



证券研究报告 · 公司动态报告

SpaceX旗下xAI业务深度梳理：算力+生态

分析师：杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-85156448

SAC 编号：S1440519060002

SFC 编号：BQI330

分析师：杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

SAC 编号：S1440523110001

发布日期：2026年6月8日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

核心观点

- **SpaceX** 将于近期在纳斯达克上市，除火箭发射与星链业务，AI相关业务（xAI）也值得关注。旗下包含了 **Colossus** 算力集群、**Grok** 自研大模型，X 平台业务。若 IPO 顺利完成，xAI 将成为海外率先上市的大模型业务，根据 **CNBC** 报道，今年 2 月份，xAI 估值为 **2500 亿美金**。
- 我们认为关注 xAI 的核心在于：1) 其未来几年和 **Anthropic** 与 **Google** 的算力租赁合同带来的收入将会快速增长；2) **Grok** 大模型有望提升智能上限，并给马斯克生态的特斯拉车载系统、机器人以及太空 AI 等提供基座 AI 能力。
- xAI 于 2023 年 3 月由马斯克创立，创始团队均来自顶尖 AI 机构，2023 年 11 月发布首款模型 Grok-1。2026 年 2 月 xAI 正式被收购成为 SpaceX 全资子公司。
- **xAI 的业务可划分为四大板块：**
 - 1) **算力基础设施**：Colossus I 以推理为主、主要对外租赁，Colossus II 专注前沿模型训练；
 - 2) **Grok 大模型**：xAI 模型技术路线高度依赖算力规模与参数规模的同时扩张，当前主力版本 Grok 4.3，未来的旗舰模型 Grok 5（约 6T 规模参数）正主要在 Colossus II 集群上推进训练；
 - 3) **面向消费者与企业的应用产品**：主要是 Grok 的 API 和订阅。截至 26 年 3 月，Grok 的订阅付费用户 190 万，相较 OpenAI 与 Anthropic 差距较大。重点关注 Grok 对内的生态协同与基座 AI 定位；
 - 4) **X 平台**：核心以广告和 X 会员订阅进行变现，也为 Grok 提供实时数据流与天然分发渠道，Grok 在 X 平台的 MAU 渗透率目前约为 21.3%。

核心观点

- **Anthropic锁定算力租赁合约，xAI年内有望收购 Cursor。**公司与Anthropic签订算力服务协议，合同期限至2029年5月，年化收入贡献约150 亿美元，三年合计约 450 亿美金，该协议是 2026 年下半年起 xAI 收入放量重要支撑。公司还与Cursor 签订算力服务协议及收购期权协议，可在今年内 600 亿美元的隐含估值行使收购期权，因此 Cursor 对 xAI 是潜在客户+收购标的的双重价值。根据 **SpaceX 最新提交的证券文件**，其新增了与 **Google** 的一项算力协议。在 2026 年 10 月至 2029 年 6 月期间，Google 将每月向 SpaceX 支付 9.2 亿美金。该交易包含至少 11 万块 GPU 的计算能力，总合同价值达 300 亿美金。若此协议与此前 **SpaceX** 和 **Anthropic** 的合约量相加，总合同价值将达到 **750 亿美金**。
- **生态协同效应更加重要。**xAI 对马斯克旗下生态体系的战略意义，远大于其独立创收价值。Grok 正被规划集成至**特斯拉车载系统与 Optimus 机器人平台**，同时服务于**太空 AI 应用场景**。中长期看，Grok 正密集训练的大参数模型（8~10T规模）有望成为马斯克生态体系的核心AI基座。

目录

1

xAI 发展历史与组织架构

2

xAI 业务板块拆解：从底层算力到平台分发的AI全栈能力布局

3

财务分析：收入扩张、资本开支与盈利压力

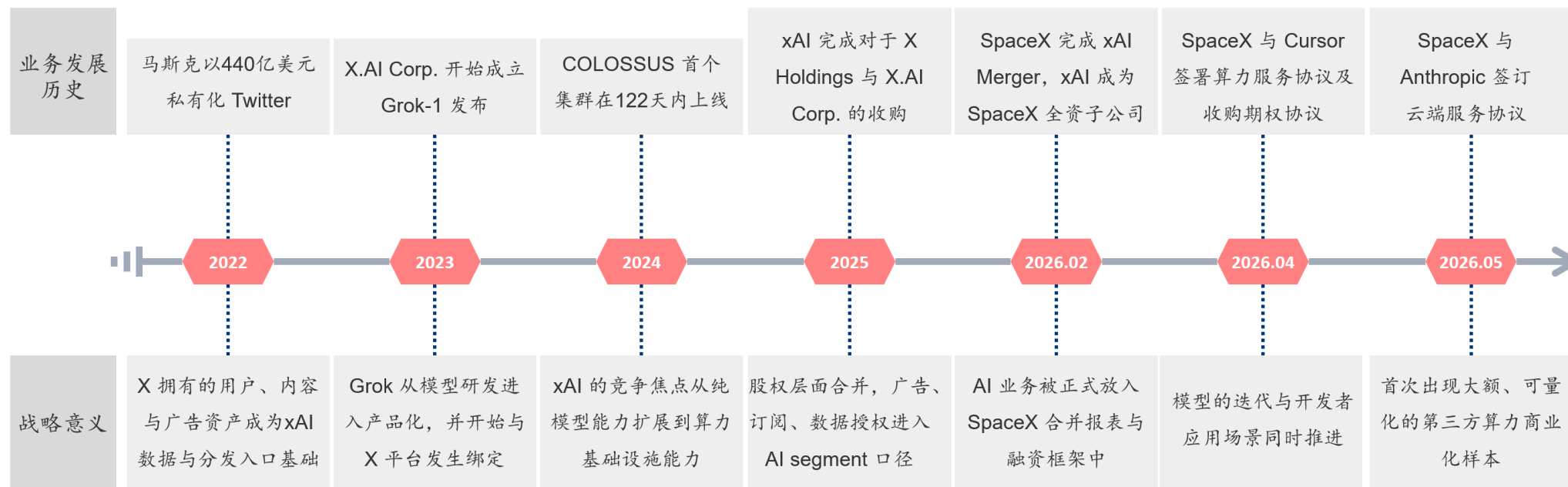
4

SpaceX公司概况

xAI 业务概况与发展历史

- xAI 于2023 年3月9 日在内华达州注册成立，创始团队共 11 人，来自Google DeepMind、OpenAI、Google Brain 等顶尖 AI 研究机构。公司战略目标为“开发一个最大限度追求真相的人工智能”。2023年 11 月首款模型Grok-1 发布，以测试版形式嵌入X平台，此后维持一年一代的迭代节奏，当前Grok5正在 Colossus II 训练中。
- xAI 成为 **SpaceX** 全资子公司经历三个关键节点：1) 马斯克于 2022 年 10 月以 440 亿美元私有化 Twitter 并更名为 X；2) xAI于2025年3月28日通过股权交换收购 X Holdings Corp. (X Merger)，X 与 X.AI Corp.同时成为 xAI 全资子公司；3) SpaceX 于 2026 年 2 月 2 日以全股票方式收购 xAI (xAI Merger)，xAI 整体并入 SpaceX，合并隐含估值达 1.25 万亿美元，其中 xAI 的单独估值为2500亿美元，为有记录以来全球最大的私有公司合并交易。

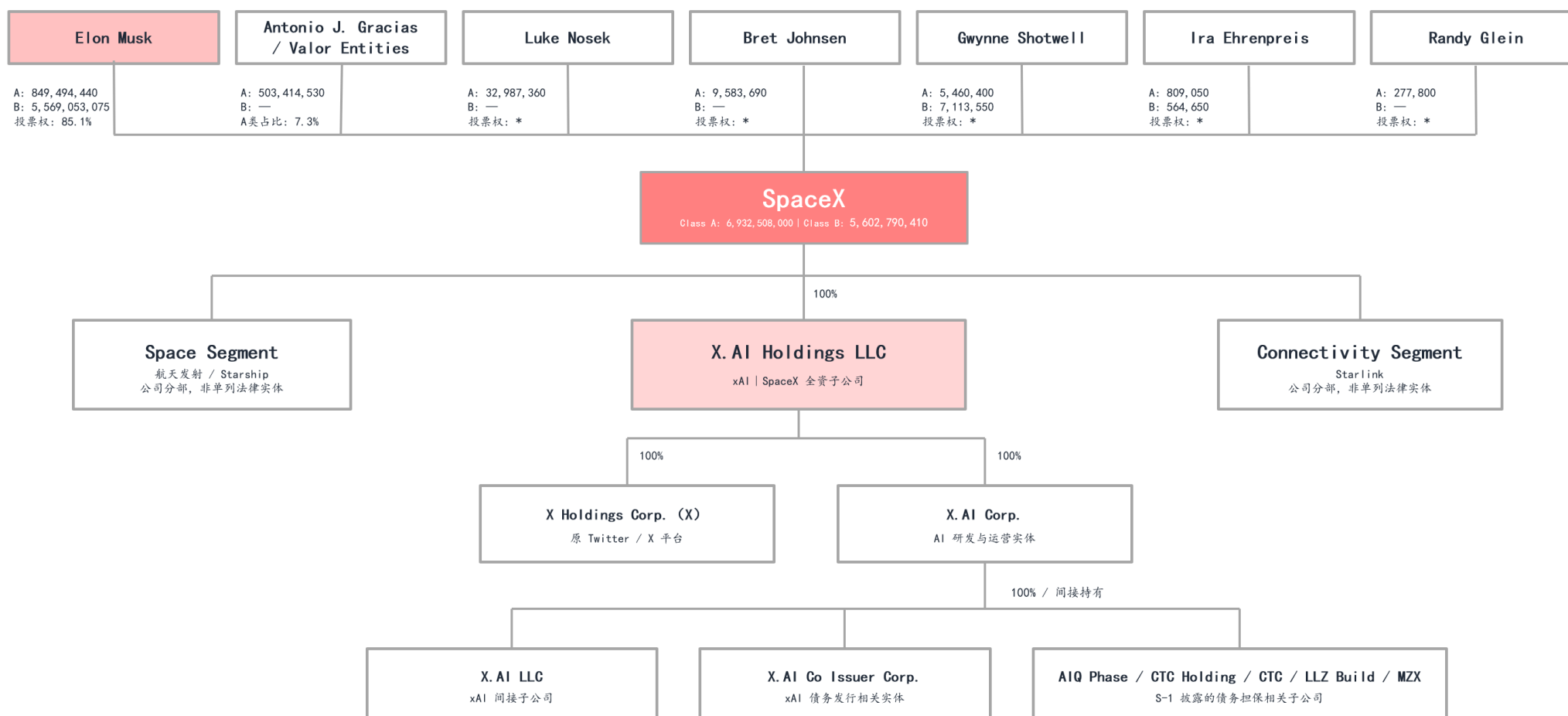
图表：xAI 业务发展历史



公司组织架构与控制权

- 合并后 xAI 作为 SpaceX 全资子公司运营，无独立董事会，公司控制权高度集中于马斯克。 SpaceX 采用 Class A（1 股 1 票）、Class B（1 股 10 票）、Class C 三类股权结构，马斯克持有 93.6% 的 Class B 股份，IPO 完成后投票权约为 85.1%。

图表：SpaceX 股权架构及控制权情况



注：A/B 指 Class A / Class B 普通股的持股数；* 表示低于 1%。

目录

1

xAI 发展历史与组织架构

2

xAI 业务板块拆解：从底层算力到平台分发的AI全栈能力布局

3

财务分析：收入扩张、资本开支与盈利压力

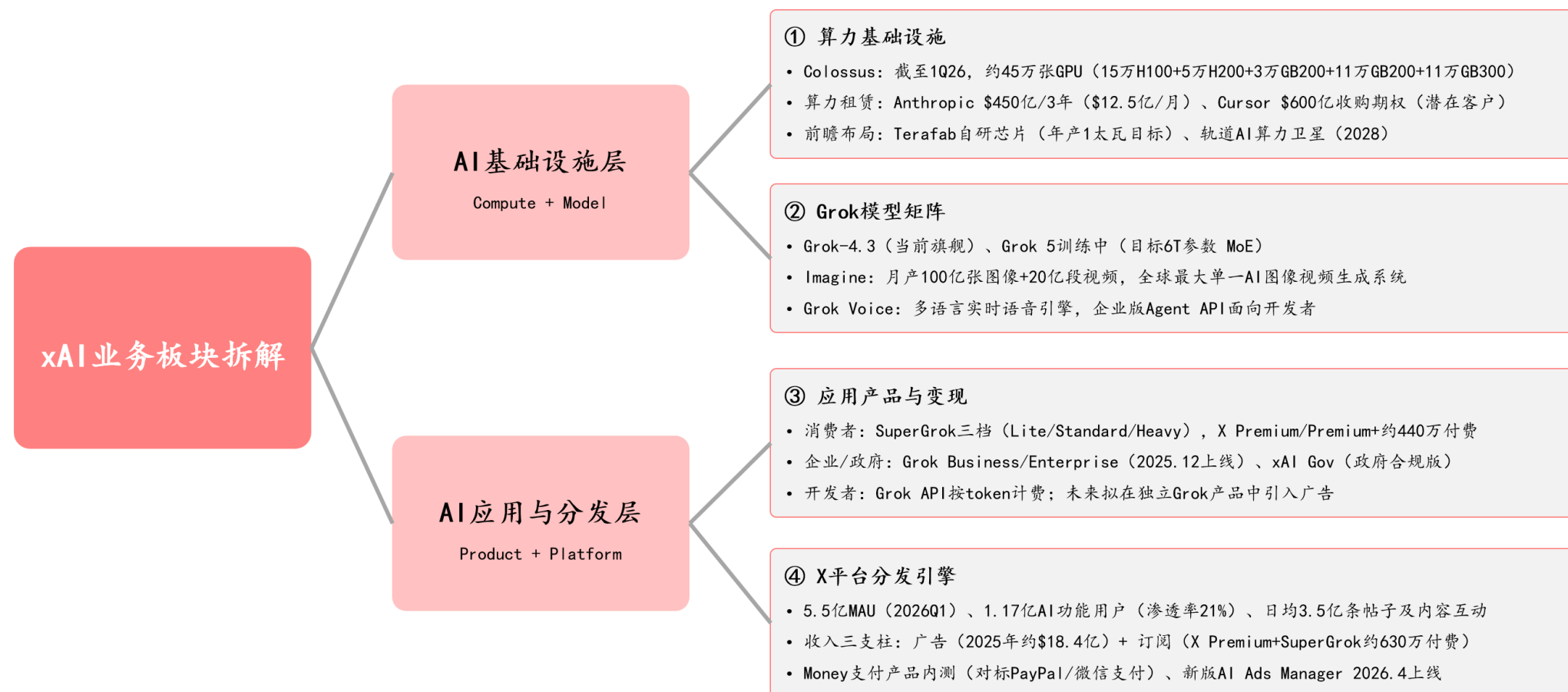
4

SpaceX公司概况

xAI 业务板块拆解：从底层算力到平台分发的AI全栈能力布局

- xAI业务可拆分为四个相互依赖的板块：1) 算力基础设施：Colossus I 以推理为主，主要用于算力租赁，Colossus II 重点负责模型训练；2) Grok 模型矩阵：当前版本为 Grok-4.3，Grok 5 正在Colossus II进行训练；3) 面向消费者与企业的应用产品：当前变现能力较弱，重点关注生态协同效应与基座AI功能；4) X 平台:与Grok具有较强协同效应，可作为AI 生态分发渠道与实时数据来源。

图表：xAI 业务板块拆解



算力基础设施：Colossus 系列构筑 xAI 的核心算力护城河

- **Colossus**是xAI自建的大规模算力集群，位于田纳西州孟菲斯，由两座数据中心组成，是一致性AI训练集群。Colossus的核心竞争优势是建设速度，每一簇上线时间逐次刷新纪录，快于行业基准。
- **Colossus I**采用混合异构架构，定位算力租赁平台，以推理为主。Colossus I首簇于2024年9月上线，建设周期122天，初始配置约10万张H100 GPU，算力约130兆瓦。截至2025年末，Colossus I总规模达约20万张H100/H200 GPU及约3万张GB200 NVL72 GPU。
- **Colossus II**全线采用Blackwell，NVLink版本统一，专为超大规模模型训练进行优化，主要负责Grok模型训练。Colossus II项目首簇于2025年第四季度上线，建设周期91天，配置约11万张GB200 GPU；第二簇于2026年第一季度上线，建设周期64天，配置约11万张GB300 GPU。

图表：Colossus 项目GPU规模与未来规划

时点	Colossus 一期（累计）	Colossus 二期（累计）	合计 GPU（累计）
2024 年 9 月（一期首簇上线）	约 10 万张 H100	—	约 10 万张
2025 年末（一期扩容完成）	约 23 万张混合	约 11 万张 GB200	约 34 万张
2026 年一季度 （二期第二簇上线）	约 23 万张混合	约 22 万张 GB300	约 45 万张

核心客户 Anthropic：450 亿美元锁定三年推理算力需求

- **Anthropic为算力租赁的核心客户**，双方在 2026 年 5 月签订算力服务协议，协议约定 Anthropic 向 SpaceX 按月支付 12.5 亿美元，合同期限至 2029 年 5 月，合同总价值约 450 亿美元。此外，2026 年 5 月至 6 月为产能爬坡期，合同约定在该时间段按折扣价计费。
- **需要强调的是该协议带来收入具有不确定性**，合同双方均可提前 90 天书面通知从而终止协议。招股说明书中将此收入定性为“闲置算力变现”，Anthropic 占用的是 Colossus 中 SpaceX 自身 Grok 训练之外的剩余算力，并非长期承诺锁定容量。

图表：Anthropic算力服务协议关键条款

项目	详情
客户名称	Anthropic
合同类型	算力服务协议 (云服务)
月费金额	12.5亿美元/月 (2026年7月起满额)
合同期限	2026年5月 - 2029年5月 (36个月)
合同总额	约450亿美元
终止条款	双方均可提前90天书面通知终止
算力容量	Colossus 1全部容量 (300MW+)
合同性质	闲置算力变现 (非长期锁定)
年化收入贡献	约150亿美元 (2026年H2起)
风险	90天双向终止是最大单一合同风险

潜在客户Cursor：算力租赁客户与AI编程工具收购标的的双重战略价值

- **Cursor是算力租赁的潜在客户。**2026 年 4月公司与 AI 编程工具公司 Cursor签订算力服务协议及收购期权协议。公司可以在IPO后第7个交易日与“2026年9月30日”中较早者之后的30天内，以 600亿美元的隐含估值行使收购期权，以 Class A 普通股支付对价；若公司主动终止期权或违约则需向 Cursor 支付 15 亿美元终止费与 85 亿美元递延算力服务费，合计100亿美元。
- **Cursor 对 xAI 具有“客户+收购标的”双重战略价值：**作为客户，Cursor进入可以分散算力租赁的单一客户风险，提升 Colossus I 的变现能力；作为收购标的，Cursor 补齐 xAI 在 AI 编程工具领域对于 Anthropic (Claude Code) 和 OpenAI (Codex) 的竞争短板，形成“算力+ 模型+ 工具”闭环生态，其开发者社区与分发渠道也可与 Grok 形成深度协同。截至 2026 年 1 月 Cursor 总资产 31 亿美元（其中 27 亿美元为现金及等价物），总负债 5.5 亿美元。Cursor 2026 年ARR已突破 20 亿美元，付费用户超 100 万。

图表：Cursor 算力服务与收购期权协议关键条款

项目	详情
客户名称	Cursor (Anysphere, AI编程IDE公司)
合同类型	算力服务协议 + 收购期权协议
收购期权价格	600亿美元 (SpaceX Class A 普通股支付)
期权行使窗口	IPO后第7个交易日或2026年9月30日(较早者)后30天
替代付款	100亿美元 (如不行使收购期权)
终止费用明细	15亿美元 + 85亿美元递延算力费
Cursor ARR	20亿美元 (2026年Q1)
战略价值	开发者层补齐 + 算力客户双重价值

Colossus II：高带宽+一致性，打造训练算力新高地

- **Colossus II** 当前重点任务为 **Grok 5** 等前沿模型训练，是 **xAI** 将基础算力投入转化为模型能力提升的关键环节。供电方面，Colossus II 可完全依托自建 behind-the-meter GW 级天然气电站运行，并配套 Tesla Megapack 储能系统，从而缓解美国公共电网在 AI 算力扩张中的接入与供给约束。
- **Colossus I** 与 **Colossus II** 功能定位不同源于推理与训练对芯片及集群架构的需求差异。1) 推理更强调低延迟、高并发和单位 token 成本，对节点间同步通信要求相对较低；训练则需高带宽互联、长时间稳定运行及同代高性能 GPU 集群。2) H100/H200 生态成熟、成本更可控，更适合推理、微调及第三方算力服务；GB200/GB300 性能更强、代际更新，更适合前沿模型训练。

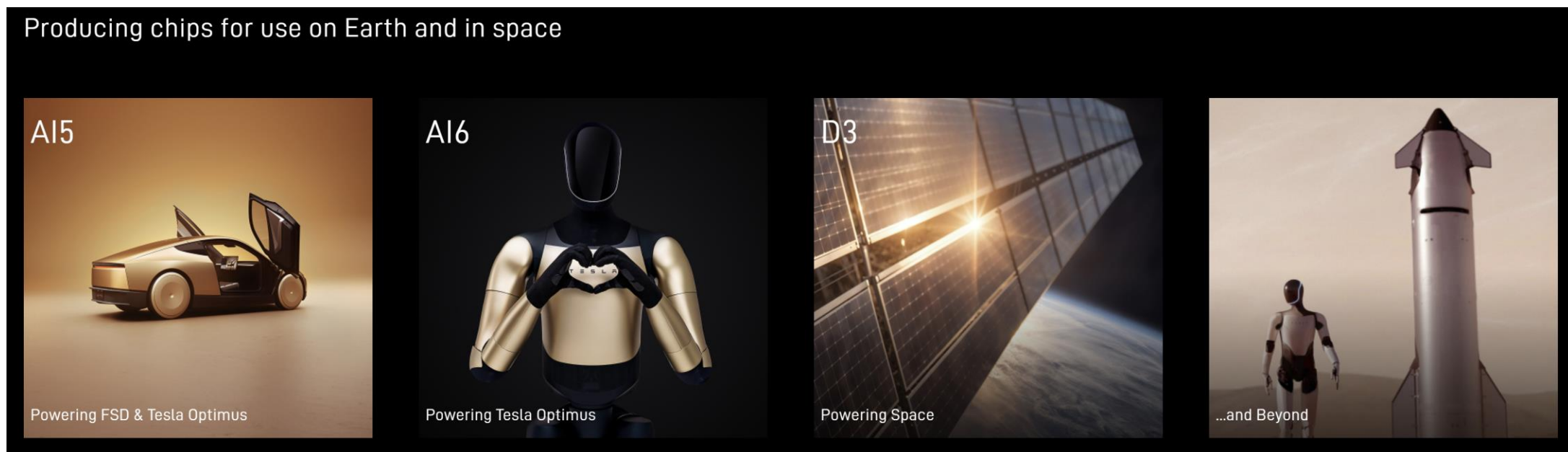
图表：不同代际芯片GPU参数与性能对比

参数	H100 SXM	Blackwell GPU (B200/GB200)	Blackwell Ultra GPU (B300/GB300)
制程	TSMC 4N	TSMC 4NP	TSMC 4NP
显存	80GB HBM3	单GPU口径约192GB HBM3e	最高288GB HBM3e
训练性能	基准	GB200 NVL72在特定LLM训练场景下 最高约4x H100	AI算力较GB200约1.5x
NVLink互联带宽	900GB/s	单GPU 1.8TB/s; GB200 Superchip为3.6TB/s	单GPU1.8TB/s; GB300 NVL72整机 NVLink总带宽130TB/s

Terafab与轨道AI算力规划：未来算力基础设施核心发展方向

- **Terafab自研芯片项目：**Terafab 是 SpaceX 与 Tesla、Intel 围绕 AI 芯片制造能力推进的长期合作项目，目标为建设年产 1 太瓦算力硬件的芯片制造能力。根据 S-1，Terafab 拟支持两类芯片：一类面向地面边缘推理，主要用于 Tesla Optimus 机器人与车辆；另一类面向太空环境，用于 SpaceX 轨道算力基础设施。Terafab 的战略意义在于将 SpaceX/xAI 的纵向整合进一步延伸至基础处理器层，缓解未来 AI 芯片供应约束、优化算力成本。
- **轨道 AI 算力规划：**SpaceX 规划最早于 2028 年部署轨道 AI 算力卫星，并利用卫星星座作为轨道数据中心，通过太阳能供电和太空环境散热支撑 AI compute。早期轨道 AI 算力卫星预计具备约 100 千瓦级算力，长期目标为年部署 100 吉瓦新增AI计算容量。该规划是公司“发射+连接+计算”垂直整合闭环的终极延伸，当前尚处早期阶段。

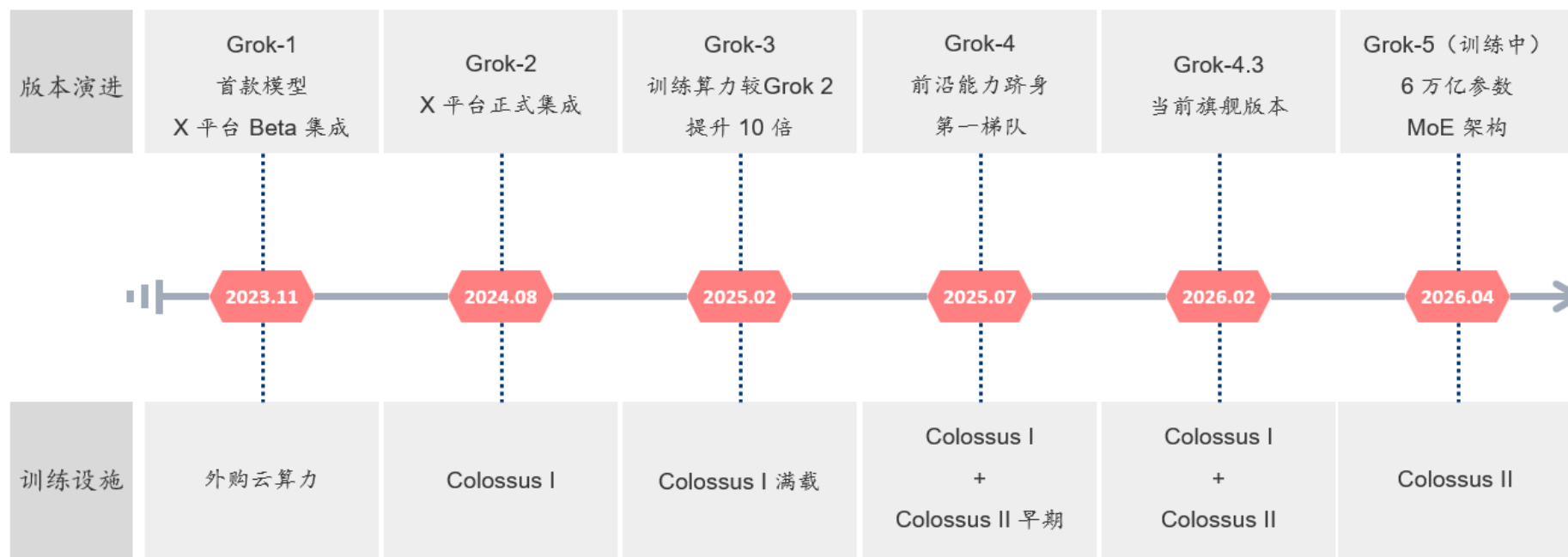
图表：Terafab自研芯片的核心应用场景



Grok 版本演进：高迭代节奏追赶行业前沿，纵向整合构建模型竞争力

- Grok 自 2023 年 11 月 Grok-1 发布以来，已完成四个主版本与多个衍生变体迭代，当前旗舰版本为 2026 年 4 月发布的 Grok-4.3。Grok 的迭代节奏约为一年一代主版本，半年内主要是小版本更新。随着 Colossus I 正式上线，Grok 从外购算力转向自建算力，迭代速度加快；Colossus II 专门为超大规模模型训练进行优化，算力规模增长直接推动模型能力显著提升。
- Grok 的竞争力并非仅来自模型本身，而建立在 xAI 对算力、数据、分发和应用场景的纵向整合上：1) Colossus I 与 Colossus II 构成 xAI 前沿模型训练和推理部署的底层算力支撑，为 Grok 模型迭代、参数规模扩展、推理深度提升及多模态能力增强提供基础；2) X 平台为 Grok 提供实时信息流、用户互动数据和高频应用场景，使其能够在事实更新、内容理解、个性化推荐及平台内 Agent 交互中形成区别于其他独立大模型产品的体验优势。

图表：Grok 版本演进时间轴



Grok 5: 6 万亿参数，行业最大规模的在训模型之一

- **Grok 5 是 xAI 下一代前沿大模型，也是 Colossus II 算力建设向模型能力转化的核心承载。**该模型采用约6万亿参数MoE架构，在 Colossus II 集群上以7个模型同时训练的群体训练策略推进，目标是在推理深度、多模态整合、领域任务表现和智能水平上实现较大提升。
- **xAI的模型技术路线高度依赖算力规模与参数规模的同时扩张，通过更大规模算力、更先进 GPU 集群、更高参数量和更长训练周期推动模型能力跃升，因此 Grok 5 的能力边界与 Colossus/Colossus II 供电、GPU 部署、互联架构和训练稳定性高度相关。**Grok 2至Grok 3的训练算力提升约10倍，而 Grok 3至Grok 5的参数规模则从万亿级别跃升至6万亿级别。

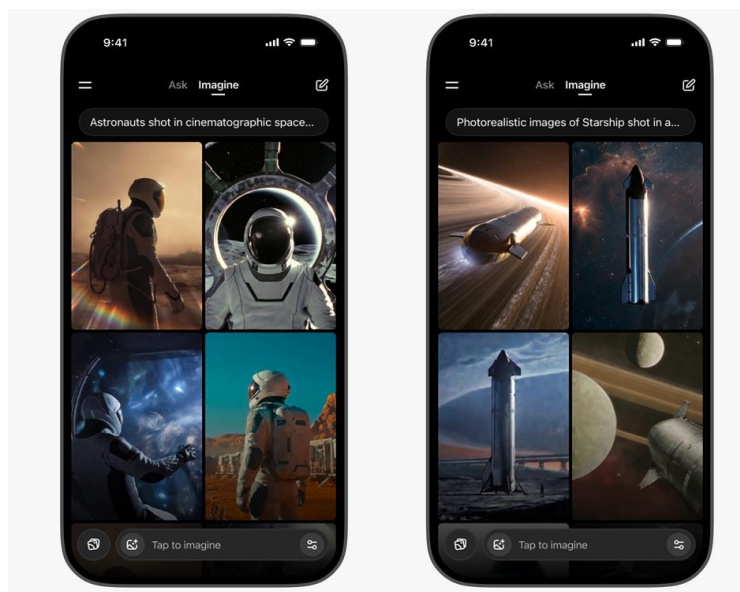
图表：Grok 系列模型版本演进及核心能力对比

维度	Grok 1 首个公开版本	Grok 2 MoE架构转型	Grok 3 推理增强	Grok 4 多模态整合	Grok 4.3 当前主力	Grok 5 (预期) 下一代旗舰
能力重心	基础对话能力 长文本理解 Truth-seeking起步	推理与编程提升 多轮对话优化 MoE架构引入	数学/科学推理突破 代码生成增强 Agentic能力引入 GPQA Diamond前沿	深度推理整合 多模态全面整合 文本+图像+视频+语音 领域任务优化	推理深度持续优化 多模态性能提升 生态集成Imagine	推理深度跃迁 原生多模态整合 Agent平台化 空间AI场景
开源/闭源	闭源	闭源	闭源	闭源	闭源	闭源（预计）
总参数量	约314B 公开信息	未披露	未披露	未披露	未披露	约6T 行业推测
多模态能力	✗ 纯文本	✓ 文本+图像 (基础视觉理解)	✓ 文本+图像+视频 (多模态理解增强)	✓ 文本+图像+视频 +语音 (全模态) Grok Voice集成	✓ 全模态 + Imagine 集成	✓✓ 全模态原生整合 理解+生成统一 Macrohard Agent
模型架构	Dense Transformer (标准Transformer 自回归训练)	MoE (混合专家首次引入)	MoE (混合专家增强版)	MoE (混合专家深度优化)	MoE (混合专家持续优化)	MoE (混合专家+7模型群 体训练)
训练集群	外部算力	Colossus I 约100K H100 约130MW	Colossus I 约100K H100 约130MW	Colossus I 110K GB200 210MW	Colossus II 110K GB200 +110K GB300 合计430MW	COLOSSUS II 220K+ GB300 400MW+扩展 1.0GW总算力
上下文窗口	未披露	128K tokens	128K tokens	256K tokens	256K tokens	未披露，预计扩展

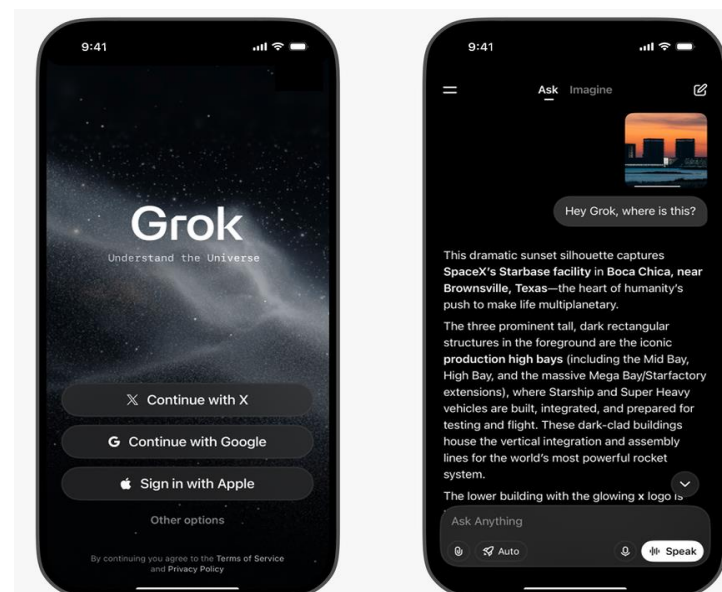
Imagine 与 Grok Voice：多模态生成与实时语音交互构成应用层核心入口

- **Imagine** 是 **Grok** 的图像与视频生成产品，定位为面向 **C 端用户与开发者** 的多模态内容生成引擎。Imagine 可基于文本提示、参考图片或既有视觉素材生成高质量图像、短视频及同步音频，当前版本支持最长 15 秒、720p 视频生成，并覆盖文生图/视频、图生视频、视频编辑、风格迁移和电影化运动效果等功能。2026 年第一季度，Imagine 月均生成约 100 亿张图像、超过 20 亿段视频，显示其已形成较大规模的推理调用与内容生产能力。
- **Grok Voice** 是 **Grok** 的实时语音交互引擎，面向自然语音对话、信息查询和任务执行场景。xAI 在不足六个月内完成产品开发，在多语言表现能力方面表现出色。相较于传统文本交互，Grok Voice 将 Grok 的实时信息检索、X 数据集成、工具调用和多模态分析能力延伸至语音入口，有助于提升移动端、车载端、智能终端及企业服务场景中的交互效率。Grok Voice 不仅是新增的 Grok 语音功能，更是推动 Grok 从聊天机器人向实时、多模态、可执行任务的 Agent 平台演进。

图表：Grok Imagine 图像生成界面



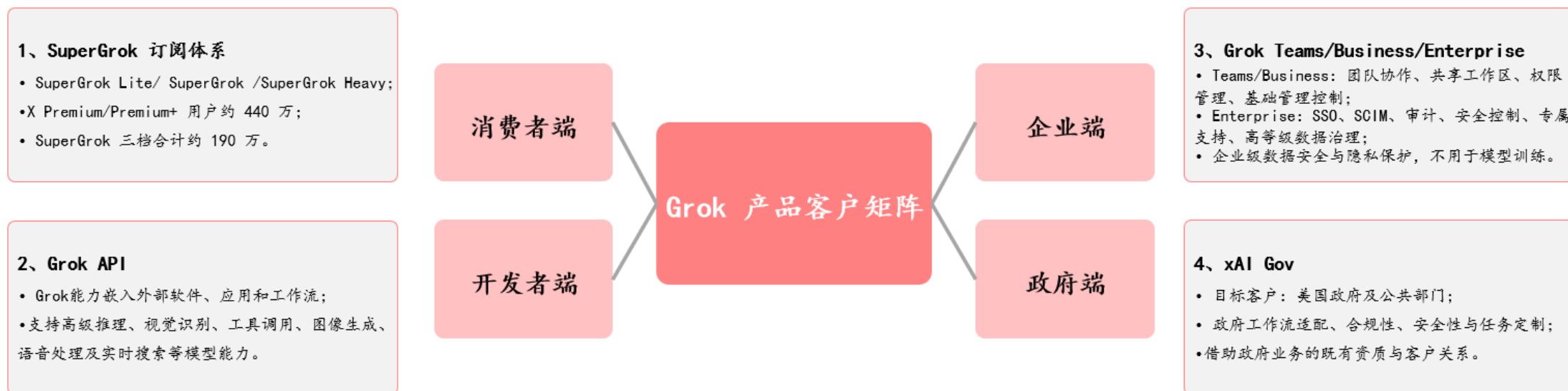
图表：Grok App 语音交互入口



应用产品与变现

- **消费者端：SuperGrok 订阅体系。**通过 grok.com 网站及独立 Grok 移动 App 提供服务，付费订阅分为 SuperGrok Lite、SuperGrok 及 SuperGrok Heavy 三档，支持按月或按年计费。X 平台用户亦可通过 X Premium 或 Premium+ 套餐获得增强版 Grok 使用权限。截至 2026 年 3 月 31 日，AI 板块合计拥有约 630 万名 Grok 及 X 相关活跃付费订阅用户，其中 X Premium/Premium+ 用户约 440 万，SuperGrok 三档合计约 190 万。
- **开发者端：Grok API。**面向开发者和企业系统集成场景，支持高级推理、视觉识别、工具调用、图像生成、语音处理及实时搜索等模型能力，计费方式涵盖 token、图片、视频、语音及工具调用等不同口径。Grok API 的核心定位是将 Grok 能力嵌入外部软件、应用和工作流。

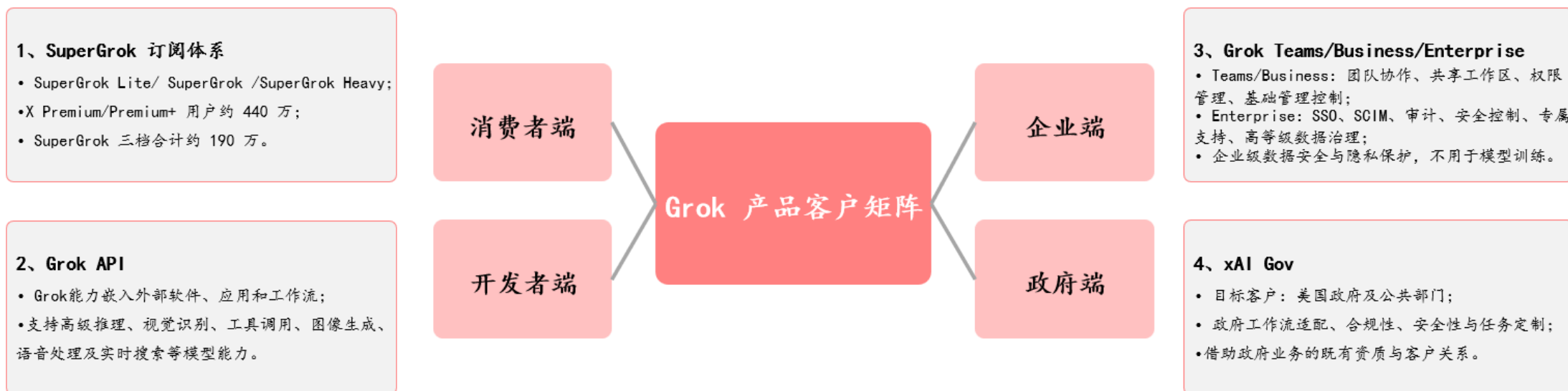
图表：Grok 产品客户矩阵



应用产品与变现

- **企业端：Grok Teams/Business/Enterprise。**2025 年 12 月正式上线，分别面向中小团队及大型企业客户，支持灵活计费方式。产品定位方面，Grok Teams/Business 侧重团队协作、共享工作区、权限管理和基础管理控制，Grok Enterprise 则面向大型组织，进一步提供 SSO、SCIM、审计、安全控制、专属支持及更高等级的数据治理能力。核心差异化卖点在于企业级数据安全与隐私保护，官方强调客户数据不会用于模型训练。S-1 同时援引第三方数据论证企业级 AI 应用需求：截至 2026 年 2 月，超过 80% 的财富 500 强公司已在日常运营中使用 AI Active Agents。
- **政府端：xAI Gov。**面向美国政府客户，提供适用于政府工作流和公共部门应用场景的 Grok 模型及工具，重点强调合规性、安全性与任务适配能力。

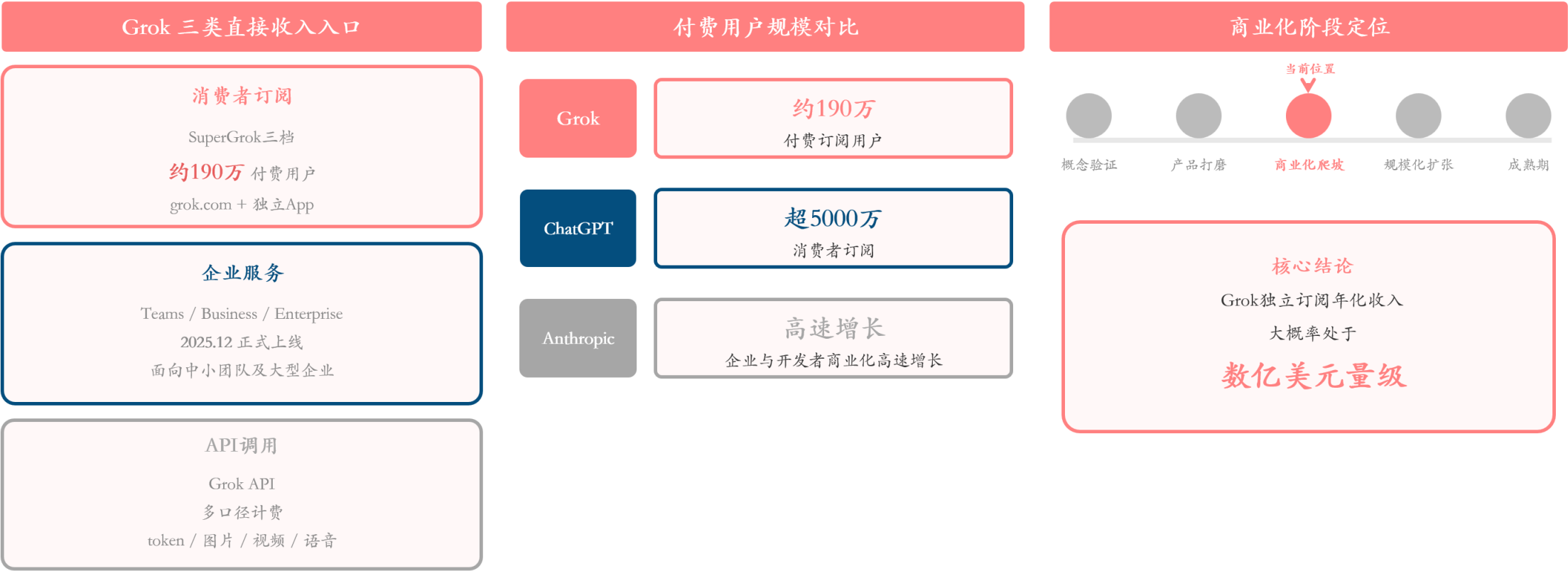
图表：Grok 产品客户矩阵



应用产品与变现：Grok商业化仍在早期，内部生态协同重要

➤ 从变现角度评估，Grok 当前的表现尚处于商业化早期阶段。当前 Grok 已经形成订阅、企业、API 三类直接收入，但现阶段其收入仍以消费者订阅和 X 平台协同为主，商业化规模较小。截至 2026 年 3 月 31 日，SuperGrok、SuperGrok Heavy 与 SuperGrok Lite 合计约 190 万付费用户；按订阅价格及用户结构粗略估算，其独立订阅年化收入大概率仍处于数亿美元量级。相比之下，OpenAI 的 ChatGPT 的消费者订阅超5000万、付费企业用户超900万，Anthropic 的企业订阅收入亦处于高速增长通道。Grok在独立付费转化方面尚未展现出同等的市场号召力，其商业化仍处于早期阶段。

图表：Grok 商业化进程评估：早期爬坡阶段

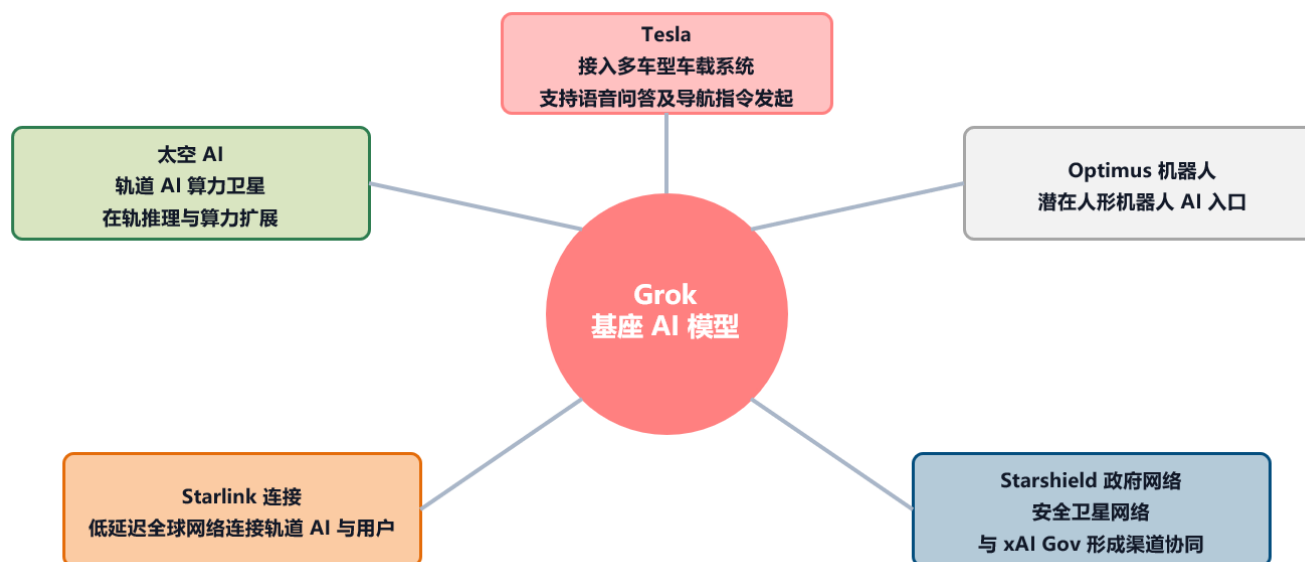


资料来源：公司招股说明书，OpenAI 官网，中信建投

应用产品与变现：Grok在内部生态协同中，扮演重要AI基座角色

- **生态定位优先于短期收入。**当前 Grok 对 xAI/SpaceX 战略价值并不主要体现在独立订阅收入或 API 收入规模，而在于其作为集团 AI 底座对 Tesla、SpaceX 等马斯克相关生态内核心场景的支撑作用。Grok在企业工具、开发者 API、语音交互、多模态生成和潜在空间 AI 场景中的应用，有助于将 Colossus 算力、Grok 模型能力与集团的具体业务场景连接起来。因此，短期内 Grok 的独立商业化表现虽仍有限，但其更重要的价值在于成为集团内部 AI 能力的统一接口和生态协同枢纽。
- ✓ **特斯拉深度集成：**通过与特斯拉的深度战略绑定，Grok正被规划集成到其车载系统与 Optimus 机器人平台。当前 Grok 已以 Beta 形式接入部分特斯拉车型车载系统，支持免提语音问答及导航指令发起，成为 xAI 模型能力向高频消费级硬件场景延伸的重要入口。2026 年 1 月，特斯拉以 20 亿美元战略投资 xAI，从资本层面强化了双方在 AI 领域的双向绑定与技术协同关系。
- ✓ **太空AI应用场景：**从战略定位看，SpaceX 的长期太空任务（如轨道计算、任务规划等）对 AI 模型的幻觉容忍度极低，因此 xAI 在服务 SpaceX 高可靠性太空应用场景中具有潜在的、排他性的差异化优势，这是其他通用 AI 公司难以进入的细分市场。

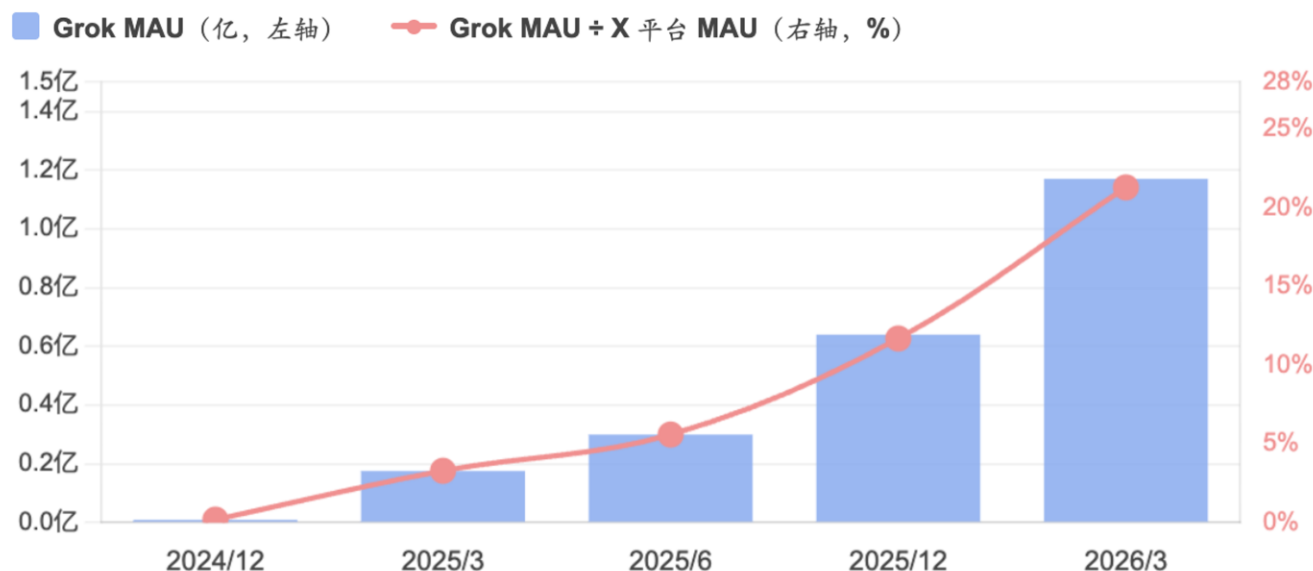
图表：Grok 在马斯克相关生态中扮演基座 AI 的功能



X 平台：天然流量引擎推动 AI 功能渗透率快速增长

- X平台作为服务于 AI 生态的基础分发渠道与实时数据引擎，其战略价值已经超越传统社交媒体平台本身，成为 Grok 获取用户流量、实时内容语境和高频应用场景的核心入口。在用户规模方面，截至 2026 年 3 月 31 日，X 平台MAU约 5.5 亿，较去年年底的 5.2 亿净增约 3000 万，环比增长约 5.8%；过去 12 个月内活跃支持账户数超过 13 亿，日均产生约 3.5 亿条帖子及内容互动，这直接构成了 Grok 模型训练与实时推理的海量数据源。在 AI 功能渗透方面，目前已使用Grok AI功能的月活用户约1.17亿，占X平台整体MAU的约21.3%。这意味着 xAI 以近乎为零的边际获客成本帮助Grok触达超过五分之一的平台用户。Grok 依托 X 平台庞大的存量用户池实现了高流量分发效率。
- 相较 OpenAI 主要依赖 ChatGPT 独立 App/Web 端、Anthropic 侧重 API 与企业客户、Google 依托搜索与 Workspace 等既有产品分发，xAI 的优势在于直接拥有一个高频、实时、社交化的内容平台。X 平台为 Grok 提供了天然流量入口和实时数据场景，显著降低边际获客成本，并提升用户在真实信息流和互动场景中调用 AI 的频次。由此看，X 是 xAI 区别于纯独立大模型厂商的重要生态壁垒。

图表：Grok AI 的 MAU 与其在 X 平台渗透率快速增长

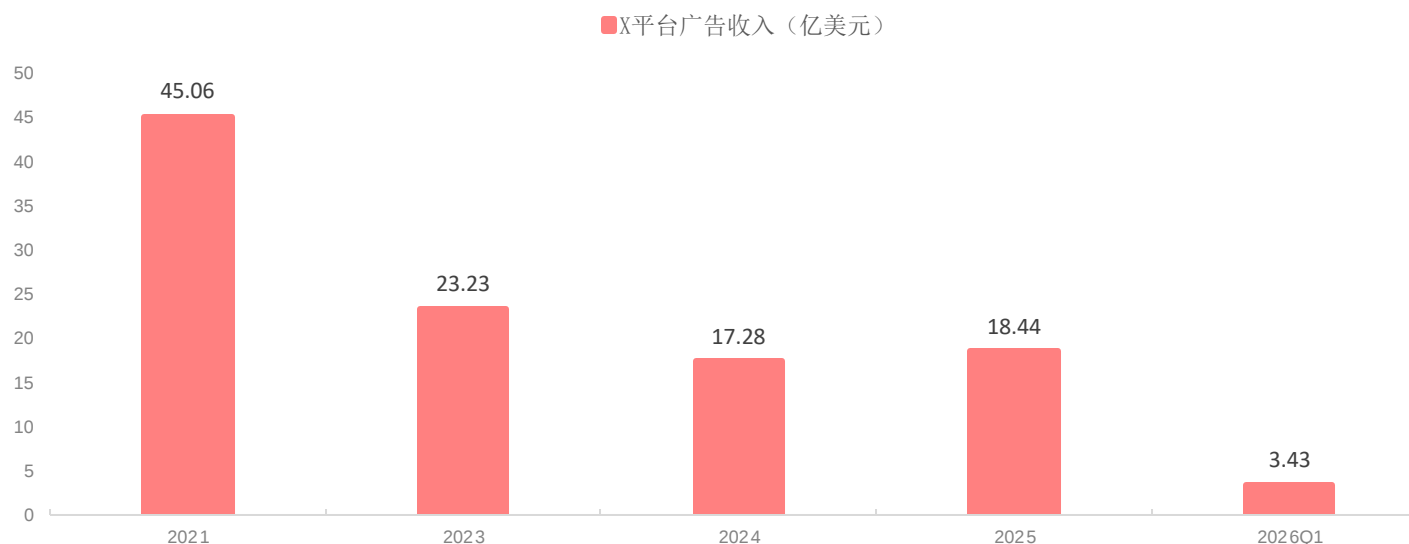


注：2026年3月数据为官方披露，其余均为第三方综合估算，具体数值仅供参考

X 平台变现：支付产品 Money 推进与广告平台重构

- **支付业务方面**，X 平台于 2025 年 11 月推出支付产品 Money（Beta 阶段），目标是通过支付、银行及其他金融服务提升平台效用，推动 X 从实时信息与社交媒体平台向综合平台演进。Money 的意义不在于短期收入贡献，而在于为 X 构建更完整的账户体系、支付闭环和交易场景，从而增强平台留存、提升商业化效率，并为未来创作者经济、电商、广告转化以及 Grok 驱动的智能 Agent 服务提供基础设施支撑。截至招股说明书披露日，公司支付业务仍处早期验证阶段，后续商业化进展仍取决于用户 adoption、金融牌照、合规要求及产品功能扩展节奏。
- **广告业务方面**，X 平台在合并报表口径下 2025 年广告收入约为 18.44 亿美元，同比增长约 6.7%，但仍显著低于 Twitter 在马斯克收购前 2021 年约 45.06 亿美元的广告收入水平。2026 年第一季度，广告收入同比下降 1.00 亿美元至 3.43 亿美元，S-1 解释为广告平台重构对短期广告销售造成影响：2026 年 4 月起，公司开始分阶段上线新版 X Ads Manager，嵌入 AI 驱动的广告投放优化能力，并引入 Grok 协助广告主进行广告创意生成、活动优化及趋势话题和用户意图匹配。

图表：X 平台广告收入



注：2021年广告收入数据为收购前 Twitter 公布数据

目录

1

xAI 发展历史与组织架构

2

xAI 业务板块拆解：从底层算力到平台分发的AI全栈能力布局

3

财务分析：收入扩张、资本开支与盈利压力

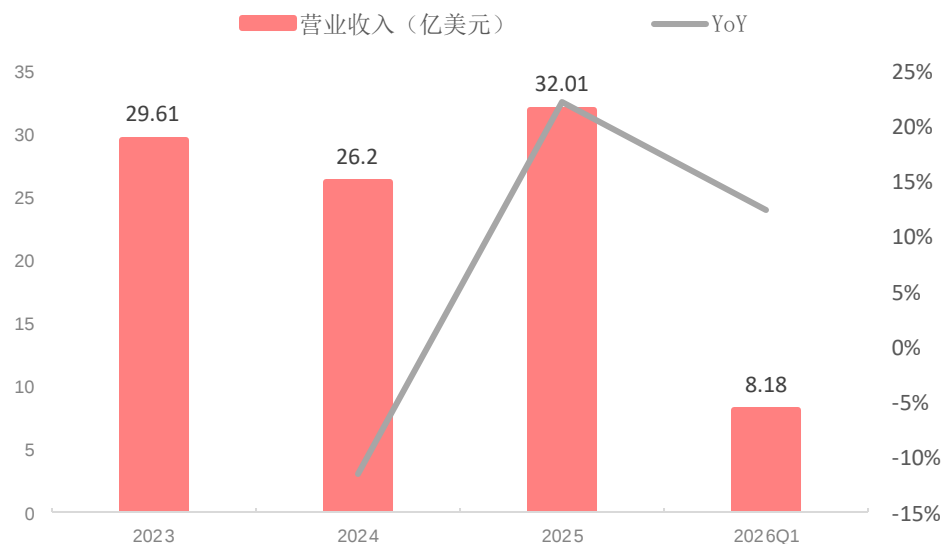
4

SpaceX公司概况

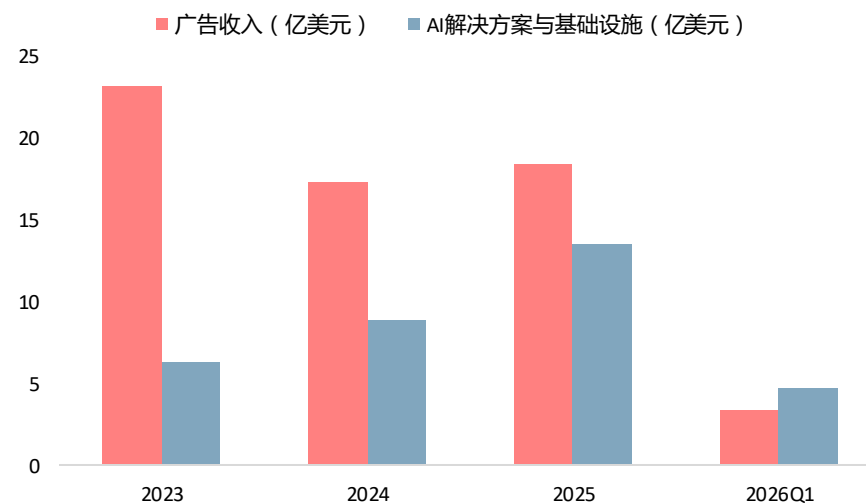
xAI业务收入复盘：2025 年创历史新高，2026Q1 延续高增

- 人工智能业务分部收入主要来源于两类：一是 X 平台广告销售收入；二是 AI 解决方案与基础设施服务收入，具体包括 X 与 Grok 订阅服务、数据授权安排，以及 GrokAPI 访问收入。
- 整体看，AI 业务收入 2023 年较高基数、2024 年调整、2025 年恢复增长：2024 年 xAI 业务收入同比下降 11.5%，主要由于 X 广告合作伙伴流失导致广告收入减少；2025 年收入 32.01 亿美元，同比增长 22.2%，其中广告收入增加 1.16 亿美元，AI 解决方案与基础设施收入增加 4.65 亿美元。据招股说明书所示，2023 年与 2024 年 AI 业务收入基本全部来自 X 平台（前身 Twitter）的广告、订阅与数据授权，即 2024 年之前 xAI 自身的 Grok 业务尚未贡献可披露收入，2025 年 Grok 订阅产品首次进入可披露收入条线。
- 2026 年一季度，AI 业务收入为 8.18 亿美元，同比增长 12.5%。增长主要来自 AI 解决方案与基础设施收入增加 1.89 亿美元。Anthropic 算力服务协议于 2026 年 5 月正式生效，一季度不包含此项贡献。

图表：xAI 业务年营业收入



图表：xAI 业务 2023~2025 年营业收入拆分



xAI 收入变化拆分：广告阶段性承压，订阅驱动增长，未来算力租赁是核心

- 从业务收入拆分后各项表现来看，xAI 业务板块收入增长驱动力已完成根本性切换。X 平台的广告业务承压，X 平台广告收入 2024 年较 2023 年减少 5.95 亿美元，2025 年短暂回升 1.16 亿美元，但 2026 年一季度再度下滑约 1 亿美元。与此同时，AI 解决方案与基础设施成为 xAI 业务的核心增长引擎，2024 至 2026 年一季度分别贡献 2.54 亿、4.65 亿和 1.91 亿美元收入增量，三年累计增量达 9.10 亿美元。其中，X 与 Grok 订阅服务增长最为强劲，同期分别实现 1.57 亿、3.65 亿和 1.77 亿美元增量。AI 业务收入总变化值从 2024 年的 -3.41 亿美元转正至 2025 年的 5.81 亿美元。我们预估，随着公司与 Anthropic 的算力租赁确认收入，该业务将成为后续 xAI 最核心的增长引擎。

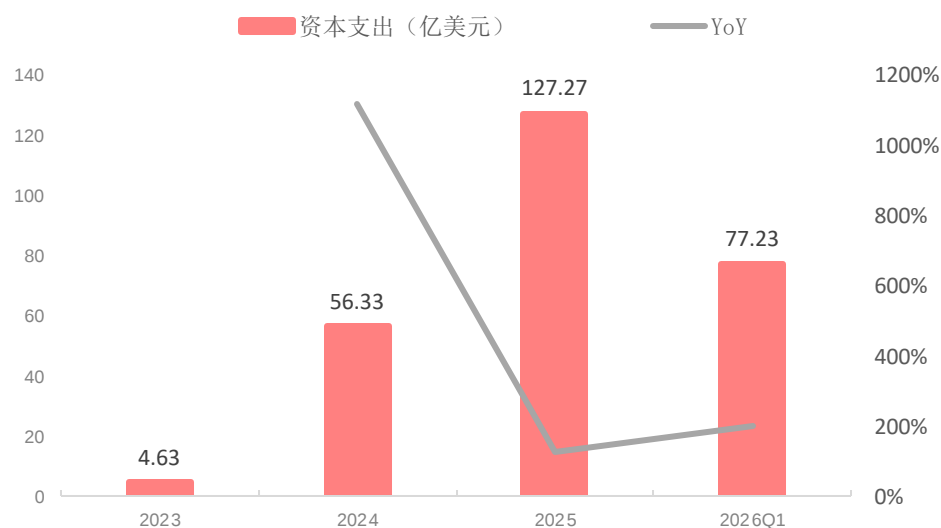
图表：xAI 业务收入变化值拆分

收入变化（单位：亿美元）	2024 年	2025 年	2026 年一季度
广告（X 平台）：	-5.95	1.16	-1.00
AI 解决方案与基础设施：	2.54	4.65	1.89
— X 与 Grok 订阅	1.57	3.65	1.77
— 数据授权	0.90	0.88	0.12
— 其他（含算力出租）	0.07	0.12	—
AI 业务收入合计变化值	-3.41	5.81	0.89

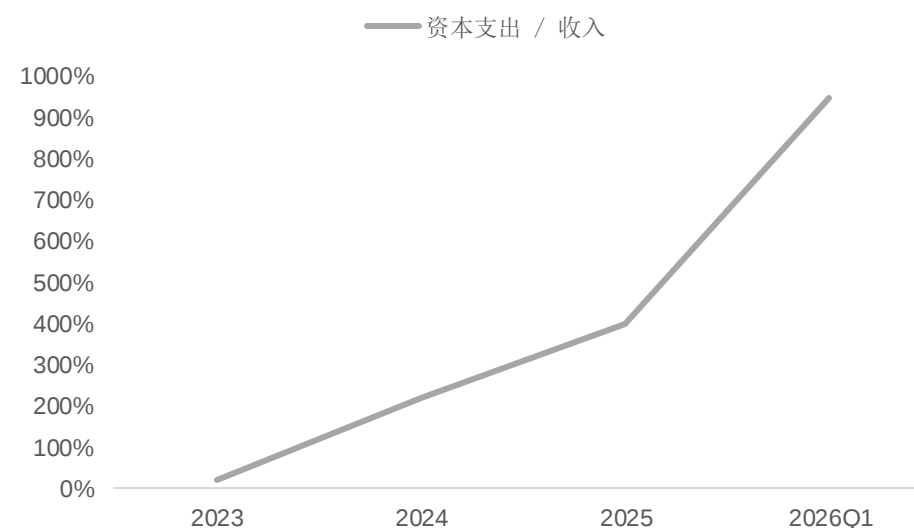
xAI 资本开支高增：算力投入爆发式增长

- **xAI 资本开支 2025 年达 127 亿美元，2026 年一季度资本开支为 77.23 亿美元，同比增长200%，占集团总开支 76%，其核心投向为 Colossus 超级算力集群与数据中心建设。**
- **AI业务资本开支/收入比长期处于极高水位：2023年为16%，2024年攀升至215%，2025年进一步升至397%，2026年第一季度年化口径下已超过900%。**
- **AI业务资本开支的持续飙升，主要源于以下因素：1) xAI核心竞争定位为物理基础设施，资本开支持续向算力规模化建设倾斜；2) Grok系列模型迭代及Grok 5大规模训练产生庞大的内部算力需求；3) 以Anthropic为代表的对外算力服务合同拓展了增量收入来源，推动算力容量持续扩容；4) 通过自建 Colossus 集群及规划 Terafab 自研芯片项目的垂直整合路径，降低对外部供应商的长期依赖。**
- **高额资本投入具有显著前置性特征，算力设施建设先于收入确认周期。当前xAI持续依托集团盈利板块输血，优先保障算力扩张与技术研发。尽管短期推高运营成本、扩大亏损，但自建算力生态既能满足内部模型训练与用户服务需求，也有望通过拓展外部算力服务合同构建多元收入来源。**

图表：xAI业务资本开支情况



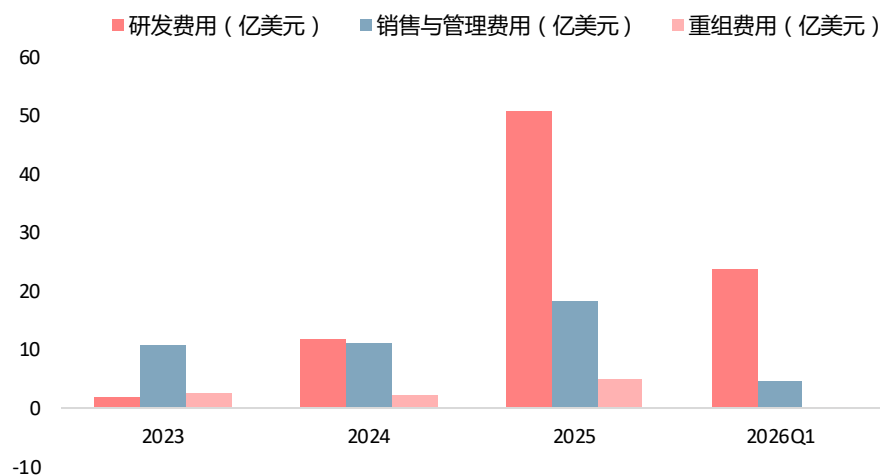
图表：资本开支与收入比值



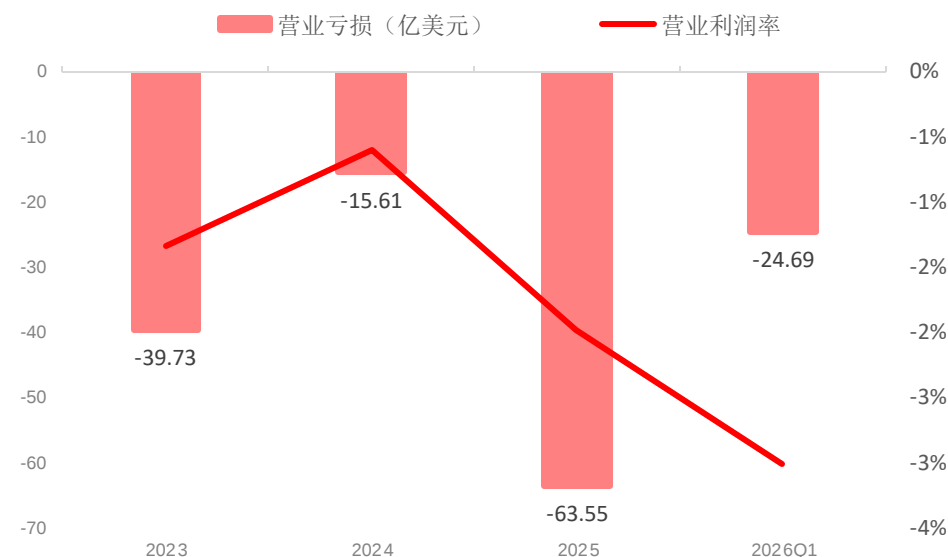
xAI 营业亏损：研发投入扩张影响显著

- **2023 年营业亏损 39.73 亿美元**，其中**Twitter 品牌减值 37.75 亿美元**占绝大部分。该项与 xAI 自身经营无关。剔除该项后 2023 年实际经营亏损约 2 亿美元，与 2024 年水平相近。
- **2025 年营业亏损扩大 4.1 倍至 63.55 亿美元**，主要由研发费用增长驱动，当年度研发费用从 **11.76 亿美元跳至 50.64 亿美元（同比 +331%）**。研发费用的增长主要来自于三个部分：1) GPU 折旧费用增加 16.73 亿美元；2) 基础设施与云计算费用增加 14.40 亿美元；3) 员工薪酬增加 7.75 亿美元。前两部分合计 31 亿美元，对应 Colossus 算力上线后开始按 4-5 年折旧。
- **2026 年一季度研发费用同比增长 162% 至 23.79 亿美元**，其中 **GPU 折旧再增 9.08 亿美元**。Colossus II 的 GB300 集群在 2025 年第四季度上线后开始计提折旧。高资本开支前置对损益表拖累全面显现，未来每年刚性折旧规模仍将维持高位，预计短期难以实现 GAAP 盈利。

图表：xAI 业务费用拆分



图表：xAI 业务营业亏损及营业利润率



目录

1

xAI 发展历史与组织架构

2

xAI 业务板块拆解：从底层算力到平台分发的AI全栈能力布局

3

财务分析：收入扩张、资本开支与盈利压力

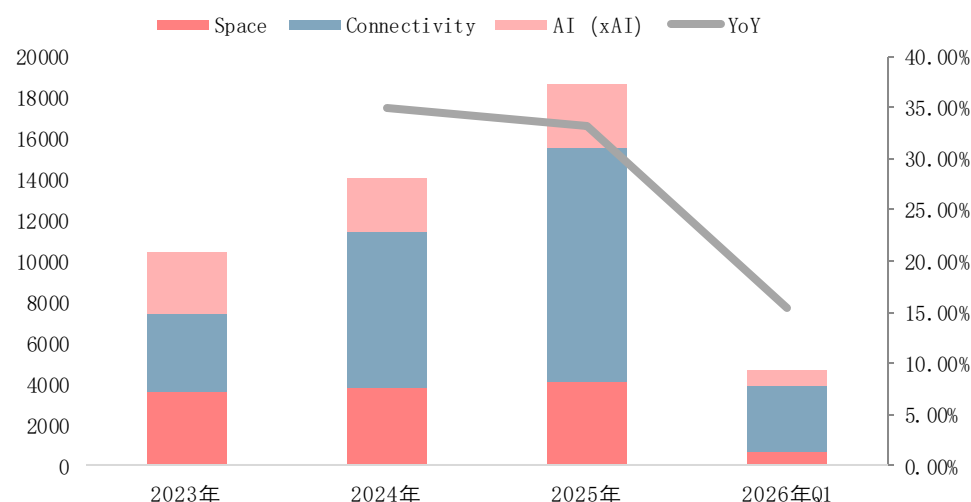
4

SpaceX公司概况

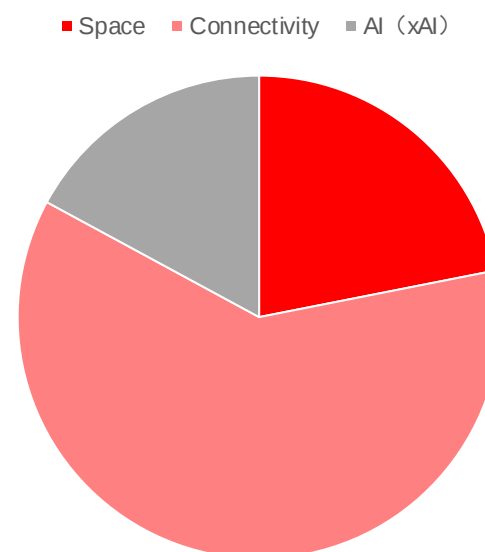
SpaceX 总体财务情况：星链成为收入基本盘，AI 贡献提升

- SpaceX 合并收入从 2023 年的 103.87 亿美元增长至 2024 年的 140.15 亿美元，2025 年提升至 186.74 亿美元，2023-2025 年复合增速约为 34%。2026 年一季度公司收入为 46.94 亿美元，同比增长约 15%，其中 Connectivity 继续贡献最大增量，AI 收入虽有所增长但整体规模较小。
- **Connectivity（星链）** 2025 年收入约 113.9 亿美元，占比 61.0%，是绝对的收入基本盘。其收入规模远超其他两大业务，是当前最核心的商业化成果，也是支撑集团整体现金流与利润的关键来源。
- **Space（航天发射）** 2025 年收入约 40.9 亿美元，占比 21.9%，是公司的第二大业务，主要来自商业及政府发射服务和航天开发合同。发射业务收入规模稳定，但受行业竞争、发射频率与订单结构影响。
- **AI 业务（xAI）** 2025 年收入约 32.0 亿美元，占比 17.1%，主要来自 X 平台广告、订阅、数据授权及 Grok API 等 AI 解决方案和基础设施服务，目前仍是收入占比最低的板块。

图表：SpaceX 各分业务营业收入及增长率



图表：2025 年 SpaceX 各分业务营业收入占比



星链业务：覆盖全球多个地区用户

- 卫星直连移动通信服务是SpaceX目前主要收入来源。作为地面网络的补充，星链已在约 30 个国家大幅消除手机信号盲区。目前公司已经与多家移动网络运营商（MNO）达成合作，包括美国 T-Mobile 以及新西兰 One NZ、澳大利亚 Optus 与 Telstra、加拿大 Rogers、日本 KDDI、瑞士 Salt、智利 Entel、乌克兰 Kyivstar、英国 VMO2 等海外运营商。
- 目前SpaceX已在六大洲与约 30 家移动网络运营商合作，服务覆盖人口约 19 亿。公司向合作运营商收取固定费用或按移动用户数量计费，相关费用通常由运营商以增值服务形式向终端用户收取。

