

买入

2025 年 7 月 22 日

IDC 方案服务商，边缘云业务打造第二成长曲线

- **深耕 IDC 方案，发展边缘计算服务，头部互联网公司全覆盖：**云工场科技成立于 2015 年，是国内最早的数据服务提供商之一。其目前已实现头部互联网客户全覆盖，并为政府、交通、高校等 10+ 行业提供高实时、快响应的边缘 AI 应用解决方案。公司创始人孙涛通过全资持有中间主体 Ru Yi Information Technology Co., LTD，实际持有公司 75% 的股权。
- **营业收入稳健增长，受费率影响净利润略有波动：**2021-2024 年公司营收 CAGR 为 15.1%，2024 年营收 7.08 亿元 (YoY+1.68%)，增长放缓是因为 IDC 解决方案服务收益减少。在此期间，公司毛利率从 12.16% 提升至 12.67%；但受上市进程影响，行政费用率从 4.79% 波动上升至 6.24%；研发费率受战略投入影响大，致净利润波动明显。尽管 2023 年净利润扭降为升，2024 年受收入增速放缓及研发、行政开支影响，净利润降至 0.12 亿元，同比降 13.02%。
- **数字革命来袭，IDC 方案及边缘计算市场增长势能强劲：**IDC 是服务器及存储、网络设备的专用放置设施，运营商中立服务供应商作用关键。受益于云计算、区块链、物联网技术发展和业务模式灵活性，2024-2028 年中国 IDC 解决方案市场将以 17.0% 的 CAGR 增至 530.32 亿元。相较传统 IDC，边缘计算服务具增值优势，2019-2023 年中国边缘计算市场 CAGR 达 33.8%，预计 2024-2028 年从 994 亿元攀升至 3102 亿元。IDC 业务竞争激烈，云工场已在边缘计算领域有所突破。
- **公司持续深耕 IDC 业务，战略性布局边缘计算：**公司收入稳中有增，呈现 IDC 业务稳健运行、边缘计算业务快速崛起、低毛利战略收缩的动态结构特征。IDC 服务是现阶段云工场收入的主要支柱，该业务灵活性强，客户群体多元且快速增长。在边缘计算业务布局方面，公司在独立边缘云品牌“灵境云”的基础上，构建基于基础云、边缘计算和 AI 技术的三大发展曲线，在算力、技术、地域和应用层面构筑竞争力。
- **看好公司基于 IDC 构建下沉分布式边缘云网络，目标价 7 港元，首次覆盖给予买入评级：**我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 8.86 亿元、10.39 亿元和 11.85 亿元，归属于母公司的净利润分别为 0.28 亿元、0.47 亿元和 0.65 亿元。展望未来，我们看好公司基于 IDC 构建下沉分布式边缘云网络，再塑增长曲线。考虑到公司当前市值规模及其积极布局新业务版图，代表性 IDC 企业的平均 PS 倍数为 4.48 倍，给予云工场科技约 0.9 倍的估值折价，即 2025 年 4 倍的 PS，得出目标价 7 港元，较现价有 52.17% 的增长空间，故给予买入评级。
- **风险因素：**主营业务需求疲软的风险、新兴业务市场拓展不及预期的风险、上游成本变动的风险

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

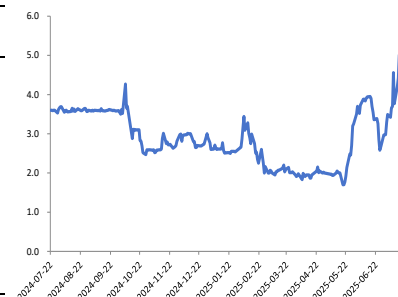
行业	互联网服务及基础设施
股价	4.6 港元
目标价	7 港元 (+52.17%)
股票代码	2512
已发行股本	4.6 亿股
总市值	21.2 亿港元
52 周高/低	5.1 港元/1.2 港元
每股净资产	0.9 港元
主要股东	Ru Yi Information Technology Co, LTD 75%

表：盈利摘要

财务年度截至12月31日	2023 A	2024 A	2025 E	2026 E	2027 E
营业收入 (百万元)	695.9	707.6	885.5	1039.2	1184.9
变动 (%)	26.8%	1.7%	25.1%	17.4%	14.0%
归母净利润 (百万元)	13.9	12.1	28.0	46.6	65.2
变动 (%)	73.3%	-13.2%	131.4%	66.6%	39.9%
基本每股收益(元)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
市盈率@4.6港元(倍)	0.0	160.0	69.1	41.5	29.7

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

基于 IDC 发展边缘计算，头部互联网公司全覆盖

云工场深耕 IDC 解决方案，近年在边缘计算服务领域取得了较大的突破。目前，云工场科技的客户已实现头部互联网公司全覆盖，涵盖政府、通信、金融、能源、交通、工业、制造等 10+ 个行业领域，为企业数字化转型，智能化升级提供核心动力引擎。

在 IDC 领域，公司采用非自建数据中心模式为客户提供 IDC 解决方案服务。运营商中立服务供应商独立于网络供应商运营数据中心，可供多个网络服务运营商接入，让其客户享有多于一个运营商接入的灵活性及冗余度。其客户通常为中国主要顶尖互联网公司及云计算服务供应商。

在边缘计算领域，云工场科技以基础云服务切入市场，致力于成为国际领先的边缘计算和 AI 智算服务提供商。其通过建设下沉至全国各区县及家庭、现场的分布式边缘计算网络，将能力延伸至边缘计算领域的计算、网络及存储等边缘云服务，结合自研 AI 算法模型，为各行业客户提供高实时、快响应的边缘 AI 应用解决方案，为 AI 应用落地提供从基础设施服务到端到端解决方案的算力支持。

云工场科技围绕灵境云，重塑业务布局，打造第二增长曲线。该战略方向聚焦于打破传统基础云业务增长瓶颈，锚定边缘计算与 AI 融合的行业趋势，以“云-边-端”协同的 AI 基础设施为核心定位，致力于成为国际领先的边缘计算和 AI 服务提供商。以“灵境云”边缘云品牌为载体，云工场将通过构建覆盖全国区县的分布式边缘云网络，实现算力下沉与算网融合，并依托自研算力调度平台、异构算力支持能力及 DeepSeek 等大模型协同，打造从 IaaS 层边缘算网、PaaS 层算力调度平台与 AIoT 平台协同，到 MaaS 层多元化能力应用、SaaS 层行业场景深度整合的全栈技术体系，同时推出灵宝小助手等 AI Agent 产品拓展私有化部署场景。

