

两本账：矿企转 AI 的定价因子已经换了，定价水平没有

两本账 · 矿企转 AI 的定价因子已经换了，定价水平没有

矿企的主营在恶化、资产在重估，市场买的是第二本账——双因子回归显示 CORZ/CIFR/HUT/WULF 的 AI 因子敏感度已是比特币因子的 2.3—4.8 倍，定价因子完成了切换；但定价水平没有跟上：按已合同化的关键 IT 负载计，这些公司的企业价值落在每兆瓦 1,030 万至 2,060 万美元，而同一套租金与资本开支参数推出的每兆瓦股权创造约 1,740 万美元——市场付的是建安成本的价，买的是租约的账，差额里装的全部是交付风险与稀释风险。

涌现资本产业研究部 · 2026-08-14

30秒结论卡

一句话判断：这批公司同时在跑两本账——第一本账（自挖比特币）正在以肉眼可见的速度恶化，第二本账（把已通电场地租给 AI）正在被合同一张张确权。市场已经完成了**定价因子**的切换：把最近 60 个交易日的日收益对比特币与 AI 基建因子做双因子回归，Core Scientific 的 AI 因子敏感度是比特币因子的 4.8 倍，Cipher 3.0 倍，Hut 8 2.5 倍，TeraWulf 2.3 倍；而没有转型的 MARA、CleanSpark 分别只有 0.4 倍与 0.5 倍。但市场没有完成**定价水平**的切换：按已签约的关键 IT 负载计，这一组的企业价值落在每兆瓦 1,030 万至 2,060 万美元，而用同组披露的租金与建安成本推出的每兆瓦股权创造约为 1,740 万美元——**买的是租约的账，付的是建安成本的价，中间的折扣全部是交付与稀释。**

机会状态：🟡 观察为主，且必须按「已交付兆瓦」而不是「已签约兆瓦」重排。这不是一个板块级买入信号——8 月 13 日当天，唯一上涨的是当日宣布交付获客户验收的 IREN (+2.50%)，其余全线下跌（Hut 8 -8.62%、Cipher -7.00%、Core Scientific -5.22%、TeraWulf -5.12%、Riot -5.46%、CleanSpark -5.42%）。市场当天用一根 K 线说清楚了它在奖励什么：**验收，不是签约。**

市场错在哪：普遍的读法是「矿企主营在亏钱，所以 AI 转型是被迫的求生」。这个因果搞反了方向。真正发生的是——同一度电，挖矿卖 35 至 110 美元每兆瓦时（取决于矿机能效），AI 托管卖 139 至 217 美元每兆瓦时且由租户承担电费，**电的最优用途已经换人了**，主营恶化是资本重新配置的结果而不是原因。第二处误读是把头条合同金额当近端收入：这一组除 IREN 外，全部头条数字都是 10 至 20 年的合同期总额，Riot 与 Anthropic 的 191 兆瓦要到 2028 年 6 月才全量交付，Hut 8 的 River Bend 首个数据大厅在 2027 年第二季度——**2026 年的报表里几乎没有它们**。第三处是把电力容量当机房容量：全组三个独立数据点（Galaxy 133/200、526/800，Applied Digital 300/430）把毛容量到关键 IT 负载的折算比锁死在 65% 至 70%，凡是用吉瓦级毛容量讲故事的地方，都要先乘这个系数再谈钱。

重点标的：🟢 GLXY（Galaxy Digital·披露口径最干净、且是全组唯一已交付并起租的样本，未在册建议纳入观察池）· 🟡 APLD（Applied Digital·每兆瓦定价最低但收入质量需拆开看）· 🟡 HUT（Hut 8·唯一走通投资级无追索项目债的融资路径）· 🟡 IREN（自持 GPU 卖云服务，与其余各家不可同表比较）· 🔴 MARA（纯挖矿账本，二季度收入同比 -27% 而算力同比 +22%，未在册且不建议纳入）

最大反证：若比特币在未来两个季度重回 9 万美元以上，hashprice 回到 45 美元每 PH/日之上，则「电的最优用途已经换人」这一前提当期失效——自挖的边际收益会重新压过托管租金，转型速度放缓，本篇按「已交付 IT 兆瓦」排序的尺子会退回成「谁的算力便宜」那把旧尺子。反向的反证同样有效：若 2027 年上半年出现第一例 AI 托管租约违约或重新谈判，则第二本账的资本化率会一次性跳升，当前每兆瓦 1,030 万至 2,060 万美元的定价不是折扣而是高估。

一、投资要点

框架一句话：把这一组拆成两张互不相干的表——一张按每兆瓦时收益率算电该卖给谁，一张按已交付关键 IT 兆瓦算合同什么时候变成现金；两张表的交点，才是这些股票今天的价格。

#	核心观点	方向
1	同一度电，挖矿毛收益 35—110 美元/兆瓦时，AI 托管净租金 139—217 美元/兆瓦时且电费转嫁租户	●
2	定价因子已切换：AI 因子敏感度对比特币因子之比，转型组 2.3—4.8 倍，未转型组 0.4—0.5 倍	●
3	定价水平未切换：企业价值/已签约 IT 兆瓦为 1,030 万—2,060 万美元，对应租金资本化后的股权创造约 1,740 万美元	●
4	头条合同金额全部是 10—20 年期总额，2026 年报表内几乎不产生对应收入	●
5	已入账的「AI 收入」有相当部分是一次性租户装修服务，不是经常性租金	●
6	空头集中度与转型故事强度正相关（IREN、TeraWulf 均约 31.9%），空方赌的是交付与稀释，不是比特币	●

二、先拍死口径：三个分母与数字三道关

在这个板块里，几乎所有争论都不是观点之争，而是分母之争。三个分母必须先钉死。

分母一：毛容量 vs 关键 IT 负载。三个独立披露互证：Galaxy 的 Helios 一期交付 200 兆瓦毛电力对应 133 兆瓦关键 IT 负载（66.5%）；同一园区 800 兆瓦已批毛容量对应租约口径 526 兆瓦关键 IT（65.8%）；Applied Digital 的 Polaris Forge 3 是 430 兆瓦并网电力支撑 300 兆瓦关键 IT（69.8%）。**折算比 65% 至 70%，用点估计是错的，用区间是对的。**凡以吉瓦为单位的电力叙事，先乘 0.65—0.70 再谈租金。

分母二：合同期总额 vs 年化。除 IREN 外，全组头条金额均为 10 至 20 年累计。正确算法是三步：头条金额 ÷ 年限 → 按起租日推迟 → 再按租金递增条款向下修正首年（Cipher 的 Stingray 项目明示年递增 3.0%，意味着首年租金低于期间均值）。按此还原的年化：Core Scientific 约 8.50 亿美元、Applied Digital 约 7.33 亿美元、Cipher 与 Fluidstack 约 3.83 亿美元、TeraWulf 约 3.70 亿美元、Hut 8 的 River Bend 约 4.67 亿美元（2027 年后起算）、Galaxy 逾 10 亿美元。

分母三：铭牌算力 vs 运行算力。MARA 期末部署算力 70.3 EH/s，对应约 911 EH/s 的全网算力，91 天理论产出约 3,150 枚比特币，实际产出 2,422 枚（77%）；Riot 部署 44.4 EH/s，理论约 1,880 枚，实际 1,587 枚（84%）。**任何以铭牌算力为分母的单位经济学都会高估 15% 至 25% 的效率，运行口径只能用「产出币数 ÷ 天数」。**

数字三道关自检（本篇逐条已过）：①量级一致性——全网难度 127.48T 反算算力为 $127.48 \times 10^{12} \div 2^{32} \div 600 \text{ 秒} = 912 \text{ EH/s}$ ，与报出的 911（7 日均）与 914（30 日均）EH/s 三方闭合，这是

本篇最硬的一次交叉验证：Core Scientific 二季度两个分部 1.367 亿 + 0.215 亿 = 1.582 亿美元，与总额 1.642 亿美元差 0.060 亿，该残差在两个可比期稳定出现，属其他收入行而非加总错误，故分部占比按总额计算。②单位显式化——本篇所有电力单位区分兆瓦与关键 IT 兆瓦，所有能量单位区分兆瓦时与兆瓦年，凡「每兆瓦」价格均标注是资本开支口径、年租口径还是企业价值口径。③两源以上且优先一手——公司口径回到 8-K 与业绩新闻稿，挖矿单位经济学回到算力指数与难度的算术恒等式。

