

计算机

2025 年 02 月 11 日

金山云

(03896)

——金山小米生态核心云厂，AI+智驾乘风而上

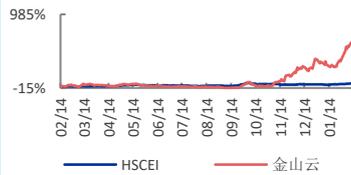
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 02 月 10 日

收盘价（港币）	9.33
恒生中国企业指数	7946.81
52 周最高/最低（港币）	9.58/1.08
H 股市值（亿港元）	355.03
流通 H 股（百万股）	3,805.28
汇率（人民币/港币）	1.0863

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
李国盛 A0230521080003
ligs@swsresearch.com
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

联系人

夏嘉励
(8621)23297818×
xiajl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **金山云是金山小米生态核心云服务商。**截至 24 年 6 月 30 日，金山软件持股 37.4%，小米集团直接及间接共持股 12.25%。金山云董事长为雷军先生；CEO 为邹涛先生，邹涛先生同时亦担任金山软件 CEO、金山办公董事长。从业务结构看，公有云服务收入占比超过六成，以 IaaS 层的计算、存储和分发为主，是后续主要增长动力；行业云服务为金融、医疗等行业提供行业特定解决方案，经营较为稳定。邹涛先生 22 年接任公司 CEO 后一方面进行收入结构调整及人工智能转型，另一方面与金山软件、小米生态加强业务合作，签订框架协议。金山云 23 年来自金山软件+小米的收入为 11 亿元，24 年底续签战略框架协议，25-27 年合计云服务年度上限金额为 28/37/48 亿元，同比增长 41%/35%/29%，保证公司收入增长基本盘。
- **弹性一：DeepSeek 为代表的低成本路线有望加速国内 AI 渗透，为云厂带来更强规模效应提升 ROI。**国内 AI 云服务需求 24 年已开始高速增长，根据 IDC 数据，24H1 国内 GenAI IaaS 市场同比增长 203.6%；远超整体 IaaS 市场增速（同比增长 5.2%）。AI 对于云业务的拉动已在阿里巴巴、百度、金山云等公司报表上体现。25 年 2 月，DeepSeek-R1 模型开源，在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版；需求端：根据杰文斯悖论，DeepSeek 代表的低成本路线会带来更大 AI 渗透率提升，将加速企业数字化转型上云，规模效应下进一步提升云业务利润率，供给端：推理需求加速，ASIC 芯片，算力选择多元化、国产化，云厂有望实现成本优化。
- **弹性二：小米建立人车家全生态，加大 AI 投入。**从人才、算力储备看，小米自 24 年起明显加大 AI 投入。除手机、IoT 以外，智驾是小米 AI 投入的重要增量场景。智能驾驶从传统方案向端到端方案转变，后者简化系统架构、减少模块间信息传递的累积误差，能进行全局优化。特斯拉 FSD 在推出基于端到端的 V12 版本后，行驶里程增长迅猛；国内车厂和智驾供应商 24 年也相继跟进，基于端到端智驾的“车位到车位”陆续推出。端到端模型依赖大量数据和算力支持，既是技术比拼，同时也是资源竞赛；特斯拉自 23Q4 起明显加大算力投入，截至 24Q3 云端训练算力等效为超过 6 万张英伟达 H100 芯片；国内车企也正在加大算力投入。小米汽车业务起步较晚，但快速起量，智驾全面追赶；24 年超预期实现超 13.5 万辆交付量，25 年目标交付量 30 万辆；智驾迈入行业一梯队，仅用三年多时间即实现从成立团队到交付城市 NOA，端到端大模型 24 年 11 月已开始内测。
- **首次覆盖给予买入评级。**我们预计金山云 24-26 年整体收入分别为 76.92/90.92/103.66 亿元，对应增速分别为 9%/18%/14%。参考海外国内头部云厂，给予 25 年目标 PS5x，对应目标市值 494 亿港元，对应目标价 12.98 港币，较 2 月 10 日收盘有 39% 上涨空间，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：**宏观影响企业上云需求；国内 AI 产业进展不及预期；国内云厂竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,180	7,047	7,692	9,092	10,366
同比增长率（%）	-10%	-14%	9%	18%	14%
调整后净利润（百万元）	-1,943	-1,291	-1,020	-578	-188
同比增长率（%）	-41%	34%	21%	43%	67%
每股收益（元/股）	-0.54	-0.36	-0.27	-0.15	-0.05
净资产收益率（%）	-20%	-18%	-21%	-15%	-6%
市盈率	-	-	-	-	-
市净率	3.4	4.5	6.7	8.2	9.7

注：“每股收益”为调整后净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

目标市值 494 亿港币，首次覆盖给予买入评级。金山云当前仍处于亏损状态，使用 PS 估值。可比公司选择海外国内头部科技云厂，25 年平均 PS 为 5x；金山云背靠金山小米收入确定性高，兼具确定性与弹性，给予 25 年目标 PS5x，对应目标市值 494 亿港币，对应目标价 12.98 港币，较 2 月 10 日收盘有 39% 上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

关键假设点

金山软件旗下办公、游戏业务全面拥抱 AI，小米手机、IoT 以外汽车业务新成长曲线明确，智驾积极投入，确定金山云收入增长基本盘，我们预计公司来自金山软件的 24-26 年收入增速分别为 25%/36%/33%，来自小米集团的 24-26 年收入增速分别为 40%/71%/36%。当前对国内 AI 模型应用发展更乐观，金山云有望承接更多金山小米以外的 AI 算力需求，对冲传统云业务调整影响，预计来自其他客户的 24-26 年收入增速分别为 4%/7%/6%。我们预计金山云 24-26 年整体收入分别为 76.92/90.92/103.66 亿元，对应增速分别为 9%/18%/14%。

有别于大众的认识

市场对国内云厂价值重估认知仍不足。云业务具有较强规模效应，收入端取决于企业 IT 支出。21-23 年由于消费互联网用户红利结束、宏观影响企业 IT 支出，导致国内云厂经营低迷。24 年后行业回暖，当前两大驱动明确：1) AI 大模型及应用，特别是 DeepSeek 为代表的低成本路线有望加速 AI 渗透；2) 智驾，从传统方案向需要大量数据和算力投入的端到端方案转变。

金山云兼具确定性与弹性。金山云与金山软件、小米集团续签框架协议保证收入增长确定性，25-27 年与金山软件、小米集团签订的云服务年度上限金额合计为 28/37/48 亿元，同比增长 41%/35%/29%。弹性一方面来自于其他模型应用厂商的 AI 算力需求，金山云与大模型厂商并不构成直接竞争；另一方面来自于小米建立人车家全生态，加大 AI 投入，其中汽车业务新成长曲线明确，24 年汽车交付量超预期，智驾加速追赶迈入行业一梯队。

股价表现的催化剂

小米 AI 进展超预期，国内 AI 模型应用进展超预期。

核心假设风险

宏观影响企业上云需求；国内 AI 产业进展不及预期；国内云厂竞争加剧。

目录

1. 公司概况：金山小米生态核心云服务商	6
2. 新增长点：AI 大模型和智能驾驶	11
2.1 DeepSeek 低成本路线将加速国内 AI 渗透	11
2.2 小米建立人车家全生态，加大 AI 投入	13
3. 盈利预测和估值	18
风险提示	20

