



國泰期貨 國泰證券子公司

## US ALERT :

### Nebius (NBIS US) —

### AI 算力平台進入超高速擴張期

#### 投資摘要

1、Nebius 已成為全球成長速度最快的 AI Cloud 基礎設施業者之一。FY26 第二季營收達 5.82 億美元，年增 454%；ARR 突破 30 億美元，年增 598%；AI Cloud 業務占整體營收 98%。Adjusted EBITDA 達 2.36 億美元，EBITDA Margin 達 41%，顯示公司開始進入營運槓桿快速釋放階段。

2、AI Cloud 需求持續超出市場預期。第二季完成四筆平均 TCV 超過 10 億美元的大型合約，平均收益率達每 MW 2,000 萬至 2,500 萬美元；第三季短期容量交易甚至已出現每 MW 4,000 萬至 5,000 萬美元定價水準。公司預期 2026 年度客戶預付款將超過 90 億美元，進一步強化現金流與資本回收效率。

3、隨 5GW 電力布局、Vera Rubin 平台導入、美國自建 AI 工廠及 Asset-light 模式推進，公司有望成為全球 AI 基礎設施市場的重要領導者。公司重申 FY26 營收 30 億至 34 億美元、ARR 70 億至 90 億美元及 Adjusted EBITDA Margin 40%財測目標。

單位：USmn

| 項目                | FY23A | FY24A | FY25A      | FY26E      | FY27E      |
|-------------------|-------|-------|------------|------------|------------|
| 營收 <sup>1</sup>   | 35    | 92    | 530        | 3,200      | 8,500      |
| YoY (%)           | NA    | 163%  | 479%       | 504%       | 166%       |
| 淨利                | -290  | -352  | 29         | -50        | 1,200      |
| YoY (%)           | NA    | NA    | Turnaround | NA         | Turnaround |
| EPS (US\$)        | -1.25 | -1.45 | 0.11       | -0.18      | 3.9        |
| YoY (%)           | NA    | NA    | Turnaround | NA         | Turnaround |
| Adjusted EBITDA   | -180  | -226  | -65        | 1,280      | 4,000      |
| YoY (%)           | NA    | NA    | NA         | Turnaround | 213%       |
| EBITDA Margin (%) | NA    | NA    | NA         | 40.00%     | 47.00%     |



# 國泰期貨 國泰證券子公司

## 公司介紹

Nebius Group 由前 Yandex 集團重組而來，目前已轉型成為以 AI Cloud 為核心的基礎設施平台公司。公司主要業務涵蓋大型模型訓練、推理平台（Token Factory）、GPU 算力租賃、AI 基礎設施服務及資料中心建設，提供完整 Full-stack AI Cloud 平台。除 Nebius AI Cloud 外，公司亦持有：Avride 自駕車平台、TripleTen 教育平台、ClickHouse 股權投資、Toloka 股權投資。其中 Nebius AI Cloud 已成為集團最重要收入來源。FY26 第二季 AI Cloud 營收達 5.75 億美元，占集團整體營收 98%。截至 FY26 第二季，公司現金達 80.4 億美元，總資產 279.6 億美元，股東權益 103.4 億美元，財務實力顯著強化。

## 經營分析

Nebius 目前營運核心已完全轉向 AI Cloud 市場。FY26 第二季 AI Cloud 營收達 5.75 億美元，年增 514%，占整體營收 98%；AI Cloud Adjusted EBITDA Margin 達 49.7%，較去年同期 24% 大幅提升。本季商業表現創下公司成立以來最佳紀錄。管理層表示，公司完成四筆平均 TCV 超過 10 億美元的大型 AI Cloud 合約，主要客戶包括 Reflection、Cohere、美國 AI Neolab 以及大型量化交易機構。

在商業模式方面，公司交易品質持續改善。第二季簽署合約平均收益率提升至每 MW 超過 2,000 萬美元，較過去顯著提高；而第三季導入容量拍賣機制及短期容量交易後，最高定價已達每 MW 4,000 萬至 5,000 萬美元。同時約 70% 的新簽約已包含客戶預付款機制，平均可覆蓋 50% 至 60% 的相關資本支出。交易回收期已由過去 2 至 3 年縮短至 1 年 10 個月，反映需求強勁及議價能力持續提升。

此外，公司完成 Eigen AI 與 Clarifai 收購後，進一步提升推理優化能力，並於第二季推出 Nebius AI Cloud 3.6（Aether 3.6），強化推理平台、Agent 工作負載與開源模型生態系整合能力。

## 產業分析

全球 AI 基礎設施市場正由 GPU 供給競爭逐步轉向電力與資料中心資源競爭。隨大型模型進入推理階段，市場對 GPU 叢集、電力供應、網路架構及資料中心容量需求持續攀升。Nebius 目前已少數同時掌握 GPU 供應、電力資源與完整 Cloud 平台能力的 Neocloud 業者之一。

Nebius 將 2026 年底簽約電力目標再次由 4GW 上調至 5GW，反映取得電力資源速度持續超越管理層原先預期。目前公司已於英國、愛沙尼亞、芬蘭等地新增據點，並同步推進美國自建 AI 工廠。自 2027 年開始，公司規劃每年新增超過 1GW 部署規模。



