

## 今日焦點:

### ▶ AI 算力租賃：稀缺性驅動定價能力

AI 算力租賃不單是一個圍繞 AI 主題的交易，更是一個由高端 GPU 供應緊張所帶動的真正定價故事。隨著 Agentic AI、多模態及程式編寫模型推動 Token 使用量持續上升，運算需求正從訓練階段轉向持續推理。由於 H100/H200 級別的高端 GPU 仍然短缺，算力租賃供應商成為這輪供應緊張中最受惠的環節之一。

**算力租賃將 GPU 變現：**有別於 AI 數據中心 (AIDC) 供應商透過提供數據中心空間、電力、機櫃、連接及基本營運服務賺取服務費，AI 算力租賃供應商將 GPU 伺服器部署於自有或第三方的 AIDC/IDC 設施內，管理網絡、調度及營運，並將 GPU 使用權及算力服務變現。

**商業模式正從固定租賃費轉向「鎖定產能 + 用量掛鉤收入」：**傳統上，算力租賃供應商簽訂 3 至 5 年合約，按月、按年或按集群收費，收入主要由租賃定價、合約年期、GPU 使用率及交付規模驅動。此模式能提供良好的收入能見度，但需要大量前期投資，且訂單簽署與收益確認之間存在時滯。

關鍵變化在於，算力租賃供應商已從單純的「算力出租者」轉變為模型公司的長期基礎設施合作夥伴。由於高端 GPU 持續稀缺，加上 Token 需求快速增長，模型開發商現時更願意在基本費用之外，將部分付款與 Token 使用量或其他用量指標掛鉤，以換取穩定且獲優先處理的算力供應。這為租賃供應商帶來了收入及利潤率的提升空間。基本租金用以支持資產回報及現金流，而用量掛鉤收入則為加速擴張提供額外資金。由於 AIDC 的開支主要以固定成本為主，增量且與 Token 掛鉤的收入可帶來較高的邊際利潤，並更直接轉化為利潤增長。

**GPU 剩餘價值正被重新評估：**以往 GPU 被視為快速折舊的資產，使用數年後帳面價值有限；但受惠於強勁的推理需求及租金上漲，即使是較舊型號的顯示卡仍可支援推理及輕量訓練工作，從而為這些已完全折舊的資產保留價值。隨著貸款機構對這類剩餘價值的認知日漸提高，融資條件有望改善。加上租金及使用率上升，GPU 的資產回報率及純利率均有擴闊空間。

**以一組 10,000 個 GPU 的集群為例，展現算力租賃的資產回報潛力：**根據市場估算，以現價計算，建設一組 10,000 個 GPU 的高端算力集群，總投資額約需 70 億元人民幣，當中約 60 億元用於約 1,200 台 B300 伺服器，另約 10 億元用於相關基礎設施（光模組、網絡設備、集群網絡）。資金可高度槓桿操作，假設約 10% 為股權資本，其餘 90% 來自銀行貸款或融資租賃，借款成本假設約 4%。若能取得頂級互聯網或大型模型公司作為客戶，並簽訂 5 年合約，每年租賃現金流可達 14 至 15 億元人民幣，意味著回報期約為 3 年。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,679	-0.9%	0.2%
中資企業指數	8,644	-1.3%	-3.0%
紅籌指數	4,336	-0.0%	8.0%
滬深300指數	4,758	-0.3%	2.8%
上海A股	4,277	-0.2%	8.1%
上海B股	274	0.4%	8.1%
深圳A股	2,853	-1.1%	7.8%
深圳B股	1,184	-0.9%	-6.4%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,141	-0.1%	2.2%
標普500	7,138	-0.5%	4.3%
美國納斯達克指數	24,663	-0.9%	6.1%
日經平均指數	59,917	-1.0%	19.0%
英國富時指數	10,332	0.1%	4.0%
法國證券公會指數	8,104	-0.5%	-0.6%
德國法蘭克福指數	24,018	-0.3%	-1.9%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,596	-1.8%	6.6%
銅價 (美元/盎司)	3,128	1.0%	23.0%
銀價 (美元/盎司)	73	-3.2%	2.4%
原油 (美元/桶)	99	3.7%	72.8%
鋁價 (美元/盎司)	13,036	-2.1%	4.9%
鎳價 (美元/盎司)	3,538	-1.5%	18.1%
鉍價 (美元/盎司)	1,941	-2.2%	-5.3%
鎘價 (美元/盎司)	3,370	-2.9%	8.1%
小麥 (美分/蒲式耳)	649	4.4%	28.5%
玉米 (美分/蒲式耳)	475	1.3%	4.7%
糖 (美分/磅)	110	-2.5%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,189	-0.2%	10.8%
PVC (美元/噸)	5,251	0.9%	62.5%
CRB 指數	385	1.7%	3.0%
BDI			42.0%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.6	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.4	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.2		186.9	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	202.3		8.7
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.3	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	17	-8.6%

