

公司研究

季节性因素导致 1Q25 营收环比下滑，AI 收入占比持续提升

——金山云（3896.HK）1Q25 业绩点评

要点

事件：金山云发布 1Q25 业绩，总营收达 19.70 亿元，同比增长 10.9%，环比下滑 11.7%，其中同比增长主要由于来自小米&金山生态系统以及 AI 相关收入增加；但环比下降主要系春节影响行业云项目交付的季节性因素。1Q25 公司经调整毛利率达 16.6%，同比/环比分别下滑 0.2pct/2.5pct 主要系 AI 成本前置以及高利润率的行业云项目延期；1Q25 调整后 EBITDA 同比增长 8.6 倍，达 3.2 亿元；调整后 EBITDA 率达 16.2%，同比/环比提升 14.3 pct/0.1pct。

公有云 AI 业务延续高增长，来自小米&金山生态收入占比持续提升。1Q25 公有云收入 13.54 亿元，同比增长 14.0%，其中 AI 相关收入 5.25 亿元，同比增幅高达 228%，实现连续 7 个季度三位数增长，占公有云收入比例升至 39%，核心受益于公司在通用模型、互联网服务、具身智能等领域实现突破。作为小米&金山生态的唯一战略云平台，金山云与生态企业的业务合作顺利推进，1Q25 公司来自小米&金山生态的收入达 5.0 亿元，同比增长 50.0%，占整体收入比例进一步提升至 25%。展望未来，公司将持续通过灵活的资本合作模式，在保障底层计算能力供应的同时，改善自身资产结构，从而支持公司 AI 业务的快速增长。

行业云 Q1 受季节性波动，AI 赋能长期潜力。1Q25 行业云收入 6.16 亿元，同比增长 4.8%，环比-25.0%，环比下滑主因春节假期及项目交付节奏调整。在公共服务领域，公司依托北京、武汉、珠海三大基地，在全国政务云/国资云平台部署 DeepSeek-R1/V3 模型，为客户提供一站式的 AI 服务；在医疗健康领域，公司中标武汉检验检查结果互认共享平台项目，在江苏和重庆等地区部署的医疗影像云能力再次得到验证。

公司坚持技术为本，自研能力提升助力大模型落地应用。在基础云方面，公司公有云专属集群新增对象存储服务，融合独立资源与云弹性优势，支持资源隔离、安全合规及高效运维托管；在智算云方面，公司的星流训推平台作为一站式 AI 开发与部署平台，已全面接入 DeepSeek、小米 MiMo 系列模型（包括 MiMo-7B-RL、MiMo-7B-RL-Zero）及 Qwen3 系列模型（包括 Qwen3-235B-A22B、Qwen3-30B-A3B 等，这既提升了金山云平台的模型服务广度，也为公司助力企业构建自主智能体与行业应用提供了坚实底座。

盈利预测、估值与评级：考虑到部分 AI 业务从项目交付到确认营收具有一定滞后性、以及行业云项目节奏调整，我们下调 2025-27 年营收预测至 92/108/125 亿元(下调幅度 5%/9%/9%)，但我们认为公司 AI+小米&金山生态双轮驱动的长期逻辑仍成立，维持公司“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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,047	7,785	9,214	10,832	12,546
营业收入增长率（%）	-13.8	10.5	18.3	17.6	15.8
归母净利润（百万元）	-2,176	-1,967	-889	-592	-465
经调整归母净利润	-1,964	-1,284	-813	-315	-269
每股营收（元）	2.0	2.1	2.2	2.6	3.0
PS	3.0	1.8	2.6	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-29，汇率 1HKD=0.9164 RMB；23/24/25-27E 股本分别 35.6/36.6/41.2 亿股

买入（维持）

当前价：6.41 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

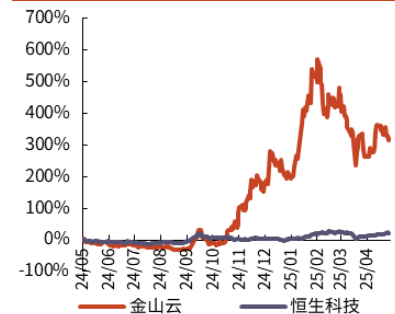
021-52523825

huangzheng1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	41.24
总市值(亿港元):	264.37
一年最低/最高(港元):	1.08-11.4
近 3 月换手率 (%) :	271.6

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-17.6	-18.5	280.4
绝对	-13.4	-23.2	321.7

资料来源：Wind

相关研报

4Q24 调整经营利润实现转正，来自生态 AI 收入加速赋能——金山云（3896.HK）4Q24 及 2024 年度业绩点评（2025-03-21）

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（2024-11-22）

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）

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）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	7,047	7,785	9,214	10,832	12,546
公有云服务	4,382	5,007	6,295	7,821	9,440
行业云服务	2,664	2,778	2,918	3,012	3,106
其他	2	0.2	0.2	0.2	0.2
营业成本	-6,197	-6,444	-7,850	-9,133	-10,481
毛利	850	1,341	1,363	1,699	2,065
销售费用	460	479	525	542	565
管理费用	1,060	835	719	682	878
研发费用	785	846	848	888	928
营业利润	-1,455	-819	-728	-413	-306
财务成本净额	68	203	189	162	151
其它收入	48	-8	0	0	0
其他开支	691	950	-15	29	19
税前利润	-2,166	-1,981	-903	-605	-475
所得税开支	18	-2	-1	-3	-2
净利润	-2,184	-1,979	-902	-602	-473
经调整净利润	-1,195	-1,994	-1,291	-825	-325
少数股东权益	7	12	12	10	8
归母净利润	-2,176	-1,967	-889	-592	-465
经调整归母净利润	-1,964	-1,284	-813	-315	-269
EBIT	-2,090	-1,775	-714	-443	-325
EBITDA	-1,158	-515	762	1,155	1,390
经调整 EBITDA	-755	-265	828	1,338	1,480

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-169	628	758	2,674	2,698
净利润	-2,176	-1,967	-889	-592	-465
折旧与摊销	940	1,263	1,476	1,598	1,714
营运资本变动	138	733	-422	-268	837
其它	-114	599	594	1,937	611
投资活动现金流	-673	-3,620	-4,173	-3,074	-2,522
资本性支出净额	-1,952	-3,683	-2,100	-1,900	-1,900
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	14	26	0	0	0
其它资产变化	1,266	37	-2,073	-1,174	-622
自由现金流	307	-2,394	-1,000	1,127	1,144
融资活动现金流	-228	3,255	3,991	967	424
股本变动	1,268	4,015	105	0	0
净债务变化	-72	2,945	3,936	806	232
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	-1,424	-3,705	-51	161	192
净现金流	-1,044	241	576	567	600

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	15,070	17,593	21,376	23,071	24,425
流动资产	6,098	6,841	7,917	8,130	8,672
现金及短期投资	2,255	2,649	3,225	3,791	4,391
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	1,796	1,787	2,280	3,217	3,105
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	2,047	2,405	2,412	1,121	1,175
非流动资产	8,972	10,752	13,459	14,941	15,754
长期投资	260	234	234	234	234
固定资产净额	834	695	1,044	1,108	1,067
其他非流动资产	7,878	9,823	12,181	13,599	14,452
总负债	7,824	12,087	16,667	18,963	20,791
流动负债	6,829	9,159	13,401	15,173	16,458
应付账款	2,737	3,461	3,533	4,201	4,926
短期借贷	1,111	2,226	5,961	6,567	6,599
其它流动负债	2,981	3,472	3,906	4,405	4,933
长期负债	996	2,928	3,266	3,790	4,333
长期债务	140	1,970	2,170	2,370	2,570
其它	856	958	1,096	1,420	1,763
股东权益合计	7,246	5,505	4,709	4,107	3,634
股东权益	6,890	5,168	4,384	3,792	3,327
少数股东权益	356	337	325	315	307
负债及股东权益总额	15,070	17,593	21,376	23,071	24,425

行业及公司评级体系

评级	说明
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的具体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所载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

静安区新闻路 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