

## 今日焦點:

### ▶ 萬國數據 (9698.HK, HK\$45.98, 港幣110億) 4Q25 收入展現韌性

萬國數據是中國領先的高性能數據中心開發商及營運商。其公佈的4Q25收入為人民幣29.2億元 (同比增長9%，環比增長1%)，核心營運利潤為人民幣3.6億元 (同比增長28%，環比下降8%)。收入符合公司指引，但盈利則遜於市場預期。

圖 1: 財務數據對比 (人民幣/十億)

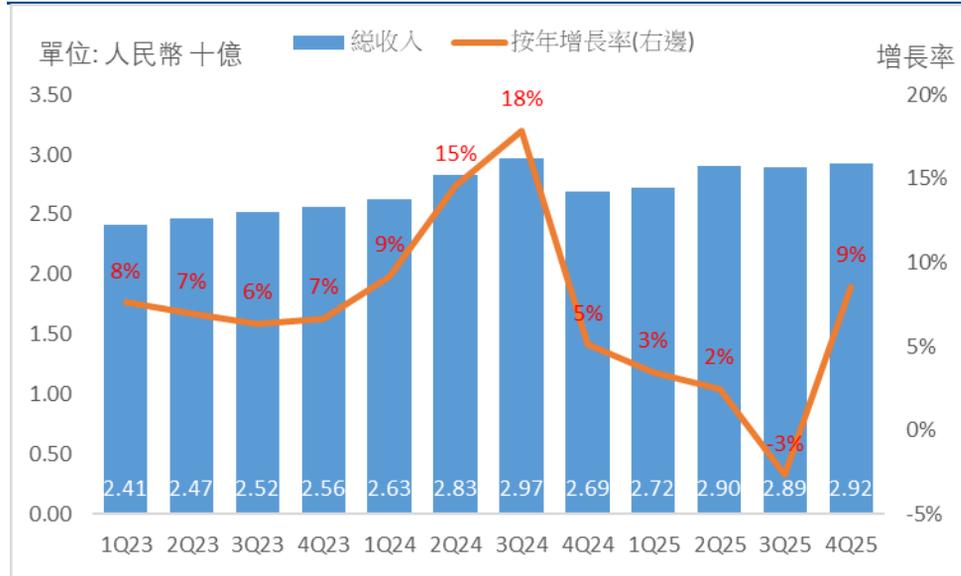
9698.HK 萬國數據	4Q24		3Q25		4Q25			
	人民幣十億	% 總收入	人民幣十億	% 總收入	人民幣十億	% 總收入	按年同比	按季度比
總收入	2.69		2.89		2.92		9%	1%
成本	2.11		2.25		2.3		9%	3%
毛利潤	<b>0.58</b>	<b>21.6%</b>	<b>0.64</b>	<b>22.1%</b>	<b>0.61</b>	<b>20.9%</b>	<b>-0.5 ppt</b>	<b>-1.2 ppt</b>
研發費用	0.01	0.3%	0.01	0.2%	0.01	0.2%	0%	0%
銷售費用	0.03	1.1%	0.01	0.3%	0.04	1.4%	33%	300%
管理費用	0.26	9.6%	0.23	7.9%	0.20	6.8%	-23%	-12%
運營費用	<b>0.30</b>	<b>11.0%</b>	<b>0.24</b>	<b>8.5%</b>	<b>0.25</b>	<b>8.5%</b>	<b>-17%</b>	<b>1%</b>
核心經營利潤	<b>0.3</b>	<b>10.6%</b>	<b>0.40</b>	<b>13.7%</b>	<b>0.36</b>	<b>12.4%</b>	<b>28%</b>	<b>-8%</b>
股東應佔利潤	<b>4.18</b>	<b>155.4%</b>	<b>0.71</b>	<b>24.6%</b>	<b>-0.48</b>	<b>-16.4%</b>	<b>T/A</b>	<b>T/A</b>

