下载日志已记录，仅供内部参考

优刻得-W（688158）

优刻得：中立云领航智算时代

买入（首次）

2026 年 09 月 19 日

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,503	1,699	2,211	2,978	4,172
同比（%）	(0.81)	13.07	30.08	34.72	40.09
归母净利润（百万元）	(241.04)	(73.55)	51.16	148.48	252.20
同比（%）	29.67	69.49	169.55	190.26	69.85
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.52)	(0.16)	0.11	0.32	0.55
P/E（现价&最新摊薄）	(54.76)	(179.45)	258.02	88.89	52.34

投资要点

- **中立定位构建信任壁垒，差异化竞争避开巨头正面冲突。**公司自 2012 年成立以来始终恪守“不做应用、不与客户竞争”的中立原则，是 A 股首家 AB 股架构上市公司，从治理根基保障中立底色。在阿里云、华为云、腾讯云等头部厂商深度布局应用生态、与客户存在潜在竞争关系的背景下，优刻得的中立定位在 AI 大模型、金融科技、政务等数据主权敏感领域构筑了不可复制的信任优势。

- **自建智算中心构筑成本护城河，“东数西算”双枢纽布局完善。**公司已建成内蒙古乌兰察布与上海青浦两大自建智算中心。两大中心分别占据“东数西算”两大枢纽节点，形成“低成本训练+低时延推理”协同布局。

- **全球化布局领先同业，境外业务量利双增打开成长天花板。**截至 2026 年 6 月末，公司已在全球 28 个地域部署 36 个可用区，覆盖东南亚、欧洲、北美、南美、非洲、中亚等区域。公司聚焦中国企业出海需求，凭借“中立第三方+全球基础设施+本地化服务”组合策略，正持续受益于中国企业出海用云市场的高景气红利。

- **行业进入涨价周期，公司有望充分受益“量价齐升”。**在 AI 算力供需严重失衡、高端芯片交付延至 2027 年、数据中心成本攀升的驱动下，行业定价逻辑已从“规模换份额”全面转向“能力定价”。优刻得作为率先全线提价的中立云厂商，在智算产能利用率持续攀升、客户需求旺盛的背景下，有望进入收入加速增长与盈利能力加速修复的“戴维斯双击”阶段。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为，优刻得的 AIDC 和云相关业务有望持续受益于 AI 发展，有望持续稳定增长，利润率有望持续提升。基于上述预测，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 22.11、29.78、41.72 亿元，同比增长 30.1%、34.7%、40.1%，归母净利润分别为 0.51、1.48、2.52 亿元，同比增长 169.55%、190.26%、69.85%。根据业务相似性，我们选取首都在线、铜牛信息、网宿科技作为可比公司，可比公司 2027PS 均值为 9.4 倍，优刻得 2027PS 为 4.4 倍。且我们认为，优刻得云和 AIDC 持续发展，有望持续受益于 AI 浪潮，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**AI 及智算行业发展不及预期的风险；云计算行业竞争加剧的风险；自建数据中心产能利用率不及预期的风险；地缘政治与海外业务经营风险；股权结构与治理风险。

证券分析师 王紫敬
执业证书：S0600521080005
021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn
证券分析师 宋鑫宇
执业证书：S0600526050001
songxy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.71
一年最低/最高价	22.31/53.40
市净率(倍)	5.56
流通 A 股市值(百万元)	12,177.35
总市值(百万元)	13,687.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.34
资产负债率(%,LF)	35.76
总股本(百万股)	460.71
流通 A 股(百万股)	409.87

相关研究

《优刻得-W(688158)：2021 三季报点评：营收稳定增长，强研发助力核心竞争力不断增强》

2021-11-05

《优刻得-W(688158)：2021 年半年报点评：符合市场预期，收入持续增长，核心竞争力不断增强》

2021-08-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 公有云、混合云业务筑牢基本盘，股权结构契合公司定位 4
1.1. 公有云、混合云业务筑牢基本盘，收入利润总体向好 4
1.2. 股权结构保障中立底色，AB 股实现创始团队实控 10
2. 云计算行业：AI 重塑底层逻辑，行业进入“量价齐升”新周期 13
2.1. 全球云计算市场：万亿美金赛道，持续高景气 13
2.2. 中国智能算力需求指数级爆发，供给缺口持续扩大 13
2.3. 行业竞争格局：从价格战到价值战，行业进入涨价周期 15
2.4. 云计算部署模式：海外云成第二增长曲线 17
3. 中立定位铸就信任壁垒，“AI+出海”双轮驱动成长 18
3.1. 坚守中立底色，“不做应用”构筑独特竞争壁垒 18
3.2. 自建智算中心构筑算力成本护城河 18
3.3. 全球化布局领先，海外业务构筑增量新极 18
3.4. 核心技术全栈自研，兼容多元芯片生态 19
4. 盈利预测与估值 20
5. 风险提示 22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 优刻得发展历程.....4
图 2: 优刻得基础云计算产品.....5
图 3: 优刻得 2021-2025 营业收入（左轴）及同比增速（右轴）.....7
图 4: 优刻得 2021-2025 归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）.....7
图 5: 优刻得 2022-2025 分产品收入（亿元）.....8
图 6: 优刻得 2022-2025 分产品毛利率（%）.....8
图 7: 优刻得 2021-2025 分地区收入（亿元）.....8
图 8: 优刻得 2021-2025 分地区毛利率（%）.....8
图 9: 优刻得 2021-2025 年各项费用率.....9
图 10: 优刻得股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）.....10
图 11: 全球公共云支出及预测.....13
图 12: 2020-2028 年中国智能算力规模(EFLOPS)及预测.....14
图 13: 2020-2028 年中国通用算力规模(EFLOPS)及预测.....14
图 14: 我国日均词元调用量超 140 万亿.....14
图 15: 2025H2 中国 TOP5 公有云 IaaS 厂商市场份额占比.....17
图 16: 2022-2029 年中资企业出海云服务市场规模及增速预测.....17
图 17: 优刻得 2021-2025 境内外收入（亿元）.....19
图 18: 优刻得 2021-2025 境内外毛利率（%）.....19

表 1: 优刻得混合云产品优势.....6
表 2: 优刻得表决权情况（截至 2026 年 6 月 30 日）.....11
表 3: 优刻得董事会及高级管理层（截至 2026 年 6 月 30 日）.....12
表 4: 2026 年全球预计公共云支出规模及驱动因素.....13
表 5: 中国云计算市场主要企业介绍.....16
表 6: 优刻得盈利预测（单位：百万元）.....21
表 7: 可比公司 PS 估值表.....21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