三、第一本账（钱流）：电的最优用途已经换人了

先把挖矿这本账算到底。截至 8 月 10 日，美元 hashprice 为 31.73 美元每 PH/日（周环比 -1.0%，30 日均值 32.11），远期市场对未来六个月的定价为均值 30.86 美元；比特币在 8 月 13 日收于 63,402 美元，年初至今约 -27%。

把 hashprice 换算成每兆瓦时收入，才能与租金直接比：一台 12 J/TH 的机器跑 1 PH/s 需 12 千瓦，日耗 0.288 兆瓦时，对应收入 110 美元每兆瓦时；25 J/TH 的机器日耗 0.600 兆瓦时，对应 53 美元；38 J/TH 的老机器日耗 0.912 兆瓦时，对应 35 美元。**这是毛收入，还没扣电费。**规模化矿工的合约电价约 3 至 5 美分每千瓦时（30 至 50 美元每兆瓦时），因此 25 至 38 J/TH 的机队在电价高于约 4.2 美分每千瓦时即为现金负毛利——不需要比特币再跌，只需要它不涨。

这本账在二季度财报里的读数（口径均为 2026 年二季度，除注明外）：

公司	收入	同比	净利/亏	挖矿这本账的关键读数
MARA	1.749 亿	-27%	-6.113 亿	算力同比 +22%、产币 +3%，收入反降 27%；持币 35,577 枚，同比 -29%
Riot	1.742 亿	+14%	-2.372 亿	挖矿分部 1.137 亿（去年 1.409 亿），单币成本升至 49,912 美元
CleanSpark (FQ3)	1.380 亿	-30.5%	-2.398 亿	大型自挖矿工中降幅最陡
Core Scientific	1.642 亿	+109%	-11.55 亿	自挖降至总收入 13%（去年同期 79%），托管 1.367 亿
TeraWulf	约 0.447 亿	—	-9.399 亿	托管租金约 0.319 亿已占 71%，自挖仅约 0.128 亿
Bitdeer	2.288 亿	+47%	-0.923 亿	自挖算力同比 +389%，自挖收入仅 +184%，毛利率由 +7.7% 转 -3.7%

Bitdeer 是这本账最干净的读数，因为它是唯一逆势大举扩张自挖的：算力放大 4.89 倍，自挖收入只放大 2.84 倍，**每 EH/s 的收入同比下降约 42%**，而合并毛利率直接转负。这条独立于任何转型叙事，纯粹是单位经济学的判词。

MARA 与 Riot 的巨额亏损里有相当部分是数字资产按市值计价的非现金项（MARA 约 3.43 亿，Riot 超过 2.40 亿的非现金项中含 0.75 亿币价重估与 0.98 亿折旧摊销），TeraWulf 的 9.399 亿亏损里约 7.557 亿

是 Google 认股权证的公允价值变动，Cipher 的 2.675 亿亏损里约 1.505 亿同属此类。**这些非现金项恰恰是第二本账的镜像**——认股权证变动越大，说明市场给转型资产的定价越高，会计上的亏损与资产的重估是同一件事的两面。

行业层面还有一条结构性证据：公开矿企群体（剔除 Bitdeer）的算力从 2025 年四季度到 2026 年二季度下降 21.2%，而同期全网算力仍在 900 EH/s 之上、8 月 8 日的难度调整仍为 +0.99%。**算力在从上市公司手里流向别处，同时机房在从矿机手里流向 GPU**。全网层面只有一周 -2.3% 的读数，不足以称为趋势反转，但上市公司群体的 21.2% 是季度级的、明确的退出。

四、第二本账（价值链）：租金带、建安成本带与那个 1,740 万美元

第二本账的骨架是五层价值链：需求源（超大厂与 AI 实验室）→ 一级承租方（neocloud）→ 真卡口（可交付的关键 IT 兆瓦）→ 可投代理（持有已通电场地的上市矿企）→ 已拥挤/未定价（未开发电力容量）。