資料來源: 公司數據, 新華滙富

**人工智能需求激增帶動收入:** 4Q25淨收入達人民幣29.2億元 (同比增長9%，環比增長1%)，主要受強勁的人工智能需求推動數據中心擴展所致。期內營運指標進一步加強，總簽約及預簽約面積達67萬平方米 (同比增長6%，環比增長2%)。已利用面積為50.4萬平方米 (同比增長11%，環比增長4%)，推動營運使用率上升至75.5% (4Q24: 73.8%; 3Q25: 74.4%)。在市場定價較為溫和、邊緣站點擴張及新興市場部署的背景下，本季度單位面積月均收入(MSR)呈下降趨勢，至每平方米人民幣1,964元 (上季度為1,992元)。然而，由於單位開發成本同步下降，整體投資回報率 (經調整毛利/總固定資產，不包括在建工程) 維持穩定在11%。

就FY25全年而言，公司實現了超過8.6萬平方米的創紀錄新增利用面積，而新增簽約面積更超過9.6萬平方米，幾乎等同於前兩年的總和，凸顯需求強勁並改善了收入能見度。

圖 2: 總收入 (人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,025	0.6%	1.5%
中資企業指數	8,835	0.1%	-0.9%
紅籌指數	4,302	-0.2%	7.1%
港深300指數	4,658	0.5%	0.6%
上海A股	4,260	0.3%	4.4%
上海B股	264	0.6%	4.4%
深圳A股	2,805	1.0%	5.9%
深圳B股	1,236	0.1%	-2.2%

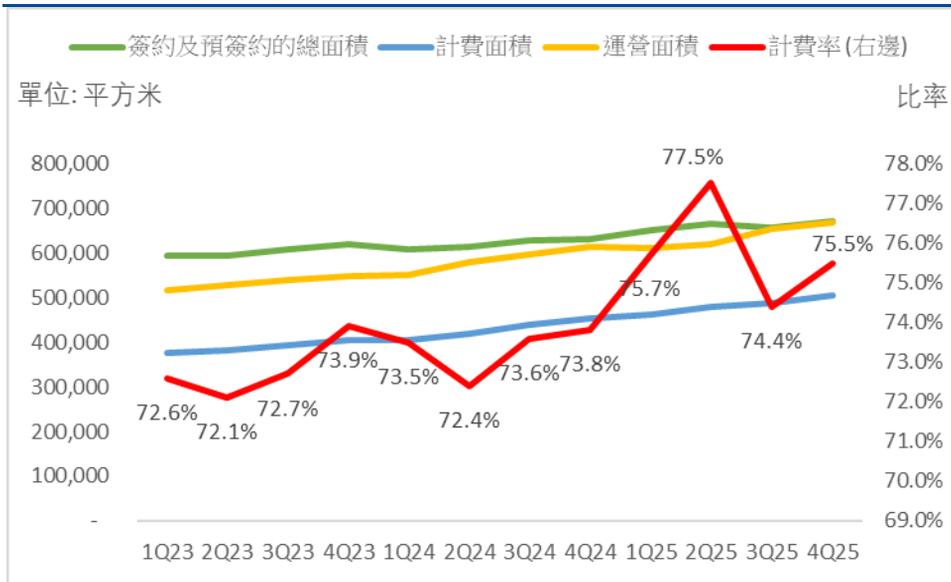
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	46,225	-1.6%	-3.8%
標普500	6,624	-1.4%	-3.2%
美國納斯達克指數	22,152	-1.5%	-4.7%
日經平均指數	53,814	-2.6%	6.9%
英國富時指數	10,305	-0.9%	3.8%
法國證券公會指數	7,969	-0.1%	-2.2%
德國法蘭克福指數	23,502	-1.0%	-4.0%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,818	-3.7%	12.2%
銅價 (美元/盎司)	2,652	-0.7%	4.3%
銀價 (美元/盎司)	75	-4.9%	7.0%
原油 (美元/桶)	96	0.1%	73.3%
銅價 (美元/盎司)	12,395	-3.6%	-0.2%
鋁價 (美元/盎司)	3,400	0.1%	13.5%
鎳價 (美元/盎司)	2,024	-4.9%	-0.7%
鎘價 (美元/盎司)	3,133	-4.2%	0.5%
小麥 (美分/蒲式耳)	604	2.5%	20.1%
玉米 (美分/蒲式耳)	463	2.0%	3.8%
糖 (美分/磅)	134	7.7%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,161	0.4%	10.1%
PVC (美元/噸)	5,637	0.4%	40.0%
CRB 指數	364	1.3%	3.0%
BDI		-0.7%	7.8%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.9	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.4	10.1	0.9
歐羅	1.1	9.0		183.1	1.1	7.9
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	201.6		8.7
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.2	0.1	

