

## 未评级

## AI 智算需求红利加持，业务开启成长新周期

粤港湾控股 (1396.HK)

2025-12-29 星期一

## 投资要点

## ➤ 完成战略收购，致力于成为 AI 算力领先服务商

公司正式完成收购天顿数据实现业务重组，全面向“基建与 AI 业务”双轮驱动模式转型，实现从“物理空间建造者”向“数字生态运营商”的战略升级，未来将积极拓展 AI 算力云服务、智算中心建设与运营等新领域。根据公开资料显示，深圳天顿数据科技有限公司是中国第一梯队智算建设运营商，是内最早布局国标 A 级第三方数据中心的企业之一，能够提供“绿能智算”全生命周期服务。在全国运营超过 3 万台机架，总算力规模超 5 万 P。自成立以来，天顿数据的营收持续高速增长，2022-2024 年营收分别为人民币 5090 万元、6160 万元、2.3 亿元，2025 年一季度达到 1.74 亿元，同时在手订单规模超百亿元，并由此启动“国内+国际双市场发展战略”，未来还计划在海外市场建设多个智算数据中心。

## ➤ 传统数据中心向智算中心升级，市场需求旺盛

根据工业和信息化部资料，2024 年，中国标准机架数量超过 8.8 百万，较 2023 年增长 16.5%，有效支持算力资源分配和数据流通，总算力达 280EFLOPS。到 2025 年 3 月，标准机架数量突破 900 万。在人工智能需求蓬勃发展的趋势下，通用型运算中心有升级为智能型运算中心的趋势。自 2017 年以来，中国数据中心行业的市场规模实现了两位数增长。2023 年市场规模达到约人民币 2,407 亿元，同比增长 26.68%。预计 2024 年将达到人民币 3,048 亿元。随着各区域、各行业对数字化转型需求不断增加，持续推升数据中心市场需求。AI 智算中心作为算力时代的超级引擎，已成为人工智能发展和各行各业数字化转型的关键推动力，预计到 2028 年，国内智能算力市场规模将接近 25,000 亿元，因此公司业务将充分享受行业增长红利。

## ➤ 业务自困境反转，经营回归正常

此前公司以地产相关业务为主，估值受行业周期波动影响较大；而转型智算赛道后，公司将深度绑定 AI 产业的高增长红利，估值体系有望切换至“算力+科技”赛道的估值框架。参考当前智算行业的高景气度与稀缺性标的估值水平，粤港湾控股凭借天顿数据的万卡集群能力、头部客户资源，以及债转股后优化的财务结构，公司具备重估空间。更重要的是，公司在完成转型后，形成了“低负债财务+高成长智算”的优质组合，既具备传统企业转型的稳健性，又拥有科技赛道的成长性。随着公司的业务结构改善，增长预期可能陆续在 2026 年业绩中兑现。

## 重要数据

日期	2025.12.24
收盘价 (港元)	4.65
总股本 (亿股)	11.24
总市值 (亿港元)	52.27
净资产 (亿港元)	33.60
总资产 (亿港元)	64.45
52 周高低 (港元)	6.60/0.13
每股净资产 (港元)	4.13

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

中国粤港湾区控股有限公司	36.98%
Champion Road Group	27.58%

## 研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

## 目录

一、公司致力于成为 AI 算力领先服务商 .....	4
1.1 公司业务分析 .....	4
1.2 历史沿革 .....	5
1.3 收购天顿数据，打造一线算力供给平台 .....	6
二、第三方数据中心持续受益于 AI 红利 .....	9
2.1 数据中心向智算中心升级，提供更专业化服务 .....	9
2.2 数据中心行业前景广阔，在 AI 时代下增长有望提速 .....	10
三、降低有息负债，聚焦 AI 算力蓄势起飞 .....	12
3.1 头部客户背书下的高质量稳定发展标杆 .....	12
3.2 拥有搭建万卡集群能力，进军 AI 推理及训练核心赛道 .....	12
3.3 债转股完成实现减负，聚焦智算赛道开启成长新周期 .....	13
四、公司潜力：业务困境反转，经营回归正常 .....	14
风险提示 .....	15

## 图目录

图 1：公司业务结构 .....	4
图 2：天顿数据旗下数据中心分布 .....	5
图 3：天顿数据海外数据中心分部 .....	5
图 4：潼湖智算中心，大规模模型训练中心 .....	5
图 5：智联云大数据中心，高效智能推理中心 .....	5
图 6：公司历史沿革 .....	6
图 7：天顿数据收入保持较高增速并成功扭亏（千元） .....	8
图 8：天顿数据资产规模快速攀升（千元） .....	8
图 9：数据中心收入模式示意图 .....	8
图 10：数据中心构造及服务器机房内部示意图 .....	10
图 11：国内第三方数据中心分部 .....	10
图 12：中国数据中心市场规模及数量持续增长 .....	11
图 13：中国算力需求在持续提升 .....	11

## 表目录

表 1: 公司披露资料中对于天顿数据现有订单进行的未来现金流测算.....	8
表 2: 互联网基础架构服务商估值对比 (20251210) .....	15

# 一、公司致力于成为 AI 算力领先服务商

## 1.1 公司业务分析

公司前身为 2013 年港股上市的毅德国际控股，过去主要是一家以传统地产业务为核心的企业。公司在全国多个区域拥有大量土地储备，并专注于基础设施建设，例如开发和运营产业园、物流园等商业地产项目。后于 2020 年战略升级并更名，主营业务从传统地产开发拓展至数字生态运营，同时于 2025 年收购天顿数据完成业务重组，正式完成向“基建与 AI 业务”双轮驱动模式转型，实现从“物理空间建造者”向“数字生态运营商”的战略升级，未来将积极拓展 AI 算力云服务、智算中心建设与运营等新领域。此次收购总代价为 9.77 亿港元，通过发行 3.1 亿股代价股份（每股 3.15 港元）支付。

根据公开资料显示，深圳天顿数据科技有限公司是中国第一梯队智算建设运营商，是内最早布局国标 A 级第三方数据中心的企业之一，能够提供“绿能智算”全生命周期服务。在全国运营超过 3 万台机架，总算力规模超 5 万 P。自成立以来，天顿数据的营收持续高速增长，2022-2024 年营收分别为人民币 5090 万元、6160 万元、2.3 亿元，2025 年一季度达到 1.74 亿元，同时在手订单规模超百亿元，并由此启动“国内+国际双市场发展战略”，未来还计划在海外市场建设多个智算数据中心。利润方面，天顿数据 2025 年一季度已实现赢利，充分证实“多源异构算力服务+AIDC 建设运营”的双主业发展模式已得到商业化验证，其 AI 智算中心业务模式提升了营运效率及盈利能力。

图 1：公司业务结构

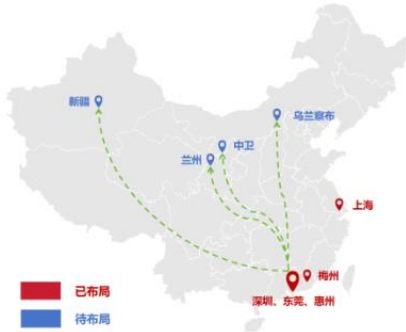


资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

公司目前自有经营两家 AI 智算中心，分别位于深圳市龙岗区及惠州市潼湖区。龙岗 AI 智算中心目前有 700 多个机架出租，主要提供用于推理所需的算力，总建筑面积达 2.8 万平方米，规模达到 17MW。目标公司预计未来将新增超过 250 个机架可供租用。而潼湖 AI 智算中心有两栋楼，目前正在建设中，完工后主要提供训练所需的算力，改中心为封闭式园区，占地面积 65 亩，建筑面积超 10 万

平方米，已获能评 50MW，可建机柜超一万个。目前其中一栋已经完工并且已经完成出租，上架率达到 100%。另一栋预计在 2026 年 1 月前完工。公司预计潼湖 AI 智算中心完工后总容量将超过 4,000 个机柜。

图 2：天顿数据旗下数据中心分布



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 3：天顿数据海外数据中心分部



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 4：潼湖智算中心，大规模模型训练中心



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 5：智联云大数据中心，高效智能推理中心



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

## 1.2 历史沿革

2020 年：公司正式更名为“粤港湾控股有限公司”公司战略升级为“新生态产城服务商”。

2021 年：聚焦大湾区，成为湾区地产品牌价值 Top10 湾区房地产 50 强 Top19 逆市交换及新发本金 3.0362 亿美元优先票据。

2022 年：蝉联 2022 中国产业新城运营商 TOP10。

2023 年：10 月实现 4.4 亿美元的展期降息，利率进一步降至 4.5%，展期 3 年  
4 月，实现 3.04 亿美元的展期降息，利率自 13.85% 降至 7%，展期三年。

2025 年：6 月，实现 4.39 亿美元债转股安排，有息负债率降低至 7%。

10 月，并购国内头部算力综合服务提供商天顿数据

**图 6：公司历史沿革**


资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

### 1.3 收购天顿数据，打造一线算力供给平台

随着 AI 时代的到来，AI 算力行业得到了快速发展，特别是 AI 技术在金融、医疗、教育等领域的应用日益广泛。而数据中心作为超算和智算的基础设施，承载着数据存储、处理和传输的重要任务。随着 AI 云计算、边缘计算等技术落地，AI 数据中心的建设和运营需求也在不断增长。目前全球数据中心市场规模不断扩大，各大企业纷纷加快数据中心建设步伐，以满足日益增长的数据处理需求。粤港澳大湾区收购的企业“天顿数据”主要从事 AI 算力服务业务，包括提供 AI 算力技术服务及相关运维服务、建设及开发 AI 智算中心、营运 AI 智算中心、研发 AI 技术及提供全面 AI 算力调度平台及为客户提供全面及一站式综合 AI 解决方案。一般而言数据中心业务盈利渠道主要为空间租赁费用与增值服务费用，通过以“持有—运营—租赁”为经营方式，具有一定商业地产属性，盈利能力主要取决于上架率（类比商业地产的出租率）以及租赁和服务费用。

#### 1. 基础设施租赁服务

租赁是数据中心项目基础和核心的盈利模式。服务商通过向企业、云服务商等客户出租物理资源来获取稳定收入。主要租赁内容：包括机柜空间、机柜内的电力、带宽资源、IP 地址等。收入主要取决于上架率（已出租机柜占总机柜数的比例）、机柜单价以及机柜总数。随着云计算、大数据等技术的发展，企业对托管服务的需求持续旺盛，为这一模式提供了稳定的市场需求。

## 2.提供增值服务

在基础租赁之上，IDC 服务商通过提供高附加值的服务来提升客户粘性和利润空间。包括数据安全服务、容灾备份、云计算解决方案（如 IaaS、PaaS）、网络安全服务等。这些服务不仅满足了客户日益复杂的需求，也将 IDC 的角色从单纯的“资源出租方”升级为“综合服务提供商”，是利润的重要增长点。

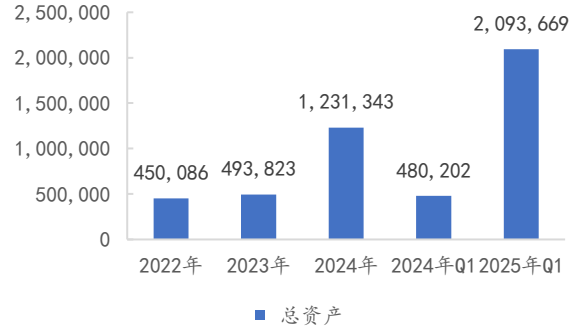
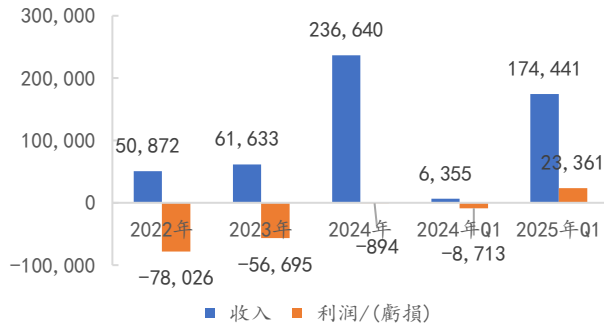
## 3.按需定制与项目承接

针对大型客户（如互联网巨头）的特定需求，IDC 服务商也采用定制化服务，来承接大客户高度定制化的需求，服务商可能负责部分或全部的配套设施投资、安装和后期运维服务。这种模式下，服务商的盈利点可能体现在项目工程服务费、长期运维服务费等，毛利率水平会根据具体合同约定而有所不同。

而天顿数据提供 AI 算力技术服务有三种不同的经营模式，分别是直接投资模式、经营租赁模式和融资租赁模式，而根据公司发展战略，直接投资模式将成为未来的主要业务模式。

- 在直接投资模式下，公司需要购置并持有服务器及配套设施。同时经过自身专业的技术部署和网络配置，直接向终端客户出租 AI 算力并收取服务费。在此模式下，公司需要管理包括维护和升级成本在内的资本开支。
- 在经营租赁模式下，公司向上游供货商租赁所需服务器及配套设施，然后转租予其客户以收取服务费，在此过程中，公司会产生专业技术部署及网络配置支出，但是属于轻资产运营模式。
- 在融资租赁模式下，公司向上游供货商租用所需的服务器及配套设施，但在租赁合同期满时按合约指定的剩余价值回购，并转换为直接投资模式。

