

买入

企业云需求依然旺盛, 盈利能力逐季提升

金山云 (KC.US)

2022-06-24 星期五

投资要点

目标价: **5.95 美元**
 现价: 4.24 美元
 预计升幅: 40.2%

重要数据

日期	2022-06-24
收盘价 (美元)	4.24
总股本 (亿股)	2.43
总市值 (百万美元)	1,033
净资产 (百万美元)	1,803
总资产 (百万美元)	3,306
52 周高低 (美元)	36.31/2.50
每股净资产 (美元)	6.60

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

金山软件	39.0%
小米	12.3%

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

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, 企业云成为增长主要驱动力:

一季度公司实现营收 21.7 亿元, 同比增长 19.9%。净亏损 5.548 亿元, 同比亏扩大 45.3%。分业务来看, 公有云实现收入 13.8 亿元, 同比基本持平; 企业云服务营收 7.93 亿元, 同比增长 88.7%。一季度调整后毛利同比下降 31.4%, 环比增长 152%, 毛利率由 2021 年第四季度的 1.2% 显著上升至 3.8%, 去年同期为 6.4%。公司收入增速下降主要是由于头部互联网行业客户在云技术投入预算总体增速降低, 对公司公有云服务需求有所减弱, 另外疫情的复发也影响了公司整体运营效率, 特别是一部分项目落地进度由于在疫情地区而被延后。

➤ 疫情影响部分企业云项目进度, 但年底前有望完成:

由于疫情负面影响覆盖了整个第二季度, 因此公司整体增速在二季度依然有一定压力, 目前预计同比应该是持平水平。企业云方面, 在疫情地区的项目全部由于隔离政策被延迟, 因此部分收入确认也被延迟。不过如果公司能在疫情恢复后追赶进度, 能完成企业云全年增长 30% 以上目标。在公有云方面, 尽管目前互联网行业受到政策及行业增长的挑战, 但对 CDN 的需求基本保持稳定, 我们认为目前互联网行业发展已经开始探底, 公司公有云业务也同样会随着行业回暖而向好。

➤ 云服务行业规模持续高增长, 未来将更加关注业务增长质量:

根据国际数据公司 (IDC) 发布的《中国公有云服务市场 (2021 下半年) 跟踪》报告显示, 未来 5 年, 中国公有云市场会以复合增长率 30.9% 继续高速增长, 预计到 2026 年市场规模将达到 1057.6 亿美元。因此公司继续重点深耕核心垂直行业, 并通过技术研发来实现降本增效, 这将是未来两年主要增长趋势。我们预计二季度毛利率将继续环比提升, 而经调整 EBITDA 率在第四季度达到季度盈亏平衡。

➤ 估值安全边际较高, 维持买入评级:

我们按市销率估值法对公司进行估值, 主要考虑到公司企业云有广阔的增长空间, 行业发展红利持续, 同时公司竞争壁垒不断巩固, 因此我们给予公司 2022 年 1 倍 PS 估值, 对应市值 14.4 亿美元, 目标价至 5.95, 有 40.2% 的升幅, 维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2E
营业额	6,577	9,061	9,394	12,060	15,816	2,096
同比增长	66.25%	37.76%	3.68%	28.38%	31.14%	-3.56%
净利润	-962	-1,589	-1,522	-727	189	(499.68)
净利润率	-14.63%	-17.53%	-16.21%	-6.03%	1.19%	-23.84%
EBITDA	-131	-593	-235	484	1,501	(122.56)
EBITDA 率	-1.99%	-6.54%	-2.50%	4.01%	9.49%	-5.85%
每股盈利 (元)	(3.96)	(6.54)	(6.26)	(2.99)	0.78	(2.06)

