

完美时点 但非完美故事

Cerebras Systems · CBRS · Nasdaq Global Select Market

定价 2026.05.13 · 首日交易 2026.05.14

AI infra · 美股新股 · K-A 系列

\$28.5B

FDV AT \$135

+76%

2025 营收 YOY

86%

UAE 营收占比

完美时点 · 不是完美故事 · 但值得参与
短期看多打新 · 中期等回调买点 · 长期看交付

投资观点

三段路径 · 不止打新

K Research 观点：短期看多打新。中期等回调买点。长期看 OpenAI 750MW 与 AWS Bedrock 兑现节奏。**翻转触发：**OpenAI 交付推迟两个里程碑或 Nvidia Vera Rubin + Groq 解耦推理在 2026 下半年上量。

时点完美。Bloomberg 报道发行价区间已从 \$115-\$125 上修至 **\$125-\$135**，订单簿超过 20× 发行规模¹。\$135 价位对应市值 **\$28.5B**，较 2026.02 Series H 的 \$23B 抬升约 24%。承销由 Morgan Stanley / Citigroup / Barclays / UBS 联席领衔。

财务转身真实但需打折阅读。2025 营收 USD 510M (+76% YoY)，其中硬件 \$358M / 云及服务 \$152M²。GAAP 净利 \$237.8M (vs 2024 净亏 \$481.6M)，但 non-GAAP 仍亏 **\$75.7M**——盈利颜值靠 G42 远期合约重估的纸面收益，非经营性。

护城河是物理事实 不是估值故事。WSE-3 单片晶圆芯片 4 万亿晶体管 / 90 万核心 / 44GB on-chip SRAM / 21PB/s 片上带宽³。这不是"声称更快的 GPU"——是把整张晶圆切成 1 颗芯片让 memory wall 直接消失。Llama 4 Maverick 实测 2,500 tokens/s 是 DGX B200 的两倍。

商业模式两条腿。一条是 CS-3 卖硬件（单价约 USD 2-3M）。另一条是 Cerebras Cloud 推理服务按 token 计费⁴。后者 2025 已贡献 30% 营收 是估值溢价的核心逻辑——这一年的投资人不再以"硬件公司倍数"对标 而是以"基础设施订阅倍数"出价。

OpenAI 是最强背书 也是最大依赖。Master Relationship Agreement 价值 \$20B+ 装机 750MW 至 2028 可扩展至 2GW (2030)。OpenAI 同时给 \$1B 营运贷款 (6% 利率) + 3,344 万股近零行权价权证 (vesting 条件含市值 ≥ \$40B)⁵。这是**客户/股东/债主**三重身份。

KEY STAT

\$24.6B

RPO 在手订单 · 至 2028 释放

1 Bloomberg 2026.05.08 · 2 Cerebras S-1/A 2026.05.04 · 3 Cerebras 招股书 / Introl 2026.04 · 4 S-1 收入分类 · 5

S-1 MRA & 权证条款

财务画像 · 客户结构

营收三年三段跳 但客户单一是结构问题

指标	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
总营收 (USD M)	24.6	78.7	290.3	510.0
硬件营收 (USD M)	-	-	~232	358.4
云及服务 (USD M)	-	-	~58	151.5
YoY 增速	-	+220%	+269%	+76%
GAAP 净利 (USD M)	(-)	(-)	(481.6)	237.8
non-GAAP 净利 (USD M)	(-)	(-)	(-)	(75.7)

Source · Cerebras S-1/A 2026.05.04 表 / SEC EDGAR / 2024 与 2025 经审计

客户集中度

客户结构没有讲透的故事是：UAE 占比从 2024 的 87%（G42 单一）变成 2025 的 86%（MBZUAI 62% + G42 24%）⁶——总占比几乎没降 只是名字换了。MBZUAI 是 Mohamed bin Zayed University of Artificial Intelligence 与 G42 在生态层面同源。



OpenAI / AWS 收入 2025 尚未规模化入账——它们是 2026-2028 的故事 而非 2025 的事实。这意味着公开市场当前只能给"UAE 集中度的硬件公司"估值 而股价已经在为"OpenAI/AWS 兑现的基础设施公司"出价。这个 gap 是回调风险的核心。

RPO (Remaining Performance Obligations) \$24.6B 在手订单 是估值的另一只锚。但 RPO 不是收入——是合同价值减去已确认部分。OpenAI MRA 750MW 多年分批交付 2026 大概率仅确认 \$400-600M 量级⁷。这是 K Research 推演 非公司指引。

⁶ S-1/A 客户集中度披露 · ⁷ K Research 推演 (基于 750MW 三年线性 + ASP 假设 directional)

估值锚点 · 同业对照

P/S 56× 不是泡沫 是基础设施溢价的可信价签

对照	MKT CAP	FY25 营收	P/S (FY25)	YOY 增速
Cerebras (CBRS · IPO 高位)	\$28.5B	\$510M	55.9×	+76%
CoreWeave (CRWV · 当前)	\$61.1B	\$5,130M	11.9×	+168%
Nvidia (NVDA · 当前)	~\$3.5T	~\$130B	~27×	~+50%
Arista Networks (ANET)	~\$130B	~\$8B	~16×	+18%
Snowflake (SNOW · IPO 高位)	~\$120B	~\$0.6B	200×	+121%

Source · Bloomberg / 公司 10-K / 历史 IPO 数据 · 数据为简化对照 不调整结构差异

56× P/S 看上去贵 但有锚。CRWV 11.9× 是因为它是 GPU 转售模式 毛利率结构性低；CBRS 是自有架构 + 推理 SaaS 毛利结构性高 应该有 3-5× 倍数溢价。Snowflake 上市初期峰值 200× P/S 给的是新基建定价。CBRS 处于两者之间 合理。

K Research 估值锚 (directional · K Research)：FY27E 营收预计 \$1.5-2.0B (OpenAI MRA 加速 + AWS 启动)，22-30× P/S 对应 \$33-60B 市值。当前 IPO \$28.5B 处于低端——这意味着首日开盘后短期空间有限 但 12 个月波段向上是合理判断。

K VIEW

22-30×

FY27E P/S · 12 个月落地区间

对照 CRWV 路径模板 (Macrotrends 数据)：2025.03.28 IPO \$40 平开 → 三日 +42% → 6.20 ATH \$187 (IPO +367%) → 4 月 -50%+ 回调至 \$50 → 现 \$111 区间震荡⁸。CBRS 起点订单超额 20× 高于 CRWV 当年的 -40% 砍价——情绪起点更高 振幅可能更大。

不会出现的两件事。一不会是 SNOW 模式 (持续上涨无回调)。二不会是 BABA / Lyft 模式 (破发后长期低迷)。CBRS 的 RPO \$24.6B 给了底部支撑 但执行风险给了振幅。

⁸ Macrotrends CRWV 全历史 · 2026.05.07 收盘 · ATH 2025.06.20 \$187