

五道闸：AIDC 租赁披露口径阶梯，以及市场在第几道闸付钱

五道闸——AIDC 租赁披露口径阶梯，以及市场在第几道闸付钱

数据中心与新云公司披露需求时存在一条五道闸的口径阶梯：兴趣管道→已签约→已通电→在计费→客户实际带载。收入只在后三道闸发生，而头条数字几乎全部产在前两道闸。

2026-08-27 IREN 在同一份业绩稿的同一页里，把这条阶梯完整摊开：40 亿美元已签约 ARR（公司内部利用率与价格假设的建模产物）、10 亿美元在运行 ARR、以及四季度实际入表的 7,050 万美元 AI 云收入——同一天、同一家公司、同一份文件，量级相差 14 倍。

真正可交易的含义不是「阶梯存在」——连最保守的 REIT 都有九个月的签约到起租空档——而是量纲错配：成熟 REIT 用「年化基础租金」披露未起租订单，新云用「合同期总额」披露积压，后者天然放大一个数量级且不可年化。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 8 月 29 日

30秒结论卡

项	内容
一句话判断	AIDC 与新云公司的头条数字产在阶梯前两道闸（兴趣、已签约），收入产在后三道闸（已通电、在计费、实际带载）。阶梯本身是行业结构，不是瑕疵；可交易的是量纲错配——同一个「订单」概念，成熟 REIT 用年化基础租金披露，新云用跨 10–20 年的合同期总额披露，后者天然放大一个数量级。
机会状态	🟡 观察 —— 这是一套读数纪律，不是一个择时信号。本部核查显示：阶梯位置解释不了 2026-08-28 的当日跌幅排序（见第八节的反向结果）。
市场错在哪	不在于相信需求，而在于把三个不同量纲的数字放进同一个估值分母：合同期总额、年化 ARR、当期 GAAP 收入。IREN 一家的这三个数字分别是 40 亿、10 亿、2.82 亿（四季度年化），相差 14 倍。
重点标的	🟢 DLR（口径基准，非本轮弹性）· 🟡 CORZ（阶梯自定义最清晰，转化率约 36%）· 🟡 CRWV（已通电/已签约约 41%，口径待明确）· 🔴 WULF（每 GW 在运行容量市值 751 亿美元，全样本最极端）· 🟡 VNET（唯一披露第五道闸）
最大反证	APLD 的 Polaris Forge 1 从签约到首期投运只用约 5.5 个月——转化可以很快。但同一份材料里，其新签地块的收入起点在 2027 年。快转化属于存量在建，不属于新增管道。

一、投资要点

这一层的定价争议不是「需求真不真」，而是「你手上那个数字，是在第几道闸上生成的」。

#	观点	方向
1	阶梯是发行人自建的披露架构，不是外部分析框架——CORZ 在其术语表里把「可租/已租/在计费」三层写成正式定义	● 中性·结构事实
2	连最成熟保守的发行人也有结构性空档：DLR 二季度新签租约到合同起租日的加权平均时滞为九个月	● 中性·结构事实
3	真正的风险在量纲：DLR 的未起租订单以「年化 GAAP 基础租金」计（19 亿美元），新云以「合同期总额」计（CRWV 约 1,040 亿美元），两者不可比、不可互换	● 承压
4	IREN 在一份文件里同时给出 40 亿/10 亿/2.82 亿三档读数，并自陈 ARR 「不是 GAAP 口径，确认收入可能显著更低」	● 承压
5	新签单价正在越过价值门槛：IREN 披露近期三年期合同超过每兆瓦（IT）2,000 万美元，在谈约 2,500 万美元	● 受益
6	扩张期「利用率」这个比率对需求几乎没有定性效力，有效读数是在用兆瓦的环比绝对增量	● 方法论
7	阶梯位置不能解释当日跌幅排序——本部用自有评分卡做的横截面检验给出反向结果	● 中性·须诚实记入

二、五道闸：定义与各档的证据等级

闸	名称	典型披露措辞	是否产生收入	谁在披露
①	兴趣 / 管道	pipeline、powered land、扩容选择权、LOI	否	几乎所有公司
②	已中标 / 意向	中标、目标合同收入（target）	否	多数公司
③	已签约	signed lease、contracted power、backlog、RPO	否	多数公司
④	已通电 / 在计费	energized、active power、billable capacity、rent commencement	是	CORZ、CRWV、WULF、IREN、DLR
⑤	客户实际带载	capacity utilized by customers、occupancy	是	仅 VNET 与两家 REIT

