

2026年1月30日

数字资产板块

宏观策略分析

证券研究报告

数字资产板块

从传统金融转型至挖矿，再到 AI 人工智能

—— Web3 行业的转型执行者

报告内容

随着比特币减半导致利润下降，加上 AI 算力需求井喷，我们观察到多间美股加密货币挖矿公司，如 Hut 8 (HUT.US)、IREN Limited (IREN.US) 等转型为 AI 数据中心或 GPU 云端服务商，因此我们早前与灿谷公司 (CANG.US) 的管理层会面，探讨行业转型之路。公司已顺利完成向 Web3 矿企的转型，并同步启动人工智能的布局。总的来看，公司以“执行能力强”为业界和投资界所认可——二手矿机运营效率高，在线率与产量均保持高位。融资方面，当前主要通过“电费贷”模式，以比特币作为质押向加密生态金融机构（如 ANTA.US）获取资金支付电费，规模优势下利率约 7.5%，贷款久期较长。公司目标明确，未来将持续聚焦战略执行，在维持比特币挖矿业务的同时推进 AI 转型，依托现有矿场资源及运营经验，探索业务协同发展。

从传统金融走到 Web3

灿谷前身为汽车金融服务平台，于 2018 年在纽交所上市。2024 年底开始彻底转型，从汽车行业转向比特币挖矿业务，公司已于 2025 年 5 月将中国境内所有业务全部剥离，仅保留占收入 1% 左右的二手车出口服务业务。转型过程中，公司通过 2.56 亿美元现金购入比特大陆 32EH 的 Antminer S19 XP 系列矿机（风冷+水冷）；同时通过入股引入矿业战略股东，获取了 18EH 算力。完成交易后，灿谷共有 50EH 算力，跻身比特币矿业的第一梯队，当下成为上市公司中第二大矿企，占全网算力约 4.5%。

目前公司的矿机分布在全球各地，其中美国占比约 60%，其余分布于巴拉圭、阿曼等国家。公司转型执行效率较高，放弃了对最新型号的盲目追求，选择了性价比极高且立即可用的次新现货 S19 XP 系列二手矿机，实现了短时间内的完整转型，从传统的汽车金融走到目前比特币矿业的 Web3 赛道。2025 年 7 月，新一届管理层上任，老班底与矿业新兵混搭，延续高效执行风格。面对矿机迭代风险，公司聚焦现有设备全生命周期管理，用运营效率对冲技术折旧。

比特币挖矿业务运营

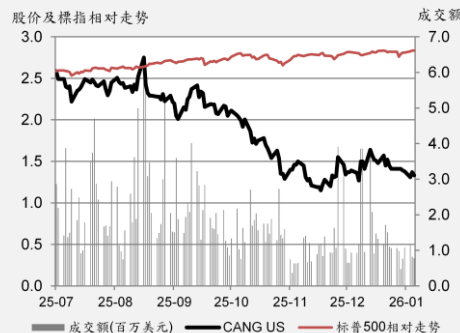
灿谷购入的全部是二手在架矿机，上线不足六个月，按三年折旧周期计算，自 2024 年 11 月开始计算折旧，恰好覆盖至下一轮减半周期前。关于矿机投入与算力规模，通过 4 亿美元现金+股权的方式购买二手矿机，获得了 50EH 的算力规模，该规模在全球上市矿企中名列前茅（截止报告发表日，最大矿企比特小鹿的算力估算约 70EH、马拉松算力为 55EH）。挖矿业务的运营与电力密切相关，挖矿收益可通过矿机投入成本、全网算力假设、矿机能耗等参数明确计算，当前现金利润率相对可观。

成本结构与电费控制方面，挖矿成本中，电费是最大的成本支出。截至 Q3，单币现金成本为 81072 美元。电费合同包含调价机制，当理论收益（以现金利润率计算）低于 10% 时，会下调基本电费，形成对矿工的保护机制。不同地区场地的电费合同存在差异，其中东非的水电电费相对更便宜。为控制现金流出，公司与行业合作伙伴 ANTA.US 进行电费贷合作，通过仅支付利息而非每月巨额电费，确保挖矿业务自运转。从业务本质看，挖矿是简单模型，核心影响因素为币价和电费，公司通过控制电费成本并等待币价上涨来保障收益。

（续下页）

关注股份

灿谷公司 (CANG.US)

股价表现


数据来源：彭博、国投证券国际整理

黄焯伟 宏观分析师

stevewong@sdicsi.com.hk

在比特币储备策略方面，公司自 2024 年 11 月转型至 2025 年底期间，采取‘挖矿屯币’策略，未出售任何比特币，累计囤积约 7500 枚。从 2026 年开始，储备策略发生变化，将动态调整比特币储备，以维持 7500 枚左右之水平，并沽出额外新增比特币支持下一阶段的转型。

分布式算力节点模式

公司作为美股上市的 14 家美国上市矿企之一，采用独特的“轻资产模式(asset-light model)”，所有矿机通过托管运营，不直接投资建设大规模的矿场基础设施或电站。该模式以快速入局、囤积比特币为目标导向，与其他矿企同行逐年铺重资产的打法形成鲜明对比。成本结构方面，现金成本主要由电费（占大头）和托管费（租赁场地费用）构成，当前现金成本约为 81000，高于部分矿企的 4 万-5 万，但因使用状态良好的二手矿机，单笔折旧成本仅 13000-15000，综合成本控制在 10 万以内。

托管合同通常一年一签，包含调价机制：若当月挖矿收益扣除电费、运维费后低于 10%，将按约定公式调价（仅下调，无上调）；极端情况下（如币价暴跌至 5 万-6 万），可能通过协商调整成本或维持空转挖矿。矿机资产归属公司，托管方需承担一定保管责任，公司 50EH 算力分布于约 40 多个矿场（美国 30 多个、东非 6-7 个、巴拉圭和阿曼等地），选择政策可控、治安良好的地区布局，能源、电价及政局稳定是主要考量因素。

AI 转型战略规划

公司当前正推进从比特币矿业向 AI 方向的转型。在 2025 年第四季度，公司启动并完成了多个 AI 算力和绿色能源的试点项目，2026 年将重点发展 AI 业务。公司已明确了「三步走」战略：

- 近期(Near-term)：GPU 算力租赁。利用现有资源快速部署节点，服务 AI 初创公司，模式为「资产轻量化、纯连接服务」(Asset-light connectivity model)。
- 中期(Medium-term)：区域性智算中心。建立自营的数据中心枢纽(Hubs)，提供稳定的推理(Inference)服务。
- 远期(Long-term)：分布式 AI 算力网。将全球分散的矿场节点整合成一个动态调度的算力网络，服务大型跨国企业。

同时，比特币挖矿业务将作为基座业务持续存在，不会完全放弃，而是在维持挖矿业务的基础上，同步投入 AI 业务转型，并计划后续进一步分享 AI 业务转型的具体方向。

财务与融资情况

资产负债表变动方面，资产负债表主要科目发生显著变动。其他应收款由原 4 亿美金骤减，系 2025 年二至三季度的资产处置所致——5 月公司以 3.52 亿美金作价出售了全部中国资产（原车贷业务），因业务特性剩余回款将延续至 2026-2027 年，出售时按 10%-15% 贴现率折现并转让给独立第三方。长期应收款则新增 6.6 亿美金，主要反映比特币质押资产按美国 GAAP 最新指引以公允价值计入该科目所带来的账面增值。

电费贷融资模式。公司融资结构以电费贷为核心，长期借款 4 亿美金为唯一负债。此外，公司采用“算力+经营”双重杠杆策略。具体来看，电费贷年利率约 7%-7.5%，期限至 2028 年 4 月，对应比特币质押资产托管于 Coinbase 的多个钱包中，通过多方共管密钥进行风险控制。

现金流与盈利逻辑，当前比特币挖矿业务为自运转业务，无需额外融资；未来拓展 AI 及能源业务时将通过资本市场进行融资，业务融资需求划分明确。

股东结构与治理

股权结构方面，公司当前股东结构相对分散，主要股东包括原创始人、早期机构投资人、转型引入的资深矿工及新引入的控制权收购方。从持股权益（shareholding rights）角度看，8 位资深矿工合计持股约 41%；两位原创始人（张、林）合计持股约 18%，目前不参与运营，类似 LP 角色；Enduring Wealth Capital Limited（EWCL）持股约 2%-3%；腾讯、泰康、博裕、理想汽车、春华等 2018 年上市前的早期投资人持股分散，多为 2%、1%、3% 左右。从投票权（voting rights）角度看，EWCL 是当前最大控制方，其投票权在 12 月底计划注资 1050 万美元完成后将超过 49%，成为实际控制方。

公司有超级投票权的安排，并采用 AB 股结构，原设计中创始人持有 B 股（1 股对应 20 投票权），其他股东为 A 股（1 股对应 1 投票权）。2025 年 3 月，EWCL 提出收购 1000 万股 B 股的交易，条件包括：收购后剩余 B 股全部转为 A 股（确保仅 EWCL 持有 B 股）、重组管理层。当前仅 EWCL 持有 B 股，其通过 1000 万股 B 股（对应 2 亿投票权）及后续注资，形成约 49% 的投票权（注资完成后超 49%），但持股权益仍低于 5%。设计此结构的主要原因是原始管理层（来自汽车、传统金融领域）缺乏新业务领域经验，需引入具备行业资源（币圈、挖矿、金融运营）的新管理层。

EWCL 未将投票权设为超 50%，是为避免阻碍潜在在美国基金投资，传递开放合作姿态。新管理层入驻后，原管理层仅 CFO 留任，其余均为新成员。此外，EWCL 收购 B 股时支付了溢价，表明其更看重通过上市公司平台推动业务发展而非短期股票收益。

风险提示

地缘政治与监管风险方面，市场目前最敏感的风险点源于其特殊的“中国背景+美国上市”结构。另外，采取了与传统重资产矿企不同的策略，公司强调“资产轻量化”（Asset-light）模式，依赖托管而非自建矿场。这种模式虽然扩张快，但缺乏对电力成本和基础设施的长期锁定能力。一旦托管方涨价或解约，其庞大的算力（50 EH/s）可能面临无处安放的风险。此外，随着比特币减半效应的延续和全网算力破 1000 EH/s，挖矿难度激增。如果比特币价格不能持续维持高位，高成本的托管模式将首先受到利润挤压。

在转型方面，虽然公司目标要向“能源+HPC（高性能计算）”转型，但相比拥有成熟数据中心经验的对手，公司作为“金融背景”的后来者，在 AI 算力运营上的技术积累尚待市场验证。

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

国投证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010