

云工场 (2512.HK): 立足 IDC, “边缘计算+边缘 AI” 打造新引擎

云工场是国内最早的 IDC 服务提供商之一, 公司以基础云切入市场, 致力于成为领先的边缘计算和边缘 AI 提供商。稳定的上下游关系推动 IDC 业务健康增长, 市场份额有望持续扩大。公司大力拓展的边缘计算和边缘 AI 服务, 市场潜力巨大, 有望打造成新的增长驱动。

- **数字化转型推动 IDC 业务需求持续稳定增长。** 受益于中国企业数字化转型以及云计算、区块链及物联网等新技术发展推动, IDC 需求持续健康增长。弗若斯特沙利文预计中国 IDC 市场收入规模 2024-2028 复合年增长率达到 13.6%。非自建数据中心因其低成本及高弹性, 得到了小型企业青睐, 推动了 IDC 解决方案服务市场的快速增长, 预计 2024-2028 复合年增长率为 17.0%。
- **上下游保持长期稳定合作关系, 市场份额有望扩大。** 凭借着优质的服务, 公司已建立起品牌知名度, 并与上下游保持着长期稳定合作伙伴关系。通过不断丰富服务产品组合以及拓展新客户, 公司市场份额有望持续扩大。灵活可扩展的业务模式或助力公司实现业务快速扩张。
- **发力边缘计算和边缘 AI, 打造新增长曲线。** 边缘计算在物联网、人工智能、增强现实等领域应用广泛, 拥有很大增长潜力, 根据弗若斯特沙利文报告, 其预计边缘计算市场规模 2024-2028 年复合年增长率达到 32.9%。公司边缘计算品牌“灵境云”已初步组建了在中国大陆各省份主要地市的跨区域边缘计算网络覆盖, 未来计划持续挖掘下沉市场空间, 享受行业增长红利。边缘计算业务已成为公司第二增长曲线。
- **估值:** 我们预计公司 2025E/2026E 年收入为人民币 8.81 亿/10.42 亿元, 对应增速 24%/18%; 预计净利润为 0.27 亿/0.49 亿元, 对应净利率 3.1%/4.7%。参考可比公司估值, 给予公司 2026E 年 43x P/E, 目标价 5.0 港元。
- **投资风险:** IDC 行业需求放缓; 供应商和客户集中度较高; 新业务拓展不确定性。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	696	708	881	1,042	1,189
经营利润	23	23	38	62	87
归母净利润	14	12	27	49	69
目标 PE (x)			77	43	30

E=浦银国际预测, 资料来源: 公司资料、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 7 月 29 日

云工场 (2512.HK)

目标价 (港元)	5.0
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价 (港元)	4.07
52 周内股价区间 (港元)	1.25-5.1
总市值 (百万港元)	1,872
近 3 月日均成交额 (百万港元)	2

注: 截至 2025 年 7 月 28 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

目录

数字化转型推动 IDC 业务需求持续稳定增长 5

上下游保持长期稳定合作关系，市场份额有望扩大 8

发力边缘计算和边缘 AI，打造新增长曲线 10

财务分析及预测 14

 ● 预计未来三年收入年均复合增长 19%..... 14

 ● 利润率预计将逐步改善..... 15

估值分析与预测 16

投资风险 17

SPDBI 乐观与悲观情景假设..... 18

公司概况 20

财务报表分析与预测

利润表						现金流量表					
人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	696	708	881	1,042	1,189	净利润	14	12	27	49	70
收入成本	(608)	(618)	(761)	(891)	(1,009)	折旧与摊销	3	6	9	12	17
毛利	88	90	120	151	180	营运资金变动	8	(265)	(11)	(12)	(11)
研发费用	(22)	(24)	(26)	(29)	(31)	其他非现金调整	9	8	-	-	-
销售费用	(8)	(8)	(9)	(9)	(10)	经营活动现金流	34	(238)	25	49	75
管理费用	(36)	(44)	(48)	(52)	(55)	资本性支出	(13)	(17)	(22)	(29)	(37)
其他费用	1	9	2	2	2	投资	-	-	-	-	-
经营盈利	23	23	38	62	87	其他投资活动	(109)	32	-	-	-
利息收入	(4)	(9)	(6)	(5)	(5)	投资活动现金流	(121)	16	(22)	(29)	(37)
其他收益	(4)	(1)	-	-	-	借款	100	96	-	-	-
除税前盈利	15	14	32	57	82	股本	(30)	338	-	-	-
所得税开支	(0)	(1)	(5)	(9)	(12)	其他融资活动	102	(9)	-	-	-
其他盈利	-	-	-	-	-	融资活动现金流	172	425	-	-	-
年度盈利	14	12	27	49	70	汇兑收益及其他	-	6	-	-	-
少数股东权益	0	0	0	0	0	现金及现金等价物增加净额	84	209	3	21	38
归母净利润	14	12	27	49	69	期初的现金及现金等价物	78	162	371	374	394
						期末的现金及现金等价物	162	371	374	394	433

资产负债表						主要财务比率					
人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
固定资产	21	33	46	62	82	盈利增速					
无形资产	0	0	0	0	1	营业收入增速	26.8%	1.7%	24.5%	18.3%	14.1%
投资	-	-	-	-	-	毛利润增速	27.1%	2.3%	33.6%	26.2%	19.1%
其他非流动资产	82	56	56	56	56	经营利润增速	110.5%	1.8%	63.4%	63.9%	39.2%
非流动资产合计	104	89	102	119	139	净利润增速	77.0%	-13.0%	120.4%	78.9%	42.6%
应收账款	198	235	293	346	395	调整后净利润增速	71.1%	-48.1%	123.2%	79.7%	42.8%
投资	-	-	-	-	-	盈利能力比率					
存货	-	0	0	0	0	毛利率	12.6%	12.7%	13.6%	14.5%	15.1%
现金及现金等价物	162	371	374	394	433	经营利润率	3.3%	3.3%	4.3%	6.0%	7.3%
其他流动资产	38	216	216	216	216	净利率	2.0%	1.7%	3.1%	4.7%	5.8%
流动资产合计	398	822	882	957	1,044	调整后净利率	3.3%	1.7%	3.1%	4.7%	5.8%
资产总额	502	911	985	1,076	1,183	每股指标 (元)					
母公司股东权益	54	402	430	479	548	基本EPS	0.04	0.03	0.06	0.11	0.15
少数股东权益	1	3	3	3	3	摊薄EPS	0.04	0.03	0.06	0.11	0.15
权益总额	55	406	433	482	552	每股指标增速					
长期借款	-	-	-	-	-	基本EPS		-22.8%	104.6%	79.7%	42.8%
其他非流动负债	1	0	0	0	0	摊薄EPS		-22.8%	104.6%	79.7%	42.8%
非流动负债合计	1	0	0	0	0	估值 (倍)					
应付账款及票据	244	200	246	288	326	目标P/E			76.7	43.0	29.9
借款	167	263	263	263	263	目标P/S			2.4	2.0	1.7
其他流动负债	35	43	43	43	43						
流动负债合计	446	505	552	594	632						
负债总额	447	505	552	594	632						
权益及负债总额	502	911	985	1,076	1,183						

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

云工场（2512.HK）：立足 IDC，“边缘计算+边缘 AI” 打造新引擎

公司是国内最早的 IDC 服务提供商之一，公司以基础云切入市场，通过建设下沉至全国超过 2000 个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，致力于成为领先的边缘计算和边缘 AI 服务提供商。结合开源的以 DeepSeek 为代表的大模型以及自研 AI 算法模型、自研算力调度平台，形成“毫秒级响应、异构算力调度、垂直领域大模型落地”三大差异化优势，进一步为各行业客户提供高实时、快响应的边缘 AI 应用解决方案，构建了覆盖“基础设施-平台能力-场景应用”的完整技术栈。

公司主要业务包括为客户提供 IDC 解决方案服务及边缘计算服务。

- **IDC 解决方案服务：**包括托管服务（就服务器机柜而言）、互联网连接、带宽使用以及基础设施管理服务。
- **边缘计算服务：**包括 EdgeCDN 服务、EdgeAIoT 服务、算力及算力调度平台、大模型本地部署及微调服务、以及传统上以硬件为中心的设备所提供的其他边缘功能。

目前，公司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、高校等行业领域，为企业智能化升级提供核心动力引擎。

公司的 IDC 解决方案服务及边缘计算服务是云供应链的重要组成部分。公司从上游供应商批量采购数据中心资源，并向客户交付 IDC 解决方案服务及/或边缘计算服务。在此模式下，公司可在不拥有数据中心设施的情况下为客户提供灵活、定制、地域广泛、本地化、强化及具竞争力的服务。

数字化转型推动 IDC 业务需求持续稳定增长

受益于中国企业数字化转型以及云计算、区块链及物联网等新技术发展推动，IDC（互联网数据中心）需求持续健康增长。IDC 行业持续增长的驱动因素包括：

- **5G 推动流量增长。**随着 5G 网络商业化进程，移动连接速度大幅提高，促进依赖数据中心的移动应用增长。5G 网络提供更高的数据速度及更低的时延，推动用户消耗数据增多，刺激对数据中心服务的需求。5G 网络亦为大量物联网设备提供更强的连接及支持。物联网设备产生的大量数据需要处理、分析及存储，数据中心为管理及处理物联网数据提供基础设施。
- **云服务普及率提升。**云计算彻底改变了信息技术资源部署、配置及管理的方式。随着访问在线服务、网站及应用程序的用户数量增加，整体数据消耗随之上升。该等数据需要高效处理、存储及交付，从而推动对数据中心服务的需求。云服务供应商及互联网巨头正在寻求以具成本效益的解决方案存储数据及信息的数据中心，以提高灵活性及适应性。
- **人工智能应用带来需求激增。**人工智能通常涉及复杂的算法及模型，需要大量计算能力及存储容量。训练深度学习模型、运行机器学习算法及执行实时推理任务均需要大量计算资源。数据中心提供高性能服务器、图形处理器及专用人工智能加速器等必要基础设施，以支持该等计算密集型人工智能工作负载。人工智能程序的日益普及，将促进市场对计算能力及数据中心的需求增加。

根据弗若斯特沙利文报告，按容量计，中国 IDC 市场规模 2023 年为 10010.9 兆瓦，预计 2024-2028 年复合年增长率达到 13.6%。按收益计，IDC 市场规模 2023 年为人民币 2,407 亿元，预计 2024-2028 复合年增长率为 12.8%，于 2028 年达到 4,268 亿元。

图表 2：中国互联网数据中心行业的价值链

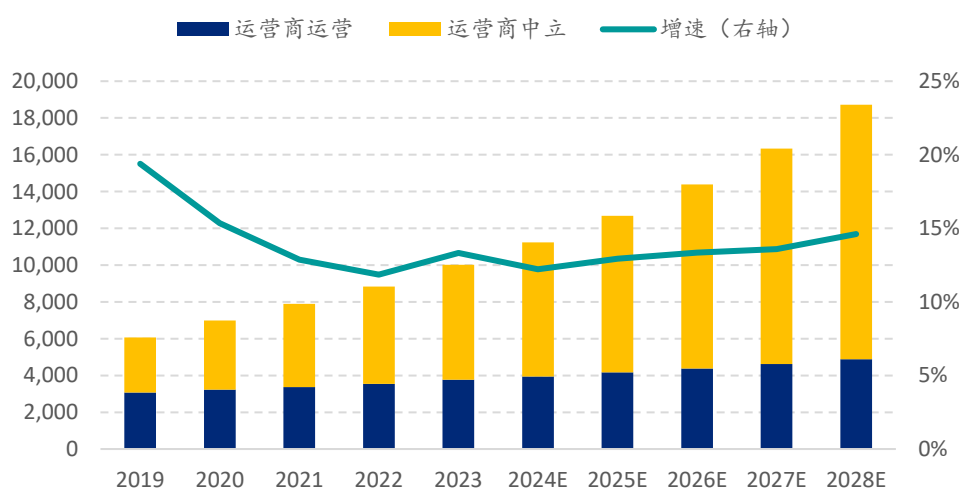


资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

运营商中立数据中心份额持续提升。按运营商接入类型分类，IDC 可以分为运营商运营数据中心和运营商中立数据中心。运营商运营数据中心仅供一名控制设施访问的运营商接入，在中国由三大国有电信运营商主导；而运营商中立数据中心可提供多个网络服务运营商接入，允许其客户享受多于一个运营商接入的灵活性及冗余。

运营商中立数据中心在过去几年增长迅速，按收益计市场规模 2019-2023 复合年增长率高达 38.1%，显著高于运营商运营数据中心的 20.5%；按容量计市场份额 2020 年已超越运营商运营数据中心，主要由于运营商中立数据中心拥有多网络接入等优势。

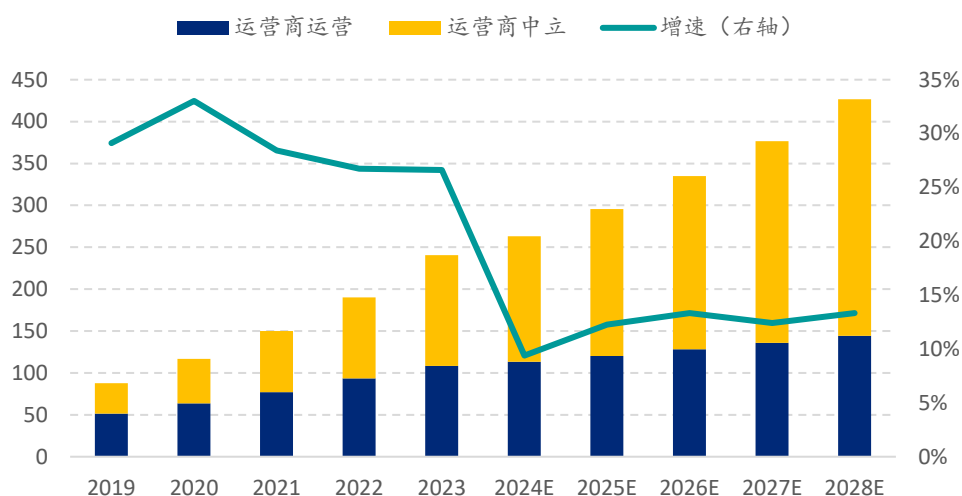
图表 3：中国互联网数据中心行业按容量计的市场规模（兆瓦）



E=弗若斯特沙利文预测

资料来源：信通院、弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 4：中国互联网数据中心业务市场按收益计的市场规模（人民币十亿元）

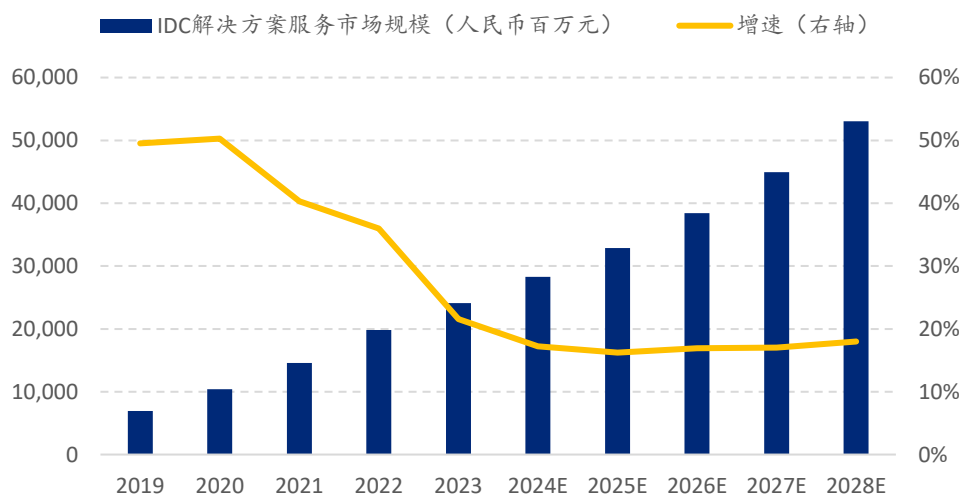


E=弗若斯特沙利文预测

资料来源：信通院、弗若斯特沙利文、浦银国际

IDC 解决方案服务市场快速扩张。根据弗若斯特沙利文，2023 年中国 IDC 解决方案服务行业市场规模为人民币 241 亿元，预期 2024-2028 复合年增长率为 17.0%。由于低成本及高弹性的业务形态，非自建数据中心得到小型企业青睐，推动了 IDC 解决方案服务市场的快速增长。

图表 5：中国 IDC 解决方案服务市场规模（按收益计）



E=弗若斯特沙利文预测

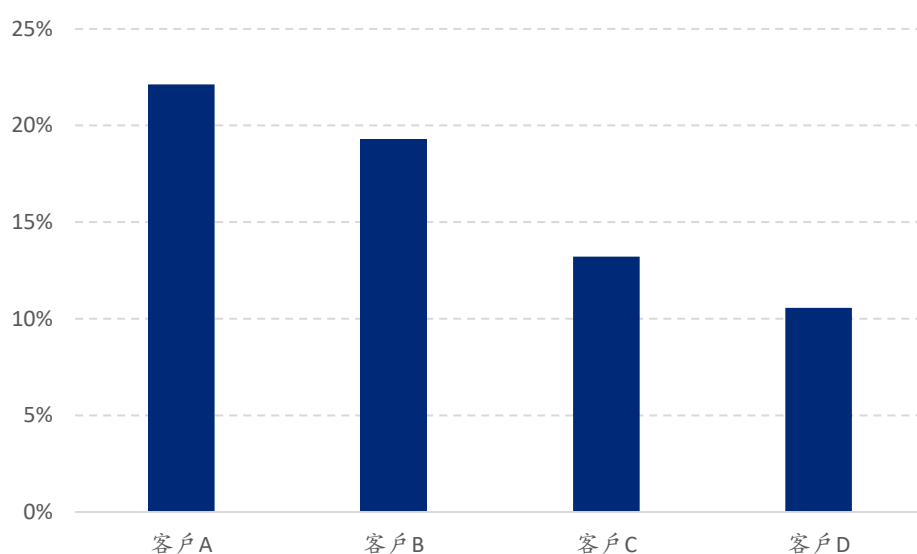
资料来源：信通院、弗若斯特沙利文、浦银国际

上下游保持长期稳定合作关系，市场份额有望扩大

与下游客户建立忠实且持续增长的关系。公司拥有多元的客户基础，主要包括中国头部云计算服务供应商、互联网公司及蓝筹上市公司。公司 IDC 解决方案服务能够满足客户的广泛容量需求。

核心客户销售快速攀升，优质服务实现低流失率。随着公司与客户关系逐步稳固，核心客户销售快速提升，前五大客户收入 2021-2024 年均复合增速 13%。2021 年、2022 年、2023 年及 2024 年最大客户收入贡献占比分别为 28.7%、20.5%、20.9%和 22.1%，前五大客户收入贡献占比分别为 74.8%、77.5%、67.3%和 71.2%。凭借着优质服务，公司过去保持着较低的客户流失率，2021-2023 年平均客户流失率分别为 2.7%、3.9%及 3.2%。

图表 6：2024 年大客户收入贡献占比



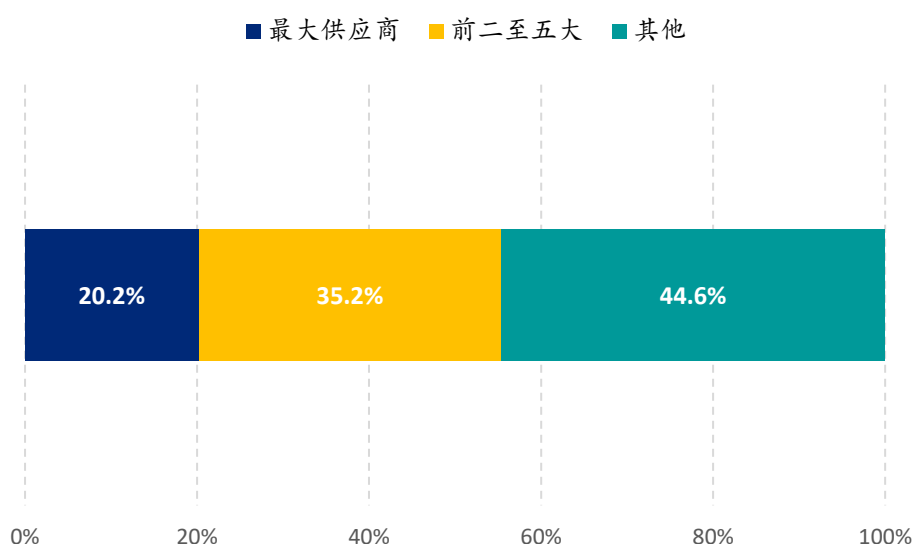
资料来源：公司资料、浦银国际

服务市场龙头的经验为公司提供了运营经验及市场声誉，有助于公司进一步实现业务拓展，扩大市场份额。一方面，公司计划继续探索现有客户新的业务需求，通过提供更多类型的解决方案及服务组合来增加多样性，推动平均单客收入提升。另一方面，公司也在积极拓展新客户，寻求新的客户增量。

与上游供应商稳固而互补的关系，有助于公司提高市场份额。公司与中国国有电信运营商之一的核心供货商有长期合作关系，公司为其于山东省及内蒙古数据中心运营领域最重要的生态系统合作伙伴之一。公司的优质客户基础与上游供应商形成了互补关系。

公司 IDC 解决方案服务收入在过去几年实现了稳健增长，2021-2024 年复合年增长率达到 10.8%。根据弗若斯特沙利文报告，在国有电信运营商中，公司的核心供货商在 5G 网络基础设施建设方面绝对领先，占基站总数 50.0% 以上。凭借与供货商的稳固关系，公司能够满足客户不同规模的需求，从而提供全面且可靠的解决方案。

图表 7：2024 年主要供应商成本金额占总销售成本比例



资料来源：公司资料、浦银国际

灵活可扩展的业务模式，有助于实现业务快速扩张。公司采取非自建数据中心的模式开展业务，具有避免与国有电信运营商直接竞争、业务灵活可拓展等优势。灵活的业务模型帮助公司实现了业务快速扩张。

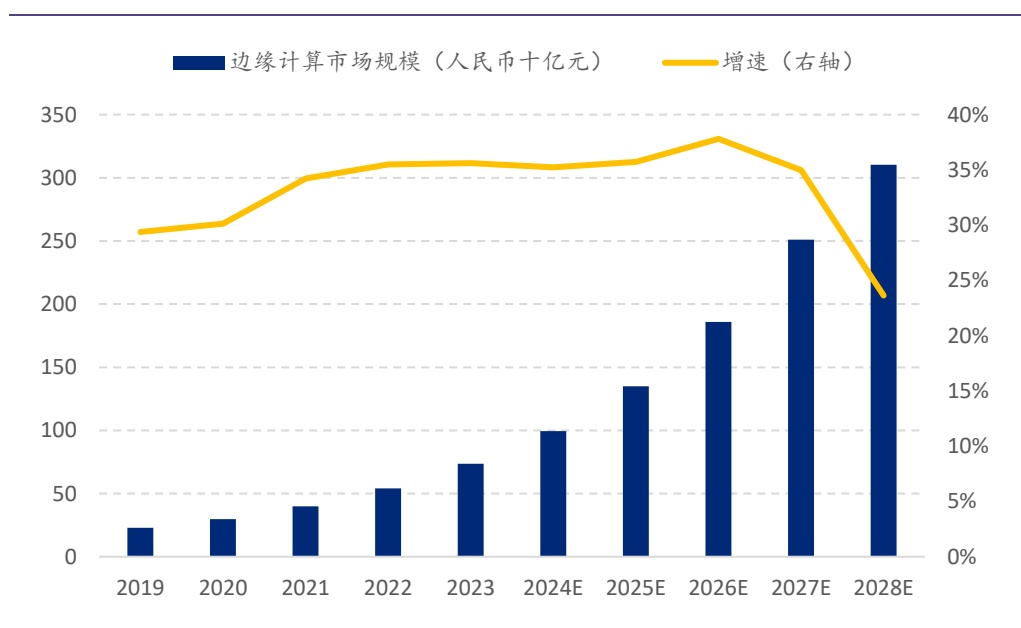
发力边缘计算和边缘 AI，打造新增长曲线

边缘计算应用广泛，增长潜力巨大。边缘计算是一种在现场或邻近特定数据源进行的计算形式，其最大限度地减少了在数据中心远程处理数据的需要，在物联网、云游戏、自动驾驶等领域广泛应用。与传统 IDC 解决方案相比，边缘计算拥有以下优势：

- **降低延迟：**计算资源更靠近数据源，减少数据传输所需的距离，从而减低延迟，有助于应用程序实现实时处理及更快响应。
- **增强可靠性：**通过多个位置分布计算资源采用去中心化的架构，减少单点故障的漏洞，提高可靠性。
- **提高带宽效率：**数据于边缘设备或节点本地化处理，减少将大规模原始数据传输至 IDC 进行处理的需求，可优化带宽使用并减少网络拥塞。
- **数据隐私及安全：**敏感数据可进行本地处理及分析，减少数据传输过程中的信息暴露风险，加强数据隐私及安全。
- **实时洞察及决策：**能够获得实时洞察，并根据分析数据迅速做出决策，有利于产业自动化、自动驾驶汽车及远程监控等场景应用。

根据弗若斯特沙利文，中国边缘计算 2023 年的市场规模为 735 亿元，预计 2024-2028 年复合增长率达到 32.9%，有很大增长潜力。

图表 8：中国边缘计算市场规模



E=弗若斯特沙利文预测

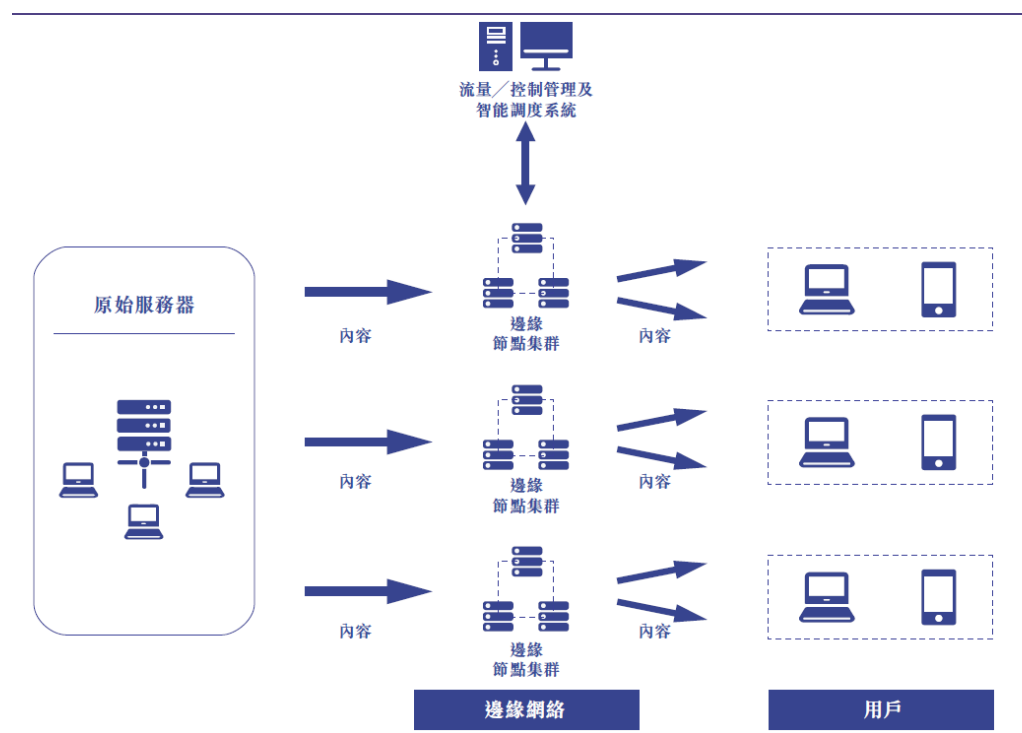
资料来源：信通院、弗若斯特沙利文、浦银国际

跨区域边缘计算网络先驱，持续为企业赋能。公司是中国地级市及行政区县建设跨区域边缘计算网络的活跃贡献者之一。边缘计算网络降低了数据中心遥距处理数据的需要，从而加强应用程序的反应能力及处理量，节省带宽以及提升用户体验。

产品矩阵日趋完善。2022 年云工场推出旗下边缘计算品牌“灵境云”。灵境云为公司 IDC 解决方案服务的延伸类别，让客户及其顾客能够在互联网边缘组建、获得及提供数字体验。此服务为 CDN 与传统上由以硬件为中心的设备（例如 DDoS 解决方案）所提供功能性的结合，旨在令计算能力及逻辑尽可能贴近终端用户。

公司已推出一系列产品，通过建设覆盖全国的分布式云边协同网络，构建边缘云基础设施及平台，提供边缘云产品服务及解决方案。灵境云自研多项边缘云产品服务，EdgeCDN 边缘分发网络通过自研 EdgeDNS 边缘智能调度系统，为用户提供分布全国的优质缓存节点，提高网站响应速度，提升用户访问体验；EdgeAIoT 边缘智能万物互联将云端 AI 应用等能力下发到现场边缘云，将公有云能力延伸到靠近终端设备的一端，使得边缘节点拥有云端相同的能力，能够实时处理终端设备计算需求。公司凭借优质客户群、可靠的数据中心资源、以及技术开发能力，持续开发多元化“灵境云”产品，以满足客户跨区域边缘计算需求。

图表 9：CDN 服务架构



资料来源：公司资料、浦银国际

持续开拓下沉市场。随着中国地级市及区县经济的不断发展，公司计划将边缘计算服务下沉至农村地区。根据弗若斯特沙利文，2021 年农村地区的网络普及率仅为 57.6%，而城市地区则为 81.3%。公司计划在需求集中的城市战略性部署 BMS 及边缘计算组件，同时计划在云服务覆盖范围相对有限的地区增加基于边缘的部署，在国有电信运营商的支持下构建灵境云跨区域边缘计算网络。随着网络分布越来越广泛，公司有望受益于公共云服务及边缘计算服务市场巨大的增长潜力。

边缘智能万物互联 EdgeAIoT，应用场景广泛。EdgeAIoT 基于灵境云边缘云网络，以及 AI 视觉技术，将云端计算、存储、网络、AI 推理等能力下放到边缘。结合涵盖低、中、高算力的边缘计算主机、边缘计算管理平台，以及适用于多行业的高精度 AI 算法模型，为各行各业客户提供智能化、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。

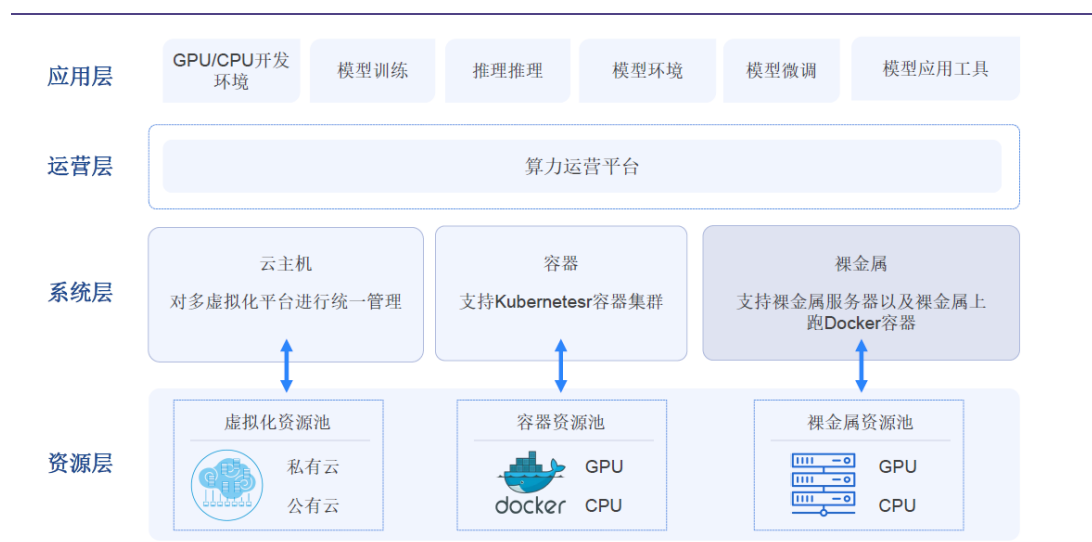
图表 10：边缘智能万物互联 EdgeAIoT



资料来源：公司资料、浦银国际

积极布局边缘 AI，提供算力及模型服务支持。公司基于深厚的基础云建设、运维与托管能力，在机、算、网、存、云方面打造高算效体系，升级边缘算力平台，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。公司边缘 AI 算力平台 EdgeAIStation，通过整合分布式异构算力资源，能够为 AI 训练、科学计算等高算力需求场景提供高性价比、弹性可伸缩的云计算服务。例如，大模型训练场提供集中化应用市场，简化用户对模型、工具的寻找和繁琐的部署，一键化安装、训练，通过集成编排各种算力资源，实现算力集群统一归集和标准化服务，可视化服务。此外，公司与中国信通院人工智能研究所达成战略合作伙伴关系，为工信部大模型公共服务平台提供技术支持。公司持续为企业赋能，提供“算力租赁+智能调度+平台化交付”的完整服务体系。

图表 11：边缘 AI 服务总体架构



资料来源：公司资料、浦银国际

国际化布局，拓展海外市场。公司灵境云全球边缘加速 EdgeGlobalCDN 服务，通过深度融合海外优质服务商分布全球的边缘分发网络，精确地为海外网络用户就近匹配内容分发节点，以便利用户就近获取资源，减少数据网路传输距离。公司计划在东南亚布局边缘节点，为出海客户提供低时延算力服务，服务出海企业本地化算力需求，未来逐步拓展到中东和欧美市场。

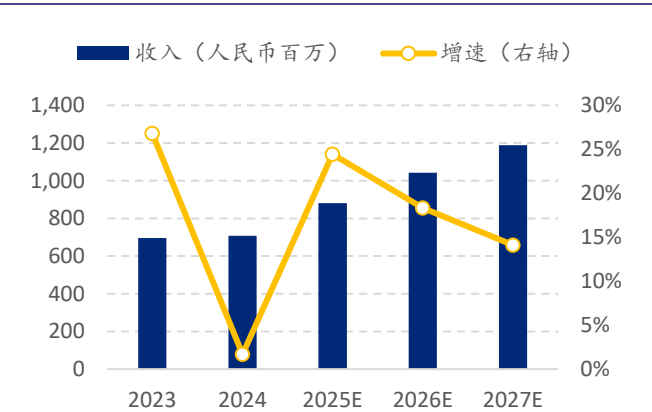
财务分析及预测

● 预计未来三年收入年均复合增长 19%

2024 年，公司收入为人民币 7.08 亿元，同比增长 1.7%，主要是由边缘计算服务增长驱动；分部业务中，IDC 解决方案服务收入为 6.59 亿元，同比下降 2.2%，主要是由于市场需求疲软；边缘计算服务快速扩张，收入大幅增长 170.7%至 0.49 亿元；公司出于战略调整，主动退出了 ICT 服务及其他服务收入。

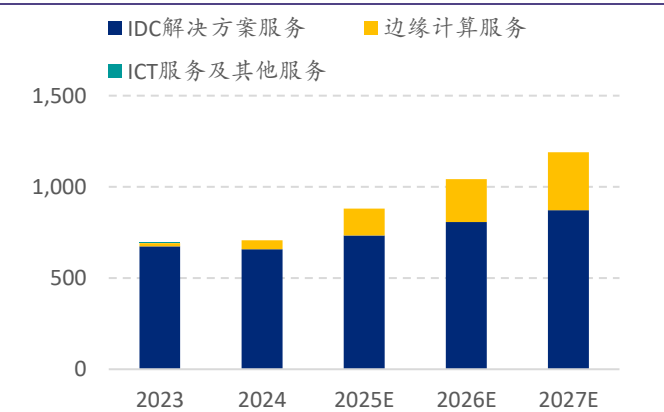
公司计划未来侧重于可创造稳定持续性收益的 IDC 解决方案服务及边缘计算服务。随着公司业务的持续拓展，我们预计公司 2024-2027E 收入年均复合增速为 19%；预计 IDC 解决方案服务仍是公司未来几年主要收入来源；预计边缘计算服务体量将快速提升，逐渐成为新增长曲线。

图表 12：公司收入预测



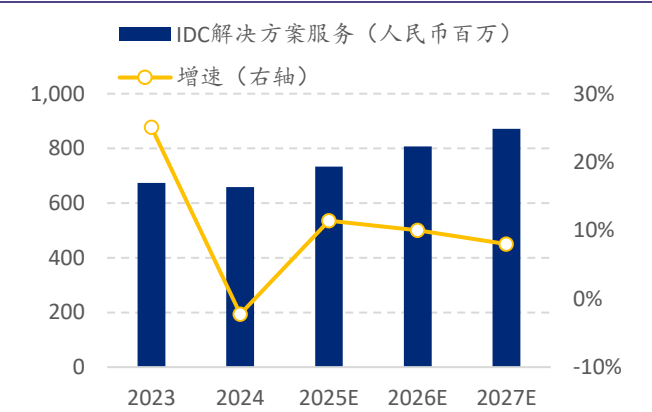
E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 13：公司分部业务预测 (人民币百万)



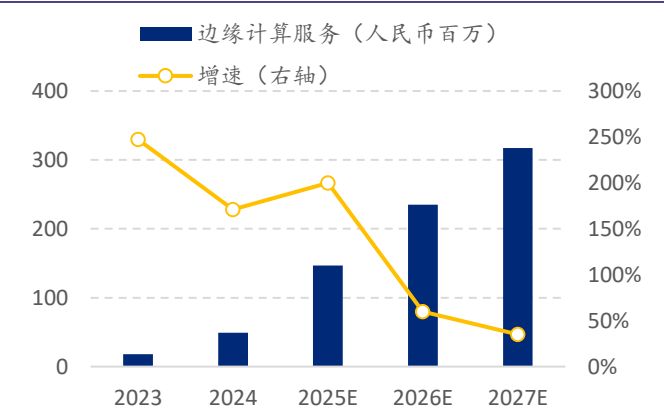
E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 14：IDC 解决方案服务收入预测



E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 15：边缘计算服务收入预测

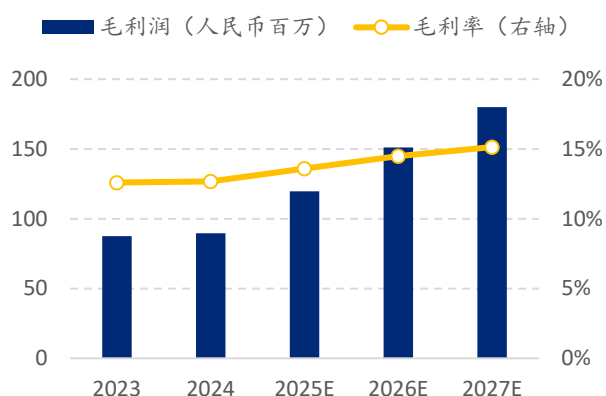


E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

● 利润率预计将逐步改善

公司 2024 年毛利率为 12.7%，其中 IDC 解决方案服务毛利率为 11.6%，边缘计算服务毛利率 27.3%。我们预计随着公司未来规模效应的提升以及较高毛利边缘计算收入贡献占比的提升，公司毛利率 2025 年有望提升至 13.6%，2027 年有望提升至 15.1%。

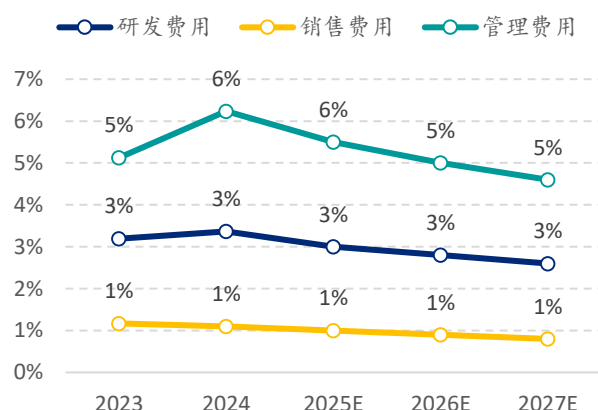
图表 16：公司毛利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

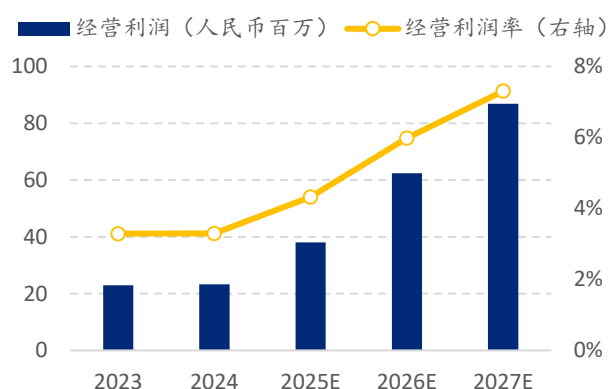
图表 17：公司费用率预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

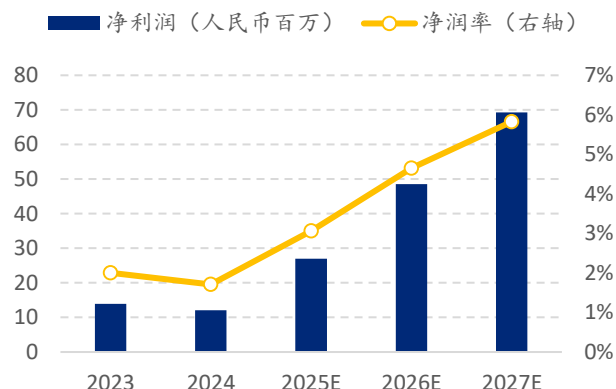
图表 18：公司经营利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 19：公司净利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

估值分析与预测

首予“买入”评级，目标价 5.0 港元

我们参考可比公司估值，给予公司 2026E 43x P/E，得到目标价 5.0 港元，对应 2027E 30x P/E。

图表 20：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	P/E (x)			P/S (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300442 CH Equity	润泽科技	11,522	32.3	26.3	21.8	12.7	10.1	8.5
600845 CH Equity	宝信软件	8,721	29.8	25.7	22.2	4.3	3.9	3.5
GDS US Equity	万国数据	7,370	N/M	N/M	N/M	4.6	4.0	3.5
300017 CH Equity	网宿科技	3,727	37.1	32.6	27.9	5.2	4.8	4.4
300383 CH Equity	光环新网	3,724	63.0	51.4	43.1	3.5	3.2	2.9
002335 CH Equity	科华数据	3,044	30.9	22.4	17.4	2.3	1.9	1.7
300738 CH Equity	奥飞数据	2,925	99.1	65.9	44.6	7.9	6.0	4.9
603881 CH Equity	数据港	2,690	94.6	78.5	69.2	10.5	9.6	9.2
VNET US Equity	世纪互联	2,222	N/M	N/M	58.8	1.7	1.4	1.2
平均			55.2	43.3	38.1	5.8	5.0	4.4

注：E=Bloomberg 一致预期；A 股股价截至 2025 年 7 月 28 日收盘，美股截至 2025 年 7 月 25 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 21：浦银国际目标价：云工场（2512.HK）



注：截至 2025 年 7 月 28 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测



投资风险

- IDC 行业需求放缓；
- 供应商和客户集中度较高；
- 新业务拓展不确定性。

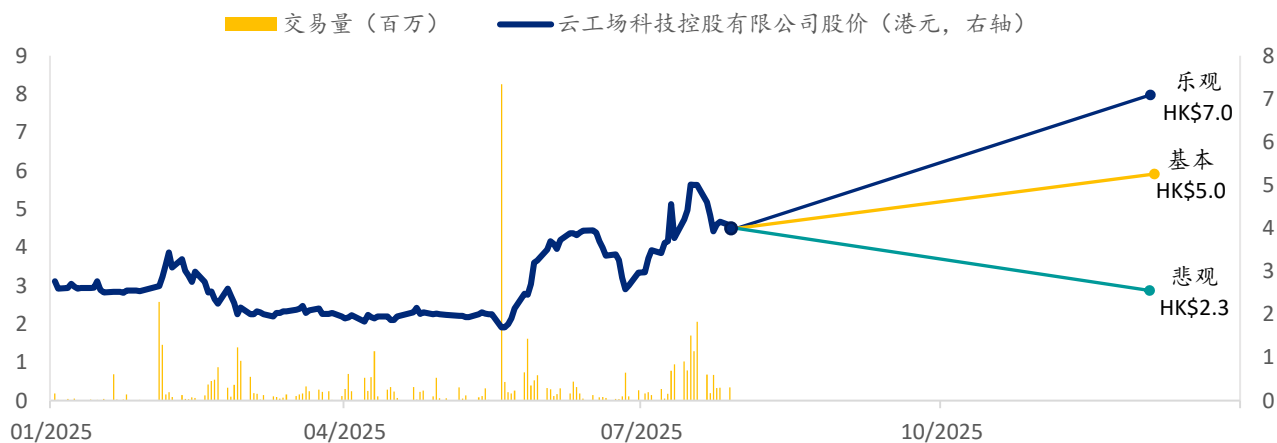
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 22：市场普遍预期：云工场（2512.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 23：SPDBI 情景假设：云工场（2512.HK）



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：7.0 港元

- IDC 业务加速增长；
- 新业务拓展优于预期；
- 利润改善优于预期。

悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：2.3 港元

- IDC 业务增长放缓；
- 新业务拓展不及预期；
- 利润率扩张弱于预期。

资料来源：浦银国际预测

图表 24：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
2512 HK Equity	云工场	4.07	买入	5.00	29/7/2025	数据服务
9988 HK Equity	阿里巴巴	120.60	买入	147.00	16/5/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	120.03	买入	150.00	16/5/2025	电商
9618 HK Equity	京东	131.20	买入	146.00	15/7/2025	电商
JD US Equity	京东	33.18	买入	38.00	15/7/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	118.45	持有	100.00	28/5/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	15.98	持有	14.00	21/5/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	555.50	买入	700.00	15/5/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	135.48	买入	135.00	16/5/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	210.00	买入	210.00	16/5/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	182.50	买入	173.00	21/5/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.37	买入	22.00	21/5/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	11.02	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	50.90	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	4.23	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.54	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	8.49	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	129.40	买入	159.00	27/5/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	72.70	买入	70.00	26/3/2025	短视频
SE US Equity	Sea	157.71	买入	185.00	24/7/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	32.77	买入	27.00	8/5/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	513.71	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	364.14	买入	450.00	8/5/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	231.44	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	193.18	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	194.08	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	712.68	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	364.09	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	693.10	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	21.30	买入	18.00	14/5/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	84.80	买入	70.00	14/5/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	271.00	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	49.20	买入	55.00	9/5/2025	软件

注：港股、A 股股价截至 2025 年 7 月 28 日收盘，美股截至 2025 年 7 月 25 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

公司概况

公司于 2013 年 10 月开始经营业务，最初从事 ICT 服务及其他服务相关业务。其后，本集团的业务于 2016 年 1 月扩展至 IDC 解决方案服务。多年来，公司主要开发、运营及提供 IDC 解决方案服务，其贡献了公司大部分的收益。根据弗若斯特沙利文报告，于 2022 年，按收益计，公司为中国排名第 11 的运营商中立 IDC 解决方案服务供应商。凭借公司在 IDC 解决方案服务运营方面的成功，于 2022 年，公司推出了灵境云品牌下的边缘计算服务。公司于 2022 年开始自边缘计算服务变现收益。2025 年，公司入选中国边缘计算企业 20 强；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 25：公司重要里程碑

年份	事件
2013	主要并表联属实体之一江苏意如成立
2015	主要并表联属实体之一云工场成立
2016	取得增值电信业务经营许可证，并开始作为数据中心解决方案服务供货商运营；开始提供全面托管及基础设施管理服务
2022	推出边缘计算服务
2023	获得总额为人民币 25,000,000 元的投资；已初步组建跨区域边缘计算网络覆盖，以于中国北方运营灵境云
2024	正式登陆港交所，成功挂牌上市

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 26：公司管理团队简介

姓名	任职情况	角色及责任
孙涛先生	主席兼执行董事	监督本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、作出重大业务决策
蒋燕秋先生	执行董事兼总经理	监督本集团的业务运营
季黎俊先生	执行董事兼副总经理	监督本集团的业务运营
朱文涛先生	执行董事、副总经理兼灵境云业务部门总监	监督本集团边缘计算服务的运营及发展
周新女士	商务部门副总经理	负责制定业务策略及发展计划、管理本集团的业务活动及为本集团申请各类牌照

资料来源：公司 2024 年年报、浦银国际

图表 27：公司主要股东

股东名称	持股比例
孙涛先生	75%

资料来源：公司 2024 年年报、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云工场 2512.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云工场 2512.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

