公司研究

3Q24 调整 EBITDA 率实现 9.8%，来自小米&金山软件生态的收入有望加速增长

—— 金山云（3896.HK）3Q24 业绩点评

要点

事件：公司发布 3Q24 业绩，实现总收入 18.9 亿元，同比增长 16.0%，主要受益于 AI 业务加速增长。3Q24 毛利润 3.0 亿元，同比增长 54.6%；毛利率 16.1%，同比提升 4.0pcts，系公司收入结构改善（AI 等高毛利率业务营收占比提升+低毛利率的 CDN 业务战略收缩）、优化行业云项目选择及有效的成本控制。3Q24 经调整 EBITDA 利润 1.85 亿元，经调整 EBITDA 利润率达 9.8%，作为对比，本季度阿里云经调整 EBITDA 率为 9.0%。

持续赋能小米&金山生态系统，2025-27 三年框架协议收入上限总额达 113 亿元。11 月 19 日公司发布关联交易公告， 2025-2027 年公司预计将继续为金山软件和小米集团提供云服务（包括但不限于云存储、云计算、算力服务、综合云解决方案，以及技术支持、维护升级等其他相关或相似服务），同时受益于 1)金山软件：办公业务 WPS AI 商业化推进+云游戏发行和运营；2)小米集团：小米汽车智能驾驶训练研发+自动驾驶数据存储+手机×AIoT 分部的持续发展，公司来自生态系统收入有望持续增长。根据公告，金山云在 2025-2027 三年来自金山软件+小米集团的收入上限分别为 27.8/37.4/48.1 亿元，加总金额达 113 亿元(vs 2023 年来自小米+金山软件营收 11 亿元）。

3Q24 公有云营收回归双位数增长，AI 布局已初见成效。3Q24 公有云实现收入 11.8 亿元，同比增长 15.6%，主要受益于 AI 收入提升；但环比下降 4.8%，主要系该季度公司继续主动减少 CDN 业务规模。**AI 方面，**3Q24 AI 收入达 3.6 亿元，占公有云业务收入的 31%。AI 业务的扩张带动公司客户与行业分布实现进一步多元化：1）目前金山云已覆盖多数业内头部通用 AI 公司；2）AI 的发展带动公司数据清洗业务算力及存储需求实现快速增长；3）公司在自动驾驶和智能机器人领域实现新突破。

行业云持续深耕优势细分领域，重视项目的盈利能力+可持续性。3Q24 行业云实现收入 7.1 亿元，同比/环比增加 16.7%/8.0%。公司持续聚焦公共服务领域，与珠海高新区签订合作协议，助力珠海布局“云上智城”新基建；助力深圳国家高技术产业创新中心完成大湾区数据要素化平台建设；投建的上海数产云和云南省国资云正式上线运营。此外，金山云围绕客户场景持续打磨技术，在医疗健康和金融领域做深做强标杆项目。

盈利预测、估值与评级：3Q24 公司的调整 EBITDA 率在前两个季度转正基础上继续稳步向好，且同比大幅提升 12.6pct，彰显公司经营的强劲增长动能。我们认为，金山云作为小米&金山生态系统内的唯一战略云平台，来自于生态的营收弹性可期、盈利能力有望持续改善，我们预计公司调整经营利润率有望于 2025 转正。考虑到 3Q24 公司一次性计提长期资产减值，我们下调 2024 年归母净利润至-20.9 亿元，但上调 2025-2026 年归母净利润至-2.1/+1.6 亿元，上调公司为“买入”评级。

风险提示：云行业竞争加剧、行业云拓展不及预期、AI 进展不及预期等

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8180.1	7047.5	7687.9	9310.5	10684.1
营业收入增长率（%）	-9.7	-13.8	9.1	21.1	14.8
归母净利润（百万元）	-2658.2	-2176.3	-2085.2	-210.0	158.9
经调整归母净利润	-1963.7	-1283.8	-908.4	69.3	479.5
每股营收（元）	2.3	2.0	2.0	2.4	2.8
PS	1.4	1.9	1.6	1.3	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-21，汇率 1HKD=0.9243 RMB