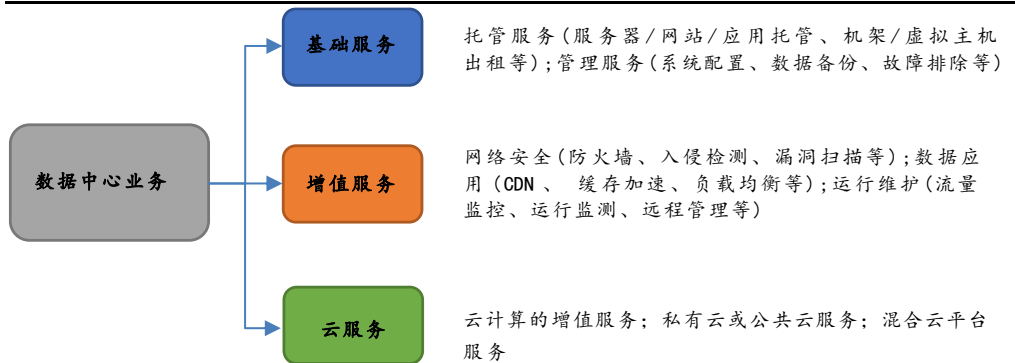
根据过往数据显示，天顿数据收入一直处于快速增长通道，分别于 2022 年、2023 年、2024 年及 2025 年第一季度产生收入 5,090 万元、6,160 元、2.4 亿元及 1.74 亿元，复合增速高达 114.5%。收入增长主要由于数据中心建设收入增加、数据中心营运收入及 AI 算力技术服务收入增加。公司总资产规模快速攀升，主要是由于 AI 智算中心业务对服务器及设备固定资产。

**图 7：天顿数据收入保持较高增速并成功扭亏（千元）**      **图 8：天顿数据资产规模快速攀升（千元）**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

而根据公开资料显示，天顿数据目前已经与包括电信运营商、大型互联网公司、头部云服务提供商及其他客户签订了期限一年至五年的 AI 算力云服务合约，这将产生稳定且持续增长的收入来源。截至 2025 年第一季度，在手订单规模就超百亿元根据该等合约，天顿数据已新增管理 AI 算力规模超 12,000GPUs。

**图 9：数据中心收入模式示意图**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**表 1：公司披露资料中对于天顿数据现有订单进行的未来现金流测算**

人民币千元	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	3月至12月	（预测）	（预测）	（预测）	（预测）	（预测）	（预测）
收益	1,737,419	4,276,352	4,209,016	3,530,255	2,905,018	3,031,490	3,153,171
销货成本	1,429,490	3,371,814	3,295,311	2,826,030	2,371,028	2,047,197	1,729,747
增值税及其他税项	(157,666)	(19,909)	(978)	15,572	15,488	(45,035)	(7,186)
毛利	465,596	924,447	914,683	688,653	518,502	1,029,328	1,430,610
销售、一般及行政费用	221,849	340,521	368,175	374,919	375,601	404,734	569,260
财务成本	43,195	64,524	53,347	43,221	18,375	9,013	8,440
税前利润	200,552	519,402	493,161	270,513	124,526	615,581	852,910
企业税	30,083	77,910	73,974	40,577	18,679	92,337	127,937
纯利	170,469	441,492	419,187	229,936	105,847	523,244	724,974

