

买入

企业云在手订单充足, 规模效应持续显现

金山云 (KC.US)

2021-05-28 星期五

投资要点

目标价: **50.7 美元**
 现价: 38.99 美元
 预计升幅: 30%

重要数据

| 日期 | 2021-05-27 |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (美元) | 38.99 |
| 总股本 (亿股) | 2.05 |
| 总市值 (百万美元) | 8,681 |
| 净资产 (百万美元) | 1,287 |
| 总资产 (百万美元) | 1,863 |
| 52 周高低 (美元) | 74.67/19.76 |
| 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

研究部

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

一季度收入增长放缓, 规模效应持续显现:

一季度公司实现营业收入 18.14 亿元, 同比增长 30.4%; 实现毛利润 1.17 亿元, 同比增长 64.5%, 毛利率提升至 6.4%; 经调整 EBITDA 为亏损 0.49 亿, 经调整 EBITDA 率为负 2.7%。分业务来看, 公司公有云实现收入 13.9 亿元, 同比增长 15.1%, 占公司收入比重为 76.8%。企业云实现收入 4.2 亿元, 同比增长 130.8%, 占收入比重 23.2%。

公司推出创新性存储产品, 解决行业客户痛点:

公司基于高可靠、低成本的“云上数据种子仓库”理念, 正式推出归档存储产品 KArchive, 来保存企业重要的数据资产, 保障企业的长期稳定发展。该产品非常适合金融、保险、会计、医疗等场景。金山云不断根据行业痛点推出创新云服务, 将能够牢牢把握现有客户, 提升行业口碑, 同时有望进一步获取客户其他地区和业务部门的新业务订单。

企业云将是公司未来增长主要驱动力:

一季度公司企业云依然保持强劲增长, 目前公司业务主要集中在金融、医疗、政府板块, 目前围绕各个行业的特点, 积极布局创新技术, 同时利用公司原有的互联网技术及口碑品牌, 不断斩获新订单。企业云业务增长一直是提高公司整体毛利率的积极因素, 目前已经有明显的规模效应, 预计今年毛利率在接下来的几个季度中会随着企业云业务占比提升而进一步改善。

维持“买入”评级:

虽然公司一季度收入增速出现放缓, 但我们依然维持 21 年总体收入超 100 亿预期。另外公司今年依然无法实现盈亏平衡, 考虑到公司业务有规模效应, 但净亏损率将继续下降, 同时 EBITDA 有望转正。我们按市销率估值法对公司进行估值, 给予公司 2021 年 7 倍 PS 估值, 对应市值 113.3 亿美元, 目标价 50.7, 有 30% 的升幅, 继续维持买入评级。

| 截至 12 月 31 日财政年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业额 | 3,956 | 6,577 | 10,500 | 15,862 | 23,138 |
| 同比增长 | 78.36% | 66.25% | 59.64% | 51.07% | 45.87% |
| 净利润 | -1,111 | -962 | -1,122 | -452 | 1,012 |
| 净利润率 | -28.09% | -14.63% | -10.69% | -2.85% | 4.37% |
| EBITDA | -423 | -131 | 238 | 1,208 | 2,837 |
| EBITDA 率 | -10.69% | -1.99% | 2.26% | 7.62% | 12.26% |
| 每股盈利 (元) | -4.99 | -4.32 | -5.03 | -2.03 | 4.54 |

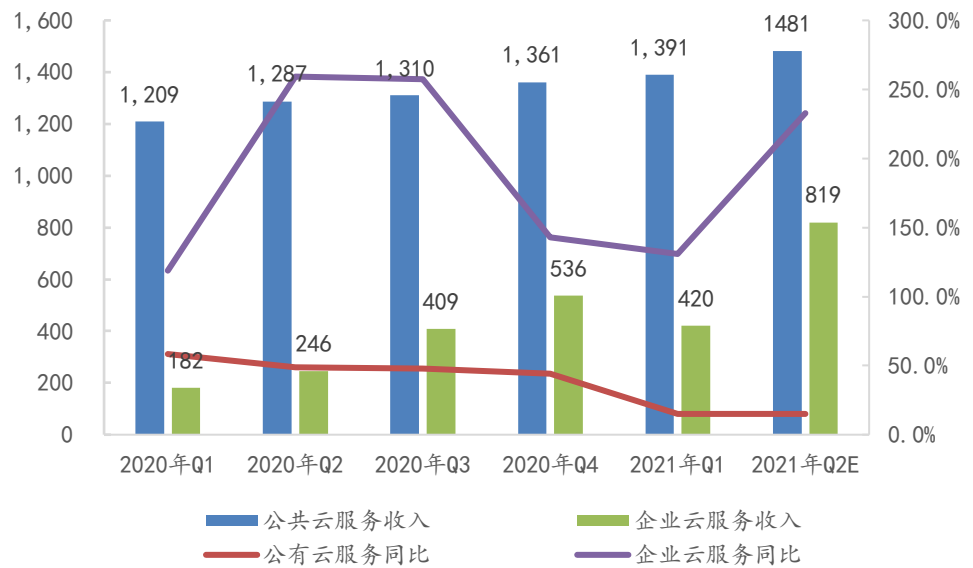
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

一季度收入增长放缓，规模效应持续显现：

一季度公司实现营业收入 18.14 亿元，同比增长 30.4%；实现毛利润 1.17 亿元，同比增长 64.5%，毛利率提升至 6.4%，同比提升 1.3 个百分点，在业务规模效应下带宽相关成本以及折旧成本占比有明显下降；经调整 EBITDA 为亏损 0.49 亿，经调整 EBITDA 率为负 2.7%，去年同期为负 2.8%。分业务来看，公司公有云实现收入 13.9 亿元，同比增长 15.1%，占公司收入比重为 76.8%。公有云收入增速本季度出现下降，主要原因有连个，首先是去年疫情让用户使用互联网内容爆发导致业务有较高基数，其次是今年一季度国家对互联网视频及在线教育出台了一系列限制政策，导致这两个行业增速有明显下滑。但总体来看，公司公有云在行业内依然属于较高水平。企业云实现收入 4.2 亿元，同比同比增长 130.8%，占收入比重 23.2%，企业云在一季度增长开始提速，占收入比重进一步提升，主要受益于今年一季度政企项目招投标恢复正常以及医疗板块持续高增长。

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

公司推出创新性存储产品，解决客户痛点：

公司基于高可靠、低成本的“云上数据种子仓库”理念，正式推出归档存储产品 KArchive，来保存企业重要的数据资产，保障企业的长期稳定发展。该产品利用全新高密硬件、海量数据快速取回、全链路数据校验等多项创新技术应用，使得归档存储保持高可靠性的同时，相较于标准存储成本最高降低 70%，非常适合金融、保险、会计、医疗等需要长久保存合规性文件以及异地容灾、数据存储沉降等场景。

归档存储 KArchive 对于海量数据的长期归档、备份容灾具有非常明显的成本优势，能够不限制用户存储的容量和文件数目，可以满足海量数据存储需求，且具备弹性扩展。同时为数据提供跨多可用区、多设备的冗余存储，具有强大的容灾和灾备能力，而且数据持久性长期稳定。由于金融、保险、会计、医疗等行业，相关法规对业务素材提出了需要长时间地保存的合规性要求，一些数据需要保存 10 年或更久，但这些数据在实际业务场景中使用频次极低，利用 KArchive 能够极大节约存储成本，有效降低行业运维投入。金山云不断根据行业痛点推出创新云服务，将能够牢牢把握现有客户，提升行业口碑，同时有望进一步获取客户其他地区和业务部门的新业务订单。

图 2：公司推出创新产品 KArchive，解决行业客户存储难题



资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

企业云将是公司未来增长主要驱动力：

一季度公司企业云依然保持强劲增长，目前公司业务主要集中在金融、医疗、政府板块，目前围绕各个行业的特点，积极布局创新技术，同时利用公司原有的互联网技术及口碑品牌，不断斩获新订单。在金融服务领域，通过金山云的专有技术和经验扩，帮助银行上云，同时辅之以提供数据分析平台，受到客户一致好评。在医疗保健领域，首先公司具备先发优势。鉴于公司去年许多成功案例和项目经验，已经在医疗领域积累了足够的实力，未来将扩展到中国的其他省份（例如江苏省和甘肃省），复制现有模式，并从经济规模中实现更好的收益，基本视同于从医疗客户中获得经常性收入。在政府部门领域，公司将重点放在北京，湖北，江苏，甘肃等省份，帮助当地政府部门建立政务发展策略数据平台，以便客户能够部署高质量的项目，未来政府部门有望将成为公司顶级客户。总体来看，企业云业务增长一直是提

高公司整体毛利率的积极因素，目前已经有明显的规模效应，预计今年毛利率在接下来的几个季度中会随着企业云业务占比提升而进一步改善。

预计公司收入今年依然高增长，维持买入评级：

虽然公司一季度收入增速出现放缓，但根据公司目前在手订单情况，我们依然维持21年总体收入超100亿的预期。另外公司今年依然无法实现盈亏平衡，考虑到公司业务有规模效应，但净亏损率将继续下降，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7倍PS估值，对应市值113.3亿美元，目标价50.7，有30%的升幅，继续维持买入评级。

财务报表预期

| 财务报表摘要 | | | | | | 财务分析 | | | | | |
|--------------------|----------------|--------------|----------------|---------------|---------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 损益表 | | | | | | | | | | | |
| <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 | 10,500 | 15,862 | 23,138 | 盈利能力 | | | | | |
| 成本 | (3,949) | (6,220) | (9,656) | (13,962) | (19,191) | 毛利率 (%) | 0.2% | 5.4% | 8.0% | 12.0% | 17.1% |
| 毛利 | 8 | 357 | 844 | 1,899 | 3,947 | EBITDA 率 (%) | -27.9% | -14.4% | -10.5% | -2.6% | 4.9% |
| 销售费用 | (317) | (409) | (525) | (650) | (810) | 净利率 (%) | -28.1% | -14.6% | -10.7% | -2.9% | 4.4% |
| 管理费用 | (239) | (380) | (472) | (555) | (671) | ROE | -31.4% | -11.7% | -15.0% | -6.1% | 11.5% |
| 研发费用 | (595) | (775) | (945) | (1,110) | (1,342) | 营运表现 | | | | | |
| 其他收益 | 41 | 260 | 0 | 0 | 0 | 费用/收入 (%) | 29.1% | 23.8% | 18.5% | 14.6% | 12.2% |
| 除税前溢利 | (1,102) | (947) | (1,098) | (416) | 1,124 | 实际税率 (%) | -0.8% | -1.6% | -2.2% | -8.6% | 10.0% |
| 所得税 | (9) | (15) | (24) | (36) | (112) | 应收账款天数 | 123 | 128 | 128 | 128 | 128 |
| 净利润 | (1,111) | (962) | (1,122) | (452) | 1,012 | 应付账款天数 | 114 | 119 | 119 | 119 | 119 |
| 增长 | | | | | | 财务状况 | | | | | |
| 总收入 (%) | 78.4% | 66.2% | 59.6% | 51.1% | 45.9% | 负债/权益 | 1.17 | 1.16 | 1.22 | 1.36 | 1.52 |
| 净利润 (%) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 收入/总资产 | 0.66 | 0.55 | 0.86 | 1.15 | 1.34 |
| | | | | | | 总资产/权益 | 1.71 | 1.45 | 1.63 | 1.87 | 1.97 |
| 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 | 2,655 | 3,385 | 3,569 | 净利润 | (1,111) | (962) | (1,122) | (452) | 1,012 |
| 无形资产 | 7 | 17 | 17 | 20 | 26 | 非现金调整 | 785 | 915 | 1,336 | 1,625 | 1,713 |
| 长期预付款 | 36 | 12 | 12 | 12 | 12 | 资本变动 | (113) | (300) | (161) | (535) | (445) |
| 投资 | 115 | 127 | 127 | 127 | 127 | 经营活动现金流 | (439) | (347) | 53 | 638 | 2,280 |
| 应收关联方款项 | 2 | 6 | 6 | 6 | 6 | 投资固定资产 | (1,000) | (1,560) | (1,680) | (1,983) | (1,504) |
| 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 | 3,083 | 3,817 | 4,006 | 投资活动现金流 | 883 | (4,315) | 1,005 | (1,994) | (1,520) |
| 应收账款 | 1,347 | 2,335 | 3,727 | 5,631 | 8,214 | 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 | 1,264 | 1,600 | 1,560 | 发行可转债 | 349 | 125 | 0 | 0 | 0 |
| 货币资金 | 2,023 | 3,425 | 4,130 | 2,773 | 3,533 | 融资活动现金流 | 65 | 6,124 | (353) | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 4,150 | 9,545 | 9,121 | 10,003 | 13,306 | 现金变化 | 509 | 1,462 | 705 | (1,357) | 760 |
| 应付账款 | 1,255 | 2,057 | 3,194 | 4,618 | 6,347 | 期初持有现金 | 1,507 | 2,023 | 3,425 | 4,130 | 2,773 |
| 应计费用 | 949 | 845 | 1,050 | 1,252 | 1,526 | 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 | 4,130 | 2,773 | 3,533 |
| 其他负债 | 116 | 210 | 272 | 351 | 446 | | | | | | |
| 流动负债合计 | 2,420 | 3,466 | 4,516 | 6,220 | 8,318 | | | | | | |
| 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 | 7,465 | 7,376 | 8,770 | | | | | | |

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>