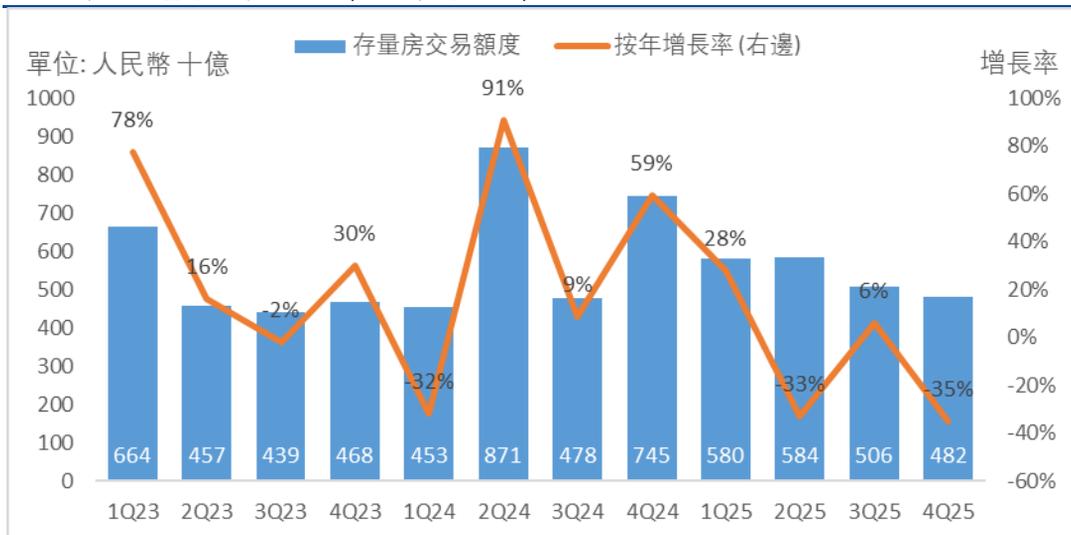
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	25	3.5%

圖 3: 銷售數據(平方米)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 單位面積月經常性收入(人民幣/平方米)

