

买入

分布式云趋势明显 规模效应开始显现

金山云 (KC.US)

2020-12-30 星期三

投资要点

目标价: **55.2 美元**
 现价: 43.44 美元
 预计升幅: 27%

➤ **公司 Q3 收入继续保持高速增长，企业云服务占比提升：**

公司 Q3 财报显示，实现营收达 17.29 亿元，同比增长 72.6%。其中公有云业务收入实现 13.10 亿元，同比增长 48.1%；企业云业务收入 4.09 亿元，同比大幅增长 257.3%，企业云占总收入比重由去年同期的 11.4% 增长至 23.7%。最终公司三季度净亏损为 1.053 亿元，而上年同期净亏损人民币 3.506 亿元，亏损占比和总额同比大幅减少。如果不按美国通用会计准则，三季度净亏损为 1.691 亿元，上年同期净亏损为 2.419 亿元。

重要数据

日期	2020-12-30
收盘价 (美元)	43.44
总股本 (亿股)	2.05
总市值 (百万美元)	9,471
净资产 (百万美元)	995
总资产 (百万美元)	1,457
52 周高低 (美元)	49.92/17.01
每股净资产 (美元)	0.32

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ **持续与行业标杆企业战略合作，品牌价值不断提升：**

公司 9 月与 CEC D-Commerce Technology 签订战略框架协议，将公司业务扩展到医疗云服务领域，帮助中国医疗行业设计数据服务层，提高中国医疗机构的分析能力。12 月公司与河南联通签署战略合作协议。未来双方将以中原路“联通大厦”智能化升级项目为核心，率先打造智慧园区标杆项目。同时，双方将携手天伦地产集团，共同推动地产行业的数字化升级，打造 5G 智慧社区。这些标杆项目的确立，能够帮助金山云提升公司品牌价值在分布式云架构发展的趋势下持续实现高增长。

主要股东

金山软件 (43.5%)
 小米 (13.8%)

相关报告

金山云 (KC.US) - 首发报告-20201109

➤ **5G 时代视频行业迎来转变，行业对视频云服务需求不断升级：**

受疫情影响，中国在线教育、直播、远程办公开始普及，视频行业流量同比出现较高增长，未来随着 5G 技术铺开，移动流量开始呈现高并发和低延时的特性，另外移动设备性能不断提升，因此未来 2-3 年以超高清、互动式视频内容会成为视频行业新的增长点。近期公司将发布可商用版的编码方式 KAV1，相比过去压缩率继续提升 10%-20%，使得未来公司视频云分发质量和速度进一步提升。

➤ **公司收入持续快速增长，维持买入评级：**

目前公司持续保持收入快速增长，虽然短期内无法实现盈亏平衡，但是公司净亏损率将继续下降。我们给予公司 2021 年 7 倍 PS 估值，对应市值 113.3 亿美元，有 27% 的升幅，继续维持买入评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	2,218	3,956	6,685	10,632	16,653
同比增长	79.47%	78.36%	68.98%	59.03%	56.63%
净利润	-1,006	-1,111	-1,445	-1,036	-721
同比增长	N/A	-10%	-30%	28%	30%
净利润率	-45.37%	-28.09%	-21.62%	-9.74%	-4.33%
每股盈利 (元)	-4.90	-5.41	-7.04	-5.04	-3.51
PS 倍数	26.4	14.8	8.8	5.5	3.5

数据来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

报告正文

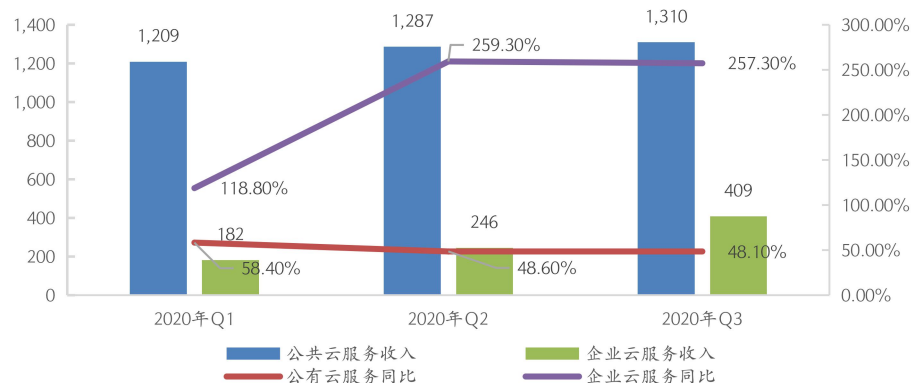
公司 Q3 收入继续保持高速增长，企业云服务占比提升：

公司 Q3 财报显示，实现营收达 17.29 亿元，同比增长 72.6%，公司三季度继续保持较高的增速主要得益于公有云服务和面向高端客户的企业云服务充分享受行业高速增长红利所带来的规模扩张，相信未来随着公司持续布局产业数字化和分布式云计算策略的推广，公司在政企、公共服务、金融以及医疗保健行业等领域的渗透率将进一步提升。其中，三季度公司公有云业务收入实现 13.10 亿元，同比增长 48.1%；而企业云业务收入 4.09 亿元，同比大幅增长 257.3%，企业云占总收入比重由去年同期的 11.4% 增长至 23.7%。最终公司三季度净亏损为 1.053 亿元，而上年同期净亏损人民币 3.506 亿元，亏损占比和总额同比大幅减少。如果不按美国通用会计准则，三季度净亏损为 1.691 亿元，上年同期净亏损为 2.419 亿元。

