

宏观流动性边际收紧，AI 数据中心 IRR 能够覆盖资本成本

行业研究 · 行业快评

计算机 · 人工智能

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli@guosen.com.cn

S0980519030002

核心要点：宏观流动性边际收紧，AI数据中心IRR能够覆盖资本成本



- **Coreweave核心债务成本当前可控，项目IRR能够覆盖资本成本。**在长约基准假设（1,300万美元/MW年化收入）下，单体项目的无杠杆内部收益率（uIRR）可达15.3%。这一收益水平已能够充分覆盖现有的混合资本成本（WACC约11.8%），即使未来DDTL利率整体出现小幅上调，项目本身的盈利能力依然可以保障债务的偿付。目前公司披露的最新短期合同现货价格已达到4,000万美元/MW的水平。这一价格相较于约1,300万美元/MW的盈利平衡点存在向上弹性空间，为公司后续的债务展期和本息偿还提供了充足的现金流预期与安全边际。**核心债务成本可控，并非全局高息：**CoreWeave的融资主力是拥有底层资产支持的DDTL（占总债务的50%以上），而非常规债券。例如2026年8月新签的26亿美元DDTL5.5，定价为SOFR+550bp（实际综合成本约10%）。此外，公司在9月成功发行了42亿美元票息仅为2.875%的可转债，整体混合融资成本保持在健康区间。
- **Nscale：债务合计约65.99亿美元，资金主要用于GPU采购及数据中心基础设施建设。公司具体债务结构如下：延迟提取定期贷款（DDTL）及循环信贷：**合计约53.72亿美元，其中1）2033年到期SOFR+2.38%延迟提取定期贷款（WardCountySPV）：18.50亿美元；2）2032年到期SOFR+5.00%GPU支持延迟提取定期贷款：14.22亿美元；3）2031年到期SOFR+2.38%延迟提取定期贷款（MadisonCountySPV）：12.00亿美元；4）2029年到期SOFR+1.75%循环信贷设施：9.00亿美元。
- **Firmus：合计融资131亿美元，其中约100亿美元为债权融资。1）股权融资：**上市前公司共进行了五轮融资，合计约31亿美元，其中1）2026年8月：20亿美元（这是其在10月份放弃IPO前的最后一轮大规模私下融资，将其估值推高至约110亿美元）；2）2026年4月：5.05亿美元（由Coatue领投，英伟达参投，当时估值约为55亿美元）；3）2026年2月：7100万美元；4）2025年11月：3.26亿美元；5）2025年9月：2.17亿美元。2）**债权融资：**2026年2月：获得了由黑石（Blackstone）和Coatue领投的100亿美元债务安排（DebtFacility）。这笔巨额资金专门用于支持其名为“ProjectSouthgate”的AI工厂建设计划。
- **10年期美债实际收益率接近3%（剔除通胀后），甲骨文5年期CDS利差跳涨。**当前AI融资正面临压力，且多个宏观风险指标触及警戒水平。其中，美国10年期国债实际收益率正逼近3%（剔除通胀后）。历史上这一高位常与重大风险事件重合：如2000年的科网泡沫破裂、2008年的全球金融危机（当时实际收益率曾飙升至约3%），以及2023年3月的硅谷银行（SVB）破产事件（当时实际收益率约在1.5%并处于急剧上升通道中）。此外，甲骨文的5年期CDS利差在2026年飙升至近200个基点创下新高，表明高杠杆借款人正承受极大信用压力。
- **风险提示：**AI落地不及预期，市场需求不及预期，宏观经济波动等。

Coreweave：短期GPU租赁价格上行，公司ARR存在上行空间



➤ 短单年化报价达4000万美元/MW，长期加权ARR有望上行。根据公司公告披露数据，公司3-6个月短单年化报价达4000万美元/MW，在合理的假设下，其隐含的GPU租赁价格达16.01美元/GPU小时。当前隐含GPU租赁价格约4美元/GPU小时，考虑到公司今年7-10月的租赁价格提升及短期合同价格上涨，未来长期隐含GPU租赁价格有望上行至5.2美元/GPU小时，公司ARR存在上行空间。

图：数据中心相关假设

每 MW 对应额定电力	1,000 kW/MW
数据中心 PUE	1.30 倍
单 GPU 对应 IT 电力（含服务器/网络摊销）	1.50 kW/GPU
可部署的电力比例	90.0% 比例
每年总小时	8,760 小时
有效计费利用率	60.0% 比例
每 GPU 小时合同价格	4.00 \$/GPU小时
软件/附加服务的营收溢价	3.0% 比例

