

金山云 (KC US)

中国领先的纯云服务商

专注于视频方案的公有云领先企业——金山云在 2019 年中国 IaaS+PaaS 市场中占有 5.4% 的份额，其中字节跳动是其最大客户。公司实现强劲增长（2019 年收入同比增长 78%），得益于 1) 互联网客户多云部署，2) 优质客户数量增加（2019 年同比增长 58% 至 243 个），及 3) 产品交叉销售，优质客户单价提升（同比增长 16% 至 1,590 万元人民币）。金山集团收入占比降低和持续的利润率增长是估值修复催化剂。

- 受益于互联网客户多云部署，公司增长强劲。**金山云是中国领先的云服务提供商，2019 年在中国 IaaS+PaaS 市场份额为 5.4%。公司处于有利位置，将受惠于持续增长的云市场（中国云市场 2019-2024 年复合年增长率为 28.3%，规模将达 5,633 亿元）。尽管阿里巴巴是中国公共云市场的领导者，但随着互联网公司（如游戏/视频垂直行业）采用多云模式来降低对单一云的依赖，公司可实现强劲增长（2017-2019 年收入复合年增长率为 79%）。在公司新客户中，大约 80% 都是多云部署。根据弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan）调查，在中国拥有超过 1,000 名员工的企业中，有 26% 的企业采用多云策略，而美国这一比例为 85%。
- 优化客户组合，减少对金山集团的依赖。**公司正在逐渐减少对金山集团的依赖，关联方（金山集团+小米+猎豹集团）收入从 2017 年的 34% 下降到 2020 年上半年的 12%。这证明公司的云技术和研发能力吸引了新客户。公司拥有 1,150 名研发工程师，2019 年研发费用占收入的 15%（5.95 亿元）。
- 规模效益带来利润率持续提升。**随着规模、效率、带宽利用率提高，公司利润率持续提升。收入成本主要包括 IDC 成本（带宽+机架）和服务器折旧。2020 年第三季度 IDC 成本占收入百分比为 66%（2019 年第三季度为 71%），而折旧成本占比为 10%（2019 年第三季度为 16%）。自 2019 年第三季度以来，公司毛利率为正，到 2020 年第三季度达到 6.5%。管理层预计，2021 年毛利率将同比增长 5 个百分点。
- 罕见的独立 IaaS 提供商。**公司是市场上罕见纯“云”公司，当前股价相当于 9.2 倍 2021 财年预测市销率。在整个云服务供应链中，具有 IaaS 业务的公司，平均 2021 财年预测市销率为 7.3 倍，但增速较金山云低（可比公司 2019-22 财年销售复合年增长率为 24%，而金山云为 61%），而轻资产的 SaaS+PaaS 公司的平均价格为 30 倍 2021 财年预测市销率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	1,236	2,218	3,956	6,567	10,468
同比增长(%)	n.a.	79%	78%	66%	59%
调整后 EBITDA(百万元人民币)	(338)	(520)	(418)	(227)	248
同比增长(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净利润(人民币)	(1,320)	(1,749)	(1,161)	(942)	(728)
每股盈利(人民币)	(1.66)	(2.20)	(1.31)	(3.98)	(2.88)
同比增长(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
市销率(倍)	77.4	43.1	24.2	14.6	9.1
权益收益率(%)	n.a.	-43%	-33%	-17%	-12%
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博

未评级

当前股价

US\$60.74

中国软件及 IT 服务

颜宇翔

(852) 3916 3719

marleyngan@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	14,875
3 月平均流通量(百万美元)	88.73
52 周内股价高/低(美元)	74.67/ 17.01
总股本(百万)	218

资料来源：彭博

股东结构

金山软件 (3888 HK)	43.6%
小米集团 (1810 HK)	13.8%
雷军	13.8%

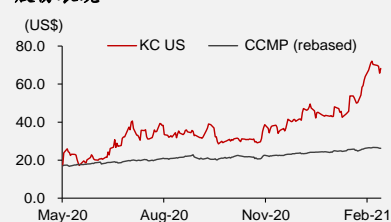
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	49.5%	45.8%
3-月	90.7%	63.0%
6-月	99.2%	62.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永华明

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。