

# 【广发计算机&海外】金山云 (03896.HK)

## 背靠小米金山，AI 为翼，发展再提速

### 核心观点：

- **背靠小米金山，保持中立定位，跻身为国内领先云服务商。**公司经历快速发展、优化/聚焦/蓄势阶段，23H2 加大 AI 算力基础设施与 AI 服务能力投入，开启新增长阶段。公司建立了庞大的计算资源池，围绕算力、存力、运力、数据、平台等筑牢智算能力体系，助力大模型训练及产业应用落地。截至 24H1 公司拥有约 10 万台服务器，实现了 EB 级的存储容量；在大规模网络能力方面，能够支持万卡超级计算集群。
- **业绩再提速，AI 收入贡献快速提升。**24Q3 AI 业务占公有云收入 31%，占总收入 19%。24 年各项指标明显好转，24Q3 收入重回双位数增长，经调整 EBTIDA 于 24Q1 转正，24Q3 经调整 EBTIDA 率接近 10%。
- **小米和金山集团是公司战略客户，其 AI 投入加大为公司增长提供重要支撑。**新签关联交易金额上限明显提高，其中 25~27 年小米应付云服务上限为 23.1/31.4/40.4 亿元，还包括未来 3 年 132 亿元融资服务上限，反映公司 AI 业务高成长性。小米汽车智能座舱、自动驾驶中的数据产生、数据处理、模型训练，以及未来的大模型、AIoT 方面庞大的推理量，都将为金山云的增长提供支撑。此外，公司已覆盖业内多数头部通用大模型创业公司，推理及应用将带来增量。
- **盈利预测与投资建议。**受益于小米和金山生态的 AI 投入加大，及非生态客户推理需求增加，预计 AI 业务收入将快速扩大，非 AI 业务结构优化并趋于稳定，预计 24~26 年收入实现 76.96/93.21/111.51 亿元；业务结构优化将推动毛利率提升、费用率下降；预计 2024~2025 年经调整净亏损持续收窄并于 2026 年转正，分别为-8.58/-1.70/1.47 亿元人民币。参考可比公司，以 PS 估值，考虑 AI 业务快速增长同时 AI 应用目前尚处于初期，我们给予 25 年 AI/非 AI 业务 10/2 倍 PS，对应合理价值 12.07 港元/股。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**AI 应用进程不及预期；资本开支高企与回报压力；供应链依赖与断供风险；云服务提供商竞争加剧，差异化竞争能力不足。

**盈利预测：**（除特殊说明，本报告货币单位为人民币，参考汇率 1 港元=0.931 人民币）

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,180	7,047	7,696	9,321	11,151
增长率(%)	-9.7%	-13.8%	9.2%	21.1%	19.6%
经调整EBITDA(百万元)	-755	-265	613	2,417	3,487
经调整净利润(百万元)	-1,994	-1,291	-858	-170	147
EPS(元/股)	-0.73	-0.61	-0.49	-0.10	-0.02
市净率(x)	0.85	1.03	4.98	4.24	3.57
EV/EBITDA(x)	-	-	-	16.18	11.21

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

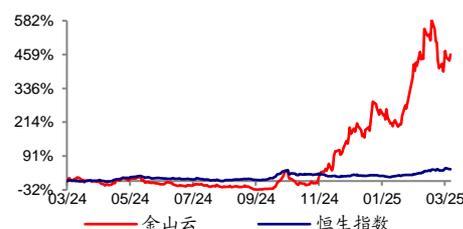
买入

当前价格	9.17 港元
合理价值	12.07 港元
报告日期	2025-03-11

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3805/3805
总市值/流通市值(百万港元)	31774/31774
一年内最高/最低(港元)	11.22/1.13
30 日日均成交量/成交额(百万)	197/1863
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	116/590

### 相对市场表现



### 分析师：

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

### 分析师：

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

### 分析师：

吴祖鹏



SAC 执证号: S0260521040003



wuzupeng@gf.com.cn

请注意，吴祖鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

## 目录索引

一、国内领先的独立云服务商 .....	5
(一) 背靠小米金山，保持中立定位，跻身为领先云服务商 .....	5
(二) 业绩回暖再提速，AI 成为新驱动 .....	7
(三) 与小米金山关联交易上限显著提升 .....	10
二、云计算市场迎来新一轮增长，AI 打开新增长空间 .....	13
(一) 云计算市场规模持续扩大 .....	13
(二) AI 成为云厂商“第二增长曲线” .....	15
三、业务：全力支持 AI 发展 .....	19
(一) 公有云：升级基础设施全力支持 AI 发展 .....	20
(二) 行业云：选定垂直行业提供端到端解决方案 .....	23
(三) 提供丰富的云产品 .....	26
四、小米金山加大 AI 投入，为公司未来增长提供支撑 .....	29
(一) 小米：深耕 AI，多点布局 .....	29
(二) 金山：办公是 AI 的重要应用场景，WPS AI 持续迭代 .....	31
五、盈利预测与投资建议 .....	34
(一) 盈利预测 .....	34
(二) 公司估值 .....	35
六、风险提示 .....	36

## 图表索引

图 1 : 金山云公司发展历程图.....	6
图 2 : 截至 2024H1 金山云股权架构.....	6
图 3 : 公司云平台架构 .....	7
图 4 : 营业收入及增速 .....	8
图 5 : 毛利及增速.....	8
图 6 : 经调整 EBITDA 及经调整 EBIDA 率 .....	8
图 7 : 经调整净亏损及经调整净亏损率 .....	8
图 8 : 毛利率及经调整毛利率.....	8
图 9 : 费用率变化情况 .....	8
图 10 : 员工人数变化 .....	9
图 11 : 公司员工架构 (24H1 各职能占比) .....	9
图 12 : 营业收入结构 .....	9
图 13 : 营业收入增速 (分业务) .....	9
图 14 : 营业收入成本拆分.....	10
图 15 : 公司资本开支 (年度) .....	10
图 16 : 公司资本开支 (季度) .....	10
图 17 : 来自小米和金山集团收入及占比情况.....	11
图 18 : 金山云前 2 大客户收入占比情况.....	11
图 19 : 中国云计算市场规模及增速 .....	13
图 20 : 全球云计算市场规模及增速 .....	13
图 21 : 2023 年中国公有云 IaaS 厂商市场占比 .....	14
图 22 : 24H1 中国公有云 IaaS 厂商份额占比 .....	14
图 23 : 24H1 中国公有云 PaaS 厂商份额占比.....	14
图 24 : 头部云计算厂商 2024 年上半年营业收入 .....	15
图 25 : 2023 年行业用云量占比.....	15
图 26 : 国际头部云计算公司云业务收入 .....	16
图 27 : 国际头部云计算公司云业务收入同比增速 .....	16
图 28 : 国际头部云计算公司云业务运营利润率 .....	16
图 29 : Azure 云收入同比增速及由 AI 驱动的增长率 .....	16
图 30 : 国际头部云计算公司资本开支.....	17
图 31 : 国际头部云计算公司资本开支同比增速 .....	17
图 32 : 公司云产品和解决方案可部署为公有云和行业云服务 .....	19
图 33 : 金山云智算云产品架构图 .....	20
图 34 : 金山云联合 MiniMax 推出 MaaS 互信推理专区方案的逻辑架构图.....	21
图 35 : 金山云基于轻舟模型构建垂直行业模型 .....	21
图 36 : 公有云业务收入及同比增速 .....	22
图 37 : 公有云会员人数及平均单价 .....	22
图 38 : AI 公有云收入及占比 .....	22
图 39 : 非 AI 业务 (公有云) 收入及占比 .....	23
图 40 : 公司行业云解决方案 .....	23
图 41 : 行业云业务收入及同比增速 (按年份) .....	26
图 42 : 行业云业务收入及同比增速 (按季度) .....	26

图 43 : 企业云会员数及平均单价 .....	26
图 44 : 小米第二代自研大模型 MiLM2 模型矩阵 .....	29
图 45 : 2025 年 2 月新能源车企及新势力品牌销量 .....	30
图 46 : 小米端到端大模型图示 .....	30
图 47 : 小米 SU7 的 AI 应用场景 .....	31
图 48 : 小米速 7 的高低配智能技术 .....	31
图 49 : 金山办公 WPS AI 2.0 功能一览 .....	32
图 50 : WPS AI 应用场景 .....	32
表 1 : 截至 24H1 金山云重要股东持股情况 .....	6
表 2 : 关联交易 (百万元) .....	12
表 3 : 金山云 2024 年与第三方机构签订的金融租赁梳理 .....	12
表 4 : 国内云厂商 24 年 AI 在云计算业务的贡献情况 .....	18
表 5 : 持续升级产品及平台 .....	21
表 6 : 行业云具体行业、解决方案及客户 .....	25
表 7 : 金山主要云产品梳理 .....	27
表 8 : 顺为资本投资的部分公司 .....	33
表 9 : 分业务预测 .....	34
表 10 : 利润表预测简表 (单位: 百万人民币) .....	35
表 11 : 可比公司估值 .....	36

## 一、国内领先的独立云服务商

### （一）背靠小米金山，保持中立定位，跻身为领先云服务商

金山云创立于2012年，为“雷系生态”直系云服务商，依托集团的企业级服务经验，持续丰富客群，完善云计算产品线，迅速跻身为国内领先的独立云服务商，业务范围遍及全球多个国家和地区。公司保持独立性和中立性定位，只提供资源和服务，不做大模型等客户业务，不与客户形成竞争，在多云策略趋势下，使公司形成差异化竞争优势。

公司发展大致经历3个阶段：

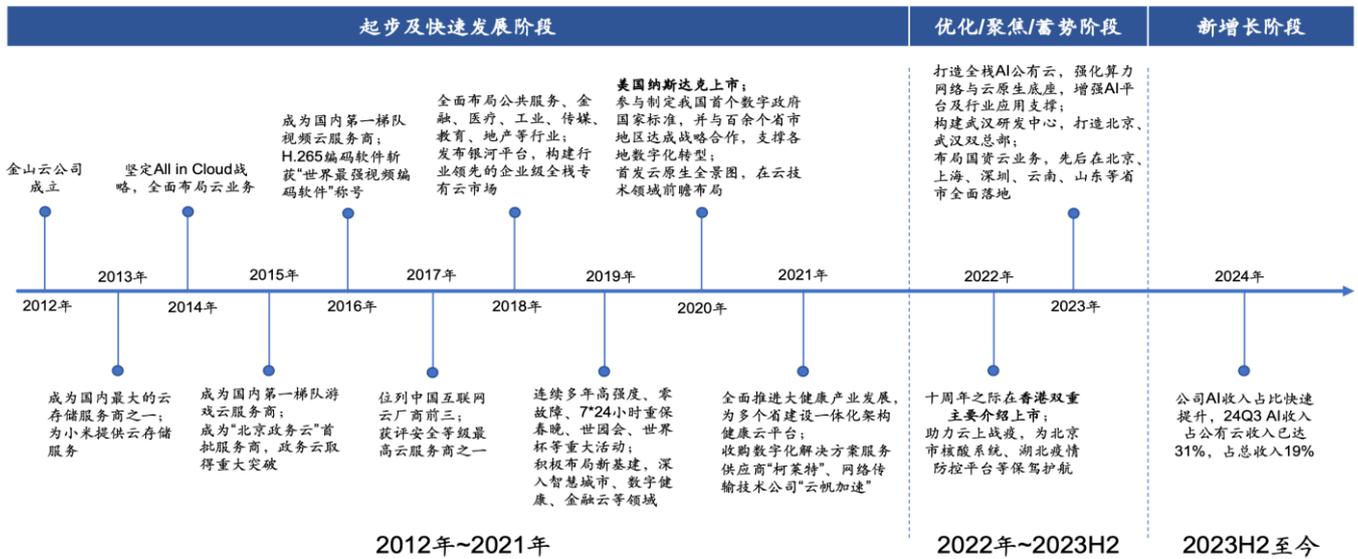
**起步及快速发展阶段（2012年~2021年）：**金山云2012年成立，是中国第一代云计算公司，依托金山集团企业服务能力的积淀，并专注于云业务拓展；2023年成为国内最大的云存储服务商之一，为小米提供云存储服务；2014年坚定All in Cloud战略，全面布局云业务，正式推出公有云服务，向外部客户提供云计算、存储、CDN等基础设施服务，成为国内少数能够提供全面云计算解决方案的企业之一；2015年进一步完善云计算产品线，且大规模拓展客户群体，业务规模持续扩大，加强在游戏云、视频云、政务云、金融云、医疗云领域服务能力，并加大对大数据、AI等技术投入与业务深度融和，2017年金山云跻身为国内领先云服务提供商。2021年9月收购Camelot控股权益，丰富了行业云的客户群及解决方案。公司收入从2017年的12.4亿元快速增长至2021年91.6亿元，复合增速64.5%。

**优化/聚焦/蓄势阶段（2022年~2023H2）：**国内经济受疫情、监管等影响，客户开始缩减开支，减少了云业务投入，尤其是互联网客户需求放缓，叠加云计算行业激烈竞争导致CDN价格连续下降。**金山云从2022年开始调整策略，从扩大市场规模转向提升盈利能力**，具体包括：（1）主动缩减CDN服务规模，专注于非CDN服务（即计算、存储和企业云服务等核心云服务）；（2）更严格的企业云项目选择，评估项目质量、实施周期、回款周期、盈利性等；（3）整合柯莱特，提高协同性和公司整体人效。

**新增长阶段（2023H2至今）：**大模型训练和推理推动AI算力需求大幅增加，为云计算服务商带来新增长机遇。金山云于23H2加大AI算力基础设施与AI服务能力投入，围绕算力、存力、运力、数据、平台等筑牢智算能力体系，助力大模型训练及产业应用落地。在该阶段，公司AI收入占比快速提升，24Q3 AI收入占公有云收入已达31%，占总收入19%。24年公司各项经营指标明显好转，24Q3收入重回双位数增长，经调整EBITDA于24Q1转正，24Q3经调整EBITDA率接近10%。

**展望未来，**大模型仍在持续迭代，训练需求延续，同时AI推理及应用将进一步扩大算力需求。小米入局AI大模型，并在自动驾驶、IoT、端侧等领域融入AI战略，金山在办公等领域加大AI投入，金山云将持续为战略股东提供云服务支持。同时，作为独立的云服务商，已覆盖业内多数头部通用大模型创业公司，并将助力大模型产业应用落地，如已支持DeepSeek-R1/V3，同时在自动驾驶和智能机器人领域均实现突破。

图 1: 金山云公司发展历程图



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

金山软件、小米合计持股接近50%，雷军为公司实控人。根据iFind，截至24H1，金山软件持股37.40%，为最大股东，纽约梅隆银行持股28.22%，小米集团直接及间接合计持股12.25%，金山云副董事长/代理CEO邹涛、CFO何海建持股比例分别为0.05%、0.07%。

表 1: 截至 24H1 金山云重要股东持股情况

股东名称	持股比例	备注
金山软件	37.40%	
纽约梅隆银行	28.22%	
小米集团	11.82%	雷军为实际控制人
Green Better Limited	0.43%	小米集团间接全资子公司，雷军为实际控制人
加拿大退休金计划投资委员会	8.04%	
何海建	0.07%	金山云执行董事、CFO
邹涛	0.05%	金山云副董事长,执行董事,代理 CEO

