

每兆瓦一年赚 800 万美元： 把三个互不可比的算力口径放 进同一个分母

每兆瓦一年赚 800 万美元 · 把三个互不可比的算力口径放进同一个分母

把 SpaceX、Nebius、CoreWeave 三家互不隶属的公司放进同一个分母后，已实现的每兆瓦年收入收敛在 7.3—8.2 百万美元，而自持全栈机房的价值中性门槛是 10—18 百万美元——现价不覆盖资本成本。这批资产的多头论点从来不是量，是价；而存量合同的实现价正在环比下滑，边际新签价却在翻倍，两条线正在反向移动。

30秒结论卡

一句话判断：市场同时在传三个数字——SpaceX 的 10GW 对应 3000 亿美元年收入、Nebius 的紧急算力每兆瓦卖到 5000 万美元、CoreWeave 单季新增 500 兆瓦。三个数字互不可比，但把它们各自的**已实现**收入除以各自的**已通电**容量之后，答案惊人地一致：SpaceX 每兆瓦 731 万美元、CoreWeave 824 万美元、Nebius 720—740 万美元。三家资本结构、客户结构、地理位置完全不同的公司，在同一个分母下收敛到 **\$7.3M—\$8.2M/MW·yr** 的窄带里。这不是巧合，这是这门生意当前的真实单价。

机会状态：● 观察 —— 因为同一套算术还给出了第二个数字：以 GB300 世代、自持机房、85% 计费利用率、零毛利零税零残值反解，**每兆瓦一年至少要收到 1000—1800 万美元才不毁灭价值**。已实现的 730—820 万落在这条线以下。

市场错在哪：多头与空头都在争「量」——还能签多少 GW、还能通电多快。量不是变量，量已经被 66—70% 的 gross-to-critical 折算和 1.4% 的空置率锁死了。真正的变量是**价**：每兆瓦能装的 GPU 数量随代际下降（H100 约 690 颗/关键 IT 兆瓦 → GB300 约 469 颗，0.68 倍），而每兆瓦资本开支同时**上升**（CoreWeave 隐含 \$35—39M/MW、SpaceX \$39.6M/MW）。分子必须涨，否则模型不成立。而它确实在涨——Nebius 自己披露的年度合同价阶梯是 2026 年基准 \$12M/MW·yr、二季度新签 \$20—25M/MW·yr、三季度短期合同 **超过 \$40M/MW·yr**。这批股票买的是 **2027 年的重定价，不是今天的现金流**。

重点标的：● NBIS (\$268.85·边际新签价唯一有公司披露口径的公司·重定价的最佳观察窗) · ● CRWV (\$106.00·实现单价环比下滑约 8%·固定资本费用已吃掉营收 78.9%) · ● SPCX (\$146.23·8-K 已给出逐季 nameplate 算力口径·但当季算力收入 73% 来自一次性合同确认) · ● IREN (\$44.90·全栈档唯一有公告可反算的合同价 \$9.70M/MW·yr) · ● GLXY (\$21.87·房东档单价上沿·但尚未进入本雷达池)

最大反证：若 Nebius 那条 \$20—25M/MW·yr 的新签阶梯在 2027 年财报里如实转成收入，且 CoreWeave 的实现单价止跌回升，则「现价不覆盖资本成本」只是爬坡期的会计现象而非结构问题，本篇的谨慎立场失效——届时全栈档会同时享受量与价的双升，是本轮最强的一段。**这个反证会在 2027 年一季报里见分晓，不需要等更久。**

一、投资要点

框架一句话：把任何算力叙事换算成「每兆瓦·年收入」，分母旁必须同时挂三个标签——哪一层兆瓦、哪一代 GPU、GPU 由谁出钱——缺任一标签的读数没有定性效力。

#	核心观点	方向
1	三家独立公司的已实现单价收敛于 \$7.3—8.2M/MW·yr，这是全栈算力当前的真实中枢	●
2	自持全栈的价值中性门槛为 \$10—18M/MW·yr，已实现单价落在门槛以下	●
3	边际新签价正在翻倍 (\$12M → \$20—25M → 逾 \$40M/MW·yr)，而存量实现价环比下滑约 8%，两条线反向移动	●
4	每兆瓦可装 GPU 数量逐代下降至 0.68 倍，每兆瓦资本开支同时上升，分子必须涨才能成立	●
5	房东档合同锁在 \$1.79—1.90M/MW·yr，比当前批发市场报价 \$2.36M/MW·yr 低约两成——卖掉了上行	●
6	全栈档与房东档的单价差约 5.2 倍，差额几乎全部是 GPU 设备成本，不是护城河溢价	●
7	稀缺不在 GPU，在电力与通电时点：空置率 1.4%，而行业仅交付已签约容量的约四分之一	●

二、钱流：三个数字，三个分母

三个被反复引用的数字，各自的分母完全不是一回事。

流传口径	原始数字	分母实际是什么	能否直接换算
SpaceX 「10GW → 3000 亿美元」	\$300B—\$500B	全公司年化收入 run-rate、指向 2028 年，非 2027 年当年收入、非 AI 分部	✗ 内部讲话口径，法定披露文件中零出现
Nebius 「每兆瓦 5000 万」	\$40—50M/MW·yr	三至六个月短期合同的年度合同价	⚠ 已签 1 单，四季度才上线
CoreWeave 「单季 500MW」	近 500MW	已通电并投运的电力 (active power)	⚠ 供给侧口径，非客户签约量

把这三个数字放进同一个分母，需要先做三件事：把分子里的非算力收入剔除掉、把合同期总额除成年化、把容量口径统一到同一层。三件事做完，量级关系就变了。

第一件事：分子必须干净。 SpaceX 二季度 AI 分部收入 \$2,561M，其中 \$367M 是广告收入，与算力毫无关系；算力口径的分子是 **\$2,194M**。这一步就把所有单价读数改动了约 17%。

第二件事：合同期总额除成年化。 房东档的合同标题金额动辄数十亿美元，但年限从 10 年到 25 年不等。Core Scientific 与 CoreWeave 的 \$10.2B 摊到 12 年是每年 \$850M；TeraWulf 与 Fluidstack 的 Abernathy 合资项目 \$9.5B 摊到 25 年是每年 \$380M，再按 51% 权益归属，归属层每兆瓦只有 \$1.15M——与它同一份公告里的项目层 \$2.26M 差了近一倍。

第三件事：容量口径统一。 本轮四例公司自证样本给出了一致的折算带：Galaxy 的 133/200 与 526/800、Cipher 的 168/244 与 39/56，**关键 IT 负载占毛容量 66—70%**。任何跨公司比较，若一方按毛容量、另一方按关键 IT 负载报价，差异有 1.5 倍，足以颠倒排序。

一条纪律写在这里：凡公告标题的兆瓦数与正文不一致，一律以正文的关键 IT 负载为准，标题数字视为营销口径。

三、价值链五层图：两条不能混的梯子

需求源（模型商/云厂/量化）
↓ 付的是「每 GPU 小时」
一级供应商：全栈 GPU 云 ← CRWV / NBIS / SPCX / IREN
↓ 付的是「每关键 IT 兆瓦租金」
真卡口：已通电电力 + 场地 ← CORZ / CIFR / WULF / GLXY / APLD
↓ 付的是「并网许可 + 长设备交期」
上游闸门：电网接入、燃机、变压器
↓
未定价层：通电时点本身

这条链上有两条梯子，单价差一个量级，绝不能放进同一张排序表：

- **全栈 GPU 云**：自己出钱买 GPU、卖算力小时。合同稳态价约 **\$9.70M/MW·yr**（IREN—Microsoft），已实现价 **\$7.3—8.2M/MW·yr**。
- **房东档（托管/机壳）**：出电力、场地、运维，GPU 由租户出钱。合同稳态价中枢 **\$1.79—1.90M/MW·yr**。

两档相差约 5.2 倍。这个差额几乎全部是 GPU 设备成本，不是护城河溢价。IREN 为那份 5 年 \$9.7B 的合同，另行向 Dell 支付了 \$5.8B 的 GPU 采购——把设备成本还原回去，全栈档的超额收益就所剩无几。这是本篇最需要读者记住的一条：**全栈档单价高 5 倍，不代表它赚 5 倍，它只是替客户垫了 GPU 的钱。**

