

CoreWeave (CRWV) 2025Q3 财报解读

一、财报简评

2025 年三季度，CoreWeave 延续了上市后强劲的成长势头。营收 1.36 B 美元（约 13.65 亿，单位下同），同比大增 134%，较市场预期 1.28 B 美元明显超出。每股净亏损-0.22 美元，远好于市场预期的-0.36 美元及去年同期的-1.82 美元。净亏损 1.10 亿，同比收窄近 70%；调整后经营利润 2.17 亿，利润率 16%，但较去年同期 21% 略有下降。收入超预期主要源于 AI 云服务需求爆发、多年期大单驱动；利润率下滑则受高额资本支出、利息支出上升和股权激励成本影响。

尽管财报本身表现出色，公司盘后股价仍下跌约 6%，核心原因是管理层下调了全年收入指引至 5.05–5.15 B 美元，低于此前 5.15–5.35 B 美元和市场一致预期 5.29 B 美元；同时，公司预期 2025 年资本支出仍高达 12–14 B 美元，且 2026 年可能翻倍。市场担忧数据中心建设延期及高债务压力或拖累短期盈利，这成为股价回调的主要诱因。

二、公司信息

CoreWeave 成立于 2017 年，是一家专注于 AI 基础设施的云计算服务商，被称为“AI 必需云”。它提供专为训练大模型和推理任务设计的 GPU/CPU 算力、专业存储网络以及基于 Kubernetes 的管理平台，致力于为 AI 实验室和企业提供高性能、弹性供应的算力环境。与 AWS、Google Cloud 等通用云不同，CoreWeave 聚焦于提供最新一代 NVIDIA GPU，优化全栈性能。早期公司依靠以太坊挖矿积累 GPU 资源，随后转型为 AI 云服务。

公司客户包括 OpenAI、Meta、Mistral AI 等前沿 AI 公司，近期与 Meta 签订了 14.2 B 美元多年度合约、与 OpenAI 签订了 6.5 B 美元扩展合同，彰显其行业地位。其商业模式主要按使用时长计费，客户通过按小时租用 GPU、存储和带宽获得弹性资源。一句话概括：CoreWeave 是为 AI 模型训练和推理提供定制化高性能基础设施的平台型企业。

- **GPU/CPU 算力及 AI 云服务** – 提供 H100、A100 等最新 GPU 实例，按小时计费。
- **高性能存储与网络及管理平台** – 保障数据高速流动，并通过 Kubernetes 平台提供易用的集群管理。

三、关键数据

1. 实际 vs 预期

指标	实际值 (单位: 亿美元)	市场预期	YoY	QoQ	结果
营收 (Revenue)	13.65	12.8	+134%	+12% (vs Q2)	超预期
EPS (每股收益)	-0.22 美元	-0.36 美元	提升 88% (去年-1.82 美元)	改善 63% (上一季-0.60 美元)	超预期
调整后经营利润率	16%	/	-5 pct	+0 pct	—
净利润	-1.10	/	收窄 69%	收窄 62%	—
经营现金流	未披露	/	—	—	—

整体来看，收入与EPS均显著超预期，亏损显著收窄；不过毛利率和经营现金流口径未披露，需关注。

2. 主要经营指标数据

主营业务/产品	收入占比	YoY	毛利率 YoY	库存	备注		
					未披露	公司未单独分部披露，视为单一业务	
AI 云基础设施 (GPU/存储/网络)	~100%	+134% (总体营收)	未披露	—	未披露	公司未单独分部披露，视为单一业务	
定制软件与平台服务	—	—	—	—	—	收入占比低，未单独披露	
指标	营收	经营利润	毛利率	净利润	EPS	经营现金流 CapEx 自由现金流 备注	
2025Q3	1,364.7	51.9 M	4%	-110.1	-0.22	未披 (约 18.5)	1,850 M 未披 Adjusted EBITDA 838 M、

指标	营收	经营利润	毛利率	净利润	EPS	经营现金流	自由现金流	备注
	M	M	M	M	M	亿)	亿)	
2025Q2	1,212.8 M	19.2 M	2%	-290.5 M	-0.60	未披露	2,900 M (约 29 亿)	未披露 Adjusted EBITDA 753 M, margin 62%
2025Q1	981.6 M	-27.5 M	-3%	-314.6 M	-1.40	未披露	1,900 M (约 19 亿)	未披露 Adjusted EBITDA 606 M, margin 62%
2024Q4	747.4 M	112.7 M	15%	-51.4 M	未披露	未披露	2,400 M (约 24 亿)	未披露 数据来自公司 GAAP 与非 GAAP 对照表
2024Q3	583.9 M	117.1 M	20%	-359.8 M	-1.82	未披露	2,200 M (约 22 亿)	未披露 该季度公司仍属私有企业，数据由历史对比表得出
2022-2023	未披露	—	—	—	—	—	—	公司在 2025 年上市之前未公开季度财务，口径缺失