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 2: 截至 2024H1 金山云股权架构



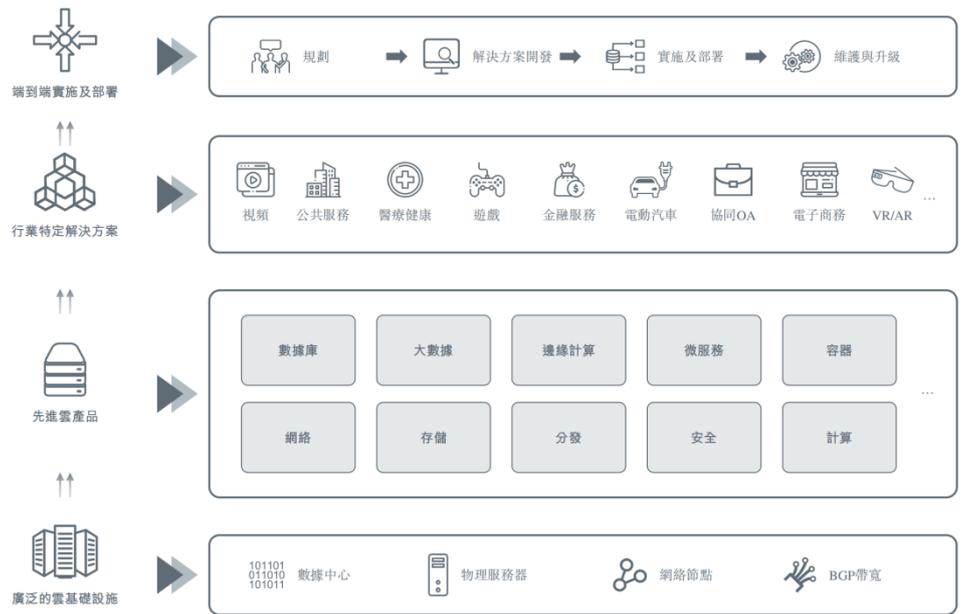
数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

金山云坚持技术立业，逐步构建了完备的云计算基础架构和运营体系，并通过与大数据、人工智能与边缘计算等先进技术结合，深耕行业，提供超过150种适用于互联网、公共服务、数字健康、金融等领域解决方案，为400多家优质客户提供高品质云服务。

公司建立的云平台包括云基础设施、云原生产品、行业特定解决方案及端到端服务。云基础设施包括支持向客户交付云产品（主要为公有云服务）所需的硬件、软件组件及网络资源。公司提供各种先进云产品及行业解决方案，还提供端到端的实施及部署服务，涵盖规划、解决方案开发、实施及部署以及持续维护和升级。公司在整个云采用过程中为客户提供服务。在项目启动阶段，提供规划服务，为云迁移设定总体路线，并设有定制程序，帮助客户进行关键任务数据和应用程序的顺利迁移。

金山云定位优质大模型的助力者，保持“中立云服务商”的市场策略。公司在竞争激烈的云计算市场中，通过差异化定位，避免与大型云服务提供商的直接竞争，开辟独特的市场空间。一方面，使得公司能与各种规模和领域的企业建立合作关系，另一方面，能获得对于数据安全和隐私有严格要求的企业信任。

图 3：公司云平台架构

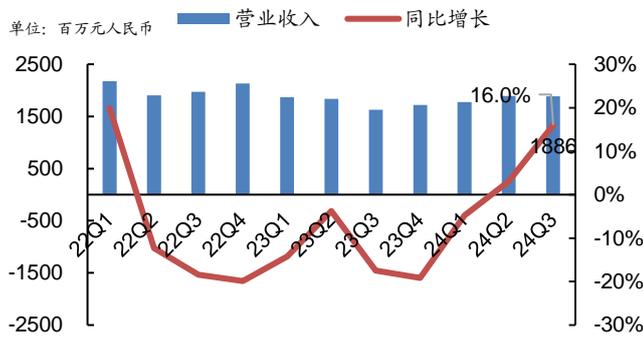


数据来源：金山云港股上市说明书，广发证券发展研究中心

## （二）业绩回暖再提速，AI 成为新驱动

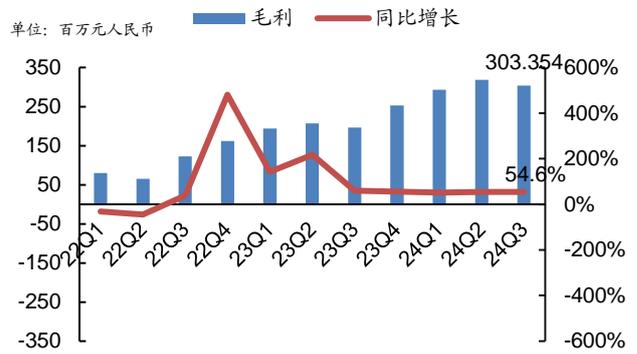
随着21年底企业客户收缩开支，22年公司整体收入下行，23Q4触底后回暖提速，于24Q3同比增速实现双位数正增长。24Q3金山云总收入达到18.86亿元，同比增长16.0%，实现双位数增长；毛利率趋于提升，24Q3毛利率提升至16.1%，经调整毛利率升至16.3%；经调整EBITDA于24Q1首次回正，并于24Q3达1.85亿元，经调整EBITDA率达到9.8%；同时，经调整净亏损趋于收窄，24Q3为2.37亿元。

图 4: 营业收入及增速



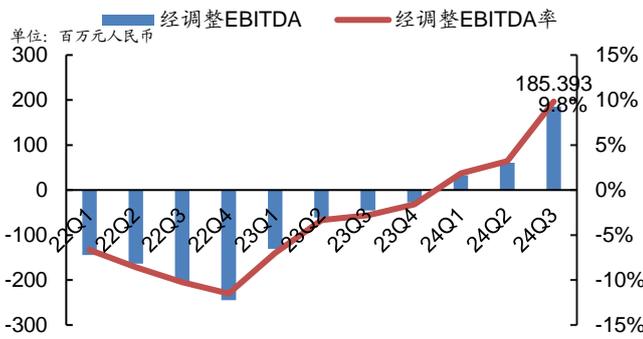
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5: 毛利及增速



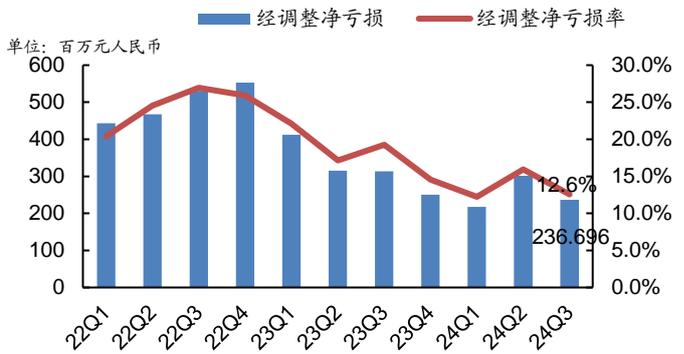
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6: 经调整 EBITDA 及经调整 EBITDA 率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

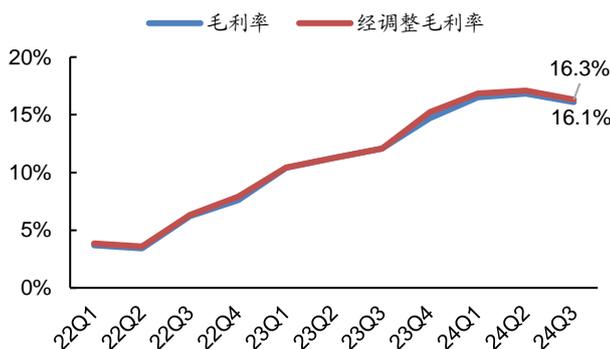
图 7: 经调整净亏损及经调整净亏损率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

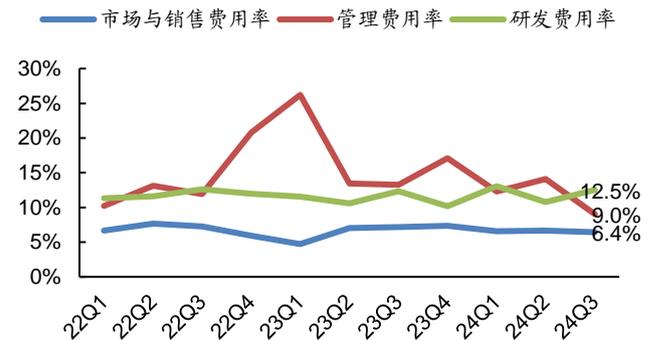
毛利率快速提升，费用率趋于下降。经调整毛利率从22Q1的3.8%提升至24Q3的16.3%。24Q3市场和销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为6.4%/9.0%/12.5%，市场和销售费用率、研发费用率同比基本持平，管理费用率同比-4.2pct。根据公司财报，管理费用率快速下降主要系公司持续的开支严格管控和业务质量提高导致信贷亏损减小所致。22年以来员工数先降后升，到24Q3员工人数达11,311人，同比增长15.99%，根据公司财报，员工人数增长主要系研发人员和解决方案及服务人员增长，24Q3两者人数达1,186人和9,132人，分别占比10.5%和80.7%。

图 8: 毛利率及经调整毛利率



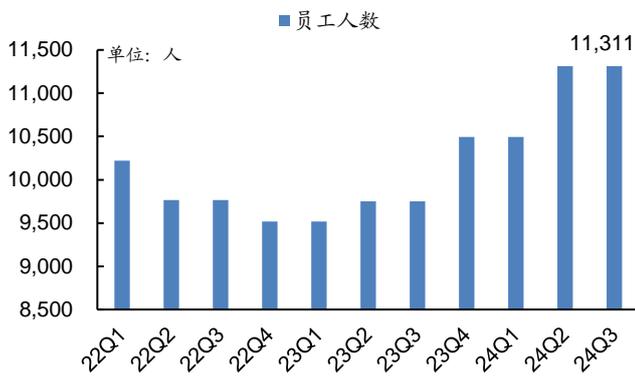
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9: 费用率变化情况



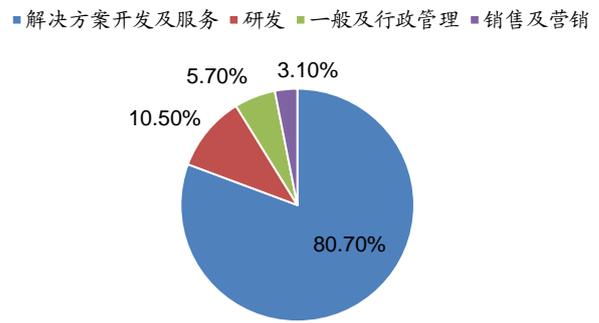
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10: 员工人数变化



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

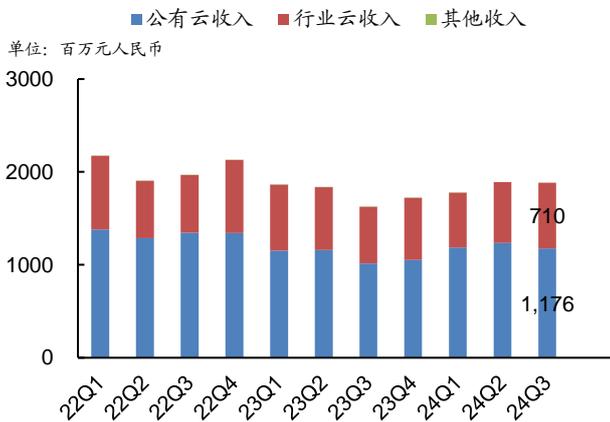
图 11: 公司员工架构 (24H1 各职能占比)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

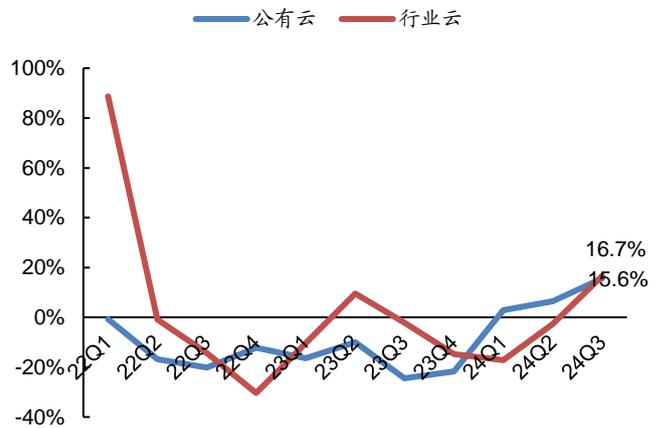
营业收入主要来自公有云和行业云, 其中公有云占比接近2/3, AI业务成重要驱动。24Q3公有云和行业云业务营收分别为17.2 (YOY+35.3%、QOQ+4.9%)、9.1 (YOY+16.5%、QOQ+8.0%) 亿元, 占总收入比例分别为62.3% (YOY-0.3pct)、37.7% (YOY+0.6pct)。AI业务收入快速增长, 24Q3占公有云收入升至30.8%, 占总收入19.2%。

图 12: 营业收入结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

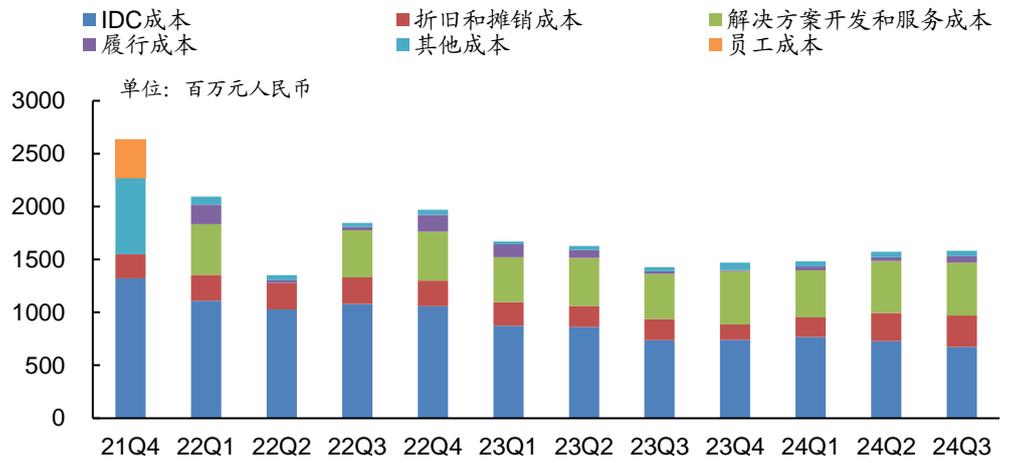
图 13: 营业收入增速 (分业务)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

营业成本主要包括IDC、折旧摊销、解决方案开发及服务成本等, 24Q3占成本比分别为43%和19%。(1) 过去3年, 公司主动收缩CDN业务, IDC成本持续下降, 根据历年公司财报, 22~23年及24年前3季度IDC成本占比分别为58%/52%/43%; (2) 折旧与摊销主要受资本开支影响, 随着AI投资扩大, 折旧摊销随之提升。(3) 优化供应链成本。根据24Q2业绩会议, 公司利用中国中西部地区的数据中心资源, 相比东部核心城市, 成本大幅下降; 同时严格控制内部采购成本, 扩大供应商覆盖范围, 并寻求价格与质量的最佳平衡。