四、卡点评分：稀缺到底在哪一层

对「算力资产本身是不是卡点」逐条过真瓶颈四特征：

特征	全栈 GPU 云	房东档（已通电电力+场地）	判定
短缺强度	中 · 受 GPU 配额约束，但配额可扩	强 · 北美批发空置率 1.4% ，报价同比 +6.6%	房东档胜
替代难度	低 · 客户可自建、可换供应商、可回到大三云	高 · 并网排队与长设备交期是全域约束，选址技巧绕不开	房东档胜
认证/交付周期	短 · 机柜上电即可交付	长 · 从签约到通电以年计，行业仅交付已签约容量约 25%	房东档胜
集中度与定价权	弱 · CoreWeave 实现单价环比 -8% ，两家客户占收入 63%	中 · 长约锁价 \$1.85M，低于现货 \$2.36M，定价权有但已卖掉	均不理想

结论：稀缺不在 GPU，在电力与通电时点。 但房东档已经把这份稀缺以低于现货约两成的价格锁进了 10—15 年长约里——它拿到了确定性，代价是交出了上行。

四象限落位：

- **真卡点但已卖掉上行：** CORZ / CIFR / WULF / GLXY / APLD（房东档）→ 现金流可见，重估空间被合同封顶
- **半卡点且现价不覆盖成本：** CRWV / NBIS / SPCX / IREN（全栈档）→ 赌的是 2027 年重定价
- **真闸门未被本篇覆盖：** 燃机、变压器、并网许可（见 energization-timing-not-ownership-ai-infra-roic-2026-08-07）

五、受益链：需求源到可投代理

需求源： 模型商与量化机构（Meta、Anthropic、Microsoft、Reflection、Cohere、Jane Street 等具名对手方）

- **直接受益：** 全栈 GPU 云 —— CRWV、NBIS、IREN、SPCX
- **二阶受益：** 房东档 —— CORZ、CIFR、WULF、APLD、GLXY
- **隐形受益：** 通电闸门设备（燃机、电气长设备）—— 本篇不展开，见 08-07 篇
- **伪受益：** 任何以「签约 GW」为主要叙事、但未披露关键 IT 负载口径与合同年限的标的
- **不可投但需监控：** Fluidstack（未上市，却是 CIFR 与 WULF 两家房东档的共同对手方，且背后有 Google 兜底 \$17.3 亿至 \$18 亿量级）

Fluidstack 这个名字同时出现在 Cipher、TeraWulf 两家的最大合同里，且均由 Google 提供信用兜底。房东档看似分散的对手方，实际收敛到同一个信用源。这是本链上最被忽略的集中度风险。

六、公司卡

CoreWeave (CRWV · \$106.00)

项	内容
位置	最大独立全栈 AI 云, 已通电 1.5GW, 合约电力 4.2GW
为什么重要	唯一有足够规模让「每兆瓦」读数具备统计意义的样本
为什么被质疑	实现单价 \$8.24M/MW·yr, 环比 Q1 的 \$9.0M 下滑约 8%
证据	二季度营收 \$2,575M (+112.5%); 合同储备 \$104.2B; 未来 24 个月确认占 41% → 年化合同收入 \$21.3B/yr
财务质地	折旧 \$1,393M + 净利息 \$640M = 营收的 78.9%; 净亏 \$626M; 债务本金 \$35,551M; 客户 A、B 合计占收入 63%
估值状态	无盈利支撑, 价格已透支; GPU 折旧 6 年 (2023 年由 5 年延长), 5→6 年年度折旧差约 \$1.1B
催化	新签合同贡献利润率环比高 5—10 个百分点; 7 月各 SKU 提价约 25%
反证	若三季度实现单价止跌, 「存量降价」判断即失效

Nebius (NBIS · \$268.85)

