

证券研究报告—动态报告/行业快评

通信

金山云 2020 Q3 季报点评
超配

(维持评级)

2020 年 11 月 24 日

Q3 企业云高速增长，盈利能力持续改善

证券分析师：程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

证券分析师：陈彤

0755-81981372

chentong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080001

事件：

金山云(纳斯达克: KC.O)近期发布 2020 年第三季度财报显示, 三季度总营收人民币 17.29 亿元, 同比增长 72.6%, 其中公有云业务收入 13.10 亿元, 同比增长 48.1%, 企业云业务收入 4.09 亿元, 同比增长 257.3%; 调整后 EBITDA -0.26 亿元, EBITDA 率-1.5%。

核心观点：

● 2020Q3 企业云实现高速增长，盈利能力持续改善

2020Q3 营收 17.29 亿元 (同比+72.6%)，其中公有云总收入 13.10 亿元 (同比+48.1%)，企业云业务收入 4.09 亿元 (同比+257.3%)，毛利润 1.13 亿元 (同比+5.95%)，毛利率 6.5% (较 2019Q3 增加 4.6pct)。EBITDA -0.26 亿元，EBITDA 率-1.5% (较 2019Q3 增加 8.7pct)。本季度公司业绩表现符合市场预期，企业云增速超市场预期，取得较大进展，盈利能力持续改善。

● 收入结构持续优化，重点客户多元化增加

2020Q3 重点客户数进一步增长至 251 家，新增知乎等重点企业客户，客户多元性增加。在基础业务上，公司云分发业务占比下降、云计算及存储业务占比提升，整体盈利能力增强。行业上，公司仍然专注于视频、游戏、在线教育等公有云领域，并在公共服务、金融、医疗三大企业云服务领域取得突破，塑造行业竞争优势。

● 规模效应提升，成本费用率同环比下降

2020Q3，IDC 成本 10.6 亿元，占总成本 65.6% (较 2019Q3 下降 5.7pct)；折旧与摊销成本 1.57 亿元，占总成本 9.7% (较 2019Q3 下降 5.9pct)，本季度公司部分电子产品的折旧年限由 3 年调整为 4 年期；其他直接相关成本约 3.99 亿元，占总成本 24.7% (较 2019Q3 提升 11.7pct)。本季度扣除折旧政策改变的影响后，公司盈利能力仍然得到较大的提升。三大费用率环比显著降低，同比持续改善。

● 产能稳健扩张，塑造垂直领域核心竞争力

公司自建 IDC，天津数据中心一期将于 2021 年交付，产能稳步扩张，将继续坚持服务优质企业客户、专注垂直领域的发展战略。在公有云服务上，公司目前已经打造了视频+VR、视频沉浸式体验等产品，并与绝大多数 TOP 20 视频企业建立密切合作关系；游戏业务上，目前已经具备底层技术能力，随着游戏云业务模式的改变，有望迎来突破。企业云服务上，公司充分发挥在公共服务领域的传统优势，开展智慧城市、智慧中台项目建设；金融行业上，公司加大和重点金融集团的合作，并通过投资偶数科技，打造数据库核心竞争力；医疗云业务上，公司把握住了医疗云发展的契机，打造了行业标杆项目建设，长期看仍具有较好的发展前景。

● 相对估值：低于云计算厂商整体估值水平，长期看仍有较好增长空间

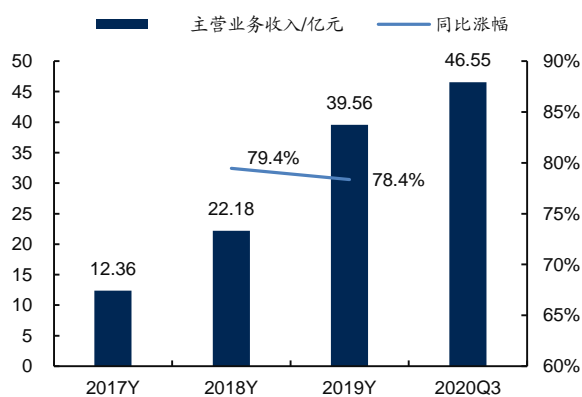
维持盈利预测区间，预计 2020-2022 年营业收入 65.4/103/160 亿元，同比增速 65/57/55%，当前股价对应 EV/SALES=7.7/4.9/3.1X。市场预期，阿里巴巴 2020 年营收 6813 亿元，当前股价对应 EV/SALES 为 6.8X，市场预期阿里云对应 PS 倍数为 10-15X；市场预期，腾讯云 2020 年营收 4868 亿元，当前股价对应 EV/SALES 为 9.8X，市场预期腾讯云对应 PS 倍数为 9-10X；市场预期，优刻得 2020 年营收 21 亿元，当前股价对应 EV/SALES 为 11X。金山云估值水平低于云计算厂商整体估值水平。公司作为国内领先的独立第三方云平台，在互联网领域和几大垂直领域具有核心竞争力，将继续享有云计算、互联网行业高速发展红利，受益于企业多云部署需求，公司长期策略稳定、运营能力良好、盈利能力持续改善，长期看仍有较好增长空间。