图表目录

图 1: 金山云股东结构 (截至 2024 年 6 月 30 日)	6
图 2: 金山云收入 (亿元, %)	6
图 3: 金山云业务结构	6
图 4: 金山云成本费用结构 (亿元)	7
图 5: 金山云调整后净亏损 (亿元, %)	7
图 6: 金山云分季度收入 (亿元, %)	8
图 7: 金山云分季度毛利率 (%)	8
图 8: 金山云 AI 收入 (百万元, %)	8
图 9: 金山云收入结构 (按客户划分)	9
图 10: 金山云来自金山软件的收入 (百万元, %)	9
图 11: 金山云来自小米集团的收入 (百万元, %)	9
图 12: 金山云与金山软件签订的云服务上限 (百万元)	9
图 13: 金山云与小米集团签订的云服务上限 (百万元) (百万元, %)	9
图 14: 谷歌云、AWS、微软 Azure 收入增速 (%)	11
图 15: 微软 Azure 增速中来自 AI 服务的贡献 (%)	11
图 16: 国内 IaaS 市场规模 (亿美元, %)	11
图 17: 国内 GenAI IaaS 市场规模 (亿人民币)	11
图 18: 23H2 国内 GenAI IaaS 市场竞争格局.....	12
图 19: 24H1 国内 GenAI IaaS 市场竞争格局.....	12
图 20: 阿里云收入 (亿元, %)	12
图 21: 百度智能云收入中生成式 AI 和大模型占比 (%)	12
图 22: 小米集团研发费用 (亿元, %)	13
图 23: 经典自动驾驶 VS 端到端自动驾驶	14
图 24: 特斯拉 FSD 行驶里程数	15
图 25: 特斯拉 AI 训练算力储备情况.....	15
图 26: 小米汽车 24 年销量 (辆)	16
图 27: 新势力 24 年销量目标完成率 (%)	16
图 28: 新势力 24 年销量及 25 年完成目标 (万辆)	16
图: 小米智驾迈入行业一梯队	

表 1: 金山云核心高管	6
表 2: 金山云 CEO 过往履历	7
表 3: 金山云与小米集团 2022-2024 融资服务框架 (亿元)	10
表 4: 金山云与小米集团 2025-2027 融资服务框架 (亿元, 上限)	10
表 5: 小米超级小爱功能更新.....	14
表 6: 部分企业智驾功能上车进度.....	15
表 7: 各车厂智驾算力储备	16
表 8: 金山云盈利预测 (百万元, %)	18
表 9: 金山云可比公司估值	18
表 10: 金山云目标估值	19

1. 公司概况：金山小米生态核心云服务商

雷军系的金山软件和小米集团为前两大股东。金山云成立于 2012 年，2020 年美股上市，2022 年港股双重主要上市。截至 2024 年 6 月 30 日，金山软件持股 37.4%，为第一大股东；小米集团直接及间接共持股 12.25%。金山云董事长为雷军先生；CEO 为邹涛先生，邹涛先生同时亦担任金山软件 CEO、金山办公董事长。

图 1：金山云股东结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：金山云财报，申万宏源研究

表 1：金山云核心高管

	雷军	邹涛
金山云	董事长、非执行董事	副董事长、执行董事、CEO
金山软件	董事长、非执行董事	执行董事、CEO
金山办公	董事	董事长
小米集团	创始人、董事长、CEO	

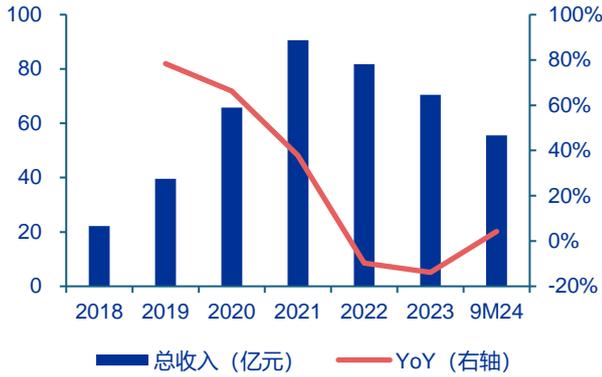
资料来源：Wind，申万宏源研究

金山云业务以 IaaS 为主。公有云服务，以 IaaS 层的计算、存储和分发（CDN）为主，9M24 收入占比 65%，为公司主要收入来源，亦是后续增长动力。行业云服务，主要为金融、医疗等行业提供行业特定解决方案；此外，公司于 2021 年收购 Camelot（柯莱特），Camelot 业务主要聚焦在软件层，包括云交付、IT 服务外包等。

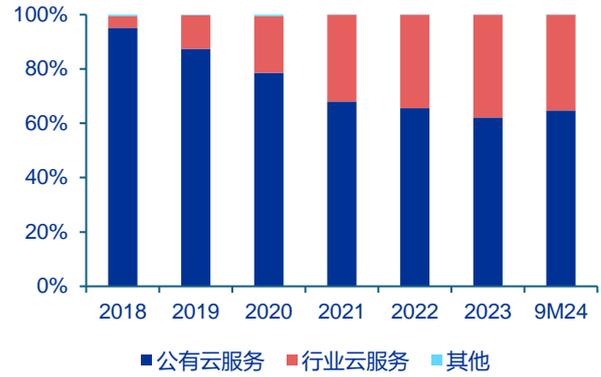
金山云 2021 年前伴随国内公有云红利（4G 消费互联网红利带动泛互联网上云需求），收入高速增长；2022-2023 年收入下滑，由于国内公有云市场整体增长放缓，IaaS 业务同质化较高竞争激烈，以及公司主动缩减低利润率业务。IaaS 业务需要重资本投入，营业成本较多是公司当前仍处于亏损的原因。

图 2：金山云收入（亿元，%）

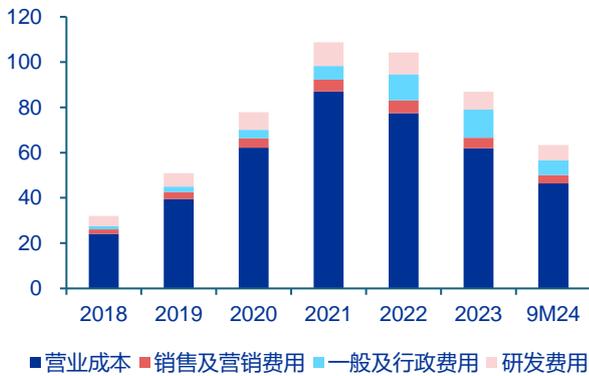
图 3：金山云业务结构



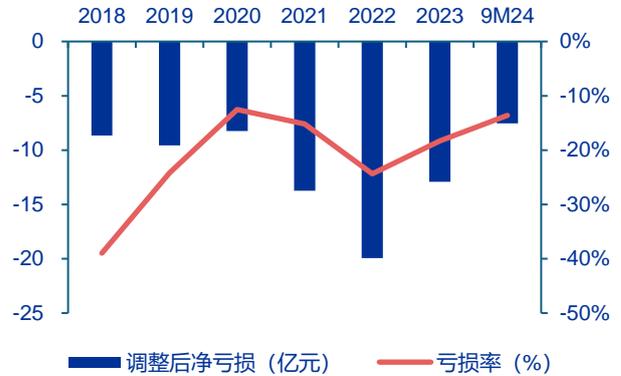
资料来源：金山云财报，申万宏源研究



资料来源：金山云财报，申万宏源研究

图 4：金山云成本费用结构 (亿元)