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

## 二、第三方数据中心持续受益于 AI 红利

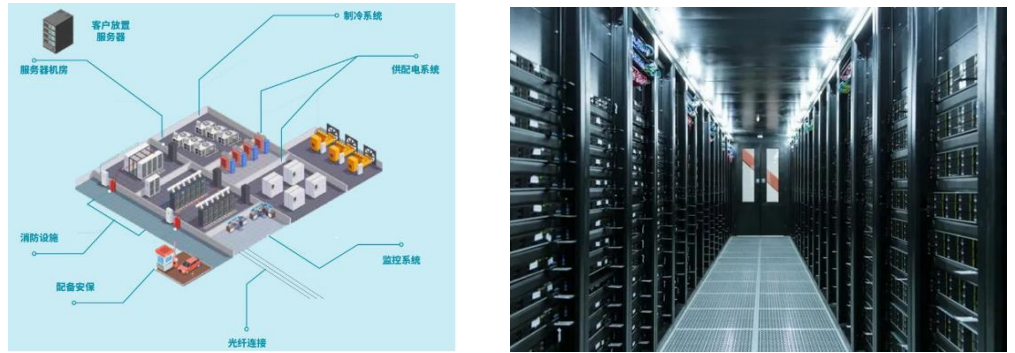
### 2.1 数据中心向智算中心升级，提供更专业化服务

传统数据中心服务主要为计算机系统运行提供特殊的基础设施环境。基础设施环境一般包含建筑物本体、电力电气系统、制冷系统、监控管理系统、安防系统和装修装饰工程等，旨在保障包含服务器、存储和网络设备在内的计算机系统安全、稳定、可靠地运行，可用于存储、处理大量数据。智算中心服务相较于传统数据中心服务具有定制化、智能化特点，借助 IT 技术实现智能化，不再局限于向业务端单向地提供信息和输出数据，而是直接利用整合好的数据进行业务生产，承担核心运营支撑、信息资源服务、核心计算、数据存储和备份等功能，能够根据行业客户差异化需求，提供专业化服务。服务可覆盖 IaaS 到 PaaS 全线产品。传统数据中心可向用户提供建筑物、数据中心基础设施、网络通信、服务器/存储、数据库、中间件、应用等不同层次的服务，包括网络宽带服务、网络安全服务、服务器托管服务、虚拟主机服务、数据备份管理等。

智算中心提供的服务除了机房托管外，还包括算力租赁、智算平台、工具集等增值服务和模型即服务（MaaS）、大模型应用服务等，呈现定制化、智能化特点。智算中心的大模型托管、训练、部署、订阅服务覆盖 IaaS 到 SaaS 的全线产品：IaaS 可提供 GPU 主机、高性能计算、批量计算等服务；PaaS 可通过智算平台的公有云和专有云提供算力调度、数据处理、模型开发的智能计算服务；MaaS 可提供模型定制、精调、部署服务，基于 MaaS 和大模型升级 SaaS，帮助客户构建行业大模型、提供基于大模型的搜索引擎、数字人等服务。

目前中国数据中心的主要市场位于主要经济中心，包括上海、北京、深圳、广州、香港等周边地区，这些地区被称为一线城市。由于一线市场的土地供应有限，且电力供应许可受到限制，因此数据中心营运商一直在这些地区的外围开发设施，以满足客户对较大规模信息技术部署的要求，并允许未来扩展，同时保持可接受的网络延迟水平。根据独立市场研究机构 Insightand Info，2022 年，东部发达省份（即一线城市）的数据中心比例为 68%，而中部、西部和东北地区的比例分别为 15%、12% 及 6%。2020 年至 2023 年，新增机架也主要集中在一线城市周边地区。北京、上海、广州周边地区的新增机柜占比高达 68%。

图 10: 数据中心构造及服务器机房内部示意图



资料来源：首程控股《数据中心行业投资与价值观察》、国元证券经纪（香港）整理

图 11: 国内第三方数据中心分部



资料来源：ODCC、国元证券经纪（香港）整理

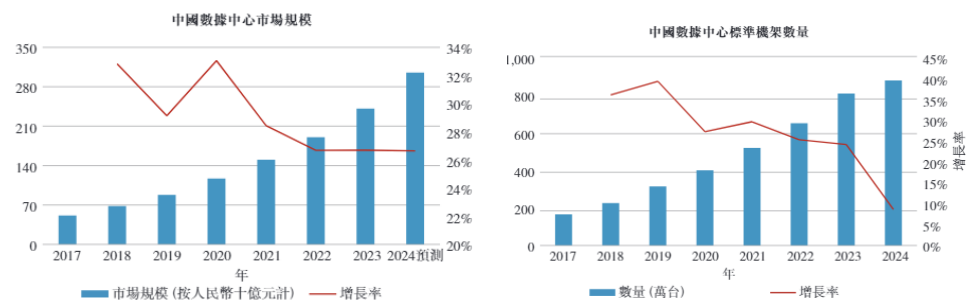
## 2.2 数据中心行业前景广阔，在 AI 时代下增长有望提速

根据 FortuneBusinessInsights 预测全球数据中心电力市场规模在 2024 年的价值为 149.2 亿美元。预计该市场将从 2025 年的 159.7 亿美元增长到 2032 年的 264.5 亿美元，在预测期间的复合年增长率为 7.5%。北美在 2024 年以 37.53% 的份额占据全球数据中心主要市场。随着 AIGen 应用增加，对专业芯片，GPU 或图形处理单元的需求大大增加。GPU 通过执行 AI 处理中需要的快速数学计算来帮助渲染图形和图像。