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：CoreWeave ARR隐含每小时均价测算

1 MW 对应可部署 GPU（等效）	461.54 GPU/MW
全年可计费 GPU 小时	2,425,846 GPU · 小时
GPU 租赁基础 ARR	9.70 \$mm/MW/年
软件与附加收入	0.29 \$mm/MW/年
模型测算 ARR/MW	9.99 \$mm/MW/年
1,000万美元所需小时均价	4.00 \$/GPU小时
1,300万美元所需小时均价	5.20 \$/GPU小时
4,000万美元所需小时均价	16.01 \$/GPU小时

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Coreweave：核心债务成本当前可控，项目IRR能够覆盖资本成本



- 新签订单毛利较高，项目IRR足以覆盖资本成本：在长约基准假设（1,300万美元/MW年化收入）下，单体项目的无杠杆内部收益率（uIRR）可达15.3%。这一收益水平已能够充分覆盖现有的混合资本成本（WACC约11.8%），即使未来DDTL利率整体出现小幅上调，项目本身的盈利能力依然可以保障债务的偿付。目前公司披露的最新短期合同现货价格已达到4,000万美元/MW的水平。这一价格相较于约1,300万美元/MW的盈利平衡点存在向上弹性空间，为公司后续的债务展期和本息偿还提供了充足的现金流预期与安全边际。
- 核心债务成本可控，并非全局高息：CoreWeave的融资主力是拥有底层资产支持的DDTL（占总债务的50%以上），而非常规债券。例如2026年8月新签的26亿美元DDTL5.5，定价为SOFR+550bp（实际综合成本约10%）。此外，公司在9月成功发行了42亿美元票息仅为2.875%的可转债，整体混合融资成本保持在健康区间。

图：CoreWeave 核心项目 ARR 对无杠杆 IRR（uIRR）的敏感性测算

情景	ARR / MW (百万美元/年)	年收入 (百万美元)	变动现金成本	固定现金成本	EBIT	所得税	年 FCFF	uIRR	IRR-WACC	t=0	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5
ARR 8	8.00	1,600.00	296.48	114.64	(11.12)	-	1,188.88	(0.31%)	(12.11%)	(6,000.00)	1,188.88	1,188.88	1,188.88	1,188.88	1,188.88
ARR 9	9.00	1,800.00	333.54	114.64	151.82	37.96	1,313.87	3.10%	(8.70%)	(6,000.00)	1,313.87	1,313.87	1,313.87	1,313.87	1,313.87
当前混合	10.00	2,000.00	370.60	114.64	314.76	78.69	1,436.07	6.30%	(5.50%)	(6,000.00)	1,436.07	1,436.07	1,436.07	1,436.07	1,436.07
ARR 11	11.00	2,200.00	407.66	114.64	477.70	119.43	1,558.28	9.39%	(2.41%)	(6,000.00)	1,558.28	1,558.28	1,558.28	1,558.28	1,558.28
ARR 12	12.00	2,400.00	444.72	114.64	640.64	160.16	1,680.48	12.39%	0.59%	(6,000.00)	1,680.48	1,680.48	1,680.48	1,680.48	1,680.48
新签协议	13.00	2,600.00	481.78	114.64	803.58	200.90	1,802.69	15.30%	3.50%	(6,000.00)	1,802.69	1,802.69	1,802.69	1,802.69	1,802.69
ARR 14	14.00	2,800.00	518.84	114.64	966.52	241.63	1,924.89	18.14%	6.34%	(6,000.00)	1,924.89	1,924.89	1,924.89	1,924.89	1,924.89
ARR 15	15.00	3,000.00	555.90	114.64	1,129.46	282.37	2,047.10	20.92%	9.12%	(6,000.00)	2,047.10	2,047.10	2,047.10	2,047.10	2,047.10
ARR 16	16.00	3,200.00	592.96	114.64	1,292.40	323.10	2,169.30	23.64%	11.84%	(6,000.00)	2,169.30	2,169.30	2,169.30	2,169.30	2,169.30

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Coreweave：存续债务总规模约424.26亿美元，短期可能面临流动性困境