AI 推理市場亦成為產業重要成長方向。第二季 Token Factory 推理工作負載成長超過三倍，顯示企業開始大規模部署推理應用。公司認為未來訓練與推理需求將逐漸融合，而 Nebius 可透過單一平台同時支援完整 AI 工作流程。另一方面，公司已取得首批 NVIDIA Vera Rubin NVL72 系統，並開始與客戶進行驗證與測試。未來 Vera Rubin 有望成為下一世代 AI 運算主力平台，進一步推升算力需求。

整體而言，未來三至五年全球 AI 資料中心擴張、推理需求增加、Agentic AI 普及以及新世代 GPU 部署將共同推動 AI 基礎設施產業進入新一輪高速成長週期，而 Nebius 已建立完整競爭優勢。

### FY26/Q2 財報分析

FY26 第二季營收達 5.82 億美元，年增 454%，季增 46%，大幅優於市場預期。ARR 則達 30 億美元，年增 598%，季增 56%，創下公司歷史新高。獲利能力方面，Adjusted EBITDA 達 2.36 億美元，較去年同期虧損 2,100 萬美元大幅改善；Adjusted EBITDA Margin 達 41%，展現優異營運槓桿效益。雖然 GAAP 淨損為 1.9 億美元，但主要受到折舊攤提、股權激勵費用及高速擴產影響。若以 Adjusted Net Loss 計算，本季虧損已由去年同期 9,150 萬美元縮小至 3,320 萬美元。

現金流方面則是本季最大亮點之一。第二季營運現金流達 22.46 億美元，上半年累計營運現金流達 45 億美元，主要受惠客戶預付款增加與大型合約簽約認列。資本支出則高達 56.6 億美元，主要用於 GPU 採購、資料中心建設及全球產能擴張，顯示公司仍處於高速投資階段。

### FY26 至 FY27 財務預估

根據公司最新財測指引，本研究假設 AI 基礎設施需求持續強勁、5GW 簽約電力逐步轉換為實際產能、Meta 及大型企業專案陸續上線，以及 Vera Rubin 開始導入商業化。預估 FY26 全年營收可達 32 億美元，符合公司 30 億至 34 億美元財測中位數；ARR 達 80 億美元；Adjusted EBITDA 約 12.8 億美元，EBITDA Margin 維持 40%。預估 FY27 營收達 85 億美元，年增 166%。主要成長動能來自新增 AI 工廠、推理業務快速成長、Meta 與大型 AI 客戶專案貢獻，以及更高收益率交易模式導入。



受惠規模經濟與客戶預付款機制持續優化，FY27 Adjusted EBITDA 可望提升至 40 億美元，EBITDA Margin 提升至 47%，ARR 有機會達 150 億美元，公司正式進入大規模獲利階段。現金流方面，雖仍維持高資本支出，但隨大型長約及預付款認列增加，現金流品質可望持續改善。

### 評價分析

Nebius 目前已由新創 AI Cloud 公司轉型為全球 AI 基礎設施平台。從 FY26 第二季來看，公司營收已進入高速成長軌道，而 ARR、電力資源、GPU 資產與大型長約將構成未來數年的核心價值來源。由於公司仍處於高速擴張階段，目前市場評價主要採用 EV/Sales 及 ARR 倍數衡量，而非傳統 P/E 模式。

若以 FY27 預估營收 85 億美元估算，Nebius 目前評價已逐步向 CoreWeave 等 AI Infrastructure 平台靠攏。隨 ARR 由 FY26 年底目標 70 億至 90 億美元進一步提升至 FY27 約 150 億美元，公司估值有望持續獲得成長性支撐。若 FY27 達成約 40 億美元 Adjusted EBITDA，目前市場評價基礎將開始由純成長故事逐步轉向獲利能力驗證，而 Nebius 有機會成為 AI 基礎設施產業中少數兼具高速成長與高獲利能力的平台型企業。

未來評價驅動因素將來自：

- 5GW 電力布局落地速度
- Vera Rubin 商業化進展
- 客戶預付款規模
- 長約簽約速度
- Asset-light 模式擴張成果
- 推理業務滲透率提升

整體而言，Nebius 正站在全球 AI 算力需求爆發的核心位置。隨電力資源、GPU 部署能力、AI Cloud 平台與大型企業客戶生態逐步建立，公司有機會成為未來全球 AI 基礎設施市場的重要領導者之一。



## 投資評等定義

| 英文評等       | 中文評等 | 潛在報酬率         |
|------------|------|---------------|
| STRONG BUY | 強力買進 | > +30%        |
| BUY        | 買進   | 介於+15% ~ +30% |
| NEUTRAL    | 中立   | 介於-15% ~ +15% |
| SELL       | 賣出   | < -15%        |

註:潛在報酬率=(6個月內目標價/本次報告評等最近一天收盤價 - 1) \* 100

## 免責聲明

本報告僅為本公司提供客戶之一般參考資料，並非針對客戶之特定需求所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有客戶或投資人，讀者應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。

本報告係根據本公司所取得資訊加以彙集及研究分析，本公司雖盡力使用可靠且廣泛的資訊，但本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，適後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的物價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，如營收及目標價格，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。從事特定交易，如涉及期貨、選擇權及衍生性金融商品，因具有高度風險並不適合每一個投資人。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融控股公司所屬子公司暨關係企業(以下稱「國泰金融集團」)從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國泰金融集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。國泰金融集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。除此之外，國泰金融集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性

金融商品之標的。國泰金融集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。國泰金融集團的資產管理、自營及其他投資業務所做的投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。