图表 1: 公司业务布局

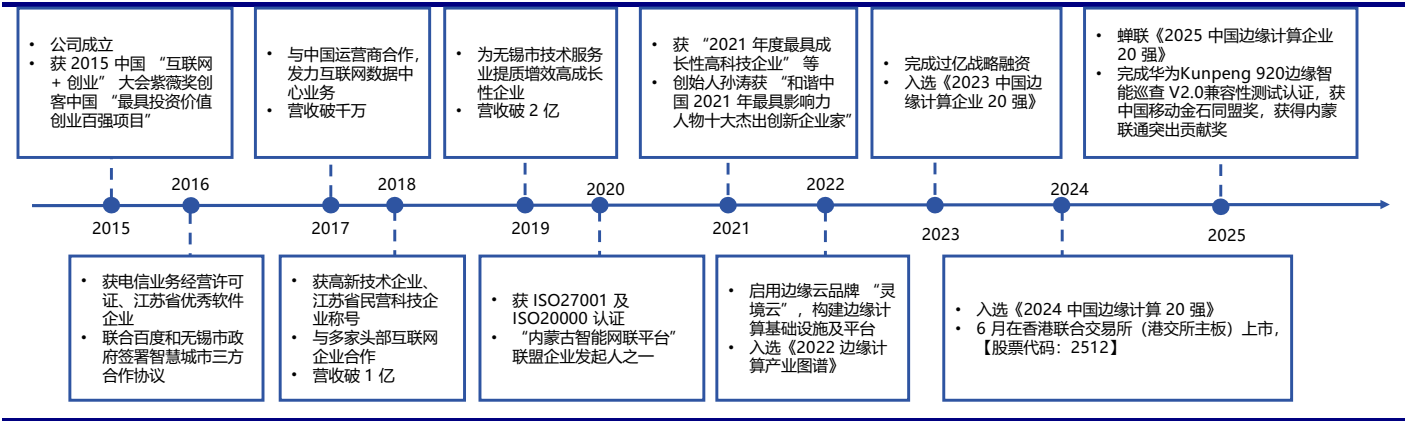


资料来源：公司资料，第一上海

云工场科技控股有限公司成立于 2015 年，是国内最早的数据服务提供商之一。其发展历程如下：

- 2015 年，公司成立，获 2015 年中国“互联网+创业”大会紫薇奖创客中国“最具投资价值创业百强项目”。
- 2016 年，获电信业务经营许可证、江苏省优秀软件企业，联合百度和无锡市政府签署智慧城市三方合作协议。
- 2017 年，与中国运营商合作，发力互联网数据中心业务，营收破千万。
- 2018 年，获高新技术企业、江苏省民营科技企业称号，与多家头部互联网企业合作，营收破 1 亿。
- 2019 年，成为无锡市技术服务业提质增效高成长性企业，营收破 2 亿。
- 2020 年，获 ISO27001 及 ISO20000 认证，是“内蒙古智能网联平台”联盟企业发起人之一。
- 2021 年，获“2021 年度最具成长性高科技企业”等，创始人孙涛获“和谐中国 2021 年最具影响力人物十大杰出创新企业家”。
- 2022 年，启用边缘云品牌“灵境云”，构建边缘计算基础设施及平台，入选《2022 边缘计算产业图谱》。
- 2023 年，完成过亿战略融资，入选《2023 中国边缘计算企业 20 强》。
- 2024 年，入选《2024 中国边缘计算企业 20 强》，6 月在香港联合交易所（港交所主板）上市，股票代码 2512。
- 2025 年，入选《2025 中国边缘计算企业 20 强》，获“2025 年度 AI 基础设施创新企业”荣誉。完成边缘智能巡查 V2.0 与华为 Kunpeng 920 完成并通过相互兼容性测试认证，获中国移动金石同盟奖，获得内蒙联通突出贡献奖。

图表 2: 公司发展历程



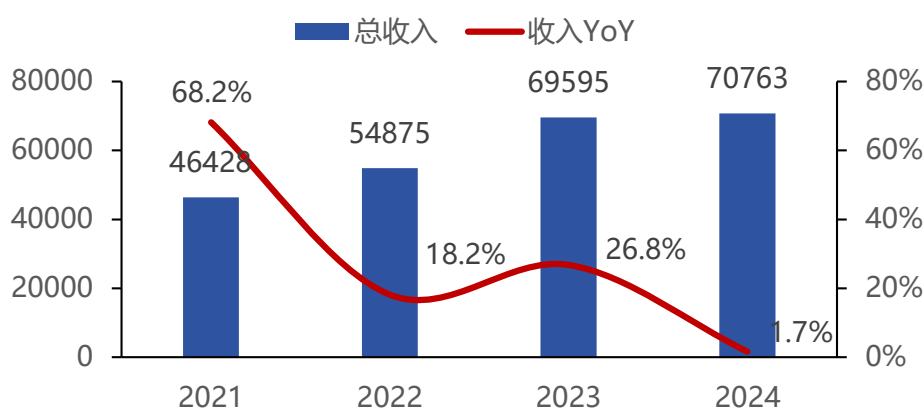
资料来源：公司资料，第一上海

公司股权结构集中，创始人孙涛实际持有 75% 股权。Ru Yi Information Technology Co., LTD 持有云工场科技控股有限公司 75% 的股份，孙涛全资持有该公司，间接控制云工场科技控股有限公司。孙涛系集团创始人之一，现为执行董事兼董事会主席。其曾任职于网宿科技股份有限公司及广东力通网络科技有限公司，于中国 IDC 解决方案行业拥有逾 17 年的经验。目前，孙涛负责监督集团的整体管理及业务运营、董事会事务、制定策略及运营计划以及作出重大业务决策。

营业收入稳健增长，受费率影响净利润略有波动

云工场收入整体呈稳健增长态势。收益由 2021 年的 4.64 亿元大幅上升 18.2% 至 2022 年的 5.49 亿元，并进一步上升 26.8% 至 6.96 亿元，2021-2023 年公司收益的复合年增长率约为 22.4%。收入增长的主要原因包括：客户需求持续增加及业务扩展；核心客户的收益增长以及新客户的增长；2022 年推出灵境云品牌下的边缘计算服务。在 2024 年，公司收入为 7.08 亿元，同比仅增长 1.68%，增速有所放缓，这是因为公司 IDC 解决方案服务业务受市场需求疲软影响，收益减少 2.2% 至 6.59 亿元（2023 年为 6.74 亿元）。

图表 3: 公司近年收入与同比增速（万元）

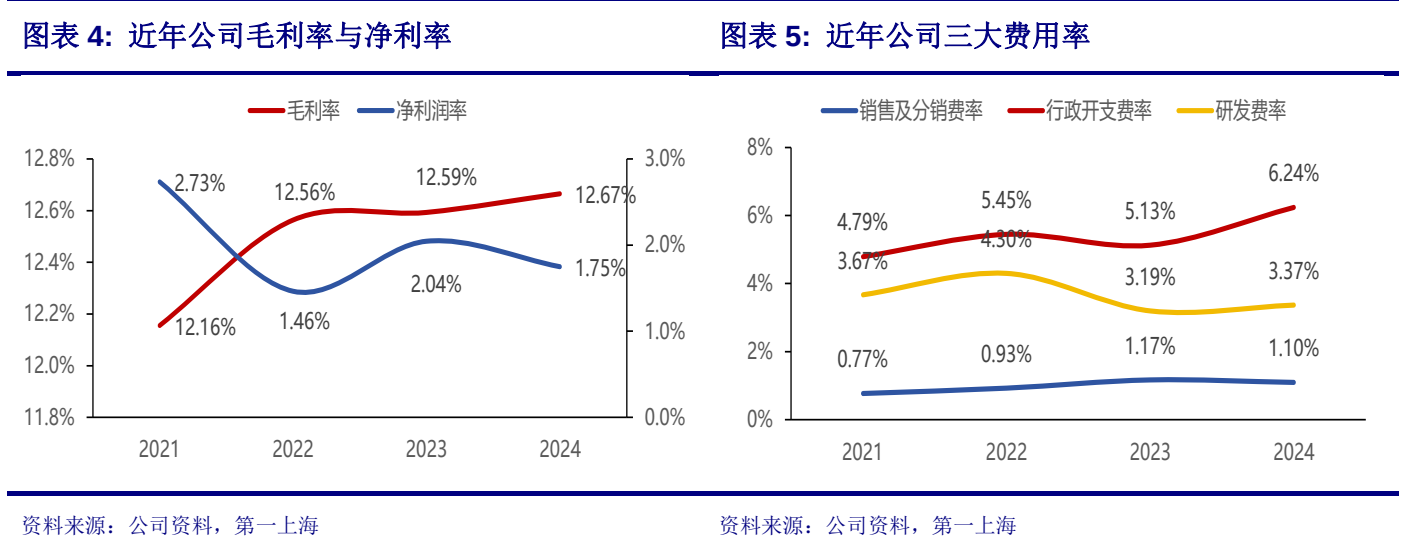


资料来源：公司资料，第一上海

2021-2024 年，公司毛利率保持稳定增长态势。公司毛利率从 2021 年的 12.16% 逐步提升至 2024 年的 12.67%，四年间累计增长 0.51 个百分点，其中 2022-2024 年连续三年维持在 12.5% 以上，显示公司在成本控制和业务盈利能力上具有一定稳定性。净利润率受三大费用率影响较大。2021 年为 2.73%，2022 年大幅降至 1.46%，2023 年回升至 2.04%，2024 年又小幅回落至 1.75%。净利润率的波动幅度明显大于毛利率，是因为三大费用率对利润的影响较为显著。