资料来源：金山云财报，申万宏源研究

图 5：金山云调整后净亏损 (亿元, %)


资料来源：金山云财报，申万宏源研究

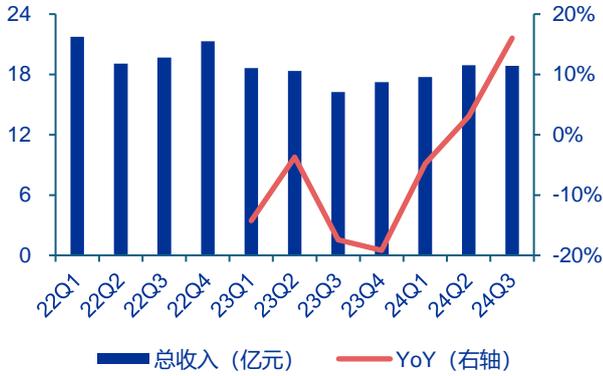
金山云 2022 年管理层更换，邹涛先生（1998 年即加入金山软件）接任王育林先生成为 CEO；一方面进行收入结构调整及人工智能转型，另一方面与金山软件、小米生态加强业务合作（2022 年 12 月签订 2022-2024 框架协议；2024 年 11 月签订 2025-2027 框架协议）。成效明显，公司收入同比增速自 24Q1 起环比提升，24Q3 达到 16%；毛利率亦提升至双位数；24Q3 经调整净亏损率较 22Q1 缩窄 8.2pct。

表 2：金山云 CEO 过往履历

高管	过往履历
王育林	<ul style="list-style-type: none"> 2001 年至 2004 年 6 月任凤凰网运营中心总经理； 2004 年 7 月至 2007 年 1 月任 A8 音乐集团副总裁； 2007 年 1 月至 2008 年 2 月任中视网元公司首席运营官； 2009 年 3 月加入凤凰新媒体，任副总裁，负责无线业务建设与管理工作； 2013 年加盟金山集团，任金山云总裁。
邹涛	<ul style="list-style-type: none"> 1997 年毕业于南开大学； 1998 年加入金山软件集团，1998-2003 年任金山词霸产品研发负责人、词霸事业部总经理； 2003 年调任网游事业部西山居工作室总经理，负责公司的娱乐软件业务； 2007 年升为金山软件高级副总裁； 2011 年升为金山软件副总裁兼金山游戏总裁； 2016 年升为金山软件集团总裁。

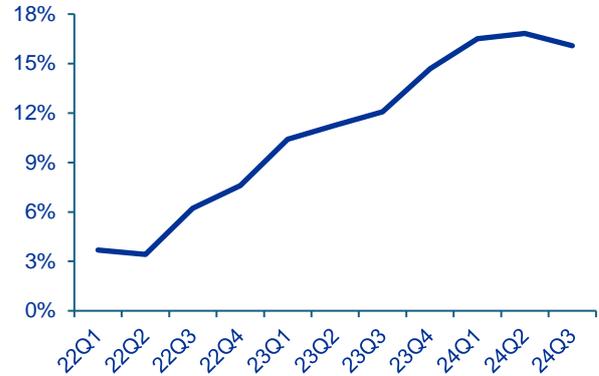
资料来源：金山云财报，百度百科，申万宏源研究

图 6：金山云分季度收入 (亿元, %)



资料来源：金山云财报，申万宏源研究

图 7：金山云分季度毛利率 (%)

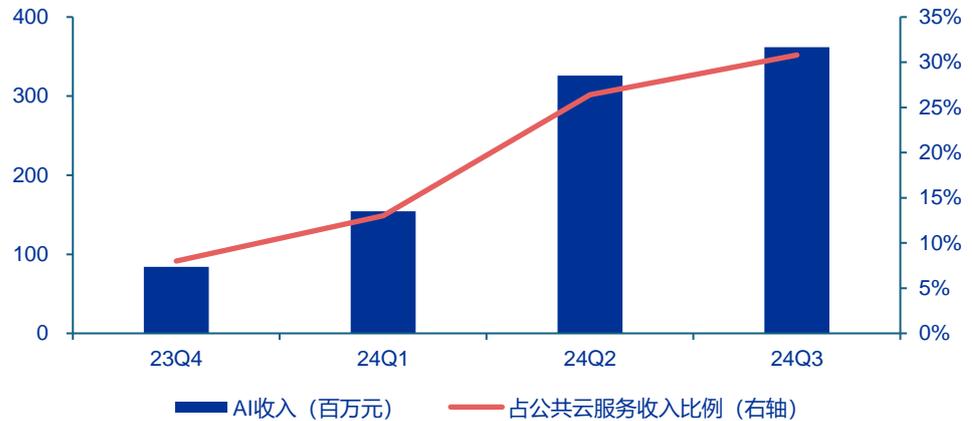


资料来源：金山云财报，申万宏源研究

调整缩减低利润率的 CDN 和行业云业务。公共云服务调整缩减 CDN，CDN 此前为公司公有云服务的主要业务，收入端 2021 年后受下游客户需求影响，且价格战激烈影响利润率。行业云服务聚焦高线城市的优质客户，当前行业云服务收入以 Camelot 为主。

AI 转型效果明显，收入快速起量。根据公司财报，AI 收入已从 23Q4 的 8400 万元迅速提升至 24Q3 的 3.6 亿元，占公共云服务收入比例从 8% 提升至 31%。

图 8：金山云 AI 收入 (百万元, %)



资料来源：金山云财报，申万宏源研究

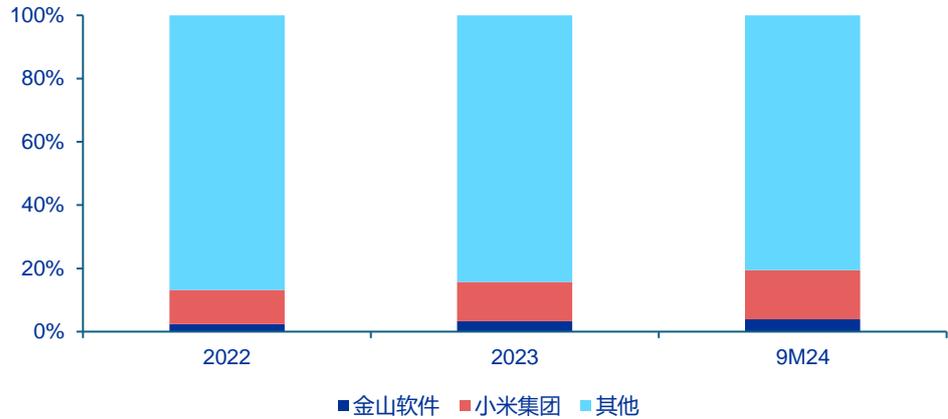
金山云与金山软件、小米集团续签框架协议，2025-2027 年金额增加明显，保证收入增长确定性。金山云 2023 年来自金山软件+小米的收入为 11 亿元，占整体收入的 16%，9M24 收入占比已提升至 19%。公司与金山软件及小米 2022 年签订框架协议，2024 年底到期；11 月新签订 2025-2027 年框架协议，云服务年度上限金额提升明显，2025-2027 年合计为 28/37/48 亿元，同比增长 41%/35%/29%。

- **金山软件-云服务需求主要来自办公软件：**金山云为金山软件的办公软件、网络游戏业务提供云服务。当前，金山软件升级 AI 战略；针对个人推出 WPS AI，

推出写作、阅读、数据及设计四款全新 AI 办公助手；针对企业用户推出 WPS AI 企业版，包括 AI Hub（智能基地）、AI Docs（智能文档库）及 Copilot Pro（企业智能助理）。

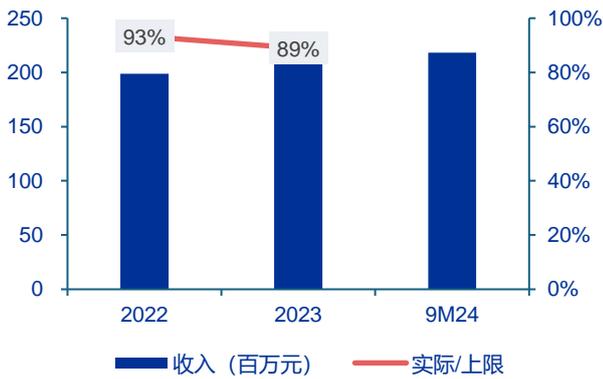
- **小米集团-增量云服务需求主要来自智能车：**小米 2024 年汽车业务突破性进展，是小米云服务需求的主要新来源；研发环节 AI 算法需大量云服务；高分辨率影像处理、自动驾驶系统的传感器数据及互联汽车生态系统的用户数据管理将增加数据存储需求；生产及运营环节将需要云服务，来管理物流、监控性能及为车辆提供无线(OTA)升级。小米的智能手机及 AIoT 业务亦持续需要云服务。

图 9：金山云收入结构（按客户划分）



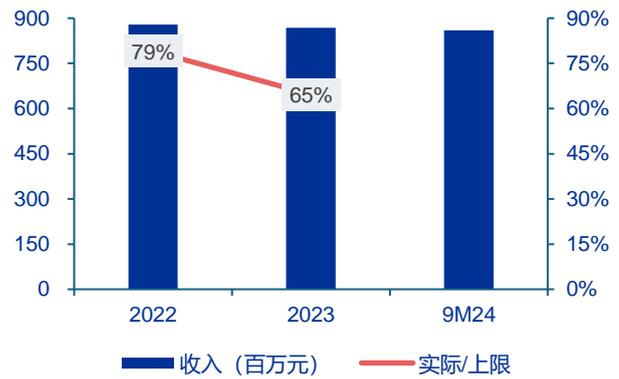
资料来源：金山云财报，申万宏源研究

图 10：金山云来自金山软件的收入（百万元，%）



资料来源：金山云公告，申万宏源研究

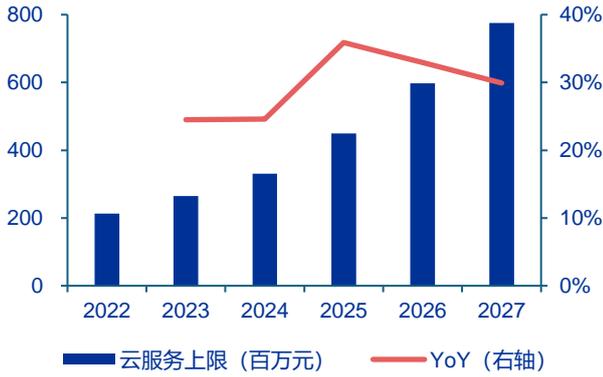
图 11：金山云来自小米集团的收入（百万元，%）



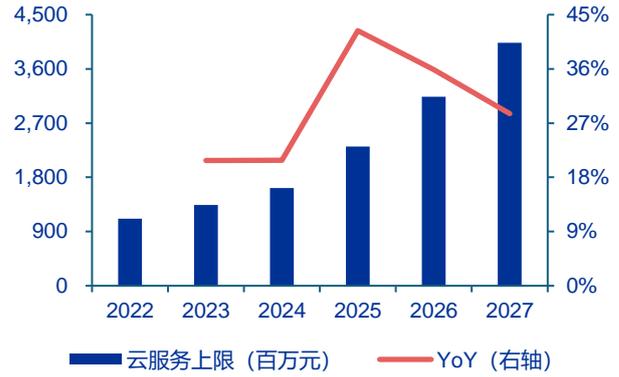
资料来源：金山云公告，申万宏源研究

图 12：金山云与金山软件签订的云服务上限（百万元）

图 13：金山云与小米集团签订的云服务上限（百万元，%）



资料来源：金山云公告，申万宏源研究



资料来源：金山云公告，申万宏源研究

AI 服务的开展需要增加资本开支，金山云与小米签订融资服务框架。2023 年金山云资本开支总额为 20 亿元，主要为采购新服务器已用于 AI 服务。2024 年重签战略合作协议中表示，预计未来三年将每年存在 20-30 亿元融资需求；融资来源包括第三方商业银行及金融机构，亦包括小米集团及金山软件集团。本次金山云亦与小米签订融资服务框架。

表 3：金山云与小米集团 2022-2024 融资服务框架 (亿元)

	2022	2023	9M24
小米集团所提供租赁融资之最高未偿还融资租赁结余及利息	7.5	8.1	7.2
上限	14	14	14 (2024 年全年度)

资料来源：金山云公告，申万宏源研究

表 4：金山云与小米集团 2025-2027 融资服务框架 (亿元, 上限)

	2025	2026	2027
融资租赁（包括售后回租融资租赁及直接融资租赁）：最高未偿还结余	12	12	12
保理：最高未偿还结余	12	12	12
抵押贷款：最高未偿还结余	20	20	20

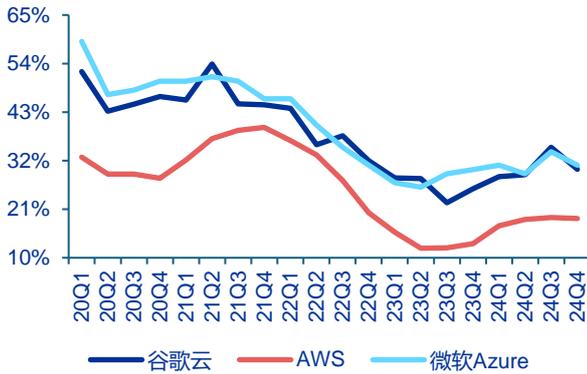
资料来源：金山云公告，申万宏源研究

2. 新增长点：AI 大模型和智能驾驶

2.1 DeepSeek 低成本路线将加速国内 AI 渗透

海外, 23Q4 起 AI 带动云厂收入增速上行。22H2-23H1 以来由于美国宏观预期悲观, 企业削减 IT 开支并推迟上云, 导致云厂商增速下行; 但 23 年开启的 AI 浪潮带来大量大模型训练和推理侧的需求, 23Q2 逐渐企稳, 此后收入增速逐渐上行。根据微软财报, AI 对于 Azure 和其他云业务的增长贡献从 23Q2 的 1 个百分点提升至 24Q4 的 13 个百分点。

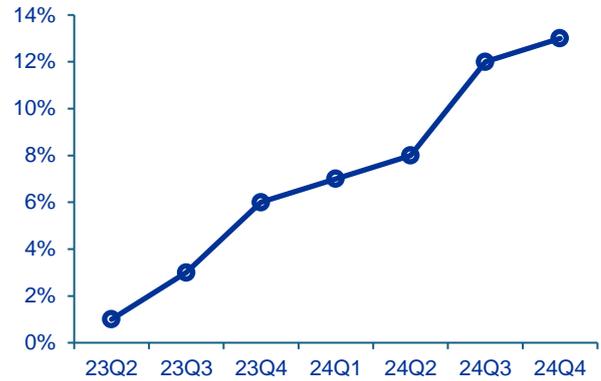
图 14: 谷歌云、AWS、微软 Azure 收入增速 (%)



资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

注: 微软 24Q3 更改 Azure 业务口径使用新口径增速, 历史数据未调整。

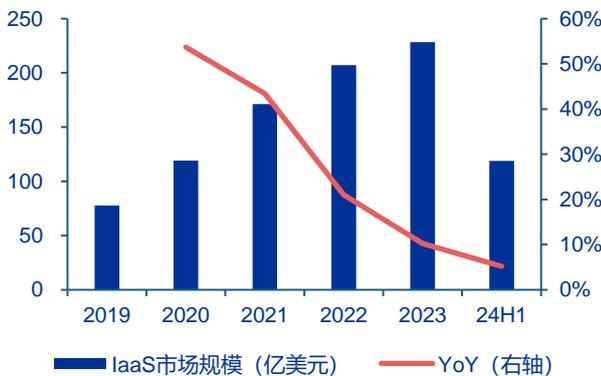
图 15: 微软 Azure 增速中来自 AI 服务的贡献 (%)



资料来源: 微软法说会, 申万宏源研究

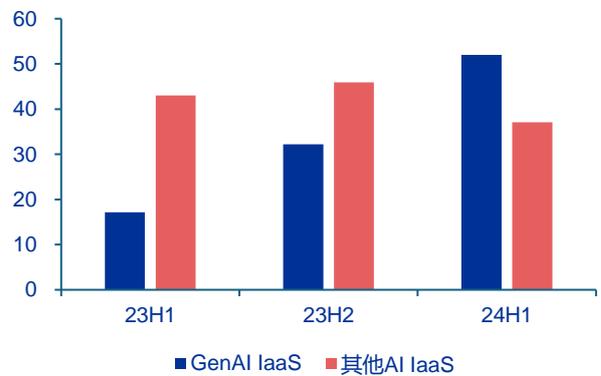
国内 GenAI IaaS 需求亦开始高速增长。根据 IDC 数据, 24H1 国内 GenAI IaaS 市场同比增长 203.6%; 远超整体 IaaS 市场增速 (同比增长 5.2%) ; 其他 AI 业务场景 (如传统渲染、仿真、视联网推理等业务场景) IaaS 市场规模已开始收缩, 24H1 同比缩减 13.7%。

图 16: 国内 IaaS 市场规模 (亿美元, %)



资料来源: IDC, 申万宏源研究

图 17: 国内 GenAI IaaS 市场规模 (亿人民币)



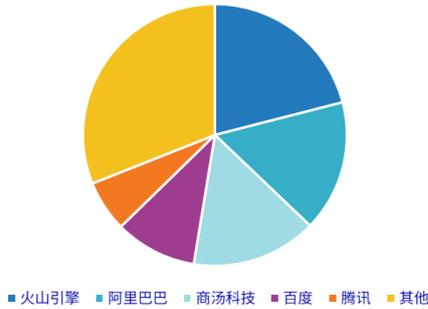
资料来源: IDC, 申万宏源研究

国内互联网公司在 AI 云时代竞争力提升。2021-2023 年以阿里巴巴为代表的互联网大厂的云业务由于泛互联网上云需求疲软, 政企客户难获取, 以及主动缩减低毛利的集成

项目，收入增速放缓，份额下滑。AI 云时代，核心竞争要素包括算力、算法、数据、场景；互联网公司已经加大投入广泛地采购芯片，且部分公司有自研芯片能力；生态场景丰富，掌握 toC 主要线上场景（社交娱乐、生活服务等），云会议等 toB 场景亦占有一定份额，数据丰富。

图 18: 23H2 国内 GenAI IaaS 市场竞争格局

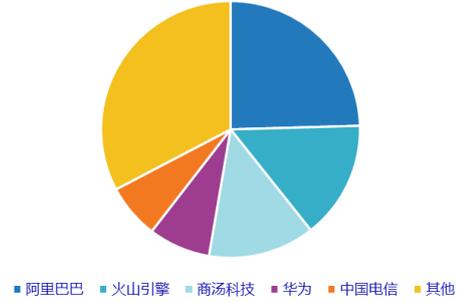
中国 Top5 GenAI IaaS 服务厂商市场份额，2023H2



资料来源: IDC, 申万宏源研究

图 19: 24H1 国内 GenAI IaaS 市场竞争格局

中国 Top5 GenAI IaaS 服务厂商市场份额，2024H1



资料来源: IDC, 申万宏源研究

AI 对于国内云厂业务拉动正在体现。

- 根据阿里巴巴财报, 阿里云 AI 相关收入 24Q1-24Q3 连续三个季度实现三位数同比增长, 阿里云整体收入增速截至 24Q3 实现连续四个季度环比提升。
- 根据百度业绩电话会, 生成式 AI 和大模型相关收入占智能云收入的占比从 23Q4 的 4.8% 提升至 24Q3 的 11%。
- 根据腾讯 24Q3 业绩电话会, 当前 AI 算力对腾讯 IaaS 收入贡献已超过 10%。
- 金山云收入体量小, AI 转型后占比快速提升, 根据财报, 截至 24Q3, AI 收入已占公司公有云收入 31%, 占公司整体收入的 19%。

图 20: 阿里云收入 (亿元, %)

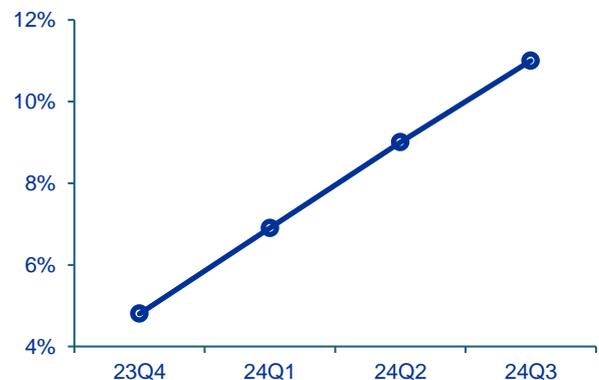


资料来源: 阿里巴巴财报, 申万宏源研究

注 1: 收入使用当期表观绝对值, 增速使用同口径进行计算;

注 2: 21Q2-23Q2, 收入口径包含钉钉; 23Q2 起不再进

图 21: 百度智能云收入中生成式 AI 和大模型占比 (%)



资料来源: 百度业绩电话会, 申万宏源研究

行集团内合并抵消。

近期，幻方量化旗下 AI 公司深度求索(DeepSeek)连续发布多款开源大模型，其中 2025 年 1 月 20 日开源 DeepSeek-R1 模型，在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版；需求端：根据杰文斯悖论，DeepSeek 代表的低成本路线会带来更大 AI 渗透率提升，将加速企业数字化转型上云，规模效应下进一步提升云业务利润率，供给端：推理需求加速，ASIC 芯片，算卡选择多元化、国产化，云厂有望实现成本优化。