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

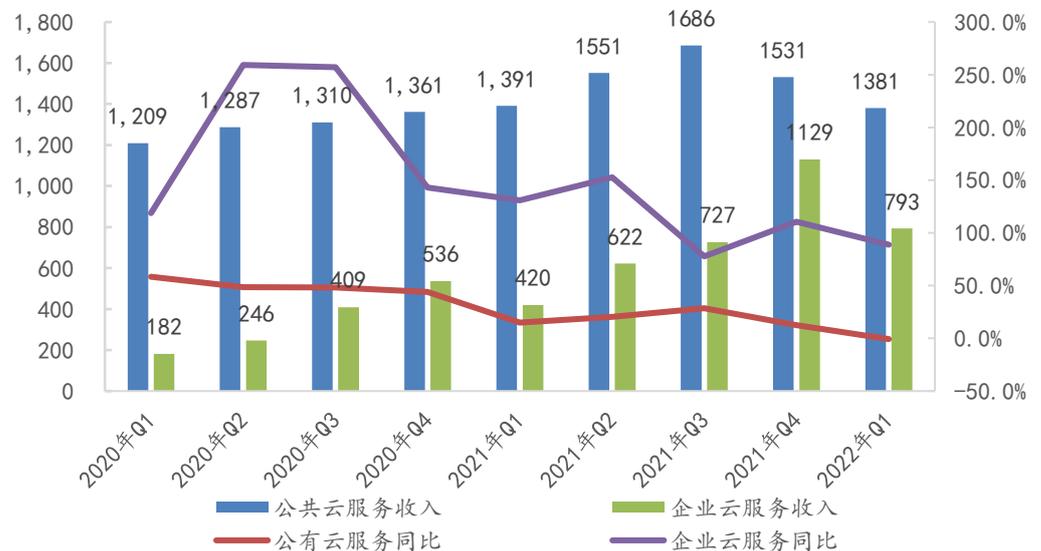
报告正文

一季度收入增长放缓，企业云成为增长主要驱动力：

一季度公司实现营收 21.7 亿元，同比增长 19.9%。净亏损 5.548 亿元，同比亏扩大 45.3%。分业务来看，公有云实现收入 13.8 亿元，同比基本持平；企业云服务营收 7.93 亿元，同比增长 88.7%。另外包括计算、存储和行业云的核心云业务收入同比增长 61.2%。一季度调整后毛利同比下降 31.4%，环比增长 152%，毛利率由 2021 年第四季度的 1.2% 显著上升至 3.8%，去年同期为 6.4%。公司收入增速下降主要是由于头部互联网行业客户在云技术投入预算总体增速降低，对公司公有云服务需求有所减弱，另外疫情的复发也影响了公司整体运营效率，特别是一部分项目落地进度由于在疫情地区而被延后。

在成本方面，本季度可以看到公司在成本控制及效率提升上有明显改善，一季度总成本环比下降 20%，其中 IDC 成本为 11.1 亿元，环比减少 2.2 亿元，这主要是公司对 CDN 业务调整所带来的成本节省；解决方案和服务成本环比下降 8%；折旧及摊销成本环比增长 10%。因此在成本方面，公司已经完成了初步组织优化和效率提升，效果显著。

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

疫情影响部分企业云项目进度，但年底前有望完成：

由于疫情的负面影响覆盖了整个第二季度，因此公司整体增速在二季度依然有一定压力，目前预计同比应该是持平水平。首先在企业云方面，在疫情地区的项目全部由于隔离政策被延迟，因此部分收入确认也被延迟。不过公司认为从全年的角度来

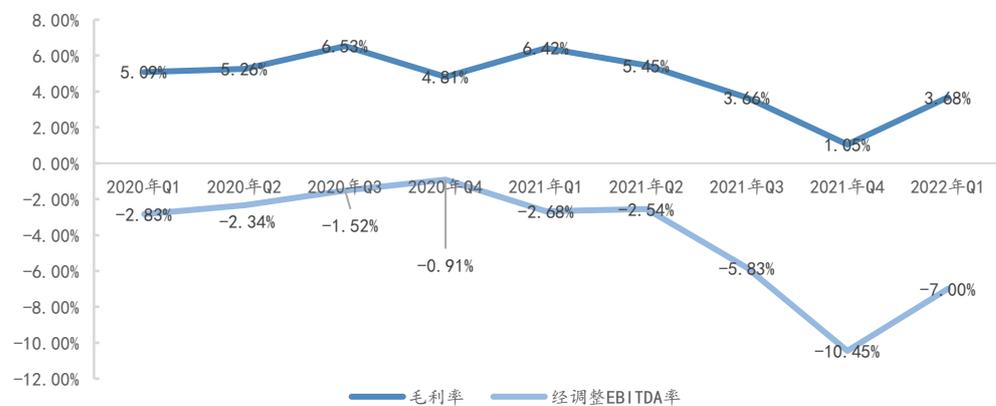
看，仍有可能在年底前赶上项目进度。另外二季度疫情期间政府企业投标会也被推迟，但我们认为政企全年在云服务上的投入没有重大变化，特别是公共服务客户和医疗保健客户方面，如果公司能在疫情恢复后追赶进度，能完成企业云全年增长 30% 以上目标。在公有云方面，尽管目前互联网行业受到政策及行业增长的挑战，但对 CDN 的需求基本保持稳定，即使考虑到 CDN 收入贡献的下降的情况下，第一季度公共云客户保留率仍然在 100% 以上，而且我们认为目前互联网行业发展已经开始探底，公司公有云业务也同样会随着行业回暖而向好。

因此短期内公司公用云业务会出现同比持平或者微降的情况，而企业云由于金融服务、互联网、公共服务和医疗保健，这些特定垂直行业的进入门槛相对较高，并且需要多年运营积累，公司的竞争优势一直在增强。因此企业云增长速度将在下半年快速反弹。

云服务行业规模持续高增长，公司未来将更加关注业务增长质量：

根据国际数据公司（IDC）发布的《中国公有云服务市场（2021 下半年）跟踪》报告显示，未来 5 年，中国公有云市场会以复合增长率 30.9% 继续高速增长，预计到 2026 年市场规模将达到 1057.6 亿美元。因此公司继续重点深耕核心垂直行业，并通过技术研发来实现降本增效，这将是未来两年主要增长趋势。一季度公司在 IDC 成本上节省了 2 亿元，这主要是由于从去年第四季度公司开始调整 CDN 业务战略，未来将进一步利用杠杆作用来降低 IDC 成本，包括有更好的规划 IDC 位置、节省能源、优化下载、提升带宽容量的上行等。另外随着公司与 Camelot 进一步整合，将有空间降低研发及管理费用。另外公司也将销售向更高利润率的经常性业务和产品倾斜。随着这些战略部署推进，我们预计二季度毛利率将继续环比提升，而经调整 EBITDA 率在第四季度达到季度盈亏平衡。

