

证券研究报告—动态报告/行业快评

通信

金山云 2020 年财报点评
超配

(维持评级)

2021 年 03 月 19 日

Q4 业绩符合预期，企业云维持高增长

证券分析师：马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002
证券分析师：付晓钦 0755-81982929 fuxq@guosen.com 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120003

事件：

金山云(纳斯达克：KC.O)近期发布 2020Q4 及全年财报，2020 年 4 季度营业收入 19.23 亿元(同比+63.8%)，毛利润 0.93 亿元(同比+70.5%)，调整后 EBITDA -0.175 亿元，调整后 EBITDA Margin-0.9%(同比提升 6.7pct)；2020 财年总营收 65.77 亿元，(同比+66.2%)；毛利润 3.57 亿元，毛利率 5.4%，调整后 EBITDA -1.19 亿元，调整后 EBITDA 率-1.8%(同比提升 8.8pct)。

核心观点：

● 2020Q4 业绩符合预期，企业云维持高增长

2020Q4 营收 19.23 亿元(同比+63.8%)，其中公有云总收入 13.62 亿元(同比+44%)，企业云收入 5.40 亿元(同比+143%)；毛利润 0.93 亿元(同比+69.1%)，毛利率 4.8%(较 2020Q4 增长 0.2pct)，本季度业绩基本符合预期，盈利能力持续改善，EBITDA 已经基本达到盈亏平衡。本季度公有云项目维持中高速增长，企业云项目集中交付，维持高增长，公司整体的增速高于行业平均水平，市场地位继续得到巩固。

● 打造互联网+垂直行业特色产品线，重点客户多元化增加

2020Q4 公司继续坚持“互联网+垂直行业”的发展战略，根据 IDC 报告，公司 2020 年前三季度保持我国互联网行业前三的市场地位，公共服务、金融、医疗企业云上持续取得突破。本季度客户数量进一步增长至 322 家，新增客户包括知乎、声网、虎牙、Bigo、搜狗等互联网公司，同时也增加包括新东方、vipkid 等教育公司以及中信银行、华夏银行等金融机构客户，客户多元化增加，前十大客户集中度持续下降。

● 规模效应提升，EBITDA 基本达到盈亏平衡

2020Q4，金山云营业成本共 18.30 亿元，毛利润 0.93 亿元，毛利率 4.8%(同比增加 0.1pct)，随着公司规模的进一步扩大，IDC 成本支出占比下降至 52.7%(较 20Q3 降低 8.6pct)，折旧摊销成本下降至 9.2%(较 20Q3 降低 0.5pct)，公司整体保持稳定的研发费用支出和销售投入，受益于管理效率提升，三大费用率整体进一步压缩。

● 相对估值：维持盈利预测，持续看好公司增长潜力

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=10.3/6.5/4.2X。市场预期，阿里巴巴 2020 年营收 6790 亿元，当前股价对应 EV/SALES 为 5.9X，市场预期阿里云对应 PS 倍数为 12-15X；市场预期，腾讯控股 2020 年营收 4868 亿元，当前股价对应 EV/SALES 为 10.3X，市场预期腾讯云对应 PS 倍数为 12-13X；市场预期，优刻得 2020 年营收 21 亿元，当前股价对应 EV/SALES 为 8X。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，我们认为将继续享有云计算、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，我们持续看好公司的增长潜力。

评论：

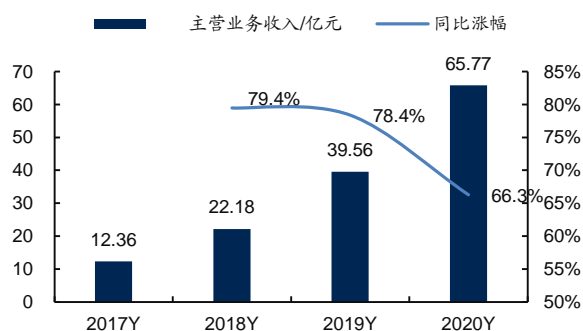
2020Q4 业绩符合预期，企业云维持高增长。2020Q4 营收 19.23 亿元(同比+63.8%)，其中公有云总收入 13.6 亿元(同比+44%)，企业云收入 5.4 亿元(同比+143%)；毛利润 0.93 亿元(同比+69.1%)，毛利率 4.8%(较 2020Q4 增长

0.2pct),本季度收入基本符合预期,盈利能力持续改善,EBITDA已经基本达到盈亏平衡。本季度公有云项目维持中高速增长,企业云项目集中交付确认收入,实现较高增速,公司整体的增速高于行业平均水平,市场地位继续得到巩固。