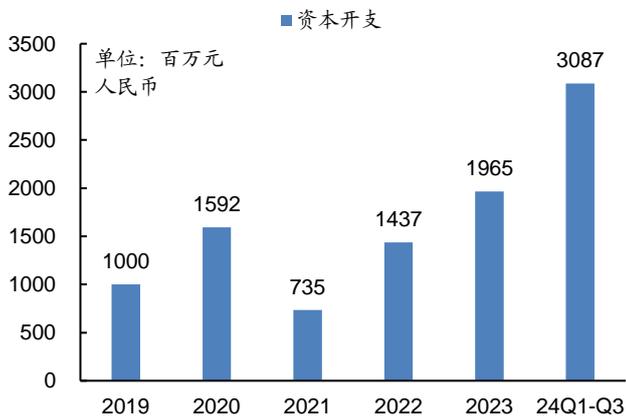
图 14: 营业收入成本拆分



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

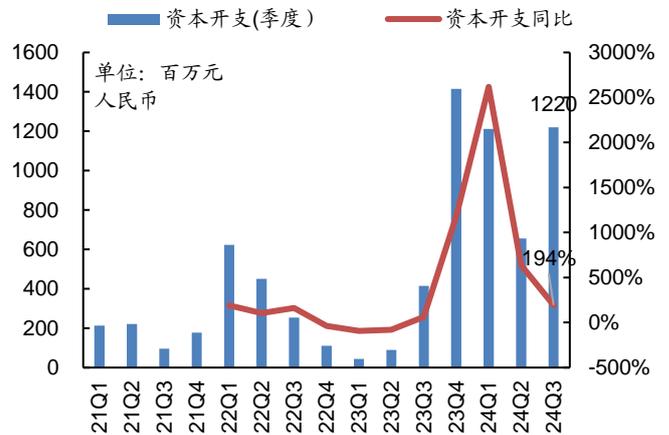
**资本开支增加, 主要投向AI基础设施。**根据公司财报, 2021~2023年资本开支分别为7.35/14.37/19.65亿元。公司从23Q3开始增加AI相关投资, 23Q3~24Q3资本开支累计49亿元, 24Q1~Q3各季度资本开支分别为12.12/6.55/12.2亿元。根据24Q2、Q3业绩会, 与AI投资直接相关的资本支出占比超95%。此外, 公司与小米达成的融资关联交易, 未来三年每年资金服务上限为44亿元, 为公司持续加大AI领域投资提供坚实的资金保障。

图 15: 公司资本开支 (年度)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 16: 公司资本开支 (季度)

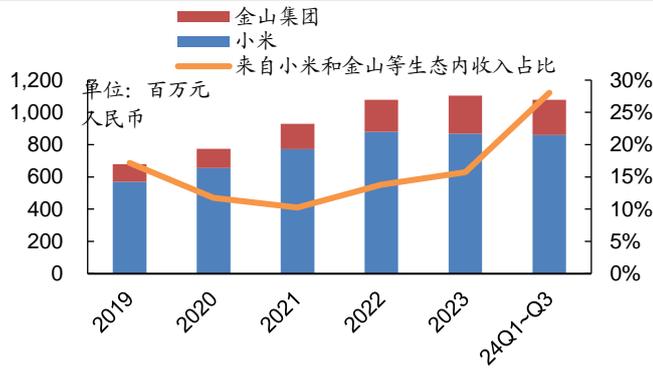


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### (三) 与小米金山关联交易上限显著提升

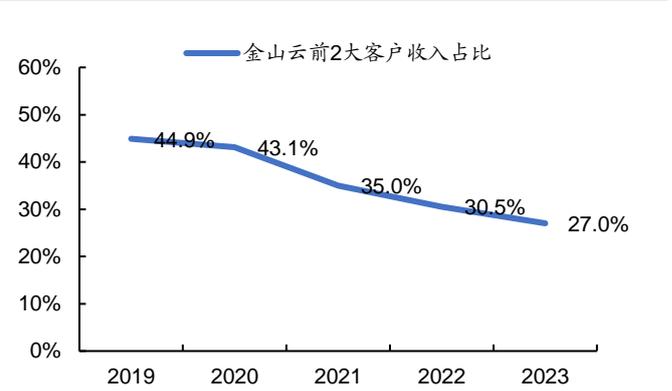
小米和金山集团是金山云战略客户, 近几年收入贡献趋于提升。根据公司关联交易公告, 2021~2023年及24Q1~Q3小米和金山集团支付金山云云业务费用占金山云总收入10.3%、13.8%、15.7%、28.0%, 近几年收入贡献逐步提升。

图 17: 来自小米和金山集团收入及占比情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 18: 金山云前 2 大客户收入占比情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

金山云与小米、金山关联交易主要体现在两方面，业务支持和融资服务。业务方面主要体现在金山云为小米及金山软件提供云服务，融资服务包括小米为金山云提供融资租赁、保理、担保贷款，金山软件为金山云提供借款。2024年新签的3年关联交易金额上限明显提高，主要反映AI算力需求的增长，以及未来AI领域投资有充足的资金支持。

根据2022年金山云与金山软件及小米的关联交易框架协议，2022-2024年金山软件集团就云服务应付的费用拟定年度上限分别2.131/2.653/3.305亿元，而2022-2024（截止24Q3）年度的实际交易金额分别为1.988（YoY达27%）/2.36（YoY达19%）/2.182亿元，对应年度上限使用率分别为93.29%、88.96%及66.02%；小米集团就云服务应付的费用拟定年度上限为11.118/13.43/16.227亿元，而2022-2024（截止24Q3）年度的实际交易金额分别为8.792/8.683/8.596亿元，对应年度使用率分别为79.08%、64.65%及52.97%。此外，公司与小米签订框架协议还包含融资服务，相关年度上限为14亿元，实际交易金额为7.536/8.149/7.245亿元（截止24Q3），使用率分别为53.83%、58.21%及51.75%。

与小米的最新关联交易金额上限显著提高，其中包括未来3年132亿元的融资服务上限，反映金山云未来在AI领域投资有充足的资金支持。根据2024年金山云与金山软件及小米的关联交易框架协议，2025年至2027年期间，金山软件集团就云服务应付的费用拟定年度上限分别4.691/5.97/7.755亿元，小米集团为23.098/31.383/40.351亿元，对比第一次关联协议的上限及历史金额均有显著提升，反映出金山软件和小米集团持续增长的云服务需求以及与公司长久稳定的合作伙伴关系。在融资服务方面，2025年至2027年期间，就小米集团提供融资服务年度上限约为44亿元，金额明显提升。而公司融资渠道多元，来自小米及金山软件的融资也只占公司总融资的一部分，截至24Q3从独立第三方及金融机构融资额占公司总融资额的66%。

此外，公司于2023年12月4日，与金山软件签订不超过15亿元人民币贷款，用于支持基础设施采购及业务发展。

**表 2: 关联交易 (百万元)**

关联交易方	关联交易业务项目	2022 年	2023 年	2024 年	2024 年 1-9 月	2025 年	2026 年	2027 年
金山集团	应付云服务费用上限	213.1	265.3	330.5		469.1	597	775.5
	实际应付云服务费	198.8	236.0		218.2			
	使用率	93.29%	88.96%		66.02%			
小米集团	应付云服务费用上限	1111.8	1343	1622.7		2309.8	3138.3	4035.1
	实际应付云服务费	879.2	868.3		859.6			
	使用率	79.08%	64.65%		52.97%			
	融资服务上限	1400	1400	1400		4400	4400	4400
	实际使用	753.6	814.9		724.5			
	使用率	53.83%	58.21%		51.75%			

数据来源: 公司关联交易公告、广发证券发展研究中心

备注: 小米为金山云提供的融资服务包括融资租赁、保理、担保贷款。

**表 3: 金山云 2024 年与第三方机构签订的金融租赁梳理**

签订日期	到期日	融资租赁方式	缔约方	用途	金额	首期年利率
2024 年 11 月 11 日	协议期限三年	出售及回租若干服务器	金山云网络与中信金融租赁有限公司	加快对 AI 基础设施投资	2.5 亿元	4.35%
2024 年 9 月 24 日	2025 年 7 月 12 日	直接融资租赁	金山云(庆阳)数据与信达金融租赁订立融资租赁框架协议	使集团能够以较低的初始成本获得对服务器和其他配件的访问权限, 进一步促进其在云服务领域的业务运营和发展, 并加速对人工智能基础设施的投资。	不超过 3 亿元	利率由各方参照利率因素公平协商后另行约定。
2024 年 9 月 2 日	2025 年 1 月 5 日	直接融资租赁	金山云(庆阳)数据与金山云网络及招商融资租赁订立融资租赁框架协议	使集团能够以较低的初始成本获得对服务器及附属设施的访问权限, 进一步便利其在云服务领域的业务运营和发展, 并加速对人工智能基础设施的投资。	不超过 4.95 亿元	3.85%+45 个基点确定
2024 年 8 月 20 日	2027 年 10 月 9 日	售后回租	金山云网络与招银融资租赁订立融资租赁框架协议	将通过补充营运资金, 拓宽融资渠道、增加流动资金来源及优化集团资本架构。	不超过 3 亿元	3.95%+60 个基点

数据来源: 公司自顾性/须披露交易公告、广发证券发展研究中心

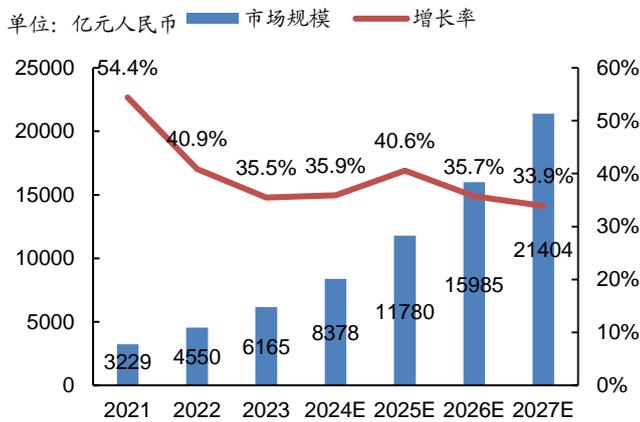
备注: 1 个基点= 0.01%

## 二、云计算市场迎来新一轮增长，AI 打开新增长空间

### (一) 云计算市场规模持续扩大

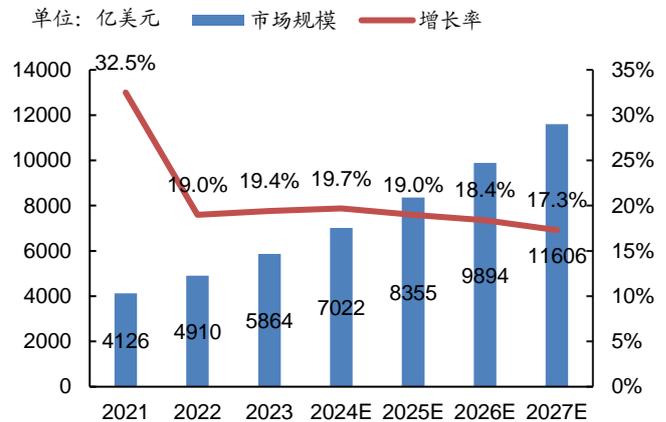
全球云计算市场规模不断扩大，2027年中国市场有望突破万亿。根据Gartner数据显示，2023年以IaaS、PaaS、SaaS为代表的全球云计算市场规模达到5864亿美元，增速为19.4%。预计在大模型、算力、生成式AI等需求刺激下，全球云计算市场将以18.6%的年复合率增长，预计到2027年将突破万亿美元。根据中国信通院《云计算白皮书（2024年）》数据，国内云计算市场保持快速增长。其中，公有云市场规模达到4,562亿元，同比增长40.1%；私有云市场则达到1,563亿元，增长率为20.8%。随着云计算技术的创新突破和大模型应用的规模化推广，我国云计算产业将迎来新一轮增长机遇。预计到2027年，我国云计算市场规模将突破2.1万亿元，呈现强劲的发展势头。

图 19: 中国云计算市场规模及增速



数据来源: Gartner, 广发证券发展研究中心

图 20: 全球云计算市场规模及增速



数据来源: 中国信息通信研究院, 广发证券发展研究中心

从细分市场来看竞争格局，从厂商竞争格局来看，产业升级为市场带来新机遇，同时也引发品牌洗牌。据中国信通院数据，2023年阿里云、天翼云、移动云、华为云、腾讯云和联通云位列中国公有云IaaS市场前六，并且具有集中度高的特点。

**阿里云**以21.31%的市场份额稳居第一，凭借广泛的产品组合和稳定的服务质量以及强大的生态系统吸引大量企业客户。

**天翼云和移动云**凭借自身强大的移动通信网络基础设施、政府和大型企业的深度合作，正在不断扩大云计算领域的市场影响力，2023年以17.07%和12.83%的市场份额位居第二和第三。

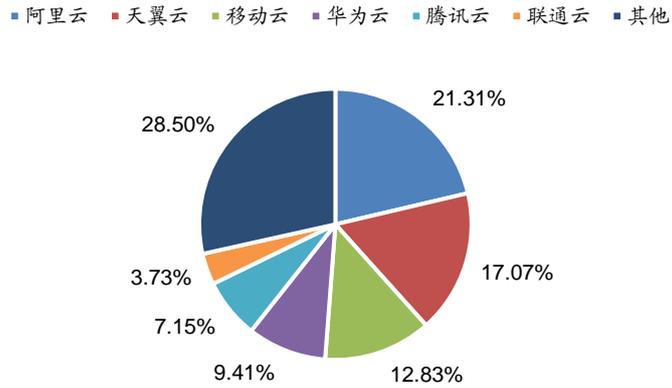
**华为云**以9.41%的市场份额紧随其后，在制造业和金融业内有多个垂直行业客户，在特定领域展现出强大竞争力。

**腾讯云和联通云**的市场份额分别为7.15%和3.73%，显示出在云计算领域的布局仍需进一步加深。腾讯云主要依托自身在社交、游戏和视频等领域的资源优势，集中发力相关行业客户，而联通云则利用其通信领域的基础设施资源寻求突破。

**其他厂商**占比达28.50%，反映出公有云市场仍有大量中小型厂商参与竞争。

随着AI技术及大模型的影响日益增强，云计算市场迎来发展契机。中腰部厂商正在通过强化科技平台优势，加速推动云业务的智能化转型，为抢占市场份额积累更大优势，而头部厂商则通过巩固技术与服务能力寻求新的突破。

图 21: 2023年中国公有云IaaS厂商市场占比

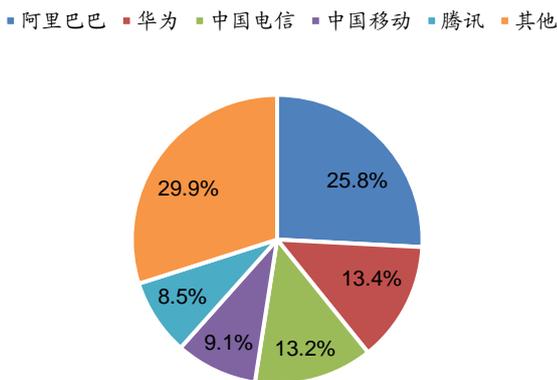


数据来源：中国信息通信研究院，广发证券发展研究中心

**AI大模型的热度持续，各家云厂商在前期研发和市场投入基础上继续加强AI技术融合。**根据IDC《中国公有云服务市场（2024上半年）跟踪》报告表示，**IaaS**市场中阿里巴巴、华为、中国电信、中国移动和腾讯占据了市场的主要份额，总计达到70.1%。集中度小幅下降的部分原因是国际背景的云厂商和专注于算力服务的云服务商在AI技术快速发展的背景下，市场份额增长迅速。这些厂商通过提供多样化的大模型产品和灵活的算力资源配置，满足了市场对AI和智能算力服务的需求，从而在竞争中占据了优势。

