

买入

AI 生态助力可持续增长，盈利提升有目共睹

金山云 (KC.US)

2024-12-19 星期四

目标价: **10.5 美元**
现价: 8.44 美元
预计升幅: 24.6%

重要数据

日期	2024-12-18
收盘价 (美元)	8.44
总股本 (亿份 ADS)	2.43
总市值 (百万美元)	2,057
净资产 (百万美元)	759
总资产 (百万美元)	2,383
52 周高低 (美元)	9.70/2.02
每 ADS 净资产 (美元)	2.85

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

金山软件	37.40%
纽约梅隆银行	28.22%
小米	11.83%

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、20211025、20221011、20231127

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

业务结构优化，AI 相关业务占比明显提升：

金山云 2024 年第三季度业绩表现呈现多维度优化的特征，整体上展现出积极的发展态势。首先实现总收入 18.9 亿元，同比增长 16.0%，主要得益于 AI 业务加速增长。这表明公司在 AI 领域的布局和发展策略取得了一定成效，能够抓住市场机遇推动整体收入上升。三季度实现毛利润 3.0 亿元，同比增长 54.6%；毛利率为 16.1%，同比提升 4 个百分点。

金山云青海智算中心正式开通运行，迈向绿色算力新时代：

12 月金山云青海智算中心正式开通运行。该项目总投资约 8.8 亿元，共规划 256 台算力服务器集群，总算力规模超过 4000P。项目建设一期算力工程已于今年 9 月中旬落地并对外提供算力服务。鉴于该地区气候条件，能够为高性能计算提供完备基础，进一步提升了能源利用的效率。公司充分利用青海电信 IDC 机房的资源，加速了项目的落地。

金山云发布第九代云服务器，开启智算时代新篇章：

金山云在第 17 届互联网数据中心大会上展示了第九代云服务器产品，其中最新一款在通用能力方面，全核睿频最高可达 3.8GHz、单 Socket 性能达到上一代的 2.5 倍。在数字化转型的浪潮中，公司作为行业中立云服务商，持续满足客户算力增长需求，在训推大模型能力加速落地背景下，将继续携手生态伙伴实现技术创新转化，为行业数智化转型提供持续助力，同时享受行业带来的增长红利。

盈利能力持续提升，维持买入评级：

公司本季度收入实现稳健增涨，公司自 23 年下半年开始将关注点放在盈利上，毛利率及净亏损率将同比下降，同时经调整 EBITDA 率不断提升。公司作为一家专注于云计算和大数据服务的企业，背靠金山及小米的生态系统，相信能够通过国产 AI 浪潮实现新的增长突破。我们按市销率估值法对公司进行估值，给予公司 2025 年 2.1 倍 PS 估值，对应市值 25.6 亿美元，目标价 10.5 美元，有 24.6% 的升幅，给予买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	8,180	7,047	7,765	8,900	10,184
同比增长	-9.72%	-13.85%	10.18%	14.62%	14.43%
净利润	-2,658	-2,176	-2,021	-638	-557
净利润率	-32.50%	-30.88%	-26.03%	-7.16%	-5.46%
EBITDA	-755	-265	-434	161	257
EBITDA 率	-9.23%	-3.76%	-5.59%	1.81%	2.53%
每股盈利 (元)	(11.03)	(9.03)	(8.39)	(2.65)	(2.31)

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

业务结构优化，AI 相关业务占比明显提升：

金山云 2024 年第三季度业绩表现呈现多维度优化的特征，整体上展现出积极的发展态势。首先实现总收入 18.9 亿元，同比增长 16.0%，主要得益于 AI 业务加速增长。这表明公司在 AI 领域的布局和发展策略取得了一定成效，能够抓住市场机遇推动整体收入上升。三季度实现毛利润 3.0 亿元，同比增长 54.6%；毛利率为 16.1%，同比提升 4 个百分点。这主要得益于公司收入结构持续改善，与 AI 相关的高毛利率业务营收占比提升以及低毛利率的 CDN 业务战略收缩对毛利率提升有积极影响。3 经调整 EBITDA 利润 1.85 亿元，经调整 EBITDA 利润率达 9.8%，已经连续两个季度提升，显示公司经营能力的提升。运营亏损为 11.44 亿元人民币，主要是由于长期资产减值所致。净亏损为 10.61 亿元，相比去年同期有所增加。随着公司盈利能力不断提升，我们预计公司调整经营利润率有望于 2025 转正。

