

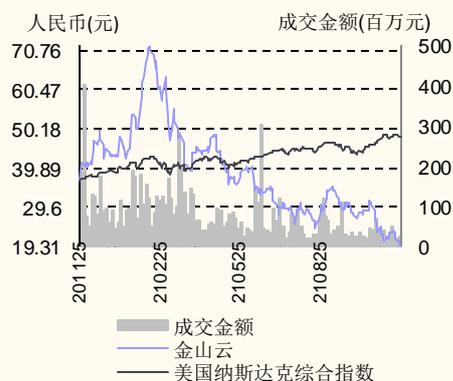
# 金山云 (KC.NASDAQ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (美元): 19.31 美元  
 目标价格 (美元): 43.45-43.45 美元  
 市场数据 (人民币)

沪深 300 指数

4896



## 产品矩阵逐渐丰富，行业云与边缘云驱动增长

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,956.35	6,577.31	9,166.62	12,362.93	16,356.35
营业收入增长率	78.4%	66.2%	37.8%	34.9%	32.3%
毛利额	7.71	356.99	656.17	1,017.93	1,809.23
毛利率%	0.2%	5.4%	7.2%	8.2%	11.1%
归母净利润(百万元)	-1,111.20	-962.20	-1,513.39	-1,473.52	-1,297.41
归母净利润增长率	10.4%	-13.4%	10.9%	-2.6%	-12.0%
摊薄每股收益(元)	-0.34	-0.29	-0.46	-0.45	-0.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 11月24日晚公司发布三季报，前九个月实现营收64.01亿元，同比增长37.52%；归母净亏损11.11亿元，亏损同比扩大29.6%。

### 经营分析

- **核心业务带动营收增长，成本压力加剧亏损。** 3Q21 营收 24.14 亿元，Y/Y 39.62%，Q/Q 11.05%。得益于公有云及行业云的强劲增长。其中公有云实现营收 16.86 亿元，Y/Y 28.7%，连续七个季度实现营收增长，连续两个季度实现亿级提升；行业云实现营收 7.27 亿元，Y/Y 77.67%，Q/Q 16.83%。3Q21 归母净亏损 5.08 亿元，亏损同比扩大 381.34%，环比扩大 130.52%，因折旧摊销等营业成本上升、费用增加所致。
- **公有云客群拓展卓有成效，行业云“铁三角”不断深入突破。** 公司公有云核心客群稳中有升，客户矩阵不断完善，收入来源多元化。报告期内新增客户拼多多，并持续为美团、字节跳动、小米等头部客户提供优质服务。行业云重点布局三大高价值垂直行业，金融领域已覆盖 60% 的中国 Top 10 银行，三季度为某知名股份制银行提供大数据中台建设，并为某金融机构提供数字货币大数据基础平台建设；在医疗领域，公司助力建设国内首个实现省域影像数据共享的云平台（江苏省影像云），建成后将节约医保资金超十亿元；在公共服务领域，公司累计助力上百个地区的新基建，并再次成功入围北京市级政务云，体现公司在政务云板块已获客户广泛认可。
- **作为中立云服务商享受数字经济发展红利，边缘云有望成为新增长驱动力。** 公司作为中立云服务商对客户不存在利益冲突和数据安全威胁，市场份额有望提升。公司核心技术受行业广泛认可，大数据云和 DragonBase 数据库均入选沙利文领导者象限，并持续加码前瞻技术领域，今年 9 月在江苏实现边缘存储节点落地。据 IDC 预测 2023 年 50% 的数据将在边缘进行处理，预计边缘云将成为收入增长新驱动力。预测未来三年营收增速 30%+。

### 盈利调整与投资建议

- 我们根据财报及业绩指引增加折旧摊销等成本，调低收入增速，下调盈利预测。预计 2021-2023 年收入为 91.67 (-18%) / 123.63 (-25%) / 163.56 亿元，归母净利润-15.13 (-50%) / -14.73 (-222%) / -12.97 亿元，给予 2022 年 5 倍 PS，市值为 96.8 亿美元，目标价 43.45 美元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 市场竞争、客户集中、5G 应用不及预期、研发不及预期、中美贸易摩擦。

### 相关报告

- 1.《企业云增收显著，内外双生完善生态体系-金山云 2021 半年报点...》，2021.8.27
- 2.《规模扩张缩窄亏损幅度，中立定位再获新客户-规模扩张缩窄亏损幅...》，2021.3.18
- 3.《视频云、游戏云“特长生”能否弯道超车？-视频云、游戏云“特长...》，2021.2.5

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003  
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开

联系人  
shaoyikai@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3,956	6,577	9,167	12,363	16,356
营业成本	3,949	6,220	8,510	11,345	14,547
毛利	8	357	656	1,018	1,809
销售费用	317	409	704	742	1,063
管理费用	239	380	458	556	654
研发费用	595	775	917	1,113	1,309
<b>营业利润</b>	-1,144	-1,207	-1,423	-1,393	-1,217
利息收入	79	77	17	26	18
利息支出	5	9	12	23	28
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-32	192	0	0	0
其他损益	0	0	0	0	0
除税前利润	-1,102	-947	-1,418	-1,389	-1,227
所得税	9	15	14	14	12
<b>净利润</b>	-1,111	-1,365	-1,513	-1,474	-1,297
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	-1,111	-1,365	-1,513	-1,474	-1,297

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-05	买入		71.00 ~ 71.00
2	2021-03-18	买入		71.34 ~ 71.34
3	2021-08-27	买入		71.34 ~ 71.34

来源：国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402