**DeepSeek V4 進一步支持高端算力需求：**雖然 V4 已開始適配國產 AI 晶片，但 NVIDIA 的高端 GPU 在生態系統、性能及精度支援（包括 MXFP4）方面仍具優勢。隨著 V4 擴展至程式編寫、Agentic AI、多模態及企業應用場景，Token 消耗量可能呈指數級增長。此外，業界反饋顯示，B300 伺服器價格在過去兩個月上升約 50%，但模型及硬件效率的提升可使 Token 處理能力增加數倍。因此，單位 Token 成本仍有望下降，從而支持持續投資，並讓下游客戶有能力消化較高的價格。

**我們的看法：**我們預期算力租賃的供需關係將持續偏緊。雖然當前股價已大致反映租金上漲及潛在的商業模式升級，但業界反饋顯示，未來 2 至 3 個季度高端算力資源的使用率可能維持在高位，高端 GPU 供應預計仍然受限。領先的互聯網平台及模型公司正加快鎖定產能，因為模型能力必須有足夠算力支持，才能轉化為用戶增長及收入。這應能繼續支持伺服器及算力租賃價格。

**我們認為，算力租賃的競爭壁壘正在迅速提升：**1) 企業需要穩定且合規的採購渠道，以獲取高端 GPU 並支持大規模集群訂單；2) 需要快速交付及集群優化能力，包括取得 GPU、網卡、交換器、光模組及存儲等稀缺組件；3) 需要強大的資金能力，因為前期採購及交付高度依賴融資。只有那些具備強大採購、交付、營運及融資能力的參與者，才有機會與領先的互聯網平台及模型公司建立長期合作關係。

**我們篩選出以下幾家上市的算力租賃公司：**

**1. 協創數據 (300857 SZ, 股價 264.18 元人民幣, 市值 1,280 億元人民幣)：**市場資訊顯示，該公司擁有約 42,000 個 GPU 及 30,000P 的 AI 算力儲備，並獲 NVIDIA Jetson 及 Drive 雙平台授權。2026 年第一季度，收入按年增長 193% 至 60.9 億元人民幣，淨利潤按年增長約 3.4 倍至 7.5 億元人民幣。該股目前對應 2026 年預測 EV/Revenue 為 7.8 倍。

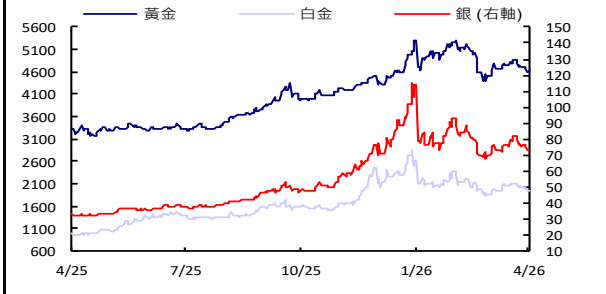
**2. 宏景科技 (301396 SZ, 股價 335.99 元人民幣, 市值 516 億元人民幣)：**估計該公司擁有 H800、H200 及 B300 資源，算力租賃貢獻約 90% 收入，未完成訂單超過 160 億元人民幣。該股目前對應 2026 年預測 EV/Revenue 為 17.4 倍。

