

## 大型企业订单高增，亏损持续收窄

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年半年度报告，实现收入 28.7 亿元，同比增长 11.9%；净利润亏损 2.2 亿元，同比收窄 23.2%。
- 云转型稳步推进，亏损进一步收窄。** 2024H1，公司实现云收入 23.9 亿元，同比增长 17.2%，云收入占比达 83.2%；ARR 收入 31.5 亿元，同比增长 24.2%；订阅合同负债 31.8 亿元，同比增长 28.2%，云服务业务持续高质量增长。费用端改善明显，2024H1 公司销售、管理、研发费用率分别为 42.7%(yoy-1.85pp)、8.7%(yoy-0.63pp)、28.1%(yoy-0.89pp)。利润端，24H1 公司亏损 2.2 亿元，相较于 2023H1 (2.8 亿元) 亏损大幅收窄。大型企业业务规模效应逐步显现，稳步迈入高质量经营阶段。
- 中型企业市场领导地位持续稳固，小微企业云收入快速增长。** 2024H1，星空实现收入 10.5 亿元，同比增长 14.3%，ARR 增速 24%，净金额续费率 95%。截至 24H1 底星空客户数量达 4.2 万家，新签国家级、省级专精特新企业 611 家，市场份额进一步提升；此外，24H1 星空与 AWS、微软共同支持中企出海的合规运营、数据安全和本土经营策略，新签 121 家企业，覆盖区域包括印尼、新加坡、泰国、越南、菲律宾、美国及欧洲等。小微企业市场云收入快速增长，24H1 实现收入 5.9 亿元，同比增长 17.3%，ARR 同比增长 31%。其中，星辰同比增长 70.8%，续费率达 92%。
- 大型企业市场高质量增长，持续探索 AI 应用创新。** 2024H1，苍穹星瀚收入 5.5 亿元，同比增长 38.9%，ARR 增速为 29%，续费率 97%。金蝶紧抓大型企业数字化和国产替代机遇，上半年成功签约多家行业领军企业，如中国石油天然气集团、中国航空集团、东风汽车、通威股份等。此外，5 月 15 日，金蝶云苍穹升级为新一代企业级 AI 平台，并推出了超级智能 AI 管理助手——Cosmic，提供在财务、人力、供应链、制造、开发等多领域的 AI 应用，在海信集团、温氏股份、中国金茂、建发房产等大型企业的财务和人力系统上线 AI 相关应用。
- 盈利预测与评级:** 预计公司 2024-2026 年营业收入将保持 16.6% 的复合增长率。公司深耕 ERP 市场多年，星空、星辰在中小企业市场地位稳固，续费率保持高位，为公司提供稳定现金流；苍穹星瀚技术优势凸显，迅速打开大企业客户市场，客户数量持续增加，为公司长期增长提升提供充足动力；此外，公司始终坚持云化转型，打造价值产品，构建良好生态，为公司稳定发展形成强力支撑，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧、企业上云需求不及预期、客户拓展不及预期等风险。

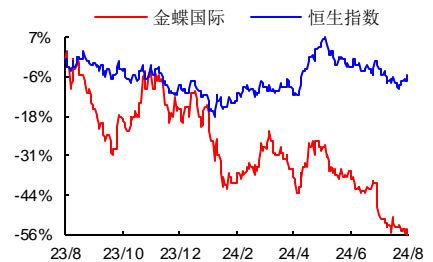
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	5679.07	6553.75	7639.24	9014.20
增长率	16.71%	15.40%	16.56%	18.00%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-209.89	-69.37	187.58	362.76
增长率	46.07%	66.95%	370.42%	93.39%
每股收益 EPS	-0.06	-0.02	0.05	0.10
净资产收益率	-2.44%	-0.81%	1.15%	4.00%
PE	--	--	103	53
PS	3.69	2.94	2.52	2.14

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn  
联系人: 罗紫莹  
电话: 0755-26671517  
邮箱: lzyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	5.56-12.82
3 个月平均成交量(百万)	16.42
流通股数(亿)	35.86
市值(亿)	211.92

### 相关研究

- 金蝶国际 (0268.HK): 核心产品实力强劲，亏损收窄持续验证 (2023-08-21)

