

Cipher Mining Inc. (CIFR)

一、财报简评

Cipher Mining Inc. 是美国新兴的比特币矿企，也是布局高性能计算（HPC）数据中心的“转型样本”。公司在 2025 年第三季度录得收入 **7.17 亿美元**（约 7.17 亿美金），同比大增 **197.5%**，环比增长 **64.6%** ¹。尽管收入低于分析师预期的 **7.91 亿美元** ¹（miss），但凭借成本控制和哈希率提升，毛利率保持在 **62.7%**，非 GAAP 调整后每股收益（Adjusted EPS）转正 **0.10 美元**，远超市预期 **0.11 美元 loss**，表现 **beat** ¹。GAAP 层面的净亏损仅 **328.3 万**，较去年同期（亏损 **8,675.4 万**）以及上一季度（亏损 **4,578.1 万**）大幅收窄 ²。受 AWS、Fluidstack 等一系列 HPC 超长期合同的提振，财报公布当日股价逆市上涨逾 **22%**，触及 52 周新高 **25.11 美元**，显示市场更看重转型前景而非短期营收波动 ¹。

二、公司信息

Cipher Mining（纳斯达克代码：CIFR）原本是比特币矿工，运营自有或合资的大规模挖矿数据中心，利用廉价电力和高效矿机创造比特币收入。随着 2024 年比特币减半导致区块奖励腰斩，公司意识到单一挖矿模式难以持续，于是迅速布局 HPC 与 AI 托管业务：

- **主营业务及市场（比特币矿业）**：公司在得克萨斯等地拥有五座工业级矿场，包括 Wink 的 Black Pearl、Odessa、Alborz/Chief/ Bear 等，总电力容量 477 MW，并与伙伴合资运营 ³。这些矿场在 2025 年三季度共部署了约 **11.4 EH/s** 的自挖算力，单季挖出 **629 枚比特币**，平均销售价格 **114,400 美元/枚** ¹。比特币所持库存约 **1,500 枚**，为业绩提供一定“数字金库”。
- **新增业务及市场（HPC/AI 托管）**：面向人工智能训练与高性能计算需求，公司于 2025 年接连签下多个长期合同：一是与 Google 支持的 Fluidstack 达成 **10 年 168 MW AI 托管协议**，金额约 **30 亿美元**，可延长为 **70 亿美元**，Google 将为 Fluidstack 1.4 亿美元义务提供担保，并换取约 **5.4%** 的公司股权 ⁴；二是在公布财报当天宣布与 AWS 签订 **15 年 300 MW 的数据中心租赁协议**，总价值 **55 亿美元**，自 2026 年 8 月开始支付租金 ⁵。此外公司联合开发的 **1 吉瓦 Colchis 园区** 将在 2028 年投入运营 ⁵。公司因此定位从“单纯矿企”转型为拥有 **3.2 GW** 管道资源的 HPC 基础设施提供商。

总结而言，Cipher Mining 的核心商业逻辑是“利用电价优势和开发能力，打造可同时服务比特币挖矿与 AI 计算的电力/基础设施平台”，通过锁定长期合同获得稳定现金流，并用矿机产出的比特币作为潜在增值筹码。

三、关键数据：实际 vs 预期

指标	实际值	市场预期	YoY	QoQ	结果
收入 (Revenue)	71.71 M 美元 ²	79.13 M 美元 ¹	+197.5%	+64.6%	miss
EPS (GAAP 每股 收益)	-0.01 美元 ²	-0.08 美元 ⁶	- (同期 -0.23?)	改善	beat
Adjusted EPS	0.10 美元 ⁷	0.11 美元 loss (预期) ¹	+?	+?	beat

指标	实际值	市场预期	YoY	QoQ	结果
毛利率 (Gross Margin)	62.7% (收入 71.71M, 成本 26.73M)	—	+38 pct pts	-2.1 pct pts	—
净利润 (Net Income)	-3.28 M 美元 ²	—	收窄约 96%	收窄约 93%	—
经营现金流 (Operating Cash Flow)	-153.5 M 美元 (2025 年前三季度)	—	-162% (较 2024 前三季度 -58.5 M)	—	—
比特币产量	629 BTC ¹	—	+42% (vs 2024 Q3 444 BTC)	+42% (vs Q2 2025 444 BTC)	提升
平均销售价格	114,400 美元/BTC ¹	—	—	+14.7% (vs Q2 2025 的 99,700 美元)	提升

整体而言，公司在收入端略低于预期，但非 GAAP 盈利和哈希率表现大超预期。毛利率受电价上涨及新矿场投运影响略有回落，但仍保持在 60% 以上，盈利能力环比明显改善。