通常而言算力中心主要由供暖、供冷、供水、供电等基础设施和信息技术软硬件设备组成，具备计算能力、承载能力和存储能力。过去企业主要将外包的数据中心设施作为内部部署容量或 IT 系统替代方案。未来企业数字化转型、AI 人工智能技术将推动数据中心行业需求持续发展，而智能算力需求提升将推动数据中心规模的大幅增长。

据 Semi Analysis 预测，全球数据中心容量将从 2023 年的 49GW 增长至 2026 年的 96GW，新建智算中心容量将占增量的 85%。根据工业和信息化部资料，2024 年，中国标准机架数量超过 8.8 百万，较 2023 年增长 16.5%，有效支持算力资源分配和数据流通，总算力达 280EFLOPS。到 2025 年 3 月，标准机架数量突破 900 万。在人工智能需求蓬勃发展的趋势下，通用型运算中心有升级为智能型运算中心的趋势。自 2017 年以来，中国数据中心行业的市场规模实现了两位数增长。2023 年市场规模达到约人民币 2,407 亿元，同比增长 26.68%。预计 2024 年将达到人民币 3,048 亿元。随着各区域、各行业对数字化转型需求不断增加，持续推升了数据中心的市場需求，技术进步带动了高密度、高功率数据中心的发展。AI 智算中心作为算力时代的超级引擎，已成为人工智能发展和各行各业数字化转型的关键推动力，预计到 2028 年，国内智能算力市场规模将接近 25,000 亿元。

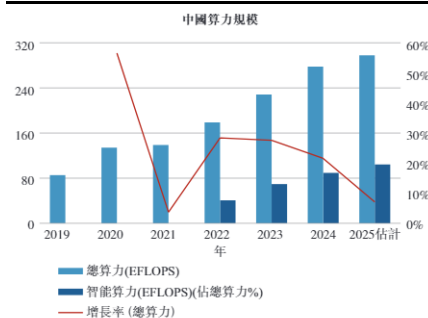
**图 12：中国数据中心市场规模及数量持续增长**



资料来源：中国信息通信研究院、国元证券经纪（香港）整理

根据工业和信息化部等六部门关于印发《算力基础设施高质量发展行动计划》，2023 年至 2025 年总算力规模目标分别为每年 220、260 和 300EFLOPS，智能计算比例分别为 25%、30% 和 35%。该行动计划亦提出量化目标，例如在 2025 年前建立 50 个智算中心。中国算力中心产业正处于全面建设阶段，特别是 AI 时代来临，对算力需求旺盛。随着技术进步和政策支持，智算中心将在中国国力与经济增长中发挥更大助力作用。

**图 13：中国算力需求在持续提升**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

## 三、降低有息负债，聚焦 AI 算力蓄势起飞

### 3.1 头部客户背书下的高质量稳定发展标杆

在数字经济加速渗透、算力需求爆发式增长的当下，数据中心作为数字基础设施的核心载体，其行业竞争力不仅取决于硬件设施与技术实力，更与客户结构的质量深度绑定。天顿数据凭借“客户订单均为头部互联网企业”的核心优势，构建起“高质量+高稳定”的发展护城河，成为数据中心赛道中极具投资价值与合作潜力的优质标的，其行业标杆性与发展确定性值得高度关注。

由于头部互联网企业对数据中心的选择向来秉持严苛标准，其合作门槛涵盖技术可靠性、安全防护等级、算力支撑效率、服务响应速度、长期运营能力等多重核心维度。这类企业的业务覆盖海量用户，数据处理规模庞大且对连续性要求极高，一旦数据中心出现故障或服务波动，可能引发连锁反应，造成巨大的商业损失与品牌影响。天顿数据能够持续斩获头部互联网企业订单，本质上是行业对其综合实力的极致认可，从数据中心的选址布局、服务器集群的稳定性，到网络带宽的冗余设计、数据安全的全流程防护，再到 7 天 24 小时的运维响应体系，天顿数据的各项服务能力均达到头部客户的严苛要求，这一合作背书远超普通行业认证的说服力。由于头部互联网企业凭借雄厚的资金实力与清晰的盈利模式，具备极强的付费意愿与付费能力，不仅能为天顿数据带来稳定且丰厚的营收回报，更能有效降低应收账款风险，保障企业现金流的健康度。更重要的是，头部客户的需求并非简单的算力租赁，而是包含定制化算力配置、绿色节能方案、混合云协同等在内的综合性服务，因此对于技术要求有较高门槛。