核心事实：第五道闸在新云与矿改群体中零披露。 CRWV 的 active power、CORZ 的 billable、APLD 的 live capacity、IREN 的 operating ARR——全部停在第四道闸。它们描述的是「服务已开始并在计费」，不是「客户实际拉了多少电」。本报告因此不把 billable 或 active 当作第五道闸使用。

三、钱流：三个量纲，不可互换

这是本篇最硬的一根钢筋，且不依赖任何单家公司的具体数字。

量纲	定义	实例	可否年化
年化 GAAP 基础租金	一年的合同基础租金，已按 GAAP 口径	DLR 已签约未起租订单 19 亿美元（100% 口径） / 14 亿美元（权益口径）	已是年度口径
年化运行率（ARR）	挂牌单价 × 8,760 小时 × 已交付设备，属经营指标	IREN 在运行 ARR 10 亿美元（截至 2026-08-26）	是年度口径，但非 GAAP
合同期总额	整个合同期（10—20 年）的名义收入总和	CRWV 收入积压约 1,040 亿美元；IREN 与微软五年期约 97 亿美元	不可年化

把第三行放进任何以「年」为单位的估值分母，就会把倍数放大一个数量级。这不是估计误差，是量纲错误。本部在所有涉及合同期总额的场所均不作年化处理，也不由其推导任何倍数。

四、价值链五层图（以阶梯为轴）

需求源（模型商 / 超大规模云 / 企业）
↓ 在第①②闸生成的头条数字：管道、LOI、目标合同收入
签约层（新云 / 矿场改建 / REIT 开发管道）
↓ 在第③闸生成的头条数字：backlog、RPO、contracted power
交付层（电力接入、调试、验收）← 阶梯真正的物理约束在这里
↓ 在第④闸生成的读数：billable、active、rent commencement
计费层（入表收入）
↓ 在第⑤闸生成的读数：客户实际带载（仅 VNET 与 REIT 披露）
现金层（收现节奏，与收入确认再次脱钩）

可投性判断落在交付层与计费层：第①②③闸的数字随融资与公告节奏波动，第④⑤闸的数字随电子与机柜波动。

五、教科书级样本：IREN 同一份文件里的三档读数

2026-08-27，IREN 发布 FY26 业绩。本部逐字核对了新闻稿全文，其中同时存在三个描述「AI 云需求」的数字：

档位	读数	公司自述口径
第③闸	40 亿美元 已签约 ARR（针对 2026 年产能）	「基于公司关于利用率与价格的内部假设，收入预期在各数据中心交付后的数月内、经调试、测试与客户验收后爬坡」
第④闸	10 亿美元 在运行 ARR（截至 2026-08-26）	「已调试并处于合同项下的 GPU 的每小时挂牌价 × 8,760 小时」，含存储与配套
入表	7,050 万美元 四季度 AI 云收入（年化约 2.82 亿）	GAAP 收入

公司在同页写明：**ARR 是经营指标而非美国 GAAP 口径，且「确认收入可能显著更低」**。从第③闸到实际入表，量级相差约 14 倍。

同期财务读数：FY26 总收入 7.07 亿美元（FY25 为 5.01 亿），其中 AI 云 1.288 亿（上年 1,640 万）、比特币挖矿 5.782 亿（上年 4.846 亿）；FY26 净亏损 7.026 亿美元（上年为净利 8,690 万），其中非现金减值 6.388 亿美元（四季度 4.504 亿），主要来自站点改作 AI 用途时退役的挖矿硬件。

一条方向相反、同样重要的读数：IREN 披露近期三年期合同的收入超过**每兆瓦（IT）2,000 万美元**，对应约两年回收期，且在谈价格约每兆瓦 2,500 万美元；近期客户预付款相当于 GPU 资本开支的 45—55%。
口径警示：公司披露的措辞是「近期三年期合同每兆瓦（IT）收入超过 2,000 万美元」，未写明是年度口径还是三年合同期总额；但同句给出的「约两年回收期」只有在年度口径下才成立，本部据此按年度口径理解，并把该理解本身列为待确认项。本部 8 月 18 日建立的价值中性门槛为每兆瓦每年 1,000—1,800 万美元，而当时全样本已实现单价为 730—820 万美元。**新签挂牌价已越过门槛，已实现价仍在门槛之下——**这正是阶梯命题在价格侧的镜像：越靠近第①②闸的价格越漂亮。