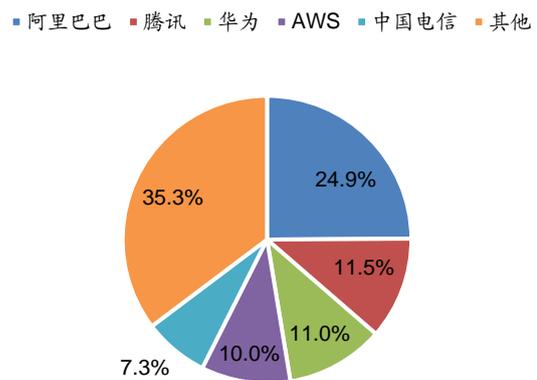
在**PaaS**市场，阿里巴巴、腾讯、华为、AWS和中国电信位列前五，市场份额总和为64.7%，集中度同比下降1.7%。表明国内市场正在变得更加多元化，AI技术和出海需求的增长为PaaS市场带来了新的发展机遇。这些厂商通过加强AI与行业场景的结合，注重投入产出比，提升了市场收益回馈。

图 22: 24H1中国公有云IaaS厂商份额占比



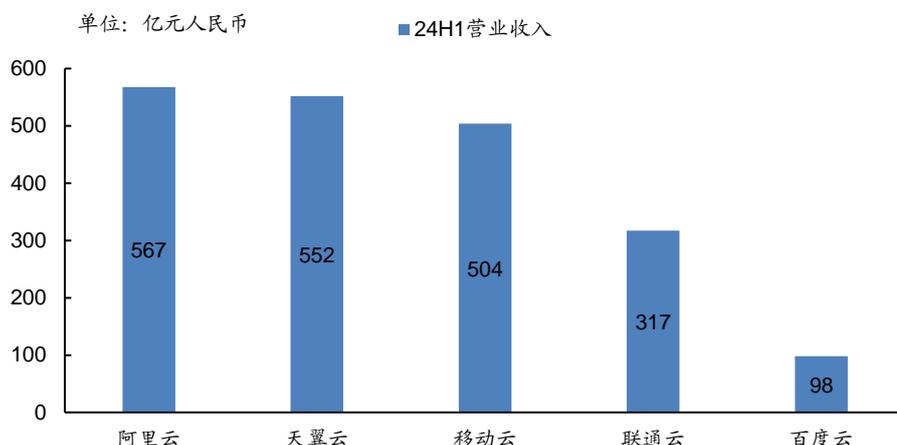
数据来源：IDC 中国，广发证券发展研究中心

图 23: 24H1中国公有云PaaS厂商份额占比



数据来源：IDC 中国，广发证券发展研究中心

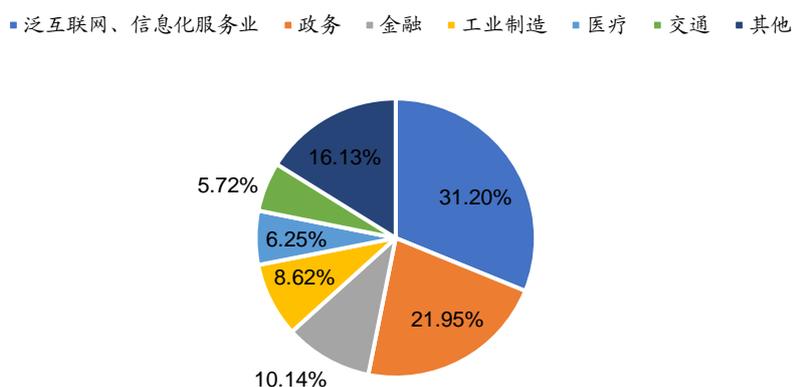
图 24: 头部云计算厂商2024年上半年营业收入



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

从需求角度, 互联网、政务占据主要市场份额, 金融、制造、医疗、交通等领域数字化推动用云需求增长。据中国信通院数据, 从2023年各行业用云量看, 互联网及信息化服务业以31.20%的占比位居第一, 反映出数字经济的快速发展带动了云计算的广泛应用。政务行业以21.95%的占比紧随其后, 展现出政府数字化转型对云计算市场的推动作用。金融行业的用云量占比为10.14%, 在数字化转型过程中的稳步推进云计算的运用。工业制造和交通行业的用云量占比分别为8.62%和6.25%, 主要由于工业制造行业逐渐向智能制造转型, 对边缘计算、工业物联和实时数据处理的需求增加。医疗行业占比5.72%处于较低水平, 但随着未来医疗设备的推广和医疗资源共享需求增加, 未来该领域的云计算应用将逐步扩大。其他行业占比16.13%, 未来仍有大量新兴行业或小众市场对云计算服务产生需求。

图 25: 2023年行业用云量占比



数据来源: 中国信息通信研究院, 广发证券发展研究中心

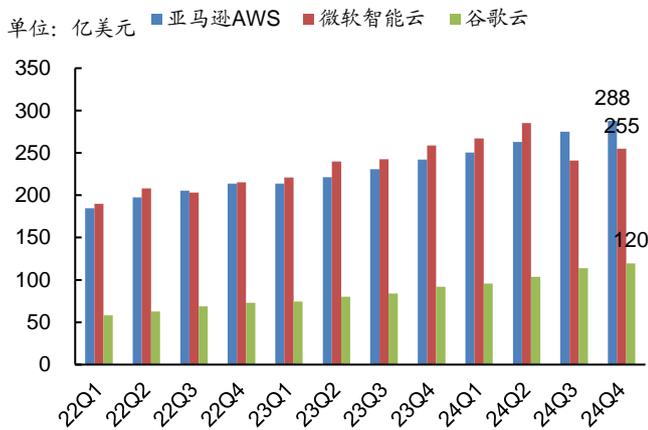
## (二) AI 成为云厂商“第二增长曲线”

生成式AI和大模型的迅速发展为云计算市场带来新动力。云计算平台通过提供灵活、可扩展的计算资源, 为AI大模型的训练、推理及应用提供可靠的支持, 成为企业智

能化部署和应用的核心基础设施。根据Gartner预测，到2027年，中国80%的企业将使用多模型生成式人工智能策略来实现多样化的模型功能，表明AI正在成为云计算行业增长的核心驱动力。

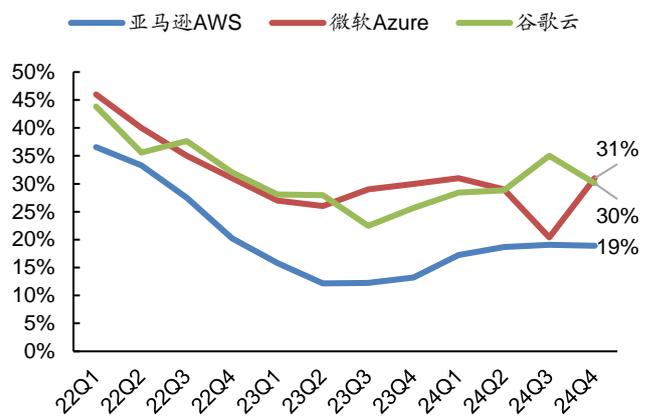
从海外云计算厂商看，AI相关服务扭转了云业务增速放缓的态势，成为重要增长驱动。自2023年海外云厂商收入增速企稳回升，目前企业已开始将AI从概念验证转向实际应用。亚马逊AWS在24Q4实现营收288亿美元（YoY+18.93%），运营利润为106.3亿美元（YoY+48.3%），运营利润率为36.9%（YoY+7.3pct，QoQ-1.1pct），其中AI年化收入达数十亿美元。其中，生成式AI业务及非生成式AI均实现增长，企业开始关注新项目，将更多工作负载迁移至云端。24Q4微软Azure及其他云服务营收同比增长31%，其中AI贡献13pct增量（同口径上季度为+12pct）。AI服务年化收入130亿美元，同比增长157%，算力仍供不应求。24Q4谷歌云实现营收119.55亿美元（YoY+30.1%），运营利润率为17.5%（YoY+8.1pct），主要得益于云AI产品、核心GCP和Workspace的强劲营收表现。

图 26: 国际头部云计算公司云业务收入



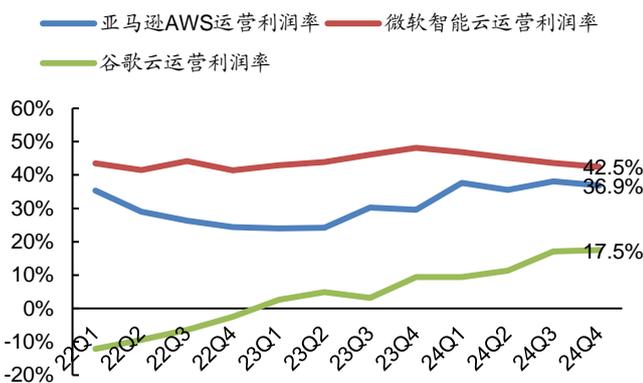
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 27: 国际头部云计算公司云业务收入同比增速



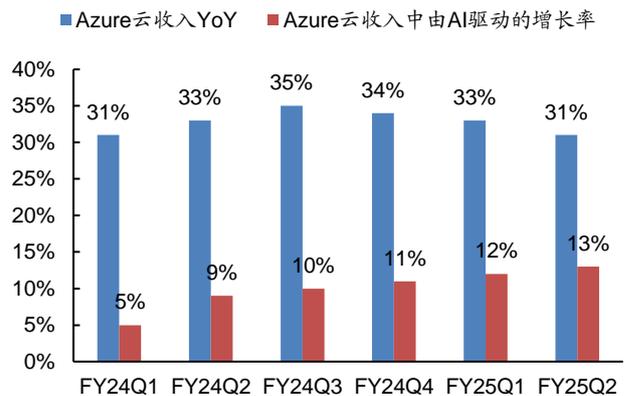
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 国际头部云计算公司云业务运营利润率



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 29: Azure云收入同比增速及由AI驱动的增长率

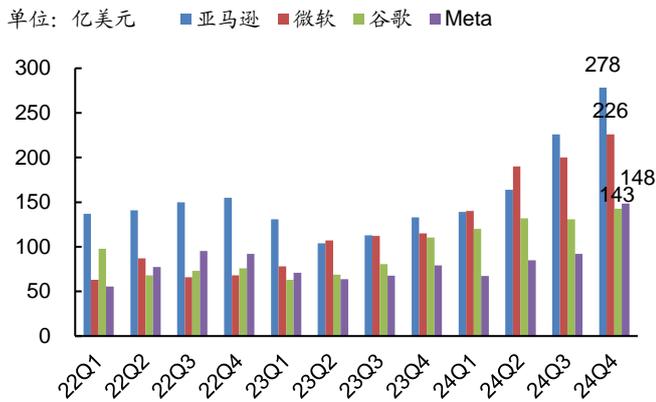


数据来源: 微软财报及 Earnings Call, 广发证券发展研究中心

备注: FY25Q1 分业务口径变更, 重塑至 FY24Q1。

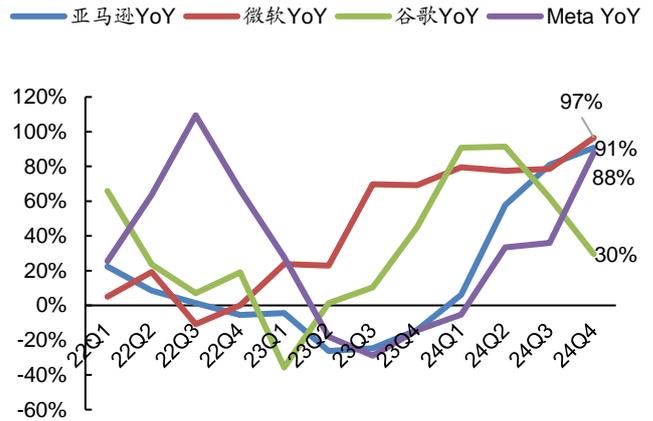
海外云计算厂商加大AI相关资本开支，2025年资本支出将继续扩大。四大云服务提供商(亚马逊、微软、谷歌、Meta)24Q4资本支出总额达到795.5亿美元，同比+76.8%，2024年资本开支总额同比增长62.3%达2,503亿美元，主要增加对AI相关的服务器、数据中心和网络基础设施的投资。24Q4亚马逊、微软、谷歌、Meta资本开支分别为278亿美元(YoY+91%，QoQ+23%)、226亿美元(YoY+97%，QoQ+13%)、143亿美元(YoY+30%，QoQ+9%)、148亿美元(YoY+88%，QoQ+61%)，维持高增长。各公司对2025年资本开支展望延续扩张态势，大多高于最新季度的年化水平。

图 30: 国际头部云计算公司资本开支



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: 国际头部云计算公司资本开支同比增速



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

国内云厂商于23年下半年加大AI相关投资，24年以来，AI增量贡献逐渐加大。

阿里云FY25Q3实现收入317.42亿元，同比增长13%（上一季度为7%），重回双位数增速。其AI相关产品收入连续六个季度保持三位数增长。阿里云宣布将大幅增加AI相关基础设施的短期投资，以满足AI模型部署所需的云计算和API服务日益增长的需求。

腾讯云所在的金融科技与企业服务业务24Q3实现收入531亿元，占总营收32%，毛利率升至47.8%，收入与盈利能力持续好转。

百度云24Q4营收达71亿元，同比增长26%，2024年AI云服务收入同比接近翻番。根据24Q3业绩会纪要，AI收入占云业务收入比例达11%，占比持续提升。

金山云24Q3 AI业务收入达3.6亿元，占公有云收入的30.8%，占总收入19.2%，AI业务占比逐年上升，公司在AI领域的投入已经开始产生显著的经济效益。

国内云计算厂商对AI的投资力度显著增加。阿里巴巴FY25Q3（自然季24Q4）资本支出环比+80%至317.75亿元，未来三年将投资超过3,800亿元，用于建设云和AI硬件基础设施，总额超过过去十年总和。腾讯24Q3资本开支同比+114%至171亿元。金山云23Q3~24Q3资本支出累计49亿元，其中大部分用于投资服务器以支持AI业务。

