

买入

企业云保持高增长, 公有云开始回归正轨

金山云 (KC.US)

2021-10-25 星期一

投资要点

目标价: **40.1 美元**
 现价: 30.36 美元
 预计升幅: 32%

重要数据

日期	2021-10-25
收盘价 (美元)	30.36
总股本 (亿股)	2.05
总市值 (百万美元)	6,759
净资产 (百万美元)	1,287
总资产 (百万美元)	1,863
52 周高低 (美元)	74.67/23.81
每股净资产 (美元)	0.38

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

金山软件	42.5%
小米	13.4%

相关报告

金山云 (KC.US) - 首发报告-20201109

金山云 (KC.US) - 更新报告-20201230、20210528

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 二季度收入增长提速, 云服务能力持续加强:

公司第二季度实现营收 21.8 亿元, 同比增长 41.6%, 实现毛利 1.2 亿元, 同比增长 46.8%, 毛利率为 5.5%, 基本与去年同期水平一致, 二季度公司实现净亏损 2.2 亿元。分业务来看, 公有云业务收入 15.5 亿元, 同比增长 20.4%。企业云业务实现收入 6.2 亿元, 同比增长 153%。

➤ 顺应数字经济发展指导思想, 迎来发展新机遇:

受当前反垄断监管、数字经济、多云部署市场趋势的推动。未来行业发展对云基础持续存在高需求, 金山云作为中立云服务商将迎来新发展机遇。首先中立的云服务商跟客户不存在潜在竞争, 同时也不会对客户的数据安全造成威胁, 可以将资源集中到产品升级研发和项目落地效率。可以保持市场领先的技术服务优势, 不断提升客户的使用体验和交付体验, 增长客户粘性, 形成良好市场口碑, 持续获取新客信赖。

➤ 企业云将是公司未来增长主要驱动力:

企业云继续深耕金融、医疗、政企板块, 金融领域已经进入十大银行中六家。医疗领域中标湖北省健康医疗大数据中心项目, 同时获得中国医疗系统交互集成测试中全部三项认证。政企领域为咪咕视频提供云视频技术, 助力其完成奥运会、欧洲杯的转播。公司通过收购 Camelot, 加强了企业云项目在部分地区的交付能力, 提升了用户体验。

➤ 维持“买入”评级:

虽然公司上半年收入增速出现放缓, 主要是公有云业务受到游戏、视频、直播的政策影响。目前业务还在调整期, 因此我们降低 21 年总体收入预期至 96.8 亿。我们给予公司 2021 年 6 倍 PS 估值, 对应市值 89.4 亿美元, 下调目标价至 40.1, 有 32% 的升幅, 维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
营业额	3,956	6,577	9,684	13,776	19,370
同比增长	78.36%	66.25%	47.23%	42.26%	40.60%
净利润	(1,111)	(962)	(1,119)	(956)	(74)
净利润率	-28.09%	-14.63%	-11.56%	-6.94%	-0.38%
EBITDA	(423)	(131)	204	604	1,495
EBITDA 率	-10.69%	-1.99%	2.10%	4.38%	7.72%
每股盈利 (元)	(4.99)	(4.32)	(5.02)	(4.29)	(0.33)

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

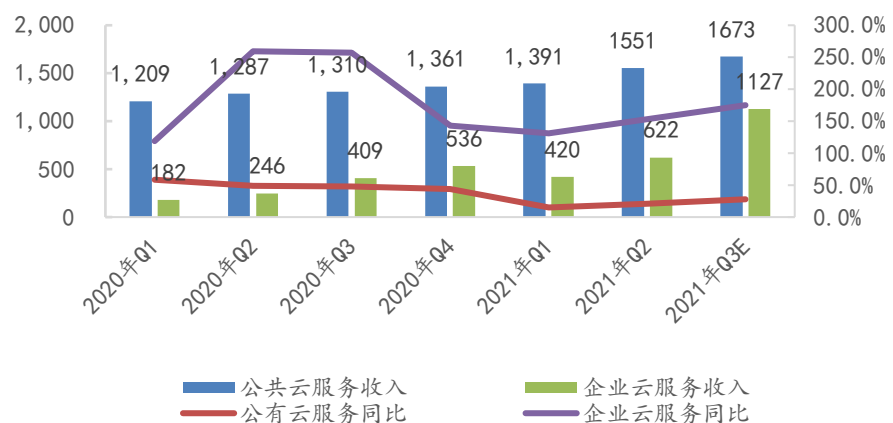
二季度收入增长提速，云服务能力持续加强：

公司第二季度实现营收 21.8 亿元，同比增长 41.6%，实现毛利 1.2 亿元，同比增长 46.8%，毛利率为 5.5%，基本与去年同期水平一致，二季度公司实现净亏损 2.2 亿元。

分业务来看，公司公有云业务收入 15.5 亿元，同比增长 20.4%。已经连续六个季度实现增长，主要是由于公司上半年在头部客户收入继续保持稳定份额，还出现在客户份额中小幅上升情况，另外客户数量持续增长，公有云收入来源继续多元化，其中值得注意的是二季度将美团纳入了客户名单，预计美团未来会逐渐加速服务迁移，有可能在未来几个季度看到美团进入公司前十企业客户名单，而且公司预计三季度某电商平台也将成为公司客户。二季度公司宣布公司与字节跳动火山引擎签署全面战略合作伙伴框架协议，共同为企业数字化转型提供服务，金山云与火山引擎将协同开拓 IaaS/PaaS/SaaS 市场。IDC 方面，公司基于自身强大的网络分发能力继续为客户提供一流服务，二季度利用边缘计算与 RTS 技术为头部社交平台的网络晚会与线上综艺直播提供满足高并发量的数据传输服务。

私有云与企业服务继续保持高速增长，二季度实现收入 6.2 亿元，同比增长 153%。公司继续深耕金融、医疗、政企板块，金融领域已经进入十大银行中六家，其中新中标兴业银行大数据云平台，山东产权交易中心供应链金融平台项目。医疗领域中中标湖北省健康医疗大数据中心项目，预计合同金额 8000 万元。同时获得中国医疗系统交互集成测试中全部三项认证。政企领域，为咪咕视频提供云视频技术，助力其完成奥运会、欧洲杯的转播。公司通过收购 Camelot，加强了企业云项目在部分地区的交付能力，提升了用户体验。

图 1：公司业务运营情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

顺应数字经济发展指导思想，迎来发展新机遇：

10月18日下午在推动数字经济健康发展进行第三十四次集体学习期间，习近平主席着重强调目前互联网、大数据、云计算、人工智能、区块链等数字经济技术加速创新，成为重组全球要素资源，是竞争格局的关键力量。要促进数字技术与实体经济深度融合，赋能传统产业转型升级，做强做大数字经济。此次会议也强调会持续监管规范，完善竞争制度建设，防止平台垄断和资本无序扩张，并保护平台从业人员和消费者权益、加强税收监管。我们认为此次会议标志着互联网行业进入新常态，未来将更加与实体经济融合发展，同时对扩张步伐提出指导性意见，即肯定了互联网行业对经济发展贡献，同时也明确了行业发展方向，释放出积极信号。在此基础上，受当前反垄断监管、数字经济、多云部署市场趋势的推动。未来行业发展对云基础持续存在高需求，金山云作为中立云服务商将迎来新发展机遇。首先中立的云服务商跟客户不存在潜在竞争，同时也不会对客户的数据安全造成威胁，可以将资源集中到产品升级研发和项目落地效率。可以保持市场领先的技术服务优势，不断提升客户的使用体验和交付体验，增长客户粘性，形成良好市场口碑，持续获取新客信赖。

降低收入增长预期，维持买入评级：

虽然公司上半年收入增速出现放缓，主要是公有云业务受到游戏、视频、直播的政策影响。目前业务还在调整期，因此我们降低21年总体收入预期至96.8亿。另外仍然保持企业云高速增长的预期。公司业务有规模效应，净亏损率将同比下降，同时EBITDA有望转正。我们按市销率估值法对公司进行估值，主要考虑到公司收入仍处于快速增长阶段，市场空间庞大，行业发展红利持续，因此收入增长将是很好的考量指标。我们给予公司2021年6倍PS估值，对应市值89.4亿美元，降低目标价至40.1，有32%的升幅，维持买入评级。