五点五、两处公司自曝：口径就写在同一句话里

本篇不需要外部推演来证明口径混用的存在——发行人自己在同一份文件里把两个口径并排写了出来。

1. Galaxy Digital 在其 8-K 里写的是「**200 兆瓦毛功率——133 兆瓦关键 IT 负载**」。同一句话、同一批资产，两个数字相差 33.5%。任何把「兆瓦」当作单一单位横向比较的做法，在这一句话面前即失效。
2. TeraWulf 自述其 Lake Hawkeye 站点 **400 兆瓦毛功率约合 320 兆瓦关键 IT 负载（约 80%）**。**注意两家的折算比例并不相同（66.5% 对 80%）**，因此不存在可用的行业换算系数——本部不采用任何毛容量到关键 IT 负载的统一折算率。

Nebius：容量上修，指引不动，且「已签约」指的是供给侧

本轮核查中口径误读最值得单列的一例。Nebius 在其股东信中把年底已签约电力目标由 4GW 上修至 5GW（+25%），同时**逐字重申全年各项指引不变**，并自陈这批产能要到 2026 年底才到位、主要贡献 2027 年收入。

更关键的是其脚注：**contracted power** 的定义是「已签约的土地与电力承诺」——这是供给侧口径，与客户是否签约无关。市场普遍把这个数字读作第③闸的客户订单，公司的定义把它放在第①②闸。

同一份文件还给出一条对照：Nebius 的 ARR 定义为「季末最后一个月实际收入 × 12」，即已实现收入的年化；而 IREN 的已签约 ARR 是「已签约产能 × 内部利用率与价格假设」的建模产物。两家用的是同一个词，量纲完全不同，不可横向比较。

这条与既有纪律同向：拿到大额容量却不上修当年指引，是公司对「签约不等于可计费」的自证。

六、卡点六指标评分卡（本篇评的是「披露质量」这一资产属性）

指标	读数	说明
短缺强度	● 高	电力接入与调试是真实物理约束，非会计现象
替代难度	● 高	第④闸的时滞无法用融资或合同结构绕开
认证周期	● 中	DLR 九个月；转建型更长
集中度	● 中	交付能力集中于少数具备电力与总包资源的主体
定价权	● 改善中	新签每兆瓦（IT）单价超 2,000 万美元、在谈约 2,500 万
可投性	● 低	第⑤闸零披露，投资者无法直接观测最终读数

四象限归属：真卡点但读数不可得——物理约束真实，可观测性缺失。处置方式是按披露质量分档持有，而不是按叙事强度。

七、公司卡：阶梯落差的可核实读数

正表只列口径可交叉核对的五家；其余进附录与观察名单。

公司	第③闸（已签约）	第④闸（已通电/在计费）	④÷③	口径洁净度
CORZ	已租客户电力约 1.1GW	在计费 395MW（二季度末）	约 36%（示意）	● 术语表定义清晰，但 1.1GW 未标明毛容量还是关键 IT 负载，比值仅作示意
CRWV	已签约电力约 3.7GW	在运行电力 1.5GW	约 41%	● 两端均未说明是毛容量还是关键 IT 负载
IREN	已签约 ARR 40 亿美元	在运行 ARR 10 亿美元	25%	● 收入口径，且公司自陈建模假设
VNET	在役容量的 96.3% 已被客户承诺	在役 1,007MW / 在用 744MW	73.9%	● 全样本唯一给到第五道闸
DLR	已签约未起租 19 亿美元年化基础租金	已占用 2,799MW / 容量 3,102MW	90.2%	● 白空间 IT 负载定义明确（UPS 后端）

读表规律：④÷③ 这个比值不是「质地分」，它同时被扩张速度稀释——分母（新签）加得越快，比值越低。CRWV 在两个月内把已签约电力从约 3.7GW 推到约 4.2GW，比值被动下行。**因此该比值只能同期横比，不可纵向连读。**