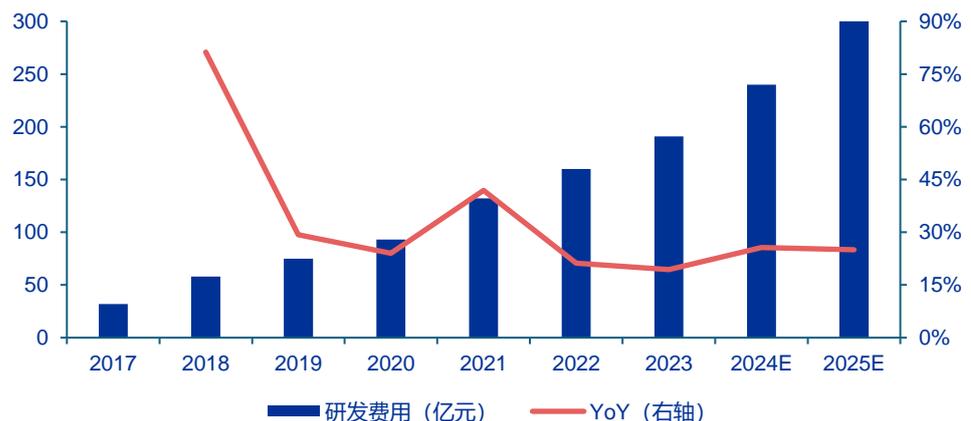
金山云在公有云场景和国资云/政务云场景已支持 DeepSeek-R1/V3。1) 公有云场景针对 DeepSeek-R1 蒸馏模型的多种镜像服务，用户可在公有云 GPU 云服务器、GPU 裸金属服务器分别搭建推理服务并进行调参验证。2) 国资云/政务云场景全面支持 DeepSeek-R1/V3 推理服务。

2.2 小米建立人车家全生态，加大 AI 投入

小米在 AI 上的投入 24 年以来明显加大。

- **研发投入**：24 年 12 月 27 日小米人车家全生态合作伙伴大会上，小米集团合伙人、总裁卢伟冰指出，24 年小米研发投入预计 240 亿元，25 年预计达 300 亿元，研发投入提速，主要聚焦于人工智能 (AI)、操作系统和芯片等关键领域。
- **人才储备**：根据 2023 雷军年度演讲，小米 16 年组建视觉 AI 团队，23 年 4 月组建大模型团队，AI 团队扩张至 3000 多人。根据雷锋网报道，24 年 11 月，小米基础技术平台部成立 AI 平台部，本质上属于小米技术委员会，由张铎 (16-21 年任职于小米，曾负责小米开源工作的规划与推进，参与了小米多个核心项目的开发) 担任 AI 平台部负责人。据第一财经报道，24 年 12 月 DeepSeek 开源大模型 DeepSeek-V2 关键开发者之一的罗福莉加入小米，或将负责领导小米大模型团队。
- **算力储备**：根据 24 年 12 月界面新闻报道，小米集团正着手搭建 GPU 万卡集群，投入 AI 大模型建设。

图 22：小米集团研发费用 (亿元, %)



资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

根据小米官方公众号，24 年 12 月 24 日，全生态 AI 智能助手超级小爱首次向正式版用户开放，增加了屏幕识别和视觉交互能力，并增强 Agent 功能。

表 5：小米超级小爱功能更新

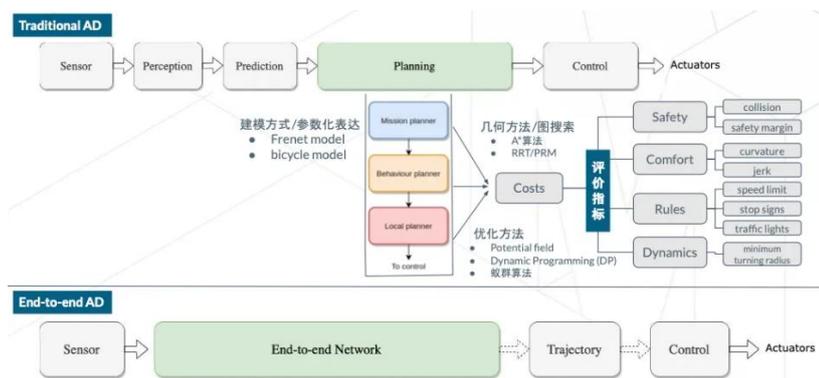
功能	实例
屏幕识别和视觉交互	<ul style="list-style-type: none"> 可以识别屏幕中的关键信息如地址、电话等，一次点击即可导航、拨打电话； 物品“圈一”即可搜同款，直达购买界面。
拍照摄影功能升级	<ul style="list-style-type: none"> 对超级小爱讲“我要拍星星/月亮/人像”就会自动打开相机，设置好最佳参数； 可以通过语音交互等执行调参数、换背景、AI 扩图等功能； 修好的图片可以快速剪辑成视频。
全局执行多步操作	<ul style="list-style-type: none"> “打车去小米汽车工厂”“用相册前三张图发条微博”等语音口径均可自动执行。

资料来源：小米公众号，申万宏源研究

除手机、IoT 以外，智驾是小米 AI 投入的重要增量场景。

智能驾驶从传统方案向端到端方案转变。端到端核心是输入原始数据（摄像头、雷达等传感器数据），直接输出最终结果（车辆的转向、加速和制动等控制信号）。相比于此前传统方案采用模块化部署策略，端到端模型将感知、决策、控制等模块整合在统一框架内，简化了系统架构；此外，模块间的信息传递和转化减少，模块间信息传递的累积误差也因此减少；能够进行全局优化。

图 23：经典自动驾驶 VS 端到端自动驾驶

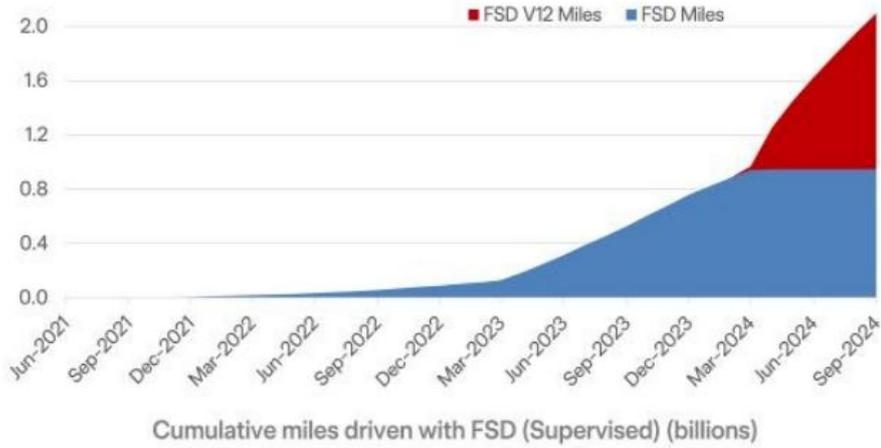


资料来源：公众号机智流，申万宏源研究

各车企公司纷纷转向端到端技术路线，陆续推出“车位到车位”功能。特斯拉 FSD (Full-Self Driving, 完全自动驾驶) 24 年 3 月在推出基于端到端的 V12 版本后，行驶里程增长迅猛。国内车厂和智驾供应商 24 年也相继跟进，基于端到端智驾的“车位到车位”陆续推出，从原始车位出发到目的车位，车辆全场都能够进行智能驾驶。相比于此前“城

市 NOA”功能仅能实现在城市道路场景中实现点到点辅助驾驶，“车位到车位”功能覆盖场景更多（不局限于城市），流畅度也更高。

图 24：特斯拉 FSD 行驶里程数



资料来源：特斯拉官网，申万宏源研究

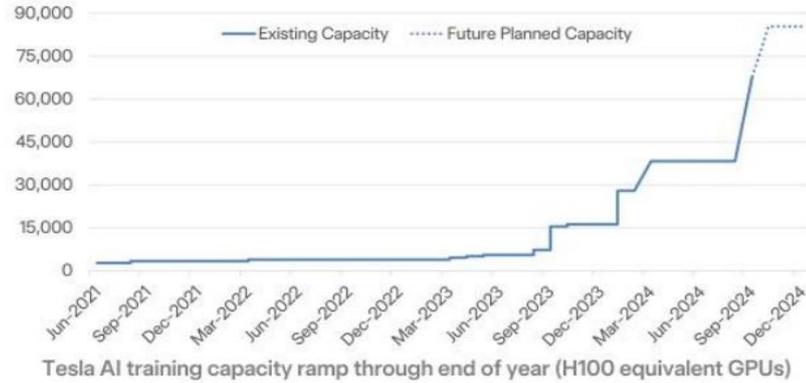
表 6：部分企业智驾功能上车进度

	企业	功能	推进节奏
车企	特斯拉	车位到车位	2024 年 12 月，特斯拉正式向外部用户推送了 FSDV13.2 版本，支持车位到车位。入华预计 2025 年一季度。
	理想	车位到车位	2024 年 11 月理想汽车向理想 L 系列 ADMax 用户和理想 MEGA 用户全量推送“车位到车位”功能。
	小鹏	车位到车位	2025 年 1 月底，小鹏 P7+ 的“车位到车位”功能预计于 XOS5.0 正式版全量上线。
	极氪	车位到车位	预计将于 2025 年 1 月左右分批推送车位到车位”领航辅助功能。
	小米	车位到车位	在 2024 年 11 月的广州车展上展示了“车位到车位”的智驾能力，于 11 月 16 日开启定向内测邀请，12 月底开始先锋版推送。
智驾供应商	华为	车位到车位	2024 年 12 月，鸿蒙智行全系已陆续开启全量推送 HUAWEI ADS 3.0 “车位到车位领航辅助 Beta”。
	元戎启行	车位到车位	计划在 2025 年一季度向部分种子用户推送“车位到车位”的功能。
	Momenta	“一段式端到端”量产智驾大模型	2024 年 9 月发布。
	地平线	“一段式端到端”高阶智驾方案 Super Drive	在 2025 年迎来量产落地。

资料来源：搜狐汽车研究室，中国市场学会(汽车)营销专家委员会研究部，申万宏源研究

端到端模型依赖大量数据和算力支持，既是技术比拼，同时也是资源竞赛。端到端方案完全由数据驱动，需要大量高质量数据输入，从而能够识别和预测各种驾驶场景；并需要即时处理大量传感器数据转化为控制指令，也因此需要大量算力。特斯拉自 23Q4 起明显加大算力投入，根据特斯拉，截至 24Q3 云端训练算力等效为超过 6 万张英伟达 H100 芯片。

图：特斯拉 AI 训练算力储备情况



资料来源：特斯拉官网，申万宏源研究

表 7：各车厂智驾算力储备

车厂	算力储备
华为	24 年 10 月表示已有学习训练算力 7.5EFLOPS
理想	24 年 8 月表示智能驾驶算力已拥有 5.39EFLOPS，计划年底达到 8EFLOPS
小鹏	25 年小鹏汽车云端的算力将达到 10EFLOPS
小米	24 年 11 月表示已拥有智能驾驶训练算力 8.1EFLOPS

资料来源：各车厂发布会、公众号等，申万互联网传媒

小米相比其他新势力汽车业务起步较晚，但快速起量，智驾全面追赶。

小米 SU7 24 年销量超额完成目标，汽车业务第二曲线明确。21 年 3 月成立子公司负责小米智能电动汽车业务，24 年 3 月发布首款纯电动轿车 XIAOMI SU7。根据小米，SU7 24 年实际交付量超过 13.5 万辆（超此前目标），25 年目标交付量 30 万辆。

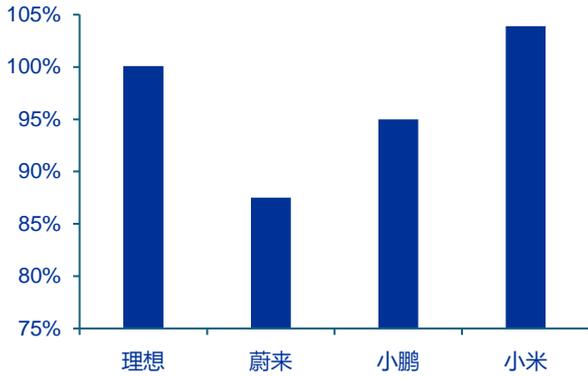
图 26：小米汽车 24 年销量 (辆)



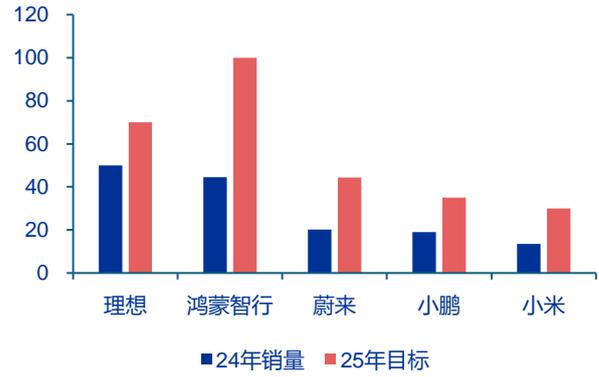
资料来源：小米汽车公众号，申万宏源研究

图 27：新势力 24 年销量目标完成率 (%)

图 28：新势力 24 年销量及 25 年完成目标 (万辆)



资料来源：中汽数研，申万宏源研究



资料来源：中汽数研，申万宏源研究

小米智驾全力追赶，迈入行业一梯队。根据 36 氪，小米 21 年宣布造车后开始组建支架团队；22 年 8 月展示包含城市、高速和泊车三大场景的 L2+ 级辅助驾驶系统路面实拍视频；24 年 6 月为部分通过审核的用户推送城市 NOA，8 月底推送全国都能开”版本辅助智能驾驶，9 月北京、上海、广州等十座城市用户，在满足 1000km 的智驾安全里程后，将实时开通城市 NOA。小米仅用三年多时间即实现从成立团队到交付城市 NOA，而华为与小鹏均使用五年。

端到端进展积极。根据小米汽车官网，小米 23 年 12 月 28 日发布自研的可量产的机械库位泊车场景，可实现 5cm 精度的极窄库位泊入和 23km/h 巡航的代客泊车。根据 36 氪，小米汽车智能驾驶团队 24 年 9 月左右已经完成新一轮组织架构调整。原有“感知”和“规控”两个二级部门，重组合并为“端到端算法与功能部”，负责量产方案开发。根据小米汽车公众号，Xiaomi HAD (Xiaomi Hyper Autonomous Driving) 全面接入端到端大模型，24 年 11 月开始内测，计划 12 月底开启推送。此外小米智驾系统也接入了成熟的 VLM 视觉语言大模型，可识别复杂道路环境和特殊交通规则区域。