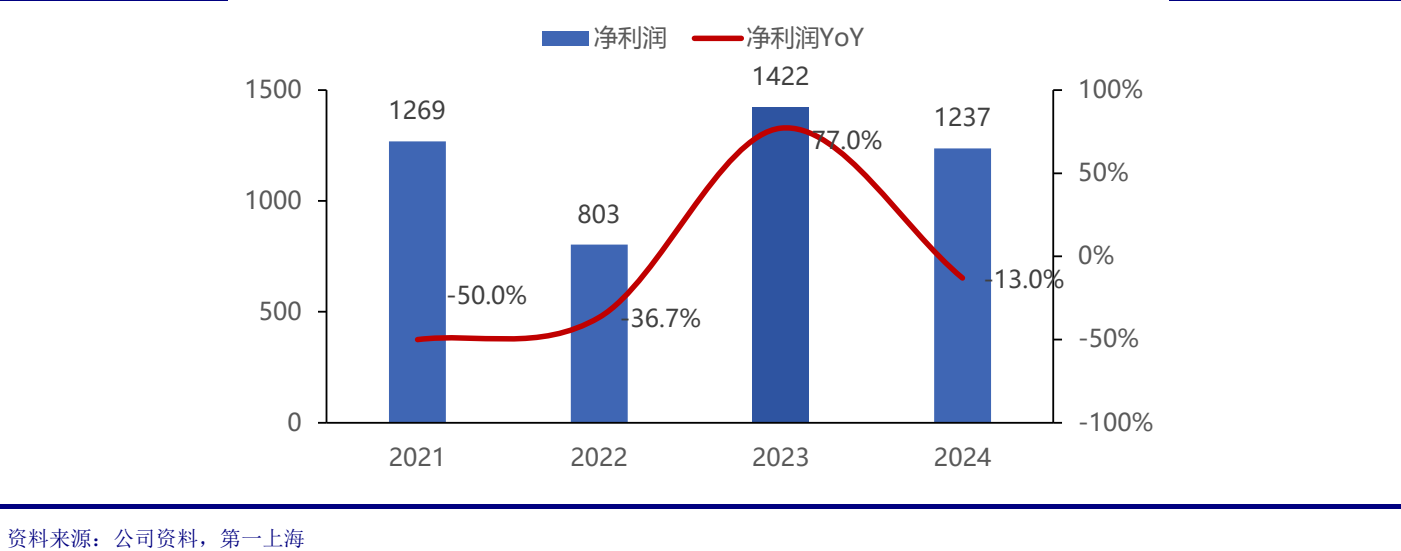
公司三大费用率中，行政开支费用率与研发费用率波动较为明显。其中，销售及分销费率从 2021 年的 0.77% 逐步上升至 2023 年的 1.17%，2024 年小幅回落至 1.10%，整体呈上升后趋稳态势，反映公司在市场拓展投入上先增后缓。在行政开支费率上，2021-2022 年从 4.79% 升至 5.45%，2023 年短暂降至 5.13%，2024 年显著上升至 6.24%，为四年内最高值，是因为行政管理人员的增加以及法律合规服务费用的支出。而研发费用率波动相对明显：2022 年从 3.67% 升至 4.30%，2023 年大幅降至 3.19%，2024 年微升至 3.37%，体现了对于边缘计算新业务板块的战略性投入。

具体看，2024 年公司研发开支增加 7.2% 至 2380 万元。该增加主要归因于集团额外招聘了 13 名研发人员，包括系统开发工程师、前端工程师、后端工程师及算法工程师。此外，公司加强了资源调配，用于开发新产品，如 EdgeGlobalCDN 服务及 EdgeAIStation 服务；及优化现有产品的功能，如灵境云道路智能巡检 EdgeAIoT 平台。2024 年，公司获得了 4 项发明专利、3 项实用新型专利以及 2 项软件著作权的授权。



因此，2021–2024 年云工场的净利润波动较为明显。2022 年净利润从 2021 年的 1268.5 万元降至 803.4 万元，同比下滑 36.67%，连续两年净利润减少，主要原因是研发开支以及行政开支的增加。2023 年净利润回升至 1422.4 万元，同比大增 77.05%，实现扭降为升，系因公司毛利率维持稳定以及营运效率的提高。然而到 2024 年，受到收入增速放缓以及研发开支、行政开支增加的双重影响，净利润降至 1237.2 万元，同比下降 13.02%。

图表 6: 近年公司净利润及同比增速（万元）



公司整体现金流增长明显，财务结构优化。截至 2024 年 12 月 31 日，公司的现金及现金等价物为 3.71 亿元，较 2023 年 12 月 31 日的 1.62 亿元增加 128.6%。其债务从 1679.8 万元增长至 2633.1 万元，其中主要是计息银行借款的增加。但资产负债比率（即债务总额除以权益总额，债务总额按借款总额及租赁负债之和计算）为 0.6，较 2023 年的 3.1 下降显著，抵御风险能力有所增强。

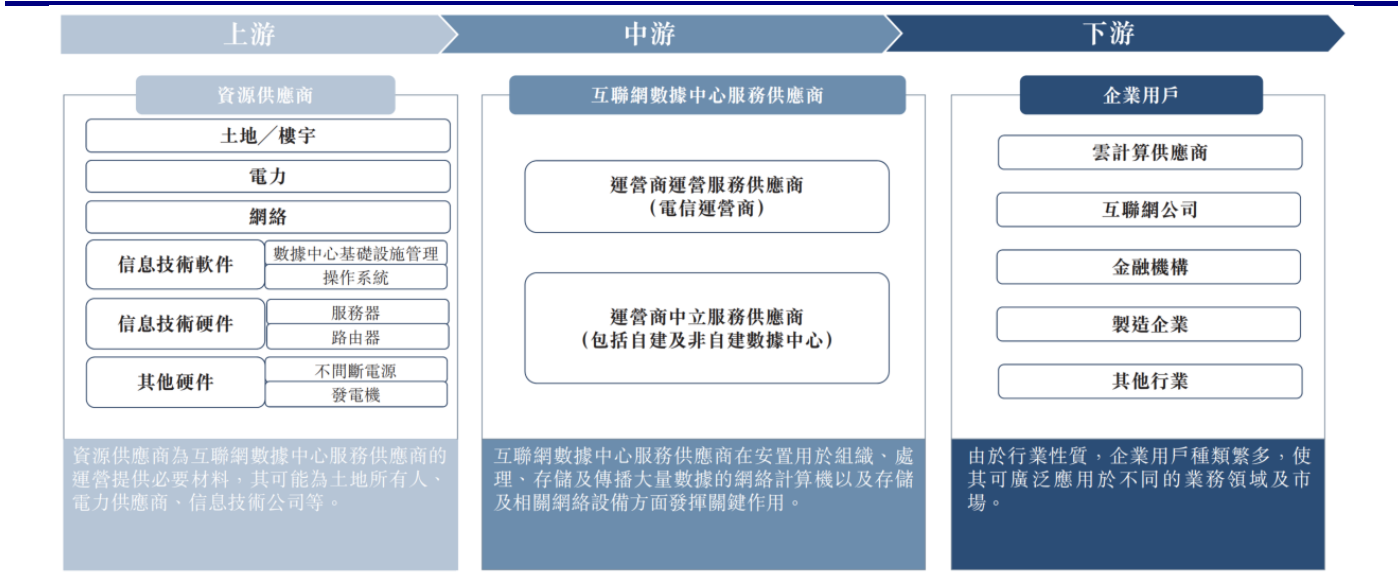
数字革命来袭，IDC 方案及边缘计算增长势能强劲

互联网数据中心（IDC）是专门放置服务器及存储、网络设备的设施，用于数据处理与传输。这类设施可外包给专业的数据中心服务供应商，其服务外包模式主要有两种：托管服务提供电源、冷却等基础设施及网络连接；基础设施管理服务涵盖服务器监控、灾备等全套管理。