图 2：公司盈利能力环提升



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

估值安全边际较高，维持买入评级：

公司上半年收入增速出现放缓，主要是公有云业务受到游戏、视频、直播行业客户需求放缓影响，目前该业务还在调整期，企业云短期受到疫情影响会出现一定波动，但我们仍然保持长期高速增长的预期。公司业务有规模效应，净亏损率将同比下降，同时 EBITDA 有望年底单季度转正。因此我们按市销率估值法对公司进行估值，主要考虑到公司企业云有广阔的增长空间，行业发展红利持续，同时公司竞争壁垒不断巩固，而公司目前 PB 估值只有 0.64 倍，安全边际较高。因此我们给予公司 2022 年 1 倍 PS 估值，对应市值 14.4 亿美元，目标价至 5.95，有 40.2% 的升幅，维持买入评级。

财务报表预期
财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2E
收入	6,577	9,061	9,394	12,060	15,816	2,096
成本	(6,220)	(8,709)	(8,802)	(10,223)	(12,541)	(2,010)
毛利	357	351	592	1,838	3,275	86
销售费用	(409)	(518)	(535)	(663)	(822)	(132)
管理费用	(380)	(602)	(620)	(760)	(807)	(212)
研发费用	(775)	(1,044)	(1,052)	(1,327)	(1,534)	(231)
其他收益	260	236	110	104	98	(13)
除税前溢利	(947)	(1,576)	(1,506)	(808)	209	(501)
所得税	(15)	(16)	(16)	81	(21)	2
净利润	(962)	(1,592)	(1,522)	(727)	189	(500)

增长

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2E
总收入 (%)	66.2%	37.8%	3.7%	28.4%	31.1%	-3.6%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	1,957	2,364	2,689	2,640	2,547
无形资产	17	1,170	1,189	1,217	1,237
长期预付款	12	29	29	29	29
投资	127	207	207	207	207
应收关联方款项	6	6	6	6	6
租赁资产	267	256	256	256	256
固定资产合计	2,384	4,032	4,377	4,354	4,282
应收账款	2,335	3,571	3,702	4,753	6,233
短期投资	2,693	2,491	2,491	2,491	2,491
其他短期资产	1,092	1,894	2,908	2,074	1,994
货币资金	3,425	4,457	2,051	2,850	3,714
流动资产合计	9,545	12,413	11,152	12,168	14,433
应付账款	2,057	2,939	2,970	3,449	4,231
应计费用	845	2,224	2,269	2,826	3,251
贷款	278	1,348	1,348	1,348	1,348
其他负债	210	1,005	1,014	1,151	1,373
流动负债合计	3,391	7,516	7,601	8,774	10,204
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	224	1,597	1,597	1,597	1,597
长期负债合计	224	1,597	1,597	1,597	1,597
股东权益合计	8,240	10,604	9,603	9,423	10,186

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2E
盈利能力						
毛利率 (%)	5.4%	3.9%	6.3%	15.2%	20.7%	4.1%
EBITDA 率 (%)	-2.0%	-6.5%	-2.5%	4.0%	9.5%	-5.8%
净利率 (%)	-14.6%	-17.6%	-16.2%	-6.0%	1.2%	-23.8%
ROE	-11.7%	-15.0%	-15.9%	-7.7%	1.9%	
营运表现						
费用/收入 (%)	23.8%	23.9%	23.5%	22.8%	20.0%	27.4%
实际税率 (%)	-1.6%	-1.0%	-1.1%	10.0%	10.0%	0.3%
应收账款天数	128	142	142	142	142	
应付账款天数	119	121	121	121	121	

财务状况

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债/权益	1.16	1.17	1.16	1.29	1.42
收入/总资产	0.55	0.55	0.60	0.73	0.85
总资产/权益	1.45	1.55	1.62	1.75	1.84

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	(962)	(1,592)	(1,522)	(727)	189
非现金调整	915	1,268	1,381	1,396	1,389
资本变动	(300)	(426)	(1,060)	956	29
经营活动现金流	(347)	(750)	(1,202)	1,625	1,607
投资固定资产	(1,560)	(723)	(1,174)	(784)	(712)
其他金融资产变动	(2,755)	293	(30)	(42)	(31)
投资活动现金流	(4,315)	(430)	(1,204)	(826)	(743)
贷款变动	2,055	1,466	0	0	0
股权融资	3,945	51	0	0	0
发行可转债	125	0	0	0	0
融资活动现金流	6,124	1,517	0	0	0
现金变化	1,462	337	(2,406)	799	865
期初持有现金	2,023	3,425	4,457	2,051	2,850
汇兑变化	(118)	(50)	0	0	0
期末持有现金	3,367	3,712	2,051	2,850	3,714

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>