

买入

持续看好公司盈利能力改善和 AI 业务增长

金山云 (KC.US)

2025-05-15 星期四

【投资要点】

目标价: 17.60 美元

现价: 13.77 美元

预计升幅: 27.8%

重要数据

日期	2025-05-14
收盘价(美元)	13.77
总股本(亿份 ADS)	2.74
总市值(亿美元)	37.86
净资产(亿美元)	11.47
总资产(亿美元)	22.33
52 周高低(美元)	2.02/22.26
每 ADS 净资产(美元)	2.83

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	15.97%
小米集团	10.89%
摩根大通	5.36%
摩根大通证券	5.05%

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、20241229

研究部

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

➤ AI 相关服务收入快速, 盈利能力显著提升

2024 年, 金山云实现了总营业收入 77.85 亿元, 同比增长 10.5%, 全年亏损幅度有所收窄, 净亏损为 19.67 亿元, 亏损同比减少 9.4%, 公司盈利能力有所提升。在 2024 年第四季度, 公司营业收入达到 22.32 亿元, 实现同比增长 29.6%, 环比增长 18.4%。第四季度调整后 EBITDA 为 3.60 亿元, 调整后 EBITDA 利润率为 16.1%, 调整后经营利润为 0.24 亿元, 首次实现扭亏为盈。

➤ 完成基于国产芯片适配, 助力国产模型充分发挥性能优势

在硬件方面, 目前金山云已经完成基于国产芯片的 DeepSeek 适配。同时在 AI 训练提效方面, 金山云推出的星流训推平台也已完成 DeepSeek 部署, 支持多机部署实现分布式推理, 星流训推平台已经全面接入智谱 GLM 系列推理模型, 聚焦高效部署与分布式推理协同。

➤ 全面接入推理大模型, 挖掘潜在算力增长需求

公司宣布全面接入 Xiaomi MiMo 系列模型及 Qwen3 系列模型。随着此次接入完成公司目前已广泛覆盖头部 AI 大模型公司, 积累了深厚的技术和服务经验。本次接入既能助力金山云提升平台的模型服务广度, 也将为公司在更广泛的中行业应用中提供新思路。

➤ 看好公司持续受益于金山及小米生态 AI 升级, 维持买入评级

公司作为小米及金山集团发展 AI 生态的直接受益者, 在营业收入、盈利能力等方面未来均有较大增长潜力。整体来看, 金山云季度环比已呈现明显的同比增长和环比增长提速, 标志着其在 AI 算力和云服务领域的战略转型已经初见成效。综上, 看好公司未来收入增长潜力, 因此我们给予公司 17.6 美元的目标价, 对应 2025 财年的 PS 约 3.5 倍, 维持买入评级。

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	7,047	7,785	9,880	11,952	14,022
同比增长	-13.85%	10.47%	26.90%	20.98%	17.32%
净利润	-2,176	-1,967	-439	-54	426
净利润率	-30.88%	-25.26%	-4.44%	-0.46%	3.04%
EBITDA	-265	639	1,300	1,621	2,046
EBITDA 率	-3.76%	8.21%	13.16%	13.56%	14.59%
每股盈利(元)	-7.92	-7.15	-1.59	-0.20	1.55
PS 倍数	3.9	3.5	2.8	2.3	1.9

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ AI 相关服务收入快速，盈利能力显著提升

2024 年，金山云实现了总营业收入 77.85 亿元，同比增长 10.5%，全年亏损幅度有所收窄，净亏损为 19.67 亿元，较 2023 年的 21.76 亿元减少了 9.4%，公司盈利能力有所提升。2024 年 IDC 成本同比减少 9.9%，未来公司表示将采用更多租用外部 IDC 中心来替代自建，以此达到降低成本费用及提升现金流灵活性。在 2024 年第四季度，公司营业收入达到 22.32 亿元，实现同比增长 29.6%，环比增长 18.4%，这一增长主要得益于 AI 相关业务快速发展，特别是来自小米及金山集团生态的收入有明显增长，另外行业云项目在四季度也实现了集中交付。第四季度调整后 EBITDA 为 3.60 亿元，调整后 EBITDA 利润率为 16.1%，调整后经营利润为 0.24 亿元，首次实现扭亏为盈，此前 2024 年第三季度调整后经营利润为亏损 1.88 亿元。2024 年 AI 相关业务有明显增长，实现收入为 13.22 亿元，占总收入的 17%。其中，2024 年第四季度 AI 业务收入达 4.74 亿元，占公有云收入的 34%，同比增长近 500%。AI 业务的快速增长主要得益于公司提前布局的“AI+云计算”双螺旋战略，包括升级智能算力基础设施、适配英伟达 H800 集群及国产芯片，能够深度支持小米、金山系生态的 AI 大模型训练需求。未来随着公司 AI 技术的不断进步和应用场景的扩展，金山云作为小米和金山软件生态的唯一战略云平台，将在 AI 算力需求的推动下持续受益。公司已与小米、金山软件签订了三年战略框架协议，预计 2025-2027 年公有云服务收入增长将提速。

➤ 完成基于国产芯片适配，助力国产模型充分发挥性能优势

在硬件方面，目前金山云已经完成基于国产芯片的 DeepSeek 适配。同时在 AI 训练提效方面，金山云推出的星流训推平台也已完成 DeepSeek 部署，支持多机部署实现分布式推理，星流训推平台已经全面接入智谱 GLM 系列推理模型，聚焦高效部署与分布式推理协同。星流训推平台的部署流程相对较简化，同时用户可以通过控制台创建资源池、进入模型在线服务导航页、新建模型在线服务，并自主配置服务副本数等基本信息、资源和网络配置，完成模型部署，用户无需复杂配置，即可在公有云环境构建稳定、高性价比的模型服务。另外该平台通过提供稳定且强大的算力支持，能够助力 AI 模型在训练场景中充分发挥其性能优势，使得其在自然语言处理、智能问答、文本生成等多个领域能够实现快速部署，这将为公司客户带来更高效的人工智能技术研发支持，金山云在 AI 领

域的服务能力持续提升，为 AI 行业开发者和企业用户提供了更多选择，持续打开 AI 相关服务收入增长天花板。

➤ 全面接入推理大模型，挖掘潜在算力增长需求

公司宣布全面接入 Xiaomi MiMo 系列模型及 Qwen3 系列模型。Xiaomi MiMo 是小米公司首个“为推理而生”的大模型，覆盖预训练到后训练，该模型在数学推理和代码竞赛等公开测评集上表现优异。Qwen3 是阿里巴巴通义千问团队推出的最新一代大型语言模型系列，包含了稠密模型和混合专家（MoE）模型，在推理、指令遵循、Agent 能力和多语言支持方面有显著提升。随着此次接入完成公司目前已广泛覆盖头部 AI 大模型公司，积累了深厚的技术和服务经验。本次接入既能助力金山云提升平台的模型服务广度，也将为公司在更宽泛的中行业应用中提供新思路。据我们了解，目前公司 AI 相关业务收入更多是来自与 AI 训练相关的算力需求，而推理算力需求目前还处于非常低的水平，而随着接入更多推理 AI 模型后，将带来更大的算力潜在需求。同时我们也期待未来小米 AI 智能手机、金山办公 AI Agent 助手落地后对公司服务需求的提升。

➤ 看好公司持续受益于金山及小米生态 AI 升级，维持买入评级

公司作为小米及金山集团发展 AI 生态的直接受益者，在营业收入、盈利能力等方面未来均有较大增长潜力。我们认为未来公司来自 AI 相关业务的爆发式增长是主要驱动力，推动公有云收入的显著提升。同时，公司通过优化成本结构和项目实施提效，实现了毛利率和调整后经营利润的持续改善。整体来看，金山云季度环比已呈现明显的同比增长和环比增长提速，标志着其在 AI 算力和云服务领域的战略转型已经初见成效。综上，看好公司未来收入增长潜力，因此我们给予公司 17.6 美元的目标价，对应 2025 财年的 PS 约 3.5 倍，维持买入评级

表 1：互联网基础设施服务行业估值比较（20250515）

证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率PE		市净率	市销率	
			TTM	25E 26E			
SNOWFLAKE	4,362.15	4,362.15			-37.33	20.21	16.72
CLOUDFLARE	3,853.09	3,452.27		-351.99	-390.72	37.55	30.25
GODADDY	1,928.46	1,928.46	35.50			134.20	5.75
威瑞信	1,867.54	1,867.54	32.82			-13.13	16.47
OKTA	1,540.74	1,471.66	764.72			3.34	8.20
TWILIO	1,255.57	1,255.57				2.18	3.81
MONGODB	1,131.82	1,131.82			-59.36	5.65	7.84
万国数据-SW	391.81	380.83	11.66	-44.19	-64.06	1.75	3.81
第四范式	178.86	106.82		-423.16	94.33	3.55	3.41

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 行业竞争加剧；
2. 核心客户消费水平增长不及预期；
3. 宏观经济波动影响；
4. 硬件技术投入增长超预期；

【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>											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	7,047	7,785	9,880	11,952	14,022	盈利能力					
成本	(6,197)	(6,444)	(7,856)	(9,000)	(10,172)	毛利率 (%)	12.1%	17.2%	20.5%	24.7%	27.5%
毛利	850	1,341	2,024	2,952	3,850	EBITDA 率 (%)	-3.8%	8.2%	13.2%	13.6%	14.6%
销售费用	(460)	(479)	(514)	(622)	(729)	净利率 (%)	-31.0%	-25.4%	-4.4%	-0.5%	3.0%
管理费用	(1,060)	(835)	(800)	(968)	(996)	ROE	-31.7%	-38.3%	-8.9%	-1.1%	7.3%
研发费用	(785)	(846)	(958)	(1,159)	(1,360)						
其他收益	(57)	(242)	(239)	(264)	(292)	营运表现					
除税前溢利	(2,166)	(1,981)	(487)	(60)	474	费用/收入 (%)	32.7%	27.7%	23.0%	23.0%	22.0%
所得税	(18)	2	49	6	(47)	实际税率 (%)	-0.8%	0.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	(2,184)	(1,979)	(439)	(54)	426	应收账款天数	78	68	68	68	68
						应付账款天数	105	105	90	83	77
增长						财务状况					
总收入 (%)	-13.8%	10.5%	26.9%	21.0%	17.3%	负债/权益	0.85	1.32	1.58	1.75	1.80
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	收入/总资产	0.69	0.60	0.75	0.88	0.95
						总资产/权益	1.48	2.51	2.65	2.66	2.53
资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	2,186	4,630	3,857	3,340	3,018	净利润	(2,184)	(1,979)	(439)	(54)	426
无形资产	834	695	601	488	422	非现金调整	2,391	2,718	1,549	1,418	1,281
长期预付款	871	450	450	450	450	资本变动	(394)	(112)	(741)	(713)	(694)
投资	260	234	234	234	234	经营活动现金流	(187)	627	369	650	1,013
应收关联方款项	56	137	137	137	137						
租赁资产	159	0	0	0	0	投资固定资产	(1,959)	(3,672)	(445)	(538)	(631)
固定资产合计	4,366	6,146	5,279	4,649	4,262	其他金融资产变动	1,273	51	(12)	(13)	(14)
应收账款	1,530	1,469	1,864	2,255	2,645	投资活动现金流	(685)	(3,621)	(457)	(551)	(645)
短期投资	0	90	90	90	90						
其他短期资产	2,079	2,552	3,238	3,917	4,596	贷款变动	587	3,776	0	0	0
货币资金	2,255	2,730	2,643	2,742	3,110	股权融资	(751)	(1,203)	0	0	0
流动资产合计	5,864	6,841	7,835	9,004	10,441	发行可转债	0	0	0	0	0
应付账款	1,805	1,877	1,971	2,069	2,173	融资活动现金流	(165)	2,573	0	0	0
应付费用	2,838	3,342	3,509	3,685	3,869						
贷款	1,111	2,226	2,226	2,226	2,226	现金变化	(1,038)	(420)	(87)	99	368
其他负债	1,075	1,715	1,794	1,877	1,964	期初持有现金	3,534	2,489	2,730	2,643	2,742
流动负债合计	6,829	9,159	9,500	9,857	10,232	汇兑变化	26	(23)	0	0	0
长期贷款	100	1,661	1,661	1,661	1,661	期末持有现金	2,522	2,046	2,643	2,742	3,110
其他长期负债	856	958	958	958	958						
长期负债合计	956	2,618	2,618	2,618	2,618						
股东权益合计	6,890	5,168	4,955	5,137	5,811						

投资评级定义及免责条款

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) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>