- 根据CCIP平台数据，CoreWeave当前的存续债务总规模约为424.26亿美元。具体构成如下：1) 可转换债券（107.9亿美元）：期限2031-2033年，极低固定融资成本（利率1.75%-2.875%）；2) 常规优先债（100.3亿美元）：期限2030-2032年，高息固定融资成本（利率8.50%-9.75%）；3) DDTL及循环信贷（264.1亿美元）：核心资金池，期限2028-2032年，浮动成本（SOFR+1.75%至9.62%）；4) 设备及其他融资（55.7亿美元）：OEM/软件/数据中心基建等，期限分布广，有效利率较高（9.00%-15.00%）。
- 根据CoreWeave最新的2026年第二季度财报，公司在未来12个月内到期的短期有息债务合计为75.13亿美元。其中，一年内到期的追索权债务为62.35亿美元，一年内到期的无追索权债务为12.78亿美元。公司短期面临1) 流动性枯竭：账面现金55.24亿美元，难以覆盖短期借款；2) 期限错配：公司在手订单1040亿美元，但兑现仍需3-5年；3) 再融资受阻：债券收益率与违约溢价大幅飙升，借新还旧的资金成本上涨。

图：Coreweave固定利率债券发行时间及利率



资料来源：CCIP，国信证券经济研究所整理（其中实心黄圈代表常规固定收益债务工具，空心黄圈代表可转换债券。）

图：公司浮动利率债券相对于SOFR的信用利差



资料来源：CCIP，国信证券经济研究所整理（DDTL代表延迟提取定期贷款，系一种类似债券的银行贷款）

Nscale：债务合计约65.99亿美元，资金主要用于GPU采购及数据中心基础设施建设



- **延迟提取定期贷款 (DDTL) 及循环信贷：**合计约53.72亿美元，其中1) 2033年到期SOFR+2.38%延迟提取定期贷款 (WardCountySPV)：18.50亿美元；2) 2032年到期SOFR+5.00%GPU支持延迟提取定期贷款：14.22亿美元；3) 2031年到期SOFR+2.38%延迟提取定期贷款 (MadisonCountySPV)：12.00亿美元；4) 2029年到期SOFR+1.75%循环信贷设施：9.00亿美元。
- **高级定期贷款及项目融资：**合计约12.27亿美元，其中1) 2033年到期SOFR+3.00-3.75%挪威 (Narvik) 数据中心项目融资：7.90亿美元；2) SOFR+5.50%冰岛GPU采购高级定期贷款 (麦格理)：3.32亿美元；3) 2029年到期SOFR+7.50%挪威 Glomfjord 高级设施贷款 (麦格理)：1.05亿美元。
- **公司还款压力相对较小：**截至2026年6月30日，Nscale账面拥有15.0亿美元的现金及现金等价物。且核心债务集中于2029年至2033年之间，实现了现金流期限匹配，贷款的条件也非常宽松。在机房建好、收回客户租金之前，公司不需要从自身账上掏出巨额本金去还债。

图：Nscale固定利率债券发行时间及利率



资料来源：CCIP，国信证券经济研究所整理（其中实心黄圈代表常规固定收益债务工具，空心黄圈代表可转换债券。）

图：Nscale债务一览表

BORROWER	INSTRUMENT	SIZE \$M	RATE
Nscale Ward County Borrower S...	Up to \$1.85B senior secured DDTL (Moody's first-time Baa1, stable — Ward County, TX GPU-as-a-service SPV; closed per issuer release 2026-08-31)	1,850	SOFR +2.38%
Nscale NC Borrower SPV, LLC	Up to \$1.2B senior secured DDTL (investment-grade rated per S-1 — Madison County, NC colocation site)	1,200	SOFR +2.38%
Nscale Services Iceland III ehf	Macquarie Iceland senior term loan (\$331.9M, GPU purchase financing)	331.9	SOFR +5.50%
Nscale Norway DC DA	Norway (Narvik) project financing; Kvandal South DC Facility	790	SOFR +3.00-3.75%
Nscale Global Holdings Limited	Revolving Credit Facility	900	SOFR +1.75%
Nscale Services UK Ltd	GPU-backed delayed-draw term loan (DDTL)	1,422	SOFR +5.00%
Nscale Drift II Holdings Ltd	Macquarie Senior Facility (\$105M, Glomfjord GPU cluster)	105	SOFR +7.50%

资料来源：CCIP，国信证券经济研究所整理

Firmus：合计融资131亿美元，其中约100亿美元为债权融资



- 上市前公司共进行了五轮融资，合计约31亿美元，其中1）2026年8月：20亿美元（这是其在10月份放弃IPO前的最后一轮大规模私下融资，将其估值推高至约110亿美元）；2）2026年4月：5.05亿美元（由Coatue领投，英伟达参投，当时估值约为55亿美元）；3) 2026年2月：7100万美元；4）2025年11月：3.26亿美元；5）2025年9月：2.17亿美元
- 债权融资：2026年2月：获得了由黑石（Blackstone）和Coatue领投的100亿美元债务安排（DebtFacility）。这笔巨额资金专门用于支持其名为“ProjectSouthgate”的AI工厂建设计划。