因此未来订单的稳定性为天顿数据的长期发展注入了确定性。头部互联网企业的业务具有极强的持续性与抗周期能力，即便在宏观经济波动或行业调整期，其核心业务的算力需求仍能保持稳健增长，不会因短期市场变化而随意缩减数据中心投入。这种稳定性使得天顿数据的营收增长具备可预期性，有效规避了中小客户集中带来的订单波动风险，显著提升了企业的抗风险能力。例如，在数字化转型加速的浪潮下，头部互联网企业在云计算、人工智能、大数据分析等领域的投入持续加码，对应的算力需求不断扩大，为天顿数据带来了稳定的订单增量，也为其未来的业务拓展奠定了坚实基础。

### 3.2 拥有搭建万卡集群能力，进军 AI 推理及训练核心赛道

在生成式 AI 爆发、大模型训练与推理需求呈指数级增长的当下，算力已成为数字经济时代的核心生产要素，而具备大规模集群部署能力的算力提供商更是行业稀缺资源。天顿数据作为少数能够搭建万卡集群数据中心的企業，精准聚焦人工

智能模型训练与推理核心场景，其独特的技术壁垒与业务定位，使其在股票二级市场具备极强的稀缺性与投资价值。万卡集群数据中心的搭建并非普通算力服务的简单扩容，而是对企业综合技术实力的极致考验。这一能力不仅要求企业具备雄厚的资金实力以支撑海量高性能 GPU/CPU 的采购与部署（公司主要采购英伟达算力卡），更需要在网络架构设计、算力调度优化、散热节能技术、稳定运维体系等方面具备顶尖水平。万卡级集群需实现数万张计算卡的协同运算，任何环节的技术短板都可能导致算力损耗、延迟增加甚至集群崩溃，而这正是多数数据中心企业难以突破的技术瓶颈。天顿数据已攻克这一难题，可直接满足千亿参数级大模型训练、大规模 AI 推理等高端算力需求，填补了市场对顶尖 AI 算力服务的供给缺口，并精准聚焦人工智能模型训练与推理场景，占据 AI 产业链的核心环节。相较于传统数据中心聚焦通用算力租赁、业务同质化严重的现状，天顿数据的差异化定位使其跳出了低层次价格竞争，深度绑定 AI 产业发展红利，随着大模型应用场景的持续拓宽，其算力需求将保持长期旺盛，成长空间极具想象力。从行业趋势来看，AI 技术的迭代速度与应用广度仍在持续提升，大模型向多模态、轻量化、行业化方向发展，对算力的需求将持续攀升，万卡级乃至更高规模的集群算力将成为市场主流需求。天顿数据凭借先发的技术优势与精准的业务布局，已抢占行业先机，其稀缺性将随着行业发展进一步凸显。同时，随着粤港湾控股对其并购完成，天顿数据将获得更充足的资金支持与资源协同，有望进一步扩大万卡集群规模、拓展客户边界，持续巩固其在 AI 算力领域的领先地位。

### 3.3 债转股完成实现减负，聚焦智算赛道开启成长新周期

粤港湾控股完成债转股的战略动作，不仅实现有息负债率的大幅压降，更以“轻装上阵”之姿全力布局智算业务，成功开启从传统产城服务商向 AI 算力核心玩家的转型跨越。债转股的落地的核心价值，在于为粤港湾控股构建了更健康的财务底盘。根据披露，公司以 98.3% 的高同意率完成 4.39 亿美元债转股安排，有息负债率大幅降至 7% 的低位水平。这一关键财务指标的优化，一方面大幅减少了利息支出对现金流的消耗，降低了宏观利率波动带来的财务风险，让公司得以将更多资源从债务偿还转向核心业务拓展；另一方面低负债率的财务结构显著提升了企业的抗风险能力与融资弹性，为后续智算业务的大规模投入（包括数据中心建设、算力集群扩容、技术研发等）提供了充足的财务安全垫。

从战略逻辑来看，粤港湾控股的转型并非跨界冒险，而是基于资源协同的精准卡位。公司此前“新生态产城服务商”的战略布局，已积累了产业园区运营、政企资源对接、区域市场深耕等核心能力，这些资源与智算业务形成天然协同：例如产城项目可作为智算数据中心的优质落地载体，降低选址与建设成本；政企合作