分业务来看，公有云业务营收回归双位数增长，三季度实现收入 11.8 亿元，同比增长 15.6%，主要受益于 AI 业务的扩张带动公司客户与行业分布多元化，同时来自小米及金山生态系统的收入同比大幅增长 36%，未来公司将继续为金山软件和小米集团提供云服务，受益于金山软件办公业务 WPSAI 商业化推进、云游戏发行和运营，以及小米集团在汽车智能驾驶训练研发、自动驾驶数据存储、手机分部的持续发展，来自金山及小米生态系统收入有望持续增长，这为公司未来的发展提供了有力的支撑和增长动力。行业云业务实现收入 7.1 亿元，同比增加 16.7%。公司持续聚焦公共服务领域，在多地开展合作项目，如与珠海高新区合作助力布局“云上智城”新基建，助力深圳完成大湾区数据要素化平台建设，上海数产云和云南省国资云上线运营。此外，在医疗健康和金融领域做深做强标杆项目，体现了公司在行业云领域的深耕细作和市场拓展能力。

金山云青海智算中心正式开通运行，迈向绿色算力新时代：

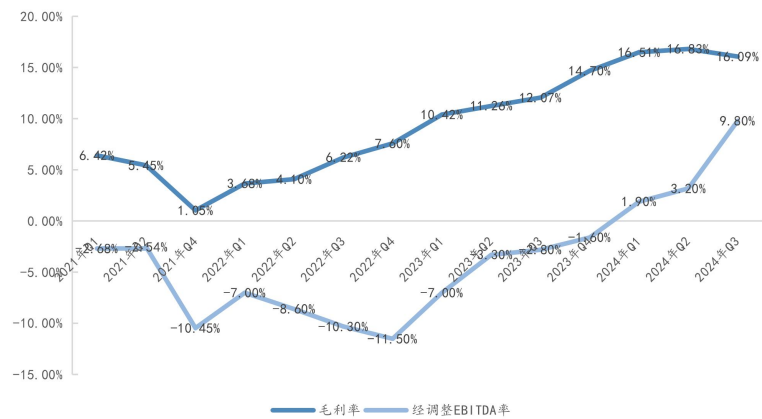
12 月金山云青海智算中心正式开通运行。该项目总投资约 8.8 亿元，共规划 256 台算力服务器集群，总算力规模超过 4000P。项目建设一期算力工程已于今年 9 月中旬落地并对外提供算力服务。截至 12 月，已投入 158 台算力服务器集群与智算中心节点，算力规模超过 2048P，完成投资 4 亿元。金山云青海智算中心依托青海电信 IDC 机房资源以及金山云技术储备，向外提供算力、数据、储存、连接、安全等服务，将为 AI 大模型提供计算支持，推动人工智能技术应用和创新，促进当地及周边地区的 AI 产业发展。得益于青海省丰富的清洁能源，尤其是水电资源。鉴于该地区气候条件，能够为高性能计算提供完备基础，进一步提升了能源利用的效率。公司充分

利用青海电信 IDC 机房的资源，加速了项目的落地，确保了智算中心在提供算力、数据、存储、连接和安全方面的全方位服务。

金山云发布第九代云服务器，开启智算时代新篇章：

11月，金山云高管在英特尔新质生产力技术生态大会暨第17届互联网数据中心大会上发表《金山云第九代云服务器引领高效智算未来》演讲，展示了两款第九代云服务器产品，其中最新一款是基于英特尔6性能核的性能保障型X9。在通用能力方面，全核睿频最高可达3.8GHz、单Socket性能达到上一代的2.5倍、整机配备12内存通道，内存频率可达6400MT/s；在关键特性方面支持AMX训练推理加速并新增FP16支持，浮点运算性能大幅提升。在应用场景方面适用于各类型的企业级应用、数据库业务、人工智能推理与训练集群任务。在数字化转型的浪潮中，智算正成为各行业捕捉新机遇的主要助力。公司作为行业中立云服务商，持续满足客户算力增长需求，在训推大模型能力加速落地背景下，将继续携手生态伙伴实现技术创新转化，为行业数智化转型提供持续助力，同时享受行业带来的增长红利。