项	内容
位置	独立全栈 AI 云第一梯队, 唯一按兆瓦披露年度合同价阶梯的公司
为什么重要	它把整个行业的定价曲线公开了: \$12M (2026 基准) → \$20—25M (二季度新签) → 逾 \$40M (三季度短期)
为什么被低估	预付款覆盖对应资本开支的 50—60%, 2026 年预计收到逾 \$9B (占全年资本开支指引 36—45%), 削弱「持续股权稀释」这一核心看空理由
证据	二季度营收 \$582.3M (+454%); 6 月末 ARR \$3.0B (退出月年化口径); Microsoft 5 年 \$17.4B (年化 \$3.48B); Meta \$12B 五年确定采购
财务质地	二季度资本开支 \$5.7B、经营现金流 +\$2.3B、现金 \$8B; 7 月首笔担保债 \$775M @ SOFR+250bp
估值状态	市盈率 106 倍·rich; 已实现 yield 约 \$7.2—7.4M/MW·yr
催化	\$20—25M/MW 与逾 \$40M/MW 两批合同均不进 2026 收入, 2027 年起确认
反证	该阶梯的兆瓦分母属毛容量还是 IT 负载, 公司未定义——若为毛容量, 全阶梯需下修约三成

SpaceX (SPCX · \$146.23)

项	内容
位置	2026-06-12 于纳斯达克 IPO (净募资 \$85.7B)，二季度为上市后首份财报；太空、连接、AI 三分部；xAI 已于 2026-02-02 并入，财报追溯重述
为什么重要	8-K 逐季给出「Nameplate compute (in GW)」表头：0.4 → 1.0 → 1.4GW。10-Q 明确定义其为 期末已装机 GPU 数量 × 各自满载功率，不含制冷、配电损耗与照明安防 ——即本身已是 IT 侧口径，是全行业最干净的容量披露
证据	分部收入 Space \$962M / Connectivity \$4,291M / AI \$2,561M，合计 \$7,814M (+92%)；AI 分部调整后 EBITDA 首次转正 \$1,146M，毛利率 56.8%；Starlink 订户 1,200 万、ARPU \$66/月；backlog \$47.5B；现金及有价证券 \$1,000 亿；具名算力客户为 Anthropic (约 32.5 万张 GPU 的多年云服务协议)
单位产出	算力口径分子 \$2,194M (AI 分部 \$2,561M 剔除广告 \$367M)，期内均值铭牌 1,200MW → \$7.31M/MW·yr ；三点序列 \$3.11M → \$1.90M → \$6.27M (期末口径)，非单调
估值状态	市值约 1.92 万亿美元·rich；IPO 新发仅占总股本约 4.8% ，自由流通极低，反身性双向放大；AI 分部单季资本开支 \$15,828M，隐含 \$39.6M/MW
催化	二季度新签云服务合同 \$141 亿，当季贡献 \$16 亿增量 AI 基础设施收入；2026-06-26 完成 \$250 亿投资级票据发行，加权票息 5.855%
反证	当季算力收入约 73% 来自新签合同的一次性确认 ，剔除后单价下沿仅 \$1.70M/MW·yr——基数的干净程度尚未经一个完整季度验证

IREN (IREN · \$44.90)

项	内容
位置	自有约 5GW 级通电土地储备，全栈档唯一有公告可完整反算合同单价的样本
证据	与 Microsoft 5 年 \$9.7B ÷ 200MW 关键 IT = \$9.70M/MW·yr ，与公司自述满产年化 \$1.94B 互证；含 20% 预付
财务质地	36 亿美元 GPU 抵押融资 5.96% 优先票据，为矿转 AI 同业成本下沿
估值状态	市盈率 68 倍·rich
反证	该合同另需自付 Dell \$5.8B GPU 采购，设备成本还原后超额收益有限

七、统一分母主表与情景

全栈 GPU 云档（分母 = 已通电 / 铭牌算力兆瓦）

主体	算式	兆瓦口径	\$M/MW·yr	置信度
CoreWeave 已实现	$\$2,575\text{M} \times 4 \div 1,250\text{MW}$	active power	8.24	A
SpaceX 已实现	$\$2,194\text{M} \times 4 \div 1,200\text{MW}$	nameplate compute	7.31	A
Nebius 已实现	$\text{ARR } \$1.25\text{B} \div \text{约 } 170\text{MW}$	active power	7.2—7.4	A
IREN—Microsoft 合同	$\$9.7\text{B} \div 5 \text{ 年} \div 200\text{MW}$	critical IT	9.70	B+
Nebius 二季度新签	公司披露年度合同价	未定义	20—25	A
Nebius 三季度短期	三至六个月合同	未定义	逾 40	A

