

买入

营收短期内受多重扰动，技术力持续强化

金山云 (KC.US)

2022-09-30 星期五

投资要点

目标价：**2.68 美元**
 现价：1.97 美元
 预计升幅：36.2%

➤ CDN 服务缩减导致营收降幅明显，疫情扰动致使企业云增长承压：

22Q2 公司实现营收 19.07 亿元人民币，同比下滑 12.3%，主要由于公司主动缩减了 CDN 服务，以及企业云项目部署及招标受疫情影响而延迟。22Q2 公司毛利为 6520 万元，同比下滑 45%；净亏损 8.10 亿元，去年同期净亏损 2.21 亿元，亏损同比扩大，主要是由于人民币对美元贬值造成汇兑损失 2.29 亿元。分业务来看，公有云收入 12.89 亿元，同比下滑 16.9%，其中 CDN 服务缩减导致总账单同比下滑 30%，计算和存储服务账单的增加抵消了部分收入下行压力；企业云收入 6.17 亿元，同比下滑 0.9%。

重要数据

日期	2022-09-29
收盘价 (美元)	1.97
总股本 (亿股)	2.43
总市值 (百万美元)	480
净资产 (百万美元)	1,467
总资产 (百万美元)	2,831
52 周高低 (美元)	31.99/1.77
每股净资产 (美元)	6.60

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 云服务市场需求持续释放，公司专注提升产品力和技术力：

二季度，公司正式发布了第四代极速云盘 ESSD，采用全新一代分布式软件架构，提供单盘百万级 IOPS、4GB/s 吞吐和 0.2ms 时延，性能相较 SSD 云盘提升 40 倍，每 IOPS 价格较 SSD 云盘降低 25%，已被广泛应用于大中型数据库、大数据、ELK 日志分析等对时延敏感的应用或 I/O 密集型业务场景中，大幅节省了客户成本。

➤ 公司在部分领域已有深厚积累，未来仍将继续新的增长点：

二季度，公司持续为首汽约车、西山居、汽车之家、本来生活、金山软件等优质客户提供云服务。在金融领域，公司持续深化头部银行项目，目前在中国 TOP20 银行中已经实现了 90% 的覆盖。在医疗领域，公司基于“一云一湖四中台”解决方案打造标杆项目，同时围绕标杆项目推进五大模式。公司同时也在发力智能出行领域，与出行科技公司四维图新展开合作，共同为汽车行业打造覆盖 IaaS、PaaS 和 SaaS 的联合解决方案，期望在智能出行领域探得新的增长机遇。

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

➤ 估值安全边际较高，给予买入评级：

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 0.5 倍 PS 估值，对应市值 6.5 亿美元，目标价至 2.68，有 36.2% 的升幅，给予买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q3E
营业额	6,577	9,061	9,394	12,060	15,816	2,089
同比增长	66.25%	37.76%	3.68%	28.38%	31.14%	-13.45%
净利润	-962	-1,589	-1,522	-727	189	(501.85)
净利润率	-14.63%	-17.53%	-16.21%	-6.03%	1.19%	-24.02%
EBITDA	-131	-593	-235	484	1,501	(45.97)
EBITDA 率	-1.99%	-6.54%	-2.50%	4.01%	9.49%	-2.20%
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