这条链上有三个价格带，必须分开记：

租金带（每关键 IT 兆瓦每年）：Riot 与 Anthropic 的 Rockdale 三净租约 238 万美元（20 年期，最长）；Hut 8 的 River Bend 190 万美元；Galaxy 的 Helios 约 190 万美元；Cipher 与 Fluidstack 的 Barber Lake 约 184 万美元；Applied Digital 的 Polaris Forge 3 为 167 万美元；Cipher 与 AWS 的大单按毛容量推算约 122 万美元（分母基准未确认，仅作参考）；Core Scientific 与 CoreWeave 约 144 万美元（早期年份定价，最低）。**除去口径不明的两端，全组集中在 167 万至 190 万美元，跨公司、跨电网、跨租户高度自洽**——这本身就是「租金已被市场化定价、不再是一事一议」的证据。

建安成本带（每关键 IT 兆瓦）：Cipher 自报 900 万至 1,000 万美元（含机电，不含租户 GPU），Applied Digital 的债券用途反算 1,075 万美元，TeraWulf 自报数据中心本体 800 万至 1,000 万美元、含电力设施的全负荷口径 1,300 万至 1,400 万美元；Hut 8 的 River Bend 项目债 32.5 亿美元对应 245 兆瓦，实测 1,327 万美元每兆瓦，按 95% 的贷款成本比反推总成本约 1,396 万美元每兆瓦。**三家自报加一家实测，落在同一带内：本体约 1,000 万，全负荷约 1,330 万至 1,400 万。**

这两个带一相除，第二本账的全部经济学就出来了。取租金 190 万美元、资本化率 6.7%，单位资产价值为 $190 \div 0.067 \approx 2,840$ 万美元每兆瓦；减去约 1,100 万美元的建安成本，**每落地一个关键 IT 兆瓦，创造约 1,740 万美元的股权价值**。这个数字是本篇后面所有估值讨论的锚，它同时解释了为什么这些公司愿意背 6.75% 至 7.75% 的有担保债去建——票息 7% 对上未杠杆收益率约 17%（ $190 \text{ 万} \div 1,100 \text{ 万}$ ），利差足够厚到值得承担交付风险。

五、卡点评分：矿企手里的到底是不是卡点

用六指标给「已通电且可交付的关键 IT 负载」这一物项打分（10 分制，分数越高越硬）：

指标	评分	依据
短缺强度	9	2026 年内已公告 AI 托管租约达吉瓦级，而全组已交付关键 IT 负载仅数百兆瓦
替代难度	7	电力与场地不可迁移，但新建路径明确，时间是唯一壁垒
认证周期	8	从签约到起租普遍 12—24 个月，Riot 的 Rockdale 长达 28—34 个月
集中度	4	持有方分散，且未开发电力容量远大于已合同化容量
定价权	5	租金带跨公司高度收敛，说明是市场价而非议价所得
可投性	8	七家以上美股上市标的，流动性充裕

四象限落位：真卡点、但可投性溢价已被稀释与交付风险吃掉——属「真卡点买不到定价权」象限。 关键判断是第 5 项：定价权评分只有 5，因为租金带的收敛本身就是反证——如果矿工握有稀缺定价权，同期签约的租金不会跨公司落在 167 万至 190 万这么窄的区间里。他们卖的是**时间**（比新建早 18 至 24 个月通电），不是**不可替代的产能**。时间套利有半衰期，产能卡点没有。这决定了后面所有标的的仓位纪律：这是一个可以参与的时间差，不是一个可以长持的护城河。

六、市场按哪本账定价：两把自建的尺子

外部估值口径在这个板块高度分散且年份混乱，因此本节改用两把可复现的自建尺子。

尺子一（定价因子）：对最近 60 个交易日的日收益做双因子最小二乘回归， $\text{个股收益} = \alpha + \beta_1 \times \text{比特币收益} + \beta_2 \times \text{AI 基建因子收益}$ （AI 基建因子取 CoreWeave 日收益）。