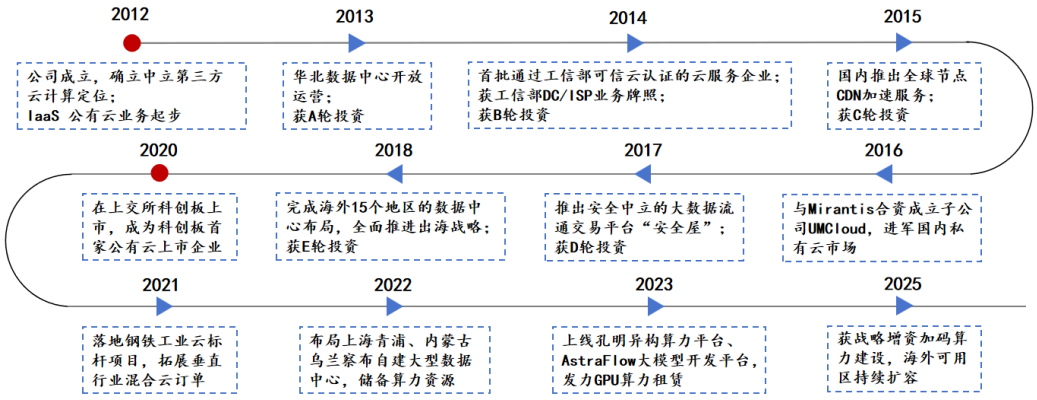
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 公有云、混合云业务筑牢基本盘，股权结构契合公司定位

1.1. 公有云、混合云业务筑牢基本盘，收入利润总体向好

优刻得深耕中立云计算领域十余年，2012 年创立，2020 年于科创板上市，依托差异化中立定位与自研云技术在政企、智算及跨境云赛道构筑独特行业壁垒。优刻得作为国内领先的中立、全栈式第三方云计算服务商，聚焦“AI 发展与全球化拓展”两大发展主线：一方面顺应人工智能产业化浪潮，深化 AI 技术在云计算领域的融合应用与创新；另一方面，积极布局海外市场，把握全球数字化转型带来的广阔增量机遇。通过聚焦这两大重点领域，公司将持续夯实智算云服务能力，打造具有市场竞争力的行业品牌，为数字经济时代的可持续发展贡献力量。

图1：优刻得发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司针对不同细分市场，形成了差异化的产品驱动力：

云计算业务：公司通过公有云、私有云、混合云三种模式为用户提供服务，推出适合各行业特性的综合性云计算解决方案。公司以 IaaS（计算、存储、网络）、PaaS（数据库、缓存、容器）为核心，持续拓展大数据、人工智能等高附加值产品，构建了完整的云计算产品矩阵，不断推出适合各行业特性的综合性云计算解决方案。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：优刻得基础云计算产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公有云：公司的公有云产品包括计算、网络、存储、数据库等类别，客户以互联网客户为主，逐步向传统行业拓展。在人工智能加速发展的背景下，公司提供的公有云产品深度融合先进的 AI 算力支撑能力，能够高效满足 AIGC 场景下的海量数据处理、模型训练与推理需求。

私有云：公司私有云核心产品包括 UMOS、UMstor、MCP 等，主要客户为金融机构、大型央国企、电信运营商、政府机构及医疗教育等传统企业。公司基于公有云的技术经验推出私有云服务 UCloudStack，可将成熟的 IaaS、PaaS 及云安全等云计算服务能力，注入企业私有云，为企业客户打造本地化云服务，赋能客户战略发展。

混合云：公司通过“公有云+私有部署+专线网络”的方式为用户提供解决方案，混合云业务持续向“全栈式服务”升级，依托在智算中心基础设施领域的先发布局，推出智算混合云托管解决方案。混合云产品包括多云管理平台 UCMP，支持对各类公有云、私有云运营数据进行整合，帮助客户降本增效。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：优刻得混合云产品优势

功能特性	UCloud 混合云	传统 IDC	UCloud 混合云
资源范围	拥有全球多地 Tier 3 级别机房，接入电信、联通、移动、铁通、鹏博士多线 BGP 网络	海外机房覆盖较少，机房接入线路为电信、联通、移动等 BGP 线路	机房机柜资源少扩容困难，机房接入线路较少，机房之间互通需要单独拉专线，实施周期长
轻资产	低成本投入，轻量级资产管理，灵活的架构设计	一次性投入成本较高，弹性扩容能力弱	重资产投入，需要自行搭建和维护云平台，维护成本高
易用性	专业的运维团队 7×24 小时服务，资源统一管理，线上操作下单，支持灵活的服务器扩容	线上交付流程长	独立管理，快速部署
数据安全	提供包括租户隔离、DDOS 防护、入侵检测、数据泄漏检测、漏洞防护等完善的安全防护方案，全方位保护业务数据安全	支持基础网络隔离，打通云端网络较复杂	支持租户隔离，整体安全防护需要借助其他安全厂商

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

IDC 及 AIDC 服务：公司提供的机柜托管服务深度融合了现代高功率密度算力需求，服务内容不仅包括基于通算需求的标准机柜托管、网络带宽、电力供应及运维管理等在内的一体化服务，确保客户业务的连续性与数据的安全性；更针对 AI 大模型训练与推理等高耗能场景，推出了相适配的高功率机柜托管服务，通过电力冗余设计与提供散热支持等服务，公司能够平稳承载大规模算力集群的持续运行，助力客户快速构建自主可控的 AI 基础设施。

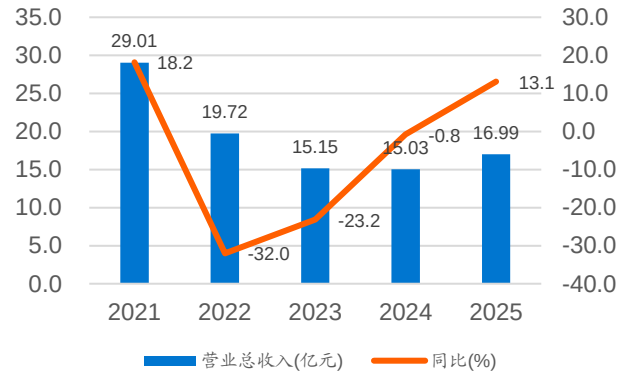
云通信业务：公司云通信业务主要包括语音消息服务、短信服务、视频短信和短链工具等产品。通过统一网关与智能调度，实现多渠道通信能力的按需调用、快速集成与高并发支撑，免去企业客户自建通信网关、硬件部署与运维投入，具备接入便捷、稳定可靠、弹性伸缩、全球覆盖、安全合规等特点，广泛应用于消息触达、用户认证、隐私保护等场景。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

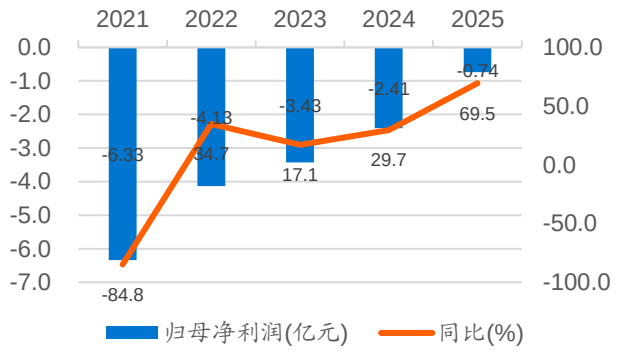
营收总体增长，归母净利润扭亏为盈。2023 年至今，公司收入总体增长，主要系公司在 AIGC 领域持续投入，使得智算产品收入稳定增长，带动整体收入提升。公司 2025 年实现营收 16.99 亿元，同比增长 13.07%；2026H1 延续高增态势，实现营收 9.82 亿元，同比增长 24.09%，增速较 2025 年全年明显抬升。2021 年至今，公司归母净利润持续减亏，盈利质量逐步提升。2025 年度，优刻得归母净利润为-0.74 亿元，同比增长 69.49%，实现大幅减亏，主要受益于公司营收增长、毛利水平提升。2026H1，公司实现归母净利润 807.72 万元，较上年同期同比扭亏为盈，为公司 2020 年上市以来首次半年报归母净利润转正；自 2025 年四季度起已连续三个季度单季盈利，盈利拐点进一步确立。

图3：优刻得 2021-2025 营业收入（左轴）及同比增速（右轴）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：优刻得 2021-2025 归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）



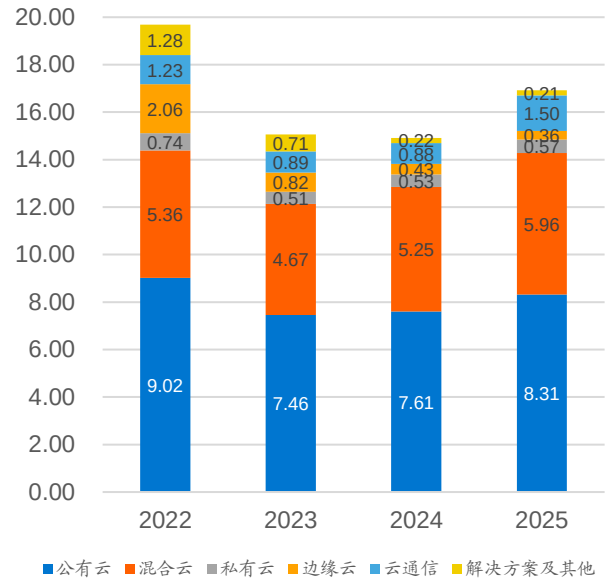
数据来源：Wind，东吴证券研究所

公有云、混合云业务双轮驱动，私有云业务毛利率持续领跑。营收端，公有云、混合云分别为公司第一大、第二大收入来源，得益于全球人工智能产业进入高速增长周期，公有云业务营收体量逐渐回暖，混合云业务营收震荡上行；边缘云、解决方案及其他业务规模有所收缩，主要系公司坚持高质量发展战略，聚焦核心业务，持续改善收入结构所致。2026 年上半年，公司对主营业务分类口径进行了优化调整，由原“公有云、混合云、私有云、边缘云、云通信、解决方案及其他”重分类为“云计算业务、IDC 及 AIDC 服务、云通信业务、其他”四大板块，以更精准反映业务实质：其中云计算业务实现收入 5.84 亿元，占比 59.47%，是公司收入基本盘；IDC 及 AIDC 服务收入 2.84 亿元，占比 28.97%，随着自建内蒙古乌兰察布、上海青浦两大智算中心资源稳步投产上架并推出高功率机柜托管服务，规模快速放量，是上半年收入增长与毛利率回升的主要拉动。盈利端，私有云毛利率持续领跑全产品线并逐年抬升，高盈利属性持续优化公司整体盈利水平；公有云盈利持续兑现，毛利率由 8.88%逐年攀升至 23.44%，摆脱早期亏损实现盈利持续爬坡，盈利拐点已现，盈利能力稳步改善。切换至 2026 年上半年新口径，IDC 及 AIDC 服务毛利率约 43.61%，明显高于云计算业务的约 23.52%，高毛利智算板块占比抬升带动整体毛利率中枢进一步上行；叠加 AI 相关收入占总营收比重突破四成，AI 与智算已成为公司中长期业绩改善的核心看点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

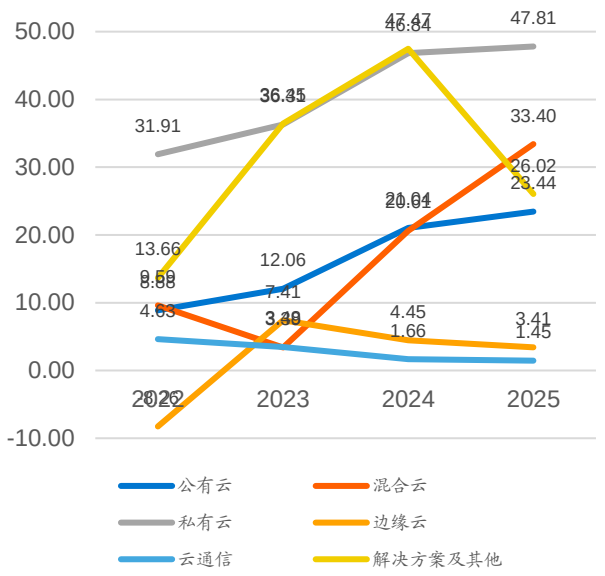
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：优刻得 2022-2025 分产品收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：优刻得 2022-2025 分产品毛利率（%）

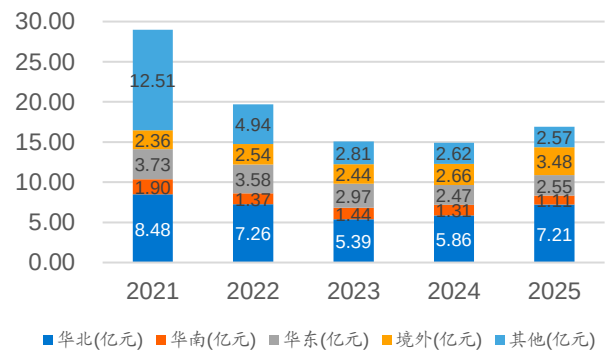


数据来源：Wind，东吴证券研究所

国内市场呈现区域分化格局。华北为公司第一大收入基本盘，随乌兰察布自建数据中心落地、区域资源优化整合，北京区位与高密 IDC 资源禀赋持续夯实区域盈利韧性；华东地区依托青浦自建数据中心投产与算力资源精细化调配，收入在阶段性下行后企稳回升，毛利率震荡上行，盈利改善成效突出；华南地区受头部客户缩减资源采购影响，毛利率波动下行，盈利承压明显。

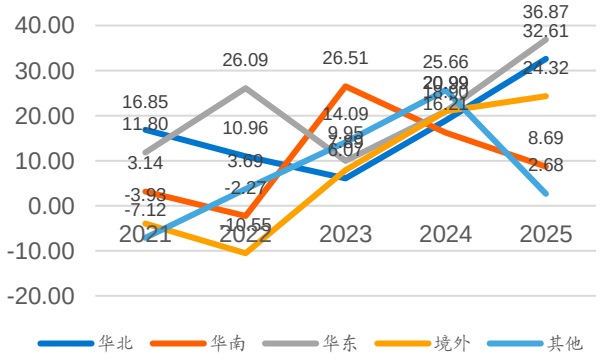
公司持续推进海外业务发展布局，加速 AI 算力出海。伴随海外机房持续落地与资源利用率稳步提升，公司境外营收稳步扩容，毛利率持续修复，量利同步兑现，成为对冲国内部分区域景气走弱、打开成长天花板的关键增量。

图7：优刻得 2021-2025 分地区收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：优刻得 2021-2025 分地区毛利率（%）