注：财务数据均为公司公告中“以千为单位”的美元数据换算得来，CapEx 来自财报演示中资本支出测算表。

四、指引 vs 市场预期

- **下一季营收指引：**管理层未提供 Q4 单季指引，指导集中在全年。
- **全年营收指引：**FY2025 营收指引 5.05–5.15 B 美元，较上一季的 5.15–5.35 B 下调，低于市场一致预期 5.29 B 美元；评价：**保守**。
- **调整后经营利润指引：**预计 2025 年调整后经营利润 690–720 M 美元，约对应经营利润率 13–14%；并给出利息支出 1.21–1.25 B 美元、资本支出 12–14 B 美元。
- **全年更新：**管理层指出数据中心建设的第三方合作伙伴延迟交付导致收入确认滞后，但合

同总价值不变；同时把原计划 20–23 B 美元的资本开支下调至 12–14 B 美元，并预计 2026 年资本开支将超过 2025 年两倍。

- **市场情绪焦点：**投资者关注订单激增背后的执行能力、毛利率下滑和负自由现金流。长期逻辑在于 AI 需求旺盛和大单保障，但短期情绪受指导下调及债务负担影响。

五、增长与利润率

- **收入增速与驱动因素：**公司三季度收入同比暴涨 134%，主要由 AI 大模型训练和推理需求推高算力租赁收入；新增与 Meta、OpenAI 等的 14.2 B 美元和 6.5 B 美元大单使订单储备从 30.1 B 增长到 55.6 B 美元。另一方面，公司进一步扩展至新的行业客户（Mizuho Bank、NASA JPL、Poolside 等），提升收入多元化。
- **价格、结构与地域：**公司聚焦高端 NVIDIA GPU（H100、GB300 等），通过提前锁定供应实现议价优势，但由于产品以按小时计价，大部分增长来自数量扩张和客户规模提升。新签合同多为欧美大型科技公司和 AI 研究实验室，地域上仍以美国和欧洲为主，第三季度宣布在英国追加投资 15 亿英镑。
- **毛利率、经营杠杆与费用率：**本季经营利润率 4%，同比下降 16 个点，主要因资本投入、数据中心建设成本和快速扩编带来的运营费用增长；调整后经营利润率 16%，略低于去年同期，说明剔除一次性费用后经营能力保持稳定。利息支出达 3.11 亿美元，几乎是去年同期的三倍，高杠杆导致净利率长期处于负值。
- **自由现金流与可持续性：**公司未公布经营现金流数据，但根据资本支出 1.85 B 美元和继续扩张计划，预计自由现金流仍为负。管理层通过发行 1.75 B 美元 9% 无担保债券、2.6 B 美元延迟提款贷款等方式改善流动性。大额订单的预付款和长期合同可能在未来提供现金流支持，但短期内高债务和高利率压力仍需关注。

六、电话会要点 / 管理层重点

1. **战略取向** – 管理层强调公司处于 AI 基础设施爆发的关键窗口，策略是“扩产能优先盈利”，将持续投入建设数据中心并扩展 GPU 供应，以抢占市场。
2. **重大合作与客户动态** – 财报公布与 Meta 签订 14.2 B 美元多年度合同，并扩展与 OpenAI 的合作至 6.5 B 美元，总承诺高达 22.4 B 美元；同时获得第六家超级客户合同并新增 Inference.net、Mizuho Bank 等客户。
3. **基础设施扩张** – 本季新增约 120 MW 活跃算力，累计活跃功率 590 MW，总合同功率 2.9 GW；公司计划在宾夕法尼亚州投资 6 B 美元建设 300 MW 数据中心，在英国追加 15 亿英镑投资。
4. **技术进展** – CoreWeave 是首个部署 NVIDIA GB300 NVL72 系统并提供 RTX PRO 6000 Blackwell 服务器实例的云商；收购 OpenPipe 加强强化学习能力，推出

W&B Inference、Mission Control 等管理产品。

5. **财务策略** – 管理层披露通过发行 1.75 B 美元高收益债、关闭 2.6 B 美元延迟提款贷款并调整 DDTL 2.1 等融资活动，目标是降低资本成本和提供资金弹性。公司还终止了 C 轮优先股赎回权，提升股东权益 1.2 B 美元。
6. **资本开支与指引调整** – CFO Nitin Agrawal 在电话会上将 2025 年收入指引下调至 5.05–5.15 B 美元，并解释主要因第三方数据中心建设延迟；同时将 2025 年资本开支指引从 20–23 B 美元调整至 12–14 B 美元，但预计 2026 年将大幅增加。
7. **管理层语气** – CEO Michael Intrator 表态“AI 云需求空前，平台地位前所未有强大”，整体语气乐观；CFO 承认短期供应链延迟和高资本支出对利润构成压力，表达谨慎乐观的态度。

七、持续关注的老问题

问题	是否改善	说明
盈利质量/股权激励压力	部分改善	一次性 IPO 相关股权激励在 Q1 集中确认 1.77 B 美元；Q3 调整后经营利润率 16% 表明核心业务盈利能力稳固，但 GAAP 净利润仍为负。
宏观 AI 需求或周期风险	未改善	行业需求爆发使订单翻倍，但市场担忧 AI 热潮是否可持续；公司下调指引反映短期不确定性。
高杠杆/利息负担	恶化	截至三季度，公司有 9.7 B 美元短期账款和 14 B 美元债务，季度利息支出 311 M 美元，较去年增加近三倍。未来资本开支仍高，财务成本压力加大。
客户集中度风险	未改善	大型合同主要来自 OpenAI、Meta 等少数客户。虽然新增客户，但收入高度集中，任何合作波动都可能影响收入。
供应链和数据中心建设延迟	暂未改善	第三方数据中心延迟直接导致全年指引下调。公司正在拓展自有建设和多元化供应商，但短期仍受制于外部建设进度。
自由现金流/去杠杆	未改善	高昂的资本开支和负盈利导致自由现金流仍为负；公司通过发行高息债、延迟提款贷款来融资，暂未看到明显去杠杆迹象。

八、风险与机会

机会（多头逻辑）

1. **AI 需求持续高增长 → 收入爆发**: 全球大模型训练和推理需求增长迅猛，若行业景气度持续，公司庞大的 GPU 池和领先技术将吸引更多合同，营收有望维持高增速。
2. **大单合同兑现 → 现金流改善**: 与 Meta、OpenAI 等签订的长期合同如果按时交付，将带来可预见的现金流，帮助缓解资本开支压力并提升盈利。
3. **技术领先 → 议价能力提升**: 率先部署 NVIDIA GB300/GB200 等先进芯片，具备差异化优势，可在市场供需紧张时获得更高单价和更强的客户黏性。
4. **全球扩张 → 市场份额提升**: 积极在美国宾夕法尼亚和英国建设新数据中心，有助于扩大地域覆盖和服务能力。
5. **资本结构优化 → 降低财务风险**: 通过优化贷款结构、发行高收益债并终止优先股赎回权，提高权益资本并降低加权平均资本成本。

风险（空头逻辑）

1. **资本支出过高 → 现金流枯竭**: 若 AI 需求增长放缓或合同延期，公司持续的 12–14 B 美元甚至更高的资本开支可能导致现金流吃紧，需依赖不断融资，利息负担加重。
2. **客户集中 → 合同风险**: 主要收入来源依赖少数大型客户，任何一家公司延期或取消订单都可能使收入与利润大幅波动。
3. **供应链延迟 → 收入确认推迟**: 第三方数据中心建设延误已经导致指引下调，若类似问题持续，将影响合同履约和现金流。
4. **竞争加剧 → 价格战与毛利压缩**: AWS、Google、Azure 等传统云巨头正在加大 AI 基础设施布局，GPU 供应价格上涨和竞争者的价格策略可能压缩 CoreWeave 的利润。
5. **监管与宏观风险 → 估值重定价**: AI 行业可能面临监管趋严、数据安全和能源消耗限制；同时高利率环境和资本市场情绪变化可能导致估值波动。

综合来说，“高增长、大订单、重投入”是 CoreWeave 的关键词：AI 潮水还在涌动，但重装上阵也意味着负重前行。

九、特别说明 / 投资启示

从投资角度看，CoreWeave 的财报体现了强劲的收入增长和爆炸性的订单储备，在 AI 算力供需紧张的大背景下，公司的市场地位和长期成长逻辑具备吸引力。另一方面，盈利质量仍然羸弱，经营利润率与净利润持续被资本开支、巨额利息和股权激励所侵蚀；短期内管理层下调指引凸显供给瓶颈与执行风险。短期市场情绪可能因指导调整、债务负担及资本开支高企而承压，但长期逻辑在于 AI 基础设施作为“必需品”拥有深厚需求，订单保障给予可见的成长空间。投资者需在“需求爆发的长期前景”与“高杠杆、高资本开支的短期压力”之间权衡。人话结论：“生意火爆，钱却先花出去；基本面在修，情绪面在补。”