

计算机

2025年03月31日

金山云 (03896)

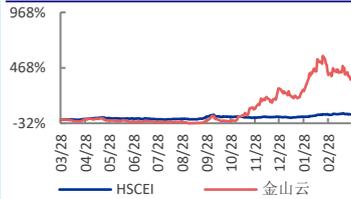
—— 24Q4 收入增长再提速，调整后经营利润首次转正

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据:	2025年03月28日
收盘价(港币)	7.65
恒生中国企业指数	8606.51
52周最高/最低(港币)	11.40/1.08
H股市值(亿港元)	291.10
流通H股(百万股)	3,805.28
汇率(人民币/港币)	1.0837

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
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

事件:

- 金山云 24Q4 实现营业收入 22 亿元, 同比增长 30% (收入增速已经连续四个季度环比提升, 24Q3 同比增速为 16%), 超预期; 调整后经营利润为 2437 万元, 首次实现转正, 对应利润率 1.1%; 调整后净亏损为 7030 万元, 对应亏损率 3.1%, 亏损程度好于预期。
- 金山云 24 年全年实现营业收入 78 亿元, 同比增长 10.5%; 调整后净亏损为 8.3 亿元, 对应亏损率 11%, 同比缩窄 8pct。

投资要点:

- AI 带动公有云收入高增。**根据财报, 金山云 24Q4 公有云服务收入为 14 亿元, 同比增长 34%, 主要由于 AI 云业务收入增长拉动。AI 云业务 24Q4 收入同比增长约 500% 至 4.7 亿元, 连续六个季度实现三位数同比增长, 在公有云服务收入占比已提升至 34% (同比提升 26pct, 环比提升 3pct), 在总收入占比已提升至 21%。低利润率的 CDN 业务仍在收缩。
- 行业云服务收入 24Q4 历史新高。**根据财报, 金山云 24Q4 行业云服务收入为 8 亿元, 同比增长 23%, Q4 有一定季节性, 年底前交付较多项目; 经营亦在持续改善, 收入增速已经连续三个季度环比提升。盈利能力和可持续性为业务核心。
- 盈利能力及现金流持续改善。**根据财报, 收入结构优化及成本控制带动毛利率提升, 24Q4 毛利率为 19%; 24 年全年毛利率为 17%, 同比提升 5pct。费用有效控制, 费用率将随收入增长被摊薄, 经营利润率和净利率将持续改善。24Q4 金山云经营活动现金流净额为 5.7 亿元, 24Q2 起连续三个季度均实现正向现金流。
- 金山云为小米和金山生态最核心云厂, 直接受益于小米和金山软件集团加大 AI 投入。**金山云 24Q4 来自小米及金山软件集团的收入同比增长 76%。金山云 24 年底与小米及金山软件集团续签战略框架协议, 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; 此外, 金山云与小米签订融资服务框架, 保证资本开支投入。小米建立人车家全生态, 手机、IoT 以外汽车业务新成长曲线明确, 智驾积极投入, AI 需求增长明确。
- 维持买入评级。**我们上调金山云 25-26 年营业收入预测为 98.67/114.12 亿元 (原预测为 90.92/103.66 亿元), 新增 27 年营业收入预测为 128.71 亿元。维持买入评级。
- 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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,047	7,785	9,867	11,412	12,871
同比增长率(%)	-14%	10%	27%	16%	13%
调整后净利润(百万元)	-1,291	-825	-428	-178	173
同比增长率(%)	34%	36%	48%	58%	197%
每股收益(元/股)	-0.36	-0.23	-0.11	-0.05	0.05
净资产收益率(%)	-18%	-16%	-9%	-4%	5%
市盈率	-	-	-	-	-
市净率	3.6	5.0	5.8	6.6	6.9

注: “每股收益”为调整后净利润除以总股本

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	7,047	7,785	9,867	11,412	12,871
营业成本	-6,197	-6,444	-7,894	-8,901	-9,911
毛利	850	1,341	1,973	2,511	2,960
销售及营销费用	-460	-479	-493	-514	-541
一般及行政费用	-1,245	-835	-908	-1,141	-1,210
研发费用	-785	-846	-987	-1,027	-1,030
长期资产减值	-469	-920	0	0	0
经营利润	-2,109	-1,739	-414	-171	180
利息收入	78	27	34	40	45
利息费用	-146	-230	-291	-337	-380
汇兑（亏损）收益	-57	-20	-38	-29	-34
其他（亏损）收益净额	-33	-13	-23	-18	-20
其他收入净额	100	-6	-6	-6	-6
除所得税前利润	-2,166	-1,981	-739	-522	-215
所得税	-18	2	1	0	0
净利润	-2,184	-1,979	-738	-521	-215
调整项	893	1,154	310	343	388
调整后净利润	-1,291	-825	-428	-178	173

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

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。