**3. 利通電子 (603629 SH, 股價 119.35 元人民幣, 市值 312 億元人民幣)：**市場資訊顯示，該公司持有約 15,000 個自營 GPU 及 18,000 個租用 GPU，為 NVIDIA 中國區優先級合作夥伴，可優先獲得 H100/B100/GB200 配額，並與騰訊簽訂 50 億元人民幣長期合約，產能使用率已鎖定至 2027 年。2026 年第一季度，收入按年增長 42% 至 9.97 億元人民幣，淨利潤按年增長約 8.2 倍至 2.71 億元人民幣。該股目前對應 2026 年預測 EV/Revenue 為 9 倍。

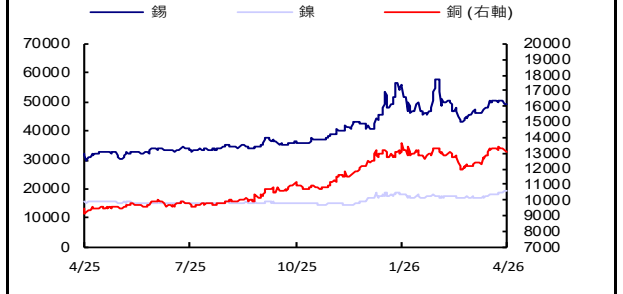
總體而言，算力租賃的關鍵變數在於高端 GPU 的稀缺性能否持續，並繼續支持租金上漲、訂單鎖定及利潤率擴張。需要關注的重點數據包括：GPU 供應、租賃定價、訂單交付、使用率以及主要客戶的需求。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

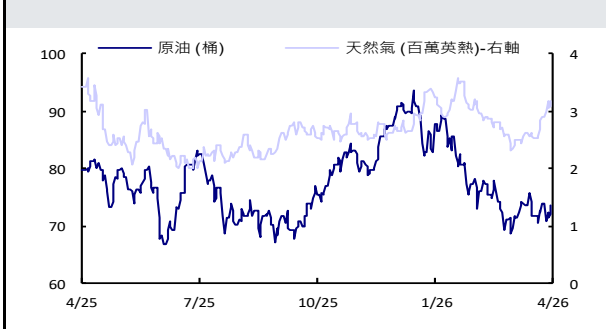
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4592	(12)	5.8	37.7
白金 (盎司)	1942	(0.4)	(4.5)	97.1
銀 (盎司)	73	(2.3)	3.7	120.0



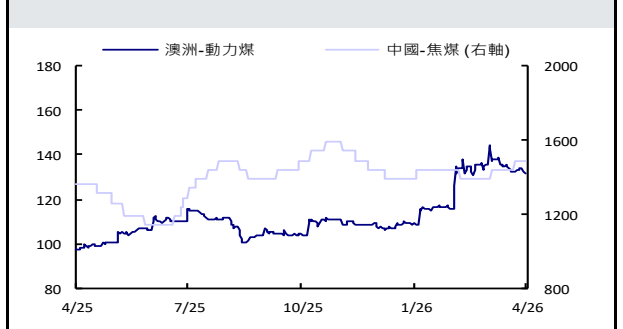
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13037	5.7	4.9	38.1
鎳 (噸)	19450	13.7	16.8	25.1
錫 (噸)	48954	4.7	20.7	53.4