评论:

2020Q3 营收 17.29 亿元（同比+72.6%），其中公有云总收入 13.10 亿元（同比+48.1%），企业云业务收入 4.09 亿元（同比+257.3%），本季度公司业绩表现符合市场预期，企业云增速超市场预期，占比进一步提升至 27%，取得较大进展，盈利能力持续改善。

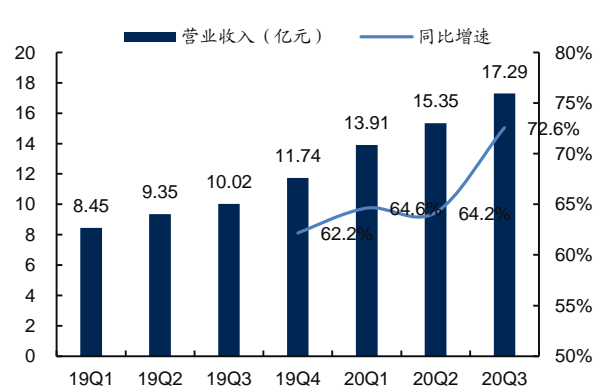
重点客户数进一步增长至 251 家，客户多元性增加，新增知乎等重点企业客户。行业上看，公司仍然专注于视频、游戏、在线教育等公有云服务，以及公共服务、金融、医疗三大企业云服务领域。1）公共服务云，在智慧城市建设、梅州工业互联网项目、赤壁大数据中心、以及城市数据中台项目上取得突破；2）金融云，中标某大型国有银行、某全国性商业银行、某超大型政策性银行、以及福彩中心等项目；3）医疗云，在四川天府健康云、重庆影像云项目取得突破，塑造行业竞争优势。

图 1：金山云营业收入及增速（单位：亿元、%）



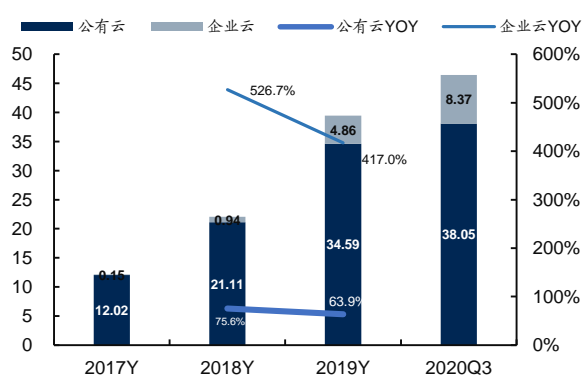
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：金山云单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



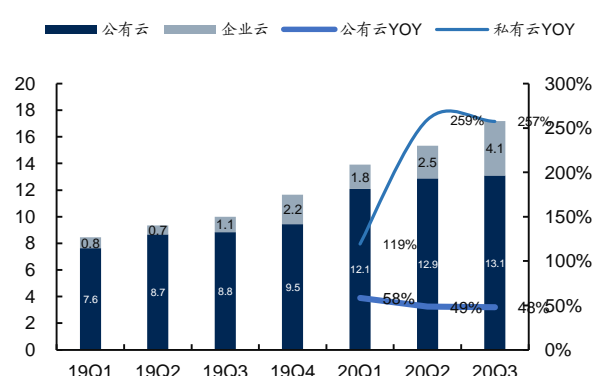
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：金山云分项营收及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

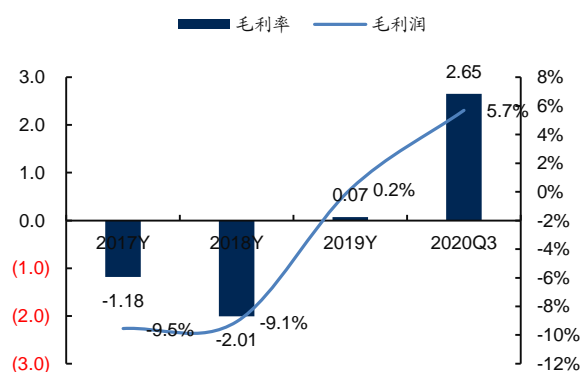
图 4：金山云单季度分项营收及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

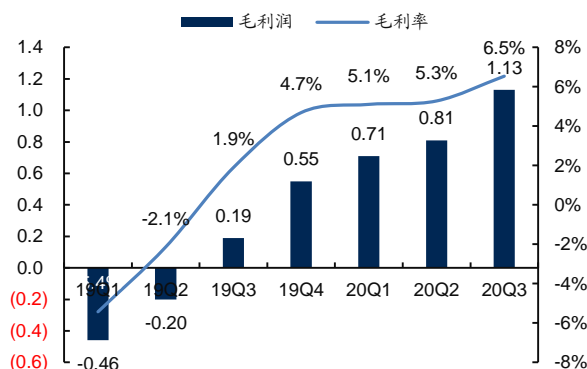
规模效应进一步显现，成本结构不断优化：2020Q3，金山云营业成本 16.16 亿元（同比+64.4%），毛利润 1.13 亿元（同比+5.95%），毛利率 6.5%（较 2019Q3 增加 4.64pct）。2020Q3，IDC 成本 10.6 亿元，占总成本 65.6%（较 2019Q3 下降 5.7pct），主要包括数据中心的租赁费用、电费支出以及带宽成本；折旧与摊销成本 1.57 亿元，占总成本 9.7%（较 2019Q3 下降 5.9pct），本季度公司部分电子产品的折旧年限由 3 年调整为 4 年期；其他直接相关成本约 3.99 亿元，占比 24.7%（较 2019Q3 提升 11.7pct），这部分成本的增加主要由于公司购买新的安装设备相关以及企业服务收入占比增加导致的人员、维护费用的提升。本季度扣除折旧政策改变的影响后公司盈利能力仍然得到较大的提升。

图 5: 金山云毛利润及毛利率 (单位: 亿元、%)



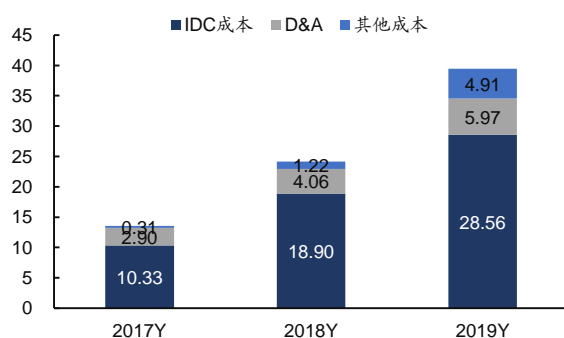
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 金山云单季毛利润及毛利率 (单位: 亿元、%)



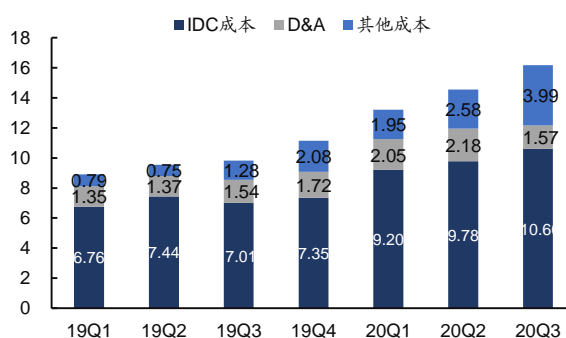
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 金山云成本结构 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 金山云单季成本结构 (单位: 亿元、%)

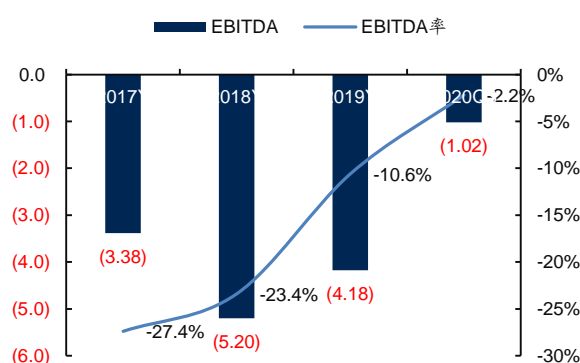


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运营效率稳步提升, 费用率同环比下降: 2020Q3, 公司 EBITDA -0.26 亿元, EBITDA 率-1.50% (较 2019Q3 增加 8.7pct)。从趋势上看, 随着规模效应的进一步显现, 公司运营管理效率稳步提升, 三大费用率持续压缩。