四、指引 vs 市场预期

Cipher Mining 在财报中没有提供精确的季度收入或盈利指引，但在电话会上管理层分享了关键预期：

- HPC 项目收入：**Fluidstack 项目将在 2026 年 9 月前交付 168 MW IT 负荷，预计 NOI 率 80-85%⁴；AWS 项目将在 2026 年 8 月起支付租金，15 年合同总额 55 亿美元，分期确认收入⁵。这些合同意味着自 2026 年开始，公司将有大量高毛利的固定租金收入，在当前比特币周期之外提供稳健现金流。
- 自挖算力计划：**公司完成 Black Pearl Phase I 之后，自挖算力约 **10.1 EH/s**，未来计划进一步扩产至 15 EH/s 以上，维持约 25 MW 新增电力接入³。预计 2026 年前算力稳定增长，但受比特币价格和网络难度影响，管理层态度较为保守。
- 资本结构与现金：**截至 9 月 30 日，公司拥有 **12 亿美元** 现金及等价物，发行可转换债券获得 **14.37 亿美元** 资金。管理层强调资金充足，可满足未来 2-3 年资本支出，亦可能在适当时机回购股票或进行选定并购。

市场普遍预测 Q4 业绩可能因 BTC 产出减少（Halving 影响）而出现季节性回落，分析师预期 GAAP 每股亏损扩大至 **0.06 美元**⁸。公司未对该预期作出回应，态度偏保守，强调长期价值源于 HPC 项目而非季度波动。

五、增长与利润率

收入增长驱动力：

- 哈希率与币价双提升：**Black Pearl 投运推动自挖算力从 Q2 的 7.0 EH/s 扩大至 10.1 EH/s，BTC 产量从 444 枚跃升至 629 枚¹；同时平均售币价格从 99,700 美元提升至 114,400 美元，双重因素推动比特币挖矿收入同比增长约 197%。
- 托管收入开始贡献：**公司向外部矿工或 AI 客户提供机位和电力服务，收取托管费。三季度托管收入约 9 百万美元（来自自 2024 年开展的客户），虽占比不高，但毛利率较高，为未来增长铺垫。

毛利率变化：

- 毛利率 62.7%，略低于 Q2 的 64.8%，主要因为 Black Pearl 刚投运，暂时没有达到最佳效率，且德州夏季高温推高电价。【季节性因素】。
- 同比毛利率大幅提升（24.6% → 62.7%），反映规模效应和电力合约优化带来的成本下降，同时自挖比特币比特币价格走高也提高了利润率。

利润率可持续性：

- **Bitcoin Mining**：毛利率依赖 BTC 价格和挖矿难度，具有波动性。2026 年半数补贴减半后，单币补贴下降，新矿场扩产将摊薄单位成本，公司仍需持续优化电力采购和矿机效率。
- **HPC Hosting**：Fluidstack、AWS 等合同锁定长期租金，预期 NOI 率高达 80-85%⁴，毛利率显著高于挖矿业务。一旦项目启动，将推动整体毛利率和利润率稳步上升，相当于从“ICU”挪到“普通病房”。

六、电话会要点 / 管理层重点

根据管理层在电话会上的陈述及公开资料，梳理以下重点：

1. **战略转型**：CEO Tyler Page 称三季度是“真正的转折点”，公司不再单纯依赖比特币挖矿，而是利用现有开发能力切入 HPC 托管市场，锁定长期收益。AWS 与 Fluidstack 合同被视为打开千亿级别 AI 算力市场的重要敲门砖。
2. **项目进度**：Black Pearl Phase I 已于 2025 年 8 月全面投运，提供 150 MW 容量及 10.1 EH/s 算力³。Barber Lake 项目正在建设中，计划 2026 年提供 300 MW + 500 MW 的 AI 托管容量；Colchis 项目初步规划 1 GW，将在 2028 年投运⁵。
3. **客户与定价**：管理层透露 Fluidstack 和 AWS 的合同均采用固定或有 CPI 指数上调条款的租金，合同期分别为 10 年和 15 年，客户质量高（Google、Amazon 直接或间接担保），风险可控⁴⁵。同时，公司与其他科技巨头的谈判正在进行，未来可能新增更多托管客户。
4. **资本支出与资金**：公司持有逾 1.2 亿美元现金及比特币储备，再加上发行的可转债，确保未来项目无需额外融资。管理层也对回购股票表示开放，但短期仍以开发新项目为主。

七、持续关注的老问题

1. **比特币行情波动**：投资者长期担心 BTC 价格下跌影响挖矿收入。本季公司通过锁定电价合同和扩大算力部分对冲了难度提升，但仍存在价格风险。未来 HPC 收入占比提高可降低对比特币价格依赖。
2. **大规模资本支出**：建设大型数据中心需巨额资金（每 MW 成本约 900-1100 万美元⁴），投资回收周期长。虽然公司已融资 14 亿美元，但若建设速度放缓或租户违约，现金流可能承压。
3. **电力与监管风险**：德州等地电力供应受天气、政策影响，极端高温或电网调度可能迫使停机。公司强调与电网运营商签有长期合约并可调度负荷，但仍需关注。监管方面，随着挖矿行业能源消耗受到关注，税收或限制政策可能出现。
4. **项目执行力**：AWS 和 Fluidstack 项目能否按期交付、成本是否可控、实际 NOI 与预期是否一致仍需验证。管理层承认项目施工复杂，需要协调大量供应链资源，投资者应持续关注建设进度。

八、风险与机会

机会（多头逻辑）：

- **业务修复**：随着 Black Pearl 完全投运，挖矿业务边际成本下降，BTC 产量和毛利率改善，有望实现自挖盈利。

- **利润率上升**：HPC 托管合同锁定高 NOI 率，未来 2-3 年利润率将由波动的比特币业务转向稳定的租金收入，财务表现更加可预测。
- **新市场增长**：Fluidstack、AWS 合同证明公司具备在 AI 算力市场竞争的能力，未来可能拓展云服务、算力租赁等业务，扩展 TAM。
- **AI 布局落地**：大型科技公司对训练算力需求迅速增长，Cipher Mining 提供兼顾可持续能源与低成本的算力基础设施，有机会占据行业一席之地。

风险（空头逻辑）：

- **需求波动**：AI 托管需求虽旺，但竞争激烈，客户集中度高，一旦大客户减少订单，收入将受影响。
- **竞争压力**：其他矿企如 Marathon Digital、CleanSpark 也在扩展 HPC 业务，大型云厂商可能自建数据中心，压缩价格和利润率。
- **监管风险**：美国及得州政府可能对加密矿业或数据中心能源消费施加新的税收或环保规定，增加运营成本。
- **估值过高**：股价在 AWS 合同消息后大涨，市值逼近 100 亿美金，若项目落地不及预期或宏观行情走弱，估值回归风险高。总结来说，公司“收入恢复，但利润还在地上爬”。

九、特别说明 / 投资启示

从投资角度看，Cipher Mining 的 Q3 财报体现出重要信号：

1. **业绩弹性与转型成功**：传统比特币挖矿业务受比特币价格和网络难度影响极大，本季哈希率提升叠加币价上涨带来收入跃升，但这种弹性不可持续。公司转型 AI 托管，通过 Fluidstack、AWS 等长期合同锁定巨额租金，为未来提供“现金牛”。
2. **资本开支与风险收益匹配**：HPC 项目每 MW 成本高达千万美金，建设周期长，虽然 NOI 率极高，但回收期超过五年，投资者应关注资本效率和项目执行力。公司手握充裕现金，可降低融资风险。
3. **短期情绪 vs 长期逻辑**：财报当日股价急涨主要因为 AWS 合同这一“概念”，而非本期盈利本身。短期情绪可能高估转型速度，长期逻辑则取决于工程落地。需要区别看待：基本面正在修复，但情绪面已提前反映未来预期。

一句“人话结论”：公司凭借大客户合同和管道资源完成了从“矿工”到“算力房东”的华丽转身，基本面在修，情绪面在补，投资者需既看到远期现金流潜力，也要留意短期估值风险。

十、市场反应

财报披露当天（2025 年 11 月 3 日），CIFR 股价盘前跳涨，开盘后一度上涨 **22%** 触及 **25.11 美元** 的新高^①。市场交易逻辑并非基于营收或盈利超预期，反而聚焦于 AWS 15 年 **55 亿美元** 合同和 Fluidstack/Google **168 MW** 项目：

- **资金看长期租金**：投资者认为长期合同将带来高质量、高可见性的现金流，HPC 业务有望取代波动性强的比特币挖矿，估值模型重新定价。
- **高增长预期推升估值**：在 AI 算力需求爆发的背景下，公司拥有 3.2 GW 项目管道，且与 Amazon、Google 等巨头绑定，市场愿意给予溢价。
- **忽视短期 miss**：尽管本季度收入未达预期，投资者更看重战略转型带来的长期价值，因此交易情绪积极。

总之，市场反应说明 Cipher Mining 的估值驱动已由“矿机产出”转换为“AI 算力租赁”的成长性。投资者仍需关注项目执行进度及比特币行情对短期业绩的影响。

1 8 **Palmetto Grain Brokerage -**

<https://www.palmettograin.com/news/story/35967218/a-5-5-billion-reason-to-buy-cipher-mining-stock-here>

2 7 **Cipher Mining Provides Third Quarter 2025 Business Update | Cipher Mining Inc.**

<https://investors.ciphermining.com/news-releases/news-release-details/cipher-mining-provides-third-quarter-2025-business-update>

3 **Site Overview | Cipher Mining Technologies Inc.**

<https://www.ciphermining.com/sites>

4 **Cipher Mining Signs 168 MW, 10-Year AI Hosting Agreement with Fluidstack | Cipher Mining Inc.**

<https://investors.ciphermining.com/news-releases/news-release-details/cipher-mining-signs-168-mw-10-year-ai-hosting-agreement>

5 **AWS signs 300MW hosting deal to lease capacity from Cipher Mining - DCD**

<https://www.datacenterdynamics.com/en/news/aws-signs-300mw-hosting-deal-to-lease-capacity-from-cipher-mining/>

6 **Rosenblatt Securities Raises Cipher Mining (NASDAQ:CIFR) Price Target to \$33.00**

<https://www.marketbeat.com/instant-alerts/rosenblatt-securities-issues-positive-forecast-for-cipher-mining-nasdaqcifr-stock-price-2025-11-04/>