重点客户多元化增加,头部客户集中度下降。本季度客户数量进一步增长至322家,新增客户包括知乎、声网、虎牙、Bigo、搜狗等互联网公司,同时也增加包括新东方、vipkid等教育公司以及中信银行、华夏银行等金融机构客户,客户多元化增加,前十大客户集中度持续下降。

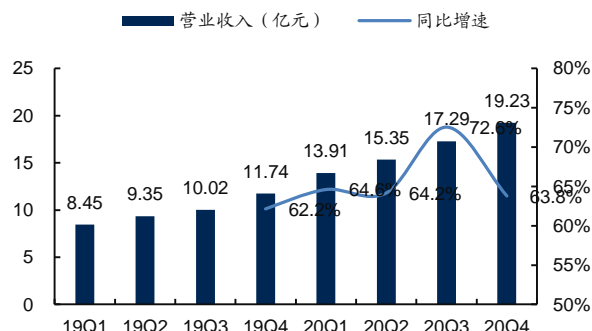
行业上看,公司仍然专注于视频、游戏、在线教育等公有云服务,以及公共服务、金融、医疗三大企业云服务领域。**1) 公共服务云**,作为全国“东数西算”产业联盟头部企业落户甘肃省,并与全国22个地区签约智慧城市项目;**2) 金融云**,满足头部金融机构上云需求,全新扩展城商行、农信、保险等领域,帮助中信银行提供数据湖建设服务,并为某大型国有银行提供高稳定的云服务;**3) 医疗云**,本季度公司助力武汉市卫健委建设全面健康信息市区一体化平台。

图 1: 金山云营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



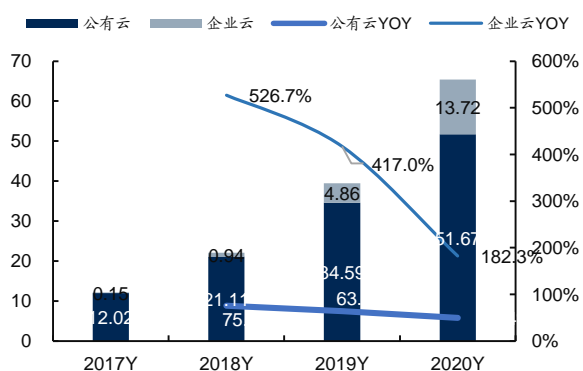
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 金山云单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



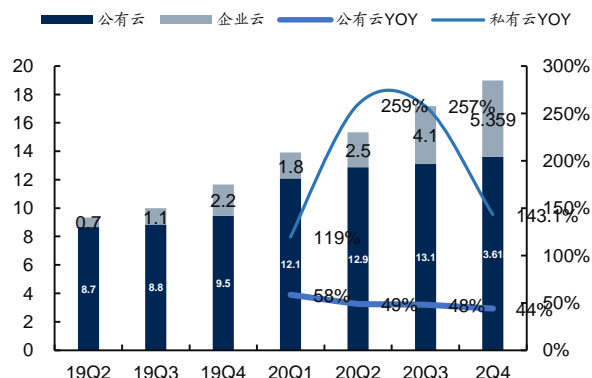
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

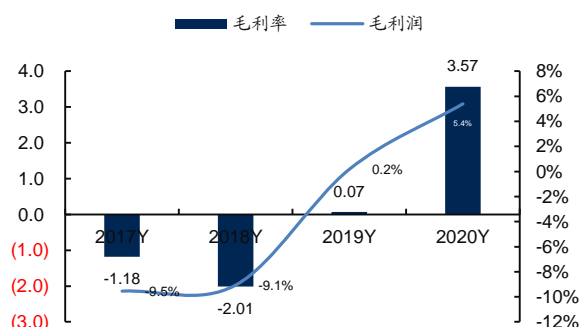
图 4: 金山云单季度分项营收及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

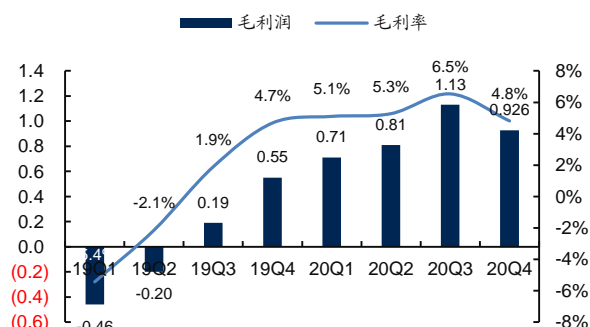
规模效应进一步显现, IDC 及折旧摊销占比下降:2020Q4,金山云营业成本共18.30亿元,毛利润0.93亿元,毛利率4.8%(同比增加0.1pct),随着公司规模的进一步扩大,成本中占比最高的IDC项占比下降至52.7%(较20Q3降低8.6pct),折旧摊销成本下降至9.2%(较20Q3降低0.5pct)。

