

# 金山雲 (KC US)

## 中國領先的純雲服務商

專注於視頻方案的公有雲領先企業——金山雲在 2019 年中國 IaaS+PaaS 市場中佔有 5.4% 的份額，其中位元組跳動是其最大客戶。公司實現強勁增長（2019 年收入同比增長 78%），得益於 1) 互聯網客戶多雲部署，2) 優質客戶數量增加（2019 年同比增長 58% 至 243 個），及 3) 產品交叉銷售，優質客戶單價提升（同比增長 16% 至 1,590 萬元人民幣）。金山集團收入佔比降低和持續的利潤率增長是估值修復催化劑。

- **受益於互聯網客戶多雲部署，公司增長強勁。**金山雲是中國領先的雲服務提供者，2019 年在中國 IaaS+PaaS 市場份額為 5.4%。公司處於有利位置，將受惠於持續增長的雲市場（中國雲市場 2019-2024 年複合年增長率為 28.3%，規模將達 5,633 億元）。儘管阿裡巴巴是中國公共雲市場的領導者，但隨著互聯網公司（如遊戲/視頻垂直行業）採用多雲模式來降低對單一雲的依賴，公司可實現強勁增長（2017-2019 年收入複合年增長率為 79%）。在公司新客戶中，大約 80% 都是多雲部署。根據弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan）調查，在中國擁有超過 1,000 名員工的企業中，有 26% 的企業採用多雲策略，而美國這一比例為 85%。
- **優化客戶組合，減少對金山集團的依賴。**公司正在逐漸減少對金山集團的依賴，關聯方（金山集團+小米+獵豹集團）收入從 2017 年的 34% 下降到 2020 年上半年的 12%。這證明公司的雲技術和研發能力吸引了新客戶。公司擁有 1,150 名研發工程師，2019 年研發費用佔收入的 15%（5.95 億元）。
- **規模效益帶來利潤率持續提升。**隨著規模、效率、頻寬利用率提高，公司利潤率持續提升。收入成本主要包括 IDC 成本（頻寬+機架）和伺服器折舊。2020 年第三季度 IDC 成本佔收入百分比為 66%（2019 年第三季度為 71%），而折舊成本佔比為 10%（2019 年第三季度為 16%）。自 2019 年第三季度以來，公司毛利率為正，到 2020 年第三季度達到 6.5%。管理層預計，2021 年毛利率將同比增長 5 個百分點。
- **罕見的獨立 IaaS 提供商。**公司是市場上罕見純“雲”公司，當前股價相當於 9.2 倍 2021 財年預測市銷率。在整個雲服務供應鏈中，具有 IaaS 業務的公司，平均 2021 財年預測市銷率為 7.3 倍，但增速較金山雲低（可比公司 2019-22 財年銷售複合年增長率為 24%，而金山雲為 61%），而輕資產的 SaaS+PaaS 公司的平均價格為 30 倍 2021 財年預測市銷率。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	1,236	2,218	3,956	6,567	10,468
同比增長 (%)	n.a.	79%	78%	66%	59%
調整後 EBITDA (百萬元人民幣)	(338)	(520)	(418)	(227)	248
同比增長 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
淨利潤 (人民幣)	(1,320)	(1,749)	(1,161)	(942)	(728)
每股盈利 (人民幣)	(1.66)	(2.20)	(1.31)	(3.98)	(2.88)
同比增長 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
市銷率 (倍)	77.4	43.1	24.2	14.6	9.1
權益收益率 (%)	n.a.	-43%	-33%	-17%	-12%
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博

未評級

當前股價

US\$60.74

### 中國軟體及 IT 服務

#### 顏宇翔

(852) 3916 3719  
marleyngan@cmbi.com.hk

#### 公司資料

市值(百萬美元)	14,875
3 月平均流通量(百萬美元)	88.73
52 周內股價高/低(美元)	74.67/ 17.01
總股本(百萬)	218

資料來源：彭博

#### 股東結構

金山軟體 (3888 HK)	43.6%
小米集團 (1810 HK)	13.8%
雷軍	13.8%

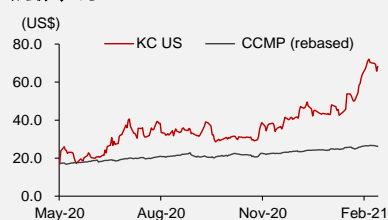
資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	49.5%	45.8%
3-月	90.7%	63.0%
6-月	99.2%	62.4%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永華明

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法例。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。