

公司研究

调整后净利润首次实现转正，AI 驱动公有云高速扩张

——金山云（3896.HK）3Q25 业绩点评

要点

事件：3Q25 公司呈现收入提速与盈利能力改善趋势。3Q25 金山云实现营收 24.78 亿元，yoy+31.4%/qoq+5.5%，核心受益于 AI 业务延续高增。3Q25 公司经调整毛利达 3.93 亿元，yoy+27.6%/qoq+12.0%；经调整 EBITDA 达 8.27 亿元，同比大幅增长 345.9%，对应经调整 EBITDA 利润率提升至 33.4%，yoy+23.6pct/qoq+16.1pct。3Q25 实现调整经营利润与调整净利润双双扭亏为盈，达 0.15 亿元/0.29 亿元，对应去年同期为亏损 1.4 亿元/2.4 亿元，盈利拐点进一步明确。

公有云高速增长，AI 引擎驱动收入稳健扩张。3Q25 公有云实现收入 17.52 亿元，yoy+49.1%/qoq+7.8%，其中 AI 账单收入达 7.8 亿元，同比增长近 120%，连续 9 个季度三位数增长，在公有云收入占比达 45%，核心得益于公司持续强化智算云能力（如发布模型 API 服务、整合升级在线服务模型、上线数据集广场）带动业务增长。展望未来，公司业绩会表示，客户 AI 需求非常强劲，且高毛利推理业务需求占比将进一步上升，机器人与 API 服务或成新爆点。

3Q25 生态收入高速增长，AI 深度赋能行业云。3Q25 小米&金山生态收入达 6.9 亿元，yoy+84%/qoq+10%，占总收入比例进一步提升至 28%。1Q25-3Q25，来自小米&金山生态的收入合计达 18.2 亿元，公司持续为生态企业提供优质服务，夯实智算需求的快速响应能力，我们预计公司 2025 全年有望较好完成 27.8 亿的关联交易目标。行业云方面，3Q25 营收增速表现稳健，实现收入 7.26 亿元，yoy+2.2%/qoq+0.2%，现有合作持续向深向实拓展：例如在上海国资云项目取得新进展；协助武汉协和医院达到 DCMM 管理成熟度三级（稳健级）水平，中标广东省中医院 AI 项目，与某清洁能源服务商达成合作；推进与某国有大行授信报告自动化项目二期合作。

盈利预测、估值与评级：3Q25 公司实现经调整经营利润、经调整净利润首次双双转正，此外经调整 EBITDA 利润率进一步提升至 33.4%，同比/环比分别增长 9.8pct/17.3pct。多项盈利指标改善，核心源于高毛利 AI 业务加速扩张，同时成本费用控制成效显著。展望未来，我们预计伴随推理业务占比提升，EBITDA 利润率将维持在 20% 以上，但 3Q25 EBITDA 率及净利率明显改善主要来源于一次性补贴收入，预计该项将在下季度正常回落。

综合来看，我们认为在 AI 驱动增长的背景下，金山云智算云业务高速增长、盈利指标扭亏为盈，标志着前期 AI 布局已进入收获回报期，发展逻辑已得到逐步验证。作为小米金山生态唯一战略云平台，其深度受益于生态内激增的算力需求，构筑了差异化护城河，长期发展前景值得期待。我们维持 2025-2027 年金山云营收 95/110/125 亿元预测，考虑到 3Q25 公司已实现正向调整净利润，我们上调 2025-2027 年经调整净利润至-5.5/-2.9/-0.1 亿元（前值为-8.1/-3.7/-3.4 亿元），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	9,495	11,028	12,546
营业收入增长率（%）	-13.8	10.5	22.0	16.1	13.8
归母净利润（百万元）	-2,176	-1,967	-1,022	-846	-608
经调整归母净利润（百万元）	-1,284	-813	-548	-294	-5
每股营收（元）	2.0	2.1	2.1	2.4	2.8
PS	2.9	2.7	2.7	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-11-20，汇率 1HKD=0.9106 RMB；23/24/25-27E 股本分别 35.6/36.6/45.3 亿股

买入（维持）

当前价：6.24 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

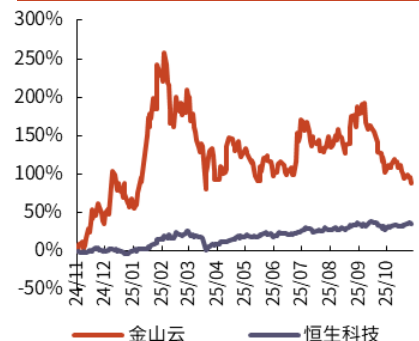
021-52523825

huangzheng1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	45.32
总市值(亿港元):	282.78
一年最低/最高(港元):	3.02-11.4
近 3 月换手率 (%)	207.0

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.3	-17.1	73.0
绝对	-5.9	-15.7	99.4

资料来源：Wind

相关研报

公有云 AI 业务延续高增，调整后 EBITDA 率 17.3%再创新高——金山云（3896.HK）2Q25 业绩点评（2025-08-21）

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（2025-05-31）

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）

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	9,495	11,028	12,546
公有云服务	4,382	5,007	6,596	8,017	9,446
行业云服务	2,664	2,778	2,899	3,012	3,100
其他	2	0	0	0	0
营业成本	-6,197	-6,444	-8,064	-9,339	-10,622
毛利	850	1,341	1,431	1,690	1,924
销售费用	460	479	570	607	652
管理费用	1,060	835	902	882	878
研发费用	785	846	807	827	841
营业利润	-1,455	-819	-848	-626	-447
财务成本净额	68	203	375	276	251
其它收入	48	-8	0	0	0
其他开支	691	950	-209	-61	-93
税前利润	-2,166	-1,981	-1,013	-841	-606
所得税开支	18	-2	17	13	9
净利润	-2,184	-1,979	-1,030	-854	-615
经调整净利润	-1,195	-1,994	-1,291	-825	-556
少数股东权益	7	12	8	8	7
归母净利润	-2,176	-1,967	-1,022	-846	-608
经调整归母净利润	-1,284	-813	-548	-294	-5
EBIT	-2,090	-1,775	-638	-565	-355
EBITDA	-1,158	-515	1,676	2,423	3,377
经调整 EBITDA	-755	-265	2,151	2,974	3,980

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	15,070	17,593	27,255	35,771	44,687
流动资产	6,098	6,841	8,101	8,229	8,637
现金及短期投资	2,255	2,649	3,323	3,860	4,391
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	1,796	1,787	2,303	3,226	3,058
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	2,047	2,405	2,475	1,144	1,188
非流动资产	8,972	10,752	19,154	27,542	36,050
长期投资	260	234	234	234	234
固定资产净额	834	695	7,506	14,649	22,040
其他非流动资产	7,878	9,823	11,414	12,659	13,775
总负债	7,824	12,087	22,674	32,045	41,575
流动负债	6,829	9,159	19,381	28,245	37,271
应付账款	2,737	3,461	3,629	4,296	4,992
短期借贷	1,111	2,226	11,759	19,483	27,345
其它流动负债	2,981	3,472	3,993	4,466	4,933
长期负债	996	2,928	3,294	3,800	4,304
长期债务	140	1,970	2,170	2,370	2,570
其它	856	958	1,123	1,430	1,733
股东权益合计	7,246	5,505	4,580	3,727	3,112
股东权益	6,890	5,168	4,251	3,405	2,798
少数股东权益	356	337	329	321	314
负债及股东权益总额	15,070	17,593	27,255	35,771	44,687

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-169	628	1,751	3,953	4,651
净利润	-2,176	-1,967	-1,022	-846	-608
折旧与摊销	940	1,263	2,314	2,988	3,732
营运资本变动	860	733	-348	-256	864
其它	-114	599	808	2,067	662
投资活动现金流	-673	-3,620	-2,706	-2,572	-2,634
资本性支出净额	-1,952	-3,683	-2,100	-2,300	-2,500
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	-606	-272	-134
自由现金流	307	-2,394	-323	1,903	2,388
融资活动现金流	-228	3,255	9,629	7,955	8,115
股本变动	1,268	4,015	105	0	0
净债务变化	-72	2,945	9,733	7,924	8,062
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	-1,424	-3,705	-209	31	53
净现金流	-1,044	241	8,675	9,337	10,131

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
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都不曾与，不与，也将不会与本报告中的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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