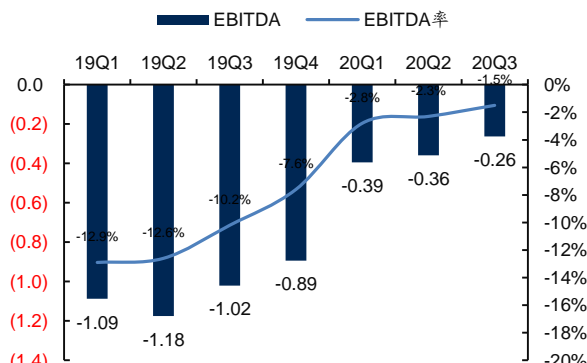
2020Q3 管理-一般行政支出 0.91 亿元, 管理费用率 (%R) 5.3%, 销售费用支出 0.97 亿元, 销售费用率 5.6%, 研发费用支出 1.68 亿元, 研发费用率 9.7%。2020Q2 公司首发上市, 由于股权激励等项目计提, 单季度费用率同环比提升, 目前已经恢复至正常费用率水平, 从趋势上看, 随着公司业务进展费用率将进一步压缩。

图 9: 金山云 EBITDA 及 EBITDA 率 (亿, %)



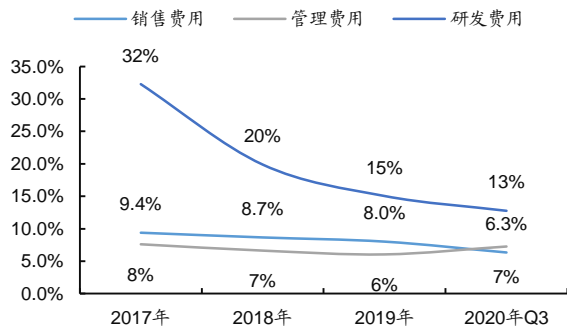
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 金山云单季度 EBITDA 及 EBITDA 率 (亿, %)



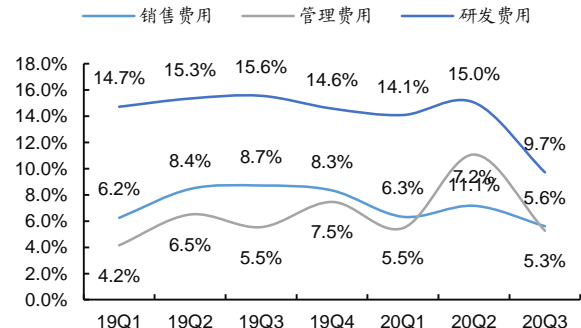
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 金山云费用率变化情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 金山云单季费用率变化情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能稳健扩张, 塑造垂直领域核心竞争力: 公司自建 IDC, 天津数据中心一期将于 2021 年交付, 产能稳步扩张。公司一贯坚持重点服务优质企业客户、专注垂直领域的发展战略。在公有云服务上, 公司目前已经打造了视频+VR、视频沉浸式体验等产品, 并与绝大多数 TOP 20 视频客户建立密切合作关系; 游戏业务上, 目前已经具备底层技术能力, 有望随着游戏云业务模式的改变, 迎来突破。企业云服务上, 公司充分发挥在公共服务领域的传统优势, 开展智慧城市、智慧中台项目建设; 金融行业上, 公司加大和重点金融集团的合作, 并通过投资偶数科技, 打造数据库核心竞争力; 医疗云业务上, 公司把握住了医疗云发展的契机, 打造了行业标杆项目建设, 长期看仍具有较好的发展前景。

相对估值: 显著低于云计算厂商整体估值水平。 维持盈利预测区间, 预计 2020-2022 年营业收入 65.4/103/160 亿元, 同比增速 65/57/55%, 当前股价对应 EV/SALES=7.7/4.9/3.1X。市场预期, 阿里巴巴 2020 年营收 6813 亿元, 当前股价对应 EV/SALES 为 6.8X, 市场预期阿里云对应 PS 倍数为 10-15X; 市场预期, 腾讯云 2020 年营收 4868 亿元, 当前股价对应 EV/SALES 为 9.8X, 市场预期腾讯云对应 PS 倍数为 9-10X; 市场预期, 优刻得 2020 年营收 21 亿元, 当前股价对应 EV/SALES 为 11X。金山云估值水平低于云计算厂商整体估值水平。公司作为国内领先的独立第三方云平台, 在互联网领域和几大垂直领域具有核心竞争力, 将继续享有云计算、互联网行业高速发展红利, 受益于企业多云部署需求, 公司长期策略稳定、运营能力良好、盈利能力持续改善, 长期看仍有较好增长空间。

代码	公司简称	股价	总市值 /亿	EV /亿元	SALES/亿元				EV/SALES			
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
KC.O	金山云	USD35.77	USD 78	503	39.6	65.4	102.9	160.0	12.7	7.7	4.9	3.1
9988.HK	阿里巴巴	HKD253.00	HKD54,298	46,072	5,097.1	6,813.1	8,632.1	10,958.7	9.0	6.8	5.3	4.2
0700.HK	腾讯控股	HKD588.00	HKD56,358	47,819	3,772.9	4,868.4	6,035.2	7,369.8	12.7	9.8	7.9	6.5
688158.SH	优刻得	CNY55.04	CNY233	233	15.2	20.9	29.0	40.8	15.4	11.1	8.0	5.7
0909.HK	明源云	HKD36.85	HKD710	603	12.8	17.5	24.3	33.3	46.9	34.4	24.8	18.1

资料来源: WIND、公司年报、WIND 盈利预测; 金山云收入预期: 国信证券经济研究所预测

风险提示:

- 1、云计算行业整体发展增速低于预期, 企业上云进程放缓;
- 2、国内云计算厂商竞争加剧, 价格竞争致使企业毛利率进一步压缩, 企业盈利不及预期;
- 3、金山云在细分领域服务及创新不达预期, 大客户出现流失, 客户粘性下降。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2249	5484	4159	3039	营业收入	3956	6541	10292	15999
应收款项	1859	3022	4755	7433	营业成本	3949	6214	9366	13919
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	595	785	823	1280
其他流动资产	43	52	82	142	销售费用	317	523	669	960
流动资产合计	4150	8559	8997	10615	管理费用	239	393	515	800
固定资产	1721	2304	2509	2713	财务费用	5	(90)	(117)	(86)
无形资产及其他	7	7	7	7	投资收益	0	10	10	10
投资性房地产	39	39	39	39	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	115	115	115	115	其他收入	46	0	0	0
资产总计	6032	11023	11666	13488	营业利润	(1102)	(1273)	(954)	(864)
短期借款及交易性金融负债	100	0	0	0	营业外净收支	0	10	10	10
应付款项	1255	1908	2770	4220	利润总额	(1102)	(1263)	(944)	(854)
其他流动负债	1065	1662	2378	3595	所得税费用	9	(13)	(9)	(9)
流动负债合计	2420	3571	5148	7816	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	74	74	74	74	归属于母公司净利润	(1111)	(1251)	(935)	(846)
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	75	75	75	75					
负债合计	2495	3645	5223	7891	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	(1111)	(1251)	(935)	(846)
股东权益	3537	7378	6443	5598	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	6032	11023	11666	13488	折旧摊销	605	767	1146	1596
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	5	(90)	(117)	(86)
					营运资本变动	(35)	77	(186)	(70)
					其它	0	0	0	0
					经营活动现金流	(542)	(406)	25	680
					资本开支	(1280)	(1350)	(1350)	(1800)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(1389)	(1350)	(1350)	(1800)
					权益性融资	0	5092	0	0
					负债净变化	(100)	0	0	0
					支付股利、利息	0	0	0	0
					其它融资现金流	665	(100)	0	0
					融资活动现金流	465	4992	0	0
					现金净变动	(1466)	3236	(1325)	(1120)
					货币资金的期初余额	3715	2249	5484	4159
					货币资金的期末余额	2249	5484	4159	3039
					企业自由现金流	(1863)	(1865)	(1460)	(1225)
					权益自由现金流	(1298)	(1876)	(1345)	(1140)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

《国信证券-行业专题-海外云相关行业简析之万国数据》 ——2020-11-09

《通信行业 2020 年 11 月投资策略暨三季报总结: 寒冬已至, 期待反转》 ——2020-11-04

《国信证券-行业专题-海外云相关行业简析之金山云: 国内领先独立第三方云平台》 ——2020-10-19

《通信行业 2020 年 10 月投资策略暨重点公司三季报前瞻: 关注三季报绩优及低估值标的》 ——2020-10-12

《国信通信--专题报告--硅光模块大有可为》 ——2020-09-21

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032