按运营商接入类型，IDC 服务分为两类：运营商运营或运营商中立数据中心。运营商运营数据中心仅对单一运营商开放，国内主要由电信、联通、移动主导；运营商中立数据中心，即运营商中立服务供应商，支持多运营商接入，让客户享有多于一个运营商接入的灵活性及冗余度。

运营商中立服务供应商包括自建及非自建数据中心。其可通过建设及开发自有数据中心（即“自建”），或管理三家国有电信运营商或其他第三方拥有的数据中心空间及机柜来运营（即“非自建”）。通常“非自建”模式以更客户导向的业务模式运作，优势明显：资本投入低（无需承担建设成本）、风险可控（不持有物业）、扩展灵活（不受场地限制）等。

图表 7：互联网数据中心行业的价值链



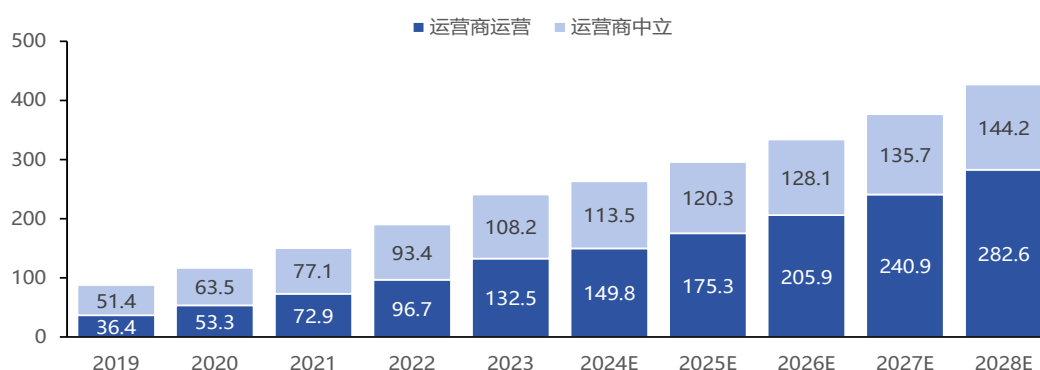
资料来源：弗若斯特沙利文，第一上海

运营商中立服务供应商在市场中发挥着重要的作用。运营商中立数据中心通常向电信运营商采购光纤资源以满足带宽需求，并通过多家运营商网络接入提升效率，而国有电信运营商也常向独立的第三方采购 ICT 服务（如应用开发、系统集成等）。当前市场中，电信运营商的数据中心份额逐步被运营商中立数据中心挤压，原因在于前者受集团总部决策制约，对市场变化反应迟缓，导致供需失衡，且面临碳排放压力及能源成本上升问题，标准化业务模式也使其难以具备灵活专业性。相比之下，运营商中立数据中心专注于一站式服务，在服务专业性、安全性、可靠性及地域覆盖上更具优势，其多接口网络接入能力能快速响应客户个性化需求，适配市场动态变化。

云计算、区块链及物联网等技术的快速发展，显著推动了中国互联网数据中心（IDC）行业的增长。按容量计算，2019–2023 年，行业容量从 6066.0 兆瓦增至 10010.9 兆瓦，期间 CAGR 为 13.3%，预计 2028 年达 18721.9 兆瓦，2024–2028 年 CAGR 为 13.6%。数据中心服务市场规模从 878 亿元增至 2407 亿元，期间 CAGR 达 28.7%，预计 2028 年规模达 4268 亿元，2024–2028 年 CAGR 为 12.8%。

在数据中心服务市场中，运营商中立数据中心服务市场规模近年持续扩大。运营商运营数据中心的市场份额逐步缩小，主要因运营商中立数据中心具备多网络接入优势且服务质量不断提升。

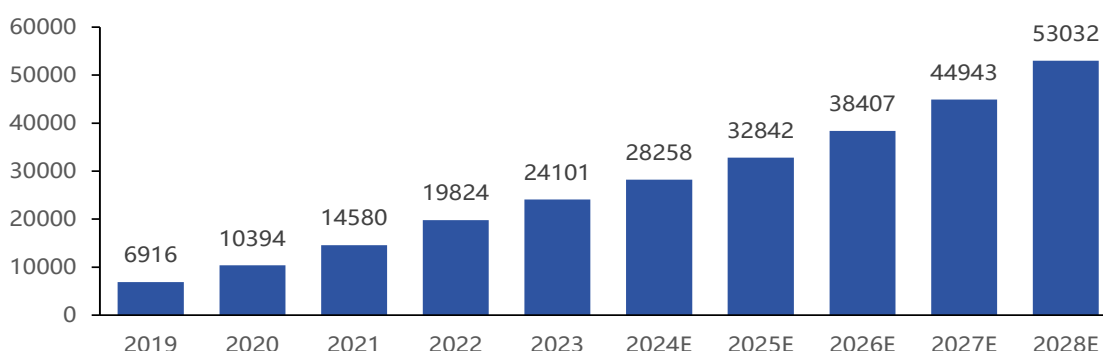
图表 8: 2019 - 2028 年中国 IDC 业务市场按收益计算的市场规模（十亿元）



资料来源：中国信息通信研究院，弗若斯特沙利文，第一上海

成本节省与业务模式灵活性，进一步推动了中国非自建数据中心的增长。中国 IDC 解决方案市场规模由 2019 年的 69.16 亿元增至 2023 年的 241.01 亿元，复合年增长率达 36.6%。2024–2028 年，该市场规模预计将以 17.0% 的复合年增长率增长至 530.32 亿元。

图表 9: 2019 - 2028 年中国 IDC 解决方案服务市场按收益计的的市场规模（百万元）



资料来源：中国信息通信研究院，弗若斯特沙利文，第一上海

中国 IDC 业务市场是一个竞争激烈且分散的市场。众多市场参与者采用不同的业务模式，各自拥有独特的服务组合及客户网络。具体而言，国有电信运营商、独立 IDC 服务供应商、其他互联网公司及云计算公司的竞争，令中国 IDC 市场瞬息万变、竞争激烈。云工场属于中立非自建 IDC 服务供应商，从电信运营商处购买光纤资源并获取网络接入，以满足客户的带宽需求并提高其网络效率。

IDC 解决方案服务行业具有一定的进入壁垒。具体而言，其在运营商关系、服务技术、客户网络与口碑等方面构成壁垒。在上游，对于 IDC 解决方案服务供应商而言，与国有电信运营商建立良好的业务关系，对确保数据中心空间及机柜采购以及业务稳定运营至关重要。在技术层面，服务供应商必须具备强大的技术能力、深厚的行业知识及出色的业务拓展能力。在下游，供应商需要树立口碑且建立良好的客户网络，以维持稳健的可持续收益。

云工场成立以来，深耕 IDC 解决方案服务，通过优化资源配置、提升服务质量与效率，有效满足了客户对稳定、高效、安全的云计算基础服务需求。2024 年，公司客户数量持续增长。

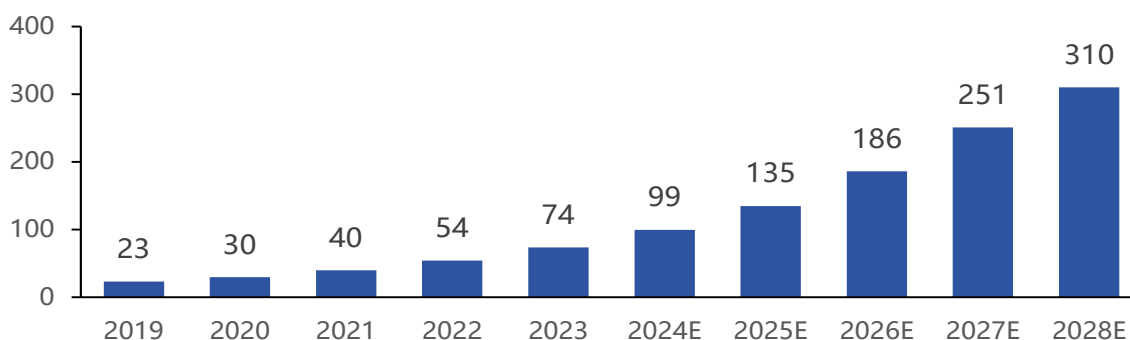
与传统 IDC 解决方案相比，边缘计算服务具备增值优势。边缘云计算资源的去中心化的架构，使其具备低延迟、高可靠性、高带宽效率、高数据隐私与安全性等优势。因此，其在互联网电网系统、云游戏、互联汽车、智慧城市、工业 4.0 以及家具自动化系统中应用广泛。

边缘计算服务与 AI 的深度融合正在重塑数字化基础设施格局。通过将智能计算能力下沉至网络边缘，其实现了从“云端集中”向“边缘协同”的范式升级。这一技术融合降低了数据传输延迟，大幅提升了实时决策能力，同时通过本地化处理有效保障了数据隐私安全。边缘云凭借分布式架构将算力下沉，不仅解决了 AI 应用的时延敏感性问题，在车联网、工业质检、智能家居等场景实现毫秒级响应，还显著降低了云端带宽成本。通过部署 TensorFlow Lite 等轻量化 AI 推理框架，边缘节点实现了高效的模型推理本地化执行。

边缘计算服务与 AI 的深度融合正在重构 IDC 产业生态。在基础设施层推动传统数据中心向边缘节点延伸，形成“核心云+边缘云”的混合架构；在服务层催生边缘 AIaaS (AI as a Service) 新型商业模式；在运维层引入 AI 驱动的自动化运维系统，实现边缘设备的智能监控和预测性维护。这一变革正在促使 IDC 服务商从单纯的资源租赁向智能边缘服务提供商转型。

中国边缘计算市场方兴未艾，增长迅速。据估算，2019-2023 年，中国边缘计算市场规模从 229 亿元增长至 735 亿元，复合年增长率达 33.8%。预计 2024-2028 年持续高速发展，复合年增长率为 32.9%，2024 年市场规模预计达 994 亿元，2028 年将攀升至 3102 亿元，展现出强劲增长势能，彰显边缘计算在技术融合与市场需求驱动下的广阔发展前景。

图表 10: 2019 - 2028 年中国边缘计算的市场规模（十亿元）



资料来源：中国信息通信研究院，弗若斯特沙利文，第一上海

中国边缘计算行业具有重资产、高壁垒、强协同的特性，集中度较高。首先，边缘计算需要庞大的数据中心网络、计算节点和靠近终端用户的边缘设备。建设这类基础设施需要在硬件、房地产和网络方面投入大量前期投资。此外，其涉及多元领域的专业知识及一系列技术，包括人工智能、物联网和网络解决方案。最后，由于边缘计算网络的转换成本较高，客户网络的建立需要较长的市场拓展及验证期。根据弗若斯特沙利文分析，2022 年，尽管华为、中国三大运营商及白山云等五大市场参与者占据中国边缘计算行业 22.2% 的市场份额，市场尚未形成寡头垄断，仍存在多元参与者竞争空间。

云工场在技术和基础设施投资等方面的战略性布局，并基于 IDC 解决方案的“信誉背书”，加速客户的信任迁移，在边缘计算服务领域取得了较大的突破。其于 2022 年推出独立边缘云品牌“灵境云”，于 2023 年至 2025 年连续三年入选：《中国边缘计算 20 强》。

持续深耕 IDC 业务，战略性布局边缘计算

云工场科技以基础云服务切入市场，通过建设下沉至全国 2000+ 区县的分布式边缘云网络，将能力延伸至边缘云领域的计算、网络及存储等各项边缘云服务。

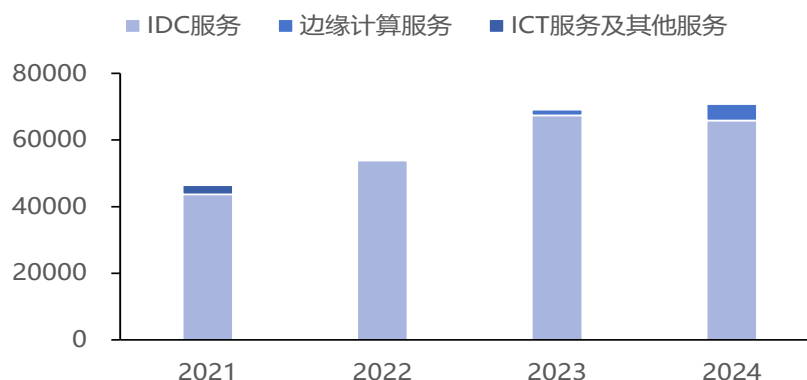
从收入结构看，公司收入稳中有增，呈现“IDC 业务稳健运行、边缘计算业务快速崛起、低毛利战略收缩”的动态结构特征。具体而言，IDC 服务为核心支柱，2021-2023 年收入从 4.37 亿元增至 6.74 亿元，受下游需求影响，2024 年微降至 6.59 亿元，呈现稳健发展的态势。边缘计算服务从 2022 年起战略性布局，收入增长迅猛，2024 年收入达 0.49 亿元；ICT 及其他服务收入由于公司业务结构优化调整，逐年缩减，并于 2024 年实现业务出清，收入为零。

IDC 服务作为云工场的核心业务，是收入的主要支柱。2021 年，其 IDC 服务收入为 4.37 亿元，在当年公司总营收中占比颇高。2023 年，该业务收入持续跃升至 6.74 亿元，充分展现出其在 IDC 解决方案服务领域的强劲竞争力与市场拓展能力。2024 年 IDC 解决方案服务创收 6.59 亿元，受到市场景气度影响，占总收入比例下降至 93.1%。

边缘计算业务实现战略性突破，或成为第二增长曲线。云工场科技公司的边缘计算业务作为新兴增长点，收入增长迅猛。2022 年，公司推出灵境云品牌下的边缘计算服务，当年即实现 520.20 万元收入，成功打开市场局面。此后，随着技术不断成熟、市场认知度逐步提升，2023 年，该业务收入大幅增长至 1806.40 万元，较 2022 年增幅高达 248.1%。到 2024 年，收入飙升至 4896.60 万元，同比大幅增长 170.7%，占公司总收入的 6.9%，较 2023 年的 2.6% 显著提升，展现出巨大的发展潜力，有望在未来进一步提升在公司业务体系中的地位。

ICT 及其他业务战略性收缩。ICT 服务及其他服务在云工场业务早期有一定收入贡献，2021 年实现收入 2704.40 万元。但随着公司战略逐步向 IDC 解决方案服务及新开发的边缘计算服务聚焦，这类业务的收入占比逐渐下降。2022 年，其收入降至 488.90 万元，2023 年进一步滑落至 413.30 万元。至 2024 年，该项业务已不再产生收入，这体现了公司业务结构的优化调整，集中资源发展核心及高潜力业务，以适应市场变化，提升整体运营效率与盈利能力。

图表 11: 近年公司收入按业务拆分（万元）



资料来源：公司资料，第一上海

云工场 IDC 业务灵活性强，客户群体多元且快速增长。云工场并无拥有、建造或发展自身的网络数据中心，而是在提供 IDC 解决方案服务时管理从供应商（包括三个国有电信运营商及其他方）采购的数据中心空间及机柜。由于：(i) 资本要求较低，因其无需建造及发展自身的数据中心；(ii) 风险管理更为妥善，因其并不拥有数据中心物业；及(iii) 灵活性和可扩展性更强，因其服务不受自建数据中心位置的限制，更以客户为导向。在客户层面，其客户主要包括中国顶尖云计算服务供应商、互联网公司、及蓝筹上市公司等。2024 年，公司新增 19 家客户，为拓展市场份额，进一步将 IDC 解决方案服务覆盖范围扩展至更多地区，其 IDC 解决方案服务已完成对全国主要省份的覆盖。

业务聚焦度提升，服务能力持续进阶。公司持续锚定 IDC 解决方案服务主航道，通过资源精细化配置与服务流程标准化建设，有效满足了客户对稳定、高效、安全的云计算基础服务需求。具体而言，公司针对 IDC 行业面临的流量攻击、数据泄露等风险，公司正在自主研发智能安全防御系统，该系统可主动评估网络流量并识别潜在安全隐患。此外，公司尝试推进 EdgeAIoT 技术与 IDC 监控系统的深度耦合，以实现紧急情况的早期发现，并最大限度降低财产损失影响。

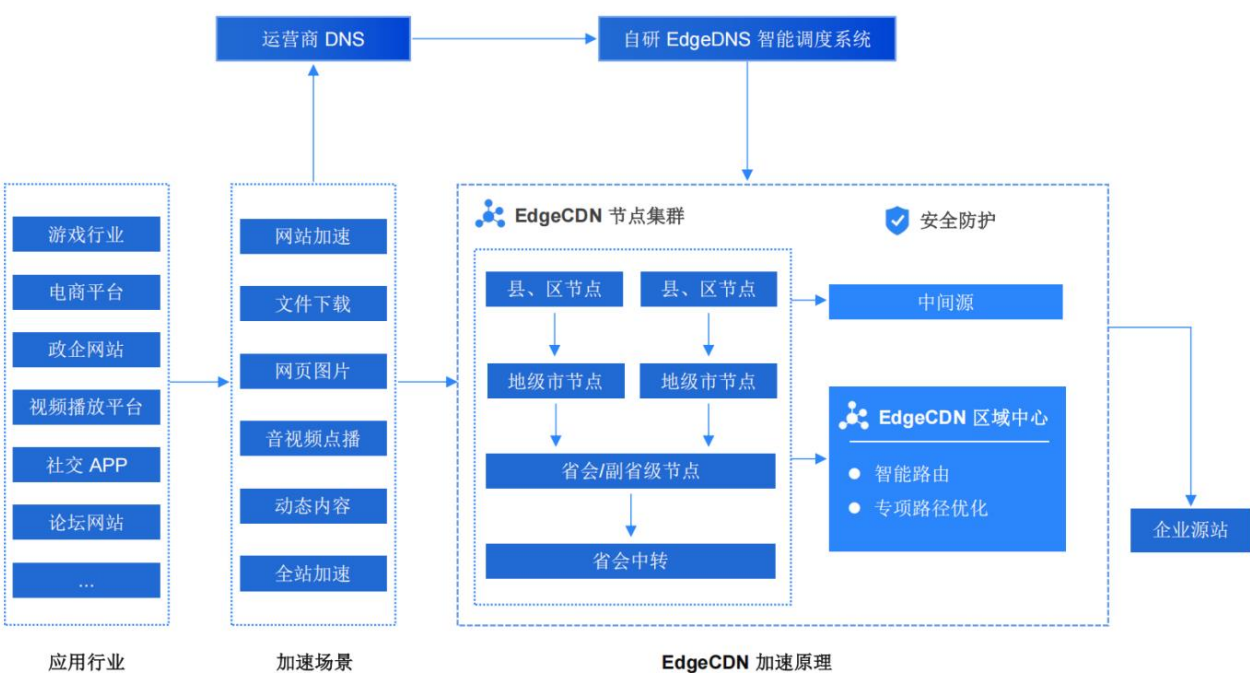
在边缘计算业务布局方面，该公司向下扎根算力网络，向上生长场景智能。公司推出的独立边缘云品牌：灵境云，其以“下沉分布式边缘云网络”为核心战略，不以传统数据中心为中心节点，而是构建以城市、区县、场景为单元的高密度、低延迟、可感知的边缘智能算力网络。此外，以“灵境云”边缘云品牌为载体，公司打造边缘 AI 战略，实现算力下沉与算网融合，打造囊括 IaaS、PaaS、MaaS 及 SaaS 层的全栈技术体系。

EdgeCDN 是灵境云品牌下重推的云产品，驱动边缘云网络持续快速建设。边缘分发网络（简称：EdgeCDN）配合自研 EdgeDNS 边缘智能调度系统，提供分布全国的优质缓存节点，使用户可就近获取资源，解决用户跨地区、跨运营商、网络拥堵等因素带来的网络延迟等问题，提高网站响应速度，提升用户访问体验。此外，公司持续推行下沉战略，实现全国所有省份及下属主要地区边缘计算资源的全面覆盖。EdgeCDN 通过多级缓存技术，将边缘缓存节点从省级/副省级下沉至地级市、县、区，让节点更靠近客户。在国内，边缘分发网络 EdgeCDN 已完成全国所有省份及主

要地市覆盖，平台整体承载能力实现 4.8 倍增长，以支撑头部平台客户的大规模业务需求。

灵境云边缘全球加速产品 EdgeGlobalCDN，开启海外边缘网络服务新篇章。该产品通过智能算法实时分析网络状况与用户需求，精准匹配距离用户最近的内容分发节点，从而深度整合海外优质服务商资源，构建起覆盖全球的边缘分发网络。这一机制不仅大幅降低数据传输时延，还能根据不同地区网络特点动态调整传输策略。

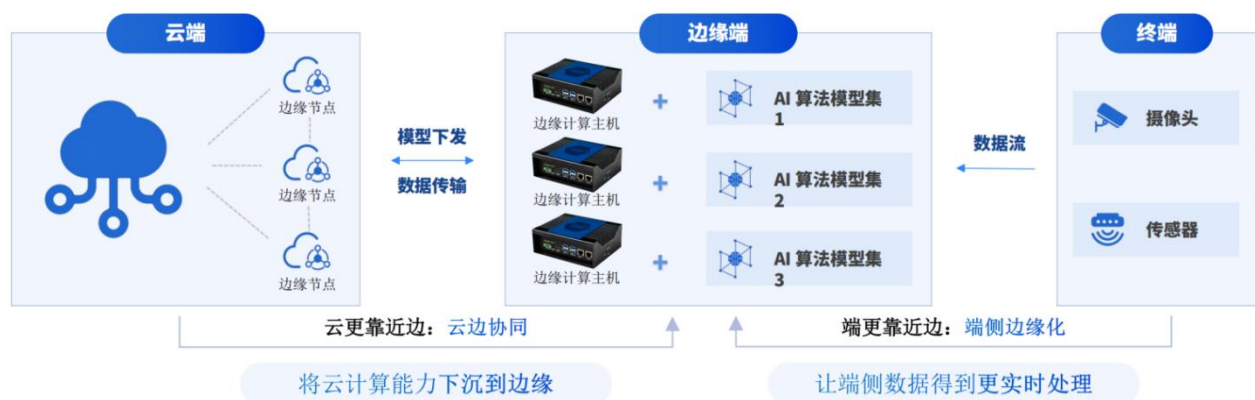
图表 12: EdgeCDN 的原理与应用场景



资料来源：公司资料，第一上海

公司全面改善灵境云道路智能巡检 EdgeAIoT 平台。其融合灵境云边缘计算、云边端协同、模型训练及推理能力，将云端计算、存储、网络、AI 推理等能力下放到边缘。结合强算力、大存储的边缘计算主机、边缘计算管理平台，适用于多行业的高精度 AI 算法模型库，为各行业客户提供智能化、低时延、安全可靠的边缘计算服务。AI 算法模型部署至边缘计算主机，云边端协同，终端获取数据，边缘实时推理识别，推理数据传输上云，云上实现模型统一再训练、再分发，实现模型自主学习迭代能力，提升识别准确度。目前，该服务为道路巡查、工厂管理、餐饮服务等行业提供了基于视觉 AI 的解决方案，未来也将渗透到各行各业，赋能产业数字化升级。

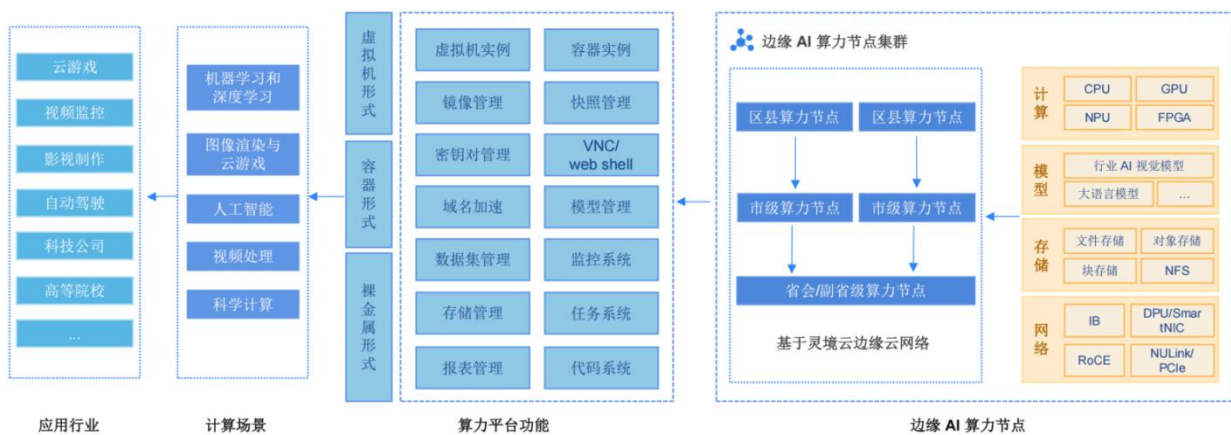
图表 13: EdgeAIoT 的原理与应用场景



资料来源：公司资料，第一上海

公司推出灵境云品牌下的边缘 AI 算力平台：EdgeAIStation，为高算力需求场景提供云计算服务。该服务基于先进的分布式异构的算力管理调度技术，推动边缘计算与 AI 技术的深度融合，打造出灵活高效的云计算服务平台。通过自研的智能调度算法，可根据不同任务需求，将计算任务精准分配至最合适的 GPU、NPU、FPGA 等异构算力资源，实现资源利用率最大化。在 AI 训练场景中，相比传统云计算平台，其能将训练时间缩短 30% 以上；在科学计算领域，面对大规模复杂数据处理任务，可动态扩展算力，保障计算效率与精度。目前，平台算力主要来自于其自建的边缘计算节点及外部合作方。未来，该公司计划通过自建、并购、合作等方式进一步扩大算力池，从而为企业、大模型及个人开发者提供更优质的算力租赁服务。

图表 14: EdgeAIStation 的产品架构与应用场景



资料来源：公司资料，第一上海

云工场科技公司边缘云业务凭借多维优势构筑核心竞争力。

在算力领域，公司服务具有强场景适配性与技术延展性。公司软件全面兼容从高算力的专业服务器到低功耗嵌入式设备，满足不同规模企业、不同复杂程度项目的需求。同时，公司积极推进与国产化算力的适配，基于国产芯片与操作系统深度优化算法与架构，确保在保障数据安全的前提下，实现高性能计算，且已在多个智慧市政、智慧工厂项目中成功落地，积累了丰富的行业应用经验。

在研发与创新领域，公司实现异构硬件的协同调度。灵境云进一步构建平台化的边缘算力服务体系。融合分布式计算、容器化编排与智能决策引擎。部署动态拓扑感知算法，根据任务优先级与节点负载实时分配算力，复杂 AI 训练任务调度时延从分钟级缩短至 500 毫秒内；引入强化学习动态优化策略，自动平衡任务队列与资源供给，GPU 平均利用率从 65% 提升至 90%，单卡年均节省能耗成本超 2 万元。

在地域布局层面，公司边境云服务形成了“国内+海外”的全方位网络加速矩阵。灵境云从在县域部署边缘节点，进一步下沉到用户边缘，以设备边缘点实现场景渗透。在智慧交通、工业制造、城市治理等典型场景中落地边缘 AIoT 方案，实现“数据在现场采集、智能在现场完成”。在国内市场，该公司计划在 2025 年完善区县级的节点布局。此外，公司以 EdgeGlobalCDN 服务拓展海外版图，将积极响应“一带一路”倡议，布局海外市场，计划从东南亚起步，并逐步拓展至中东和欧美市场，保障用户获得稳定、流畅的访问体验。

在应用场景层面，公司以基础云客户为基础，布局垂直行业大模型 AI 解决方案。公司依托全国分布式边缘云节点与异构算力调度体系，在客户边缘，以“算力基座+模型服务+场景业务”端到端架构为核心，贯穿硬件采购、模型训练、推理优化到应用部署的全链条服务。深度融合行业专属知识库，支持政策问答、公文报告自动生成、企业流程指导、规章制度查询、辅助业务决策等场景，降低部署成本的同时，激活数据资产价值。

基于前述业务进展情况与核心竞争力，边缘云业务有望成为公司的第二增长曲线。展望未来，公司将继续深化边缘计算与 AI 技术的融合，持续拓展业务覆盖区域，不断优化和创新产品与技术，满足市场日益增长的数字化需求，稳固在云计算服务市场的领先地位。

看好公司基于 IDC 构建下沉分布式边缘云网络，再塑增长曲线，目标价 7 港元，首次覆盖给予买入评级

预期 IDC 业务稳中有升，边缘计算节点网络拓展，AI 算力调度落地，有望迎来收入持续增长期

公司起步于 IDC 与基础资源服务，当前已进入稳健增长期，为边缘云与 AI 业务拓展提供充足现金流与网络基础。

在此基础上，其前瞻性布局边缘计算与 AI 服务体系，依托全国 2000+区县分布式边缘节点网络，延展本地化计算、存储与算力调度能力，通过自研算力调度平台、边缘智能节点及异构算力适配技术，构建起具备毫秒级响应、资源编排与大模型私有化部署能力的智能基础设施平台。

同时，公司围绕 DeepSeek 等开源模型，结合自研算法与平台能力，打造可私有化部署的大模型解决方案，推动边缘智能在交通治理、城市管理等领域落地，形成“基础设施—平台能力—行业应用”一体化产品体系。

展望未来，随着“边缘节点+调度平台”的持续建设，以及对费率与交付效率的精细化管理，我们预期公司整体营收预计将保持稳健增长，毛利结构持续优化，边缘 AI 业务成为中长期成长的核心动力。

给予公司未来 12 个月的目标价为 7 港元。我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 8.86 亿元、10.39 亿元和 11.85 亿元，归属于母公司的净利润分别为 0.28 亿元、0.47 亿元和 0.65 亿元。

展望未来，我们看好公司基于 IDC 构建下沉分布式边缘云网络，再塑增长曲线。考虑到公司当前市值规模及其积极布局新业务版图，代表性 IDC 企业的平均 PS 倍数为 4.48 倍，给予云工场科技约 0.9 倍的估值折价，即 2025 年 4 倍的 PS，得出目标价 7 港元，较现价有 52.17% 的增长空间，故给予买入评级。

图表 15: 同类公司估值情况

公司名称	代码	股价 (港元)	市值 (百万港元)	PE(倍)				PS (倍)				EV/EBITDA (倍)			
				24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
云工场	2512.HK	4.60	2300	160.00	69.13	41.49	29.65	3.25	2.60	2.21	1.94	43.82	70.47	38.94	26.05
万国数据	9698.HK	35.50	59713	N/A	(591.27)	(1284.48)	189.09	5.49	4.92	4.31	3.79	14.93	16.34	14.42	12.68
Equinix	EQIX.O	6105.26	597210	91.07	53.43	50.74	47.38	8.70	8.25	7.64	7.07	30.04	20.05	18.28	16.62
世纪互联	VNET.O	70.72	19026	98.29	310.69	200.22	69.84	0.29	0.26	0.22	0.18	8.31	12.04	9.17	7.03
可比公司均值				94.68	(75.72)	(344.51)	102.10	4.83	4.48	4.06	3.68	17.76	16.14	13.95	12.11

资料来源：彭博，第一上海预测

风险因素

IDC 主营业务需求放缓的风险

目前，IDC 服务是云工场收入的主要支柱。IDC 解决方案服务市场、客户运营所处行业或云计算服务需求的不利发展，均可能导致 IDC 解决方案服务需求减少，继而可能对公司营业收入产生重大不利影响。

边缘计算服务市场拓展不及预期的风险

边缘计算服务于 2022 年推出并开始创收，但其仍处于市场开发初期。若其未能有效实现市场化且保持增长，可能会损害声誉，导致业务流失并对经营业绩产生不利影响。此外，由于内容分发网络的运营可能需要大量前期投资，预计该公司继续扩展该服务，有可能降低利润率。

IDC 上游成本变动的风险

带宽成本构成公司 IDC 业务营业成本的最大组成部分，并受制于供应商每年在数据中心业务协议届满及续签时作出的决定。由于该公司未必能够将所有增加的带宽成本转嫁给客户，倘若带宽成本显著增加，其盈利能力可能会受到重大不利影响。

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
财务年度截至日期12月31日 人民币:百万元						财务年度截至日期12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测	增速 (%)	实际	实际	预测	预测	预测
收入	695.9	707.6	885.5	1,039.2	1,184.9						
销售成本	(608.3)	(618.0)	(762.0)	(888.8)	(1,008.5)	收入	26.8%	1.7%	25.1%	17.4%	14.0%
毛利	87.6	89.6	123.5	150.4	176.4	经营利润	86.1%	19.9%	92.8%	50.4%	33.5%
其他收入+其他净收入	1.3	9.4	4.0	4.0	4.0	归母净利润	77.0%	-13.0%	128.5%	65.9%	39.7%
销售及分销开支	(8.1)	(7.8)	(8.9)	(9.4)	(10.7)	盈利能力					
研发费用	(22.2)	(23.8)	(26.3)	(27.7)	(29.2)	毛利率	13%	13%	14%	14%	15%
一般及行政开支	(35.7)	(44.1)	(48.7)	(52.0)	(53.3)	营业利润率	3%	3%	5%	6%	7%
经营利润	18.7	22.4	43.2	64.9	86.6	归母净利润率	2%	2%	3%	4%	6%
财务费用净额 (收入+成本)	(4.0)	(8.5)	(9.8)	(9.4)	(9.0)	ROE	25%	3%	6%	10%	12%
						ROA	3%	1%	2%	3%	4%
税前利润	14.7	13.8	33.3	55.5	77.7	运营能力					
所得税	(0.4)	(1.5)	(5.1)	(8.5)	(12.1)	EBITDA	22.3	29.0	52.1	77.9	102.7
净利润	14.2	12.4	28.3	46.9	65.5	EBITDA Margin	3.20%	4.09%	5.89%	7.50%	8.67%
						SG&A/收入	-6%	-7%	-7%	-6%	-5%
归母净利润	13.9	12.1	28.0	46.6	65.2	实际税率	0%	0%	-1%	-1%	-1%
						派息比例	0%	0%	0%	0%	0%
全面收益总额	13.9	18.4	34.3	51.0	67.6	财务状况					
少数股东损益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	资产负债率	89.1%	55.5%	65.3%	64.7%	67.0%
基本每股收益		0.0	0.1	0.1	0.1						
资产负债表						现金流量表					
财务年度截至日期12月31日 人民币:百万元						财务年度截至日期12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	162.3	371.0	456.8	585.2	636.9	除税前利润	14.7	13.8	33.3	55.5	77.7
应收账款	197.6	235.0	395.0	357.9	516.4	折旧与摊销	3.6	6.6	9.0	13.1	16.1
预付款项及其它应收款项	38.0	216.0	292.0	300.5	371.8	物业、厂房及设备折旧	2.9	5.7	8.1	12.2	15.3
物业、厂房及设备	21.5	32.6	48.9	61.0	76.3	经营性应收影响	(83.7)	(38.6)	(160.0)	37.2	(158.5)
资产总额	501.7	911.4	1,249.5	1,361.4	1,658.1	预付款项及其他应收影响	10.7	(188.6)	(76.0)	(8.5)	(71.3)
计息银行及其他借款	166.7	262.8	394.2	512.5	563.7	经营性应付影响	157.9	(65.2)	152.7	0.0	0.0
应付账款	244.1	199.6	357.5	292.3	445.0	应计费用及其他应付影响	9.5	7.1	20.5	11.9	27.2
应计负债及其他应付款项	31.5	38.0	58.5	70.4	97.6	经营活动产生的现金流量净额	26.2	24.0	41.5	67.7	92.9
负债合计	446.8	505.5	815.3	880.3	1,111.5	投资活动产生的现金流量净额	(121.3)	15.5	(24.4)	(24.4)	(30.5)
母公司股东权益	54.1	402.4	430.4	477.0	542.3	融资活动所得现金流量净额	171.8	424.8	131.4	118.3	51.2
少数股东权益	0.8	3.5	3.8	4.1	4.4	现金及现金等价物净增加额	84.4	202.3	85.8	128.4	51.6
股东权益合计	54.9	405.9	434.2	481.1	546.6	期初现金及现金等价物余额	78.0	162.3	371.0	456.8	585.2
负债和股东权益合计	501.7	911.4	1,249.5	1,361.4	1,658.1	期末现金及现金等价物余额	162.3	371.0	456.8	585.2	636.9

资料来源：公司资料，第一上海预测

披露事项：第一上海或其联营机构在过去 12 个月内曾担任云工场科技（02512）的联席账簿管理人及联席牵头经办人。

（第一上海指第一上海证券有限公司）

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。