## 盈利预测

### 关键假设：

**假设 1：苍穹星瀚：**在央企数字化转型加速和国产替代的大机遇下，大企业多云原生架构 PaaS 平台需求旺盛，苍穹市占率持续提升，2024H1 新签约客户 275 家；此外，上半年公司推出超级智能 AI 管理助手，大型企业的财务和人力 AI 应用已得到验证。行业数字化和国产化机遇，叠加 AI 在企业管理的实际应用潜力巨大，大型企业端需求旺盛。预计 2024-2026 年，客户数量增速分别为 39%/32%/28%。此外，大企业客户付费力较强，随着产品应用场景逐渐成熟，客户订阅模块数量有望增加，客单价稳步提升，预计 2024-2026 年 ARPU 值增速分别为 2%、2%、2%；

**假设 2：星空：**公司持续深化“专精特新”市场布局，市占率约 43%，上半年新签国家级、省级专精特新企业 611 家。在加快建设科技强国的政策主调下，专精特新企业数量有望持续扩张；且此类企业发展较快，对业财一体化系统需求旺盛。此外，上半年金蝶云·星空强化 GlobalEase 全球化能力，助力中国企业出海，新签 121 家企业。我们预计国内星空全年客户数量有望快速增加，预计 2024-2026 年客户数量增速分别为 16%、18%、20%。此外，由于新客倾向于采购基础版本，老客会逐渐增加模块采购，在客户数量高增阶段，预计 2024-2026 年 ARPU 值增速分别为-1%、0%、0%。

**假设 3：星辰及其他：**伴随《中小企业数字化转型报告 2024》发布，当前中小企业数字化转型意愿积极，约六成企业处于早期阶段。公司以中小企业市场起家，先发优势显著，2024H1 星辰客户数量已突破 63000 家，预计 2024-2026 年 ARPU 值增速分别为 3%、3%、4%；客户数量增速分别为 15%、14%、14%。

**假设 4：传统 ERP 业务：**公司云转型逐渐深入，传统 ERP 业务增速将下降，预计 2024-2026 年营收增速分别为-10%、-12%、-15%。

**假设 5：**随着公司营收规模扩大，规模效应显现，叠加产品力、品牌力增强，生态建设完善，费用率整体将保持下降趋势，毛利率持续提升。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
苍穹星瀚	收入	981	1393	1878	2457
	增速	40.9%	42.0%	34.8%	30.9%
星空	收入	1952	2242	2645	3174
	增速	16.3%	14.8%	18.0%	20.0%
星辰及其他	收入	1572	1862	2186	2592
	增速	17.4%	18.5%	17.4%	18.6%
传统 ERP 业务	收入	1174	1057	930	790
	增速	1.9%	-10.0%	-12.0%	-15.0%
合计	收入	5679	6554	7639	9014
	增速	16.7%	15.4%	16.6%	18.0%
	成本	2035	2294	2597	2975
	毛利率	64.2%	65.0%	66.0%	67.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 65.5(+15.4%)、76.4(+16.6%)和 90.1(+18.0%) 亿元，归母净利润分别为 -0.7 亿元、1.9 亿元、3.6 亿元，对应 PS 分别为 2.9 倍、2.5 倍和 2.1 倍。

## 相对估值

我们选取了行业中与金蝶国际业务最为相近的用友网络、金山办公、微盟集团三家公司为可比对象，2024-2026 年三家公司平均 PS 为 6.6、5.2、4.1 倍。公司深耕 ERP 市场多年，星空、星辰在中小企业市场地位稳固，续费率保持高位，为公司提供稳定现金流；苍穹星瀚技术优势凸显，迅速打开大企业客户市场，客户数量持续增加，为公司长期增长提升提供充足动力；此外，公司始终坚持云化转型，打造价值产品，构建良好生态，为公司稳定发展形成强力支撑，维持“买入”评级。

**表 2：可比上市公司估值**

证券代码	可比公司	市值 (原始币种)	股价 (原始币种)	营业收入 (百万元)				PS (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688111.SH	金山办公	907	196.00	4556	5717	7441	9641	19.9	15.9	12.2	9.4
600588.SH	用友网络	297	8.70	9796	11745	13965	16088	3.0	2.5	2.1	1.8
2013.HK	微盟集团	40	1.31	2228	2503	2870	3241	1.7	1.5	1.3	1.1
<b>平均值</b>								<b>8.2</b>	<b>6.6</b>	<b>5.2</b>	<b>4.1</b>
0268.HK	金蝶国际	212	5.91	5679	6554	7639	9014	3.7	2.9	2.5	2.1

数据来源：Wind, 西南证券整理

**附：财务报表**

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	56.79	65.54	76.39	90.14	税后经营利润	-4.61	-3.13	0.00	2.15
销售成本	20.35	22.94	25.97	29.75	折旧与摊销	4.99	3.59	3.92	4.29
销售费用	23.20	25.23	28.65	32.90	财务费用	-0.90	0.18	0.00	-0.10
管理费用	19.30	20.32	21.77	25.24	其他经营资金	7.06	1.53	1.58	2.72
财务费用	-0.90	0.18	0.00	-0.10	经营性现金净流量	6.53	2.17	5.50	9.06
营业利润	-5.15	-3.13	0.00	2.35	投资性现金净流量	-13.05	-1.69	-2.27	-2.85
其他非经营损益	2.14	2.53	2.41	2.36	筹资性现金净流量	16.71	-4.15	-3.79	0.10
税前利润	-3.01	-0.61	2.41	4.71	现金流量净额	10.20	-3.67	-0.57	6.32
所得税	-0.31	0.22	0.19	0.41					
税后利润	-2.70	-0.82	2.22	4.30					
归属于非控制股东利润	-0.60	-0.13	0.35	0.67					
归属于母公司股东利润	-2.10	-0.69	1.88	3.63					
EBITDA	1.08	3.17	6.33	8.90					
NOPLAT	-5.17	-2.96	0.00	2.06					
EPS(元)	-0.06	-0.02	0.05	0.10					
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	29.68	26.01	25.44	31.76	<b>成长能力</b>				
应收账款	1.80	2.18	2.54	2.99	营收额增长率	16.7%	15.4%	16.6%	18.0%
预付款项、按金及其他应收款项	3.84	4.74	5.53	6.52	EBIT 增长率	31.9%	89.2%	669.9%	91.3%
存货	0.46	0.51	0.57	0.66	EBITDA 增长率	166.9%	194.6%	99.7%	40.7%
其他流动资产	21.25	19.74	22.94	26.99	税后利润增长率	40.4%	69.5%	370.4%	93.4%
流动资产总计	57.03	53.17	57.01	68.91	<b>盈利能力</b>				
长期股权投资	4.34	4.34	4.34	4.34	毛利率	64.2%	65.0%	66.0%	67.0%
固定资产	19.19	18.30	18.44	18.82	净利率	-4.8%	-1.3%	2.9%	4.8%
无形资产	12.51	12.14	12.21	12.21	ROE	-2.4%	-0.8%	2.2%	4.0%
其他非流动资产	48.31	48.48	48.61	48.69	ROA	-1.5%	-0.5%	1.3%	2.3%
非流动资产合计	84.36	84.77	85.35	86.06	ROIC	-8.1%	-4.2%	0.0%	2.9%
<b>资产总计</b>	<b>141.39</b>	<b>137.94</b>	<b>142.36</b>	<b>154.97</b>	<b>估值倍数</b>				
短期借款	0.20	0.00	0.00	0.00	P/E	-99.77	-277.74	102.71	53.11
应付账款	0.70	0.54	0.61	0.70	P/S	3.69	2.94	2.52	2.14
其他流动负债	44.39	45.88	51.80	60.02	P/B	2.44	2.26	2.21	2.12
流动负债合计	45.29	46.42	52.41	60.72	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	7.57	3.81	0.01	0.02	EV/EBIT	2.69	23.85	-4.93	-3.50
其他非流动负债	1.51	1.51	1.51	1.51	EV/EBITDA	-9.80	-3.18	-1.88	-1.81
非流动负债合计	9.08	5.32	1.53	1.53					
负债合计	54.37	51.74	53.94	62.25					
储备	85.12	85.12	85.12	85.12					
留存收益	0.00	-0.69	1.18	4.81					
归属于母公司股东权益	85.99	85.30	87.17	90.80					
归属于非控制股东权益	1.03	0.90	1.25	1.92					
权益合计	87.02	86.20	88.42	92.72					
<b>负债和权益合计</b>	<b>141.39</b>	<b>137.94</b>	<b>142.36</b>	<b>154.97</b>					

数据来源：公司公告，西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---