图 5: 金山云毛利润及毛利率 (单位: 亿元、%)



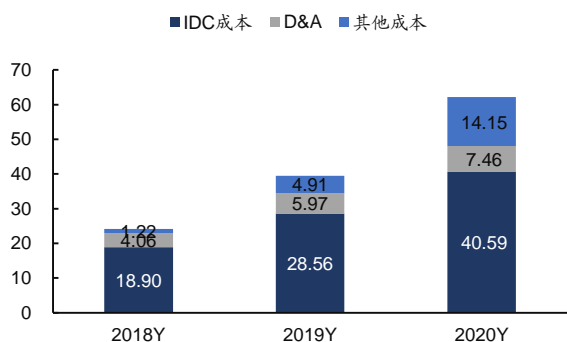
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 金山云单季毛利润及毛利率 (单位: 亿元、%)



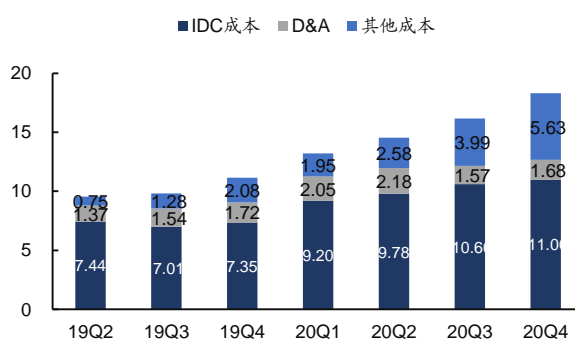
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%)

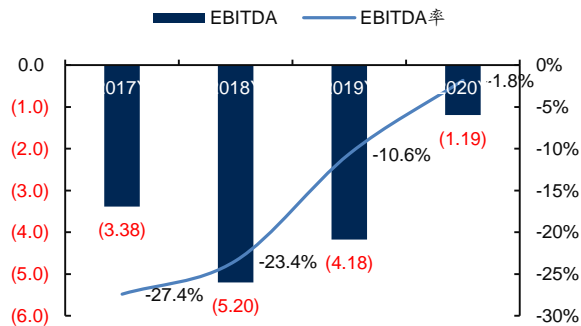


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用率整体持续降低, EBITDA 基本达到盈亏平衡: 2020Q4, 公司 EBITDA -0.175 亿元, EBITDA 率-0.90% (较 2019Q4 增加 6.7pct)。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, 三大费用率整体进一步压缩。

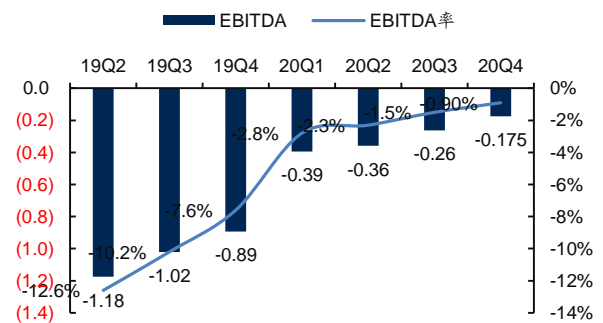
2020Q4 管理-一般行政支出 0.42 亿元, 管理费用率 (%R) 2.2% (同比下降 5.3pct), 销售费用支出 1.15 亿元, 销售费用率 5.6%, 研发费用支出 1.81 亿元, 研发费用率 9.4%。本季度公司维持较高的研发投入, 研发费用率保持中高水平, 同时积极开拓新客群, 销售费用率小幅提升, 本季度管理费用率同比下降幅度较大, 主要是 IPO 相关费用已经基本计提完毕, 公司管理效率持续优化。

图 9: 金山云 EBITDA 及 EBITDA 率 (亿, %)



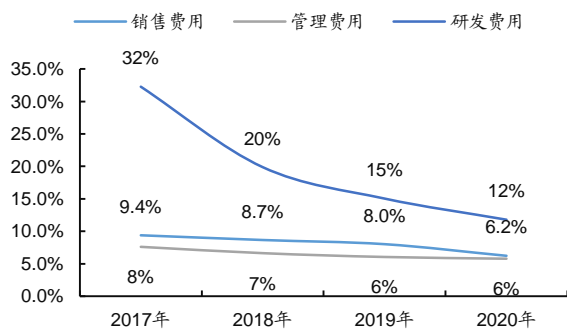
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 金山云单季度 EBITDA 及 EBITDA 率 (亿, %)