图：Firmus融资情况

DATE	ROUND OR INSTRUMENT	AMOUNT	VALUATION / TERMS	LEAD / ANCHOR INVESTORS
Oct 2026	Private round, in talks	Up to about US\$3bn from existing investors, as reported by Bloomberg via Reuters (9 Oct 2026); not confirmed by Firmus	Talks with NVIDIA and existing backers after the float was withdrawn (AFR and Bloomberg, 9 Oct 2026). Equity raised to date about A\$4.7bn (AFR)	NVIDIA and existing backers
9 Oct 2026	ASX IPO, withdrawn	A\$7.1bn base offer (about US\$4.94bn), or up to about US\$5.5bn (about A\$7.9bn, as reported by the AFR) with the over-allotment option of up to US\$500m (IPO term sheet reported by Reuters, 1 Oct 2026)	Priced at A\$11.00 a share, a US\$30.6bn equity value (Reuters, 1 Oct 2026). As bids closed on 8 Oct the banks were working on around A\$8.25 a share (AFR, not confirmed by Firmus). Withdrawn 9 Oct 2026; Firmus is seeking private funding	Lead managers Morgan Stanley, Bank of America, JPMorgan and Morgans
7 Aug 2026	Equity round	US\$2bn	Fully subscribed; values the company above US\$10.5bn once the new money is counted in, by the company's account. These investors receive more shares if Firmus does not list by 30 November 2026 (AFR)	Coatue and NVIDIA follow-on, Blackstone Tactical Opportunities and other Blackstone funds, Jane Street

资料来源：CertifiedStrategic，国信证券经济研究所整理

图：Firmus融资100亿美元债权融资

Apr 2026	Equity round	US\$505m	US\$5.5bn post-money, by the company's account	Led by Coatue, with NVIDIA
9 Feb 2026	Debt facility	US\$10bn	Debt financing facility	Blackstone Tactical Opportunities, Blackstone Credit and Insurance and affiliated funds, with support from Coatue
14 Nov 2025	Equity round	A\$500m	About A\$6bn post-money, by the company's account	Morgans as sole lead manager
16 Sep 2025	Equity round	A\$330m	A\$1.85bn post-money, by the company's account	Ellerston Capital as cornerstone; NVIDIA joined as an investor

资料来源：CertifiedStrategic，国信证券经济研究所整理

10年期美债实际收益率接近3%，甲骨文5年期CDS利差跳涨

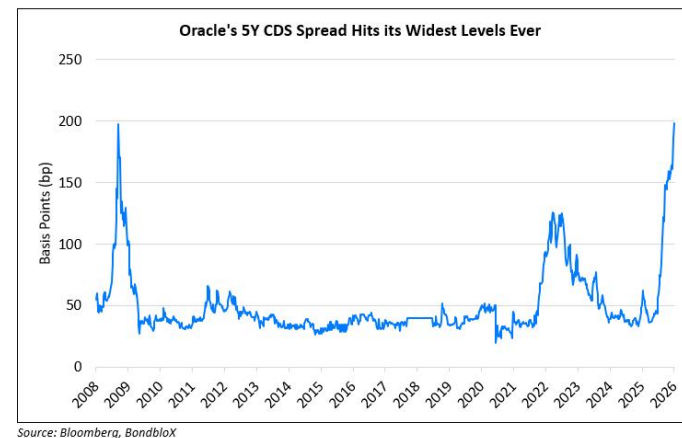
- 当前AI融资正面临压力，且多个宏观风险指标触及警戒水平。其中，美国10年期国债实际收益率正逼近3%（剔除通胀后）。历史上这一高位常与重大风险事件重合：如2000年的科网泡沫破裂、2008年的全球金融危机（当时实际收益率曾飙升至约3%），以及2023年3月的硅谷银行（SVB）破产事件（当时实际收益率约在1.5%并处于急剧上升通道中）。此外，甲骨文的5年期CDS利差在2026年飙升至近200个基点创下新高，表明高杠杆借款人正承受极大信用压力。

图：美国10年期国债实际收益率接近3%



资料来源：FRED，国信证券经济研究所整理

图：Oracle 5年期CDS走势拉升



资料来源：Bloomberg，BondbloX，国信证券经济研究所整理

- 一、AI落地不及预期。
- 二、市场需求不及预期。
- 三、宏观经济波动等。

免责声明



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