公司	β 比特币	β AI	比值	读法
Core Scientific	+0.12	+0.58	4.8x	已完全按第二本账定价
Cipher	+0.22	+0.66	3.0x	已完全按第二本账定价
Hut 8	+0.22	+0.56	2.5x	已完全按第二本账定价
TeraWulf	+0.23	+0.51	2.3x	已完全按第二本账定价
Riot	+0.43	+0.51	1.2x	两本账各半
Applied Digital	+0.55	+0.60	1.1x	两本账各半
IREN	+0.73	+0.74	1.0x	两本账各半（与叙事强度不符）
MARA / CleanSpark	+0.83 / +0.93	+0.36 / +0.44	0.4x / 0.5x	仍是纯第一本账

最反直觉的一行是 IREN：它是全组转型叙事最响、合同最大、且当日唯一因交付利好上涨的公司，但它的比特币敏感度仍与 AI 敏感度相当。原因在它的商业模式——它是唯一自购 GPU、卖云服务而非出租机房的公司，同时保有全组最大的未开发电力储备，市场对它的定价里仍有很重的商品与期权成分。

尺子二（定价水平）：企业价值 ÷ 已合同化关键 IT 兆瓦。企业价值取 8 月 13 日收盘价 × 已发行股数 + 最近一期净债务。

公司	企业价值	已签约 IT 兆瓦	每兆瓦	对 1,740 万美元锚
Applied Digital	123.2 亿	1,200	1,030 万	0.59x
Hut 8	108.7 亿	949	1,150 万	0.66x
Cipher	62.1 亿	463	1,340 万	0.77x
Core Scientific	88.9 亿	590	1,510 万	0.87x
TeraWulf	107.6 亿	522	2,060 万	1.18x
Riot	70.2 亿	191	3,670 万	2.11x
IREN	177.5 亿	200	8,870 万	不可比（自持 GPU）

这张表是本篇的落点。除 Riot（其 191 兆瓦要到 2028 年 6 月才全量交付，分母严重滞后于企业价值里已含的 Corsicana 期权）与 IREN（模式不同）外，全组落在 0.59 至 1.18 倍之间——市场给已签约兆瓦的定价，中位数不到理论股权创造的 0.8 倍，**且这个企业价值里还免费附送了整个存量挖矿业务与币仓**。这不是「AI 转型已被充分定价」的形状，而是「合同被按六到八折确认，剩下两到四折押在交付上」的形状。

分歧的方向也很清楚：空头集中度与转型故事强度**正相关**——TeraWulf 31.93%、IREN 31.88%、CleanSpark 30.00%、MARA 28.18%、Core Scientific 20.41%、Cipher 16.35%、Riot 14.81%、Hut 8 11.10%。空方赌的不是比特币，而是**合同交付失败与股权稀释**。这与尺子二的折扣是同一件事的两种表达。

七、受益链与公司卡

大公司受益链拆解：需求源为 Microsoft、AWS、Google（以支持 Fluidstack 租约义务的形式出现）、Anthropic、AMD → 直接受益为持有已通电场地的上市矿企 → 二阶受益为电气长设备与并网工程 → 隐形受益为承接租户装修（fit-out）的工程承包链 → 伪受益为只有未开发电力储备、无租约无并网时点的名字 → 不可投但需监控为 Fluidstack（未上市，却是 Cipher、TeraWulf、Hut 8 三家 River Bend 租约的直接对手方）。

信用结构是这条链上最被低估的一层：Cipher、TeraWulf、Hut 8 三家的直接承租人都是未评级的 Fluidstack，站在后面的是 Google——但 Google 提供的是**限额兜底**而非全额担保，且这份兜底是用股权买来的。TeraWulf 侧兜底约 32 亿美元对应 37 亿美元基础期合同（覆盖约 86%），代价是 Google 备考持股约 14%，且该认股权证在建设完工前被质押进项目债的担保包；Cipher 侧兜底 17.33 亿美元对应 38.3 亿美元基础期合同（覆盖约 45%），代价约 5.4% 股权。**覆盖率与稀释率的组合，是判断这三家租约成色的第一顺位指标，优先于合同总额。**

