

今日焦點:

▶ 萬國數據 (9698.HK, 港幣39.56元, 市值630億港元) - 強勁AI訂單帶動積壓訂單擴張

萬國數據是中國內地主要的數據中心基礎設施平台，專注於為雲端及人工智能工作負載提供高效能設施。公司公佈2026年第一季度收入為人民幣33.7億元（按年增長24%，按季增長15%），經調整EBITDA為人民幣19.5億元（按年增長47%，按季增長43%），當中包括一次性收入人民幣4.29億元及一次性其他收入人民幣8,900萬元。撇除這些項目，核心收入為人民幣29.4億元（按年增長8%，按季增長1%），經調整EBITDA為人民幣14.3億元（按年增長8%，按季增長5%），反映人工智能/超大規模訂單加速及收入能見度改善，惟核心收入轉化仍然逐步，因新訂單仍在交付過程中。

人工智能訂單復甦帶動積壓訂單擴張：年初至今已承諾的總新增電力容量達346兆瓦，已超過2025財年全年的317兆瓦，確認了在2025年第四季業績會上提到的人工智能訂單復甦已在2026年第一季度實現。基於面積的預訂量亦顯著改善，淨新增已承諾面積從2025年第四季的13,377平方米增至55,379平方米，帶動總積壓訂單面積達204,556平方米；經扣除5%潛在無法轉化率後的保守計量「有效積壓訂單」為168,281平方米。預計約35%的積壓訂單將於2026年第二至第四季交付，40%於2027財年交付；不斷擴大的積壓訂單為未來經常性收入增長提供更强能見度及支持。

客戶進駐逐步進行，項目收益率穩定：2026年第一季度淨新增已使用面積為16,086平方米，低於2025年第四季的18,236平方米，顯示客戶進駐步伐平穩，但尚未趕上強勁的訂單勢頭。總已使用面積增至520,929平方米，使用率從75.5%提升至77.3%。平均月租（MSR）由每平方米每月人民幣1,964元降至人民幣1,909元，主要由於超大規模客戶佔比提高，以及更多項目位於租金較低的邊緣地區。經調整毛利率維持在約11%，儘管平均月租下降，項目層面的現金回報仍然穩健。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,651	-0.6%	0.1%
中資企業指數	8,605	-0.4%	-3.5%
紅籌指數	4,468	-0.6%	11.3%
港深300指數	4,850	-0.0%	4.8%
上海A股	4,365	-0.2%	11.6%
上海B股	283	-1.5%	11.6%
深圳A股	3,002	-0.3%	13.4%
深圳B股	1,140	0.1%	-9.8%

