

持有

2024 年 8 月 19 日

公司营收和盈利受短期宏观影响，云订阅模式转型持续推进

- **24H1 亏损逐步缩窄，回购力度加大：**2024 年上半年公司实现营业收入 28.7 亿元，同比增长 11.9%，其中云服务收入 23.9 亿元，同比增长 17.2%，云订阅服务年经常性收入(ARR)约为 31.5 亿元，同比增长 24.2%，云订阅服务相关合同负债实现同比增长 28.2%。归属于股东应占亏损 2.2 亿元，去年同期亏损 2.8 亿元，亏损同比缩窄 23.2%，主要是大型企业业务规模效应所致。上半年经营现金净流出 1.7 亿元，公司年初至今回购 4730 万股，回购金额达 4 亿港元。
- **大企业客户保持高增长，加速国际化布局：**上半年云服务收入 23.9 亿元，同比增长 17.2%，占收入比为 83.2%。其中企业云服务收入 16.8 亿元，同比增长 19.9%。大型企业方面，金蝶云·苍穹和星瀚上半年录得收入 5.5 亿元，同比增长 38.9%，签约合同金额 9 亿元，签约新客户 275 家，订阅 ARR 增速超过 29%，净金额续费率达 97%。中型企业方面，金蝶云·星空实现收入 10.5 亿元，同比增长 14.3%，净留存客户数 42000 家，订阅 ARR 增速 24%，净金额续费率 95%，经营利润率达 20%。小微企业方面，小微财务云实现收入 5.9 亿元，同比增长 17.3%，金蝶云·星辰净留存客户数 63000 家，净金额续费率达 92%；金蝶精斗云净留存客户数 335000 家，净金额续费率 87%，经营利润率 40%。公司将持续深化大型企业市场、稳固中型企业市场、拓展小微企业市场的业务布局，利用 AI 技术赋能企业管理场景创新，并加速国际化战略。
- **降本增效明显，费用率有所下降：**2024 年上半年公司毛利为 18.2 亿元 14.3%，毛利率较去年同期提升 1.3%至 63.2%，主要系订阅收入占比提升所致。公司各项费用率也有所优化，销售及推广费用率、行政费用率、研究及开发费用率分别为 42.7%/8.7%/28.1%，同比分别下降 1.8%/ 0.6%/0.9%。
- **目标价 6.6 港元，给与持有评级：**中国 ERP SaaS 市场增长空间大，随着 AIGC 发展，有望重构企业级应用软件，我们认为金蝶通过订阅优先、AI 优先的核心战略，积极探索 AI 创新和中企出海，提升产品品质，有望实现高质量增长。考虑到公司云服务业务容易受到短期宏观经济大环境逆风影响，短期未能实现盈利，我们采用 STOP 分布估值方式，基于 2024 年预估云服务 4xPS 和 ERP 软件业务 5xPE，给予目标价 6.6 港元，较现价 12.6%的涨幅，给与持有评级。
- **风险提示：**竞争加剧、宏观经济持续疲软、公司云业务发展不及预期等。

李宜格

852-25321962

Vicky.li@firstshanghai.com.hk

罗凡环

852-25321539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	5.9 港元
目标价	6.6 港元 (+12.6%)
股票代码	0768
已发行股本	35.86 亿股
总市值	210 亿港元
52 周高/低	13.0/5.5 港元
每股净现值	2.4 元
主要股东	徐少春 19.6%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2022年历史	2023年历史	2024年预测	2025年预测	2026年预测
总营业收入（人民币千元）	4,865,769	5,679,073	6,506,234	7,442,847	8,469,372
变动	16.57%	16.71%	14.57%	14.40%	13.79%
净利润（人民币千元）	-389,158	-209,890	-68,916	186,927	470,236
变动	28.72%	-46.07%	-67.17%	NA	151.56%
摊薄每股盈利（人民币元）	-0.11	-0.06	-0.02	0.05	0.13
变动	29.92%	46.31%	68.15%	NA	151.56%
市盈率(¥5.86港元)	NA	NA	NA	103	41
每股派息（港元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

资产负债表						利润表					
<人民币千元>，财务年度截止<十二月>						<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
物业、厂房及设备	1,376,694	1,919,498	2,195,079	2,462,780	2,722,826	营业收入	4,865,769	5,679,073	6,506,234	7,442,847	8,469,372
无形资产	1,192,375	1,231,955	1,279,981	1,319,361	1,352,341	营业成本	1,868,136	2,035,084	2,266,433	2,533,157	2,797,840
投资物业	1,734,079	1,726,750	1,726,750	1,726,750	1,726,750	毛利	2,997,633	3,643,989	4,239,801	4,909,689	5,671,533
其他非流动资产	3,444,343	3,557,747	3,557,747	3,557,747	3,557,747	销售及营销费用	-2,026,584	-2,319,645	-2,559,909	-2,794,453	-3,052,826
非流动资产	7,747,491	8,435,950	8,759,557	9,066,638	9,359,664	行政开支	-503,857	-489,964	-496,265	-493,277	-476,617
现金及等价物	1,942,735	2,963,723	3,197,241	3,500,376	4,195,783	研发开支	-1,295,476	-1,439,671	-1,584,298	-1,700,725	-1,850,597
应收账款	293,030	364,332	400,765	440,842	484,926	其他收入净额	348,988	285,257	299,520	314,496	314,496
合同资产	346,542	362,378	380,497	399,522	419,498	经营利润	-587,344	-419,947	-202,508	132,859	501,527
流动资产	3,983,946	5,703,247	5,995,879	6,363,132	7,128,118	融资成本	100,276	90,315	83,951	96,036	109,281
总资产	11,731,437	14,139,197	14,755,435	15,429,770	16,487,782	应占联营公司收益	12,850	28,506	25,655	23,090	23,090
租赁负债	24,648	26,451	26,451	26,451	26,451	除所得税前盈利	-474,218	-301,126	-92,901	251,985	633,898
递延所得税负债	133,925	112,972	112,972	112,972	112,972	所得税	21,814	31,320	9,663	-26,209	-65,932
非流动负债	558,171	907,831	907,831	907,831	907,831	净利润	-452,404	-269,806	-83,239	225,776	567,967
应付账款	899,496	1,231,203	1,292,763	1,357,401	1,425,271	少数股东权益	-63,246	-59,916	-14,323	38,849	97,730
合同负债	2,631,035	3,176,589	3,811,907	4,193,097	4,612,407	归母净利润	-389,158	-209,890	-68,916	186,927	470,236
其他流动负债	235,152	121,422	124,021	126,750	129,616	折旧及摊销	413,737	499,017	494,370	515,771	534,750
流动负债	3,765,683	4,529,214	5,228,691	5,677,249	6,167,295	EBITDA	-160,757	107,576	317,518	671,721	1,059,366
负债合计	4,323,854	5,437,045	6,136,522	6,585,080	7,075,126						
所有者权益	7,407,583	8,702,152	8,618,913	8,844,690	9,412,656						
现金流量表						主要财务比率					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>							2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	盈利能力					
除税前利润	-474,218	-301,126	-92,901	251,985	633,898	毛利率	61.6%	64.2%	65.2%	66.0%	67.0%
所得税支出	-3,978	-3,731	9,663	-26,209	-65,932	EBITDA 率	-3.3%	1.9%	4.9%	9.0%	12.5%
折旧及摊销	413,737	499,017	494,370	515,771	534,750	净利率	-9.3%	-4.8%	-1.3%	3.0%	6.7%
营运资本变动	328,241	298,557	640,364	384,439	420,466	营运表现					
其他经营现金流	110,655	160,602	0	0	0	销售及管理费用	-41.6%	-40.8%	-39.3%	-37.5%	-36.0%
经营活动现金流	374,437	653,319	1,051,495	1,125,987	1,523,183	实际税率	-4.6%	-10.4%	-10.4%	-10.4%	-10.4%
资本开支	-887,713	-896,595	-817,977	-822,852	-827,776	股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他投资现金流	100,682	-407,958	0	0	0	库存周转	7.4	8.1	7.7	7.6	7.6
投资活动现金流	-787,031	-1,304,553	-817,977	-822,852	-827,776	应付账款天数	162.0	191.1	203.2	190.9	181.5
股息	0	0	0	0	0	应收账款天数	50.8	43.9	42.3	39.8	37.6
负债变化	472,800	306,900	0	0	0	财务状况					
其他融资活动现金流	-172,275	1,364,091	0	0	0	总负债/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
融资活动现金流	300,525	1,670,991	0	0	0	收入/净资产	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
现金净变动	-112,069	1,019,757	233,518	303,135	695,407	经营性现金流/息	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
年初现金余额	2,046,815	1,942,735	2,963,723	3,197,241	3,500,376	税前盈利对利息	-4.7	-3.3	-1.1	2.6	5.8
年末现金余额	1,942,735	2,963,723	3,197,241	3,500,376	4,195,783						

资料来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。