**表 4: 国内云厂商 24 年 AI 在云计算业务的贡献情况**

云厂商	云计算业务中 AI 的贡献情况	研发投入情况	云服务中 AI 的发展情况
阿里云	FY25Q2 阿里云季度营收同比增长 7%，达到 296.1 亿元，已经实现连续四个季度增速上涨；公有云实现双位数增长，AI 相关产品收入连续五个季度实现了三位数增长，经调整后的 EBITA（息税折旧摊销前利润）同比增长 89%，达到 26.61 亿元。	25H1 资本性支出增加至 29585 百万元，较 24H1 的 12077 百万元有显著增长。资本支出将用于云业务和数据中心建设，包括为运营移动平台和网站而购置的电脑等设备，以及数据中心的建设支出，对于支持云服务的扩展和提升计算能力至关重要。	1. 阿里云推出了支持单机 16 卡的磐久 AI 服务器，具有 20TB/s 数据吞吐量的 CPFS 文件存储系统，以及支持超过 10 万个 GPU 稳定连接的高性能网络架构 HPN7.0。 2. 阿里云 ACS 首次推出 GPU 容器算力，通过拓扑感知调度技术提升了计算亲和度和性能。阿里云人工智能平台 PAI 实现了万卡级别的训练推理一体化弹性调度，使得 AI 算力的有效利用率超过 90%。 3. 阿里云百炼已成为国内模型最丰富的大模型服务平台，集成了上百款大模型 API，覆盖国内外主流模型。在 5 月首次大幅降价后，阿里云百炼平台上的三款通义千问主力模型再次降价，Qwen-Turbo 价格直降 85%，Qwen-Plus 和 Qwen-Max 分别再降价 80% 和 50%。
腾讯云	24Q3 腾讯云总营收为 1672 亿元，To B 中金融科技与企业服务业务实现收入为 531 亿元，占总营收 32%。	腾讯研发投入 24Q3 达 178.9 亿元，前沿技术推动腾讯云在国内和全球市场体现出优秀的竞争力。	1. 混元 Turbo 训练和推理效率提升了一倍，推理成本减半。混元 Vision 在第三方评测中位于国内第一梯队。 2. 腾讯云智算在 1 分钟内可以完成万卡 Checkpoint 写入，效率是业界的 10 倍。 3. TDSQL 数据库刷新了 TPC-DS 世界性能测试纪录，实现了在线分析处理（OLAP）和在线事务处理（OLTP）双榜第一。 4. 腾讯有 80% 的程序员使用 AI 代码助手，其中 33% 的代码由 AI 生成。
百度云	24Q3 非在线营销收入为人民币 77 亿元（约合 11.0 亿美元），同比增长了 12%，这一增长主要得益于 AI 云业务的推动。	24Q3 收入成本为 164 亿元人民币，同比增长 1%，主要是由于流量获取成本和与 AI 云业务相关的成本增加，部分被人员相关费用和商品成本的下降所抵消。	1. PaddlePaddle 和 ERNIE 开发者社区在 2024 年 11 月达到了 1810 万用户。 2. ERNIE 在 2024 年 11 月的日处理 API 调用次数达到了约 15 亿次，与 8 月的 6 亿次相比，显示出显著的增长。 3. 百度在 2024 年第三季度扩展了 ERNIE 家族，推出了 Speed Pro 和 Lite Pro 两款增强型轻量化机型。 4. 根据 IDC 在 2024 年 8 月发布的 2023 年中国 AI 公有云市场报告，百度 AI 云连续第五年保持了 AI 云服务提供商的第一名。
金山云	24Q3 金山云 AI 业务收入达 3.6 亿元，占公有云收入的 30.8%（QOQ+17pct）和整体收入的 19.2%（QOQ+12pct），AI 业务占比逐年上升，且公司在 AI 领域的投入已经开始产生显著的经济效益。	自 2021 年资本开支逐年增加，2021 年至 2023 年的资本开支分别为 735 百万元、1437 百万元、1965 百万元。根据 24Q3 电话会议，公司的资本支出和融资租赁获得的资产为 122 亿元，其中大部分用于投资服务器以支持 AI 业务。	1. 24Q3 公司发布了涵盖智能对话、内容创作等多个场景的金山云瀚海应用平台 2.0，为行业用户高效实现人工智能应用搭建。 2. 发布金山瀚海训练平台，为客户提供大规模训练的深度学习环境。公司通过持续的技术创新增强在行业云市场的竞争力，适应快速变化的市场需求。 3. 截至 24Q3 业务已经覆盖多数业内头部通用 AI 公司，带动数据清洗业务算力及存储需求快速增长，在自动驾驶和智能机器人领域均实现突破。

数据来源：阿里云、腾讯云、百度云、金山云各公司财报及公众号、广发证券发展研究中心

### 三、业务：全力支持 AI 发展

金山云是中国领先的独立云服务商，拥有广泛的云基础设施、强大的云技术研发能力、先进的云产品和专业的垂直行业解决方案。为战略性选定的垂直行业客户提供全面的云服务，为客户提供端到端的实施及部署。依托云原生技术和多元化产品组合，公司全面覆盖从基础设施到SaaS应用的全栈云服务需求，通过聚焦行业深度定制，在垂直领域的市场份额持续提升。

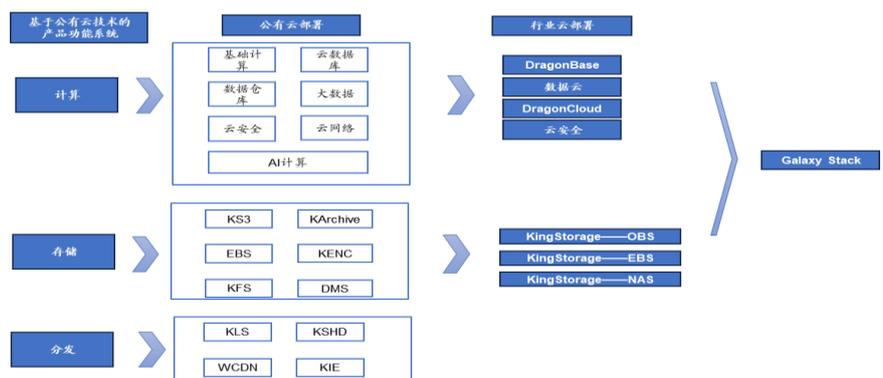
公司提供各种先进的云产品及服务，包括IaaS基础设施、PaaS层、SaaS应用软件、AI能力及开发服务，可用于设计不同的解决方案。公有云绝大部分收入来自IaaS，很少部分来自PaaS。行业云服务主要也是IaaS产品，其次为PaaS层以及SaaS应用软件。公司还通过将云解决方案融合专用客户服务，提供全面的解决方案。

云产品主要包括云计算、存储和分发。云计算产品（如金山裸金属服务器）提供按需交付的高性能计算资源，并为客户提供可用性、敏捷性、可扩展性和灵活性等优势，与传统IT基础设施相比，云计算产品的使用可以快速适应客户的业务需求，而无需在硬件上进行大量投资。此外，还提供其他云计算产品，包括云网络、数据库、数据仓库、大数据和安全产品。云存储产品（如KingStorage）提供高安全性、高性价比的数字化数据存储基础设施，可异地或本地部署。云分发产品（如金山云分发网络）允许用户通过公司提供的额外增值服务，例如大规模存储、流式编译码以及高清视频解决方案，进一步提升其业务营运。

云产品和解决方案可部署为公有云服务、或行业云服务。行业云主要在客户本地部署及运行，由客户专属使用。公司持续提升技术，改善本地部署的行业云服务，使客户能够同时享有公有云服务。公有云基于使用率和使用期间收费，通常根据实际云产品消费情况按月/年收费。行业云根据具体项目收费。

公司重点发展优质客户，覆盖垂直行业领先公司。2021~2023年拥有客户数597名、537名及486名优质客户，客单价分别为1,700、1,490、1,420万元。除生态客户小米和金山外，还覆盖大模型公司、视频、游戏、电商等科技行业公司，以及金融服务、政务、医疗健康、制造、物流等行业客户。

图 32：公司云产品和解决方案可部署为公有云和行业云服务



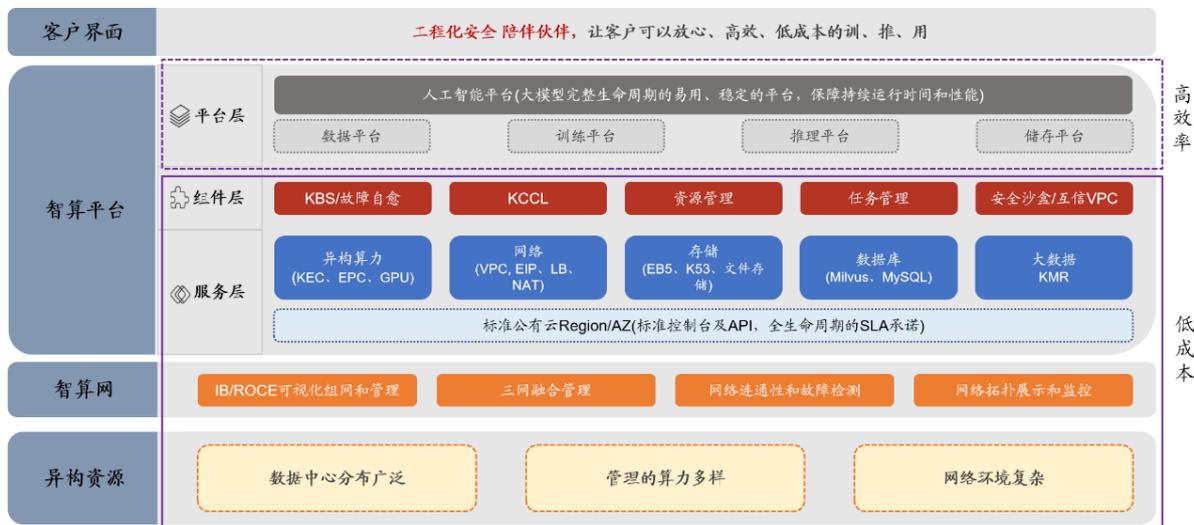
数据来源：金山云港股上市说明书，广发证券发展研究中心

(一) 公有云：升级基础设施全力支持 AI 发展

持续投资基础设施，拥有10万台服务器。截至24H1公司主要在中国拥有两个数据中心及租赁数据中心，拥有约10万台服务器，实现了EB级的存储容量。公司持续投资基础设施，升级计算能力和存储能力，以提供更高质量的云服务并增强规模经济效益。2023年公司升级了核心存储、数据库、网络等产品，使其具有面向生成式人工智能的功能，2024年公司进一步升级数据处理、模型训练、应用部署等多个环节。

全面升级智算服务体系，助力大模型应用落地。围绕基础云、智算网及智算平台，公司构建了智算云 1.0 能力体系，且正在向平台化和 Serverless 演进的智算云 2.0 迈进。在基础云方面，通过整合软硬一体化能力，对计算、存储、网络进行全面升级，构建高性能基础设施。在智算网优化方面，提供多种组网架构，还包括自研的 RoCE 网络监控平台，通过算力平台帮助其更加合理地分配和利用资源。面对大模型客户在数据层面的挑战，公司整合云服务器、云网络、容器及高性能对象存储在内的能力，研发并发布了包括 Serverless Spark在内的多款 Serverless 形态数据类产品。

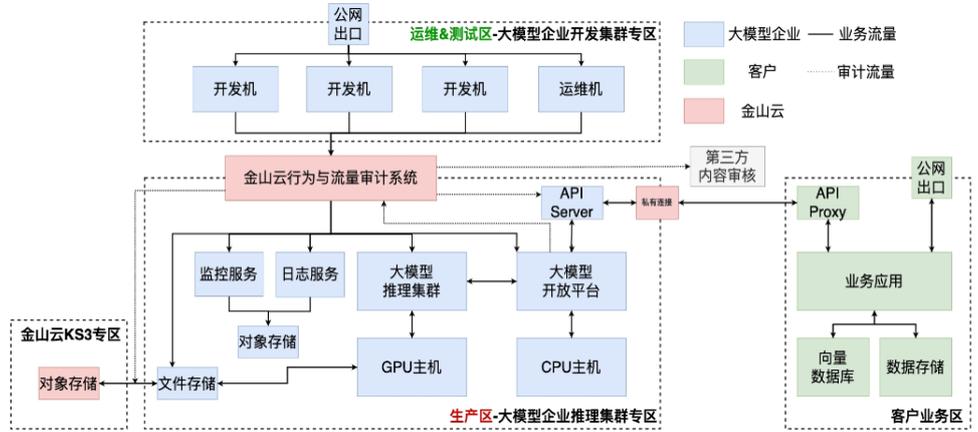
图 33: 金山云智算云产品架构图



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

持续完善模型即服务(MaaS)互信专区方案。一方面，致力于为企业客户提供安全、高效的大模型接入与支持服务；另一方面，为需要动态资源分配和短期高弹性需求的客户群体提供了极大的灵活性与扩展性，避免维护底层IT基础设施的高昂成本与复杂性，从而专注于自身核心业务发展。根据公司官网，目前在公有云和国资云/政务云场景均已支持DeepSeek-R1/V3。公司发布基于DeepSeek-R1蒸馏模型的多种镜像服务，通过该服务，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。

图 34: 金山云联合MiniMax推出MaaS互信推理专区方案的逻辑架构图



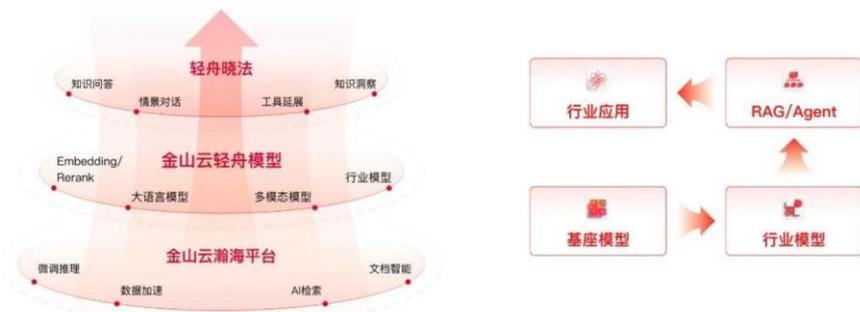
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 5: 持续升级产品及平台

24Q1	24Q2	24Q3
<ul style="list-style-type: none"> <li>第八代云服务器</li> <li>弹性裸金属EPCX7</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>第九代云服务器高效型SE9</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一站式算力平台</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>对象存储KS3极速型</li> <li>容器服务KCE2.0</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于AIGC场景的数据清洗解决方案</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KMR Serverless Spark</li> <li>云原生WAF能力升级</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>数据库管理平台KDMP</li> <li>多模态智能云原生数据仓库Relyt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金山云轻舟大模型Qzhou-13B V4</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企业级对象存储OBS V6.6</li> <li>金山云银河平台V3.1.1</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>金山云银河平台</li> <li>金山云KDX行业DaaS平台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>统一运维服务产品云堡垒机</li> <li>低成本、高密度的银河专有云平台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金山云瀚海应用平台2.0</li> <li>金山云瀚海训练平台</li> </ul>

数据来源：金山云公众号、广发证券发展研究中心

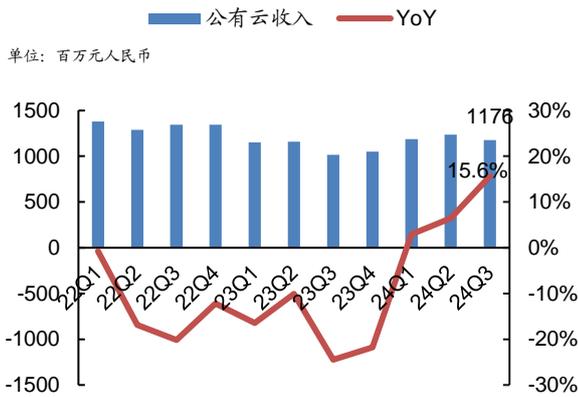
图 35: 金山云基于轻舟模型构建垂直行业模型



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公有云2024年后收入回升，增长提速。24Q3公有云业务收入为11.8亿元，同比增长15.6%，收入占比为62.3%，主要得益于AI相关收入增长，部分被持续收缩CDN服务规模所抵消。2023年公有云业务收入为43.8亿元，收入占比为62.2%，其中会员数达214个，平均客单价2,010万元。

图 36: 公有云业务收入及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 37: 公有云会员人数及平均单价



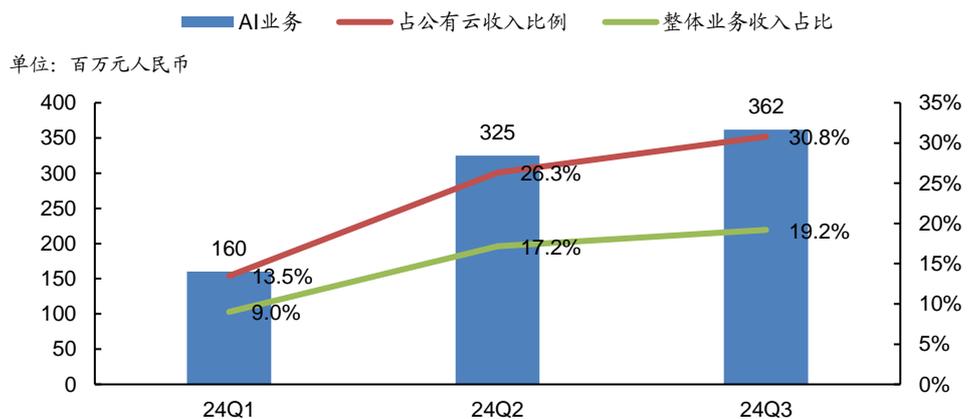
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：左轴为公有云会员人数，右轴为公有云平均单价

随着AI基础设施投入扩大，AI公有云收入快速增长。24Q3金山云AI业务收入达3.62亿元，占公有云收入的30.8%(QOQ+17pct)，占公司总收入的19.2%(QOQ+12pct)，公司在AI领域的投入已经开始产生显著的经济效益。AI业务的增长主要得益于AI算力及存储需求的快速增长，以及战略合作客户在自动驾驶和智能机器人领域的突破。

AI业务客户多元化，覆盖大模型、自动驾驶、互联网应用领域。公司AI客户基础进一步多样化，已覆盖多数业内头部通用AI公司、自动驾驶、互联网应用等。公司建立了庞大的计算资源池，在大规模网络能力方面引领行业，能够支持达到万卡超级计算集群。

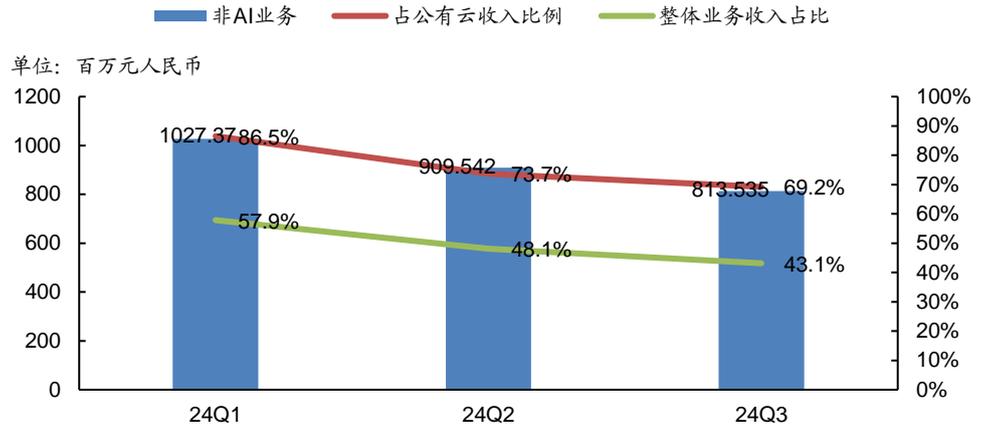
图 38: AI公有云收入及占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

持续优化非AI业务收入结构，提升盈利能力。24Q3非AI业务收入约为8.2亿元，占公有云业务收入的69.2%，占整体收入比例为43.1%，公司主动减少低毛利率的CDN业务规模，以优化收入结构，提升公司整体盈利能力。

图 39: 非AI业务（公有云）收入及占比

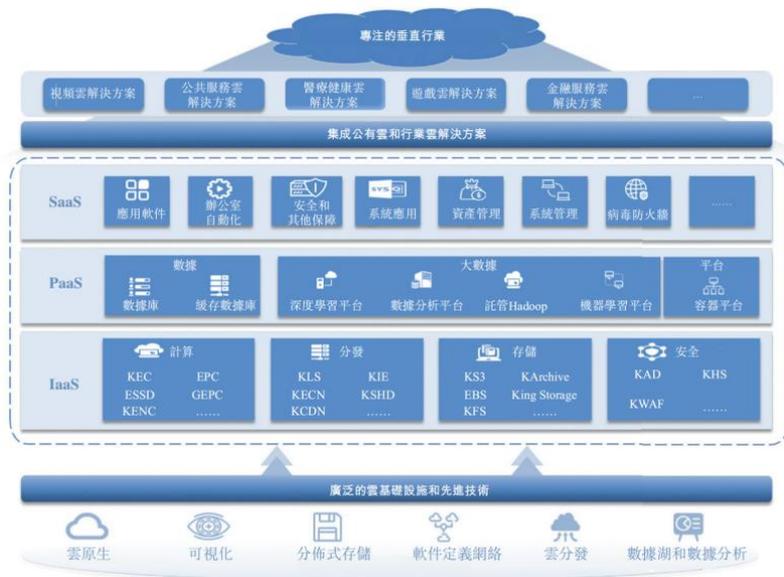


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）行业云：选定垂直行业提供端到端解决方案

金山云选定垂直行业，并与领先企业合作，形成多种行业特定解决方案，覆盖互联网、公共服务、医疗健康、金融服务等领域，提供从基础设施和平台到软件和应用程序的端到端云解决方案。

图 40: 公司行业云解决方案



数据来源：金山云港股上市说明书，广发证券发展研究中心

**政务云方面**，提供底层云数据中心建设、云平台建设、大数据平台、大数据分析等一系列服务。在政企客户领域的合作已取得显著成果，已服务北京政务云、珠海政

务云、海淀教育云、赤壁政务云等行业云标杆项目。自2015年以来，公司持续为北京政务云提供公有云解决方案，为北京多个公营机构提供云服务。24年4月，金山云完成珠海市政务云纳管，年底进一步围绕政务AIGC智能大模型、政务AI办公、政务云上应用数智创新能力展开深入合作。

**医疗云方面**，采取“1+1+4+N”（1朵医疗健康专有云+1个健康云数据湖+4个中台+N项应用）的整体架构，沉淀区域健康云、区域影像云、区域核心业务云、医共体平台和智慧医院模式五大业务模式。实践上，以上海瑞金医院合作项目为标杆，公司提供方案将医疗数字化能力在华中、华南等地区院端成功复制，并签约宜昌中心人民医院专科系统及PMO服务项目。

**金融领域**，公司提供符合行业标准的数据安全和隐私保护解决方案，满足金融机构对数据安全的高要求，如与某股份制银行合作满足客户AI应用对大规模数据存储能力的要求。2021年9月收购Camelot集团，进一步增强金融服务云解决方案。Camelot集团为金融服务行业提供全面的数字化解决方案，例如柜台或分行系统、反洗钱和防欺诈软件服务。

**互联网领域**，针对游戏、短视频、中视频等行业拥有成熟的解决方案。针对**游戏**行业对高并发、低延迟的极高要求，提供优化的计算资源分配、网络支持以及云游戏解决方案，能够将传统游戏快速转化为云游戏，减少研发周期和成本，已服务完美世界、巨人网络等客户。为**短视频行业**提供从视频采集到播放的全生命周期解决方案，显示了公司在多媒体处理和内容分发领域的专业能力和对行业需求的全面覆盖，深度服务爱奇艺、字节跳动等头部客户。针对**在线教育行业**的招生、教学、管理等需求，金山云提供端到端的解决方案。基于裸金属服务器、GPU云服务器等产品，为AI行业客户提供模型训练和推理所需的计算和存储资源。

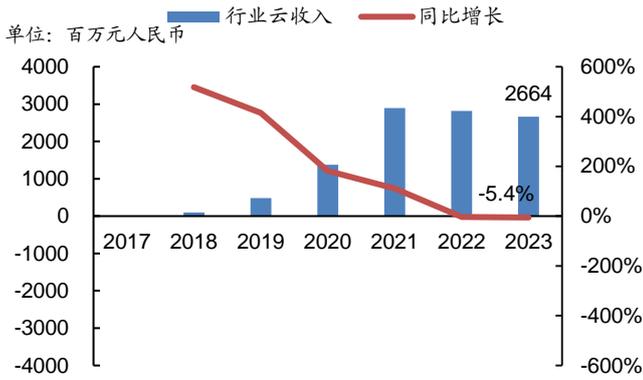
表 6: 行业云具体行业、解决方案及客户

具体行业	解决方案	客户及合作伙伴
医疗	采用“1+1+4+N”(1朵医疗健康专有云+1个健康云数据湖+4个中台+N项应用)整体架构,沉淀五大业务模式:区域健康云、区域影像云、区域核心业务云、医共体平台和智慧医院模式,从业务、数据和技术等方面帮助客户实现价值。	
金融	提供供应链金融解决方案、金融智能交互解决方案、智能风控解决方案、金融专区解决方案。	
政务	借助云计算、大数据,以及人工智能的优势,实现政府简化流程、提升效率、保障安全、降低成本的目标,助力政府实现数字化转型。	
游戏	提供完善的云游戏解决方案,可以帮助将传统端游、手游快速转化为云游戏,最大程度减少研发和时间投入,帮助您实现云游戏的敏捷转型,协助您搭建属于自己的云游戏平台,快速布局云游戏领域。	
在线教育	对在线教育客户业务中遇到的招生、教学、管理、测评、审核及大数据提供端到端的解决方案。帮助各类教育客户快速搭建业务平台,降低人力成本,满足多场景下的功能需求。	
AI	基于裸金属服务器、GPU云服务器、KS3及人工智能平台等产品解决AI行业客户在模型训练推理过程中所需要的大量计算存储资源,基于丰富的IDC资源和混合云组网经验为AI行业客户的应用发布设计高可用、高性价比的底层架构建设方案,有效降低运维成本,提高业务生产效率。	
短视频	提供云端全生命周期一站式解决方案:集视频采集、视频上传(存储)、视频管理(转码、内容审核)、智能推荐(大数据分析、推荐算法)、视频分发(CDN分发)、播放(SDK),助力企业快速搭建短视频业务平台。	

数据来源: 公司官网、公司公众号、广发证券发展研究中心

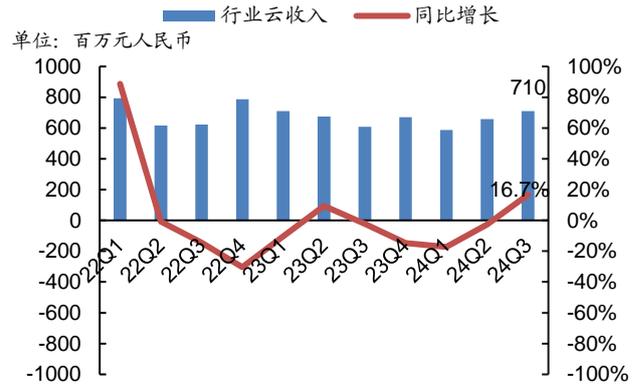
主动筛选优质项目，行业云收入短期趋于稳健。2023年行业云业务收入达26.64亿元，同比下降5.4%，占总收入比重为37.8%；24Q3实现7.1亿元，同比增长16.7%，环比增长8.0%，主要受益于项目交付周期的优化和优质项目的复刻推广。公司在公共服务领域成功交付了多个标杆项目，并通过标准化运营提升项目交付效率。2023年企业云会员数285个，平均单价提升至910万元。

图 41：行业云业务收入及同比增速（按年份）



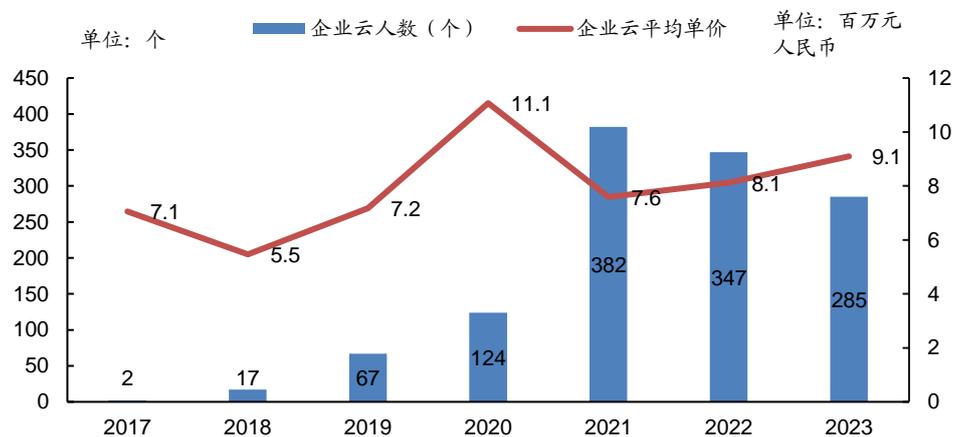
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 42：行业云业务收入及同比增速（按季度）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 43：企业云会员数及平均单价



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：左轴为企业云人数，右轴为企业云平均单价

### （三）提供丰富的云产品

云产品主要包括计算、存储和分发。云计算产品提供按需交付的高性能计算资源，还提供云网络、数据库、数据仓库、大数据和安全产品等。云计算产品包括GPU服务器、边缘节点计划、容器等。云网络产品提供云使能或基于云的网络资源和服务，提供安全的网络访问和连接，帮助用户优化资源配置。存储产品可根据需求异地或本地部署。云分发产品可通过应用程序和流媒体交付载体，流媒体是云分发的重要场景，也可实现其他产品的交叉营销。

表 7: 金山主要云产品梳理

产品类型	代表产品名称	产品描述	提供服务
计算	GPU 云服务器 (GEC)	提供 GPU 加速的弹性计算服务, 可以用于科学计算, AI 深度学习, 图形图像渲染与基于 GPU 的音视频编解码等诸多应用场景。	支持包年/月或按量付费
	云服务器(KEC)	提供弹性可伸缩的计算服务, 适用于互联网规模计算和服务器环境部署。	标准机型每日低至 ¥2.1, 高性能机型每日低至 ¥8.3。配置包括 Intel® Xeon® Gold 6240 CPU 处理器, 支持 EBS 3.0 和 EHDD 数据盘和系统盘。价格为¥576.84/年起。
	GPU 裸金属云服务器	提供高性能 GPU 硬件, 适用于科学计算、AI 深度学习、图形图像渲染等场景。	产品如 G2 机型搭载 Tesla P40 GPU, 提供高效处理性能。GPU 裸金属服务器 (GEPC) 则提供独享 GPU 计算, 适用于高性能计算需求。
	边缘节点计算 (KENC)	通过边缘节点为客户提供高效稳定高性价比的计算和网络服务。	支持按量计费, 灵活调整资源, 适用于直播、IOT 算力增强等场景。
	云容器服务 (KCE)	基于原生的 Kubernetes 进行开发和适配, 无缝融合了金山云生态的其他基础资源和产品服务, 为客户提供高可靠、高性能、高度可扩展的容器管理服务。	支持集群管理、镜像仓库、容器调度、滚动升级、服务发现、可观测性监控等
网络	负载均衡(SLB)	对多台云服务器进行流量分发的网络服务。	支持 TCP 和 HTTP 协议, 提供高可用性、灵活性和安全性。
	VPN 连接	通过加密通道将企业和 VPC 安全可靠连接起来的服务。	支持多种接入方式, 使用 IPsec、GRE、IKEV2 协议加密传输。
	对象存储(KS3)	海量、低成本、强安全、高可靠的分布式云存储服务。	支持 RESTful API 和多语言 SDK, 适用于图片、音频、视频等数据存储。
云数据库	关系型数据库 (KRDS)	即开即用、稳定可靠、可弹性伸缩的在线数据库服务。	支持多种数据库引擎, 如 MySQL、PostgreSQL、SQL Server 等。
	云数据库 Redis	高性能、稳定可靠的在线缓存和键值存储服务。	支持主从热备、自动容灾切换、实例监控和在线扩容。
	云数据库 MongoDB	提供 100%兼容 MongoDB 协议的文档型 NoSQL 数据库服务。	支持副本集、分片集群架构及多种版本。
数据仓库	数据仓库 (KDW)	提供大规模分布式数据库系统能力, 计算、存储分离架构服务。	支持多套计算集群查询同一元数据集群, 从而提供优秀的按需扩展能力, 满足海量关系型数据的交互式查询与分析。
大数据	托管 Hadoop(KMR)	提供 Hadoop、Spark、HBase 等开源组件的托管服务。	支持多种计算作业, 如 MapReduce、Spark、Hive。
	Elasticsearch 服务	基于开源 Elasticsearch 打造的云端全托管 Elasticsearch 服务, 内置 Kibana 及常用插件, 提供近实时的存储、搜索和分析超大数据集的能力。	具有广泛的应用场景, 包括搜索服务、日志实例分析、时序数据分析、商业智能分析等。
	智能数据引擎	作为底层引擎层为上层大数据服务及应用提供分布式计算和存储服务。具有多租户隔离、高扩展、高安全、高性能等特点。	提供租户隔离、数据备份、开源优化产品功能。
云安全	高防 IP(KAD)	提供 T 级 DDoS 攻击防护, 单点防护能力高达 2000Gbps。	支持多线 BGP 线路和 10Tbps 带宽, 隐藏真实源站 IP 等。
	Web 应用防火墙 (WAF)	提供 OWASP 常见的 Web 威胁防护, 保障用户网站安全。	提供 SaaS-WAF 和云原生 WAF 两种类型。

	服务器安全(KHS)	提供资产管理、漏洞风险管理、基线检查等安全防护功能。	支持暴力破解防护、扫描防护、病毒防护等。
云存储	文件存储 KFS	为 KEC 实例、EPC 等计算节点提供了一种可扩展的共享文件存储服务。	支持 NFS 和 CIFS 协议,适用于内容管理、企业办公文件共享等场景。
云分发	云直播 (KLS)	依托领先的内容分发与编解码技术,立足于金山云 IaaS 基础设施,为用户提供流媒体直播服务	具有稳定便捷、高清流畅、低延迟、高并发等特点。

数据来源: 金山云港股上市招股书, 广发证券发展研究中心

## 四、小米金山加大 AI 投入，为公司未来增长提供支撑

金山云与小米金山有着长期稳固的合作基础。小米汽车智能座舱、自动驾驶中的数据产生、数据处理、模型训练，以及未来的大模型、AIoT方面庞大的推理量，都将为金山云的增长提供增量。

### （一）小米：深耕 AI，多点布局

小米自2016年起正式成立AI实验室，开始系统性布局人工智能领域，已覆盖视觉、声学、语音、NLP、知识图谱、机器学习、大模型、多模态方向，并逐步接入手机、汽车、AIoT、机器人等业务板块。

**自研大模型能力持续升级。**根据小米技术官微，2023年4月小米AI实验室大模型团队正式组建，主力突破方向为自研大模型的轻量化与本地部署，继小爱同学、自动驾驶等团队持续拓展AI领域。2023年8月，小米首次发布自研大模型并跑通端侧，成为业界首个在手机芯片NPU上跑通十亿参数规模大语言模型，验证端侧小模型在部分目标场景可以取得媲美云端大模型的效果。2024年11月，小米第二代MiLM2模型发布，在性能与技术上较第一代显著提升，实现云边端结合模型矩阵拓展赋能“人车家全生态”战略，并在在小米澎湃 OS、小爱同学、智能座舱、智能客服中开始应用落地。端侧与云侧方面，分别实现4B模型落地、30B模型部署。

**加大算力投入，加速大模型训练。**根据2024小米「人车家全生态」合作伙伴大会及2025年小米SU7 Ultra发布会，2024年小米研发费用达到240亿元，预计2025年将升至300亿元，其中AI及相关业务将占1/4。自2022年至2026年的五年内，小米的研发投入将将达1,050亿元，主要聚焦于AI、OS、芯片三大底层技术的研发。小米在AI大模型的持续布局，有望加深与金山云AI业务的协同效应。

图 44：小米第二代自研大模型 MiLM2 模型矩阵



数据来源：小米技术官微，广发证券发展研究中心

小米汽车生产和交付能力快速提升，25年目标销量30万辆。小米首款汽车SU7于2024年3月正式上市，2024年累计交付13.5万辆，远超原定的10万台年度目标。小米官方宣布2025年销量目标为30万辆，计划通过现有车型SU7、SU7 Ultra和新车型实现。根据乘联会&中汽数研，2025年1~2月小米已进入国内新能源乘用车销量Top10。

**坚持智能驾驶全栈自研，投入持续加大。**小米从2023年底开始全面布局自动驾驶技术，采用全栈自研模式，覆盖底层算法、传感器融合、高精度地图和大模型应用。2024年智驾团队经陆续推出高速NOA（Navigate on Autopilot）、城区NOA、无图城区NOA和最新的端到端全场景智能驾驶（HAD）多个版本功能，进入自动驾驶行业第一阵营。小米在SU7 Ultra发布会上表示，2025年公司研发预算达300亿元，重点

之一是提升自动驾驶、智能座舱等技术竞争力。

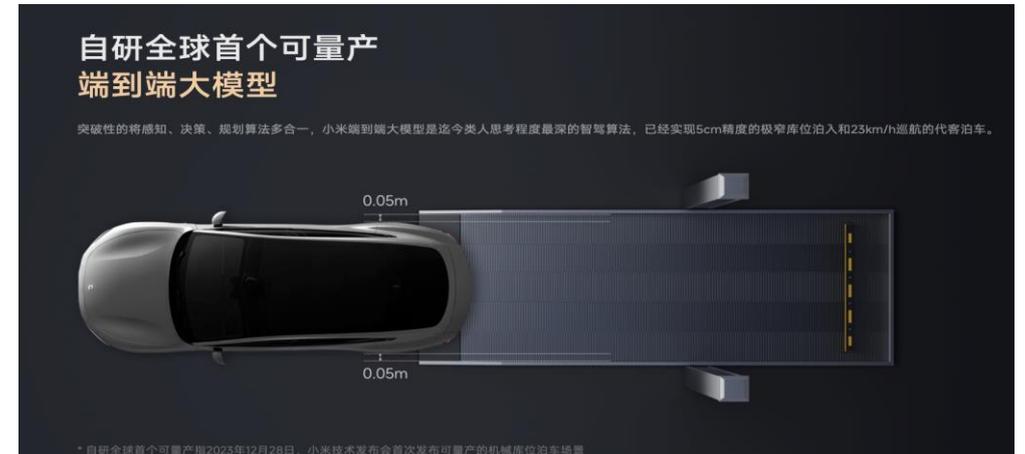
自研智能驾驶大模型（如端到端模型）需要海量算力支持。根据小米汽车微信公众号11月的发文，小米已拥有最高8.1E FLOPS（ $8.1 \times 10^{18}$ 次浮点运算/秒）可用于智能驾驶训练的超大算力。万卡GPU集群将进一步提升算力规模，以加速模型迭代和复杂场景仿真。小米智能驾驶模型训练依赖海量数据，11月16日向定向用户内测的端到端模型，均应用了300万CLIPS的数据，24年底训练数据量将提升至1000万CLIPS，数据量的增长直接推高算力需求。小米端到端智驾系统（HAD）通过一体化模型整合感知、规划与控制，需高算力支持模型的高效运行。

图 45：2025年2月新能源车企及新势力品牌销量

2025年2月新能源车企销量					2025年2月新势力品牌销量					
序号	车企	2月(辆)	环比	1-2月(辆)	品牌	2月(辆)	环比	同比	1-2月(辆)	同比
1	比亚迪	318,233	7.3%	614,679	小鹏	30,453	0.3%	570.0%	60,803	375.2%
2	吉利汽车	98,433	-18.7%	219,504	理想	26,263	-12.2%	29.7%	56,190	9.3%
3	上汽通用五菱	57,156	51.6%	94,866	零跑	25,287	0.5%	285.1%	50,457	167.8%
4	奇瑞汽车	44,375	-19.3%	99,335	鸿蒙智行	21,517	-38.5%	-38.5%	56,504	-15.3%
5	长安汽车	38,046	-42.2%	103,902	小米	>20,000	-	-	>40,000	-
6	特斯拉	30,688	-51.5%	93,926	深蓝	18,738	-23.8%	87.5%	43,313	60.2%
7	小鹏汽车	30,453	0.3%	60,803	极氪	14,039	17.6%	86.9%	25,981	29.6%
8	理想汽车	26,263	-12.2%	56,190	蔚来	9,143	15.0%	12.4%	17,094	-6.0%
9	零跑汽车	25,287	0.5%	50,457	腾势	8,513	-27.4%	85.1%	20,233	48.1%
10	广汽埃安	20,863	45.0%	35,256	岚图	8,013	0.0%	151.8%	16,022	56.7%
11	小米汽车	20000+	-	40000+						

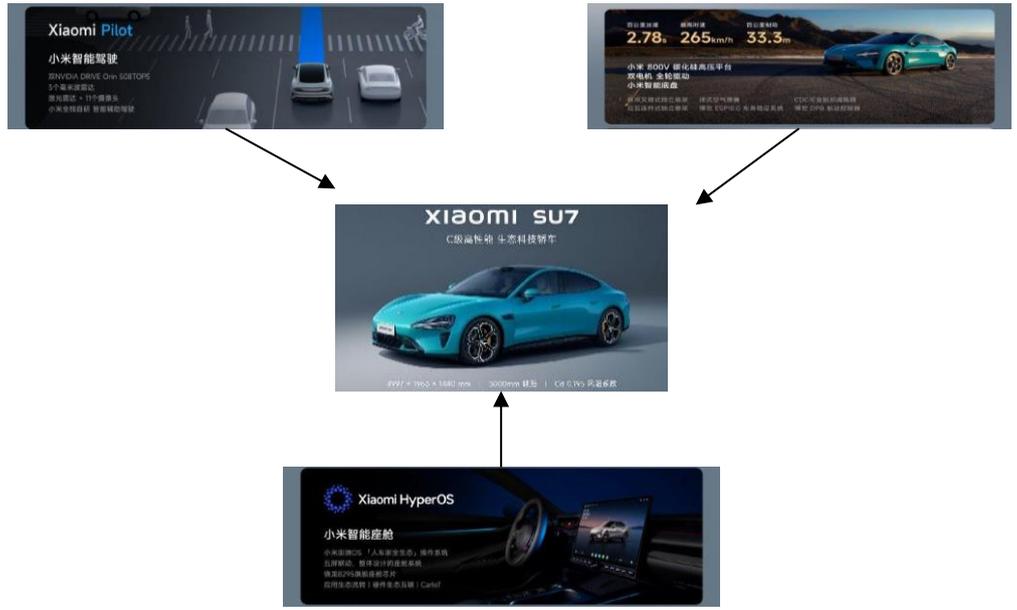
数据来源：乘联会，中汽数研，广发证券发展研究中心

图 46：小米端到端大模型图示



数据来源：小米汽车官网，广发证券发展研究中心

图 47: 小米SU7的AI应用场景



数据来源: 小米公司官网, 广发证券发展研究中心

图 48: 小米速7的高低配智能技术

	xiaomi Pilot Pro 小米智驾 Pro		xiaomi Pilot Max 小米智驾 Max	
<b>硬件平台</b>	NVIDIA DRIVE Orin × 1.84Tops 前向毫米波雷达 × 1 前视摄像头 8MP × 2 侧视摄像头 3MP × 4	环视摄像头 3MP × 4 后视摄像头 3MP × 1	NVIDIA DRIVE Orin × 2.508Tops 前向毫米波雷达 × 1 前视摄像头 8MP × 2 侧视摄像头 3MP × 4	环视摄像头 3MP × 4 后视摄像头 3MP × 1 后角向毫米波雷达 × 2 激光雷达 × 1
<b>智能辅助驾驶</b>	自适应巡航 车道居中辅助 拨杆变道辅助	智能泊车辅助 遥控泊车辅助	自适应巡航 车道居中辅助 拨杆变道辅助	智能泊车辅助 遥控泊车辅助
<b>智驾增强功能</b>	高速领航辅助 代客泊车辅助		高速领航辅助 代客泊车辅助 城市领航辅助	

数据来源: 小米公司官网, 广发证券发展研究中心

**(二) 金山: 办公是 AI 的重要应用场景, WPS AI 持续迭代**

金山办公在AI方向的布局主要围绕WPS AI展开。2023年11月WPS AI开启公测, 2024年7月推出WPS AI 2.0。

相较于WPS AI 1.0, WPS AI 2.0在交互界面、功能、使用等多个层面进行了迭代。在C端布局了WPS AI办公助手, 包括AI写作助手、AI阅读助手、AI数据助手和AI设计助手这四个核心功能, 分别面向文字、演示、表格、智能文档等多个板块。在B端布局了WPS AI企业版, 包括智能基座、智能文档库、企业智慧助力三大板块。在G端布局了WPS AI政务版, 包括电子公文库、公文写作、政务办公模型等。

随着WPS AI的商业化推进, 金山办公对高性能算力的需求将显著增加。WPS AI的

不断迭代和优化，不仅需要强大的计算资源支持，还需要高效的数据处理和存储能力。金山云作为金山办公的战略合作伙伴，将为其提供包括云存储、云计算、算力服务等全面的云服务支持。

图 49: 金山办公WPS AI 2.0功能一览



数据来源：金山办公官微，广发证券发展研究中心

图 50: WPS AI 应用场景



数据来源：WPS公司官网，广发证券发展研究中心

除小米和金山生态客户的需求外，金山云AI业务在非生态领域也取得了显著进展。通过公司多年在公共服务、数字健康、金融等垂直领域长期深耕，推出了一系列符合实际场景以及涵盖从基础云存储到复杂AI算力支持等多样化需求的解决方案。此外，金山云还通过优化业务结构、审慎选择行业云项目以及有效的成本控制，不断提升其在非生态领域的竞争力和盈利能力。

顺为资本是雷军创立的投资公司，其投资的公司也是金山云的潜在客户。顺为资本投资领域覆盖AI大模型（如智谱AI、Minimax、百川智能、阶跃星辰等）、AI应用、新能源汽车（如蔚来汽车、小鹏汽车）、智能家居（如华米科技、九号公司、石头科技、超级小爱）、具身智能（如宇树科技、千寻智能）等。除AI大模型公司具有