7 行公司卡（三家最具代表性）

维度	Galaxy Digital (GLXY)	Applied Digital (APLD)	Hut 8 (HUT)
位置	Helios 园区，ERCOT，租户 CoreWeave	Polaris Forge 四园区，MISO，租户含 CoreWeave、Oracle	River Bend + Beacon Point，租户含 Fluidstack (Google 支持)
为什么重要	全组唯一已交付并已起租的样本	已合同化 IT 负载全组最大 (1,200 兆瓦)	唯一走通投资级无追索项目债
为什么被低估	披露口径最干净 (直接给关键 IT 兆瓦与年均收入)，却因交易业务掩盖而少被当电力资产看	每兆瓦定价全组最低 (1,030 万美元)	融资不稀释母公司股东，但市场按同组稀释预期一并折价
证据	一期 133 兆瓦关键 IT 已交付，2026 年二季度起租；14 亿美元项目融资已关闭	Polaris Forge 3 为 15 年 take-or-pay、300 兆瓦关键 IT、430 兆瓦并网电力	River Bend 32.5 亿美元 BBB- 项目债，贷款成本比约 95%，其中约 1.84 亿返还母公司前期投入
估值状态	企业价值口径受交易业务干扰，不适用每兆瓦横比	0.59x 锚，最低	0.66x 锚，次低
催化 (3/6/12 月)	二期 2027 年上半年；830 兆瓦已批未签容量的签约进度	Polaris Forge 2 的兆瓦口径披露；租金与装修收入的分拆	River Bend 首个数据大厅 2027 年二季度交付
反证	已批未签的 830 兆瓦长期不签，说明租金带见顶	装修服务收入占比继续压过基础租金，说明利润质量是工程而非地产	Beacon Point 租户身份长期不具名，说明信用等级的表述强于实质

Applied Digital 那条必须单独说的收入质量线：其 2026 财年第四季度（截至 5 月 31 日）收入 2.587 亿美元、同比 +407%，看起来是全组增速最猛的兑现；但其中 HPC 托管收入 2.030 亿美元里，**1.524 亿是一次性的租户装修服务，仅 4,410 万是基础租金**。这笔钱是真金白银，但它是工程收入而非地产收入，**不可年化**。同期数据中心托管分部 3,730 万美元对上去年同期 3,800 万，基本持平——挖矿托管这本老账已经不增长了。这是全篇「两本账」最字面意义的一张利润表。

八、情景与受益标的表

情景	核心假设	结果	标的动作
熊（30%）	比特币跌破 5.5 万且 2027 上半年出现首例租约重谈	第一本账现金流转负、第二本账资本化率跳升，每兆瓦定价击穿 1,000 万	全组转🔴；只保留已交付且租户为超大厂本体的名字
基准（50%）	比特币在 6 万至 7.5 万区间，租约按期交付但节奏滞后一到两个季度	每兆瓦定价随交付逐段修复至 1.0—1.2x 锚，个股分化由交付率决定	按「已交付/已签约」比率排序，只加交付率抬升的名字
牛（20%）	2027 年前 AI 托管租金带上移至 220 万美元以上，且融资转向不稀释的项目债	股权创造锚由 1,740 万升至 2,200 万以上，当前定价折扣一次性收敛	融资结构最干净者（Hut 8 路径）弹性最大

受益标的表（接回美股框架 · 电力层）

标的	层属	卡点位置	现价（8/13 收）	方向	纪律
GLXY	电力·通电土地	已交付并起租，披露最干净	\$20.95	🟢	未在册，建议纳入观察池，先看不追
APLD	电力·通电土地	已签约 IT 负载最大，收入质量待拆	\$30.62	🟡	维持观察，等租金与装修收入分拆
HUT	电力·通电土地	投资级无追索项目债	\$82.95	🟡	维持观察，等 2027 年二季度首个大厅
CORZ	电力·通电土地	自挖已降至 13%，转型最彻底	\$19.78	🟡	维持观察，AI 因子敏感度最高即拥挤度最高
CIFR	电力·通电土地	Google 兜底覆盖率仅约 45%	\$16.62	🟡	维持观察，兜底覆盖率是第一顺位指标
WULF	云计算	兜底覆盖率约 86% 但稀释 14%	\$16.31	🟡	维持观察，每兆瓦定价已高于锚
IREN	电力·通电土地	自持 GPU 卖云服务，模式独立	\$44.76	🟡	维持观察，不与其他各家同表比较
MARA	—	纯第一本账	\$9.21	🔴	未在册，不建议纳入

九、数据冲突单列

以下三处存在来源冲突或量级不自洽，本篇一律不采用，单列备查：

1. **Core Scientific 与 AMD 的「最高 2.5 吉瓦 / 140 亿美元」**：140 亿 ÷ 2,500 兆瓦 = 每兆瓦 560 万美元全周期，低于同组自用的每兆瓦约 1,100 万美元建安成本，与租金带相差一个数量级。该数字若成立，只能是资本开支承诺、分阶段首期或含权益对价的综合口径，不是托管收入。未取得公司申报文件确认前不进入任何测算。
2. **Hut 8 的 Beacon Point 园区级合同金额**：流传口径为 196 亿美元，但未附兆瓦、年限与起租时间中的任何一项，无法做一致性校验；同时该园区两期租户均未具名，仅表述为高投资级。本篇只采用其 704 兆瓦的容量口径，金额不采用。另有组合口径显示 266 亿美元基础期合同对应「年均净营运收入逾 17.5 亿美元」，两者相除恰为 15 年，说明该总额已是三净净额口径，不可与其他公司的毛收入口径合并求和。
3. **7 月底强制去杠杆事件的杠杆倍数**：可交叉验证的两项为峰值总敞口约 450 亿美元降至约 100 亿美元、基金净值约 -67%；由此反推的有效杠杆约 1.7 倍，与流传的「4 倍杠杆」不能同时成立（4 倍敞口遭遇 40% 跌幅即已穿透）。本篇仅采用敞口与净值两项，且公开报道指向的持仓为存储与算力名字，未见点名比特币矿企——该事件对本板块是风险偏好传导，不是直接持仓被抛售。

十、风险与反证

#	风险	什么条件出现会证明本篇结论错
1	交付滑期	Galaxy 二期或 Cipher 的 Black Pearl 二阶段在 2027 年一季度前未按公告时点交付，则「已签约兆瓦」作为分母整体失效，尺子二需重做
2	收入质量	若下一财年 Applied Digital 的装修服务收入占比继续高于基础租金，则本篇把这一组当「地产化重估」的定性错误，应改按工程承包公司估值
3	稀释	若任一家在未来两个季度以低于当前股价 20% 以上的价格增发，则每兆瓦定价的折扣不是机会而是对稀释的正确预期
4	租金带见顶	Galaxy 已批未签的 830 兆瓦、Hut 8 的 1,330 兆瓦公用容量若在 2027 年前未新增租约，说明租金带已见顶，1,740 万美元锚需下修
5	信用链	Fluidstack 出现偿付问题且 Google 兜底按限额封顶执行，则 Cipher（覆盖约 45%）受损远大于 TeraWulf（约 86%）
6	第一本账反转	比特币重回 9 万美元以上、hashprice 回到 45 美元以上，自挖边际收益重新压过托管租金，转型速度放缓

十一、行动清单

- **现在重点观察**：Galaxy Helios 二期与 830 兆瓦已批未签容量的签约进度；Applied Digital 下一财季的租金与装修收入分拆。

- **只监控不买**：Fluidstack 作为三家共同对手方的融资与客户集中度——它未上市，但它的偿付能力决定三张利润表。
- **绝不追**：仅有未开发电力储备、无并网时点、无具名租户的名字；以及任何以吉瓦毛容量为分母讲的估值故事。
- **下次看这五个数**：①hashprice 是否跌破 30 美元每 PH/日；②公开矿企群体算力是否连续第三个季度下降；③各家「已交付 ÷ 已签约」关键 IT 兆瓦比率；④TeraWulf 与 IREN 的空头占流通比是否回落至 25% 以下；⑤下一笔新签租约的每关键 IT 兆瓦年租是否仍在 167 万至 190 万美元带内。
- **哪个信号出现要重写结论**：租金带上破 220 万美元或下破 150 万美元——那意味着第二本账的定价基准换了，本篇所有以 1,740 万美元为锚的推论需整体重做。