资源能为智算业务拓展政府、国企等 To G 客户；而智算业务的落地又能为产城项目注入高端产业动能，提升园区产业能级与价值。这种“财务减负-核心资产注入-资源协同赋能”的转型路径，让粤港湾控股在智算赛道的布局具备了“起点高、基础实、潜力大”的独特优势。

展望未来，随着 AI 技术在各行业的深度渗透，智算需求将持续保持高增长态势。粤港湾控股通过债转股实现财务减负，依托天顿数据的核心算力资产，叠加自身产业资源协同优势，已在智算赛道抢占了有利身位。未来，随着智算业务规模的持续扩大与盈利能力的逐步释放，公司有望彻底完成战略转型，成长为 AI 算力领域的核心参与者，成为资本市场中转型成功的标杆性企业。

#### 四、公司潜力：业务困境反转，经营回归正常

我们认为公司基本已经走出业务困境，主要逻辑：

- 此前公司以地产相关业务为主，估值受行业周期波动影响较大；而转型智算赛道后，公司将深度绑定 AI 产业的高增长红利，估值体系有望切换至“算力+科技”赛道的估值框架。参考当前智算行业的高景气度与稀缺性标的估值水平，粤港湾控股凭借天顿数据的万卡集群能力、头部客户资源，以及债转股后优化的财务结构，公司具备重估空间。更重要的是，公司在完成转型后，形成了“低负债财务+高成长智算”的优质组合，既具备传统企业转型的稳健性，又拥有科技赛道的成长性。
- 随着 AI 时代的全面来临，引发智算中心需求的爆发式增长，这一行业红利为公司未来收入增长筑牢了坚实基础。当前生成式 AI、大模型迭代、行业数字化转型等场景对高性能智算的依赖度持续攀升，从千亿参数大模型的训练攻关，到各类 AI 应用的推理部署，均需要大规模、高稳定、低延迟的智算中心提供支撑，因此智算已成为数字经济发展的核心生产要素，市场需求呈现长期旺盛态势。天顿数据的客户群体以头部互联网企业为主，这类客户的 AI 业务布局广泛、投入持续加码，对智算资源的需求具有稳定性和扩容性，并且智算服务的合作模式多为长期协议，叠加高付费能力的客户属性，确保了天顿数据收入增长的持续性与可预期性。

综上，我们认为公司经营已重新步入正轨，未来经营规模可能会持续增长。

但目前公司的估值受到 1) 公司过往经营波折的市场印象尚未完全改变、2) 算力行业价格竞争开始逐渐激烈、3) 港股大盘疲弱三重因素影响，短期震荡可能加

剧、4) 目前英伟达产能有限，顶尖的算力卡产能远远不能满足市场爆发性的需求，因此公司收入增长天花板可能受到影响。

我们认为：随着公司的业务结构改善，增长预期可能陆续在 2026 年业绩中兑现。

**表 2：互联网基础架构服务商估值对比（20251229）**

代码	证券简称	总市值(万元)	市盈率PE			市净率PB	市销率PS
			TTM	25E	26E		
300442.SZ	润泽科技	820.44	16.47	18.64	25.69	6.06	16.8
301236.SZ	软通动力	445.98	219.35	111.99	79.04	4.3	1.29
000158.SZ	常山北明	337.79	-72.75	N/A	N/A	6.47	3.74
688692.SH	达梦数据	283.85	54.88	56.58	43.76	8.11	22.8
300017.SZ	网宿科技	250.37	29.06	32.93	31.18	2.47	5.2
600602.SH	云赛智联	207.39	130.66	102.2	82.97	5.14	3.99
CRWV.O	COREWEAVI	3,197.3	N/A	-47.2	-81.8	11.6	12.8
IBM.N	IBM	20,539.5	36.7	29.5	27.5	10.4	4.4
KC.O	金山云	258.9	N/A	-23.3	-28.1	3.8	2.8
SNOW.N	SNOWFLAK	5,391.0	N/A	N/A	433.5	35.7	17.4
NET.N	CLOUDFLAF	5,179.5	N/A	-542.7	-612.9	54.3	36.3
GDDY.N	GODADDY	1,206	20.6	N/A	N/A	185.7	3.5

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

## 风险提示

- AIDC 行业增长不及预期；
- 公司业务优化不及预期。
- 行业价格竞争激烈。

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券”）制作，国元证券为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。**特别声明**

在法律许可的情况下，国元证券可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

#### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。