房东档（分母 = 关键 IT 负载兆瓦）

主体	算式	\$M/MW·yr	置信度
Core Scientific—CoreWeave	$\$10.2\text{B} \div 12 \text{ 年} \div 590\text{MW}$	1.44	A—
Applied Digital 增量	$\$4.0\text{B} \div 15 \text{ 年} \div 150\text{MW}$	1.78	B
Cipher—Fluidstack 首份	$\$3.0\text{B} \div 10 \text{ 年} \div 168\text{MW}$	1.79	A
Cipher Barber Lake 全站	$\$3,830\text{M} \div 10 \text{ 年} \div 207\text{MW}$	1.85	A
TeraWulf Lake Mariner	$\$3.7\text{B} \div 10 \text{ 年} \div \text{逾 } 200\text{MW}$	≤ 1.85	A—
Applied Digital—CoreWeave	$\$7.0\text{B} \div \text{约 } 15 \text{ 年} \div 250\text{MW}$	1.87	B+
Galaxy Helios I—III	$\text{逾 } \$1\text{B} \div 526\text{MW}$	≥ 1.90	B+
Cipher—Fluidstack 追加	$\$830\text{M} \div 10 \text{ 年} \div 39\text{MW}$	2.13	A

房东档中枢 1.79—1.90，中位约 1.85。市场现货报价 $\$196.25/\text{kW}/\text{月} = \$2.36\text{M}/\text{MW}\cdot\text{yr}$ （北美批发托管，空置率 1.4%）——长约锁价比现货低约两成。

三个已实现读数为什么可以直接并列：CoreWeave 的 active power、Nebius 自定义的 active power（IT 设备实际消耗、可产生收入的电力）、SpaceX 的 nameplate compute（已装机 GPU 数量 × 满载功率，不含制冷、配电损耗与照明安防），三者都是 IT 侧口径，不需要再做毛容量折算即可同表比较。这正是它们收敛到同一窄带的原因，也是本篇敢下「 $\$7.3\text{—}8.2\text{M}/\text{MW}\cdot\text{yr}$ 是真实中枢」这个判断的依据。

机壳档另有一条容易被忽略的结论：按机壳资本开支 $\$17.5\text{—}20\text{M}/\text{MW}$ 反解，其价值中性门槛为 $\$2.26\text{—}2.55\text{M}/\text{MW}\cdot\text{yr}$ ，而当前市场报价 $\$2.36\text{M}$ 正落在这条带内。机壳环节赚的是重置成本回报，没有超额租金——有地有电本身并不稀缺。

情景

情景	核心假设	每兆瓦单价路径	标的动作
● 熊	新签阶梯不兑现，实现单价继续环比下滑	全栈档停在 \$7–8M，长期低于门槛	全栈档杀估值；房东档因合同刚性相对抗跌
● 基准	新签价部分兑现，2027 年实现单价升至 \$12–15M	接近门槛下沿，行业勉强覆盖资本成本	全栈档看边际新签价、房东档看续约价差
● 牛	\$20–25M 阶梯如实转收入，且利用率维持	2027 年实现单价越过门槛中段	全栈档量价双升，是本轮最强一段

八、涌现资本自建口径（本篇核心资产·可复现）

口径一：每兆瓦·年收入的标准化定义

$$\text{每兆瓦年收入} = \frac{(\text{当期收入} - \text{非算力收入} - \text{一次性合同确认}) \times 4}{\div \text{期内平均已通电兆瓦 (期初、期末取均值)}}$$

三条强制标签：【哪一层兆瓦：并网 / 毛容量 / 关键 IT / 铭牌算力】【哪一代 GPU】【GPU 由谁出资】。缺一标签，读数无定性效力。

分母用期内均值而非期末——用期末容量除全年收入，会系统性低估单价。

口径二：毁灭价值门槛（本篇最重要的一条线）

以资本回收系数反解自持全栈机房的最低年收入：

$$\text{门槛} = \frac{[\text{设施 capex} \times \text{CRF}(r, 20\text{年}) + \text{算力 capex} \times \text{CRF}(r, \text{折旧年限}) + \text{年运维}]}{\div \text{计费利用率}}$$

输入：设施 \$17.5M/MW、算力 \$32.5–37M/MW、年运维 \$1.05M/MW、计费利用率 85%、GB300 世代。

结论区间：\$10–18M/关键 IT 兆瓦·年（零毛利、零税、GPU 残值为零——四个前提缺一不可写）。

敏感度（满载口径门槛，单位 \$M/MW·yr）：

	资金成本 8%	10%	12%
GPU 折旧 4 年	约 13.3	约 14.0	约 14.7
GPU 折旧 6 年	约 10.4	约 11.0	约 11.6

折旧 4→6 年令门槛下降 21–22%；资金成本 8%→12% 令其上升 11%。折旧年限的敏感度约为资金成本的两倍——争论 AI 云是否毁灭价值，本质是在争 GPU 的经济寿命，不是在争利率。

承租版必须另算：CoreWeave 与 Nebius 以租代建，正确的成本项是租金 \$2.3M/MW·yr、租期 7—16 年，而非 20 年自持年金——承租版门槛整体上抬约 \$0.5—0.9M/MW·yr。

口径三：叙事注水系数

注水系数 = 宣称每兆瓦单价 ÷ 同档已实现中枢 (\$8.0M/MW·yr)

宣称读数	注水系数	证据等级
SpaceX \$30M/MW·yr	3.75 倍	内部讲话，法定披露零出现
SpaceX \$50M/MW·yr（上沿）	6.25 倍	同上
Nebius 逾 \$40M/MW·yr	5.0—6.25 倍	已签 1 单，四季度上线
Nebius \$20—25M/MW·yr	2.5—3.1 倍	四单已签，2027 确认
Nebius \$12M/MW·yr（基准）	1.5 倍	合理带
IREN \$9.70M/MW·yr	1.21 倍	基准锚本身

读法：系数 ≤1.3 为中枢内；1.3—2.5 需要解释（新代际、新合同、短缺租金）；大于 2.5 必须逐条判定四项反解前提；大于 4 则除非有一手合同与一手兆瓦双披露，否则视为口径产物。

系数本身不判对错——它只标出「这个数字需要多少倍的改善才能成真」。Nebius 的 5—6 倍有已签合同与公司明示的确认时点支撑；SpaceX 的 3.75—6.25 倍目前只有内部讲话支撑。两者数值相近，证据等级不同。

密度约束（为什么分子必须涨）

世代	每机架功率	每关键 IT 兆瓦 GPU 数
H100 风冷	40.8kW（4 台 DGX，32 卡）	约 690 颗
GB300 NVL72	135kW TDP（峰值约 155kW）	约 469 颗

每兆瓦装得下的 GPU 逐代降到 0.68 倍，而每兆瓦资本开支同时上升——每兆瓦收入必须涨，这是物理约束，不是商业选择。

九、个股分类

标的	现价	档位	实现 / 合同单价 vs 同档中枢	状态
NBIS	\$268.85	全栈	实现 7.2—7.4 持平 · 新签 20—25 远高于	● 重定价观察窗
CRWV	\$106.00	全栈	实现 8.24 略高 · 但环比 -8%	● 存量降价
SPCX	\$146.23	全栈	实现 7.31 持平 · 基数含 73% 一次性	● 待一个干净季度
IREN	\$44.90	全栈	合同 9.70 高于实现中枢	● 合同价最透明
GLXY	\$21.87	房东	≥1.90 · 档内上沿	● 未入池 · 建议并池
APLD	\$31.18	房东	1.78—1.87 持平中枢	●
CIFR	\$18.50	房东	1.79—2.13 · 合同最干净	●
CORZ	\$20.13	房东	1.44 · 档内下沿	● 单价最低
WULF	\$17.60	房东	≤1.85 · 合资项目归属层仅 1.15	● 归属层稀释

十、风险与反证

#	风险	什么读数出现即证明本篇结论错	观测字段 / 来源
1	重定价如实兑现	Nebius 2027 一季报的实现单价升至 \$12M/MW·yr 以上	股东信 ARR ÷ active power
2	存量降价判断错误	CoreWeave 三季度营收 ÷ 季内平均 active power 止跌回升	10-Q 营收 + IR active power
3	门槛线输入过严	GPU 经济寿命被证明可达 8 年以上，或残值显著为正	各家折旧政策变更公告
4	分母定义被推翻	Nebius 明确其 ACV 阶梯的兆瓦为关键 IT 负载而非毛容量	股东信方法论脚注
5	房东档并非卖掉上行	长约递增条款披露后，后段年化价追平或超过现货	8-K 租约条款附件
6	稀缺层判断错误	北美批发托管空置率回升至 5% 以上、报价同比转负	CBRE 半年度报告
7	集中度风险引爆	Fluidstack 或其 Google 兜底安排出现变更	CIFR / WULF 的 8-K
8	CoreWeave 接单空窗延续	三季度毛新签约未回到 \$200 亿以上	ΔBacklog + 期内确认收入反推
9	CoreWeave 资金成本独立恶化	下季净利息年化 ÷ 季内均值债务超过 10%	10-Q 债务附注

关于第 8 条：CoreWeave 二季度储备由 \$99.4B 增至 \$104.2B，仅增 \$4.8B，反推毛新签约约 **\$7.4B**，较一季度的逾 \$400 亿环比塌陷约八成。8 月中旬公布的六周新增 \$250 亿属跨期，须落进 9 月 30 日的储备口径才算数。这是全篇最应该盯的单季数字。

十一、数据冲突与口径分歧

1. **Nebius ACV 阶梯的兆瓦分母未定义**：公司图表脚注明示「按收入确认口径、剔除预付款」，但未说明兆瓦属毛容量还是 IT 负载。若为毛容量，\$20—25M 需按 66—70% 折算带下修至 \$13—17M。本篇取原值并标注未定义，不做单边假设。
2. **每 GW 造价的口径缺失**：产业界流传的 \$50—60B/GW（其中算力与网络占 65—70%）未声明该 GW 是 IT 电力还是并网电力，两种读法差 1.5 倍。本篇仅用其区间做量级校验，不进排序表。
3. **SpaceX 的 10GW 与 15GW / 20GW**：8-K 表头逐字为「Nameplate compute」，而电话会的 20GW 明示限定于「power and cooling」设施口径。 $10,000\text{MW} \div 0.67 \approx 14.9\text{GW}$ 与「接近 15GW」高度吻合，倾向判定为同一建设计划的两种口径表述，而非目标上修。
4. **CoreWeave 的容量指标无备案定义**：其 10-Q 全文中 active power、contracted power、energized 均未出现，对外 GW 口径无 SEC 定义支撑，故其分母不确定性带入约 ± 1.6 倍。本篇用中值法并标出 \$6.9—8.6M 的区间。
5. **回收期分歧**：按已披露的 56.8% 毛利率与 \$39.6M/MW 反算，SpaceX AI 分部机队级回收期约 5.1 年，即便在 \$50M/MW·yr 上沿也需 1.39 年，「不到一年回收」在任何已披露口径下均不成立。

十二、行动清单

- **现在重点观察**：Nebius 2027 年一季报的实现单价（本篇结论的验证时点）；CoreWeave 三季度实现单价是否止跌
- **只监控不买**：房东档整体——现金流可见但上行已被 10—15 年长约锁死，重估空间有限
- **绝不追**：任何只报「签约 GW」而不披露关键 IT 负载口径与合同年限的标的
- **下次看这五个数据**：① Nebius active power 与 ARR 的比值 ② CoreWeave 季内平均 active power ③ SpaceX 剔除一次性确认后的算力收入 ④ CBRE 下一期批发报价与空置率 ⑤ Fluidstack 兜底安排的任何变更
- **信号出现要重写结论**：全栈档实现单价连续两季升破 \$12M/MW·yr
- **雷达池维护建议**：GLXY 位于房东档单价上沿却不在本雷达 universe 内，建议并池