十二、来源·口径·免责

来源置信度表（一）· 行情与产业数据

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
现价与涨跌幅、双因子回归、企业价值	EODHD 付费行情（复权收盘）	2026-08-13 收盘	收盘价 × 已发行股数 + 最近一期净债务	A
hashprice 31.73 美元、全网算力 911 EH/s、难度 127.48T	算力指数周报，并经难度恒等式独立反算	2026-08-10	7 日均	A
空头占流通比	行情终端 short interest 栏（结算日略早于抓取日）	2026-08-14 抓取	双周结算	B
公开矿企群体算力 -21.2%	行业追踪	2026-08	2025Q4 至 2026Q2，剔除 Bitdeer	C

来源置信度表（二）· 公司与合同数据

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
各家二季度收入与盈亏	公司业绩新闻稿与申报文件	2026-07-27 至 2026-08-10	季度，除 CleanSpark 为财年第三季、Applied Digital 为财年第四季（截至 5/31）	A/B
租约兆瓦、年限、合同总额、起租时点	公司 8-K 与业绩新闻稿	2025-04 至 2026-08	关键 IT 负载与基础期总额，已剔除展期选项	A
建安成本 900 万至 1,400 万美元/兆瓦	三家公司自报 + Hut 8 项目债实测	2025-2026	每关键 IT 兆瓦，不含租户 GPU	B
资本化率 6.7%、每兆瓦股权创造约 1,740 万美元	卖方框架，经租金带与建安成本带独立反算复现	2026-07-27	未杠杆、单兆瓦口径	B
毛容量至关键 IT 折算 65%—70%	三个独立公司披露互证	2025-2026	—	A

口径声明：本篇所有「每兆瓦」价格均已标注属资本开支、年租还是企业价值口径，三者不可互换；所有合同金额均为基础期总额，未含展期选项；所有涨跌幅为 2026-08-13 美股收盘口径，8 月 14 日亚洲时段美股未开盘。挖矿单位经济学采用运行口径（产出币数 ÷ 天数），不采用铭牌算力。第三方对单币现金成本约 79,995 美元的读数为 2025 年四季度加权平均，与 2026 年二三季度币价存在两个季度的错配，本篇仅作陈旧锚点提及，不用于计算当期现金利润率。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部出品，仅供机构投资者参考，不构成任何证券的买卖要约或投资建议。报告中的前瞻性判断基于截至发布日可获得的公开信息与本部独立测算，市场状况可能随时变化。所涉标的的历史区间涨幅为区间口径，非持有回报。投资者应独立评估自身风险承受能力并自行决策。

附录：全组已合同化关键 IT 负载与交付时点

公司	已合同化 IT 兆瓦	主要租户	首个/关键交付时点	备注
Applied Digital	1,200	CoreWeave、Oracle	Polaris Forge 1 已投产，PF3 分期	组合基础期约 310 亿美元
Hut 8	949	Fluidstack (Google 支持)、未具名高投资级	River Bend 2027Q2 首个大厅	Beacon Point 金额口径存疑，见第九节
Core Scientific	590	CoreWeave	六站点分期，2027 年初约 590 兆瓦	12 年 take-or-pay，全组唯一明示最低承诺
TeraWulf	522	Fluidstack (Google 兜底约 32 亿)	CB-5 的 160 兆瓦 2026 下半年	Cayuga 的 320 兆瓦以许可为条件，属未合同化期权
Galaxy Digital	526	CoreWeave	一期 133 兆瓦已交付并起租	另有 830 兆瓦已批未签
Cipher	463	Fluidstack (Google 兜底 17.33 亿)、AWS	Black Pearl 2026-08 起租；Stingray 2027-04 目标	Barber Lake 约 263 兆瓦；Stingray 70 兆瓦
IREN	200	Microsoft	Horizon 1 的 50 兆瓦已获验收	自持 GPU，5 年服务合同，不可与租约同比
Riot	191	Anthropic	96 兆瓦 2027-12，全量 2028-06	三净建造定制；Corsicana 的 1 吉瓦仅为意向