补充说明，不入正表：

- **WULF：**公司使用「rent commencement（起租）」这一措辞，二季度末产生收入的关键 IT 容量为 81MW，7 月初 CB-3 完工后升至 102MW，另有 CB-4、CB-5 合计 336MW 在建；二季度 HPC 租赁收入 3,190 万美元。其与 Anthropic 的肯塔基园区租约初始交付预计在 2027 下半年——**从公告到第一美元租金约 18—24 个月**，是本组时滞最长的一例。
- **APLD：**Polaris Forge 1 首期从签约到投运约 5.5 个月，是最强的反向证据；但其「live capacity 175MW」未标注口径，与其租约中明确的 critical IT load 不可相除，故不在正表给出比值。
- **NBIS：**对外主打的是 2026 年底目标口径（已签约与已接入），属两个承诺相除，不构成任一时点的实证落差，本部不采用。

八、一个反向结果：阶梯位置解释不了当日跌幅

2026-08-28 收盘，本部自有付费源读数：IREN -12.53%、MARA -10.11%、CIFR -9.54%、RIOT -9.05%、HUT -8.85%、KEEL -8.26%、GLXY -8.22%、APLD -7.65%、WULF -6.91%、CORZ -6.30%、NBIS -4.26%、CRWV -2.96%；对照 DLR -3.45%、EQIX -2.98%、数据中心主题 ETF（DTCR）-1.75%、SMH -3.47%、IWM -1.35%、QQQ -0.65%、SPY -0.23%、VIX 收 14.43。

宏观定性：宽基基本持平、波动率处低位、无信用事件与强平记录可核实——这是主题内部的重定价，不是流动性危机。当日可核实的一手触发点是 IREN 于 08-27 盘后发布 FY26 业绩并计提 6.388 亿美元非现金减值。

然后是诚实的部分。本部用自有评分卡的「潜力—兑现」差作为阶梯错配的代理变量，对当日相对 SMH 的超额跌幅做横截面检验：

标的	潜力—兑现	当日涨跌	相对 SMH 超额
WULF	38	−6.91%	−3.44pp
CORZ	14	−6.30%	−2.83pp
NBIS	12	−4.26%	−0.79pp
CIFR	10	−9.54%	−6.07pp
IREN	10	−12.53%	−9.06pp
APLD	5	−7.65%	−4.18pp
CRWV	0	−2.96%	+0.51pp

差值最大的 WULF 跌幅居中，差值为零的 CRWV 最抗跌，差值仅 10 的 IREN 跌幅最深。当日排序更接近「矿工血统 + 反身性强度」，而不是阶梯位置。结论因此收窄为：阶梯是估值口径工具，不是择时信号。用它判断「这个数字能不能进分母」，不要用它预测哪只今天跌得多。

九、受益链落地

需求源（模型商与超大规模云）→ 签约层（新云/矿改）→ 交付层（真约束）→ 计费层 → 可投代理。

#	标的	现价 (2026-08-28 收盘)	位置	判据	方向
1	Digital Realty (DLR)	\$185.47	口径基准：九个月时滞与年化口径订单双披露	已占用 90.2%，读数全在第④⑤闸	●
2	Core Scientific (CORZ)	\$16.51	阶梯自定义最清晰，④÷③ 约 36%	在计费 395MW 可直接核对	●
3	CoreWeave (CRWV)	\$84.23	④÷③ 约 41%，但积压中约 59% 在两年之外确认	口径未标注，须等公司明确	●
4	世纪互联 (VNET)	—	唯一给到第五道闸的发行人	在用 744MW，环比 +57MW	●
5	Applied Digital (APLD)	\$25.34	快转化的实证 (5.5 个月)，但只对存量在建成立	新签地块收入起点 2027	●
6	TeraWulf (WULF)	\$15.35	每 GW 在运行容量对应市值最高	在计费 102MW 对市值 76.6 亿美元	●
7	IREN	\$35.45	阶梯三档同页披露；新签单价越过价值门槛	在运行 ARR 10 亿对已签约 40 亿	●

每 GW 在运行容量对应的市值（本部自算，市值口径）：CORZ 约 134 亿美元/GW、DLR 约 246 亿、CRWV 约 258 亿、WULF 约 751 亿。该口径为市值而非企业价值，未计净债务，因此对高杠杆标的系统性低估；且各家「在运行容量」的口径洁净度不同（WULF、DLR 明确为关键 IT 负载或白空间 IT 负载，CORZ 的在计费容量与 CRWV 的在运行电力均未标注）。此表用于排序量级，不用于横向估值。

十、情景推演

情景	触发口径	结果	标的动作
基准	第④闸读数按公告节奏推进，新签单价维持每兆瓦（IT）2,000 万美元以上	阶梯落差随交付逐季收窄，量纲错配仍在	按披露质量分档持有；正表 ●● 维持
改善	有公司开始常态披露第五道闸（客户实际带载），或把合同期总额改为年化口径披露	该公司的可观测性溢价成立，估值分母第一次可信	首个改口径者上调可投性评分
恶化	出现已签约容量被取消/重议，或新签单价从 2,000 万美元回落	第③闸数字本身的可采信度下修，倍数放大效应反向工作	每 GW 在运行市值最高者（WULF）承压最大

三档只给触发口径与方向，不给概率权重——本篇可得的一手数据不足以支撑概率分配。

十一、风险与反证

#	风险	触发条件（可被数据推翻）	影响
1	阶梯本身被误读为看空依据	预租是行业常态，DLR 同样在建成前签约	若把「披露了未来产能」当看空信号，会错杀整层——本篇看的是位置错配，不是阶梯存在
2	快转化推翻时滞论	APLD 5.5 个月完成签约到投运	已成立，但边界是「存量在建」；新增管道仍是多年时滞
3	具名超大客户子群体不适用	对手方为微软等、且合同含预付款条款	本篇命题在该子群体显著减弱
4	比值被扩张速度稀释而非质地	分母（新签）增速快于分子	④÷③ 不可纵向连读
5	市值口径低估杠杆	高负债标的的企业价值远高于市值	第九节比值对 CRWV、CORZ 系统性偏低
6	横截面检验已给出反向结果	见第八节	阶梯不可用于择时；若用作交易信号将失效

十二、数据冲突与口径

- 当日宽基读数冲突：**公开聚合源对 2026-08-28 的指数收盘给出两组互相矛盾的数值。本报告全部宽基与个股涨跌均改用本部付费行情源（EODHD）在 2026-08-28 美股收盘时点的读数，未采用任何媒体转述数值。
- APLD 收入分项量级不一致：**检索口径中同时出现「数据中心租赁及其他收入 5,060 万美元」与「租户装修服务 1.524 亿美元」，构成部分大于整体。在核到 FY2026 年报前，本报告不使用这两个数字，仅采用可交叉核对的单季基础租金 4,410 万美元。
- CIFR 合同金额冲突：**二手口径对其与 Fluidstack 合同分别给出约 30 亿与约 8.3 亿美元两个互斥数值，且 300MW 是毛容量还是关键 IT 负载无法确定。本报告不采用 CIFR 的任何合同金额，其仅出现在涨跌幅表中。
- 预付款条款不等于已到账：**IREN 与微软合同披露的是含 20% 预付款的条款安排，本报告不据此推断现金已收讫。
- VNET 成熟/爬坡两池利用率不作推论：**该分池标准本身即以 80% 利用率划线，两池差值是分组定义的算术结果，不含独立信息，故本报告只使用整体在役/在用读数。
- 无统一的毛容量折算率：**GLXY 为 66.5%、WULF 约 80%，两点不足以支撑行业中枢，本报告不作任何毛容量到关键 IT 负载的折算。
- 量化空白（须公开承认）：**无任何一家公司披露管道→签约的转化率或 LOI 履约率。第①②闸到第③闸之间没有可得的比值，本报告不作估计填补。

数字三道关自评：①量级一致性——IREN 四个季度分项与全年数逐项核对（AI 云 70.5+33.6 与全年 128.8 相容，挖矿 578.2 与全年总额 707.0 及 AI 云 128.8 精确相加），未出现部分大于整体；对出现部分大于整体的 APLD 分项已整条弃用。②单位显式化——兆瓦一律标注是关键 IT 负载、白空间 IT 负载还是口径不明；合同期总额与年化口径分列且不互换；美元数值以百万/十亿逐位核对。③双源交叉——IREN 三档读数与财务分项由本部直接核对新闻稿全文；DLR 的九个月时滞与 19 亿/14 亿未起租订单经其官方业绩稿核对；全部价格取自付费行情源并核对时间戳为 2026-08-28 美股收盘。

十三、行动清单

现在重点观察

1. IREN：Horizon 2 调试完成与 Horizon 3—4 的四季度交付是否按期，以及在运行 ARR 从 10 亿向 40 亿的月度爬坡斜率。
2. CORZ：在计费容量从 395MW 的季度增量，以及已租容量分母是否同步扩张。
3. CRWV：是否在下一份材料中明确 active/contracted power 的口径（毛容量还是关键 IT 负载）。

只监控不买

1. 第①②闸叙事（管道、目标合同收入、powered land）——在转入第③闸前不进任何分母。
2. CIFR：合同金额与容量口径未核清前，不给评级。

绝不追

1. 任何把合同期总额直接除以当期收入得出的倍数，或由其推出的目标价。
2. 任何把 billable 或 active power 读作「客户实际带载」的推演——全样本只有 VNET 与两家 REIT 给到这一档。

下次要看的五个数据

1. 新签合同的每兆瓦（IT）单价是否维持在 2,000 万美元以上（在谈约 2,500 万）。
2. DLR 下一季的签约到起租时滞是否偏离九个月。
3. 是否有第二家公司开始披露第五道闸。
4. WULF 的 CB-4 起租时点是否落在 2026 下半年指引内。
5. CRWV 积压中「未来 24 个月内确认」的比例（当前约 41%）是升是降。

哪个信号出现要重写结论

1. 若有公司披露管道→签约的实际转化率，本篇第十二节第 6 条的量化空白被填上，整套评分需按真实转化率重排。

十四、来源置信度

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
IREN 40 亿/10 亿 ARR 与 ARR 定义、三道关财务分项	IREN FY26 业绩新闻稿全文（本部逐字核对）	2026-08-27	经营指标，非 GAAP	A
IREN 新签每兆瓦（IT）超 2,000 万美元、在谈约 2,500 万、预付款占资本开支 45—55%	同上	2026-08-27	合同挂牌价	A
DLR 九个月时滞、19 亿/14 亿已签约未起租	Digital Realty 二季度业绩稿	2026-07-23	年化 GAAP 基础租金	A
DLR 出租率 90.2%/92.5%、已占用 2,799MW	同上（8-K 附件）	2026-07-23	白空间 IT 负载	A
CORZ 在计费 395MW、已租约 1.1GW、术语表定义	Core Scientific 二季度业绩稿	2026-07-28	客户电力容量	A
CRWV 积压约 1,040 亿、RPO 1,037 亿、24 个月内约 41%、active 1.5GW/contracted 3.7GW	CoreWeave 二季度业绩稿	2026-08-11	合同期总额；电力口径未标注	A /  口径不明
VNET 在役 1,007MW、在用 744MW、利用率 73.9%	VNET 二季度业绩稿	2026-08-18	口径未标注是否是关键 IT 负载	A /  口径不明

附录·来源置信度（续）

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
WULF 81MW→102MW、CB-4/CB-5 336MW 在建；400MW 毛功率≈320MW 关键 IT	TeraWulf 二季度 8-K	2026-08	关键 IT 负载	A
GLXY 「200MW 毛功率—133MW 关键 IT 负载」	Galaxy Digital 8-K	2026-08	同句并列两口径	A
NBIS 已签约电力目标 4GW→5GW 且指引逐字重申；contracted power 定义为已签约土地与电力承诺；ARR=末月实收×12	Nebius 二季度股东信息及脚注	2026-08	供给侧口径	A
APLD 5.5 个月签约到投运、单季基础租金 4,410 万	Applied Digital 公告与 FY26Q4 业绩稿	2025-06 / 2026-07-27	租约为 critical IT load	B
全部现价与涨跌幅、VIX、宽基与 ETF 读数	本部付费行情源，2026-08-28 美股收盘	2026-08-28	收盘价	A
潜力—兑现差值	涌现资本自有评分卡	2026-08	自建	D（自建）

涌现资本产业研究部

免责声明：本报告为信息聚合与独立研究，不构成投资建议。所列标的仅为研究讨论，不构成买卖推荐。数据以公开披露为准，投资者应自行核实。*