较高的AI算力需求外，其他多数公司也是重要的AI应用场景，金山云能够为其提供全面的算力支持。

表 8: 顺为资本投资的部分公司

投资时间	投资的公司名称	公司主要业务
<b>智能硬件</b>		
2013年5月	纯米科技	物联网及云家电整体解决方案开发及应用
2013年	华米科技	智能可穿戴设备
2014年7月	石头科技	家用智能清洁机器人及其他清洁电器研发和生产
2014年5月	云丁科技	智能家居安全产品和服务
2015年	万魔声学	手机数码配件研发、生产，包括耳机、电源等
2016年3月	纯米科技	互联网厨房家电与系统的研发与生产
未披露	云米科技	智能小家电研发，智能家居和家电
未披露	九号公司	智能短交通和服务类机器人领域的产品创新和变革
未披露	智米科技	智能环境电器的研发与生产
未披露	紫米电子	手机精品配件及消费电子，包括移动电源、蓝牙音箱、无线路由器等
未披露	亿联客	智能照明产品研发，提供智能照明解决方案
<b>深科技及智能制造</b>		
未披露	蔚来汽车	高性能智能电动汽车
未披露	云从科技	计算机视觉、人工智能技术、人脸识别技术
2014年中	小鹏汽车	互联网电动车、智慧出行
2016年	Momenta	自动驾驶技术、环境感知、高精度地图、驾驶决策算法
未披露	智行者科技	无人驾驶智能汽车、智能驾驶辅助系统
2016年10月	星际荣耀	商业运载火箭、发射解决方案
未披露	南芯半导体	电源管理芯片解决方案
2013年1月	深之蓝	水下机器人及相关水下核心部件研发、制造、销售
未披露	ScaleFlux	数据驱动基础设施、处理和存储 I/O 瓶颈解决方案
未披露	数美科技	大数据综合解决方案、风险控制、反欺诈 SaaS 云服务、精准营销
未披露	沃兰特	客运级 eVTOL 研发、制造和服务
<b>AI 大模型</b>		
2013年	金山办公	四大 AI 办公助手、政务自研模型
2023年5月	百川智能	通用大模型、百小应、AI 健康顾问等产品
未披露	Minimax	海螺 AI、星野与开放平台
2023年10月	智谱 AI	智谱 AI 开放平台，全模型矩阵
未披露	阶跃星辰	三款 Step 系列通用大模型产品
2024年	无问苍穹	AI 算力优化解决方案
2020年11月	趋动科技	全球首朵 GPU 算力池化云「趋动云」

数据来源：顺为资本官网及公众号，广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测与投资建议

### (一) 盈利预测

**收入端**，根据分业务预测加总，我们预计2024~2026年公司营业收入分别实现76.96/93.21/111.51亿元，同比增长9.2%/21.1%/19.6%。具体来看，

**公有云**：AI训练、推理及应用需求扩大，将驱动公有云增长。(1) AI业务将受益于小米和金山生态的需求增长，其大模型、自动驾驶、WPS AI、AIoT等投入将对算力、存储等需求增加；同时非生态客户需求也将受行业扩张而增加。根据2024年前三季度的强劲表现，AI业务有望将成为未来几年增长的主要驱动。我们假设24~26年每年资本开支约40亿元左右，主要用于AI基础设施投入。预计2024~2026年AI公有云业务实现收入13.37/30.13/46.70亿元。(2) 非AI公有云业务继续优化结构，预计收入短期还将有所收缩，并逐渐趋于稳定，预计2024~2026年实现收入35.71/33.19/32.53亿元。综上，预计公有云2024~2026年实现收入49.08/63.32/79.23亿元，同比+12.0%/29.0%/25.1%。

**行业云**：持续把握在政务、金融、医疗等领域机会，同时优选项目、提升标准化能力，预计2024~2026年行业云稳步增长，实现收入27.86/29.89/32.29亿元，同比增长4.6%/7.3%/8.0%。

**毛利率**：公司高毛利率的AI业务占比提升，低毛利率业务占比下降，预计毛利率将趋于提升，2024~2026年毛利率分别实现17.1%/20.4%/20.8%。

**费用**：公司将继续优化费用，预计销售费用率、研发费用率、行政费用率趋于下降。

**利润**：综上，剔除股权激励、资产减值及汇兑损益后，预计2024~2025年经调整净亏损持续收窄并于2026年转正，分别为-8.58/-1.70/1.47亿元人民币；经调整EBITDA分别为6.13/24.17/34.87亿元（主要剔除资产减值及折旧摊销）。

表 9：分业务预测

收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E
公有云	5,360	4,382	4,908	6,332	7,923	1,017	1,052	1,187	1,235	1,176	1,310
AI 公有云		160	1,337	3,013	4,670			160	326	362	489
非 AI 公有云		4,222	3,571	3,319	3,253			1,027	909	814	822
行业云	2,817	2,664	2,786	2,989	3,229	609	670	588	657	710	831
其他	3	2	2			0	0	0			
合计	8,180	7,047	7,696	9,321	11,151	1,625	1,722	1,776	1,892	1,886	2,141
YoY	2022	2023	2024E	2025E	2026E	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E
公有云	-13.0%	-18.3%	12.0%	29.0%	25.1%	-24.5%	-21.7%	2.9%	6.5%	15.6%	24.6%
AI 公有云			735.4%	125.4%	55.0%						
非 AI 公有云			-15.4%	-7.1%	-2.0%						
行业云	-2.8%	-5.4%	4.6%	7.3%	8.0%	-2.2%	-14.7%	-17.2%	-2.7%	16.7%	23.9%
其他	-26.6%	-39.4%				-86.3%	-80.9%	-79.7%			
合计	-9.7%	-13.8%	9.2%	21.1%	19.6%	-17.5%	-19.2%	-4.8%	3.1%	16.0%	24.3%
毛利率	2022	2023	2024E	2025E	2026E	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E
合计	5.3%	12.1%	17.1%	20.4%	20.8%	12.1%	14.7%	16.5%	16.8%	16.1%	18.6%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 10: 利润表预测简表 (单位: 百万人民币)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,061	8,180	7,047	7,696	9,321	11,151
增长率	37.8%	-9.7%	-13.8%	9.2%	21.1%	19.6%
毛利	<b>351</b>	<b>430</b>	<b>850</b>	<b>1,315</b>	<b>1,903</b>	<b>2,322</b>
%销售收入	3.9%	5.3%	12.1%	17.1%	20.4%	20.8%
销售费用	518	560	460	493	503	524
%销售收入	5.7%	6.8%	6.5%	6.4%	5.4%	4.7%
管理费用	602	1,150	1,060	817	704	715
%销售收入	6.6%	14.1%	15.0%	10.6%	7.5%	6.4%
研发费用	1,044	971	785	870	932	1,026
%销售收入	11.5%	11.9%	11.1%	11.3%	10.0%	9.2%
财务费用	-20	57	68	192	224	251
%销售收入	-0.2%	0.7%	1.0%	2.5%	2.4%	2.2%
除税前利润	-1,576	-2,664	-2,166	-1,864	-366	-60
利润率	-17.4%	-32.6%	-30.7%	-24.2%	-3.9%	-0.5%
净利润(含少数股东损益)	-1,592	-2,688	-2,184	-1,868	-370	-61
经调整净利润	<b>-1,374</b>	<b>-1,994</b>	<b>-1,291</b>	<b>-858</b>	<b>-170</b>	<b>147</b>
%经调整净利率	-15.2%	-24.4%	-18.3%	-11.2%	-1.8%	1.3%
经调整 EBITDA	<b>-371</b>	<b>-755</b>	<b>-265</b>	<b>613</b>	<b>2,417</b>	<b>3,487</b>
%经调整 EBITDA 率	-4.1%	-9.2%	-3.8%	8.0%	25.9%	31.3%

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## (二) 公司估值

国内及海外没有独立的云服务提供商上市公司, 我们重点参考国内外云计算厂商及 SaaS 公司估值。云计算公司通常在前期需要投入高资本开支以获取服务器等基础设施, 而收入在设备使用周期内, 按客户使用量陆续确认, 因此在业务成长阶段, 通常以 PS 进行估值, 且与收入增速正相关。

考虑到国内外云厂商大多业务多元化, 云业务只占其中一部分, 如 2024 年亚马逊 AWS 收入占总收入 17%, 微软智能云占 37%, 谷歌云占 12%, 阿里巴巴云业务占总收入 12%。在这些公司中, 微软智能云业务收入占总收入比例最高且占比持续提升, 我们重点参考微软估值, 根据彭博一致预期, 其 FY2025 (财年为截至当年 6 月底的过去一年) 收入增速约 13%, 对应 PS 估值为 10.6 倍。

SaaS 公司与云计算公司类似, 通常前期研发成本和获客成本较高, 而收入按递延确认, 通常以 PS 进行估值。我们重点参考港股 SaaS 龙头金蝶国际估值, 根据 Wind 一致预期, 其 2025 年收入增速为 16%, 对应 PS 为 8.0 倍。

金山云受 AI 业务驱动, 收入快速增长, 我们预计公司 25 年收入同比 +21%, 其中 AI 公有云业务收入同比 +125%。考虑 AI 算力主要增量将逐渐从训练转向推理和应用, AI 应用目前尚处于初期, 且公司还处于投入期, 根据 AI 业务与非 AI 业务成长性, 我们分别给予 25 年 AI 公有云 10 倍 PS, 给予非 AI 业务 (非 AI 公有云 + 行业云) 2 倍 PS,

对应总合理价值427亿人民币、459亿港元，对应合理价值12.07港元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值

股票代码	公司名称	交易币种	总市值(亿元 RMB/美元)	EPS (美元/人民币)		P/E(X)		P/S(X)		营收增速	
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
MSFT.O	微软	USD	29,239	13.15	15.05	30.4	26.57	10.56	9.29	12.9%	13.7%
AMZN.O	亚马逊	USD	21,116	6.92	8.33	33.55	27.95	3.02	2.73	9.7%	10.4%
GOOGL.O	谷歌	USD	21,194	9.06	10.56	19.23	16.86	5.20	4.85	16.5%	7.2%
688111.SH	金山办公	CNY	1,813	4.13	5.19	95.57	76.15	28.87	23.33	22.6%	23.8%
00268.HK	金蝶国际	HKD	605	0.04	0.11	329.83	132.36	8.00	6.84	16.2%	16.9%

来源: Bloomberg, iFind, 广发证券发展研究中心

备注: 1、微软、亚马逊、谷歌预测数据来自 Bloomberg 一致预期, 金山办公、金蝶国际预测数据来自 iFind 一致预期; 2、市值截止 2025 年 3 月 9 日最新收盘; 3、海外公司 EPS 单位为美元, 国内公司为人民币。

## 六、风险提示

### (一) AI应用进程不及预期

AI算力需求逐渐从训练转向推理和应用, 当前AI应用还处于初期阶段, 在不同细分领域的应用效果可能存在差异, 可能导致新业务拓展和业绩增长不及预期。

### (二) 资本开支高企与回报压力

公司加大AI算力投资, 但AI应用商业化进度若不及预期, 可能导致资本回报率下降。

### (三) 供应链依赖与断供风险

核心硬件(如芯片)依赖境外供应商, 存在“断供”隐患。

### (四) 云服务提供商竞争加剧, 差异化竞争能力不足

云服务行业竞争激烈, 国内主要云服务提供商均在不断扩大市场份额和技术投入, 可能面临降价风险。若缺少差异化竞争优势, 还存在市场份额被侵蚀的风险。

**资产负债表**

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	9,048	6,098	5,945	7,913	11,038
货币资金	3,419	2,255	1,388	1,739	2,743
应收及预付	2,402	1,530	2,172	2,894	3,808
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,227	2,313	2,386	3,281	4,487
<b>非流动资产</b>	8,268	8,972	11,223	12,913	13,920
固定资产	2,133	2,186	5,085	6,932	8,093
无形资产	5,834	5,599	5,431	5,268	5,110
其他长期资产	301	1,187	707	712	717
<b>资产总计</b>	17,316	15,070	17,169	20,826	24,958
<b>流动负债</b>	6,659	6,829	8,088	10,023	12,123
短期借款	910	1,111	2,111	3,111	4,111
应付及预收	2,302	1,805	2,044	2,139	2,291
其他流动负债	3,447	3,913	3,933	4,773	5,721
<b>非流动负债</b>	1,074	996	2,211	2,811	3,411
长期债务	0	100	700	1,300	1,900
其他非流动负债	1,074	896	1,511	1,511	1,511
<b>负债合计</b>	7,733	7,824	10,298	12,833	15,534
股本	25	25	25	25	25
储备	8,531	6,518	4,654	4,283	4,216
归属母公司股东权益	8,801	6,890	6,527	7,655	9,089
少数股东权益	782	356	343	337	336
<b>股东权益合计</b>	9,583	7,246	6,870	7,993	9,425
<b>负债和股东权益</b>	17,316	15,070	17,169	20,826	24,958

**利润表**

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	8,180	7,047	7,696	9,321	11,151
营业成本	7,751	6,197	6,380	7,418	8,829
销售费用	560	460	493	503	524
管理费用	1,150	1,060	817	704	715
研发费用	971	785	870	932	1,026
资产减值损失	0	654	920	0	0
<b>营业利润</b>	-2,251	-2,109	-1,784	-236	57
财务费用	57	68	192	224	251
其他非经营性损益	355	-10	-112	-93	-134
<b>利润总额</b>	-2,664	-2,166	-1,864	-366	-60
所得税	24	18	4	4	1
<b>净利润</b>	-2,688	-2,184	-1,868	-370	-61
少数股东损益	-30	-7	-12	-6	-1
<b>归属母公司净利润</b>	-2,658	-2,176	-1,856	-364	-59
<b>EBITDA</b>	-1,449	-1,158	-403	2,173	3,188
经调整净利润	-1,994	-1,291	-858	-170	147
经调整 EBITDA	-755	-265	613	2,417	3,487

**现金流量表**

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	189	-169	-24	1,451	2,124
净利润	-2,658	-2,176	-1,856	-364	-59
少数股东权益	-30	-7	-12	-6	-1
折旧摊销	1,157	940	1,269	2,316	2,998
营运资金变动及其他	1,720	1,074	575	-494	-814
<b>投资活动现金流</b>	-33	-673	-3,713	-3,912	-3,871
资本支出	-1,437	-1,965	-4,000	-4,000	-4,000
其他投资	1,405	1,292	287	88	129
<b>筹资活动现金流</b>	-1,152	-228	2,878	2,819	2,760
借款增加	446	446	1,600	1,600	1,600
普通股增加	-191	4	0	0	0
已付股利	0	0	-222	-281	-340
其他	-1,408	-678	1,500	1,500	1,500
<b>现金净增加额</b>	-923	-1,044	-867	351	1,005
<b>期初现金余额</b>	4,457	3,534	2,255	1,388	1,739
<b>期末现金余额</b>	3,534	2,489	1,388	1,739	2,743

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-9.7%	-13.8%	9.2%	21.1%	19.6%
归母净利润增长	-67.3%	18.1%	14.7%	80.4%	83.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.3%	12.1%	17.1%	20.4%	20.8%
净利率	-32.5%	-30.9%	-24.1%	-3.9%	-0.5%
ROE	-31.6%	-31.6%	-28.4%	-4.8%	-0.7%
ROIC	-25.0%	-25.0%	-17.3%	-1.2%	1.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.7%	51.9%	60.0%	61.6%	62.2%
净负债比率	-22.5%	-14.4%	20.7%	33.4%	34.7%
流动比率	1.36	0.89	0.74	0.79	0.91
速动比率	1.23	0.74	0.64	0.70	0.82
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.43	0.44	0.48	0.49	0.49
应收账款周转率	2.74	3.58	4.16	3.68	3.33
应付账款周转率	2.96	3.02	3.32	3.55	3.99
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-0.73	-0.61	-0.49	-0.10	-0.02
每股经营现金流	0.05	-0.04	-0.01	0.38	0.56
每股净资产	2.31	1.81	1.72	2.01	2.39
<b>估值比率</b>					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	0.85	1.03	4.98	4.24	3.57
EV/EBITDA	-	-	-	16.18	11.21

## 广发产业研究小组

张全琪：TMT 首席专家，中山大学通信与信息系统博士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

杨琳琳：TMT 首席专家，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。