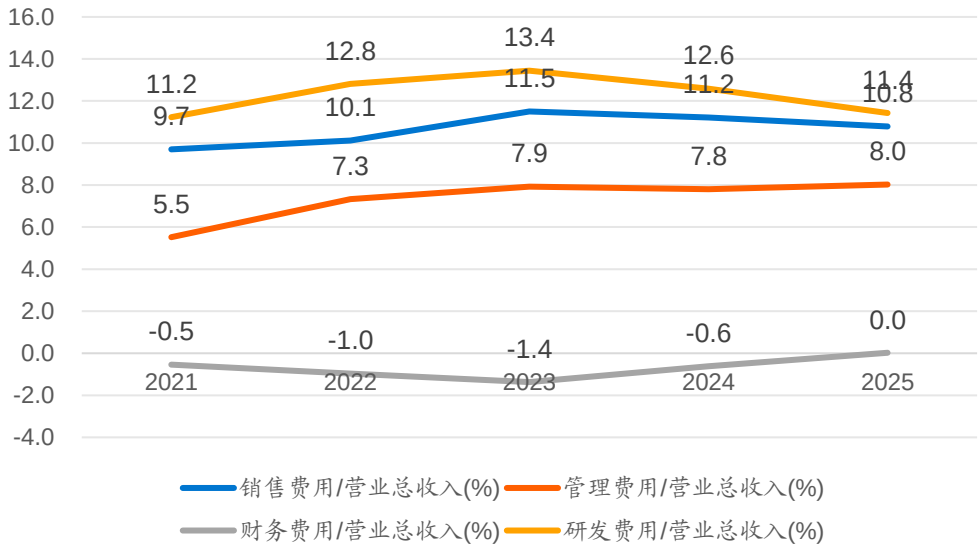
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

四费情况。公司研发费用率有所降低，主要系公司收入增幅超过研发费用增幅所致。公司依托云计算，自主研发并提供计算、网络、存储等 IaaS 服务和数据库、缓存、容器等 PaaS 应用，以及人工智能、算力基础设施等业务，致力于为客户打造一个安全、可信赖、差异化的 AI 智算服务平台。截至 25 年年报，公司已拥有 110 项发明专利，实用新型专利 7 项，外观设计专利 1 项，软件著作权 96 项。公司费用管控能力优秀，销售费用率、管理费用率、财务费用率稳定。

图9：优刻得 2021-2025 年各项费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

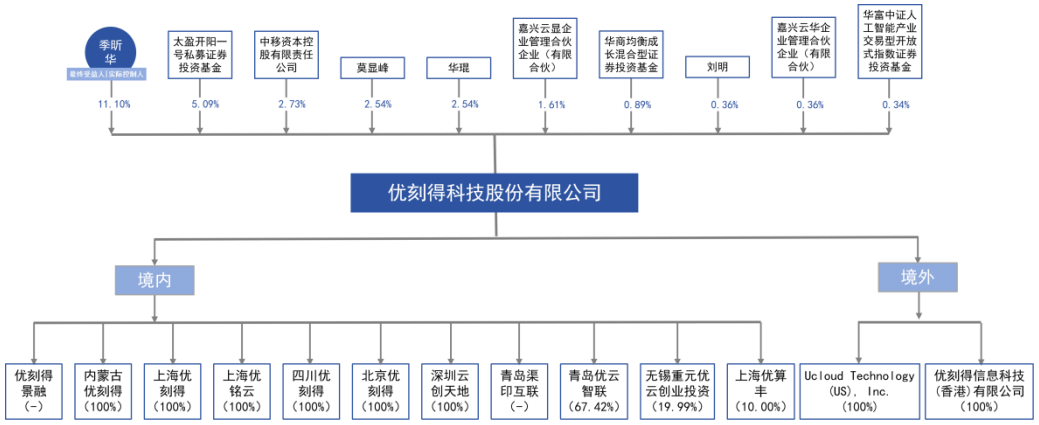
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 股权结构保障中立底色，AB 股实现创始团队实控

公司股权结构设计成熟，实控人权责清晰，充分匹配公司第三方中立云的核心经营属性。公司实际控制人为季昕华、莫显峰、华琨三位创始人，其余股份由产业资本、私募基金及公众股东持有，无互联网大厂控股、无巨头产业资本实控绑定，从治理根基筑牢中立第三方云底色，坚守不涉足终端应用、不与下游客户同业竞争的经营原则，中立属性已经转化为公司不可复制的长期竞争优势。

图10：优刻得股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司是 A 股首家同股不同权上市公司，名义股权分散，依托 AB 股特殊表决权实现创始团队实控。公司 2019 年落地科创板首批特别表决权制度，初始设置 A 类（1 股 5 票）、B 类（1 股 1 票）双层股权架构，IPO 新发及流通股均为 B 股；章程约定章程修订、并购重组、独董及会计师聘任等重大事项全股本同票同权。即使上市后经历多轮股权稀释，实控人仍牢牢掌握公司核心经营决策权，有效规避外部资本短期逐利诉求干扰长期研发与算力布局。受上市规则约束，莫显峰、华琨 2023 年离任董事，所持 A 类股份全部按 1:1 转为普通股，仅季昕华保留 A 类特殊表决权。截至 2026 年 6 月 30 日，季昕华表决权共计占比约 38.32%，叠加莫显峰、华琨表决权，创始三方仍为公司共同实控人。特别表决权制度长期有效，若无股东大会专项决议不会终止，是创始方稳固经营决策权的核心保障。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：优刻得表决权情况（截至 2026 年 6 月 30 日）

序号	股东名称	股份类别	持股数（股）	股权比例（%）	表决权数量（票）	表决权比例（%）
1	季昕华	A 类股份	50,831,173	11.0333	254,155,865	38.2748
		B 类股份	330,000	0.0716	330,000	0.0497
2	莫显峰	B 类股份	11,714,268	2.5427	11,714,268	1.7641
3	华琨	B 类股份	11,714,268	2.5427	11,714,268	1.7641
4	其他股东	B 类股份	386,115,372	83.8097	386,115,372	58.1473
合计		-	460,705,081	100.0000	664,029,773	100.0000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司核心管理层产业与资本履历兼备，产业、资本、技术多元背景互补筑牢治理根基。董事长季昕华兼具电气、软件工程复合学历，深耕华为、腾讯、盛大等头部互联网大厂安全与云计算领域，产业积淀深厚，行业资源与实战经验突出。其他核心高管兼具技术研发、全球化运营、财务管理、资本市场运作等背景，完善的治理结构助力公司战略落地与合规稳健经营。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表3：优刻得董事会及高级管理层（截至 2026 年 6 月 30 日）

姓名	职务	经历
季昕华	董事长、首席执行官、总裁	同济大学电气自动化控制专业学士，复旦大学软件工程专业硕士。曾任华为技术有限公司信息安全部经理、腾讯科技（深圳）有限公司安全中心副总经理、上海盛大网络发展有限公司副总裁兼盛大云总经理。现任优刻得董事长、首席执行官兼总裁。
王凯	董事、首席技术官	国防科技大学信息工程学士、计算机应用技术硕士。曾任优刻得基础架构平台线总经理、技术副总裁、联席 CTO；现任优刻得董事、CTO。
曹宇	董事、首席运营官	电子信息工程学士，有超过 20 年的 IT 及互联网行业从业经验，曾任职于 HP、Dell 等跨国企业高级管理岗位；历任公司事业部总经理、公司高级副总裁，现任公司董事、首席运营官。
黄国滨	董事	先后毕业于同济大学、英国兰卡斯特大学管理学院。曾任中金公司欧洲投行部主管及投行运营委员会委员、摩根大通全球投资银行中国首席执行官等，现任智赢国际（集团）有限公司董事长、中联重科股份有限公司独立董事、荣昌生物制药（烟台）股份有限公司独立董事。
林明	财务负责人、职工代表董事	上海财经大学会计专业学士，中国注册会计师，美国注册管理会计师，有超过 20 年企业财务管理和资本市场运作经验。曾任职于普华永道中天会计师事务所有限公司上海分所高级审计员、盛大游戏财务总监等。现任优刻得财务总监、职工代表董事。
陈凯	独立董事	中国科学技术大学计算机科学学士、硕士，美国西北大学计算机科学博士。历任香港科技大学助理教授、副教授、计算机科学与工程系研究生部主任等。现兼任智能网络与系统实验室主任、香港人工智能与机器人学会副理事长、优刻得独立董事等。
谭晓生	独立董事	西安交通大学计算机应用专业硕士，清华大学电子信息专业博士。曾任北京奇虎科技有限公司技术总裁、首席安全官。现任优刻得独立董事，兼任北京赛博英杰科技有限公司执行董事、总经理，菁云慧（北京）投资有限公司执行董事、总经理、财务负责人等。
佟洁	独立董事	中南财经政法大学财务会计专业学士，高级会计师。曾任中国一拖集团有限公司审计主管，中邦集团有限公司内审主管、财务部经理，上海金桥出口加工区开发股份有限公司财务总监等。现任优刻得独立董事，兼任上海浦东资本投资运营有限公司外部董事。
王昕宇	董事会秘书	中国国籍，CPA、CFA，同济大学土木工程学士，复旦大学金融硕士，法国里昂商学院金融硕士。曾任职于天合光能股份有限公司、国信证券经济研究所等。现任优刻得董事会秘书。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 云计算行业：AI 重塑底层逻辑，行业进入“量价齐升”新周期

2.1. 全球云计算市场：万亿美金赛道，持续高景气

全球云计算市场正处于 AI 驱动的新一轮高速增长期。据 IDC 发布的《全球软件及公有云服务支出指南》，2026 年全球公有云服务支出预计将首次突破 1 万亿美元，同比增长超 21%。

图11：全球公共云支出及预测



数据来源：IDC，东吴证券研究所

亚太地区是全球公有云终端用户支出增速最快的区域之一。2025 年全球公有云终端用户支出达 7,234 亿美元，同比增长 21.5%，HOSTDEAN 预计 2026 年将延续约 21%的增速。从区域结构看，美国贡献约 6,470 亿美元，西欧约 2,550 亿美元，亚太（不含中国和日本）约 840 亿美元。

表4：2026 年全球预计公共云支出规模及驱动因素

地区	2026E	主要增长驱动因素
美国	~6470 亿美元	主权云、数据保护监管与人工智能治理
西欧	~2550 亿美元	数字化转型项目、中端市场采纳与政府举措
APeJC	~840 亿美元	数字化转型项目、中端市场采纳与政府举措
中东、非洲、拉丁美洲、中东欧	高速增长轨迹	数字化采用加速，2027-2031 年 20%+复合年增长率

数据来源：HOSTDEAN，东吴证券研究所

2.2. 中国智能算力需求指数级爆发，供给缺口持续扩大

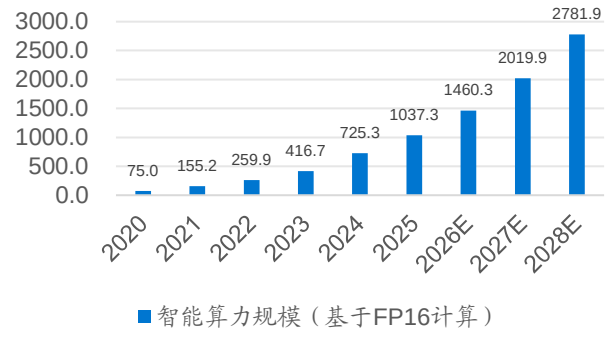
以 DeepSeek 为代表的国产大模型与 AI Agent 应用的全面爆发，正引发算力需求的指数级增长。2024 年，中国智能算力规模达 725.3EFLOPS，同比增长 74.1%，增幅为同期通用算力增幅（20.6%）的 3 倍以上；市场规模为 190 亿美元，同比增长 86.9%。2025 年，中国智能算力规模达到 1,037.3EFLOPS，较 2024 年增长 43%；市场规模为 259 亿美元，较 2024 年增长 36.2%。未来，中国智能算力仍将保持高速增长。IDC 预测，2026 年，中国智能算力规模将达到 1,460.3EFLOPS，为 2024 年的两倍；市场规模将达到 337

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

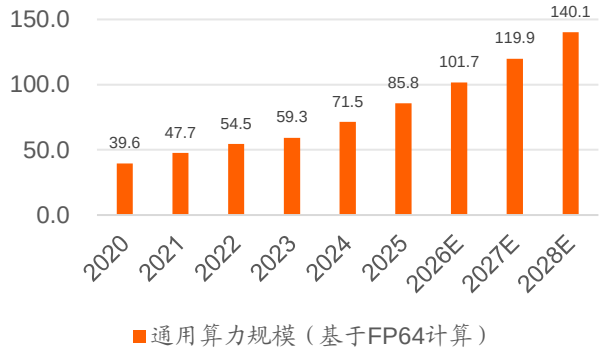
亿美元，为 2024 年的 1.77 倍。国家数据局局长刘烈宏指出，中国日均 Token 调用量从 2024 年初的 1,000 亿飙升至 2026 年 3 月的 140 万亿，两年增长超千倍。

图12：2020-2028 年中国智能算力规模(EFLOPS)及预测



数据来源：IDC，极客公园，东吴证券研究所

图13：2020-2028 年中国通用算力规模(EFLOPS)及预测



数据来源：IDC，极客公园，东吴证券研究所

图14：我国日均词元调用量超 140 万亿



数据来源：国家统计局，新华社，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

中国智能算力供需错配，结构性失衡严重突出。2025 年国内智算占比仅 36.8%，智算中心 GPU 平均利用率不足 30%，大量算力处于“建而不用”的状态——每投入 100 元建设算力，约 70 元在空转，供需之间存在严重的结构性失衡：“高端智能算力缺口超 50%，但通用算力大面积闲置”；头部平台利用率可达 90%-95%且订单排至 2028 年，而大量中小智算中心利用率仅 20%-30%。

2.3. 行业竞争格局：从价格战到价值战，行业进入涨价周期

中国云计算 IaaS 市场经历十余年激烈竞争后，竞争逻辑正发生根本性转变。云计算产业链的核心是云服务厂商，它们提供弹性计算、网络、存储、应用等服务，国内云计算市场主要企业有阿里云、腾讯云、京东云、天翼云、移动云、华为云、浪潮云、曙光云、优刻得、七牛云、青云等。据 IDC 数据，2025 年下半年中国公有云 IaaS TOP5 为阿里云（27.9%）、天翼云（12.1%）、移动云（10.1%）、华为云（9.5%）、腾讯云（8.0%），市场集中度持续提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表5：中国云计算市场主要企业介绍

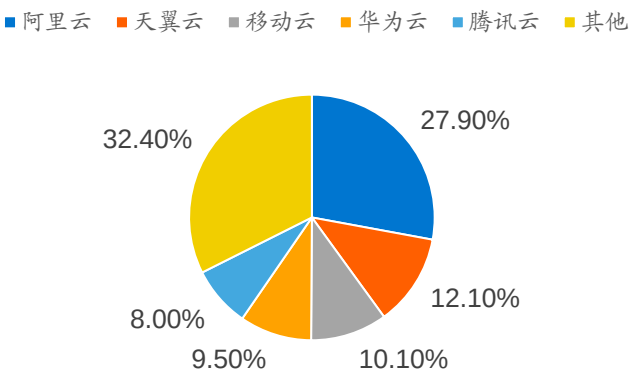
类别	优势	企业	所属企业	企业介绍
互联网厂商	云计算经验丰富，技术水平比较高，产品功能性比较完备，服务体系也比较成熟完善。	阿里云	阿里巴巴	全球领先的云计算及人工智能科技公司。提供云服务器、云数据库、云安全、云存储、企业应用及行业解决方案服务。
		腾讯云	腾讯控股	腾讯倾力打造的云计算品牌，以卓越科技能力助力各行各业数字化转型，为全球客户提供领先的云计算。
		京东云	京东集团	京东集团面向企业、政府等机构的技术服务品牌，依托全栈式云产品矩阵并融合了人工智能、大数据和物联网等前沿科技，为客户提供了丰富的产品与数智化解决方案，帮助客户降低成本、提升效率。
电信运营商	主体公司的网络资源、机房资源优，存量用户广。	天翼云	中国电信	中国电信旗下一家科技型、平台型、服务型公司。具有“云网融合、安全可信、专享定制”三大优势
		移动云	中国移动	中国移动基于自研的先进技术打造的安全智慧云品牌，充分发挥“央企保障、安全智慧、算网一体、属地服务”优势。
传统IT厂商	自有服务器的闪存等设备，拥有地方政府的信息服务、客户关系等资源优势。	华为云	华为技术有限公司	基于ICT领域技术积累提供弹性计算、分布式存储、智能数据库等200多项核心产品，形成IaaS、PaaS、SaaS三层架构解决方案。
		浪潮云	浪潮集团	智慧系统的全场景运营商，具备“系统智能、生态化运营、安全可信”三大核心优势，提供大规模和智能化云服务，支撑云网边端的系统性数据流动，以全面匹配技术能力支撑各种应用场景和业务流程，并通过全运营模式，为客户提供从建设到维护再到运营的一站式服务。
		曙光云	中科曙光	政务云服务提供商及智慧城市平台级合作伙伴，首创“城市云”概念并采用“企业投资运营、政府购买服务”模式。
其他自主研发企业	更加专注于本土定制能力和后期运维优势。	优刻得	优刻得科技股份有限公司	中国云计算第一股，专注于提供可靠的企业级云服务，包括云服务器、云主机、云数据库、混合云、CDN、人工智能等服务。
		七牛云	上海七牛信息技术有限公司	云和AI平台服务的领军者，中国最大的独立音视频云平台，为客户提供音视频、大模型和算力推理等服务。
		青云	青云科技集团股份有限公司	技术领先的企业级云服务商与数字化解决方案提供商，坚持核心代码自研，构建端到端的数字化解决方案，持续打造云原生最佳实践，以中国科技服务数字中国。

数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图15：2025H2 中国 TOP5 公有云 IaaS 厂商市场份额占比



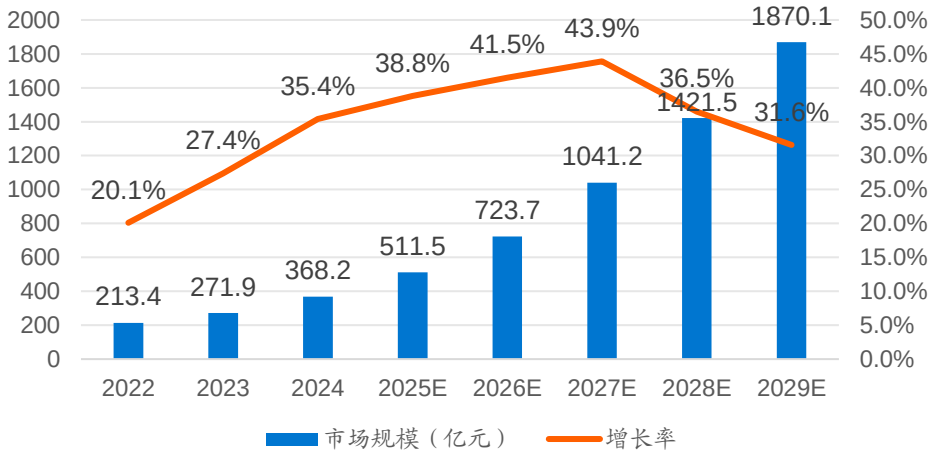
数据来源：IDC，C114 通信网，东吴证券研究所

“云圈”涨价标志着竞争从“低价走量”转向“算力效能与 AI 能力”的综合较量，云计算行业正从“白菜价时代”迈向“能力定价时代”。2025 年 4 月，阿里云曾率先发起价格战，最高降幅达 60%，行业陷入混战。但至 2026 年初，由于 AI 算力供需严重失衡、高端芯片交付周期延长至 2027 年、数据中心电力成本持续攀升，行业迎来近 20 年罕见的全面涨价潮：阿里云 AI 算力产品涨价 5%-34%，腾讯云 GPU 云服务器涨价 5%（部分产品高达 400%），优刻得于 2026 年 3 月起全线产品提价。

2.4. 云计算部署模式：海外云成第二增长曲线

国内企业出海云市场高增，持续拓宽公司海外成长空间。据计世资讯研究院数据，2024 年中资企业出海云服务市场规模达 368.2 亿元，同比增长 35.4%，预计 2029 年将超 1,870 亿元。2024-2029 年市场规模有望保持高双位数增长，中国企业出海云服务已成为云厂商重要的增量来源。阿里云、华为云、优刻得等均在加速全球化布局，“出海”已成为头部与中立云厂商共同争夺的战略高地。

图16：2022-2029 年中资企业出海云服务市场规模及增速预测



数据来源：计世资讯研究院，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 中立定位铸就信任壁垒，“AI+出海”双轮驱动成长

3.1. 坚守中立底色，“不做应用”构筑独特竞争壁垒

公司长期坚守中立服务定位，打造差异化信任壁垒。在中国云计算市场，阿里云、华为云、腾讯云、百度云等头部厂商均深度布局上层应用生态，与客户存在潜在竞争关系。优刻得自 2012 年创立以来，始终恪守“中立第三方云服务商”定位，坚持“不涉足终端应用、不与客户同业竞争”的经营原则，这一差异化定位为其构筑了难以复制的信任壁垒。

公司优质标杆客户持续落地。对于 AI 大模型公司、金融科技企业、政府机构等对数据主权和商业机密高度敏感的客户，优刻得的中立定位天然具备吸引力。公司已与智谱 AI 签署 5 年 20 亿元的长期战略合作协议，并服务比亚迪精密、海光信息、vivo 等知名企业，客户质量持续提升。

3.2. 自建智算中心构筑算力成本护城河

公司已建成内蒙古乌兰察布与上海青浦两大自建智算中心，构建超万 P 规模的算力资源池。两大数据中心分别占据“东数西算”工程两大枢纽节点，形成了“低成本规模化训练+低时延高性能推理”的协同布局，在算力成本端构建了相对于同体量云厂商的显著优势。

乌兰察布智算中心：总占地面积约 14 万平方米，总投资 48 亿元，配备 7,300 台标准机柜。依托内蒙古低廉的电价与自然冷却条件，电力成本较沿海地区低 30%以上，满负荷运营下毛利率可达 30%-40%。截至 2025 年末，机柜利用率已提升至 93.19%。

上海青浦智算中心：聚焦高密、低时延场景，已建成国产千卡智算集群，定位服务长三角区域对低延迟有刚性需求的 AI 推理与训练客户。

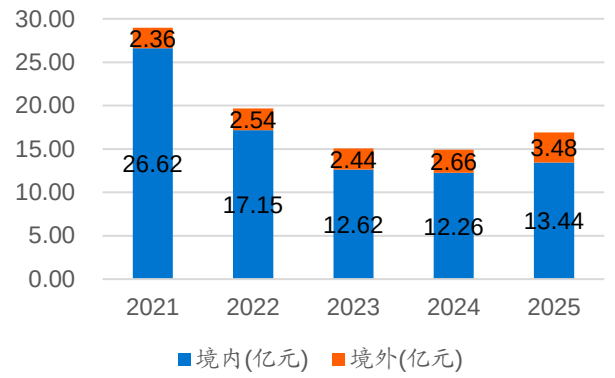
3.3. 全球化布局领先，海外业务构筑增量新极

公司在全球化布局上具备先发优势与体系化能力，境外业务量利同步兑现。截至 2026 年 6 月末，公司已在全球 28 个地域部署 36 个可用区，覆盖东南亚、欧洲、北美、南美、非洲、中亚等关键区域，2026 年新增美国丹佛、巴西圣保罗、越南胡志明、哈萨克斯坦阿拉木图等节点。2025 年，公司境外收入达 3.48 亿元，同比增长 30.86%，占总营收的 20.56%；境外业务毛利率 24.32%，同比提升 15.89pct。在全球化策略上，公司采取人口、数字化水平、中企出海密度“三个维度”决策模型，聚焦中国企业出海需求，凭借“中立第三方+全球基础设施+本地化服务”组合牌，在中企出海云服务赛道中占据独特生态位。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

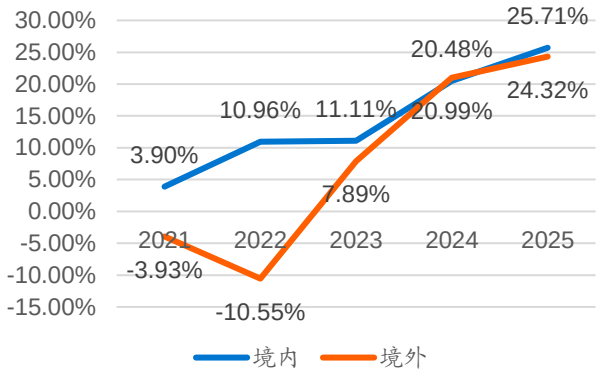
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：优刻得 2021-2025 境内外收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：优刻得 2021-2025 境内外毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 核心技术全栈自研，兼容多元芯片生态

公司长期坚持核心代码自研，技术储备行业领先。“孔明”智算平台实现算力资源的高效统一调度；GPU 虚拟化技术实现显存与算力双维度切分，最小精确至 10%，显著提升资源利用率。公司平台兼容英伟达及国产 GPU/ASIC 全系列芯片，帮助客户摆脱“单一芯片绑定”风险，在国产替代加速的背景下具备独特的生态兼容价值。2021-2025 年，公司高度重视核心代码自研，研发费用占营收比例始终维持在 10%以上。截至 2025 年末，公司累计拥有发明专利 110 项、软件著作权 96 项，技术储备在中立云厂商中领先。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与估值

关键假设：

1. 云计算业务：

按照底层资源类型与服务能力，云计算业务涵盖计算、存储、网络、数据与中间件等核心产品线，以及面向企业级场景的私有云解决方案。公司于 2026 年中报调整了主营业务统计口径，目前无法获取 2023-2025 年新口径下各业务板块的拆分数据。基于此，我们结合行业整体景气度趋势，并通过旧口径数据与 2026 年上半年新口径数据的对标校准，对公司各项业务进行预测。

公有云为公司收入规模最大的核心业务，随着 AI 算力需求爆发及公司低价获取的 GPU 云资源逐步上量，公司公有云业务于 2025 年重回增长轨道。混合云业务受益于存量客户上量及 AI 算力需求带动，收入保持稳健增长，2025 年收入同比增长 13.6%。私有云业务是公司服务政企客户数字化转型的重要板块，收入稳定增长。开源模型的发展有望带动智算云发展，同时在 token 新模式蓬勃发展的背景下，公司云计算相关业务毛利率有望向上。综合来看，我们预计公司 2026-2028 年云计算业务营收分别为 13.65、17.95、24.05 亿元，同比增速分别为 30.0%、31.5%、34.0%。我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 24.0%、26.0%、27.0%。

2. IDC 及 AIDC 服务：

公司提供的机柜托管服务不仅包括基于通算需求的标准机柜托管、网络带宽、电力供应及运维管理等在内的一体化服务，更针对 AI 大模型训练与推理等高耗能场景，推出了相适配的高功率机柜托管服务，通过电力冗余设计与提供散热支持等服务，平稳承载大规模算力集群的持续运行。

公司 AIDC 相关业务有望持续受益于 AI 算力需求提升，且 IDC 行业价格有望触底回升，因此我们预测公司相关业务毛利率趋势向上。我们预计公司 2026-2028 年 IDC 及 AIDC 服务业务营收分别为 5.89、7.68、10.22 亿元，同比增速分别为 28.0%、30.5%、33.0%。我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 40.0%、41.0%、42.0%。

3. 云通信：

公司云通信业务主要包括语音消息服务、短信服务、视频短信和短链工具等产品。云通信业务 2025 年收入同比增长 71.0%至 1.50 亿元，主要受益于行业客户对云通信服务需求的快速增长。我们预计公司 2026-2028 年云通信业务营收分别为 1.73、2.04、2.44 亿元，分别同比增长 15.0%、18.0%、20.0%。由于该业务行业竞争激烈，毛利率维持在较低水平，我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 2.5%、2.5%、2.5%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：优刻得盈利预测（单位：百万元）

	2026H1	2026E	2027E	2028E
云计算业务	583.8	1365.0	1795.0	2405.3
同比增速	-	30.0%	31.5%	34.0%
毛利率	23.5%	24.0%	26.0%	27.0%
IDC 及 AIDC 服务	284.4	588.8	768.4	1022.0
同比增速	-	28.0%	30.5%	33.0%
毛利率	43.6%	40.0%	41.0%	42.0%
云通信	98.0	172.5	203.6	244.3
同比增速	-	15.0%	18.0%	20.0%
毛利率	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%
其他业务	15.5	84.3	211.3	500.6
同比增速	-	115.0%	150.7%	137.0%
毛利率	91.8%	32.3%	29.3%	30.8%
总收入	**981.6**	**2210.6**	**2978.2**	**4172.1**
同比增速	24.1%	30.1%	34.7%	40.1%
毛利率	28.4%	26.9%	28.5%	29.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

基于上述预测，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 22.11/29.78/41.72 亿元，同比增长 30.1%/34.7%/40.1%，归母净利润分别为 0.51/1.48/2.52 亿元，同比增长 169.55%/190.26%/69.85%。

可比公司估值与投资建议：根据业务相似性，我们选取首都在线、铜牛信息、网宿科技作为可比公司，可比公司 2027PS 均值为 9.4 倍，优刻得 2027PS 为 4.4 倍。且我们认为，优刻得云和 AIDC 持续发展，有望持续受益于 AI 浪潮，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司 PS 估值表

证券代码	可比公司	市值（亿元）	营业收入（亿元）			PS		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300846.SZ	首都在线	98.6	17.2	22.0	27.3	5.7	4.5	3.6
300895.SZ	铜牛信息	78.5	3.4	4.5	6.1	23.2	17.6	13.0
300017.SZ	网宿科技	369.1	53.3	61.3	71.4	6.9	6.0	5.2
	平均		24.6	29.2	34.9	12.0	9.4	7.2
688158.SH	优刻得	132.0	22.1	29.8	41.7	6.0	4.4	3.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

*公司市值对应时间为 2026 年 9 月 17 日，可比公司预测数据来自 2026 年 9 月 17 日 Wind 一致预期，优刻得预测数据为东吴证券测算

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

1. AI 及智算行业发展不及预期的风险：公司当前及未来的核心增长驱动力来自 AI 智算服务。若 AI 大模型技术迭代放缓、AI 应用商业化进展不及预期，或企业对智算基础设施的投资意愿下降，可能导致公司 AI 相关业务收入增速不及预期，影响公司整体营收增长和盈利改善节奏。

2. 云计算行业竞争加剧的风险：中国云计算市场竞争格局高度集中，阿里云、华为云、腾讯云、运营商云等头部玩家在资金实力、技术储备、品牌影响力等方面均有显著优势。若头部厂商进一步加大 AI 云服务领域的竞争投入，或运营商云凭借政企资源优势加速扩张，可能对公司市场份额和定价能力形成压制，影响公司盈利修复进程。

3. 自建数据中心产能利用率不及预期的风险：公司乌兰察布及上海青浦两大自建智算中心前期资本开支较大，若下游智算需求增长不及预期或行业算力供给超预期释放，导致数据中心机柜利用率低于盈亏平衡点，将对公司资产回报率和现金流产生负面影响。公司青浦数据中心一期项目已两次延期至 2028 年完工，前期投入效益尚未完全释放，需持续跟踪产能爬坡节奏。

4. 地缘政治与海外业务经营风险：2025 年公司海外业务收入占比约 20%，且处于持续扩张阶段。若中美科技博弈加剧、芯片出口管制进一步升级，可能影响公司海外智算节点的 GPU 采购与供应链稳定性。同时，海外业务涉及多国法律法规、汇率波动、本地化运营等复杂因素，若部分海外市场需求或政策环境发生变化，可能对境外业务发展构成制约。

5. 股权结构与治理风险：公司为 A 股首家 AB 股上市公司，创始人季昕华持有 A 类特殊表决权，截至 2026 年 6 月 30 日，其表决权占比 38.32%。该制度虽有助于保障经营稳定性和中立定位，但也可能形成“一股独大”的治理结构，中小股东参与公司决策的能力相对有限，存在一定治理风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

优刻得-W 三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**1,250**	**1,350**	**1,843**	**2,631**
货币资金及交易性金融资产	624	563	806	1,211
经营性应收款项	439	569	783	1,119
存货	25	32	43	59
合同资产	0	0	1	1
其他流动资产	161	185	211	242
非流动资产	**2,335**	**2,318**	**2,281**	**2,215**
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产及使用权资产	1,875	1,867	1,831	1,765
在建工程	149	149	149	149
无形资产	80	80	80	80
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	197	187	187	187
资产总计	**3,585**	**3,667**	**4,124**	**4,847**
流动负债	**961**	**980**	**1,268**	**1,717**
短期借款及一年内到期的非流动负债	80	94	94	94
经营性应付款项	506	649	859	1,186
合同负债	64	77	104	146
其他流动负债	310	160	211	291
非流动负债	**207**	**226**	**246**	**266**
长期借款	201	221	241	261
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他非流动负债	7	6	6	6
负债合计	**1,168**	**1,207**	**1,514**	**1,984**
归属母公司股东权益	2,416	2,460	2,609	2,861
少数股东权益	0	0	1	2
所有者权益合计	**2,417**	**2,461**	**2,610**	**2,863**
负债和股东权益	**3,585**	**3,667**	**4,124**	**4,847**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,699**	**2,211**	**2,978**	**4,172**
营业成本(含金融类)	1,262	1,616	2,129	2,933
税金及附加	9	9	12	17
销售费用	183	221	298	417
管理费用	136	155	208	292
研发费用	194	243	298	417
财务费用	0	4	5	5
加:其他收益	4	33	60	83
投资净收益	59	66	89	125
公允价值变动	6	0	0	0
减值损失	(44)	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	**(60)**	**62**	**177**	**300**
营业外净收支	0	(2)	(2)	(2)
利润总额	**(61)**	**60**	**175**	**298**
减:所得税	13	9	26	45
净利润	**(74)**	**51**	**149**	**253**
减:少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司净利润	**(74)**	**51**	**148**	**252**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.16)	0.11	0.32	0.55
EBIT	(123)	65	180	303
EBITDA	148	384	529	681
毛利率(%)	25.73	26.90	28.50	29.70
归母净利率(%)	(4.33)	2.31	4.99	6.04
收入增长率(%)	13.07	30.08	34.72	40.09
归母净利润增长率(%)	69.49	169.55	190.26	69.85

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	243	155	452	579
投资活动现金流	(630)	(238)	(225)	(189)
筹资活动现金流	249	22	15	15
现金净增加额	(145)	(61)	243	405
折旧和摊销	271	320	349	378
资本开支	(624)	(314)	(314)	(314)
营运资本变动	63	(156)	37	66

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	5.30	5.34	5.66	6.21
最新发行在外股份（百万股）	461	461	461	461
ROIC(%)	(5.75)	2.01	5.35	8.36
ROE-摊薄(%)	(3.04)	2.08	5.69	8.81
资产负债率(%)	32.59	32.90	36.72	40.93
P/E（现价&最新股本摊薄）	(179.45)	258.02	88.89	52.34
P/B（现价）	5.41	5.36	5.06	4.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn