

Alpha Helix Asset Management 投資備忘錄 (七十四)

2025.04.29

GPU 租賃的領先者，本質實則為 REITs ？

簽訂大額長約與設備抵押，現金流架構極似 REIT

近年 AI 迅速發展，導致算力需求吃緊，GPU 租賃業者 (NeoClouds) 如雨後春筍般興起，部分評論認為該領域並無技術壁壘、同質性高且商業模式不穩定，因此相關類股估值普遍承壓。然而 NeoCloud 領域中的領導者，因可取得 Nvidia GPU 優先供貨權，商業模式實際上與 REITs 高度類似，除現金流穩健外，亦享有科技股高速成長的特性。

以 NeoCloud 當前龍頭 CoreWeave 為例，CoreWeave 主要透過「預先簽訂長期合約、收取預付款、據此進行抵押融資」來構建其 GPU 算力基礎設施。商業模式與傳統不動產 REITs 高度相似，先有租賃合約，再依客戶合約抵押進行資本支出，以換取穩定現金流與財務槓桿運用空間。

目前 CoreWeave 已擁有約 25 萬顆 NVIDIA H100 GPU，並部署於全美 32 座資料中心，總運轉功率超過 360MW，未來合約電力預計擴展至 1.3GW，未來 2 年營收預期成長 100% 以上。

客戶無解約權，營收風險低於市場預期

市場普遍將 CoreWeave 當作 AI 高速成長股評價，導致極端情緒下容易高估或低估，忽略其本質更接近重資產租賃營運商。客戶一旦簽約即需預付 20 ~ 25% 款項，且客戶除非破產，否則無解約權。對 CoreWeave 而言，相關收入則以 Deferred Revenue 分期認列，形成穩定且可預期的現金流，性質與 REIT 收租邏輯近乎一致。

截至 2024 年末，CoreWeave 已簽署的未履約合約 (RPO) 金額高達 151 億美元，其中 54% 於 2 年內認列營收、42% 於第 3 ~ 4 年認列，若加計與 OpenAI 的 119 億美元合約，其 RPO 規模更可支撐多年高速營收增長，並未面臨市場普遍擔憂的砍單風險。

市場以高風險產業定價，導致股價承壓

若以 FY2 預估營收與 20% OPM 計算，CoreWeave 的 FY1 P/FFO 僅約 6x，遠低於營運穩定、低增長的科技型 REITs，如 EQIX P/FFO 約 26x。即便 CoreWeave 實際並未正式採用 REIT 法規架構（如免稅、強制配息），其現金流品質與長約保護機制，仍可提供一定程度的估值下限。

結語

當前市場仍將其當作高風險成長股估值，導致其股價對於「MSFT 解約傳聞」、「GPU 價格下跌」等事件異常敏感。例如近日 AWS 暫停 colocation 租賃消息，實則與 CoreWeave 業務無關，但該股價仍單日重挫 10% 以上，顯示當前市場對 NeoClouds 領域的認知並不充分，若未來市場逐步理解其商業模式是跟客戶「預先簽訂長期合約、收取預付款、據此進行抵押融資」來構建其 GPU 算力基礎設施，也就是 CoreWeave 是偏向「高成長 REITs」，先有租賃合約，再依客戶合約抵押進行資本支出，以換取穩定現金流與財務槓桿運用空間，則該股估值有望顯著提升。