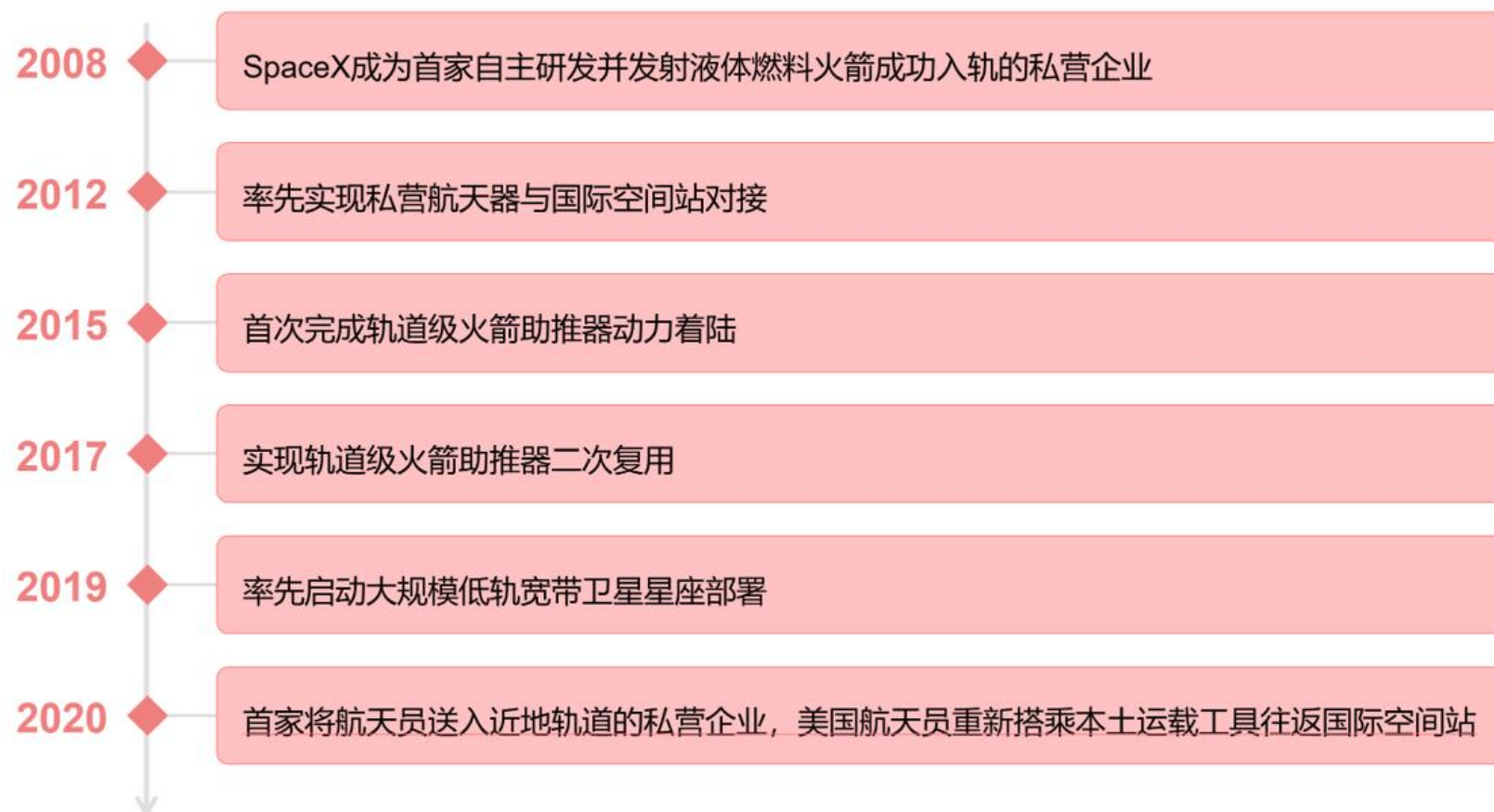
图表：SpaceX星链业务基本情况



Space业务：核心竞争优势

- 火箭发射是**SpaceX**核心竞争优势之一。截至 2026 年 3 月 31 日，SpaceX 已完成约 650 次轨道级航天发射，其中超 540 次由经飞行验证的猎鹰火箭执行，大幅降低了太空进入成本。公司也是目前唯一获得美国国家航空航天局（NASA）载人航天任务认证的私营企业。
- 公司目前正在研发**星舰（Starship）**。星舰定位为全箭快速可复用运输系统，相比现役猎鹰系列火箭，其单次发射可承载更大载荷、抵达更远目标轨道，边际成本更低。**SpaceX**领先行业的发射能力，为集团各项业务提供坚实支撑。

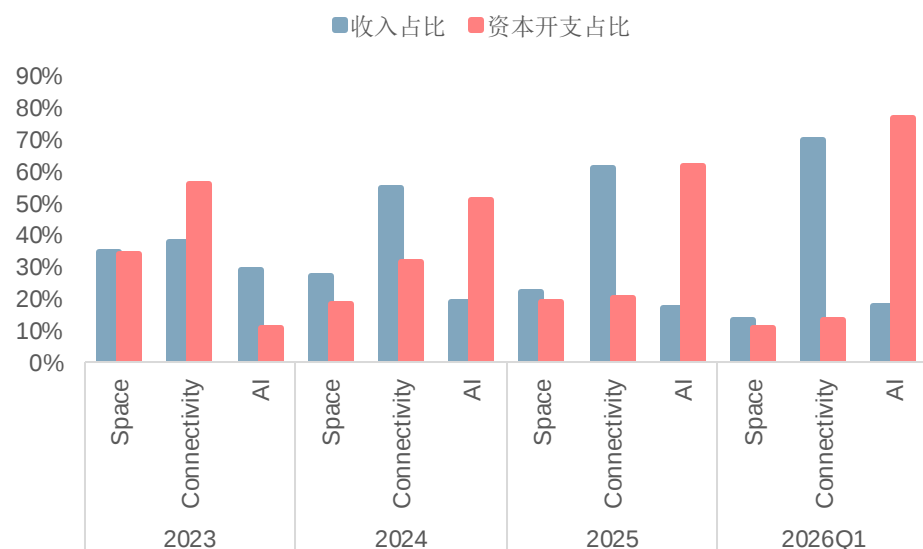
图表：SpaceX太空业务发展历史



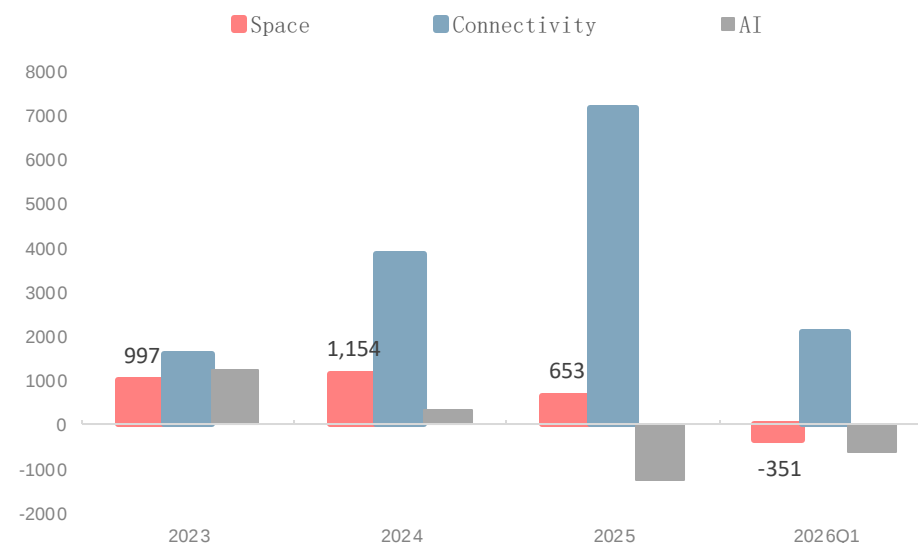
集团财务结构：AI算力业务收入预计高增，利润端短期拖累

- 从集团财务结构来看，AI 业务的资源投入较大，但收入端的潜在空间也较大。2023 年AI 业务收入占集团总收入 28.5%，但经营亏损达 39.73 亿美元，是集团整体亏损的主要来源；2024 年AI 收入占比降至 18.7%，资本开支占比升至 50.5%，显示算力基础设施建设开始显著加速；2025 年AI 业务收入为 32.01 亿美元，占集团收入 17.1%，但资本开支达 127.27 亿美元，占集团资本开支 61.4%，成为集团最主要的资金消耗方向。剔除 AI 业务后，Space 与 Connectivity 板块 2025 年合计实现收入 154.73 亿美元、经营利润 37.66 亿美元、调整后 EBITDA 为 78.21 亿美元。
- 2026 年一季度，AI 收入占比仅 17.4%，资本开支占比升至 76.4%，单季度经营亏损 24.69 亿美元。我们预估从 5 月份开始随着与 Anthropic 的合约逐步兑现，今年整体 AI 算力业务的收入将高速增长。

图表：SpaceX 各业务合并收入、资本开支占比



图表：SpaceX各业务 EBITDA 情况（百万美金）



风险提示

- AI 业务整合不及预期的风险、Grok 模型迭代不及预期的风险、前沿模型能力落后于竞争对手的风险、AI 算力基础设施建设进度不及预期的风险、GPU 及关键硬件供应受限的风险、电力供应及数据中心运营成本上升的风险、Colossus I / Colossus II 投入回报不及预期的风险、AI 业务持续亏损及盈利不确定性的风险、算力租赁客户集中度较高的风险、核心客户终止合约风险、X 平台用户活跃度下降的风险、Grok 用户渗透率提升不及预期的风险、广告及订阅收入增长不及预期的风险、AI 生成内容引发合规或声誉损害的风险、数据隐私及数据跨境监管趋严的风险、知识产权侵权及训练数据合规风险、未成年人及敏感内容监管风险、全球 AI 监管政策变化的风险、模型安全及幻觉输出引发法律责任的风险、网络安全及数据泄露风险、第三方云服务及通信服务中断风险、商业化落地不及预期的风险、核心 AI 人才流失风险、行业竞争加剧风险。

分析师介绍

杨艾莉： 中信建投证券全球AI创新与互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2024年新浪财经金麒麟评选传媒行业菁英分析师第一名；2024年21世纪金牌分析师评选传媒互联网行业第三名；2024年Wind金牌分析师评选传媒行业第四名；2024年证券时报·新财富杂志最佳分析师评选入围。

杨晓玮： 中信建投证券全球AI创新与互联网行业联席首席分析师，上海交通大学金融硕士，主要研究全球大模型与应用、互联网平台、全球游戏行业及潮流玩具。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔
2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处
广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk