

► **乘云出海之风，算力租赁业务高速发展。**宏景科技作为深耕智慧城市领域多年的综合服务商，凭借其深厚的技术积累与企业级客户资源，已成功完成向 AI 算力服务商的战略转型。2024 年以来，公司算力租赁业务呈现快速增长，收入贡献率已超越传统业务，成为核心增长引擎。公司不仅与京东等头部厂商建立稳固合作，更前瞻性布局“宏景算力云”与出海战略，以 9000+ 异构 GPU 集群为底座，形成国内与海外双轮驱动的业务格局。此次转型已驱动公司业绩迎来确定性拐点，2025 年上半年营收同比增长超 567%，并实现扭亏为盈，展现出强大的业务弹性与增长潜力。

► **互联网大厂云出海打开从 0 到 1 的蓝海市场。**国内 AI 出海与海外本地 AI 需求双轮驱动互联网大厂云出海进程。一方面，当前国内大模型性能已经逐渐实现对全球领先水平的追赶，云大厂在大模型底座的基础上，推动构建从底层硬件到上层应用的全栈布局，在推广自研 AI 应用出海的同时，助力中企出海提质增效。另一方面，海外市场对 AI 本地化应用的需求显著增长，为互联网大厂提供全新业务增量，国内云大厂凭借性价比和本地化能力的优势，积极推动海外业务布局、抢占全球市场。

► **公司在互联网大厂云出海浪潮卡位优势显著。**公司增长的深层动力源于精准卡位“互联网大厂云出海”这一新兴蓝海市场。当前，国内云厂商为满足中企出海与海外本地 AI 需求，正加速全球化基础设施布局，宏景科技积极落实算力出海战略，推动跨境算力合作及中国企业全球化布局，海外算力市场已实现重大突破，形成国内与海外双轮驱动的算力业务格局。技术能力方面，公司以算力云为支点，持续深化“人工智能+”领域布局，通过为重点战略客户提供强劲算力支持，显著提升客户模型能力，大幅缩短国产大模型从研发到应用落地的周期。

► **投资建议：**公司作为互联网大厂云出海先锋，凭借其算力调优、组网技术与供应链整合能力，成为大厂云出海生态的关键合作伙伴，并在东盟等重点市场取得项目突破，已经展现出显著卡位优势，有望持续受益于互联网大厂云出海进程，2025 年上半年营收同比增长超 567%，并实现扭亏为盈，展现出强大的业务弹性与增长潜力。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 22.17、32.36、44.66 亿元，归母净利润分别为 2.09、4.92、8.03 亿元，2025 年 9 月 30 日收盘价对应 PE 分别为 58/25/15 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧风险，供应链风险，技术迭代风险。

推荐

首次评级

当前价格：

78.56 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@glms.com.cn

研究助理 白青瑞

执业证书：S0100124010021

邮箱：baiqingrui@glms.com.cn

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	658	2,217	3,236	4,466
增长率 (%)	-14.6	237.0	46.0	38.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-76	209	492	803
增长率 (%)	-279.3	376.6	134.9	63.3
每股收益 (元)	-0.49	1.36	3.20	5.23
PE	/	58	25	15
PB	10.1	8.6	6.4	4.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 30 日收盘价）

目录

1 乘云出海之风，算力租赁业务高速发展	3
1.1 公司算力租赁业务高速发展，已成为主要收入来源	3
1.2 企业级客户资源丰富推动收入加速扩张	6
1.3 股权结构稳定，管理层产业背景扎实	9
2 互联网大厂云出海元年开启，公司卡位优势显著	11
2.1 互联网大厂云出海元年开启，从 0 到 1 蓝海市场展开	11
2.2 公司前瞻布局互联网大厂云出海，卡位优势显著	16
3 盈利预测与投资建议	17
3.1 盈利预测假设与业务拆分	17
3.2 估值分析	18
3.3 投资建议	19
4 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 乘云出海之风，算力租赁业务高速发展

1.1 公司算力租赁业务高速发展，已成为主要收入来源

公司持续探索智算技术成果转化，数字技术深度赋能产业升级与城市治理。宏景科技成立于 1997 年，是一家以自主研发能力为支撑，专注算力服务、智慧城市业务的综合服务商，致力于持续探索与推进人工智能、大数据、智算等前沿技术的成果转化和市场化应用，打造新质生产力。在智慧民生、城市综合管理、智慧园区领域，公司为遍布各行业的客户提供专业和系统的全流程解决方案。在算力服务业务方面，公司凭借多年数据中心的建设经验、能力、专家人才团队和供应链整合能力，深入人工智能产业、以算力赋能场景，通过向客户提供智能算力服务，全方位赋能客户在大模型训练、推理、科学计算等不同业务场景的各类需求。

图1：宏景科技数智生态总部智慧园区综管平台 AI 体系



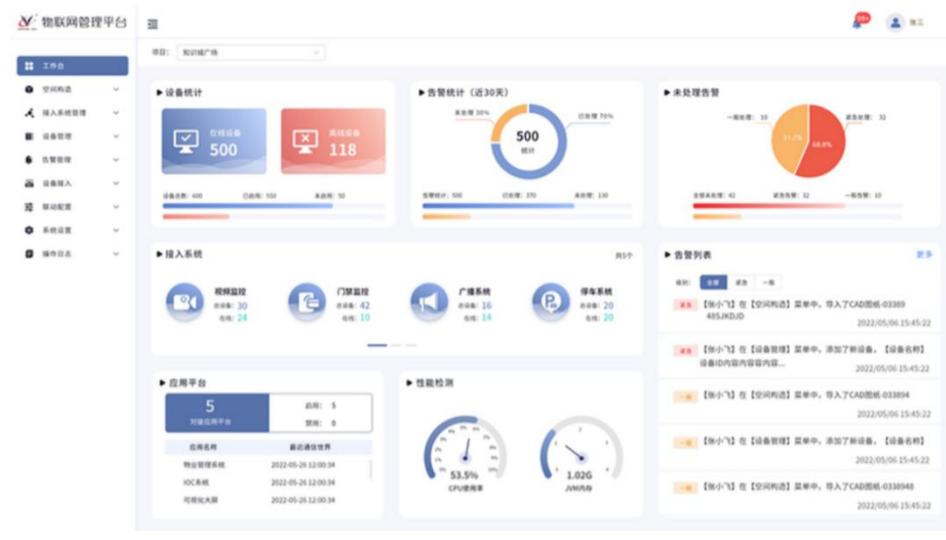
资料来源：宏景科技微信公众号、民生证券研究院

公司以智慧城市为基底，以算力服务为支撑，以 AGI 应用场景的发展为突破。公司持续深化算力赋能行业应用，构建一体化算力服务体系，推进算力基础设施高质量发展，推动算力在更多生产生活场景的应用落地，进而不断推动智慧城市的高质量发展。根据应用场景的不同，公司的主要服务及用途的具体情况如下：

1) **智慧民生**：在教育、医疗、旅游、楼宇、社区等智慧民生领域，公司以客户的信息资源为基础，结合大数据、云计算、物联网等技术，实现客户的经营管理数据化、业务在线化、以及资源的快速优化配置。

2) **城市综合管理**：公司主要服务于市政、政务、安防等政府机关及事业单位，为其日常运营以及决策提供科学有效的整体解决方案。公司借助物联网等先进技术实现数据互联互通，通过加强数据资源运用与挖掘，实现城市综合管理领域政府机关政务处理、各企业单位运营管理与客户服务的智能化。

图2：宏景科技 AIoT 物联网管理平台



资料来源：公司官网、民生证券研究院

3) **智慧园区**：公司主要针对政府主导型开发型智慧园区、产业地产主导型智慧园区、大企业智慧园区、小微智慧园区等类型园区，以信息技术为手段、智慧应用为支撑，融合“双碳”理念，全面整合园区的内外资源，建设基础设施网络化、建设管理精细化、服务功能专业化和产业智能化的载体和平台。

图3：宏景科技智慧公园综合管理平台



资料来源：宏景科技微信公众号、民生证券研究院

传统智慧城市业务基础上持续推动客户拓展+技术投入，加速智算中心新赛道的转型布局。公司依托常年深耕智慧城市业务积累的企业级客户，加大开展算力中心业务并取得了良好的成效。技术能力方面，公司的算力调优、组网相关团队储备

充足，依托完善、高性价比的算力供应链及出色的供应链整合能力，在丰富的智算资源池及大型客户服务经验的基础上，能够根据客户需求，提供系统设计、设备供应、安装部署、测试调优等销售及技术服务，可为客户提供 GPU 硬件采购、集算力组网一体化解决方案，实现服务器的上架、集群、调优、组网以达到客户要求的算力水平，从而为客户提供全方位、多元化、高效、低成本的 AI 解决方案。2024 年至今，公司已陆续签订多项重大算力业务合同，与京东等领先厂商达成算力服务合作关系，显示出算力中心行业较大的市场前景和公司良好的客户资源与市场开拓能力。

云出海业务布局先行者，引领 AI 算力从战略转型到全球布局。2025 年，公司重磅推出“宏景算力云”，以 9000+异构 GPU 集群为硬件底座，针对不同团队、不同阶段的 AI 任务需求，构建分层算力矩阵，旨在推动算力从“成本负担”转化为“创新动能”，为企业 AI 创新注入强劲算力动能。同时，公司持续拓展云厂大客户合作，海外算力市场已实现重大突破，形成国内与海外双轮驱动的算力业务格局。

图4：宏景科技算力服务业务

宏景科技在算力领域的技术响应速度和交付能力已建立护城河，能够为客户提供从服务器采购、组网调试、改配调优的全链条集成服务，满足高复杂度、高定制化的算力需求。公司正在以技术深化与专业化、服务全面化与集成化、定制化与个性化打造算力业务的核心竞争力，也为公司未来的发展带来全面转型。

1. 算力设备集成与优化

我们提供算力设备的集成服务，包括高性能计算节点、存储系统、网络设备硬件的选型、配置与优化。通过专业的技术团队，确保设备的高效运行和稳定性能，满足客户的多样化需求。

2. 算力租赁与云服务

我们提供算力租赁服务，为客户提供灵活、可扩展的算力资源。此外，还通过云服务的形式，为客户提供便捷、高效的算力支持，助力客户实现数字化转型和智能化升级。

3. 算法性能优化与定制开发

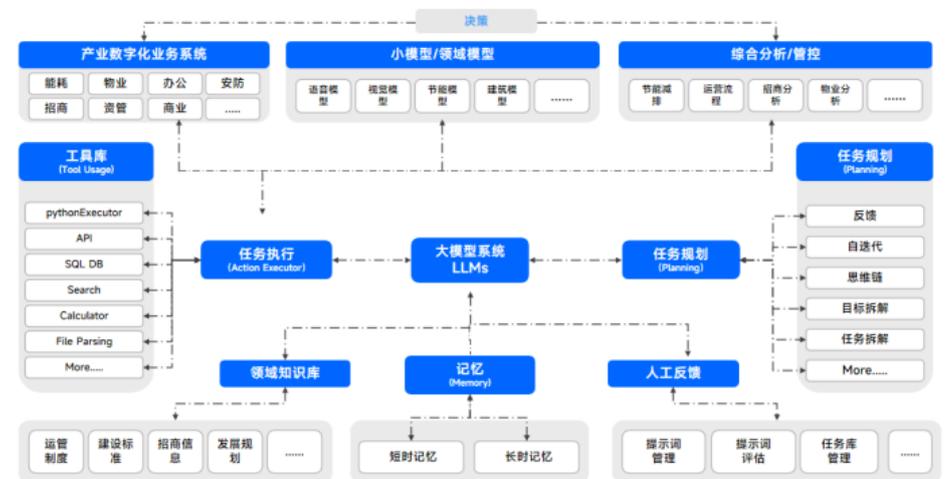
针对智慧民生、城市综合管理、智慧园区等重点领域，提供AI大模型训练与推理、数据治理、运营运维等服务，并推进算法模型持续迭代升级。

4. 专业咨询与技术支持

我们拥有专业的技术团队和咨询服务团队，能够为客户提供全面的技术咨询和解决方案。从需求分析、方案设计到实施部署、运维支持，我们提供一站式服务，确保客户的算力业务需求得到全面满足。

资料来源：宏景科技官网、民生证券研究院

AI 大模型技术赋能传统业务板块，开启数据“智慧治理”新视界。据宏景科技微信公众号，ProData 数据多智能体平台是宏景科技自主研发的新一代智能数据治理产品，致力于成为企业数字化转型的核心基础设施，在智慧园区、工业互联网、智慧农业和智慧科研等场景中展现出强大的应用价值。平台创新性地采用“大模型×小模型协同”技术架构，引入多智能体协作机制，实现了从数据接入、标准化处理、智能治理到分析洞察的全链路管理。其核心优势在于通过自然语言交互快速生成专业报表，显著提升决策效率；依托多智能体协同机制实现跨域资源智能调度；同时结合大模型与边缘计算，兼顾复杂分析的准确性和系统响应速度，并以分布式设计和跨系统联动机制保障平台的稳定性和可靠性。

图5：宏景科技 ProData 数据管理平台


资料来源：宏景科技微信公众号、民生证券研究院

1.2 企业级客户资源丰富推动收入加速扩张

企业级客户资源丰富，客户集中度逐渐提升。公司常年深耕智慧城市业务，积累了大量的政府机关、事业单位、企业等企业级客户，特别在广东为核心的华南地区具备较强的客户资源优势，并逐步辐射至长三角等算力需求旺盛区域。同时，公司在算力业务领域与诸多优秀公司存在良好的合作关系，能够根据客户需求，提供系统设计、设备供应、安装部署、测试调优等销售及技术服务。客户集中度方面，公司近年客户集中度呈提升趋势，2024 年来自第一大客户的收入为 3.92 亿元，占年度销售额的 59.57%。

表1：宏景科技前五大客户

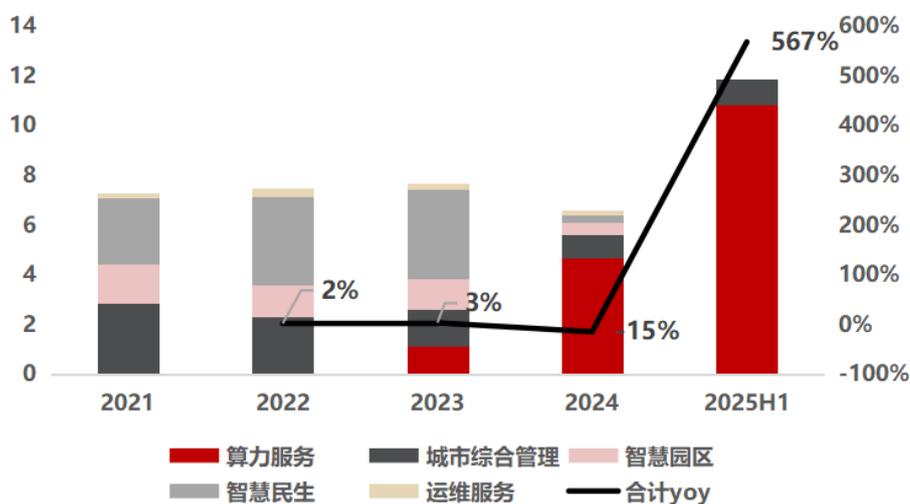
年份	序号	客户名称	金额 (万元)	占当期营业收入比例
2024 年度	1	客户一	39,185.62	59.57%
	2	客户二	3,757.60	5.71%
	3	客户三	3,685.04	5.60%
	4	客户四	1,467.82	2.23%
	5	客户五	1,459.22	2.22%
		合计		49,555.28
2023 年度	1	客户 1	12,724.26	16.51%
	2	客户 2	6,198.23	8.04%
	3	客户 3	4,721.70	6.13%
	4	客户 4	3,644.63	4.73%
	5	客户 5	3,566.01	4.63%
		合计		30,854.82
2022 年度	1	客户 1	8,790.99	11.78%
	2	客户 2	8,491.85	11.38%

3	客户 3	4,613.82	6.18%
4	客户 4	2,924.80	3.92%
5	客户 5	2,784.13	3.73%
合计		27,605.59	36.99%

资料来源：宏景科技各年年度报告，民生证券研究院整理

算力服务构建全新增长极推动 25H1 业绩高增。2021-2023 年，公司整体收入水平平均保持在 7-8 亿元左右，整体较为平稳。2024 年，公司积极推动业务战略调整，智慧民生、城市综合管理、智慧园区等传统业务的收入规模均出现了收缩，全年总营收 6.58 亿元，同比下滑 14.54%。同时，公司的算力服务业务增长迅猛，2023 年营收 1.15 亿元；2024 年营收 4.66 亿元，同比增长 302.38%，占总营收比例已经超过了传统业务，同时在手订单 23.17 亿元，同比增长 113%；2025H1 在手订单陆续落地，算力服务实现营收 10.84 亿元，同比增长 5627.22%，成功构建了公司业务的全新增长极。算力服务同比高增推动公司 2025 上半年营收规模的快速扩张：总营收 11.88 亿元，同比增长 567.14%。随着公司算力业务的持续落地和出海进程加速、智慧城市业务的稳步发展、以及算力服务与智慧城市业务形成的合力下，公司有望在未来迎来全新业绩拐点。

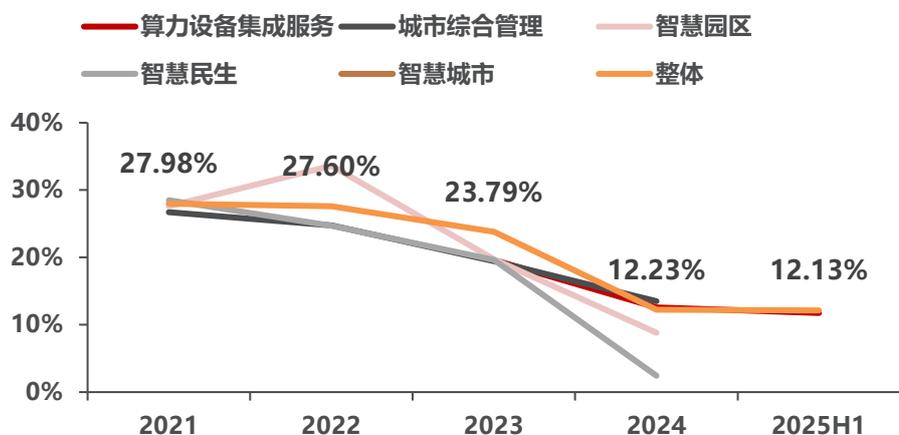
图6：2021-2025H1 公司各业务收入拆分（左轴单位：亿元）



资料来源：公司公告、民生证券研究院

业务转型期公司毛利率有所波动。一方面，随着公司传统的智慧城市行业竞争加剧，公司的利润空间逐渐收窄，毛利率呈现下降趋势；另一方面，公司新拓展的算力服务业务仍处于高速增长期，规模效应尚未形成，且会根据合同的具体约定及客户需求、使用场景等情况的不同而产生一定的变动，未来随着公司算力服务的技术迭代与规模扩张，毛利率水平有望出现回升。

图7：公司不同业务与总体毛利率水平（标注为整体毛利率）



资料来源：公司公告、民生证券研究院（注：城市综合管理、智慧园区、智慧民生业务在 2025H1 开始统一合并入智慧城市业务）

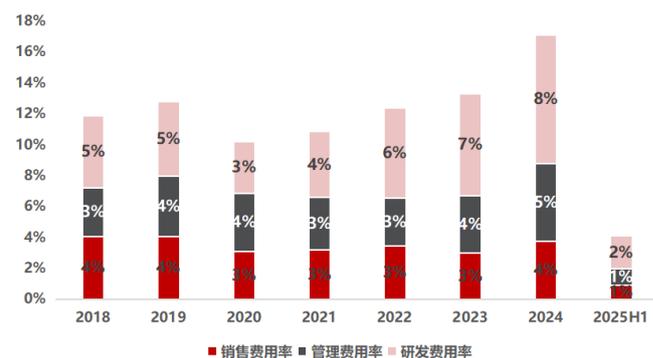
算力租赁业务占比提升显著降低公司费用率。随着算力服务业务于 2025 年加速落地，公司同时加强应收账款催收力度、加强资金支付管控的方式，切实改善了各项业务现金流，公司于 2025H1 已成功实现扭亏为盈；费用方面，2024 年公司总部大楼投入使用，折旧费用增加导致费用率明显提升；2025 年上半年，公司积极推动费用端的优化，叠加智慧城市业务费用的季节性波动，使得总体费用率处于低位。

图8：公司收入与净利润/净利率（左轴单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：公司费用率情况



资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.3 股权结构稳定，管理层产业背景扎实

公司股权结构稳定，核心团队技术背景浓厚。截至 2025 年 9 月底，公司董事长欧阳华直接持有公司 36.17% 股份，并通过广州慧景投资管理有限合伙持有公司 5.74% 股权，为公司实际控制人；股东林山驰和徐驰持股比例分别为 6.00% 和 4.99999%。公司核心团队深耕智慧城市、信息通信等领域 20 年以上，技术背景浓厚。公司董事林山驰为信息通信技术服务正高级工程师，曾任职于汕头粤东机电集团公司、中国香港耀华工程有限公司、广东杰思信息科技有限公司市场，积累了丰富的行业经验。公司始终坚持自主创新，已拥有广东省工程技术研究开发中心、省级企业技术中心、智慧城市云边端协同技术广东省工程研究中心，在物联网、大数据、人工智能领域形成了具有自主知识产权的核心技术。

图10：宏景科技股权结构



资料来源：宏景科技 2025 年半年报、公司公告，民生证券研究院

表2：宏景科技核心管理层介绍

姓名	职务	履历
欧阳华	董事长	男，1961 年出生，中国国籍，博士学位。1980 年 9 月至 1995 年 2 月任汕头市委二秘科科长；1995 年 2 月至 1997 年 2 月任汕头高新技术开发区宏程发展总公司副总经理；1997 年 3 月至今历任宏景科技执行董事兼总经理、董事长。现任宏景科技董事长。
林山驰	董事、总经理	男，1971 年出生，中国国籍，硕士学历，信息通信技术服务正高级工程师。1992 年 8 月至 1997 年 6 月任汕头粤东机电集团公司技术员、助理、部门经理；1997 年 7 月至 1998 年 6 月任中国香港耀华工程有限公司汕头分公司业务主任；1998 年 7 月至 2004 年 3 月任广东杰思信息科技有限公司市场总监兼技术部经理；2004 年 4 月至今历任宏景科技副总经理、执行董事兼总经理、董事、总经理。现任宏景科技董事、总经理。
许驰	董事、副总经理	女，1977 年出生，中国国籍，硕士学历。2002 年 8 月至今历任宏景科技商务采购部总监、副总经理、董事、董事会秘书。现任公司董事、副总经理。
熊俊辉	副总经理	男，1982 年出生，中国国籍，硕士学历。2005 年 7 月至 2008 年 1 月任汕头建筑书店有限公司总经理助理、图书事业部经理；2008 年 2 月至今历任宏景科技业务总监、监事会主席、总经理助理。现任公司副总经理。
陈志雄	副总经理	男，1976 年出生，中国国籍，大专学历，高级工程师。1998 年 7 月至 2001 年 5 月任汕头市汇金科技有限公司经理；2001 年 6 月至今历任宏景科技总经理助理、副总经理。现任公司副总经理。
吴森	副总经理	男，1979 年出生，中国国籍，本科学历。2002 年 8 月至今历任宏景科技业务经理、汕头分公司总经理。现任公司副总经理、公司汕头分公司总经理

吴贤飞	副总经理	男, 1976 年出生, 中国国籍, 本科学历, 高级工程师。1998 年 7 月至 2002 年 3 月任广东新万安科技有限公司工程师; 2002 年 4 月至 2005 年 3 月任广州市天河弱电电子系统工程有限公司技术部经理; 2005 年 3 月至 2006 年 10 月任西门子楼宇科技(天津)有限公司工程师; 2006 年 10 月至今历任宏景科技技术部总监、工程管理中心总监、副总经理。现任公司副总经理。
夏明	副总经理、 财务总监	男, 1968 年出生, 中国国籍, 本科学历, 中级会计师、注册税务师。2006 年 4 月至 2007 年 12 月任广东红墙新材料股份有限公司常务副总经理; 2008 年 4 月至 2013 年 6 月任霸王(广州)有限公司财务部经理; 2014 年 4 月至 2015 年 7 月任广东丹姿集团公司财务总监; 2015 年 8 月至 2020 年 9 月任广东久量股份有限公司财务总监; 2020 年 11 月至今任宏景科技财务总监。现任公司副总经理、财务总监。
张铁舰	董事会秘书	男, 1994 年出生, 中国国籍, 硕士学历。2019 年 7 月至 2020 年 10 月任国药控股广州有限公司行政秘书, 2020 年 11 月起任宏景科技股份有限公司证券事务代表, 现任公司董事会秘书。

资料来源: 宏景科技 2024 年报、2025 半年报, 民生证券研究院整理

2 互联网大厂云出海元年开启，公司卡位优势显著

2.1 互联网大厂云出海元年开启，从 0 到 1 蓝海市场展开

国内 AI 出海与海外本地 AI 需求双轮驱动互联网大厂云出海进程。一方面，当前国内大模型性能已经逐渐实现对全球领先水平的追赶，云大厂在大模型底座的基础上，推动构建从底层硬件到上层应用的全栈布局，在推广自研 AI 应用出海的同时，助力中企出海提质增效。另一方面，海外市场对 AI 本地化应用的需求显著增长，为互联网大厂提供全新业务增量，国内云大厂凭借性价比和本地化能力的优势，积极推动海外业务布局、抢占全球市场。

全球化战略成为“必选项”，中企出海面临五大挑战。据《阿里云 2025 中企出海白皮书》，在高质量产能红利和工程师红利的双重驱动下，出海业务已成为国内企业的重大战略机遇。然而，从监管合规到供应链管理，从市场环境到文化适配，企业出海需要跨越的壁垒远超传统认知：一方面，地缘政治冲突、贸易保护主义抬头以及技术封锁加剧了外部风险；另一方面，企业内部在资源配置、战略决策和本土化运营等方面的能力要求也日益提升。为应对出海业务的复杂性与不确定性，企业亟需构建强大、高效且灵活的数字基础设施，以应对监管合规、供应链管理、市场环境、文化适配等一系列挑战。

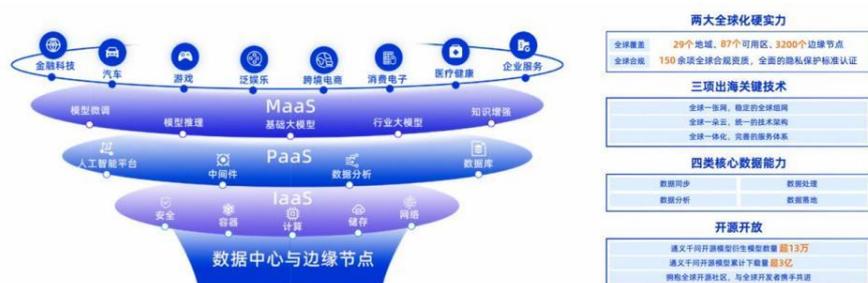
图11：出海企业核心 IT 需求分析



资料来源：《阿里云 2025 中企出海白皮书》，民生证券研究院

云计算构建企业出海的数字能力底座，赋能业务系统快速部署与合规运营。在面临上述挑战的过程中，传统自建 IT 基础设施模式已难以满足企业快速响应海外市场变化的需求，而云计算服务凭借其全球化布局、弹性扩展能力及全栈服务优势，成为解决这一问题的最佳路径。云服务商拥有全球布局的数据中心，能够为企业提

供强大的计算、存储和网络资源。企业可以根据业务需求，灵活租用所需的资源，实现业务系统的快速部署和弹性扩展；这不仅大大降低了企业的初始投资成本，还能够根据业务的实时波动进行资源调整，避免了资源的闲置浪费。同时，云服务商通常还具备完善的安全防护体系和丰富的合规经验，能够帮助企业应对不同国家和地区的数据安全法规要求，确保企业出海业务合法合规运营。此外，云计算的弹性架构能够有效应对出海企业的业务流量高峰，确保业务的稳定性和连续性。

图12：阿里云支持中企出海关键能力


资料来源：砍柴网，民生证券研究院

表3：互联网大厂赋能中企出海

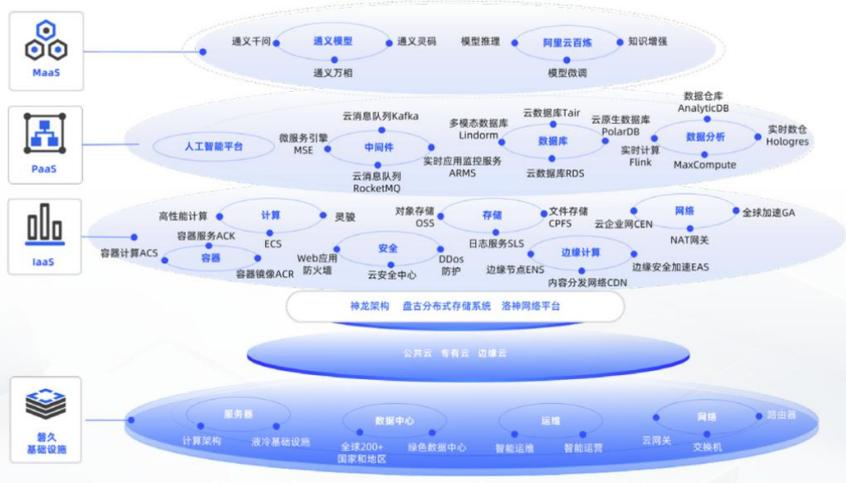
时间	企业	概述
2025.04	腾讯云/比亚迪	比亚迪全球业务系统全面迁移至腾讯云，通过新加坡、美国等多地节点实现数字化落地
2025.07	腾讯云/美的	美的欧洲 IT 业务“搬”上腾讯云，利用云原生实现业务系统的容器化升级，大幅提升稳定性与可扩展性。
2025.07	腾讯云/泡泡玛特	腾讯云联合泡泡玛特，打造了一套「小程序全链路安全防护方案」，成功拦截黄牛党的规模化攻击，让黑灰产订单占比快速锐减到 0.2%
2025.09	腾讯云/易点天下	易点天下在广告营销领域拥有领先的产品技术积累和敏锐的行业洞察认知。腾讯云将充分发挥在数字技术和全球生态方面的优势，为易点天下提供全方位支持。
2025.09	腾讯云/赤子城科技	针对业务的强波动性，腾讯云依托遍布全球的基础设施与强大的弹性资源，有效应对赤子城科技业务的突发需求，确保服务稳定可靠，支撑其各个市场的快速增长
2024.07	阿里云/米哈游	阿里云为米哈游提供了包括弹性计算、云存储、云原生数据库、大数据分析、全球网络、安全等在内的技术支持和服务，助力《绝区零》应对海量玩家同时在线的情况下，在服务器承载、游戏数据处理、平台稳定性等方面的挑战
2025.05	阿里云/广汽集团	广汽集团采取了阿里云规划的“区域中心+国家站”混合架构应对海外监管要求。目前，广汽集团海外车联网系统已在阿里云平台完成部署。
2025.05	阿里云/东方航空	东方航空依托阿里云“云+AI”实现技术加速迭代，支撑了订单、合规、营销和 AI 应用等出海业务的创新
2025.06	阿里云/雷鸟创新	雷鸟创新宣布基于阿里通义系列模型及阿里云全球基础设施，其 AI 眼镜已覆盖全球 25+ 国家及地区，其中在北美及日韩的市占率已达到 40% 以上
2025.07	阿里云/LiblibAI	借助阿里云全栈 AI 能力，LiblibAI 从全球基础设施、模型训推到业务部署、数据分析，打造其全球统一云原生技术架构。
2025.07	阿里云/生数科技·Vidu	借助阿里云 AI 基础设施，生数科技旗下视频生成应用 Vidu 已覆盖 200 多个国家与地区，B 端服务客户数量及调用量环比增长 300%
2025.07	阿里云/Minimax	伴随 MiniMax 日益增长的业务需求，阿里云从数据采集、处理、存储到模型训练、推理，提供全面支持。阿里云全球基础设施满足了 Minimax 多地域计算资源互联的需求，为全球用户提供了稳定的网络保障。

2024.09	火山引擎/博联智能	博联智能正在加大力度开拓海外市场，火山引擎为其提供了马来西亚柔佛区域的计算、网络、存储、数据库等云基础设施资源，大幅提高了业务整体的可用性和可靠性，为博联智能出海保驾护航。
2024.03	百度智能云/FOSHO	全面运用大模型技术重构了一站式 AI 联盟营销云平台“FOSHO AFF”，为中国出海品牌提供更加高效的智能营销解决方案。

资料来源：新民晚报、腾讯云微信公众号、阿里云微信公众号、百度微信公众号等，民生证券研究院整理

互联网云大厂加速布局 AI 基础设施建设，云出海元年开启。为了提供全球一体化的服务网络，依托数字化平台实现服务资源的调配共享，云服务商应具备全球化资源布局，在面临突发状况时能够迅速激活备用资源，保障服务的稳定性与连续性，从而满足企业在不同地区业务发展的需求。在这一背景下，阿里云、腾讯云、火山引擎、百度等头部互联网厂商纷纷积极开展业务系统的全球化部署，加码海外数据中心建设和全球网络构建，以便为出海企业就近提供低延迟、高带宽、高可用的云计算资源。例如，阿里巴巴宣布未来三年投入 3800 亿元用于建设云和 AI 基础设施，加速一张具备最佳 AI 技术服务能力和全球竞争力的云计算网络，为中国企业拓展全球业务提供国内+海外全局的最优化方案。

图13：阿里云核心产品与服务

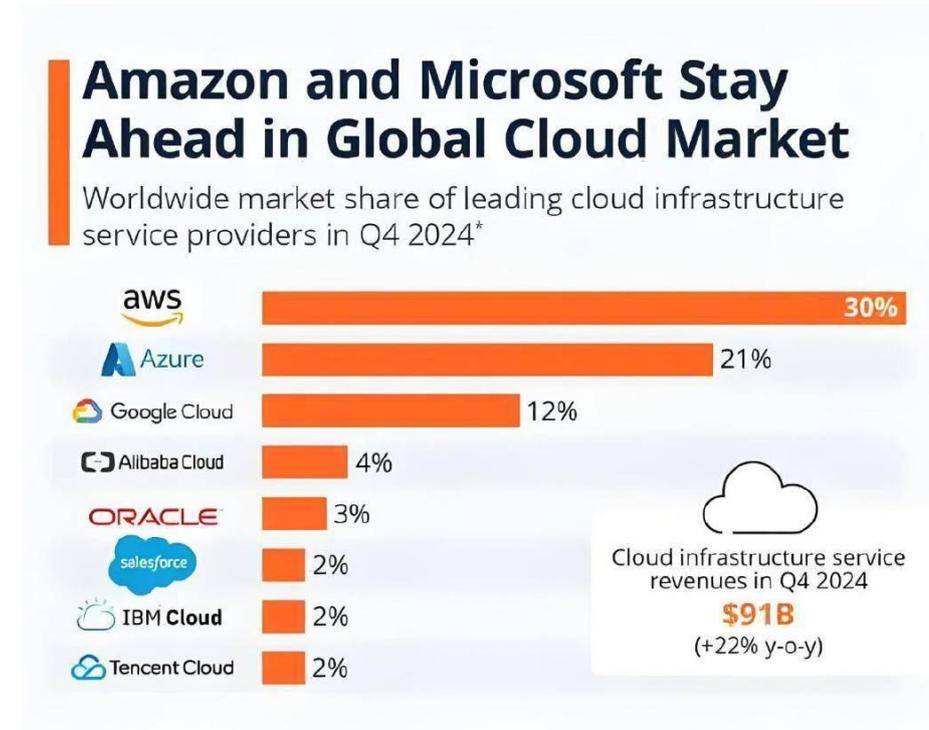


资料来源：《阿里云 2025 中企出海白皮书》，民生证券研究院

新兴地区 AI 应用落地需求旺盛造就蓝海市场，云厂商本地化方案赋能海外客户实时高效运营。据澎湃新闻，在当前 AI 大模型发展浪潮下，东南亚、中东、拉美等新兴地区存在着海量 AI 应用落地需求，但这些地区在 AI 大模型技术发展上尚未处于领先地位，更需要借助先进的大模型来实现在 AI 技术上的应用落地与赶超，为国内云厂商输出开源模型和 AI 解决方案提供了广阔机遇。据华尔街日报，国内云厂商凭借在性价比、基础设施能力和技术方案上的优势，已在全球市场上与亚马逊、微软等传统市场领导者正面抗衡的技术实力和服务能力，通过为海外本土企业提供深度融合本地场景、语言文化和合规要求的定制化服务，推动海量订单落

地。例如，腾讯云与东南亚零售巨头 GoTo 达成合作，将 GoTo 的即时出行、配送业务 Gojek 迁移到腾讯云，完成东南亚迄今为止最大的迁云实践，为其高速增长的业务构建了坚实可靠的数字技术底座。

图14：全球 IaaS 企业排名及市占率-24Q4



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

表4：云大厂为海外企业提供本地化方案

时间	企业	概述
2025.01	腾讯云/正大集团 CP AXTRA	CP AXTRA 与腾讯云将基于腾讯云坚实的技术和丰富的行业数字化经验，助力正大零售数字化升级，实现经营提效和商业增长。
2025.02	腾讯云/Orange	借助腾讯云的小程序平台 (TCMPP)， OMEA 将打造超级应用 Max It，为中东和非洲地区的用户提供服务。
2025.03	腾讯云/阿联酋电信集团 Smiles	Smiles 将采用腾讯云超级应用解决方案 (下称 TCSAS)，打造开放、灵活的数字生态系统，成为中东地区首个部署该技术的电信运营商
2025.04	腾讯云/ Tabelog	日本最大餐厅搜索预订平台 Tabelog 与腾讯云达成战略合作，正式推出“Tabelog 日本美食餐厅预约”微信小程序，让中国游客无需下载 APP，仅凭微信即可像本地人一样轻松预约和体验日式美食
2025.06	腾讯云/GoTo 集团	GoTo 旗下的即时出行、配送业务 Gojek 成功搬迁至腾讯云，创东南亚最大迁云实践
2024.12	阿里云/ Yell Group	Yell Group 与阿里云正式签署谅解备忘录，旨在满足生成式 AI 领域日益增长的需求，为创意媒体行业提供高效、可靠且具备高度可扩展的云端解决方案。
2025.03	阿里云/Tabcut	基于与阿里云越南团队的首次成功合作，Tabcut 计划深化全球合作：通过整合 AI 直播技术与阿里云全栈解决方案，优化客户上下游链路，在提升全球运营效率的同时实现成本优化

2025.07	阿里云/渣打集团	渣打集团计划通过阿里云的人工智能技术和解决方案，重点开发人工智能驱动的客户服务和销售推荐、人工智能主导的风险管理和合规自动化
2025.09	阿里云/博世	双方的合作将结合阿里巴巴领先的云基础设施、AI 能力以及电商渠道优势，以及博世在智能出行、工业技术和消费品领域深厚的技术专长，推出更高效、更具创新性的解决方案
2024.12	火山引擎/FlexTV	全球领先的短剧平台 FlexTV 牵手火山引擎，在短剧内容分发加速和高清流畅播放方面展开深度合作，合力为短剧内容下载、传输、播放带来飞跃式提升，推动全球化短剧市场技术革新和用户观看体验升级

资料来源：央广网、中国日报网、新闻晨报、火山引擎官网等，民生证券研究院整理

2.2 公司前瞻布局互联网大厂云出海，卡位优势显著

前瞻性布局算力出海，国际合作深化算力基建与场景融合。据宏景科技微信公众号，公司积极落实算力出海战略，推动跨境算力合作及中国企业全球化布局，海外算力市场已实现重大突破，形成国内与海外双轮驱动的算力业务格局。技术能力方面，公司以算力云为支点，持续深化“人工智能+”领域布局，通过为重点战略客户提供强劲算力支持，显著提升客户模型能力，大幅缩短国产大模型从研发到应用落地的周期。业务布局方面，宏景科技始终以技术创新为核心，在算力出海探索过程中，既注重与国际技术伙伴的协同，确保算力基础设施的稳定性与先进性，也积极融入当地市场，通过与海外企业共建合作生态，推动解决方案落地。未来公司将进一步聚焦东盟、中东等重点市场，深化算力基建与行业场景的结合，借助多方资源优势，破解企业国际化发展中的痛点难点，共同提升中国算力产业的国际竞争力。

图15：宏景科技云出海布局



资料来源：宏景科技微信公众号，民生证券研究院

助推区域协同创新发展，东盟智能化项目取得成功实践。据宏景科技微信公众号，公司主动对接国家“区域协同发展”战略和“人工智能+”行动计划，推动技术创新与国家战略同频共振，深度融入广西面向东盟的开放发展。公司以“人工智能+”为核心，依托“算力服务+应用场景”双轮驱动，加速 AI 技术在实际场景中的落地，赋能产业升级与民生改善，推动与“一带一路”沿线国家的技术共研、产业共兴和成果共享。目前，由宏景科技承接的中国—东盟人工智能创新合作中心园区智能化项目已顺利通过竣工验收。未来，宏景科技以将人工智能算法、模型、应用解决方案与东盟国家传统优势产业的深度融合，打造农业、医疗、旅游等领域人工智能垂直应用场景，助力东盟国家产业数字化、智能化转型，推广人工智能技术在各领域广泛应用。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 算力服务: 公司宏景科技持续拓展云厂大客户合作, 算力业务成效显著。近期海外算力市场已实现重大突破, 形成国内与海外双轮驱动的算力业务格局, 伴随阿里巴巴、腾讯等互联网巨头纷纷开启云出海战略, 公司卡位优势显著有望率先受益于该趋势, 我们预计 2025-2027 年该业务收入分别为 20.12 /30.18 /42.31 亿元 (增速分别为 332%/50%/40%); 考虑到海外算力租赁业务具有更高利润率水平 (如 Coreweave 海外算力租赁公司毛利率在成熟期超过 70%), 但公司仍需时间建立规模优势, 因此我们以鸿博股份等国内算力租赁业务毛利率 20%的水平为参考逐年上调, 预计该业务 2025-2027 年毛利率分别为 18%、25%、28%。

2) 智慧城市: 经过多年发展, 公司目前已经拥有智慧城市建设行业较为全面的资质体系, 智慧城市作为政策强相关行业, 伴随 2025 年发布的《关于持续推进城市更新行动的意见》等相关政策, 该业务有望触底反弹, 谨慎考虑前期业务收缩趋势, 我们预计 2025-2027 年该业务收入分别 1.84/1.95/2.09 亿元 (增速分别为 5%/6%/7%), 由于智慧城市相关政策在 25 年陆续释放, 我们可以看到 25H1 智慧城市业务毛利率触底回升至 16%, 谨慎考虑前期业务收缩趋势, 我们预计该业务 2025-2027 年毛利率有望稳定在 15%左右。

表5: 宏景科技业务拆分及预测

(单位: 百万元)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
算力服务	收入	115.74	465.72	2012	3018	4231
	YOY		302%	332%	50%	40%
	成本	101	407	1650	2263	3046
	YOY		302%	305%	37%	35%
	毛利	15	58	362	754	1185
	YOY		302%	520%	108%	57%
	毛利率	19.62%	12.55%	18.00%	25.00%	28.00%
	营收占比	15%	71%	91%	93%	95%
智慧城市	收入	627.73	175.30	184	195	209
	YOY	-12%	-72%	5%	6%	7%
	成本	485	159	156	166	177
	YOY	-8%	-67%	-2%	6%	7%
	毛利	143	16	28	29	31
	YOY	-24%	-89%	68%	6%	7%
	毛利率	22.75%	9.36%	15.00%	15.00%	15.00%
	营收占比	81%	27%	8%	6%	5%
其它	收入	27	17	21	23	26
	YOY	-11%	-38%	24%	13%	13%
	成本	7	11	11	14	14

	YOY	-49%	68%	3%	24%	0%
	毛利	20	6	9	9	12
	YOY	18%	-73%	66%	-1%	33%
	毛利率	75.41%	33.30%	44.61%	39.20%	46.18%
	营收占比	4%	3%	1%	1%	1%
合计	收入	770.61	657.78	2217	3236	4466
	YOY	3%	-15%	237%	46%	38%
	成本	593	577	1818	2443	3238
	YOY	10%	-3%	215%	34%	33%
	毛利	178	80	399	793	1228
	YOY	-14%	-55%	396%	99%	55%
	毛利率	23.07%	12.23%	18.00%	24.50%	27.50%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

主要费用率: **1) 销售费用率:** 随着公司转型海外算力租赁服务业务, 公司重点服务对象为国内互联网大厂, 高客户集中度有望显著降低销售费用率水平(2024年该数据为 4%), 我们预计 2025—2027 年销售费用率分别为 1%、1%、1%; **2) 管理费用率:** 公司管理费用率主要为员工薪酬等刚性支出项目, 伴随公司海外算力租赁服务业务快速起量, 公司管理费用率有望降低(2024 年该数据为 5%), 我们预计 2025—2027 年管理费用率分别为 2%、2%、2%; **3) 研发费用率:** 公司未来或维持稳定比例启动算力租赁服务相关业务开发, 参考 2025H1 研发费用率水平, 我们预计 2025—2027 年公司研发费用率分别为 2%、2%、2%。

表6: 宏景科技费用率分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3%	4%	1%	1%	1%
管理费用率	4%	5%	2%	2%	2%
研发费用率	7%	8%	2%	2%	2%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

3.2 估值分析

公司全面转型算力服务业务, 考虑到算力服务商业模式具有相似性, 选取主要客户同样以互联网大厂为主的算力服务提供商科华数据、协创数据、光环新网作为可比公司, 可比公司平均估值水平在 2025-2027 年分别为 61/45/36 倍, 而宏景科技在 2025-2027 年估值仅为 58/25/15 倍, 仍有估值提升空间。

表7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002335.SZ	科华数据	71.50	1.37	1.94	2.52	52	37	28
300857.SZ	协创数据	181.99	3.21	4.82	6.36	57	38	29
300383.SZ	光环新网	15.10	0.20	0.25	0.30	74	61	50
	均值					61	45	36
301396.SZ	宏景科技	78.56	1.36	3.3	5.36	58	25	15

资料来源：wind，民生证券研究院；注：可比公司数据采用 iFinD 一致预期，股价时间为 2025 年 9 月 30 日

3.3 投资建议

公司作为互联网大厂云出海先锋，凭借其算力调优、组网技术与供应链整合能力，成为大厂云出海生态的关键合作伙伴，并在东盟等重点市场取得项目突破，已经展现出显著卡位优势，有望持续受益于互联网大厂云出海进程，2025 年上半年营收同比增长超 567%，并实现扭亏为盈，展现出强大的业务弹性与增长潜力。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 22.17、32.36、44.66 亿元，归母净利润分别为 2.09、4.92、8.03 亿元，2025 年 9 月 30 日收盘价对应 PE 分别为 58/25/15 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 行业竞争加剧风险: 算力租赁赛道前景广阔, 吸引大量资本与厂商涌入, 包括头部云厂商、创业公司及跨界竞争者, 公司需要持续维护行业市占率领先者地位, 否则或导致公司后续展业受到不利影响。

2) 供应链风险: GPU 等核心设备依赖海外采购, 出口管制、关税变化及当地数据主权法规可能延缓项目交付, 并推高建设与运营成本。

3) 技术迭代风险: AI 芯片与服务器技术更新迅速, 若公司未能及时跟进最新硬件技术或优化算力调度效率, 可能导致其服务性价比优势减弱, 无法满足头部客户的前沿需求, 存在客户流失与市场份额下降的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	658	2,217	3,236	4,466
营业成本	577	1,818	2,443	3,238
营业税金及附加	3	9	13	18
销售费用	25	22	32	45
管理费用	33	44	65	89
研发费用	55	44	65	89
EBIT	-93	271	606	970
财务费用	10	33	51	65
资产减值损失	-11	-15	-20	-27
投资收益	4	4	6	9
营业利润	-104	228	541	887
营业外收支	3	5	5	5
利润总额	-100	233	546	892
所得税	-24	23	55	89
净利润	-76	209	492	803
归属于母公司净利润	-76	209	492	803
EBITDA	-76	432	804	1,183

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	193	291	372	284
应收账款及票据	559	1,042	1,522	2,100
预付款项	31	145	195	259
存货	558	742	998	1,322
其他流动资产	401	534	798	1,208
流动资产合计	1,743	2,755	3,886	5,173
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	234	741	1,012	1,326
无形资产	13	13	13	13
非流动资产合计	1,132	1,697	2,097	2,497
资产合计	2,875	4,453	5,983	7,670
短期借款	168	668	1,168	1,568
应付账款及票据	446	909	1,222	1,619
其他流动负债	566	855	1,089	1,372
流动负债合计	1,180	2,432	3,479	4,559
长期借款	68	68	68	68
其他长期负债	433	555	555	555
非流动负债合计	501	623	623	623
负债合计	1,681	3,055	4,102	5,182
股本	110	154	154	154
少数股东权益	-1	-1	-1	-1
股东权益合计	1,194	1,398	1,882	2,488
负债和股东权益合计	2,875	4,453	5,983	7,670

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-14.64	237.00	46.00	38.00
EBIT 增长率	-437.72	392.73	123.61	60.11
净利润增长率	-279.29	376.60	134.85	63.26
盈利能力 (%)				
毛利率	12.23	18.00	24.50	27.50
净利润率	-11.51	9.44	15.19	17.97
总资产收益率 ROA	-2.63	4.70	8.22	10.47
净资产收益率 ROE	-6.34	14.97	26.12	32.26
偿债能力				
流动比率	1.48	1.13	1.12	1.13
速动比率	0.76	0.56	0.55	0.53
现金比率	0.16	0.12	0.11	0.06
资产负债率 (%)	58.47	68.61	68.55	67.56
经营效率				
应收账款周转天数	342.44	129.53	141.79	145.13
存货周转天数	269.30	128.78	128.18	128.96
总资产周转率	0.26	0.61	0.62	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	-0.49	1.36	3.20	5.23
每股净资产	7.78	9.11	12.26	16.21
每股经营现金流	0.25	1.23	1.49	2.45
每股股利	0.05	0.05	1.28	2.09
估值分析				
PE	/	58	25	15
PB	10.1	8.6	6.4	4.8
EV/EBITDA	/	29.61	15.93	10.83
股息收益率 (%)	0.06	0.06	1.63	2.66

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-76	209	492	803
折旧和摊销	17	161	198	212
营运资金变动	51	-245	-539	-743
经营活动现金流	38	189	229	376
资本开支	-595	-520	-439	-454
投资	198	131	0	0
投资活动现金流	-391	-436	-433	-445
股权募资	0	0	0	0
债务募资	67	522	500	400
筹资活动现金流	134	345	285	-20
现金净流量	-220	99	81	-89

插图目录

图 1: 宏景科技数智生态总部智慧园区综管平台 AI 体系	3
图 2: 宏景科技 AIoT 物联网管理平台	4
图 3: 宏景科技智慧公园综合管理平台	4
图 4: 宏景科技算力服务业务	5
图 5: 宏景科技 ProData 数据管理平台	6
图 6: 2021-2025H1 公司各业务收入拆分 (左轴单位: 亿元)	7
图 7: 公司不同业务与总体毛利率水平 (标注为整体毛利率)	8
图 8: 公司收入与净利润/净利率 (左轴单位: 亿元)	8
图 9: 公司费用率情况	8
图 10: 宏景科技股权结构	9
图 11: 出海企业核心 IT 需求分析	11
图 12: 阿里云支持中企出海关键能力	12
图 13: 阿里云核心产品与服务	13
图 14: 全球 IaaS 企业排名及市占率-24Q4	14
图 15: 宏景科技云出海布局	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 宏景科技前五大客户	6
表 2: 宏景科技核心管理层介绍	9
表 3: 互联网大厂赋能中企出海	12
表 4: 云大厂为海外企业提供本地化方案	14
表 5: 宏景科技业务拆分及预测	17
表 6: 宏景科技费用率分析	18
表 7: 可比公司 PE 数据对比	19
公司财务报表数据预测汇总	21

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048