十三、来源置信度表与数字三道关自评

数字三道关自评：①量级一致性——SpaceX 分部子项 $\$962\text{M} + \$4,291\text{M} + \$2,561\text{M} = \$7,814\text{M}$ 与披露合计一致；CoreWeave 上半年 $\$4,653\text{M} = \text{Q1 } \$2,078\text{M} + \text{Q2 } \$2,575\text{M}$ ，单季 < 半年 < 全年指引 $\$12.4 - 13.2\text{B}$ ；Nebius 上半年 $\$981.3\text{M}$ 与 +46% 环比自洽。②单位显式化——全文单价统一为「百万美元 / 兆瓦·年」，合同总额统一为「十亿美元」并已逐笔除以合同年限。③双源与公告优先——所有进表数字均取自 SEC 8-K / 10-Q、公司公告或 IR 披露；折算系数 66—70% 由四例公司自证样本支撑；自建模型口径已单独标 D 级。

结论 / 数字	来源	口径	置信度
SpaceX 分部收入、nameplate compute、AI capex	SEC 8-K (CIK 0001181412) 2026 Q2	单季，非年化	A
CoreWeave 营收、RPO、债务、折旧政策	SEC 10-Q (CIK 0001769628) 2026-08-12	单季 / 存量	A
CoreWeave active power 1.5GW、单季近 500MW	公司 IR 披露	已通电投运	A
Nebius 营收、ARR 定义、ACV 阶梯、预付款	2026 Q2 股东信及电话会	退出月年化 / 年度合同价	A
房东档八份合同金额、年限、关键 IT 兆瓦	各公司公告与 8-K	合同期总额已除年限	A~B+
gross↔critical IT 折算 66—70%	四例公司自证 (GLXY×2、CIFR×2)	同一公告内双口径并列	A
批发托管报价 $\$196.25/\text{kW}/\text{月}$ 、空置率 1.4%	CBRE 北美数据中心报告 H2 2025	turnkey 批发，按签约关键负载计费	B+
GB300 NVL72 135kW TDP	厂商与多源一致	整机架，不含行级 CDU 与交换机	B
毁灭价值门槛 $\$10 - 18\text{M}/\text{MW}\cdot\text{yr}$	涌现资本自建模型	85% 计费、GB300、自持、零毛利零税零残值	D (自建)
每兆瓦 GPU 数 690→469 颗	由机架功率与整机配置推算	关键 IT 兆瓦，含 12% 非 GPU 负载估计	D (自建)
现价 (全部标的)	EODHD 实时行情 2026-08-18	收盘 / 最新成交	A

未解决、不进数字表：

- Nebius ACV 阶梯的兆瓦定义**——公司已定义 connected 与 active，唯独没定义 ACV 里的那个兆瓦。这是全篇并表的唯一未解误差源。
- 纯机壳的三要素齐全合同**——本轮全行业未找到一份同时给出总额、年限与兆瓦的冷壳合同，档 A 目前由市场报价与承租方租约上限双源代位，**不得用托管价代填**。

3. 房东档长约的年度递增条款——全部未取得，故本篇年化均为简单平均，首年实收应低于中枢 10—20%（10 年期约 88—90%、15 年期约 83—86%）。
4. 矿工转型托管群体各自的每兆瓦资本开支——未取证。这直接决定「他们签在门槛以下」究竟是定价失误，还是棕地低造价下的正常回报。这是本篇最需要后续取证的一个口径。
5. CoreWeave 的容量口径无备案定义——其 10-Q 全文中 active power、contracted power、energized 均零出现。
6. SpaceX 的 10 / 15 / 20GW 目标与 \$300—500B 说法——法定披露文件中零出现，分别出自二季度电话会问答与 2026-08-11 内部全员讲话，仅 C 级，本篇不进任何数字表。
7. 微软是否为 SpaceX 的算力客户——无任何一手披露，10-Q 收入集中度表仅列匿名 Customer A（18.3%）与 B（19.5%）。本篇记为「无披露」，不作推断。

通电 ≠ 起租 ≠ 满租。 本篇所有单价均为稳态合同价或期内实现价，任何拿这批单价乘以当期已通电兆瓦去推算公司当期营收的做法，都会得出错误的数字。Galaxy 的 Helios 一期已交付 133MW 关键 IT，租金自 2026 年二季度才起算，即为例证。

涌现资本产业研究部 · 免责声明

本报告由涌现资本产业研究部独立撰写，所载数据来自公开披露与实时行情接口，力求准确但不保证完整。报告仅供参考，不构成任何证券之要约、招揽或投资建议。市场有风险，决策需独立判断与尽职调查。