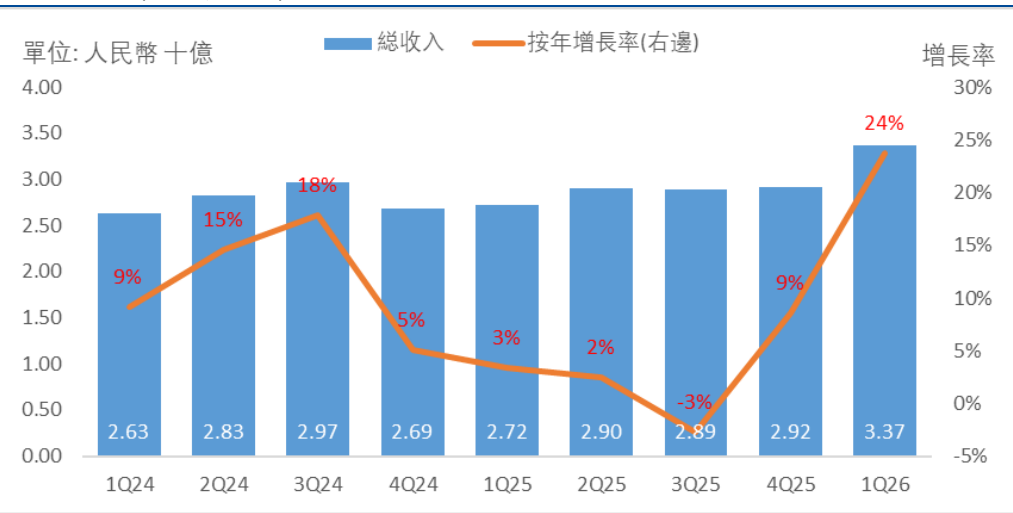
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	50,009	1.3%	4.0%
標普500	7,432	1.1%	8.6%
美國納斯達克指數	26,270	1.5%	13.0%
日經平均指數	61,420	2.7%	22.0%
英國富時指數	10,432	1.0%	5.0%
法國證券公會指數	8,117	1.7%	-0.4%
德國法蘭克福指數	24,737	1.4%	1.0%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,544	1.4%	5.2%
銅價 (美元/盎司)	3,123	0.2%	22.8%
銀價 (美元/盎司)	75	2.9%	5.8%
原油 (美元/桶)	98	-8.8%	73.5%
銅價 (美元/盎司)	13,655	0.5%	9.9%
鋁價 (美元/盎司)	3,622	1.5%	20.9%
鎳價 (美元/盎司)	1,953	1.5%	-5.2%
鎘價 (美元/盎司)	3,555	0.9%	14.0%
小麥 (美分/蒲式耳)	660	-1.0%	29.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	465	-2.0%	2.2%
糖 (美分/磅)	122	-1.0%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,199	-0.8%	11.6%
PVC (美元/噸)	4,992	-1.1%	58.3%
CRB 指數	396	-2.2%	3.0%
BDI		-1.2%	62.7%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	158.9	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.3	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.1		184.7	1.1	7.9
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	202.0		8.6
人民幣	0.1	1.2	0.1	23.4	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	-2.4%

圖 1: 總收入 (人民幣/十億)

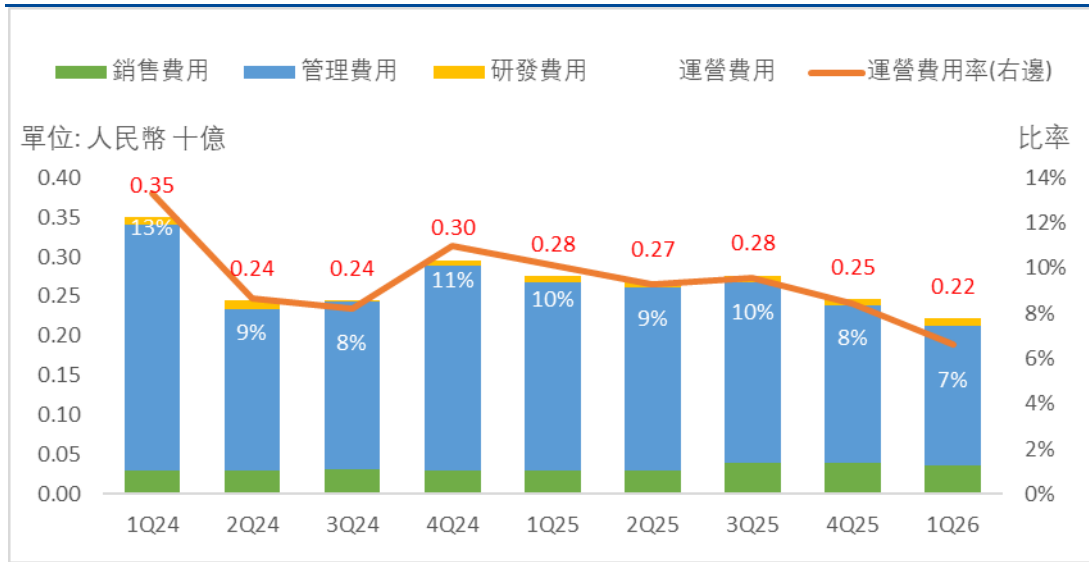


資料來源: 公司數據, 新華滙富

利潤率改善： 2026年第一季度核心毛利率由2025年第四季的約21%改善至約23.9%，而核心經調整毛利率則由50.6%升至約51.8%。撇除一次性項目後的經調整EBITDA為人民幣14.3億元（按年增長8%，按季增長5%），利潤率由2025年第四季的46.7%提升至48.7%。利潤率改善主要受惠於收入成本下降、使用率提高及營運效率改善。

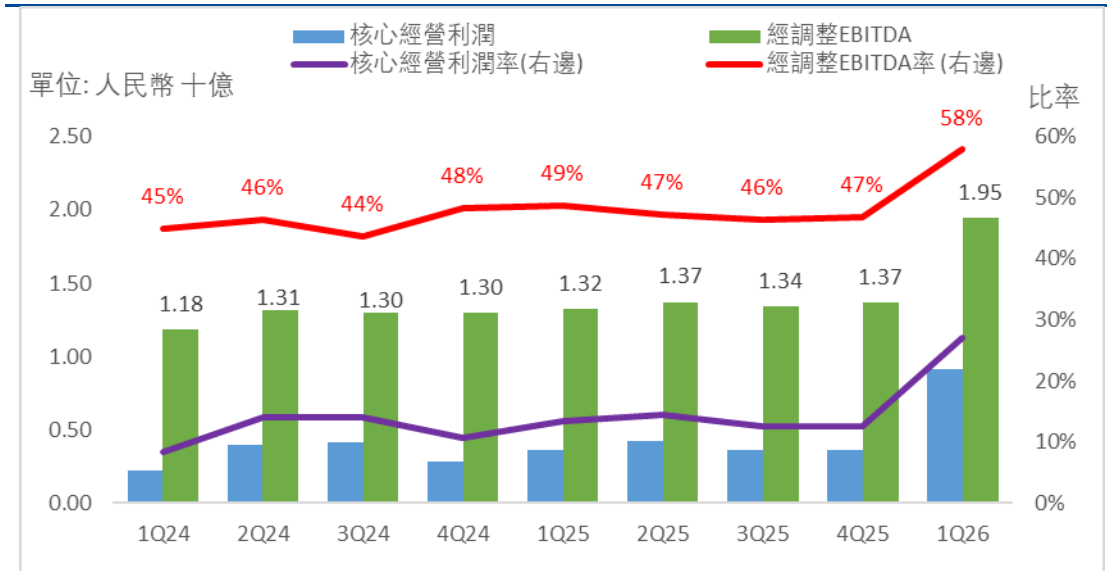
現金狀況在人工智能資本開支週期前改善： 現金結餘由2025年第四季的人民幣143億元增至2026年第一季末的人民幣148億元，而淨債務則因出售部分DayOne持股及發行CPS（可轉換參與股份）而由人民幣319億元降至人民幣311億元。憑藉更強勁的人工智能/超大規模訂單及國內高性能芯片供應能見度提高，萬國數據在更高的人工智能數據中心投資週期前強化了資產負債表。公司維持2026財年有機資本開支指引為人民幣90億元，近乎2025財年人民幣47億元的兩倍。2026年第一季度有機資本開支為人民幣7.7億元，隨著新訂單進入建設及交付階段，開支將會增加。

圖 4: 運營費用拆解 (人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 5: 盈利拆解 (人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

我們的觀點： 2026年第一季進一步確認了中國人工智能數據中心需求復甦，GDS錄得較快的訂單吸納、積壓訂單持續擴張及營運動力改善，大致符合我們過往預期。然而，我們認為人工智能數據中心（AIDC）應視為中長線的人工智能基礎設施週期，而非短線的算力租賃交易。與GPU租賃（能迅速受惠於短期供需失衡）不同，AIDC訂單需要經過更長的過程才能轉化為經常性收入。隨著積壓訂單擴大及交付進展，公司的收入能見度及增長理應持續改善。

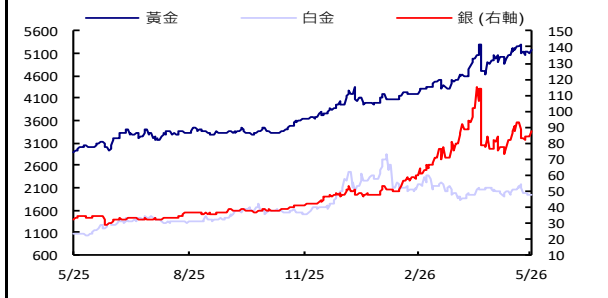
這個AIDC週期亦與過往的IDC週期不同。高功率人工智能數據中心不再僅僅是機櫃供應。營運商需要滿足國家PUE（電能使用效率）要求、獲取電力及能耗配額，並配合國家算力樞紐規劃。這應能限制無序的供應增長，形成更良好的競爭格局。GDS已獲得約3,700兆瓦的已批土地及預留資源，總可開發產能約5,600兆瓦，為未來人工智能數據中心擴張提供充足的資源空間。

DayOne仍是公司的隱藏寶石，公司仍持有約24%股權。據報導，DayOne正計劃於納斯達克及新加坡交易所雙重上市。按估計估值約200億美元計算，公司持有的剩餘股權所對應的透視價值約為48億美元，相當於公司市值的約58%。

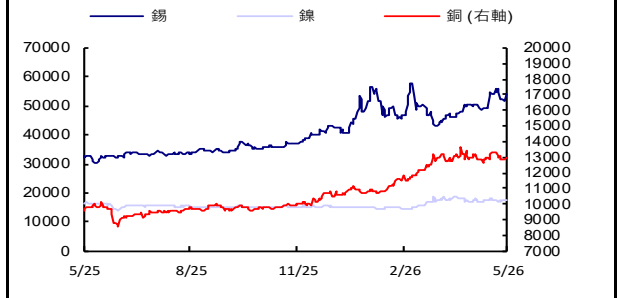
我們繼續看好公司在AIDC行業的核心競爭力。隨著國內GPU供應增加，人工智能/超大規模客戶的部署信心應會進一步增強，支持GDS將積壓訂單持續轉化為交付、客戶進駐及經常性收入。該股現價對應2026財年預測市賬率3.7倍，企業價值對EBITDA倍數15倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

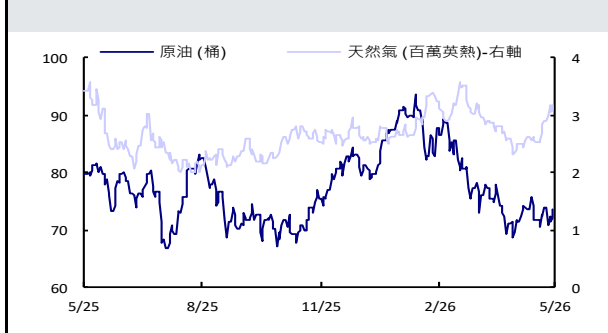
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	5104	11.1	17.7	76.0
白金 (盎司)	1960	0.5	(3.7)	80.7
銀 (盎司)	84	(5.1)	63.5	160.4



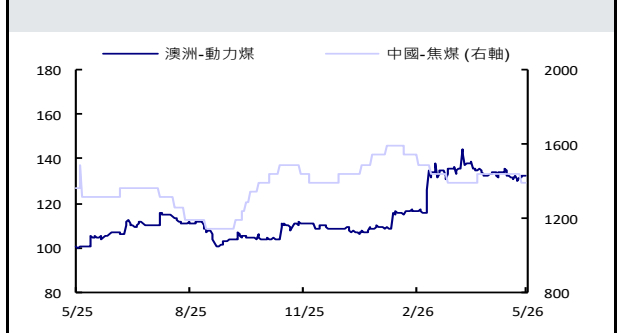
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12954	12	212	36.0
鎳 (噸)	17469	(0.6)	14.8	5.5
錫 (噸)	54034	15.6	33.2	64.5



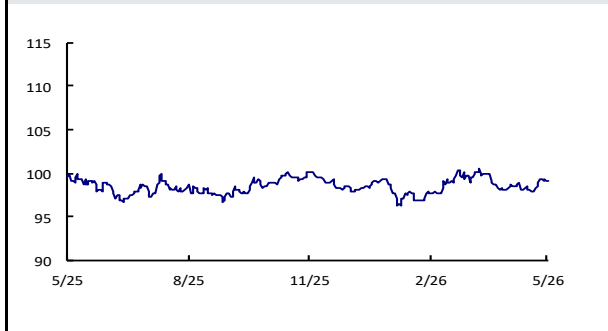
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	94.8	59.4	64.8	43.5
天然氣 (百萬英熱)	3.0	4.2	(18.5)	(10.8)



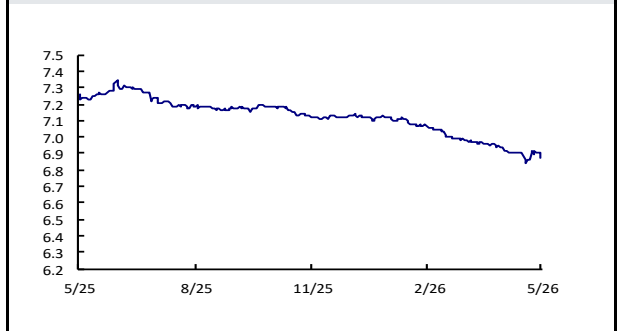
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	0.0	(3.5)	2.2
澳洲動力煤 (US\$/t)	132.5	(7.0)	23.2	31.9



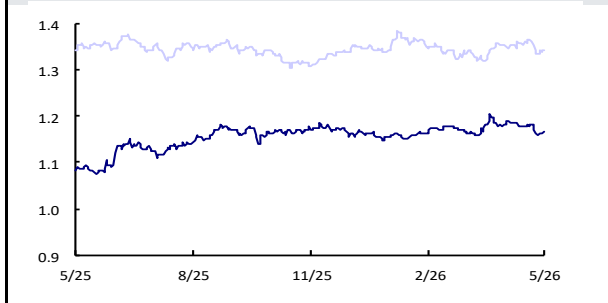
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.1	(0.9)	0.8	(0.5)



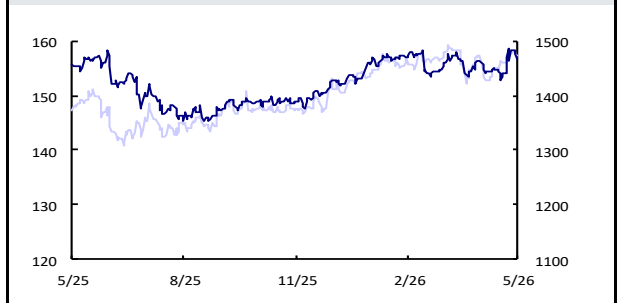
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(0.9)	(3.0)	(4.9)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	0.3	(0.1)	7.4
英鎊	1.3	16	(0.3)	0.1



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	157.7	(0.3)	4.6	7.1
韓圓	1475.5	0.1	3.9	1.4



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
首次申請失業保險金人數	週		26年5月21日
新屋開工與營建許可	月		26年5月21日
消費者信心指數	月		26年5月26日
個人收入與支出	月		26年5月28日
耐久財訂單	月		26年5月28日
國內生產毛額	季		26年5月28日
新屋銷售	月		26年5月28日
批發庫存	月		26年5月29日
採購經理人指數	月		26年6月1日
工廠訂單	月		26年6月3日
就業報告	月		26年6月5日
貿易收支	月		26年6月9日
成屋銷售量	月		26年6月9日
消費者物價指數	月		26年6月10日
生產者物價指數	月		26年6月11日
工業生產指數	月		26年6月15日
零售業銷售額	月		26年6月17日
商業庫存	月		26年6月17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5月31日
外匯儲備	季		26年6月7日
M2貨幣供應量	月		26年6月9日
貿易收支	月		26年6月9日
生產者物價指數	月		26年6月10日
消費者物價指數	月		26年6月10日
零售業銷售額	月		26年6月16日
工業生產報告	月		26年6月16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
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
M2貨幣供應量	月		26年5月29日
零售業銷售額	月		26年6月2日
採購經理人指數	月		26年6月3日
外匯儲備	月		26年6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
失業率報告	月		26年6月16日
國內生產毛額	季		26年7月31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之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者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，並可能作為該發行者之包銷商、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者之董事或作為該等機構或發行者之董事會代表。

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