

买入
AI 业务引领高质量增长，生态协同效应价值凸显
金山云 (KC.US)

2025-08-21 星期四

【投资要点】

目标价: **16.80 美元**
 现价: **13.80 美元**
 预计升幅: **21.6%**

重要数据

日期	2025-08-20
收盘价(美元)	13.80
总股本(亿份 ADS)	2.74
总市值(亿美元)	37.94
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	35.59%
小米集团	11.12%

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、20250515

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

金山云二季度实现营收 23.5 亿元，同比增长 24.2%，环比增长 19.3%。季度内，公有云实现收入 16.3 亿元，同比增长 31.7%，主要是在 AI 相关业务带动下重回高速增长轨道。行业云实现收入 7.2 亿元，同比增长 10.1%，行业云业务则保持 10.1% 的稳健增长，显示出公司在不同市场的均衡发展能力。虽然公司第二季度净亏损为 4.57 亿元，上年同期的净亏损为 3.54 亿元，上一季度的净亏损为 3.16 亿元，但调整后 EBITDA 同比增长 570.1%，达 4.1 亿元；调整后 EBITDA 率达 17.3%，同比提升 14.1 个百分点。

➤ 完成基于国产芯片适配，助力国产模型充分发挥性能优势

本季度公有云业务的亮眼表现，AI 无疑是公司当前及未来发展的最核心叙事。本季度 AI 业务的卓越表现，使其成为公司估值重估的关键催化剂。随着国内大模型厂商和 AI 应用开发者进入产品迭代和商业化探索的关键阶段，对高质量、高弹性 AI 算力的需求急剧增加。金山云凭借其前瞻性的算力储备和技术服务能力，成功抓住了这一市场机遇。本季度 AI 相关收入 7.3 亿元，占总营收 23.5 亿元的比例约为 31.1%。我们预计，随着 AI 技术在小米和金山生态中进一步普及，公司 AI 相关业务将继续保持高速增长。

➤ 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

目前金山云与金山集团、小米集团构成的“大生态系统”是其区别于其他云厂商的独特护城河，也是其未来增长潜力的重要保障。公司第二季度清晰地展示了一条由 AI 驱动的强劲增长路径，在保持公有云高速增长的同时，兼顾了行业云的稳健发展和整体盈利能力的改善。其在 AI 领域的先发优势和深厚的生态系统协同效应，共同构成了其坚实的护城河和未来的增长潜力。看好公司未来收入增长潜力，因此我们给予公司 16.8 美元的目标价，对应 2025 财年的 PS 约 3.5 倍，拥有 21.6% 的上涨空间，维持买入评级。

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	7,047	7,785	9,425	11,288	13,195
同比增长	-13.85%	10.47%	21.07%	19.76%	16.89%
净利润	-2,176	-1,967	-886	-455	-80
净利润率	-30.88%	-25.26%	-9.40%	-4.04%	-0.61%
EBITDA	-265	639	798	1,164	1,466
EBITDA 率	-3.76%	8.21%	8.47%	10.32%	11.11%
每股盈利(元)	(7.92)	(7.15)	(3.22)	(1.66)	(0.29)
PS 倍数	3.9	3.5	2.9	2.4	2.1

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【報告正文】

➤ AI 相關服務收入快速，盈利能力顯著提升

根據公司第二季度公布的業績數據顯示，AI 相關的業務收入對主營業務持續產生積極影響，帶動公司整體業績繼續保持強勁增長。金山雲二季度實現營收 23.5 億元，同比增長 24.2%，环比增長 19.3%。季度內，公有雲實現收入 16.3 億元，同比增長 31.7%，主要是在 AI 相關業務帶動下重回高速增長軌道。行業雲實現收入 7.2 億元，同比增長 10.1%，行業雲業務則保持 10.1% 的穩健增長，顯示出公司在不同市場的均衡發展能力。其中公有雲中與 AI 相關收入達 7.3 億元，同比增長超 120%，在公有雲收入占比攀升至 45%，這標誌着公司的 AI 戰略已從概念走向規模化商業落地，成為拉動公司整體增長的最強勁引擎。公司在追求規模增長的同時，持續關注成本控制和盈利能力的提升，高質量增長戰略成效顯著。雖然公司第二季度淨虧損為 4.57 億元，上年同期的淨虧損為 3.54 億元，上一季度的淨虧損為 3.16 億元，但調整後 EBITDA 同比增長 570.1%，達 4.1 億元；調整後 EBITDA 率達 17.3%，同比提升 14.1 個百分點。本季度公司與小米及金山集團的生態協同持續深化，我們預計來自生態體系的收入貢獻穩定在總收入的 25% 以上。未來隨着小米在 AI 大模型、智能汽車和物聯網領域以及金山集團在 AI 遊戲、金山辦公 AI Agent 領域的布局推進，將為公司提供確定性極高的算力需求和增長空間。