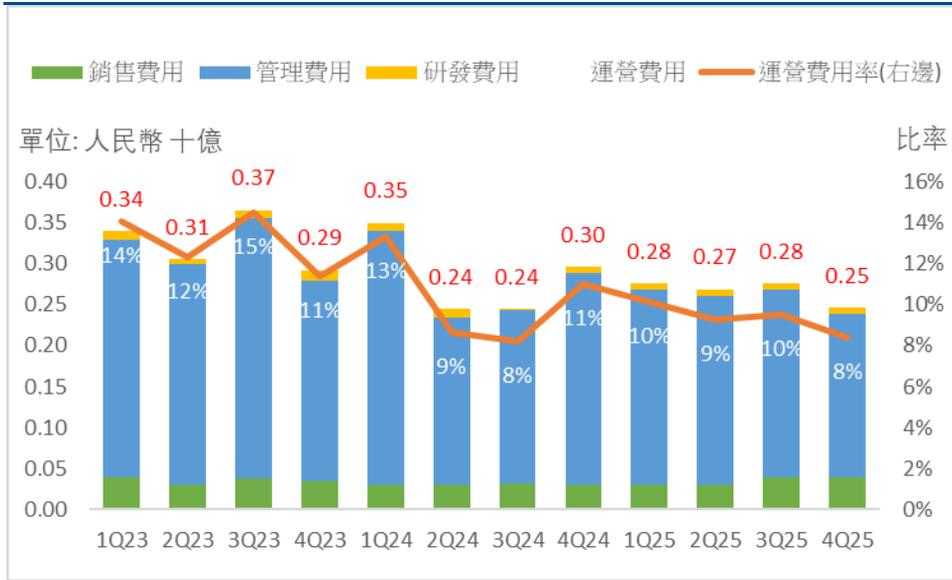


資料來源: 公司數據, 新華滙富

**利潤率具韌性:** 4Q25毛利率為21.0%，同比下降0.5個百分點，主要由於公用事業成本比率上升。經調整毛利率方面，4Q25為50.6%，而4Q24為51.9%，同樣是因公用事業成本增加所致。4Q25經調整EBITDA同比增長5.2%至人民幣13.6億元，本季度經調整EBITDA利潤率為46.7%。

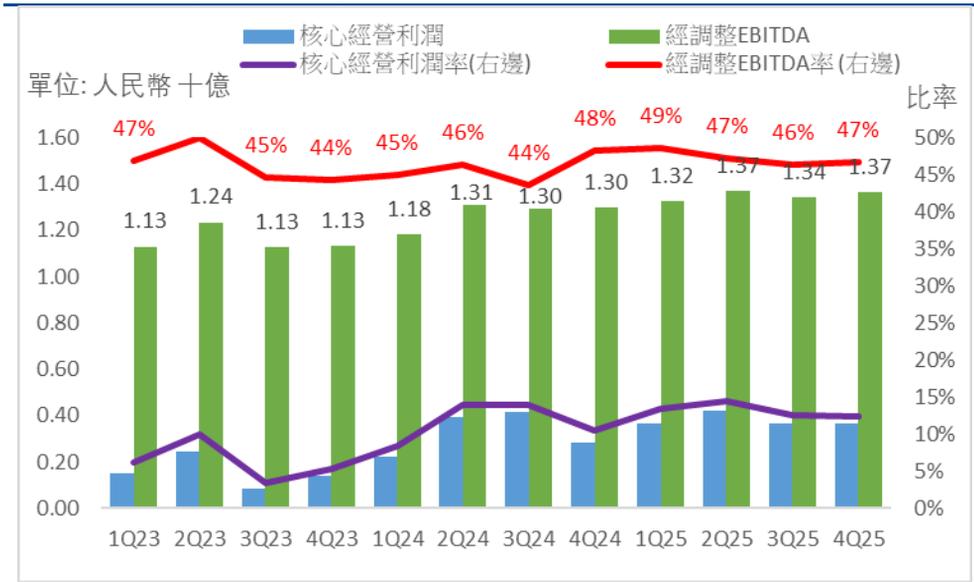
受惠於出售DayOne股份、中證監REIT貨幣化以及私募融資，截至FY25年底，現金及現金等價物由4Q24的人民幣79億元顯著改善至人民幣143億元。淨債務則由4Q25的人民幣352億元下降至人民幣319億元，同時淨債務/過去十二個月經調整EBITDA的比率，也從4Q24的6.8倍降至5.8倍。

圖 5: 運營費用拆解(人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 6: 盈利拆解(人民幣/十億)



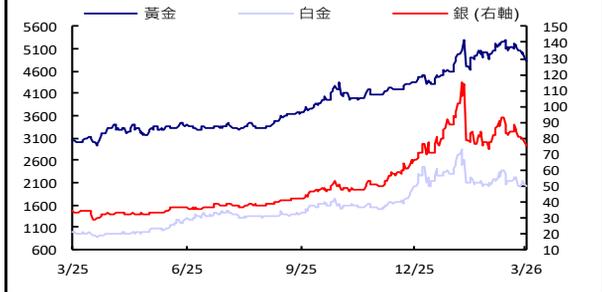
資料來源: 公司數據, 新華滙富

**業務展望:** 公司管理層預計FY26收入同比增長8.5%至12.8%，達人民幣124.0億至129.0億元；經調整EBITDA同比增長6.4%至11.0%，達人民幣57.5億至60億元。在與人工智能相關的強勁需求帶動下，公司於2026年已鎖定200兆瓦的新訂單及超過500兆瓦的諒解備忘錄，這總計700兆瓦的項目管道主要來自中國三大人工智能客戶。公司將聚焦三大關鍵增長市場：呼和浩特、中衛和韶關。2026年的新增簽約面積目標與2025年持平，並預期在更強勁的預訂管道支持下，2027年將實現倍增。公司正轉向輕資產策略，並透過資產出售、中證監REIT貨幣化及股權融資優化資本結構，此舉顯著增強了現金狀況，使其能將2026年資本開支提高至人民幣90億元。

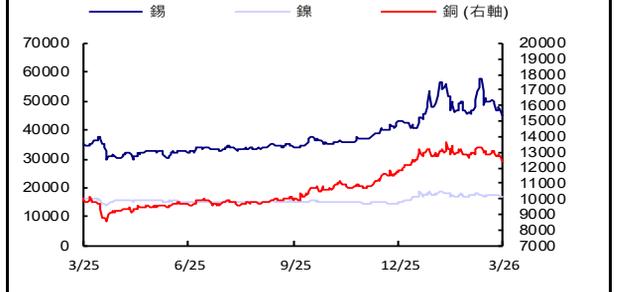
**我們的觀點:** 在GPU供應受限及傳統重資產模式導致擴張放緩的情況下，4Q25收入展現了韌性。展望未來，GPU供應預期增加以及公司持續進行的輕資產轉型，將為其未來增長奠定基礎。其與中國領先人工智能參與者的長期合作關係，正轉化為強勁的訂單管道。受惠於中國具全球競爭力的人工智能產業、強勁的輸出端需求以及穩健的產能利用率，我們相信萬國數據已做好準備，能從此長期增長趨勢中受益。該股目前交易於FY26預測市帳率2.8倍及企業價值倍數17倍。（研究部）

**市場洞察-主要大宗商品和貨幣**

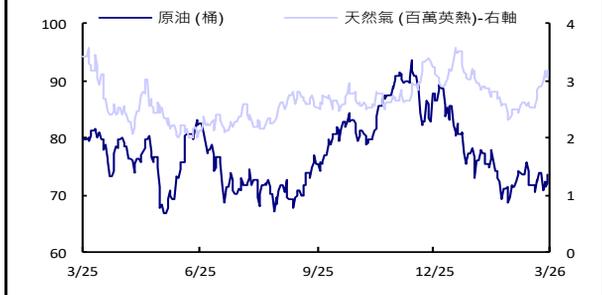
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4896	12.8	12.8	61.0
白金 (盎司)	2057	1.1	1.1	103.7
銀 (盎司)	77	9.4	9.4	127.3



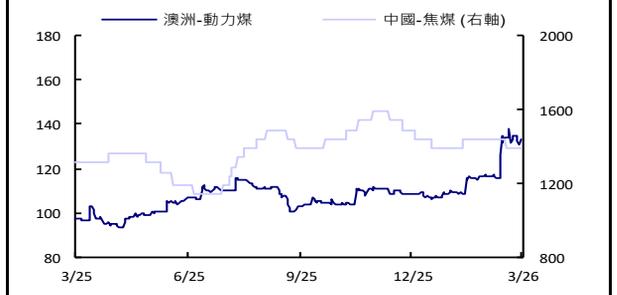
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12396	(0.2)	(0.2)	24.1
鎳 (噸)	17151	3.0	3.0	4.6
錫 (噸)	45063	11.1	11.1	28.8



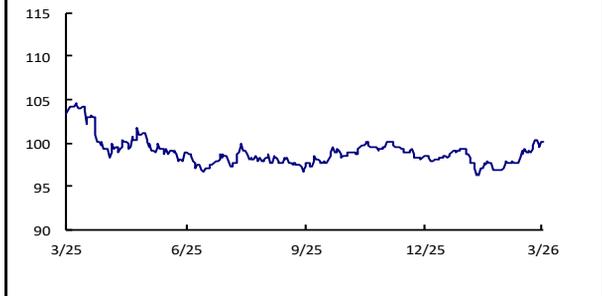
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	96.3	67.7	67.7	43.4
天然氣 (百萬英熱)	3.1	(16.8)	(16.8)	(27.8)



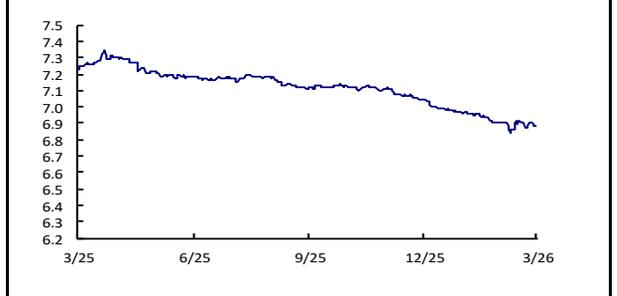
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	(3.5)	(3.5)	6.1
澳洲動力煤 (US\$/t)	132.8	23.5	23.5	36.2



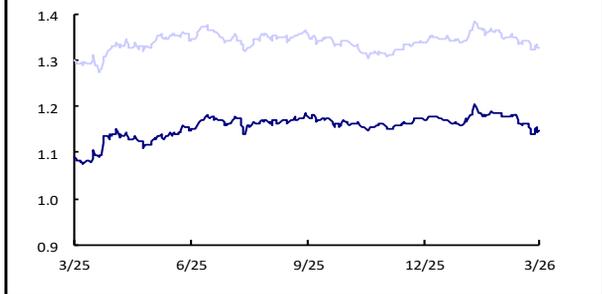
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	100.1	18	18	(3.2)



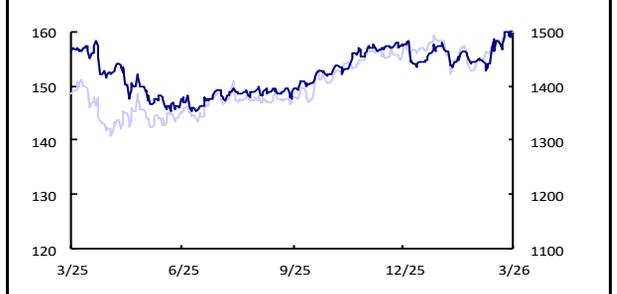
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(14)	(14)	(4.7)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.1	(2.5)	(2.5)	5.0
英鎊	1.3	(16)	(16)	2.0



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.9	2.0	2.0	7.5
韓圓	15014	3.9	3.9	2.6



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
耐久財訂單	月		26年3月18日
生產者物價指數	月		26年3月18日
新屋銷售	月		26年3月19日
採購經理人指數	月		26年4月1日
零售業銷售額	月		26年4月1日
商業庫存	月		26年4月1日
貿易收支	月		26年4月2日
就業報告	月		26年4月3日
個人收入與支出	月		26年4月9日
工廠訂單	月		26年3月18日
首次申請失業保險金人數	週		26年3月19日
批發庫存	月		26年3月19日
新屋開工與營建許可	月		
消費者物價指數	月		26年4月10日
成屋銷售量	月		26年4月13日
工業生產指數	月		26年4月16日
國內生產毛額	季		26年4月9日
消費者信心指數	月		26年3月31日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
M2貨幣供應量	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月		26年3月20日
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
失業率報告	月		26年4月23日
國內生產毛額	季		26年5月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)

**電郵**

howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837306



## 免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

## 總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
中國廣州市南沙區  
蕉西路130號3棟6樓601-5室  
郵編511455