分业务来看，公司三季度公共云业务继续执行专注高净值客户发展战略，目前这些企业客户业务增长非常快，因此对公有云服务的需求也在迅速攀升。另外市场上对多云服务的需求也在不断攀升。例如第三季度公司的新客户中，很大一部分企业是采用不同云服务提供商提供的服务。

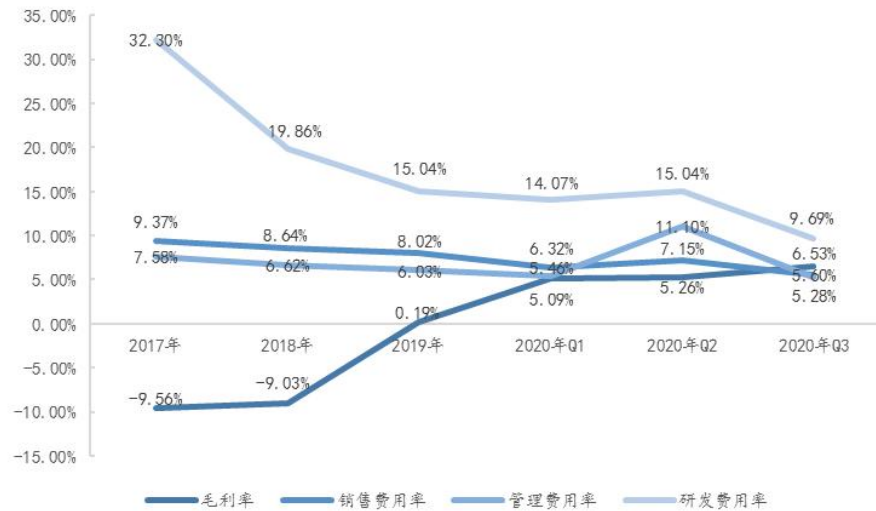
而企业云服务在三季度也继续高速成长，从行业来看，市场对行业云解决方案和增值服务的需求持续增长，公司三季度持续发力公共服务和金融服务领域，同时将业务扩展到医疗保健领域。目前公司的企业云服务能够为各企业提供涵盖整个的产业链数据和特征的定制化解决方案。例如，最近获得的湖北省医疗大数据项目，公司为其提供基础设施服务和平台服务的集成解决方案，实现功能包括医院信息系统，数据云存储和电子病历上云。这些项目帮助客户从传统 IT 架构向云服务转变，逐步扩展到全国各省市。

图 1：公司三季度各业务收入及增长情况（百万元）



资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

图 2：公司毛利率持续提升，研发费用占比下降，其他费用维持稳定



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

持续与行业标杆企业战略合作，品牌价值不断提升：

公司 9 月与 CEC D-Commerce Technology 签订战略框架协议，将公司业务扩展到医疗云服务领域，帮助中国医疗行业设计数据服务层，提高中国医疗机构的分析能力。根据该协议，两家公司将共同开发基于云的医疗保健解决方案，并为医疗保健组织提供强大的数据分析和应用工具，这些工具可以显著降低中国各地医院和医疗保健机构的本地 IT 建设、运营和维护成本。双方将在国家，省和市级执行云项目。旗舰项目将首先在多个地区实施，然后逐步扩展到全国各省市。公司将利用其现有的公共云技术进一步研究和开发医疗保健解决方案中的专有技术，提供数据建议，提升数据实操技术的操作性。目前中国对医疗云服务发展仍处于起步阶段，根据 IDC 预测，2023 年中国医疗保健行业云服务支出预计将达到 170 亿元人民币。

此外，12 月公司与河南联通签署战略合作协议。未来双方将以中原路“联通大厦”智能化升级项目为核心，率先打造智慧园区标杆项目。同时，双方将携手天伦地产集团，共同推动地产行业的数字化升级，打造 5G 智慧社区。此次智慧园区项目分几个阶段进行实施，第一阶段主要聚焦在智慧通行、智慧安防、智慧办公、智慧物业四大模块，实现无感通行、无盲区监测覆盖，提升会务管理及能源管理系统的可视化水平。第二阶段，金山云通过 BIM 可视化平台，进行整体状况监控，实现可视化展示、实时数据交互，并结合智能机器人提升科技体验。第三阶段，金山云通过多元化的办公服务智能化完善办公环境。我们认为这些标杆项目的确立，能够帮助金山云提升公司品牌价值在分布式云架构的趋势下持续实现高增长。

5G 时代视频行业迎来转变，行业对视频云服务需求不断升级：

受疫情的影响，中国的在线教育、直播、远程办公等需求激增，因此让视频行业流量同比出现较高增长，同时随着 5G 技术的铺开，移动流量开始呈现高并发和低延时的特性，随着移动设备性能不断提升，未来 2-3 年以超高清、互动式视频内容会成为视频行业新的增长点。首先超高清视频能满足人眼沉浸式的观看体验，同时目前移动设备已经具备移动播放超高清视频的性能，但受制于流量资费及视频编解码和传输能力，当前渗透率水平仍然不高，但未来提升趋势确定性较高。公司今年加大了对边缘计算的布局，因为当视频传输数据越来越大，用户越来越多，频次越来越高，所以对于中央计算上的转码和分发压力会非常大。未来公司将通过遍布全国的 CDN 网络，基于这个网络上的边缘节点进行边缘计算，从而解决视频行业当前发展痛点，同时公司将尝试视频底层技术和 AI 技术相结合，让视频云服务变得更加智能且高效。近期公司将发布可商用版的编码方式 KAV1，相比过去的编码 KSC265，KAV1 能够在保证高清下，压缩率继续提升 10%-20%，使得未来公司视频云分发质量和速度进一步提升。

公司收入持续快速增长，维持买入评级：

目前公司持续保持收入快速增长，虽然短期内无法实现盈亏平衡，但是公司净亏损率将继续下降。考虑到公司业务有规模效应，根据财务模型测算，预计公司将在 2023 年实现盈亏反转。因此目前我们仍将按市销率估值法对公司进行估值，主要考虑到公司目前公有云及企业云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 7 倍 PS 估值，对应市值 113.3 亿美元，有 27% 的升幅，继续维持**买入评级**。

财务报表摘要
财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	2,218	3,956	6,685	10,632	16,653
成本	(2,419)	(3,949)	(6,284)	(9,463)	(14,072)
毛利	-200	8	401	1,170	2,581
销售费用	(192)	(317)	(468)	(691)	(1,082)
管理费用	(147)	(318)	(395)	(401)	(449)
研发费用	(441)	(203)	(172)	(209)	(259)
其他收益	(17)	41	40	38	35
除税前溢利	(997)	(1,102)	(1,431)	(1,025)	(714)
所得税	(10)	(9)	(14)	(10)	(7)
净利润	(1,006)	(1,111)	(1,445)	(1,036)	(721)

增长

总收入(%)	40.4%	50.4%	14.0%	21.6%	24.1%
净利润(%)	144.4%	21.6%	6.0%	44.4%	34.4%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
物业、厂房及设	1,043	1,721	2,323	2,788	3,206
无形资产	10	7	7	7	7
长期预付款	64	36	36	36	36
投资	5	115	115	115	115
应收关联方款	2	2	2	2	2
固定资产合计	1,125	1,882	2,484	2,949	3,367
应收账款	542	1,347	2,277	3,621	5,672
短期投资	2,208	225	225	225	225
其他短期资产	478	554	718	888	1,128
货币资金	1,507	2,023	4,215	2,482	725
流动资产合计	4,734	4,150	7,436	7,217	7,750
应付账款	721	1,255	1,869	2,599	3,551
应计费用	424	949	1,414	1,966	2,686
贷款	81	100	0	0	0
其他负债	212	116	190	190	190
流动负债合计	1,437	2,420	3,473	4,755	6,427
长期贷款	174	74	97	97	97
其他长期负债	145	0	0	0	0
长期负债合计	320	75	97	97	97
股东权益合计	4,103	3,537	6,350	5,315	4,594

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率(%)	-9.0%	0.2%	6.0%	11.0%	15.5%
EBITDA率(%)	-44.9%	-27.9%	-21.4%	-9.6%	-4.3%
净利率(%)	-45.4%	-28.1%	-21.6%	-9.7%	-4.3%
ROE	-24.5%	-31.4%	-22.8%	-19.5%	-15.7%

营运表现

费用/收入(%)	35.1%	21.2%	15.5%	12.2%	10.8%
实际税率(%)	-1.0%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
应收账款天数	88	123	123	123	123
应付账款天数	107	114	107	99	91

财务状况

负债/权益	1.15	1.17	1.17	1.36	1.69
收入/总资产	0.38	0.66	0.67	1.05	1.50
总资产/权益	1.43	1.71	1.56	1.91	2.42

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	(1,006)	(1,111)	(1,445)	(1,036)	(721)
非现金调整	555	785	1,088	1,269	1,487
资本变动	68	(113)	59	(233)	(618)
经营活动现金流	(383)	(439)	(298)	1	148
投资固定资产	(1,095)	(1,000)	(1,337)	(1,701)	(1,998)
其他金融资产变动	(79)	1,883	(12)	(40)	86
投资活动现金流	(1,174)	883	(1,349)	(1,741)	(1,913)
贷款变动	(416)	(306)	(78)	0	0
股权融资	0	21	3,893	0	0
发行可转债	2,852	349	17	0	0
融资活动现金流	2,436	65	3,832	0	0
现金变化	879	509	2,184	(1,741)	(1,765)
期初持有现金	573	1,507	2,023	4,215	2,482
汇兑变化	54	8	8	8	8
期末持有现金	1,507	2,023	4,215	2,482	725

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>