

买入

2025 年 9 月 26 日

业绩稳中有进，边缘计算战略布局前瞻

► **财务表现稳中有升，盈利结构持续优化：**2025H1 集团总收益达 406.8 百万元（YoY+10.0%），主要得益于业务常规扩张及边缘计算服务的大幅增长。毛利为 47.7 百万元（YoY+1.2%），整体毛利率为 11.7%，同比下降 1.0 个百分点，主要受 IDC 解决方案服务价格战略调整及边缘计算服务带宽采购成本增加影响。期内溢利 14.9 百万元（YoY+19.0%），盈利增长势头良好。母公司普通权益持有人应占每股盈利维持 0.03 元。截至 6 月 30 日，集团现金及现金等价物为 348.1 百万元，流动性储备充足。

► **IDC 解决方案服务稳步增长，市场根基稳固：**作为集团核心业务，2025 年 H1 公司 IDC 解决方案服务收益达 376.1 百万元（YoY+7.9%），占收比 92.5%。收益增长主要源于集团依托良好声誉、稳定客户基础及广泛业务网络实现的常规业务扩张。受激烈市场竞争下服务价格战略调整影响，该业务毛利率为 10.2%，同比微降。

► **边缘计算服务增速显著，技术产品亮点突出：**2025H1 边缘计算服务收益增长至 29.2 百万元（YoY+39.0%），占收比 7.2%，系因 EdgeCDN 服务市场需求增长及新客户拓展；其他服务收入 145 万，占收入比为 0.3%。报告期内，EdgeAIStation 服务完成多款主流 AI 模型对算力平台的适配，可提供可靠安全的算力服务；推出灵境云大模型私有化部署解决方案，助力企业客户构建专属知识库并实现模型微调；正式推出算力调度解决方案，简化客户对多元算力资源的管理操作。该业务毛利率为 27.1%，同比下降 4.3 个百分点，主要因带宽采购成本增加。此外，集团连续三年被评为中国边缘计算企业 20 强，“边缘智能巡检 V2.0”获鲲鹏原生开发技术认证，技术实力获行业认可。

► **前瞻布局智能计算，多维度推进发展：**公司战略聚焦四大领域。一是拓展智能计算服务，响应“东数西算”工程，提供硬件咨询等全方位服务；二是深化技术研发，优化多模态 AI 大模型，升级算力调度平台；三是加强生态伙伴共建，共建实验室及打造全生态系统；四是构建“政企双驱动”模式，提供针对性解决方案。此外，报告期后完成新股份认购，所得款项用于多项业务发展，并成立合资公司开拓智能计算服务市场，为增长注入动力。

► **目标价 6.9 港元，维持买入评级：**展望未来，随着国务院“人工智能+”行动推进，公司在智算业务、模型应用等方面布局契合政策，公司基于 IDC 构建下沉分布式边缘云网络，凭借技术与市场优势，有望借助行业东风再塑增长曲线，持续提升业绩，为投资者创造价值。考虑到公司当前市值规模及其积极布局新业务版图，给予云工场科技 4 倍 PS 估值，得出目标价 6.9 港元，较现价有 36% 的增长空间，故给予买入评级。

► **风险提示：**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

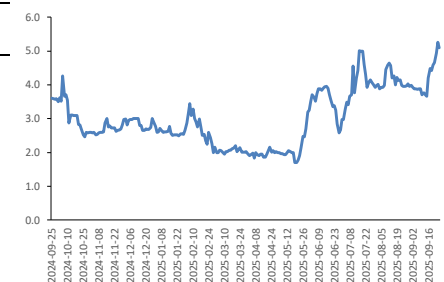
主要数据

行业	TMT
股价	5.1 港元
目标价	6.9 港元 (+36%)
股票代码	2512.HK
已发行股本	5.1 亿股
市值	25.8 亿港元
52 周高/低	5.4/1.3 港元
每股净现值	0.9 港元
主要股东	Ru Yi Information Technology Co, LTD 75%

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	863.4	1003.9	1146.5
变动 (%)	26.8%	1.7%	22.0%	16.3%	14.2%
归母净利润 (百万元)	13.9	12.1	23.8	37.2	50.2
变动(%)	73.3%	-13.2%	97.1%	56.0%	35.0%
基本每股收益(元)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
市盈率@5.09港元(倍)	0.0	177.0	89.8	57.6	42.7

股价表现



来源: 公司资料, 第一上海预测

来源: 彭博

附录：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					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	548.8	695.9	707.6	863.4	1,003.9	1,146.5	增速 (%)					
销售成本	(479.8)	(608.3)	(618.0)	(753.6)	(871.2)	(990.7)	收入	26.8%	1.7%	22.0%	16.3%	14.2%
毛利	68.9	87.6	89.6	109.8	132.7	155.8	经营利润	86.1%	19.9%	58.2%	46.1%	31.0%
其他收入+其他净收入	0.5	1.3	9.4	9.4	9.4	9.4	归母净利润	77.0%	-13.0%	94.8%	55.4%	34.7%
销售及分销开支	(5.1)	(8.1)	(7.8)	(8.6)	(10.0)	(11.5)	盈利能力					
研发费用		(22.2)	(23.8)	(27.6)	(30.1)	(34.4)	毛利率	13%	13%	13%	13%	14%
一般及行政开支	(29.9)	(35.7)	(44.1)	(47.5)	(50.2)	(51.6)	营业利润率	3%	3%	4%	5%	6%
							归母净利润率	2%	2%	3%	4%	4%
经营利润	10.0	18.7	22.4	35.4	51.7	67.8	ROE	25%	3%	6%	8%	10%
财务费用净额 (收入+成本)	(2.4)	(4.0)	(8.5)	(8.6)	(10.0)	(11.5)	ROA	3%	1%	2%	3%	3%
							运营能力					
税前利润	7.7	14.7	13.8	26.8	41.7	56.3	EBITDA	22.3	29.0	45.0	65.8	88.8
所得税	0.4	(0.4)	(1.5)	(2.7)	(4.3)	(5.9)	EBITDA Margin	3.20%	4.09%	5.21%	6.56%	7.74%
净利润	8.0	14.2	12.4	24.1	37.4	50.5	SG&A/收入	-6%	-7%	-7%	-6%	-6%
							实际税率	0%	0%	0%	0%	-1%
归母净利润	8.0	13.9	12.1	23.8	37.2	50.2	派息比例	0%	0%	0%	0%	0%
							财务状况					
全面收益总额	8.0	13.9	18.4	23.8	37.2	50.2	资产负债率	89.1%	55.5%	65.3%	65.1%	68.1%
少数股东损益	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3						
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	466.1	565.0	586.3	除税前利润	14.7	13.8	26.8	41.7	56.3
应收账款	197.6	235.0	379.3	348.0	497.9	折旧与摊销	3.6	6.6	9.6	14.1	21.0
预付款项及其它应收款项	38.0	216.0	286.4	294.4	366.0	物业、厂房及设备折旧	2.9	5.7	8.7	13.3	20.2
物业、厂房及设备	21.5	32.6	49.5	75.3	114.6	经营性应收影响	(83.7)	(38.6)	(144.3)	31.3	(149.9)
资产总额	501.7	911.4	1,238.1	1,339.6	1,621.6	预付款项及其他应收影响	10.7	(188.6)	(70.4)	(8.0)	(71.6)
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	151.8	(65.8)	153.1	0.0	0.0
应付账款	244.1	199.6	351.4	285.6	438.7	应计费用及其他应付影响	9.5	7.1	19.4	11.5	27.2
应计负债及其他应付款项	31.5	38.0	57.5	68.9	96.2	经营活动产生的现金流量净额	26.2	24.0	35.5	55.0	76.5
负债合计	446.8	505.5	808.1	872.1	1,103.6	投资活动产生的现金流量净额	(121.3)	15.5	(25.7)	(39.0)	(59.4)
母公司股东权益	54.1	402.4	426.3	463.5	513.6	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	3.7	4.0	4.3	现金及现金等价物净增加额	84.4	202.3	95.1	99.0	21.2
股东权益合计	54.9	405.9	430.0	467.5	517.9	期初现金及现金等价物余额	78.0	162.3	371.0	466.1	565.0
负债和股东权益合计	501.7	911.4	1,238.1	1,339.6	1,621.6	期末现金及现金等价物余额	162.3	371.0	466.1	565.0	586.3

数据来源：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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。