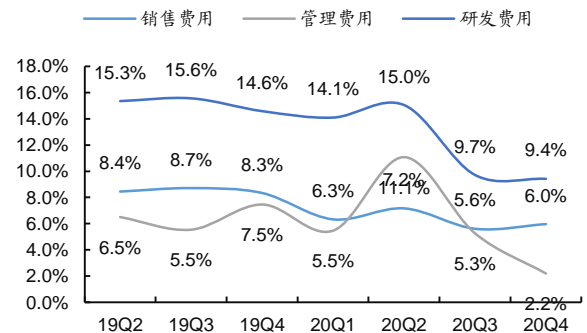
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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, 公司优质客户群体不断扩大, 强化视频云领先地位; 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。企业云业务, 在公共服务领域, 公司入驻国家级产业联盟, 推进智慧化升级; 金融云业务, 满足头部金融机构上云需求; 医疗云业务, 公司全面拥抱大健康产业, 省市级医疗云再次取得突破。

相对估值: 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=10.3/6.5/4.2X。市场预期, 阿里巴巴 2020 年营收 6790 亿元, 当前股价对应 EV/SALES 为 5.9X, 市场预期阿里云对应 PS 倍数为 12-15X; 市场预期, 腾讯控股 2020 年营收 4868 亿元, 当前股价对应 EV/SALES 为 10.3X, 市场预期腾讯云对应 PS 倍数为 12-13X; 市场预期, 优刻得 2020 年营收 21 亿元, 当前股价对应 EV/SALES 为 8X。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, 我们认为将继续享有云计算、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, 维持盈利预测, 持续看好公司长期增长潜力。

附表：可比公司相对估值

代码	公司简称	股价	总市值 /亿	EV /亿元	SALES			EV/SALES		
					20E	21E	22E	20E	21E	22E
KC.O	金山云	USD 47.43	103	672	65.4	102.9	160.0	10.3	6.5	4.2
9988.HK	阿里巴巴	HKD 222.60	48,280	40,394	6,790.0	8,553.0	10,664.0	5.9	4.7	3.8
0700.HK	腾讯控股	HKD 624.50	59,918	50,131	4,868.4	6,035.2	7,369.8	10.3	8.3	6.8
688158.SH	优刻得	CNY 39.50	167	167	20.9	29.0	40.8	8.0	5.7	4.1
688316.SH	青云科技	CNY 84.85	40	40	4.3	5.9	8.5	9.4	6.8	4.7
0909.HK	明源云	HKD 40.55	781	654	17.5	24.3	33.3	37.4	26.9	19.6

资料来源：WIND、公司年报、金山云收入预期为国信证券经济研究所预测，其余为 WIND/Bloomberg 一致预期；国信证券经济研究所预测，截至 20210317

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)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2249	5425	4110	3644	营业收入	3956	6541	10292	15999
应收款项	1859	3022	4755	7433	营业成本	3949	6083	9366	13919
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	595	654	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	8499	8947	11219	管理费用	239	229	309	480
固定资产	1721	2690	3156	3092	财务费用	5	(86)	(108)	(82)
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	11350	12264	14472	营业利润	(1102)	(852)	(757)	(548)
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	1809	2712	4137	利润总额	(1102)	(842)	(747)	(538)
其他流动负债	1065	1548	2287	3458	所得税费用	9	(8)	(7)	(5)
流动负债合计	2420	3357	4999	7595	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	74	197	209	353	归属于母公司净利润	(1111)	(834)	(739)	(533)
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	75	198	210	354	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2495	3555	5208	7948	净利润	(1111)	(834)	(739)	(533)
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	3537	7795	7056	6523	折旧摊销	605	831	1334	1865
负债和股东权益总计	6032	11350	12264	14472	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	5	(86)	(108)	(82)
					营运资本变动	(35)	(136)	(122)	(142)
					其它	0	0	0	0
					经营活动现金流	(542)	(139)	473	1190
					资本开支	(1280)	(1800)	(1800)	(1800)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(1389)	(1800)	(1800)	(1800)
					权益性融资	0	5092	0	0
					负债净变化	(100)	123	12	144
					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	5115	12	144
					现金净变动	(1466)	3176	(1315)	(466)
					货币资金的期初余额	3715	2249	5425	4110
					货币资金的期末余额	2249	5425	4110	3644
					企业自由现金流	(1863)	(2044)	(1454)	(711)
					权益自由现金流	(1298)	(1936)	(1335)	(486)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《运营商专题：5G 时代运营商的业绩弹性与价值重估》 ——2021-03-09
- 《通信行业周报 2021 年第 01 期：运营商降费政策力度减弱，共建共享再迎利好》 ——2021-03-08
- 《通信行业 3 月投资策略：关注两会主题，持续推荐细分龙头和运营商》 ——2021-03-05
- 《通信行业 21 年 2 月投资策略暨 20 年年报业绩前瞻：精选业绩高增长标的，持续关注运营商》 ——2021-02-04
- 《国信证券-行业专题-海外云相关行业简析之 Equinix：全球第三方 IDC 龙头》 ——2021-01-25

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