买入（上调）

当前价：3.42 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：黄铮

执业证书编号：S0930524070009

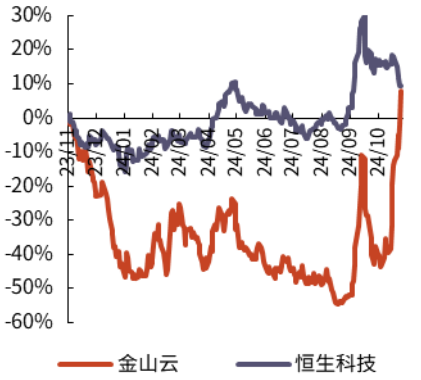
021-52523825

huangzheng1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	38.05
总市值(亿港元):	130.14
一年最低/最高(港元):	1.08-3.85
近 3 月换手率（%）:	173.4

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	133.1	140.9	29.8
绝对	129.5	165.1	37.9

资料来源：Wind

相关研报

盈利能力改善明显，但 CDN 缩减+AI 供给短缺或导致营收短期承压——金山云 2Q23 业绩点评（2023-08-25）

毛利率持续改善，AI 营收或将于 2024 年更大规模发力——金山云 3Q23 业绩点评（2023-11-24）

4Q23 AI 收入环比提升显著，2024 年经调整 EBITDA 有望实现转正——金山云（4Q23 及 2023 年度业绩点评（2024-03-22）

1Q24 调整 EBITDA 首次转正，成立全资子公司积极把握 AI 发展机遇——金山云 1Q24 业绩点评（2024-05-26）

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	8,180	7,047	7,688	9,311	10,684
公有云服务	5,360	4,382	4,907	6,390	7,622
行业云服务	2,817	2,664	2,779	2,918	3,061
其他	3	2	2	2	2
营业成本	-7,751	-6,197	-6,367	-7,258	-8,176
毛利	430	850	1,321	2,052	2,508
销售费用	560	460	492	531	609
管理费用	1,150	1,060	846	512	534
研发费用	971	785	923	959	1,047
营业利润	-2,251	-1,455	-939	51	318
财务成本净额	57	68	192	233	160
其它收入	-323	48	65	281	200
其他开支	33	691	1,024	309	199
税前利润	-2,664	-2,166	-2,090	-210	159
所得税开支	24	18	10	10	8
净利润	-2,688	-2,184	-2,100	-220	151
经调整净利润	-1,195	-1,994	-1,291	-923	59
少数股东权益	30	7	15	10	8
归母净利润	-2,658	-2,176	-2,085	-210	159
经调整归母净利润	-1,964	-1,284	-908	69	479
EBIT	-2,578	-2,090	-1,898	23	319
EBITDA	-1,449	-1,924	-631	1,369	1,810
经调整 EBITDA	-755	-265	545	1,649	2,130

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	17,316	15,070	14,459	15,513	16,901
流动资产	9,048	6,098	7,084	7,942	8,469
现金及短期投资	3,419	2,255	3,460	4,190	4,808
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	2,649	1,796	1,903	2,765	2,644
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	2,980	2,047	1,721	987	1,017
非流动资产	8,268	8,972	7,376	7,571	8,432
长期投资	274	260	260	260	260
固定资产净额	1,008	834	-629	-345	367
其他非流动资产	6,986	7,878	7,745	7,657	7,804
总负债	7,733	7,824	9,105	10,379	11,616
流动负债	6,659	6,829	8,000	8,749	9,511
应付账款	2,730	2,737	2,865	3,339	3,843
短期借贷	910	1,111	1,969	1,746	1,582
其它流动负债	3,019	2,981	3,165	3,664	4,086
长期负债	1,074	996	1,105	1,630	2,105
长期债务	413	40	240	440	640
其它	661	956	865	1,190	1,465
股东权益合计	9,583	7,246	5,354	5,134	5,285
股东权益	8,801	6,890	5,013	4,803	4,962
少数股东权益	782	356	341	331	323
负债及股东权益总额	17,316	15,070	14,459	15,513	16,901

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	189	-169	533	2,398	2,914
净利润	-2,658	-2,176	-2,085	-210	159
折旧与摊销	1,157	174	1,266	1,346	1,491
营运资本变动	138	860	21	-389	625
其它	-114	973	1,331	1,651	640
投资活动现金流	-33	-673	-313	-1,737	-2,446
资本性支出净额	-1,403	-1,965	-600	-2,100	-2,600
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	-66	14	0	0	0
其它资产变化	1,436	1,278	287	363	154
自由现金流	1,353	-861	889	410	592
融资活动现金流	-1,152	-228	984	69	150
股本变动	957	0	208	0	0
净债务变化	-498	-172	1,058	-23	36
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	-1,611	-56	-283	92	114
净现金流	-996	-1,070	1,204	730	618

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP