

买入

AI 盈利拐点确立，生态协同价值显现

金山云 (KC.US)

2026-08-20 星期四

【投资要点】

目标价: 16.00 美元

现价: 12.37 美元

预计升幅: 29.2%

重要数据

日期	2026-08-19
收盘价(美元)	12.37
总股本(亿份 ADS)	3.02
总市值(亿美元)	37.37
净资产(亿美元)	13.25
总资产(亿美元)	41.91
52 周高低(美元)	8.35/18.52
每 ADS 净资产(美元)	4.40

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

金山软件	32.94%
小米集团	9.14%
纽约银行梅隆公司	9.29%

相关报告

金山云 (KC.US) - 首发报告-20201109
金山云 (KC.US) - 更新报告-20241229、
20250515、20250821、20260723

研究部

姓名: 李承儒
SFC: BLN914
电话: 0755-21519182
Email: licr@gyzq.com.hk

➤ AI 驱动盈利历史性拐点，业绩全面超预期

2026 年第二季度公司实现总营收 30.7 亿元，同比增长 31%。分业务来看，二季度公有云业务实现收入 23.6 亿元，是收入增长的绝对主力。行业云业务实现收入 7.1 亿元，公司主动退出低利润政企项目，聚焦金融、医疗、制造等高价值场景。本季度 AI 云账单收入达 13.3 亿元，同比增长 82%，MaaS 业务收入同比增长 12 倍，AI 收入在公有云收入中占比已超 50%。本季度最重大的突破是经营利润率首次转正，达到 4%，标志着公司从“增收不增利”正式步入高质量增长阶段。调整后毛利率环比提升 2.4 个百分点至 15.4%。来自小米及金山生态的收入达 8.1 亿元，同比增长 28.2%，占总收入比重 26.2%。

➤ 软硬协同构筑算力护城河，卡位推理时代价值高地

金山云以 AI 生态加平台双轮驱动，对内深度绑定金山小米生态，对外以中立第三方身份服务 Kimi、MiniMax、智谱 AI 等头部大模型客户。行业趋势上，AI 工作负载正从训练转向推理，目前约 80% 的 AI 基础设施支出用于推理，公司精准卡位推理侧，获得更稳定、可预测的经常性收入。MaaS 层面，旗舰“星流”训推一体化平台已支持 DeepSeek、Qwen3、Kimi、小米 MiMo 等近 40 种主流模型。IaaS 层面，“银河”异构算力平台 V3.3.2 全面适配主流国产算力芯片。公司 2026 年资本开支预计达 90 亿元，联合小米等大客户以 3-5 年长周期订单锁定上游产能。

➤ 生态协同铸就确定性增长，上调目标价维持买入评级

金山云作为小米和金山生态内唯一的战略云平台，深度受益于小米“人车家全生态”战略与金山办公 WPS AI 的算力需求。公司已将 2026 及 2027 年来自小米的关联收入年度上限合计提升至 100 亿元人民币，较此前提升 39%，为未来两年业绩增长提供较高确定性。经营利润的历史性转正标志着公司已具备内生造血能力，估值逻辑有望向 AI 平台公司切换。我们上调了公司 2026-2028 年营收预测，分别为 129.6/170.7/208.2 亿元，当前市值对应 2026 年预测 PS 约 2.0 倍。看好 AI 推理需求爆发与生态协同带来的业绩与估值双重拐点，因此我们给予公司 16.00 美元的目标价，对应 2026 财年的 PS 约 2.5 倍，拥有 29.2% 的上涨空间，维持买入评级。

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	7,785	9,559	12,961	17,072	20,824
同比增长	10.47%	22.78%	35.60%	31.71%	21.98%
净利润	-1,967	-936	-720	-300	-139
净利润率	-25.26%	-9.79%	-5.55%	-1.76%	-0.67%
EBITDA	639	1,765	2,492	3,132	3,430
EBITDA 率	8.21%	18.46%	19.22%	18.35%	16.47%
每股盈利(元)	(6.51)	(3.10)	(2.38)	(0.99)	(0.46)
PS 倍数	2.6	2.1	1.5	1.2	1.0

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ AI 驱动盈利历史性拐点，业绩实现超预期

2026 年第二季度公司实现总营收 30.7 亿元，同比增长 31%，增长核心来自公有云业务，尤其是 AI 算力服务需求的爆发式增长。本季度 AI 云账单收入达 13.3 亿元，同比增长 82%，AI 相关收入在公有云业务中的占比已超过 50%，公司已从传统通用云服务商蜕变为以 AI 为核心的智算云服务商。分业务来看，二季度公有云业务实现收入 23.6 亿元，增长主要由 AI 算力需求提升和小米、金山办公等生态伙伴贡献驱动。来自小米及金山生态的收入达 8.1 亿元，同比增长 28.2%，占总收入比重 26.2%，客户结构更加健康。行业云业务实现收入 7.1 亿元，本季度公司主动收缩了低毛利政企项目，聚焦金融、医疗、制造等与 AI 结合紧密的高价值客户。利润端公司表现出色，本季度调整后经营利润率首次转正，达到 4%，实现公司发展史上的里程碑式突破。毛利率环比提升 2.4 个百分点至 15.2%，通过主动缩减 CDN 等低毛利业务、聚焦高附加值 AI 云服务的战略成效开始集中体现。整体来看，公司已步入收入高速增长与盈利能力持续改善并行的全新阶段。

➤ 软硬协同构筑算力护城河，卡位推理时代价值高地

金山云凭借前瞻性布局，智算业务已成为核心增长引擎。战略层面，公司以 AI 生态加平台双轮驱动，对内深度绑定小米全生态，对外以中立第三方云服务商身份服务月之暗面、智谱 AI、MiniMax 等广泛 AI 客户。行业关键趋势上，AI 工作负载重心正从训练快速转向推理，目前约 80% 的 AI 基础设施支出用于推理，公司基础设施与平台在设计之初即兼顾训推优化，承接海量推理需求，形成稳定、可持续的经常性收入。MaaS 层面，旗舰星流训推一体化平台已支持 DeepSeek、Qwen3、Kimi、小米 MiMo 等近 40 种主流模型，通过物理队列资源借用与回收、灵活算力配置等机制显著提升 GPU 利用率，并以 Token 按量计费模式增强客户粘性。IaaS 层面，“银河”异构算力管理平台 V3.3.2 全面适配主流国产算力芯片，完成与 vLLM、SGLang 等主流推理框架的深度兼容，通过 PD 分离、RoCE 网络与多级缓存优化，实现首字延迟最高缩短 73%、吞吐量最高提升 121%，构建国产算力护城河。供应链方面，公司积极与英特尔等多元供应商合作，联合小米等大客户以 3-5 年长周期订单锁定产能。预计 2026 年资本开支达 90 亿元。尽管短期折旧对毛利率仍有影响，但随集群利用率爬坡与推理收入占比提升，盈利结构有望持续优化。

➤ 生态协同铸就确定性增长，上调目标价维持买入评级

目前金山云与金山集团、小米集团构成的大生态系统是其区别于其他云厂商的独特护城河，也是未来增长的重要保障。金山云作为小米和金山生态内战略云平台，深度受益于小米“人车家全生态”战略推进，包括小米 MiMo 系列大模型 API 服务、智能驾驶研发，以及金山办公 WPS AI 的训练与推理部署，均由金山云提供核心算力支持。经营利润的历史性转正标志着公司已具备内生造血能力，财务状况持续改善，估值逻辑有望由传统 IaaS 厂商向 AI 平台公司切换。我们上调了公司 2026-2028 年营收预测，分别为 129.6/170.7/208.2 亿元，当前市值对应 2026 年预测 PS 约 2.0 倍。看好 AI 推理需求爆发与生态协同带来的业绩与估值双重拐点，因此我们给予公司 16.00 美元的目标价，对应 2026 财年的 PS 约 2.5 倍，拥有 29.2% 的上涨空间，维持买入评级。

表 1：互联网基础设施服务行业估值比较（20260819）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS (港元)			市盈率 PE			市净率 PB		市销率 PS	
			2025	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026TTM	2026TTM	2026TTM	2026TTM
SNOW.N	SNOWFLAKE	8,836.4	-30.1	0.0	-23.7	-88.0	-107.7	-132.9	58.1		22.4	
NET.N	CLOUDFLARE	8,152.7	-2.3	-9.1	-8.1	-1,024.4	-252.3	27.9	64.2		41.4	
GDDY.N	GODADDY	962.1	49.3	N/A	N/A	14.1	N/A	N/A	1,830.5		2.4	
VRSN.O	威瑞信	1,936.1	68.7	N/A	N/A	30.1	N/A	N/A	-10.9		14.5	
TWLO.N	TWILIO	2,672.8	1.7	N/A	N/A	1,015.1	N/A	N/A	3.8		6.1	
GDS.O	万国数据	524.5	0.7	0.6	-0.1	49.4	57.2	15.7	1.6		3.7	
6682.HK	范式智能	151.1	-0.1	0.2	0.7	-361.2	123.3	5.6	1.8		1.9	

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 行业竞争加剧；
2. 核心客户消费水平增长不及预期；
3. 资本开支规模较大，自由现金流持续为负；
4. 全球芯片供应链波动及出口管制政策变化；

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>											
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	7,785	9,559	12,961	17,072	20,824	盈利能力					
成本	(6,444)	(8,055)	(10,505)	(13,320)	(16,049)	毛利率 (%)	17.2%	15.7%	18.9%	22.0%	22.9%
毛利	1,341	1,503	2,456	3,752	4,776	EBITDA 率 (%)	8.2%	18.5%	19.2%	18.3%	16.5%
销售费用	(479)	(551)	(697)	(888)	(1,083)	净利率 (%)	-25.4%	-9.9%	-5.6%	-1.8%	-0.7%
管理费用	(835)	(915)	(1,231)	(1,588)	(1,937)	ROE	-38.3%	-10.1%	-8.1%	-3.4%	-1.6%
研发费用	(846)	(810)	(972)	(1,246)	(1,520)						
其他收益	(242)	(175)	(276)	(331)	(391)	营运表现					
除税前溢利	(1,981)	(948)	(721)	(301)	(155)	费用/收入 (%)	27.7%	23.8%	22.4%	21.8%	21.8%
所得税	2	4	1	0	15	实际税率 (%)	0.1%	0.4%	0.1%	0.1%	10.0%
净利润	(1,979)	(944)	(720)	(300)	(139)	应收账款天数	68	66	66	66	66
						应付账款天数	105	90	72	60	52
增长						财务状况					
总收入 (%)	10.5%	22.8%	35.6%	31.7%	22.0%	负债/权益	1.32	1.18	1.47	1.44	1.45
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	收入/总资产	0.60	0.43	0.59	0.77	0.92
						总资产/权益	2.51	2.37	2.48	2.53	2.54
资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
物业、厂房及设备	4,630	10,095	8,115	8,763	9,034	净利润	(1,979)	(944)	(720)	(300)	(139)
无形资产	695	533	409	337	272	非现金调整	2,718	2,964	2,936	3,102	3,194
长期预付款	450	140	140	140	140	资本变动	(112)	1,761	1,764	(2,152)	(429)
投资	234	234	234	234	234	经营活动现金流	627	3,781	3,980	650	2,625
应收关联方款项	137	0	0	0	0	投资固定资产	(3,672)	(4,742)	(583)	(3,414)	(3,124)
租赁资产	0	98	98	98	98	其他金融资产变动	51	97	(13)	(15)	(16)
固定资产合计	6,146	11,100	8,997	9,572	9,778	投资活动现金流	(3,621)	(4,645)	(596)	(3,429)	(3,140)
应收账款	1,469	1,740	2,360	3,108	3,792	贷款变动	3,776	3,338	0	0	0
短期投资	90	0	0	0	0	股权融资	(1,203)	4,564	0	0	0
其他短期资产	2,552	3,166	1,080	2,796	2,871	发行可转股	0	(1,738)	0	0	0
货币资金	2,730	6,117	9,501	6,722	6,208	融资活动现金流	2,573	6,164	0	0	0
流动资产合计	6,841	11,023	12,941	12,627	12,870	现金变化	(420)	5,300	3,384	(2,779)	(514)
应付账款	1,877	2,014	2,115	2,221	2,332	期初持有现金	2,489	2,730	6,117	9,501	6,722
应计费用	3,342	3,222	3,384	3,553	3,730	汇兑变化	(23)	(67)	0	0	0
贷款	2,226	3,348	3,348	3,348	3,348	期末持有现金	2,046	7,963	9,501	6,722	6,208
其他负债	1,715	836	872	910	950						
流动负债合计	9,159	9,421	9,719	10,032	10,361						
长期贷款	1,661	3,024	3,024	3,024	3,024						
其他长期负债	958	4,971	4,971	4,971	4,971						
长期负债合计	2,618	7,995	7,995	7,995	7,995						
股东权益合计	5,168	9,317	8,834	8,782	8,903						

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>