图 29：小米智驾迈入行业一梯队



资料来源：小米汽车官方公众号，申万宏源研究

3. 盈利预测和估值

收入端：金山软件旗下办公、游戏业务全面拥抱 AI，小米手机、IoT 以外汽车业务新成长曲线明确，智驾积极投入，确定金山云收入增长基本盘，我们预计公司来自金山软件的 24-26 年收入增速分别为 25%/36%/33%，来自小米集团的 24-26 年收入增速分别为 40%/71%/36%。当前对国内 AI 模型应用发展更乐观，金山云有望承接更多金山小米以外的 AI 算力需求，对冲传统云业务调整影响，预计来自其他客户的 24-26 年收入增速分别为 4%/7%/6%。我们预计金山云 24-26 年整体收入分别为 76.92/90.92/103.66 亿元，对应增速分别为 9%/18%/14%。

利润端：金山云业务聚焦规模效应更强的公有云服务，DeepSeek 为代表的低成本开源模型路线有望进一步提升规模效应，毛利率将逐渐改善，我们预计金山云 24-26 年毛利率分别为 14%/18%/20%。公司客户除金山小米外主要面向大客，预计销售、其他人工费用均有效控制。我们预计金山云 24-26 年调整后净利润分别为 -10.20/-5.78/-1.88 亿元。

表 8：金山云盈利预测 (百万元, %)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	8,180	7,047	7,692	9,092	10,366
YoY	-10%	-14%	9%	18%	14%
来自金山软件	199	236	294	400	531
YoY	27%	19%	25%	36%	33%
来自小米集团	879	868	1,217	2,079	2,824
YoY	14%	-1%	40%	71%	36%
来自其他客户	7,102	5,943	6,181	6,614	7,010
YoY	-13%	-16%	4%	7%	6%
毛利润	430	850	1,082	1,637	2,073
毛利率	5%	12%	14%	18%	20%
销售及营销费用	560	460	500	509	518
%费用率	7%	7%	7%	6%	5%
一般及行政费用	1,150	1,245	923	1,000	1,037
%费用率	14%	18%	12%	11%	10%
研发费用	971	785	846	909	933
%费用率	12%	11%	11%	10%	9%
调整后净利润	-1,943	-1,291	-1,020	-578	-188

资料来源：金山云财报，申万宏源研究

目标市值 494 亿港币，首次覆盖给予买入评级。金山云当前仍处于亏损状态，使用 PS 估值。可比公司选择海外、国内头部科技云厂，25 年平均 PS 为 5x；金山云背靠金山小米收入确定性高，兼具确定性与弹性，给予 25 年目标 PS5x，对应目标市值 494 亿港币，对应目标价 12.98 港币，较 2 月 10 日收盘有 39% 上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

表 9：金山云可比公司估值

公司	代码	总市值 (亿)	营业收入 (亿)			YoY		PS	
			2025/2/10	24A/E	25E	26E	25E	26E	25E
亚马逊	AMZN.O	,	,	,	,	%	%		

微软	MSFT.O	30,461	2,450	2,773	3,155	13%	14%	11	10
谷歌	GOOGL.O	22,593	2,986	3,352	3,775	12%	13%	7	6
阿里巴巴-W	9988.HK	20,053	9,402	10,010	10,854	6%	8%	2	2
腾讯控股	0700.HK	40,111	6,577	7,147	7,732	9%	8%	6	5
百度集团-SW	9888.HK	2,509	1,325	1,372	1,450	4%	6%	2	2
平均值								5	5

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

注 1: 亚马逊、微软、谷歌货币单位均为美元; 阿里巴巴、腾讯控股、百度集团货币单位均为人民币。

注 2: 亚马逊、微软、谷歌 24 年营业收入使用实际值; 阿里巴巴、腾讯控股、百度集团 24 年营业收入使用预测值。

注 3: 盈利预测全部使用 Bloomberg 一致预期。

表 10: 金山云目标估值

金山云目标估值	
25 年目标 PS	5
25 年预测收入 (百万元)	9,092
目标市值 (亿港币)	494
目标价 (港币)	12.98

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 汇率使用 RMB1=HK\$1.0863

风险提示

宏观影响企业上云需求。云业务有一定顺周期属性,若宏观环境变化影响企业 IT 支出,或影响云厂收入端表现。

国内 AI 产业进展不及预期。国内 AI 产业仍处于追赶海外状态, AI 已成为互联网云厂重要增长驱动,若产业进展不及预期,或影响成长性。

国内云厂竞争加剧。相较海外,国内云厂仍更同质化, AI 属于产业培育期,或降价进行市场教育。云厂竞争加剧或影响利润端表现。

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	8,180	7,047	7,692	9,092	10,366
营业成本	-7,751	-6,197	-6,610	-7,455	-8,293
毛利	430	850	1,082	1,637	2,073
销售及营销费用	-560	-460	-500	-509	-518
一般及行政费用	-1,150	-1,245	-923	-1,000	-1,037
研发费用	-971	-785	-846	-909	-933
长期资产减值	0	-469	-920	0	0
经营利润	-2,251	-2,109	-2,107	-782	-415
利息收入	81	78	86	101	115
利息费用	-138	-146	-159	-188	-215
汇兑(亏损)收益	-335	-57	-196	-127	-161
其他(亏损)收益净额	-44	-33	-38	-35	-37
其他收入净额	23	100	100	100	100
除所得税前利润	-2,664	-2,166	-2,315	-931	-612
所得税	-24	-18	-19	-8	-5
净利润	-2,688	-2,184	-2,334	-939	-617
调整项	746	893	1,314	361	428
调整后净利润	-1,943	-1,291	-1,020	-578	-188

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,048	6,098	4,473	4,842	5,506
现金及等价物	3,419	2,255	525	312	398
受限制现金	115	234	54	32	41
应收款项	2,402	1,530	1,670	1,974	2,250
其他流动资产	3,112	2,079	2,224	2,524	2,817
固定资产	2,133	2,186	2,208	2,247	2,316
无形资产及其他资产	6,135	6,786	6,746	6,812	6,917
资产总计	17,316	15,070	13,427	13,900	14,739
流动负债	6,659	6,829	7,066	7,673	8,323
短期借款	910	1,111	1,166	1,400	1,680
应付款项	2,302	1,805	1,925	2,172	2,415
其它流动负债	3,447	3,913	3,975	4,102	4,228
非流动负债	1,074	996	1,448	2,254	3,059
负债合计	7,733	7,824	8,515	9,927	11,382
普通股	25	25	25	25	25
累计亏损	-10,102	-12,315	-14,641	-15,576	-16,191
少数股东权益	782	356	348	345	343
其他股东权益	18,878	19,180	19,180	19,180	19,180
股东权益	9,583	7,246	4,912	3,974	3,357
负债和股东权益合计	17,316	15,070	13,427	13,900	14,739

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-2,688	-2,184	-2,334	-939	-617
加：折旧摊销减值	1,157	940	422	367	314
营运资本变动	523	-394	-163	-355	-322
其它	1,197	1,469	198	234	267
经营活动现金流	189	-169	-1,876	-692	-358
资本开支	-1,419	-1,959	-306	-305	-321
其它投资现金流	1,386	1,286	-35	-37	-39
投资活动现金流	-33	-673	-341	-342	-360
负债净变化	1,435	2,630	617	1,500	1,640
其它融资现金流	-	-	-	-	-

融资活动现金流	-1,152	-228	307	799	813
净现金流	-996	-1,070	-1,910	-235	95

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。