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyqz.com.hk

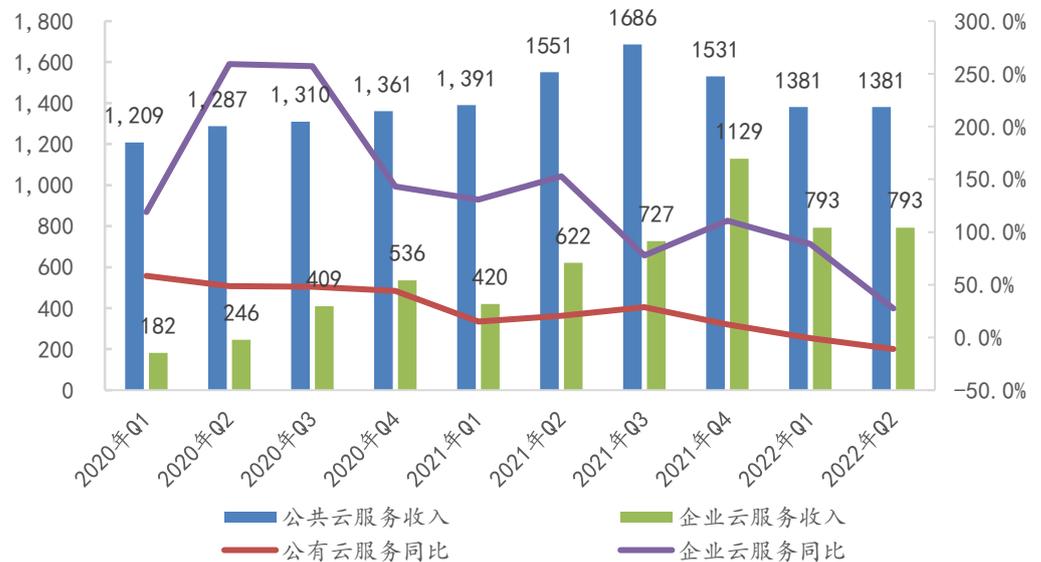
报告正文

CDN 服务缩减导致营收降幅明显，疫情扰动致使企业云增长承压：

22Q2 公司实现营收 19.07 亿元人民币，同比下滑 12.3%，主要由于公司主动缩减了 CDN 服务，以及企业云项目部署及招标受疫情影响而延迟。22Q2 公司毛利为 6520 万元，同比下滑 45%；净亏损 8.10 亿元，去年同期净亏损 2.21 亿元，亏损同比扩大，主要是由于人民币对美元贬值造成汇兑损失 2.29 亿元。分业务来看，公有云收入 12.89 亿元，同比下滑 16.9%，其中 CDN 服务缩减导致总账单同比下滑 30%，计算和存储服务账单的增加抵消了部分收入下行压力；企业云收入 6.17 亿元，同比下滑 0.9%，该部分收入增长承压主要受疫情扰动影响，预计后续随着疫情缓和，项目部署及招标进程继续推进，收入有望重回增长通道。

在成本方面，公司实施了成本控制措施。二季度公司营业成本同比减少 10.4%，环比减少 12.1%。由于公司主动缩减了 CDN 服务，IDC 成本环比减少 8130 万元；公司持续进行资本投入，折旧及摊销成本略增 1.2%；项目部署及招标推迟使得履约成本大幅下滑至 2470 万元。

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

云服务市场需求持续释放，公司专注提升产品力和技术力：

受数字化转型浪潮驱动，公司所处的云服务市场仍处于需求增长阶段，但面对剧烈的市场竞争，公司需要在产品和技术上持续进行迭代升级。二季度，公司正式发布了第四代极速云盘 ESSD，采用全新一代分布式软件架构，提供单盘百万级 IOPS、4GB/s 吞吐和 0.2ms 时延，性能相较 SSD 云盘提升 40 倍，每 IOPS 价格较 SSD 云盘

降低 25%，已被广泛应用于大中型数据库、大数据、ELK 日志分析等对时延敏感的应用或 I/O 密集型业务场景中，大幅节省了客户成本。从长期来看，产品力和技术力的提升是公司强化市场竞争力的必由之路。目前公司已有部分产品获得市场认可。根据 IDC 发布的《2022 年第一季度中国软件定义存储 (SDS) 市场跟踪研究报告》，在软件定义存储（对象存储）市场中，金山云企业级存储产品 KingStorage，市场份额位列行业第三。

公司在部分领域已有深厚积累，未来仍将继续新的增长点：

公司在互联网、金融、医疗、公共服务等领域深耕多年，竞争优势已然形成。二季度，公司持续为首汽约车、西山居、汽车之家、本来生活、金山软件等优质客户提供云服务。在金融领域，公司持续深化头部银行项目，目前在中国 TOP20 银行中已经实现了 90% 的覆盖。在医疗领域，公司基于“一云一湖四中台”解决方案打造标杆项目，同时围绕标杆项目推进五大模式，分别是以湖北省健康云为标杆的省级健康云模式，以江苏影像云为标杆的省级影像云模式，以江苏某地为标杆的市级区域一体化模式，以赤壁等地为标杆的市县医共体模式，和以武汉、江苏等地三甲医院为标杆的院端模式。公司同时也在发力智能出行领域，与出行科技公司四维图新展开合作，共同为汽车行业打造覆盖 IaaS、PaaS 和 SaaS 的联合解决方案，期望在智能出行领域探得新的增长机遇。

图 2：公司盈利能力保持稳定



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 0.33 倍，安全边际较高。因此我们给予公司 2022 年 0.5 倍 PS 估值，对应市值 6.5 亿美元，目标价 2.68，有 36.2% 的升幅，给予买入评级。

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	2022Q3E
收入	6,577	9,061	9,394	12,060	15,816	2,089
成本	(6,220)	(8,709)	(8,802)	(10,223)	(12,541)	(2,004)
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)	(211)
研发费用	(775)	(1,044)	(1,052)	(1,327)	(1,534)	(230)
其他收益	260	236	110	104	98	(17)
除税前溢利	(947)	(1,576)	(1,506)	(808)	209	(504)
所得税	(15)	(16)	(16)	81	(21)	2
净利润	(962)	(1,592)	(1,522)	(727)	189	(502)
增长						
总收入 (%)	66.2%	37.8%	3.7%	28.4%	31.1%	-13.4%
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
应付费用	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	2022Q3E
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%	-7.7%
净利率 (%)	-14.6%	-17.6%	-16.2%	-6.0%	1.2%	-24.0%
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						
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>