图 1：公司盈利能力稳定提升



资料来源：公司季度财报、国元证券经纪(香港)整理

盈利能力持续提升，维持买入评级：

公司本季度收入实现稳健增涨，公司自23年下半年开始将关注点放在盈利上，毛利率及净亏损率将同比下降，同时经调整EBITDA率不断提升。公司作为一家专注于云计算和大数据服务的企业，背靠金山及小米的生态系统，未来在数字化转型浪潮的推动下，凭借公司坚实的技术实力和稳固的市场地位，相信能够通过国产AI浪潮实现新的增长突破。我们按市销率估值法对公司进行估值，主要考虑到公司行业云持续聚焦高质量订单项目，行业客户上云需求发展红利持续释放。公有云业务也有望随着AI应用落地而迎来新的发展周期。因此我们给予公司2025年2倍PS估值，对应市值25.6亿美元，目标价10.5美元，有24.6%的升幅，给予买入评级。

风险提示

宏观经济风险、AI 技术应用落地不及预期、市场竞争加剧、国际政治风险

财务报表预期

财务报表摘要

损益表						财务分析				
<百万元>, 财务年度截至<十二月>										
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E
收入	8,180	7,047	7,765	8,900	10,184	盈利能力				
成本	(7,751)	(6,197)	(6,950)	(7,730)	(8,650)	毛利率 (%)	5.3%	12.1%	10.5%	13.1%
毛利	430	850	814	1,170	1,534	EBITDA 率 (%)	-9.2%	-3.8%	-5.6%	1.8%
销售费用	(560)	(460)	(427)	(463)	(530)	净利率 (%)	-32.9%	-31.0%	-26.0%	-7.2%
管理费用	(1,150)	(1,060)	(854)	(454)	(519)	ROE	-30.5%	-31.7%	-39.9%	-13.8%
研发费用	(971)	(785)	(776)	(863)	(988)	营运表现				
其他收益	(413)	(57)	(82)	(98)	(116)	费用/收入 (%)	32.8%	32.7%	26.5%	20.0%
除税前溢利	(2,664)	(2,166)	(2,245)	(708)	(618)	实际税率 (%)	-0.9%	-0.8%	10.0%	10.0%
所得税	(24)	(18)	225	71	62	应收账款天数	106	78	78	78
净利润	(2,688)	(2,184)	(2,021)	(638)	(557)	应付账款天数	107	105	105	105
增长						财务状况				
总收入 (%)	-9.7%	-13.8%	10.2%	14.6%	14.4%	负债/权益	1.03	0.89	0.96	0.82
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	收入/总资产	0.64	0.67	0.86	1.15
						总资产/权益	1.44	1.52	1.78	1.68
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>				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E
物业, 厂房及设备	2,133	2,186	1,927	1,769	1,693	净利润	(2,688)	(2,184)	(2,021)	(638)
无形资产	1,008	834	842	852	864	非现金调整	2,317	2,391	810	771
长期预付款	21	871	871	871	871	资本变动	523	(394)	598	(1,296)
投资	274	260	260	260	260	经营活动现金流	152	(187)	(614)	(1,162)
应收关联方款项	6	56	56	56	56	投资固定资产	(1,419)	(1,959)	(349)	(400)
租赁资产	221	159	159	159	159	其他金融资产变动	1,351	1,273	(18)	(22)
固定资产合计	3,662	4,366	4,115	3,967	3,903	投资活动现金流	(68)	(685)	(367)	(423)
应收账款	2,402	1,530	1,686	1,932	2,211	贷款变动	686	587	0	0
短期投资	1,254	234	234	234	234	股权融资	(763)	(751)	0	0
其他短期资产	1,973	2,079	1,676	1,921	2,198	发行可转股	0	0	0	0
货币资金	3,419	2,255	1,274	-310	-496	融资活动现金流	(77)	(165)	0	0
流动资产合计	9,048	6,098	4,870	3,777	4,147	现金变化	8	(1,038)	(981)	(1,585)
应付账款	2,302	1,805	2,024	2,251	2,519	期初持有现金	4,457	3,534	2,489	1,274
应计费用	2,831	2,838	2,856	1,707	1,954	汇兑变化	73	26	0	0
贷款	910	1,111	1,111	1,111	1,111					
其他负债	616	1,075	1,188	1,305	1,443					
流动负债合计	6,659	6,829	7,179	6,375	7,027					
长期贷款	0	100	100	100	100					
其他长期负债	661	856	856	856	856					
长期负债合计	661	956	956	956	956					

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。本报告清晰准确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>