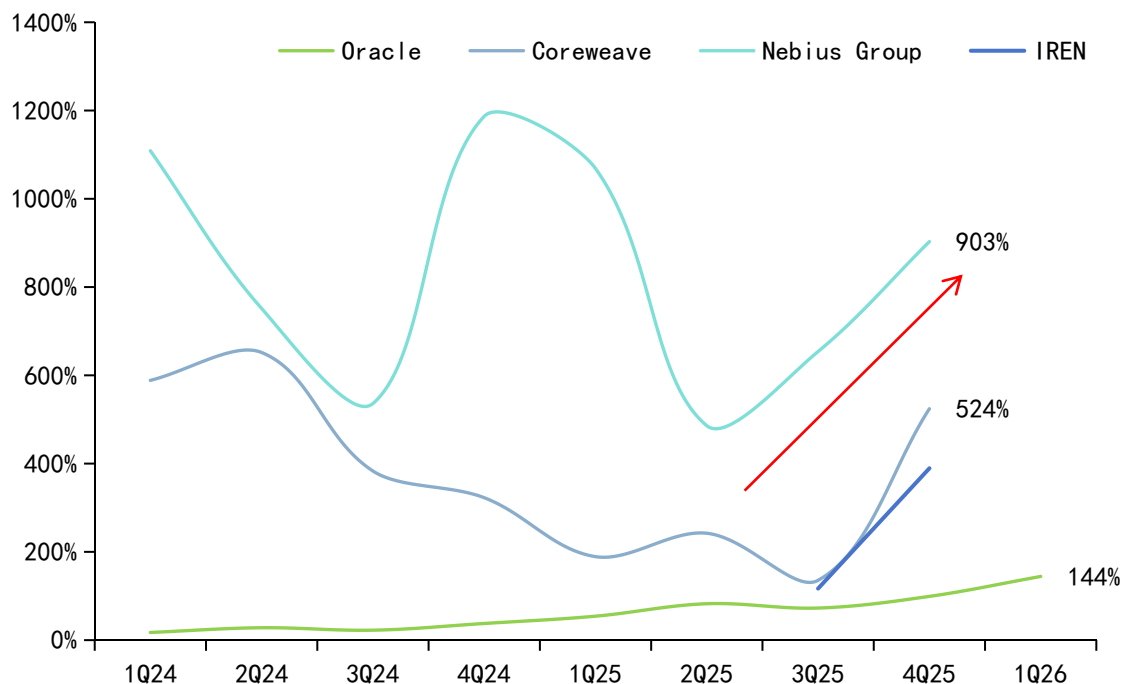


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

Capex/收入维度：新兴云比例显著高于传统云

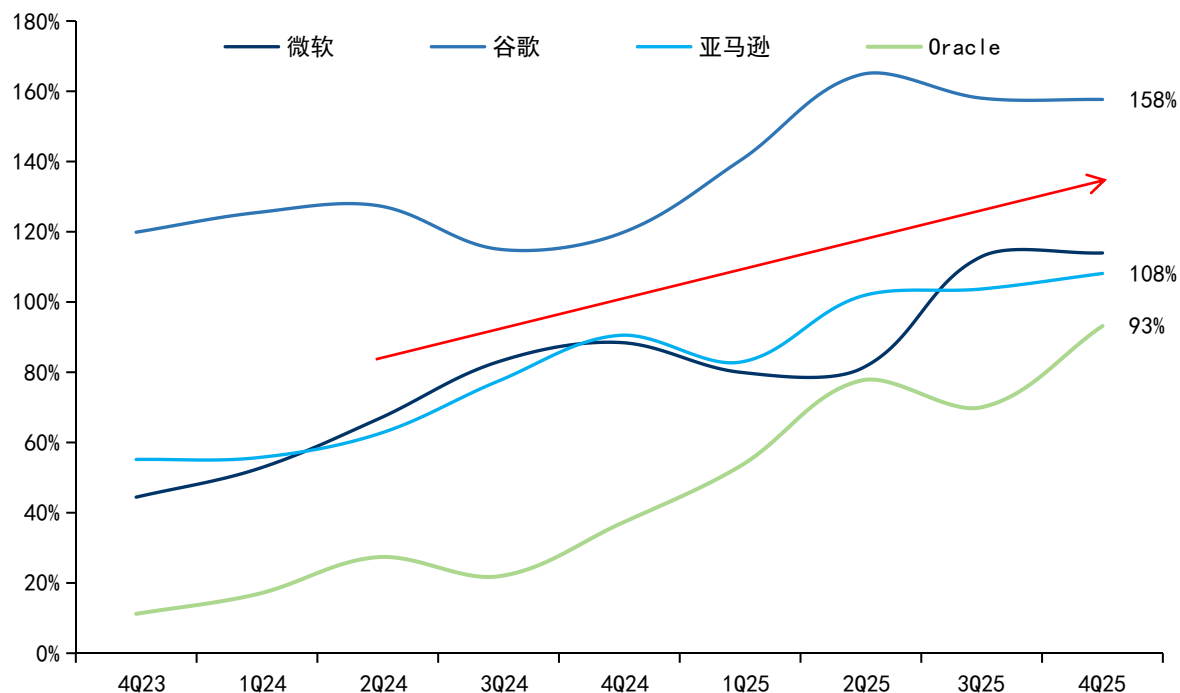
- Capex/收入维度，新兴云比例显著高于传统云，新兴云普遍在5-10倍区间、传统云普遍在100%左右，差距约达一个数量级。核心原因是新兴云收入基数小，且AI算力的资本密度极高、订单前置、商业模式重资产化。
- 从变化趋势看，传统云Capex/收入呈现稳健提升态势，而新兴云从25H2开始显著抬升。因Agent与多模态产品相继出现，算力需求跃迁、Tokens调用量猛增。供需缺口扩大，在算力、电力等硬件限制下，新兴云被迫加速投入、先建产能、确保后续订单兑现。

图：新兴云Capex/云收入变化



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：传统云Capex/云收入变化

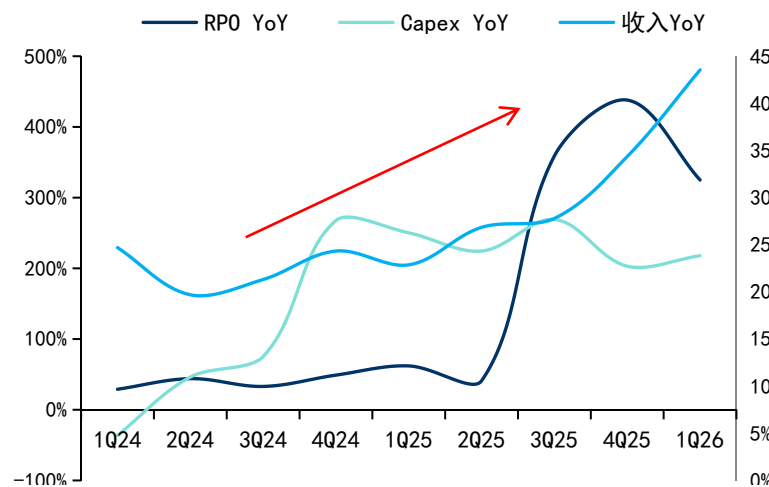


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

Capex/RPO/收入变化趋势

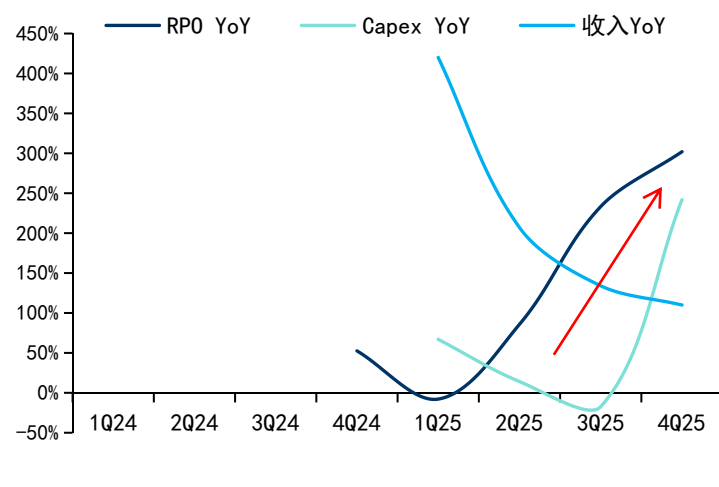
- 新兴云的收入与RPO/Capex相比，滞后性更明显，当前仍处产能投入期。而传统云厂三者往往同时抬升，进入到收入加速、产能释放的阶段。
- 拐点信号意义：RPO超过Capex（需求大于供给，后续扩产和收入增长确定性极强），也说明RPO快速回升（行业景气度向上）。

图：Oracle核心经营指标（主坐标轴：RPO、Capex）



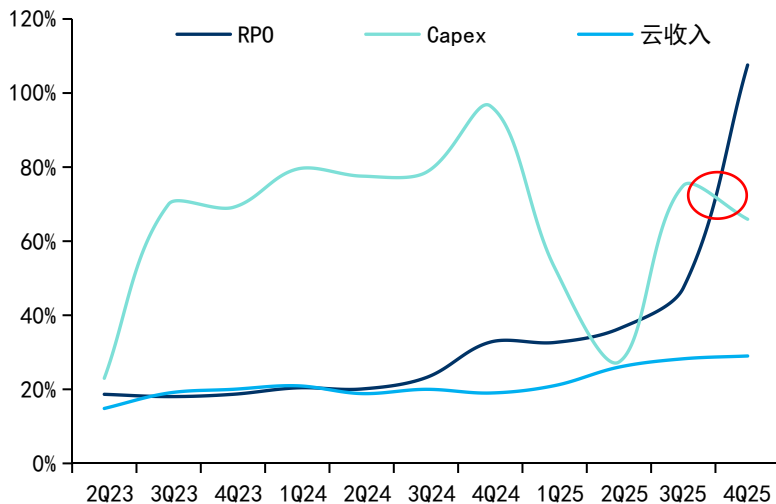
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：CoreWeave核心经营指标



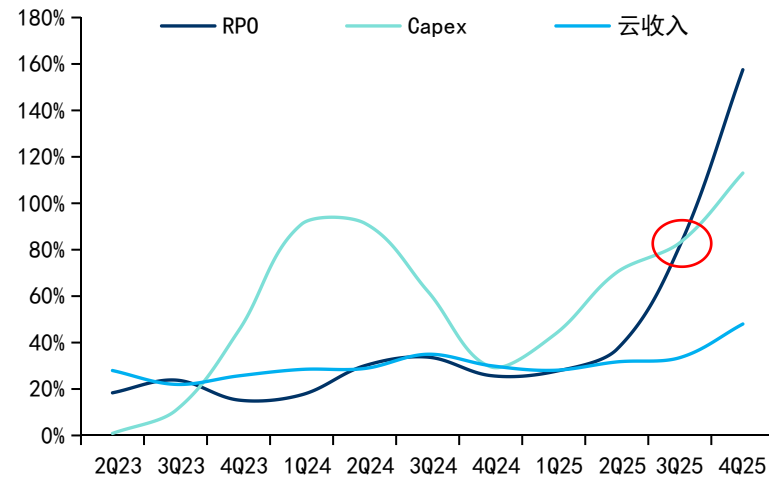
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：微软云核心经营指标



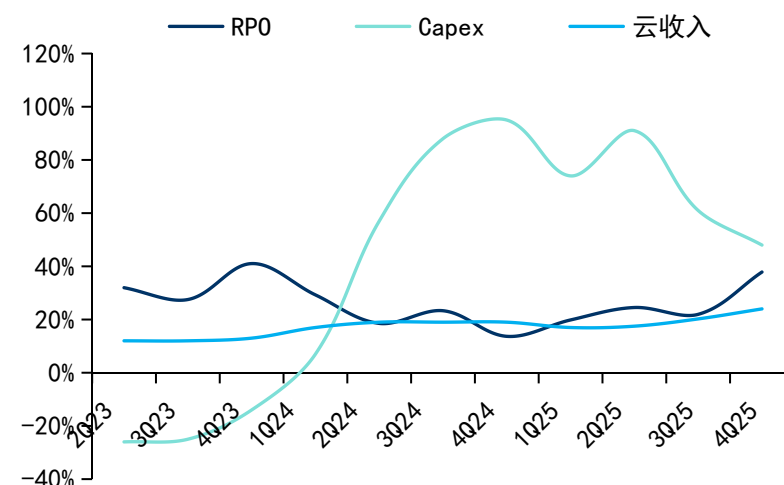
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：谷歌云核心经营指标



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊云核心经营指标

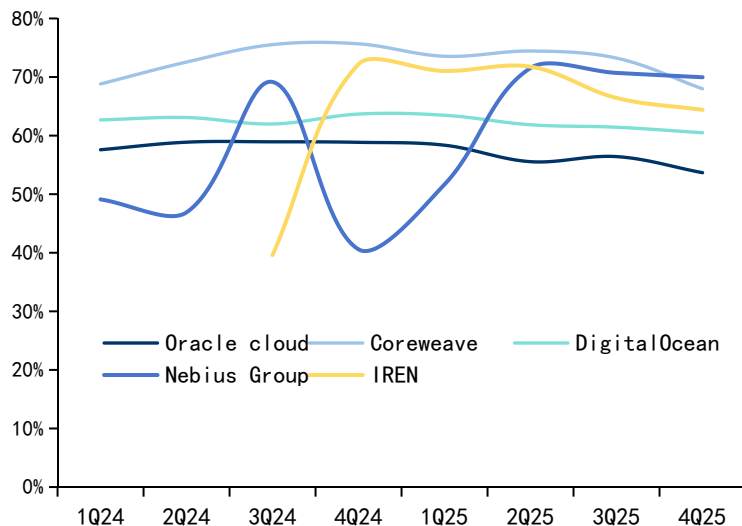


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

利润率维度：云的规模效应仍在，新兴公司盈利能力较弱

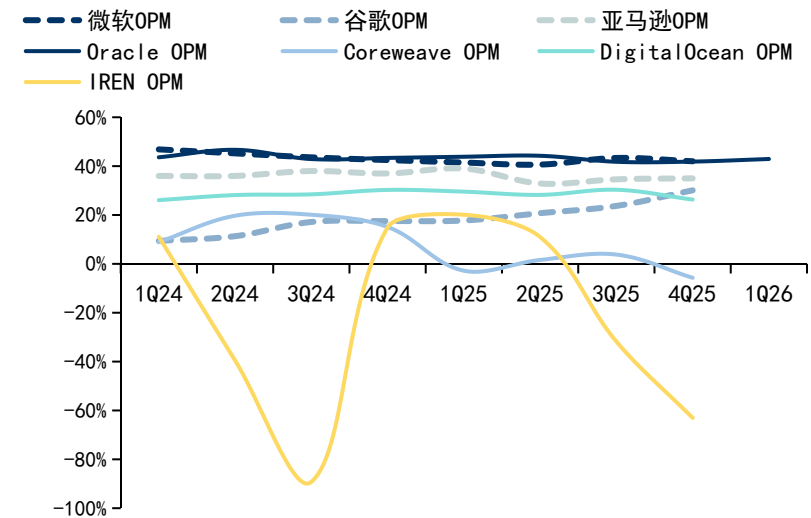
- 毛利率反映技术壁垒和运营效率。云厂商整体毛利率保持65%左右，显示出良好的成本控制能力。
- 经营利润率端，新兴云与传统云盈利能力呈现明显的差异。传统巨头凭借成熟的商业模式和规模优势，保持着 30%-50%的OPM和20-35% 的高净利率。Oracle OPM与微软相当，核心是数据库业务的高利润+云业务规模效应。新兴云经营利润率显著低于传统云巨头，新兴公司存在AI算力扩张期的高资本开支、折旧压力与利息压力。
- 云的规模效应仍存在，新兴亏损公司有望在未来 2-3年内实现盈利。比如Nebius分拆后大规模数据中心建设与GPU采购，折旧与运营费用极高。后期与微软/Meta的长期合同落地，收入快速放量、规模效应逐步体现，亏损收窄，云业务OPM利润率从-761%减亏至-92%。

图：新兴云毛利率（%）



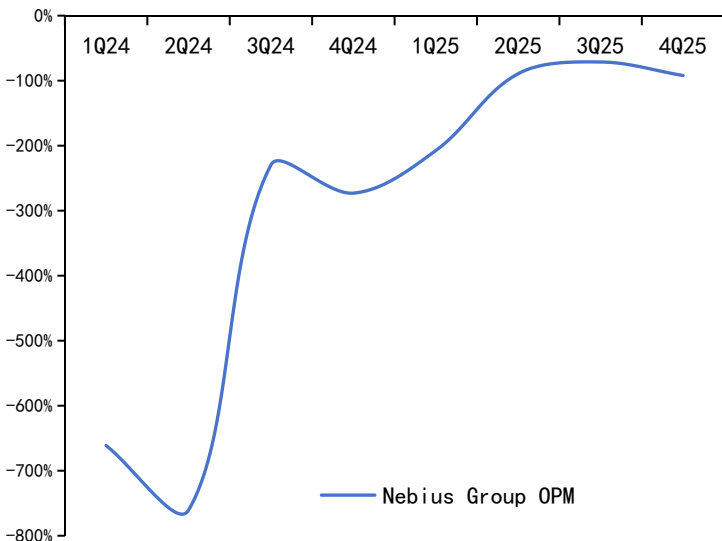
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：Oracle、Coreweave、DigitalOcean及传统云经营利润率（%）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：Nebius经营利润率（%）

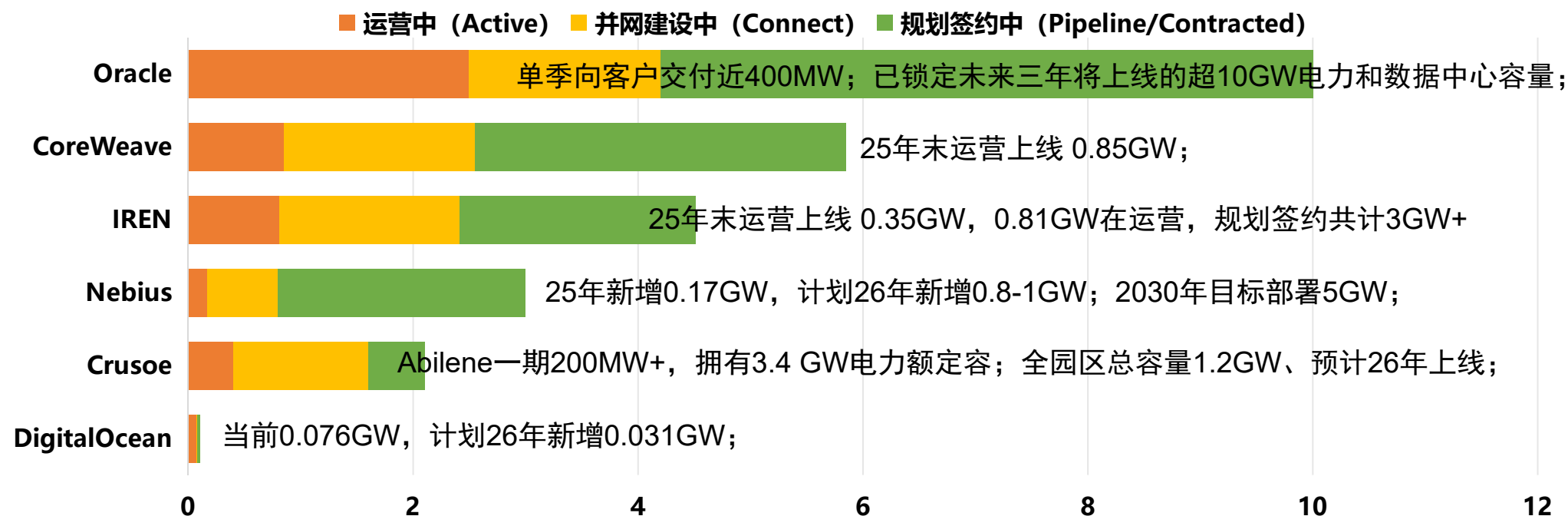


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

数据中心建设维度：宏大的中长期规划

- Oracle的基础设施布局最为宏大。26FYQ3单季向客户交付近400MW、最大数据中心达800MW。此外，Oracle还在中东阿布扎比部署了首个OCI超级集群，Stargate总能力提升至7GW口径，已锁定未来三年将上线的超10GW电力和数据中心容量。
- CoreWeave在全球运营43个数据中心，25年底总容量达到850MW，FY26年末计划部署容量达到1.7GW，FY30目标达到8GW。
- Nebius正在快速扩张，截至2025年底，公司在全球拥有16个站点，当年新增0.17GW、超过0.1GW的目标，公司正在建设9个新站点。
- Crusoe的布局聚焦于能源优势，当前电力容量达3.4GW。公司的旗舰项目是德州Abilene的1.2GW数据中心园区，一期容量超过200MW；二期总容量达1.2GW，预计2026年中期通电。