财务报表预期

财务报表摘要						财务分析					
损益表						资产负债表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	3,956	6,577	9,684	13,776	19,370	盈利能力					
成本	(3,949)	(6,220)	(8,970)	(12,290)	(16,159)	毛利率 (%)	0.2%	5.4%	7.4%	10.8%	16.6%
毛利	8	357	714	1,486	3,211	EBITDA 率 (%)	-27.9%	-14.4%	-11.3%	-6.7%	-0.4%
销售费用	(317)	(409)	(484)	(689)	(968)	净利率 (%)	-28.1%	-14.6%	-11.6%	-6.9%	-0.4%
管理费用	(239)	(380)	(455)	(620)	(814)	ROE	-31.4%	-11.7%	-15.0%	-13.9%	-1.0%
研发费用	(595)	(775)	(872)	(1,102)	(1,511)	营运表现					
其他收益	41	260	0	0	0	费用/收入 (%)	29.1%	23.8%	18.7%	17.5%	17.0%
除税前溢利	(1,102)	(947)	(1,097)	(925)	(82)	实际税率 (%)	-0.8%	-1.6%	-2.0%	-3.4%	10.0%
所得税	(9)	(15)	(22)	(31)	8	应收账款天数	123	128	128	128	128
净利润	(1,111)	(962)	(1,119)	(956)	(74)	应付账款天数	114	119	119	119	119
增长						财务状况					
总收入 (%)	78.4%	66.2%	47.2%	42.3%	40.6%	负债/权益	1.17	1.16	1.19	1.34	1.57
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	收入/总资产	0.66	0.55	0.81	1.08	1.30
						总资产/权益	1.71	1.45	1.59	1.86	2.08
资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E		2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
物业, 厂房及设备	1,721	1,957	2,560	3,126	3,201	净利润	(1,111)	(962)	(1,119)	(956)	(74)
无形资产	7	17	17	20	26	非现金调整	785	915	1,301	1,529	1,577
长期预付款	36	12	12	12	12	资本变动	(113)	(300)	(83)	(194)	(75)
投资	115	127	127	127	127	经营活动现金流	(439)	(347)	98	379	1,428
应收关联方款项	2	6	6	6	6	投资固定资产	(1,000)	(1,560)	(1,549)	(1,722)	(1,259)
租赁资产	0	267	267	267	267	其他金融资产变动	1,883	(2,755)	2,685	(12)	(16)
固定资产合计	1,882	2,384	2,988	3,557	3,638	投资活动现金流	883	(4,315)	1,135	(1,734)	(1,275)
应收账款	1,347	2,335	3,438	4,890	6,876	贷款变动	(306)	2,055	(353)	0	0
短期投资	225	2,693	0	0	0	股权融资	21	3,945	0	0	0
其他短期资产	554	1,092	1,165	1,389	1,306	发行可转债	349	125	0	0	0
货币资金	2,023	3,425	4,306	2,951	3,103	融资活动现金流	65	6,124	(353)	0	0
流动资产合计	4,150	9,545	8,909	9,230	11,285	现金变化	509	1,462	881	(1,355)	152
应付账款	1,255	2,057	2,967	4,065	5,345	期初持有现金	1,507	2,023	3,425	4,306	2,951
应付费用	949	845	979	1,303	1,780	汇兑变化	8	(118)	0	0	0
贷款	100	353	0	0	0	期末持有现金	2,023	3,367	4,306	2,951	3,103
其他负债	116	210	260	320	391						
流动负债合计	2,420	3,466	4,205	5,688	7,515						
长期贷款	74	0	0	0	0						
其他长期负债	0	224	224	224	224						
长期负债合计	75	224	224	224	224						
股东权益合计	3,537	8,240	7,468	6,876	7,184						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>