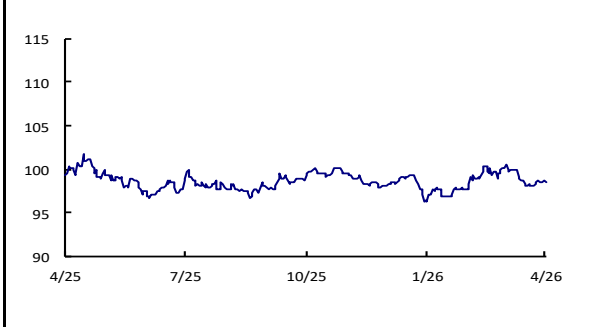
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	99.9	(14)	74.0	65.4
天然氣 (百萬英熱)	2.6	(11.3)	(30.6)	(24.4)



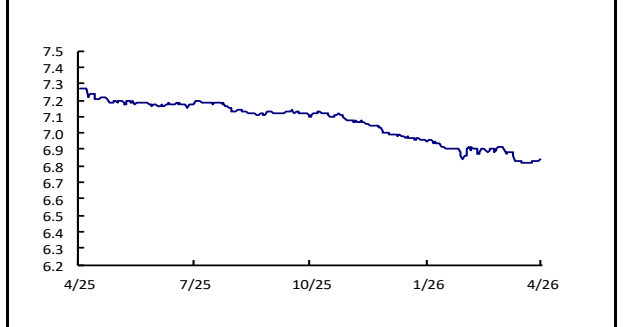
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	7.2	3.5	9.6
澳洲動力煤 (US\$/t)	1313	(7.9)	22.1	35.0



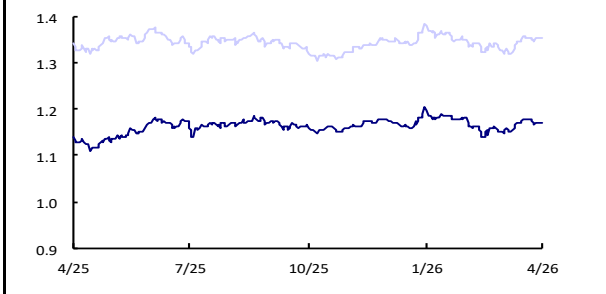
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.6	(1.3)	0.3	(0.6)



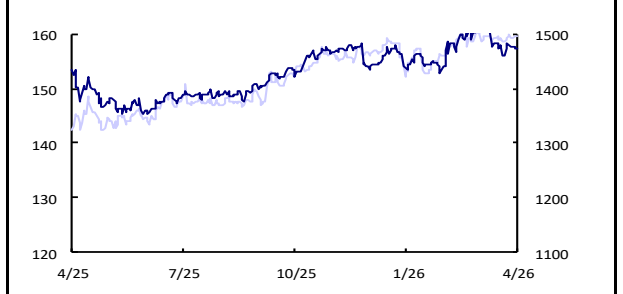
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(0.8)	(2.2)	(6.0)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	12	14	(0.3)	2.9
英鎊	14	2.2	0.3	0.8



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.6	0.6	1.9	12.1
韓圓	1472.6	(2.9)	1.9	2.7



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
消費者信心指數	月		26年4月28日
耐久財訂單	月		26年4月29日
批發庫存	月		26年4月29日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
個人收入與支出	月		26年4月30日
首次申請失業保險金人數	週		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年4月30日
採購經理人指數	月		26年5月1日
工廠訂單	月		26年5月4日
貿易收支	月		26年5月5日
新屋銷售	月		26年5月5日
就業報告	月		26年5月8日
成屋銷售量	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月12日
生產者物價指數	月		26年5月13日
零售業銷售額	月		26年5月14日
商業庫存	月		26年5月14日
工業生產指數	月		26年5月15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4月30日
外匯儲備	季		26年5月7日
M2貨幣供應量	月		26年5月9日
貿易收支	月		26年5月9日
生產者物價指數	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月11日
零售業銷售額	月		26年5月18日
工業生產報告	月		26年5月18日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年5月5日
零售業銷售額	月		26年5月6日
採購經理人指數	月		26年5月6日
外匯儲備	月		26年5月7日
失業率報告	月		26年5月19日
消費者物價指數	月		26年5月21日
貿易收支	月		26年5月28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，在未經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