图：数据中心功率增长计划（GW）

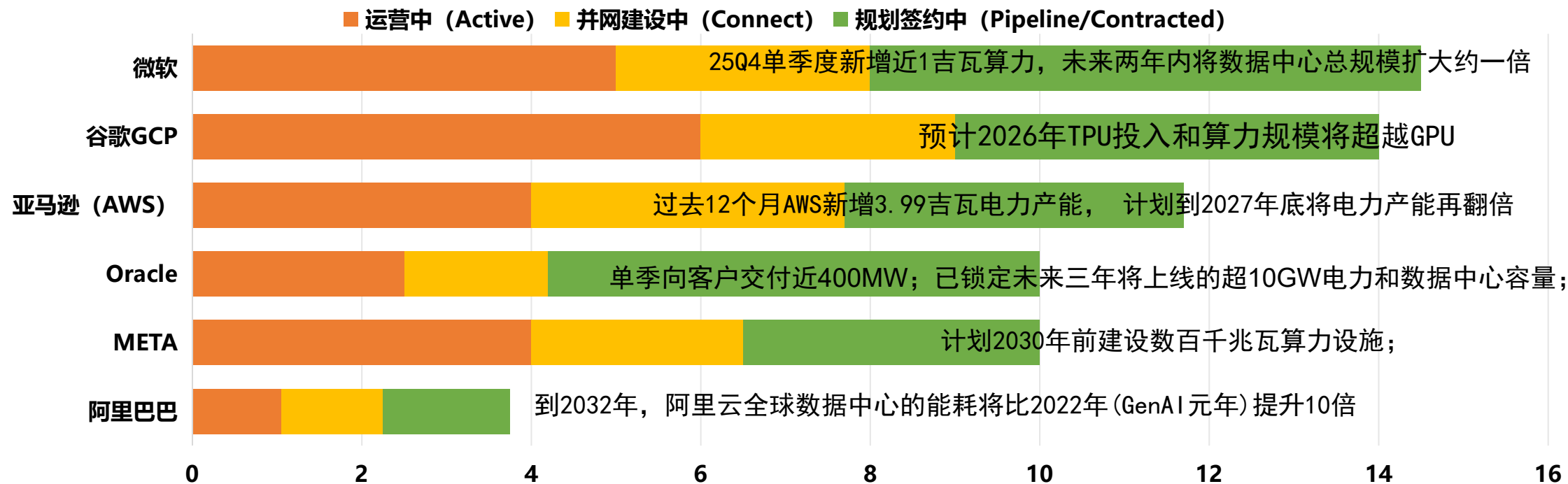


资料来源：各公司官网与业绩会、彭博社、Uptime Institute、华尔街新闻，国信证券经济研究所整理

头部云厂数据中心建设计划

- 仅统计AI训练/推理专用数据中心的额定功率，不含通用云计算、企业办公、内容分发等非AI业务的数据中心功率，也不是数据中心电力容量；
- 仅包括云厂商自建数据中心情况，不包含租赁数据中心情况；
- 将已完成主体建设、进入电网调试阶段的项目为“并网建设中”，仅将已正式投运、可对外提供算力服务的项目划入“运营中”，将已经合同计划假设的数据中心归为“规划签约中”、基本预计在2027年上线；

图：AI数据中心功率增长计划（GW）

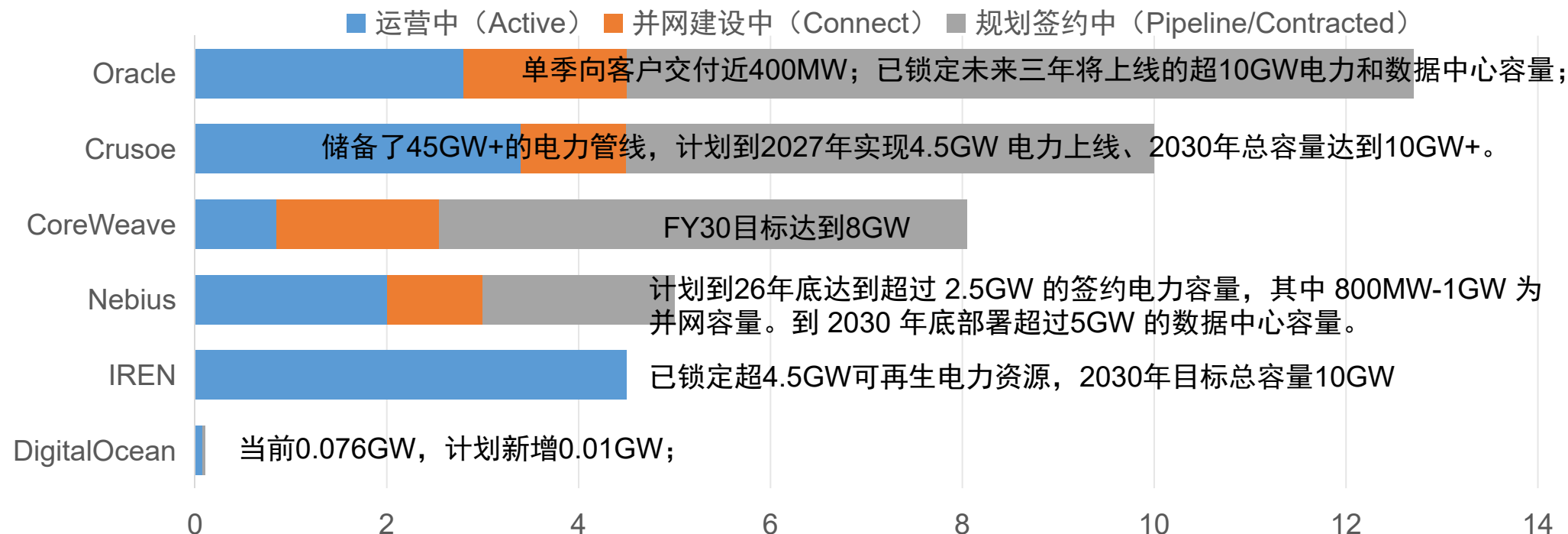


资料来源：各公司官网与业绩会、彭博社、Uptime Institute、华尔街新闻，国信证券经济研究所整理

数据中心电力容量维度：资源缺口巨大

- 随着生成式AI应用的爆发式增长，电力容量已成为决定云服务商竞争地位的核心要素。根据国际能源署（IEA）警告，到2026年数据中心总用电量将首次突破1000TWh，相当于日本全国用电量。美国数据中心需求将从2026年的75.8GW 增长至2030年的134.4GW，几乎增长一倍。2030年全球数据中心电力需求预计将达到200GW，而电网基础设施的升级速度远不能满足需求。企业需要通过技术创新、储能系统、自建电厂等方式，构建可持续的电力供应体系。
- 电力缺口巨大。所有公司都在大幅扩张电力容量，预计未来 2-3 年将是投资高峰期。但电力容量的扩张面临多重挑战：（1）土地资源稀缺，特别是在电力供应充足的地区；（2）电力供应紧张，许多地区的电网难以支撑大规模数据中心；（3）冷却技术要求提高，AI芯片功耗不断上升；（4）成本压力巨大，每GW容量的建设成本可能超过10亿美元。

图：数据中心电力容量增长计划



资料来源：各公司官网与业绩会，彭博社、Uptime Institute，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

全球数据中心IT负载与AI数据中心负载2023年到2028年份额变化

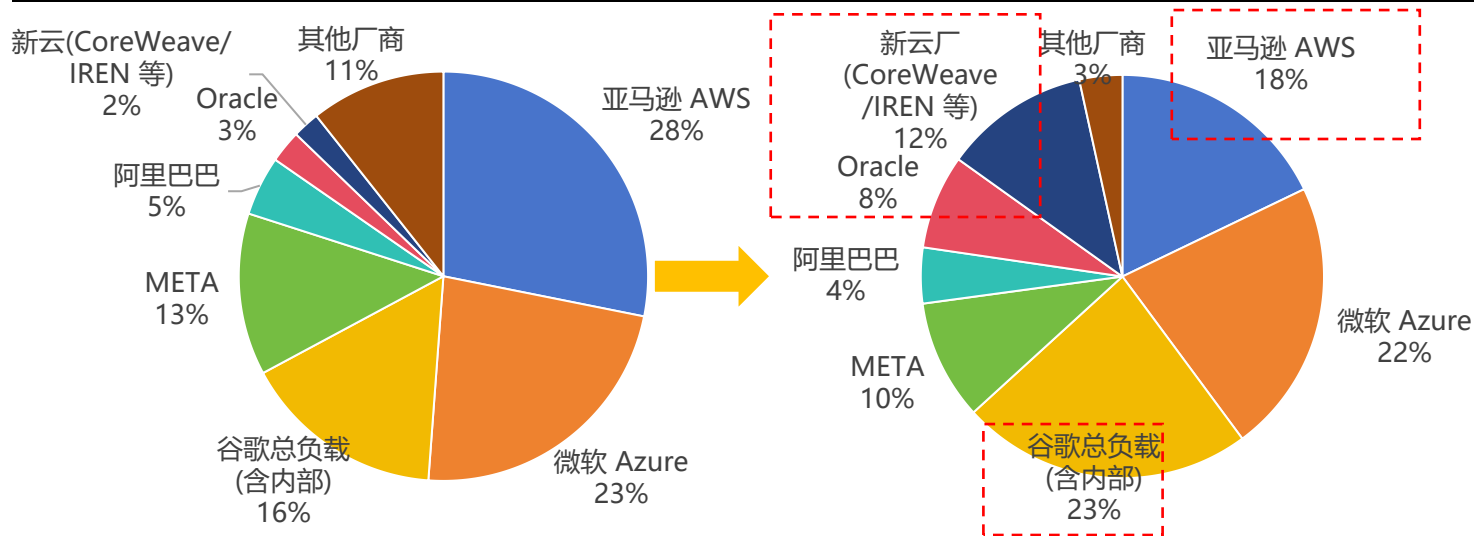
• 根据Semi Analysis，2023（生成式AI规模化爆发前）全球工用数据中心总IT负载规模约为47GW，其中AI专用负载占比约10%。2028年全球数据中心总IT负载规模将超过140GW、2023-2028年复合年增长率（CAGR）高达24%，AI数据中心负载将超100GW，五年增长超20倍。

① 份额格局变化显著：谷歌依托自研TPU实现份额稳增；AWS、微软虽规模大幅增长，但份额略有下滑；总IT负载中AWS份额23年到28年从28%下降至18%。而微软Azure AI数据中心份额从30%下降至19%，因其资本开支领先其他公司。

② Oracle与新云厂崛起：总IT负载Oracle份额从3%增至8%，新云厂从2%增至12%，成为AI时代云的第三极。AI数据中心负载新云厂更是从近乎0增长至16%。

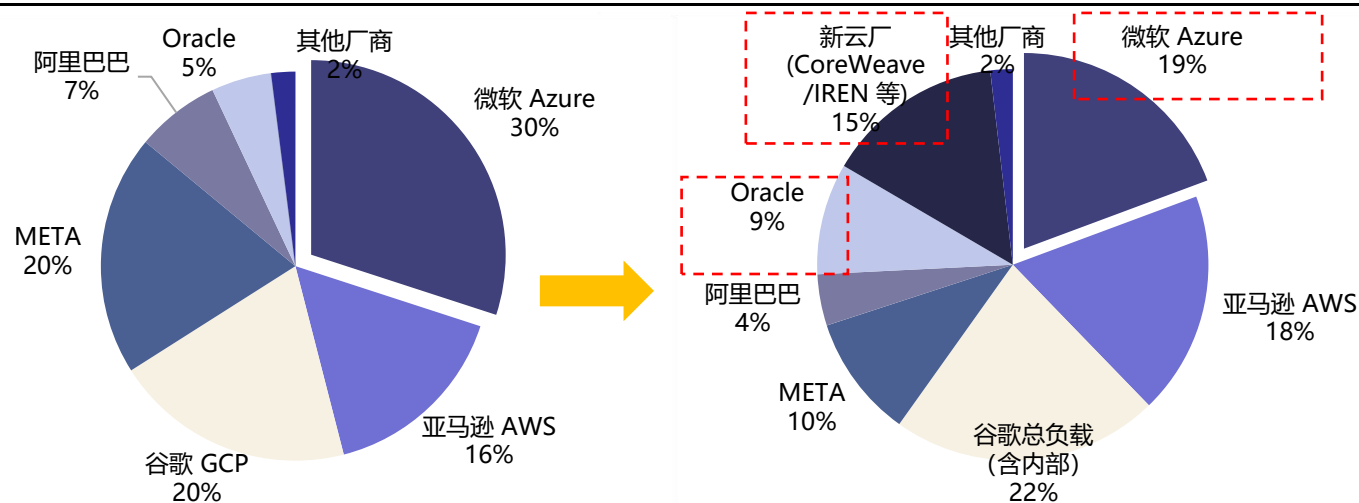
③ 头部云厂是新兴云的主要客户：微软是CoreWeave、IREN、Nebius等头部新兴云厂商的第一大客户，且收入贡献超60%。

图：全球数据中心IT负载2023年与2028年份额变化



资料来源：各公司官网与业绩会，Semi Analysis，国信证券经济研究所整理测算

图：全球AI数据中心IT负载2023年与2028年份额变化

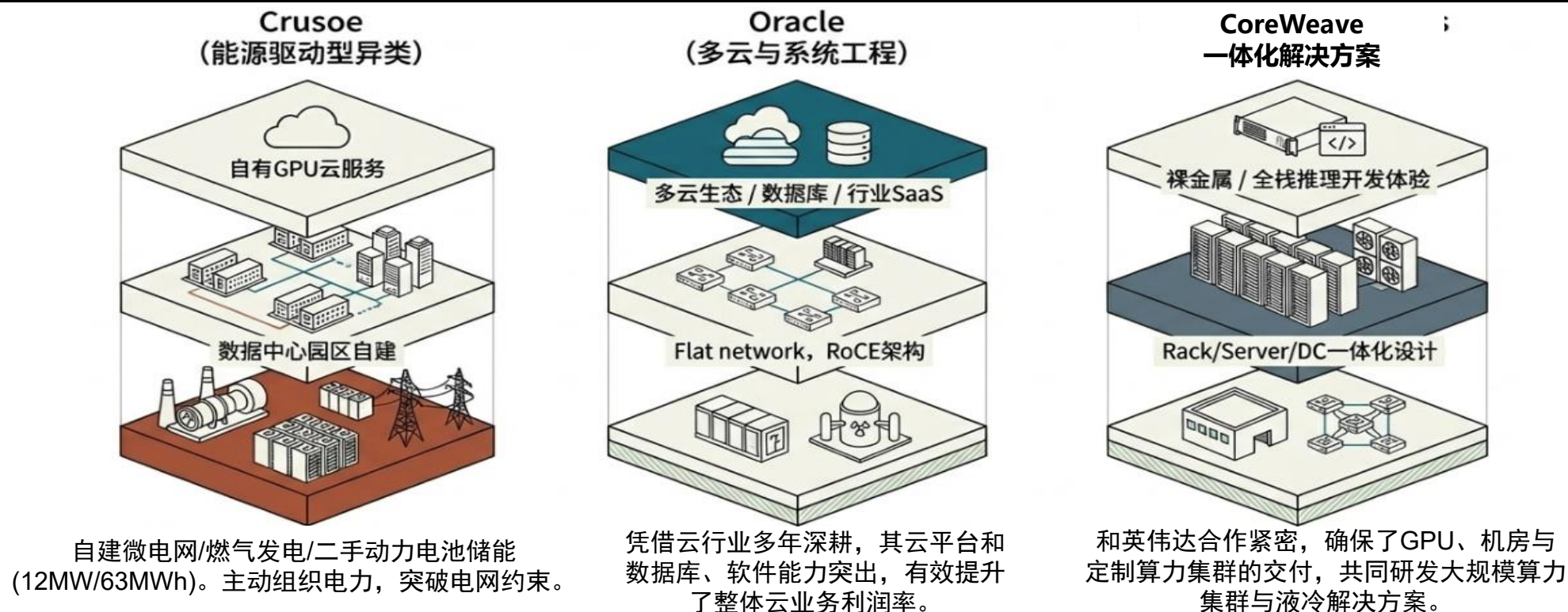


资料来源：各公司官网与业绩会，Semi Analysis，国信证券经济研究所整理测算

- [01] NeoCloud (新兴云) 特点与代表公司
- [02] NeoCloud 商业模式深度剖析
- [03] 案例：云合同单位经济模型与ROI测算
- [04] NeoCloud对比：估值、收入、利润、容量
- [05] 未来发展分析

- 竞争的焦点已从单纯的“GPU采购数量”下沉至“拿电、土建、液冷、组网与全栈软件调试”的垂直整合能力。RPO的显著增长凸显了算力缺口的扩大，但数据中心建设速度受到电力、土地、算力等多方面因素的影响，根据“木桶理论”不仅要发挥长板、更要提升短板。能快速落地数据中心的云厂商将拿到更多市场份额。

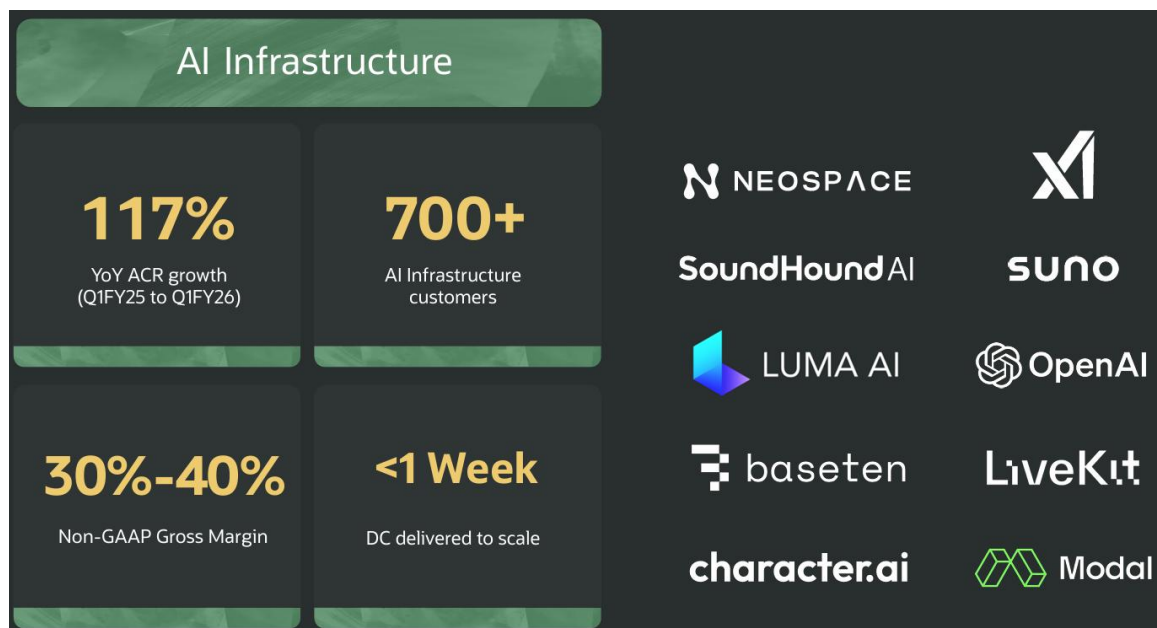
图：新兴云厂商在数据中心建设过程中的优势



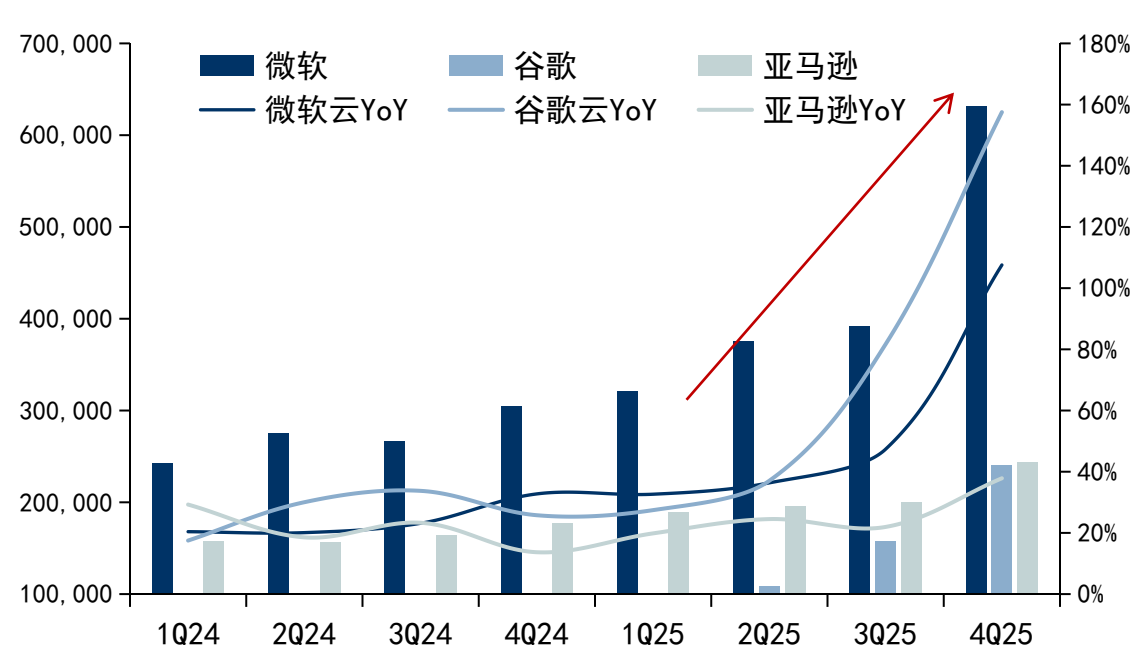
未来趋势：云厂商竞争格局重新洗牌，规模效应仍在

- **新兴云正在快速积累客户，云厂商规模效益仍存在、头部将会集中化：**CoreWeave、Nebius等头部玩家将凭借规模与资源优势，正在形成规模与客户壁垒，同时经营杠杆和效率显著提升。有望成为AI专属云的核心玩家，甚至被传统云/科技巨头收购。
- **传统云格局重新洗牌。**对比AWS、微软Azure云与谷歌云，微软、谷歌因AI业务布局更早，不管从收入、RPO还是资本开支增速均领先。相比传统最大云厂商亚马逊AWS仍依赖传统云，AI投入节奏更平缓，增速显著落后。

图：Oracle AI基础设施合作伙伴与业绩表现



图：传统云厂商RPO及同比增速（百万美元/%）



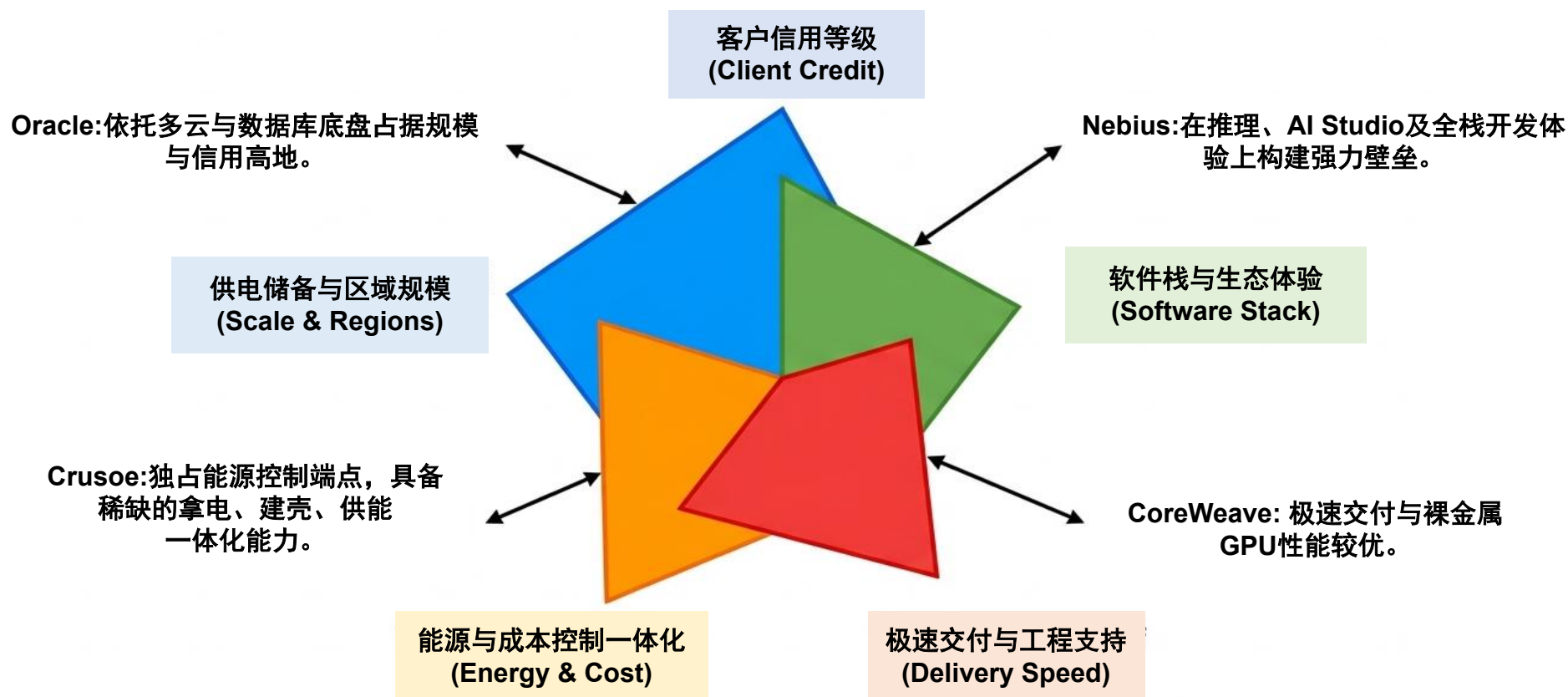
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

未来趋势：新兴云从单纯算力到生态护城河竞争

- 新兴云与传统云厂业务边界模糊，竞争更全面：一方面传统云巨头加速IaaS业务建设与算力布局；另一方面，尽管当前新兴云专注于GPU算力供给，但长远来看云厂商提供一体化解决方案更能满足客户需求，生态壁垒优势将逐渐体现。如Inference Wrappers等封装云（卖API）是AI应用爆发期的过渡性中间态，短期受益于应用增长，但长期将被云厂商/模型平台整合，纯封装模式难以独立存续。

图：新兴云竞争壁垒多维对比



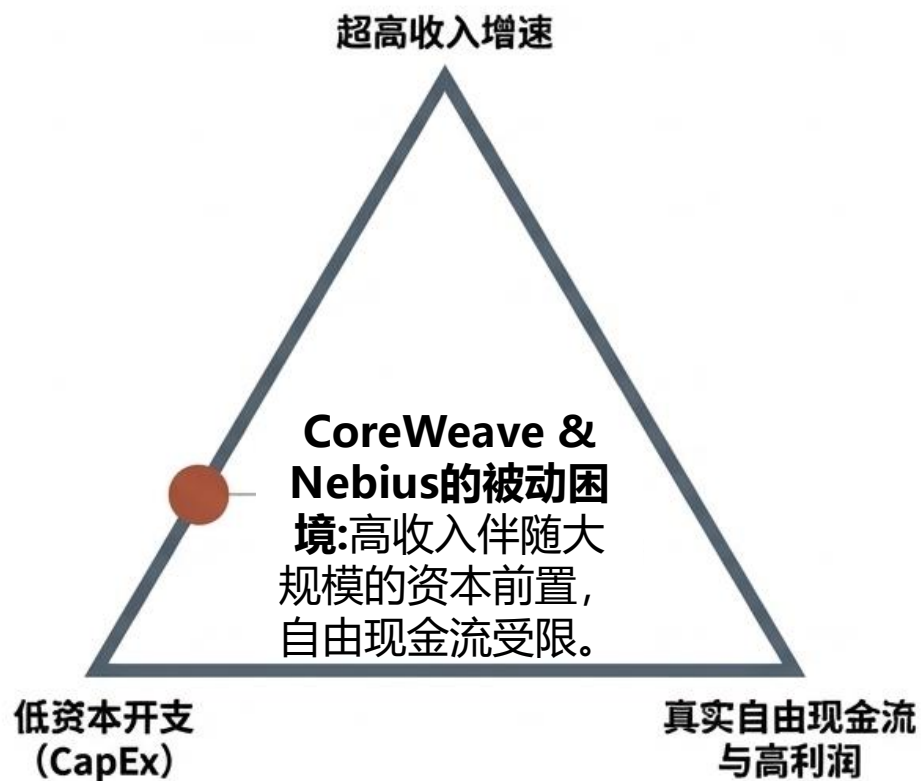
- **地域差异化：**受到地缘政治影响，Nebius等欧洲公司的崛起反映了数据主权和供应链安全的重要性。数据主权要求推动本地化部署；另一方面，AI模型训练也需要全球协同。
- **场景差异化：**部分云厂将转向特定场景（如边缘推理、医疗AI、自动驾驶），提供定制化算力与优化方案。
- **资源差异化：**电力容量以及相关配置将成为核心竞争要素。绿色转型将加速推进，后续100%可再生能源将成为标配。企业需要在能源效率（PUE）、电网建设、储能技术、可再生能源采购等方面持续投入，以满足监管要求和客户需求。如Crusoe采用100%废弃天然气发电，电力配套优势明显。

图：Nebius扩展数据中心容量以抢占全球领先的AI云位置

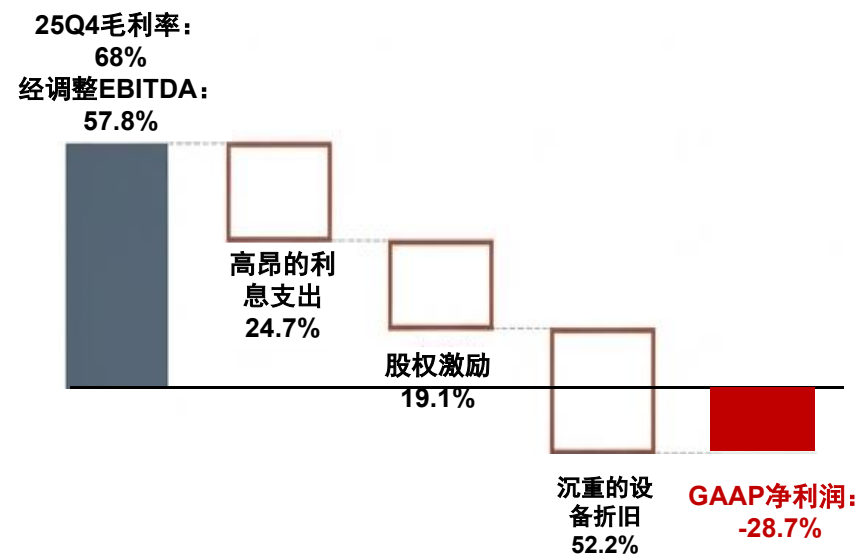


- 基础设施快速扩张下，成本与效率竞争加剧：所有公司都在大规模扩张数据中心，预计未来2-3年将是投资高峰期，能源效率和运营效率成为核心竞争力。

图：NeoCloud盈利质量剖析



图：CoreWeave 25Q4收入模型拆分



核心结论:收入每增加1美元, 均需前置极高资本支出。CoreWeave 25Q4毛利率已接近70%, 但是前置资本开支带来较高的折旧摊销, 约占比当季度收入的50%。另外高额负债利息支出占比达收入的1/4。导致预期110%高增速下, 营业利润率仅为5.6%, GAAP净利润达到-28.7%。

- NeoCloud凭借“专注GPU、轻量化、资源优先级”的优势，将在中长期保持高速增长，但也面临激烈竞争与模式分化。头部玩家有望成长为“AI算力的新云巨头”，但中小玩家面临淘汰风险。核心挑战如下：

➤ 基础设施与供应链：物理瓶颈与技术依赖

- ① 电力与土地成为AI扩张的“物理天花板”：AI算力增长已从芯片约束转为电力约束，电网审批普遍需3-5年。高密度液冷数据中心选址受限（需廉价绿电+土地+管网），全球优质节点稀缺。
- ② 供应链高度单一，技术同质化：底层GPU资源高度依赖NVIDIA，产品差异有限。

➤ 客户与竞争：巨头垄断下的生存困境

- ① 传统云与巨头挤压，无差异化壁垒：AWS/Azure/GCP正加大GPU投入（如AWS P5、Azure NDv5），并推出更灵活的计费模式，大厂资金、生态、全球网络更具优势，挤压NeoCloud的生存空间。
- ② 客户高度集中，议价权弱：主要客户贡献50%+收入（如CoreWeave依赖微软、Meta），大客户信用强但压价，合同毛利低。大客户自研/自建算力（如AWS Trainium、谷歌TPU），可能砍单，收入稳定性差。

➤ 盈利与现金流：重资产压力较大

- ① 资本密集+高杠杆，现金流持续承压：GPU集群建设需要巨额资本，头部玩家依赖高估值融资。CoreWeave 2026年CapEx预计300-350亿美元，Oracle单季CapEx已超180亿美元。若AI融资遇冷，中小NeoCloud将面临危机。
- ② 负债率普遍85%-120%、偿债压力大，利润率极薄：高息债务吞噬利润，因为投入产出错配，CapEx增速远超算力上线与营收增速。同时GPU折旧快，5年租期内租金累计降幅超50%，算力贬值持续压缩利润。

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算力需求预冷。
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6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.GSI）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中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