➤ 完成基於國產芯片適配，助力國產模型充分发挥性能優勢

本季度公有雲業務的亮眼表現，AI 無疑是公司當前及未來發展的最核心敘事。本季度 AI 業務的卓越表現，使其成為公司估值重估的關鍵催化劑。隨着國內大模型廠商和 AI 應用開發者進入產品迭代和商業化探索的關鍵階段，對高質量、高彈性 AI 算力的需求急劇增加。金山雲憑借其前瞻性的算力儲備和技術服務能力，成功抓住了這一市場機遇。AI 業務的增長不僅帶來了收入，也帶來了客戶群體的多元化和質量提升。從提供基礎算力 (IaaS) 到支持模型訓練與推理的平台服務 (PaaS)，金山雲正在構建全棧 AI 服務能力，隨着客戶需求的深化，其在價值鏈上游的 PaaS 層服務將貢獻更多價值。金山雲的 AI 業務主要歸屬於公有雲範疇提供從底層算力到上層應用的全方位服務。公司目前已成功部署了支持小米大語言模型訓練的 AI 計算集群，並於二季度正式發布了面向市場的 AI 計算集群服務，預計這將進一步推動收入增長。本季度 AI 相關收入 7.3 億元，占總營收 23.5 億元的比例約為 31.1%。這是公司自 2024 年第一季度開始單獨披露 AI 收入以來，AI 業務貢獻度的又一次歷史性突破，2024 年第二季度 AI 收入僅占總收入的 17%，收入占比占比翻倍，增長斜率極為陡峭。我們預計，隨

着 AI 技术的进一步在小米和金山生态中普及和应用场景的拓宽，金山云的 AI 相关业务将继续保持高速增长。未来其增长动力将从目前以大模型训练为主，逐步扩展到模型推理、AI 原生应用开发等更广阔的市场。

➤ 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

目前金山云与金山集团、小米集团构成的“大生态系统”是其区别于其他云厂商的独特护城河，也是其未来增长潜力的重要保障，未来来自生态的收入比例将保持稳定提升。小米和金山生态在 AI 领域的全面布局为金山云带来了直接且持续的需求。例如小米自研的“MiLM”大语言模型、澎湃 OS 的 AI 赋能、小米智能汽车的自动驾驶技术，金山办公发布原生 Office 智能体 WPS 灵犀，实现 AI 智能体的突破，未来都需要强大的云基础设施和 AI 算力支持。金山云作为其首选云服务商，将深度受益于生态 AI 战略的推进。综上，公司第二季度清晰地展示了一条由 AI 驱动的强劲增长路径。公司在保持公有云高速增长的同时，兼顾了行业云的稳健发展和整体盈利能力的改善。其在 AI 领域的先发优势和深厚的生态系统协同效应，共同构成了其坚实的护城河和未来的增长潜力。看好公司未来收入增长潜力，因此我们给予公司 16.8 美元的目标价，对应 2025 财年的 PS 约 3.5 倍，拥有 21.6% 的上涨空间，维持买入评级。

表 1：互联网基础设施服务行业估值比较（20250821）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS 2026E	市盈率PE			市净率PB 2025TTM	市销率PS 2025TTM
				2024A	2025E	2026E		
SNOW.N	SNOWFLAKE	5,812.7	0.5	-11.1	554.8	482.4	30.8	19.3
NET.N	CLOUDFLARE	5,292.0	3.1	-108.4	67.9	62.6	47.0	37.9
GDDY.N	GODADDY	1,945.8	1.0	3.4	186.3	171.7	125.0	5.4
VRSN.O	威瑞信	2,129.0	2.6	4.6	133.1	111.4	-13.8	17.3
TWLO.N	TWILIO	1,455.4	22.4	-23.7	6.6	5.4	2.3	4.0
GDS.O	万国数据	493.0	3.4	13.0	11.7	9.5	1.9	4.3
6682.HK	第四范式	246.6	3.4	-79.8	18.2	14.7	4.5	4.3

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	9,425	11,288	13,195	盈利能力					
成本	(6,197)	(6,444)	(7,626)	(8,708)	(9,825)	毛利率 (%)	12.1%	17.2%	19.1%	22.9%	25.5%
毛利	850	1,341	1,799	2,580	3,369	EBITDA 率 (%)	-3.8%	8.2%	8.5%	10.3%	11.1%
销售费用	(460)	(479)	(584)	(700)	(818)	净利率 (%)	-31.0%	-25.4%	-9.4%	-4.0%	-0.6%
管理费用	(1,060)	(835)	(952)	(1,027)	(1,122)	ROE	-31.7%	-38.3%	-19.7%	-10.6%	-1.8%
研发费用	(785)	(846)	(1,008)	(1,095)	(1,227)	营运表现					
其他收益	(57)	(242)	(239)	(264)	(292)	费用/收入 (%)	32.7%	27.7%	27.0%	25.0%	24.0%
除税前溢利	(2,166)	(1,981)	(985)	(506)	(89)	实际税率 (%)	-0.8%	0.1%	10.0%	10.0%	10.0%
所得税	(18)	2	98	51	9	应收账款天数	78	68	68	68	68
净利润	(2,184)	(1,979)	(886)	(455)	(80)	应付账款天数	105	105	93	86	80
增长						财务状况					
总收入 (%)	-13.8%	10.5%	21.1%	19.8%	16.9%	负债/权益	0.85	1.32	1.64	1.91	2.05
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	收入/总资产	0.69	0.60	0.74	0.88	0.99
						总资产/权益	1.48	2.51	2.81	2.99	3.00
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>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	2,186	4,630	3,841	3,305	2,963	净利润	(2,184)	(1,979)	(886)	(455)	(80)
无形资产	834	695	601	488	422	非现金调整	2,391	2,718	1,544	1,407	1,264
长期预付款	871	450	450	450	450	资本变动	(394)	(112)	(507)	(605)	(610)
投资	260	234	234	234	234	经营活动现金流	(187)	627	151	346	574
应收关联方款项	56	137	137	137	137	投资固定资产	(1,959)	(3,672)	(424)	(508)	(594)
租赁资产	159	0	0	0	0	其他金融资产变动	1,273	51	(12)	(13)	(14)
固定资产合计	4,366	6,146	5,263	4,614	4,207	投资活动现金流	(685)	(3,621)	(436)	(521)	(608)
应收账款	1,530	1,469	1,778	2,129	2,489	贷款变动	587	3,776	0	0	0
短期投资	0	90	90	90	90	股权融资	(751)	(1,203)	0	0	0
其他短期资产	2,079	2,552	3,089	3,700	4,325	发行可转债	0	0	0	0	0
货币资金	2,255	2,730	2,445	2,271	2,236	融资活动现金流	(165)	2,573	0	0	0
流动资产合计	5,864	6,841	7,403	8,190	9,140	现金变化	(1,038)	(420)	(285)	(175)	(35)
应付账款	1,805	1,877	1,971	2,069	2,173	期初持有现金	3,534	2,489	2,730	2,445	2,271
应计费用	2,838	3,342	3,509	3,685	3,869	汇兑变化	26	(23)	0	0	0
贷款	1,111	2,226	2,226	2,226	2,226	期末持有现金	2,522	2,046	2,445	2,271	2,236
其他负债	1,075	1,715	1,794	1,877	1,964						
流动负债合计	6,829	9,159	9,500	9,857	10,232						
长期贷款	100	1,661	1,661	1,661	1,661						
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	4,507	4,288	4,456						

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>