

## 云转型持续推进，业绩有望迎来拐点

2024 年 10 月 16 日

- 国产 ERP 领军企业，云转型加速亏损幅度持续收窄，预计盈亏平衡在即。**

金蝶国际是国内领先的 ERP 企业。公司起家于财务软件行业，后转型逐渐发展为 ERP 企业，面对企业云化趋势，公司积极从 ERP 转型为 SaaS 云服务供应商，转型过程中公司保持营收稳定增长，2014 年营收 15.47 亿增长到 2023 年 56.79 亿，近 9 年 CAGR 为 15.5%，2020 年受到疫情影响及公司战略调整导致增速有所下滑，2023 年实现营收 56.79 亿元，同比增长 16.71%。在利润端方面，2020 年公司首次出现亏损，主要原因为公司大力实行“云转型”战略，开始主动停止销售部分 ERP 产品（KIS 与 K/3WISE 产品），另一方面持续加大云产品研发投入以及拓展客户在销售等费用的投入，但伴随公司坚定向云业务转型及研发成果商业化，2023 年公司归母净利润为亏损 2.1 亿元，同比减少 1.79 亿元，亏损幅度有所收窄，利润端边际有所好转，实现盈亏平衡在即。
- 信创国产化叠加 AI+ERP，赋能企业转型 EBC 时代。**近年来国家发布的多项关于信息技术服务业的政策中，多次提及软件产业，提升产业创新能力和发展质量，同时在部分其他行业的相关政策中，提及 ERP 软件在行业中的推广和应用，其中，ERP 系统作为企业管理的核心工具之一，其国产化的推进将得到显著加强，有助于推动 ERP 产业健康发展，同时加速 ERP 对下游行业应用渗透，预计到 2027 年完成约 200 万套工业软件和 80 万台套工业操作系统的更新换代任务。公司推动 AI 加持传统 ERP，赋能企业加速顺应 EBC 时代。金蝶 EBC 是采用新一代云原生和组装式技术架构，数据驱动的业务能力平台，通过金蝶 EBC 业务平台、金蝶 EBC 技术平台构建企业 EBC，为企业提供构建和组装 PBC 的能力，并通过混合集成技术融合遗留系统，构建企业 EBC。同时公司通过自研大模型金蝶超级 AI 智能管理助手 Cosmic，打造新一代 AI 企业级平台。
- 提供企业级云原生产品服务，把握出海新机遇。**公司客户群体覆盖广泛，大型企业客户业务实力雄厚、中型企业客户引领市场、小型企业客户增长可期：1) 高质量经营大型企业市场，大型企业业务拓展进展显著。2024 上半年，公司服务大型企业合计录得云服务收入约人民币 5.46 亿元，同比增长 38.9%，合同签约金额同比约 63%；核心产品云订阅 ARR 同比增长 29%，净金额续费率为 97%，公司在央企、国企及 500 强等大型企业领域进展顺利。2) 持续巩固中型市场领导地位，抢占中企出海新机遇：2024 上半年，服务中型企业核心产品实现收入约 10.54 亿元，同比增长 14.3%，订阅 ARR 同比增长 24%，净金额续费率为 95%。截至半年报，客户数为 4.2 万家，新签国家级、省级专精特新企业 611 家，中型企业市场业务稳健增长，有效助力中国企业出海。3) 小微财务云快速增长，小微企业市场持续保持领先地位：公司在小微企业市场持续保持领先，小微财务云实现收入约人民币 5.88 亿元，同比增长 17.3%，小微财务云订阅 ARR 同比增长 31%，其中金蝶云·星辰收入同比增长 70.8%，净金额续费率为 92%。同时上半年公司持续聚焦核心战略，同时探索 AI 创新

金蝶国际 (0268.HK)

推荐 首次评级

分析师

吴砚靖

☎: 010-66568589

✉: wuyanjing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

研究助理: 胡天昊

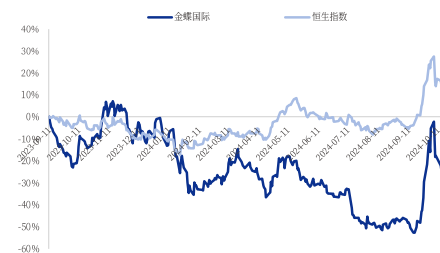
☎: 010-80927637

✉: hutianhao\_yj@chinastock.com.cn

市场数据 2024-10-16

|              |          |
|--------------|----------|
| 股票代码         | 0268.HK  |
| H 股收盘价(元)    | 8.36     |
| 恒生指数         | 22736.87 |
| 总股本(万股)      | 358581   |
| 实际流通 H 股(万股) | 358581   |
| 流通 H 股市值(亿元) | 299.77   |

相对恒生指数表现图 2024-10-16



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

和中企出海机会，持续提升产品与服务质量，助力中企出海，积极拓展海外市场。

- **投资建议：**我们预计，2024-2026 年公司营收分别为 66.42、78.41、94.18 亿元，同比增长 16.95%、18.07%、20.11%；归母净利润预计分别为-0.98、0.54、2.76 亿元，2024 年预计亏损同比收窄，2025 年预计实现扭亏为盈，2026 年预计归母净利润同比增长 408.9%；每股收益（EPS）预计分别为-0.03、0.02、0.08 元，对应 PS 预计分别为 4.51、3.82、3.18。公司持续推进云业务转型与云订阅模式，综合竞争力突出兼具成长属性，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，美联储利率及港股市场流动性影响，技术研发进度不及预期风险；政策推进不及预期风险；

#### 主要财务指标预测

|            | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 5679.07 | 6641.56 | 7841.47 | 9418.48 |
| 收入增长率%     | 16.71   | 16.95   | 18.07   | 20.11   |
| 归母净利润（百万元） | -209.89 | -98.43  | 54.29   | 276.32  |
| 利润增速%      | 46.07   | 53.1    | 155.16  | 408.94  |
| 毛利率%       | 64.17   | 65.41   | 67.89   | 68.04   |
| 摊薄 EPS(元)  | -0.06   | -0.03   | 0.02    | 0.08    |
| P/E        | -168.73 | -274.10 | 496.92  | 97.64   |
| P/B        | 4.33    | 3.17    | 3.15    | 3.05    |
| PS         | 4.86    | 4.51    | 3.82    | 3.18    |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

## Catalog

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、国内 ERP 领军企业，云转型有望推动业绩拐点 .....    | 4  |
| （一）三十余载技术沉淀，先发优势明显 .....           | 4  |
| （二）公司股权结构清晰，核心管理团队经验丰富 .....       | 5  |
| （三）云业务转型初现成效，业绩有望迎来拐点 .....        | 6  |
| 二、信创国产化叠加 AI+ERP，EBC 时代加速到来.....   | 9  |
| （一）AI 赋能 ERP 升级，信创加速渗透推动行业发展 ..... | 9  |
| （二）企业数字化转型之道：从 ERP 到 EBC .....     | 13 |
| 三、企业级云原生打造数字战斗力引擎 .....            | 18 |
| （一）公司云产品矩阵丰富，提供企业级数字化支撑 .....      | 18 |
| （二）出海求生，助力中企打开海外市场 .....           | 22 |
| 四、盈利预测和投资评级 .....                  | 23 |
| （一）盈利预测 .....                      | 23 |
| （二）相对估值 .....                      | 25 |
| 五、风险提示.....                        | 26 |

## 一、国内 ERP 领军企业，云转型有望推动业绩拐点

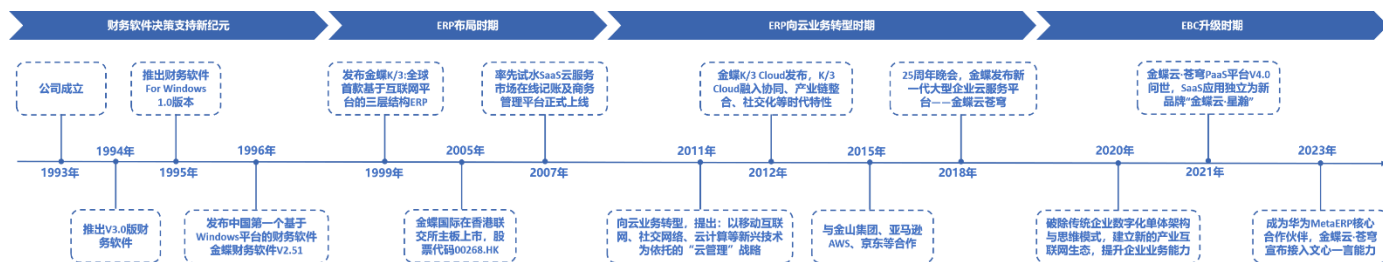
### （一）三十余载技术沉淀，先发优势明显

**金蝶国际是国内领先的 ERP 企业。**公司成立于 1993 年，并于 2005 年在香港联交所主板上市，总部位于中国深圳，是全球知名的企业管理云 SaaS 公司，亚太地区 ERP 软件龙头企业，旗下金蝶中国是国家认定的“国家高新技术企业”、“国家规划布局内重点软件企业”，公司在深圳等六地设立研发中心及重点实验室等，并于 2012 年获批“国家企业互联网服务支撑软件工程技术研究中心”。根据 IDC 数据，2023 年金蝶在中国企业资源管理云服务市场排名第一，在 SaaS EA（企业级应用软件云服务）、SaaS ERM（企业资源管理云服务）、财务云市场占有率排名第一，凭借其技术领先、全栈自主可控的大型企业管理云服务及平台、稳定成熟的中小企业管理云服务，连续 19 年稳居中国成长型企业应用软件市场占有率第一。

公司发展经历了最初历程可以分为四个阶段：中国财务软件决策支持时期、ERP（企业资源计划）转型时期、云业务转型时期、EBC（企业业务能力）时期：

- 1) **财务软件决策支持时期(1993-1997 年)：**1994 年推出了金蝶 V3.0 版财务软件，伴随 Windows 发布首个简体中文版本（Win 3.2），1995 年推出金蝶财务软件 For Windows 1.0 版本，开始了会计工作平台的大转移，1997 年，在业内首创 32 位决策支持型财务软件，开辟中国财务软件决策支持新纪元。
- 2) **ERP 布局时期（1998-2011 年）：**1999 年金蝶 K/3 发布，成为全国首款基于互联网平台的三层结构 ERP，2005 年金蝶在香港联交所主板成功上市，股票代码为 00268.HK，2007 年金蝶旗下在线记账及商务管理平台斗云“youshang.com”（金蝶精斗云前身）正式上线，在行业内率先试水 SaaS 云服务市场。
- 3) **ERP 向云业务转型时期（2011-2019 年）：**2011 年金蝶提出以移动互联网、社交网络、云计算等新兴技术为依托的“云管理”战略，进行继 Windows 版财务软件转型，ERP 转型后的第三次企业云服务型。2012 年金蝶 K/3 Cloud 发布，融入协同、产业链整合、社交化等时代特性，通过其开放的云平台整合云计算产业链上核心产品厂商、客户、全球开发伙伴等多方力量，为企业提供全方位管理服务。2015 年与金山集团、亚马逊 AWS、京东等合作，加速推进企业云业务发展。
- 4) **EBC 升级时期（2019 年-至今）：**2019 年公司云业务收入大幅增长 54.9%，企业云业务转型持续稳步推进，并首次提出企业数字化进入后 ERP 时代，逐渐转向更加广泛的 EBC“企业业务能力”，产业互联网平台也将从传统 ERP 阶段发展到 EBC 阶段。2021 年，蝶云苍穹 PaaS 平台 v4.0 问世，SaaS 应用独立为新品牌“金蝶云·星瀚”。

图1：公司发展历程

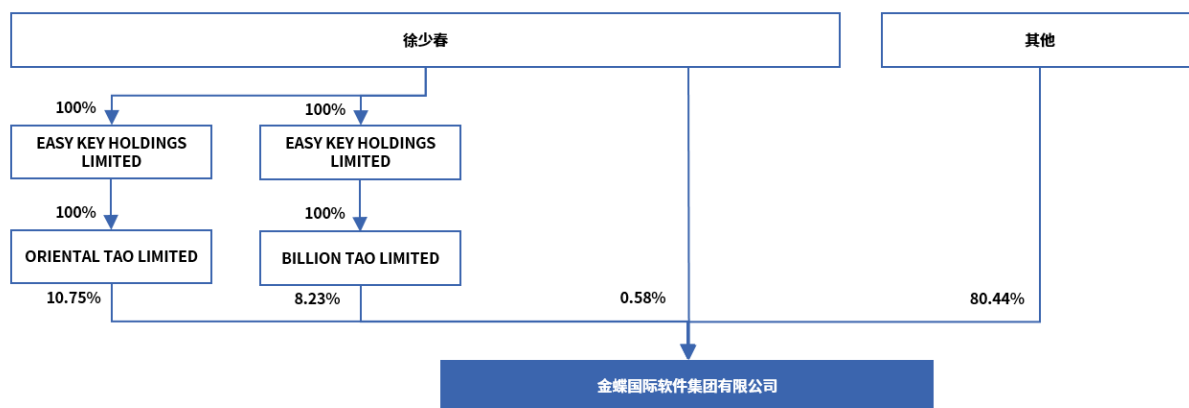


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

## （二）公司股权结构清晰，核心管理团队经验丰富

公司股权结构清晰，徐少春为公司实际控制人。截至公司 24 年中报，公司创始人徐少春直接持有金蝶国际 0.58% 股份，其中通过 ORIENTAL TAO LIMITED 及 BILLION TAO LIMITED 间接持有 18.98% 股份，持股比例达到 19.56%，拥有绝对控制权，是公司的实际控制人。

图2：公司股权结构清晰



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司管理层实力雄厚，拥有丰富企业管理经验。公司董事会主席兼 CEO 徐少春具 30 多年企业管理和软件开发管理经验，1991 年徐少春开始创业，1993 年与美籍华人赵西燕女士以及深圳市蛇口工业区社会保险公司合资成立金蝶软件科技（深圳）有限公司。徐少春是国务院特殊津贴高级专家，曾获得多项殊荣，包括“联合国世界本土企业家奖”、“中国信息产业杰出领导”等，并长期致力于推动中国企业的管理升级与中国企业数字化转型。

表1：公司主要客户及核心产品

| 姓名  | 职务                  | 个人履历                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 徐少春 | 金蝶国际软件集团董事会主席、首席执行官 | 毕业于东南大学计算机专业，并取得财政部财政科学研究所会计学专业硕士及中欧国际商学院工商管理硕士（EMBA）学位，国务院特殊津贴高级专家。徐少春曾任深圳市人大常委、中国民主建国会第九届中央委员会委员、财政部会计信息化委员会委员、中华思源工程扶贫基金会理事，并曾获得“联合国世界本土企业家奖”、“中国信息产业杰出领导”、“改革开放三十年影响深圳三十个经济人物”等多项殊荣。此外，作为“中国管理模式 50 人+论坛”联合创始发起人，徐少春一直怀着“让中国管理模式在全球崛起”的梦想，致力于推动中国企业的管理升级。徐少春先生领导的金蝶国际软件集团是中国大陆第一家在香港上市的软件公司、是中国最大的企业云服务公司；二十八年来，金蝶成功地经历了三次转型，用财务软件帮助 1200 万 |

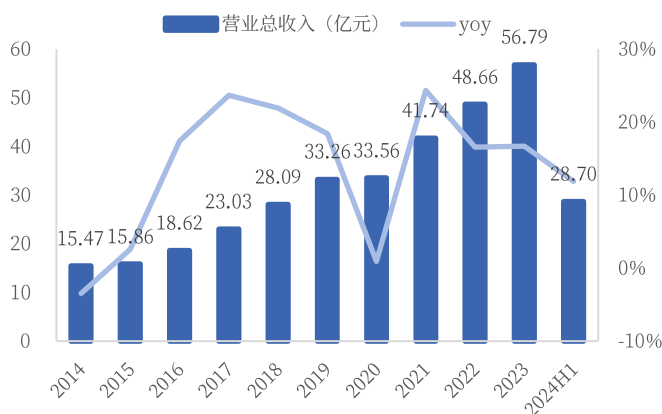
|                   |                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-------------------|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                   |                | 会计人员甩掉了算盘，用 ERP 提升了 680 万企业和 8000 万人的管理效率，现在正用云计算帮助千万企业数字化转型和改变亿万人的工作方式。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 林波                | 金蝶集团执行董事、首席财务官 | 毕业于厦门大学计算机专业，于一九九七年加入本集团，先后担任福建省区总经理、集团运营管理部总经理、集团战略发展部总监等职位。在战略规划、营销管理及财务管理等方面拥有丰富经验。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 董明珠               | 金蝶集团非执行董事      | 董女士现任珠海格力集团有限公司董事长及其附属公司珠海格力电器股份有限公司董事长及总裁，曾被授予“全国五一劳动奖章”及被选举为中华人民共和国第十届、第十一届人民代表大会代表、中国民主建国会中央常委、中华全国妇女联合会第十届执委会委员。董女士具有丰富的家用电器营销渠道运营及管理经验，开创的“区域销售模式”被评为“广东省企业管理现代化优秀成果”。董女士一直致力于打造中国民族品牌，曾被评选为“2010 CCTV 中国经济年度人物创新奖”。                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Gary Clark Biddle | 金蝶集团非执行董事      | Gary Clark Biddle（白国礼），现任墨尔本大学金融会计学教授，以及哥伦比亚大学、香港大学和伦敦商学院的客座教授。Biddle 先生于芝加哥大学获工商管理硕士及博士学位。Biddle 先生曾担任芝加哥大学、华盛顿大学、香港科技大学和香港大学教授，并曾在中欧国际商学院（中国）、复旦大学（中国）、格拉斯哥大学（英国）、洛桑国际管理发展学院（瑞士）和斯科利科沃商学院（俄罗斯）出任客座教授。在学术管理方面，Biddle 先生曾任香港大学院长及讲座教授，并在香港科技大学担任学术院长、部门主管、校董会委员、顾问委员会委员、教务委员会委员及讲座教授。在专业方面，他是美国注册会计师协会、澳大利亚公司董事协会、澳大利亚注册会计师协会和香港注册会计师协会的成员。Biddle 先生是美国会计协会执行委员会的成员、副会长以及特邀会长候选人，会计名人堂评选委员会，香港财务报告委员会财务报告检讨小组、香港注册会计师协会理事会及评审及财务报告准则委员会、香港董事学会培训委员会成员，以及香港学术会计协会会长及创办监事会成员。Biddle 先生是财务和管理会计、价值创造、经济预测、企业管治和绩效指标方面的顶尖专家。 |
| 章勇                | 金蝶集团总裁         | 章先生毕业于中欧国际工商管理学院。章先生于一九九五年加入本集团，先后担任上海分公司总经理、华东区总经理，在公司市场和营销管理工作担任重要职务，有丰富的市场营销与团队管理经验。是“第二届上海 IT 青年十大新锐”、“第五届普陀区十大杰出青年”、“2008 年上海信息服务行业领军人物”。曾任上海市普陀区第十二届政协常委、上海信息化青年人才协会副会长。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

资料来源：公司官网、公司财报，中国银河证券研究院

### （三）云业务转型初现成效，业绩有望迎来拐点

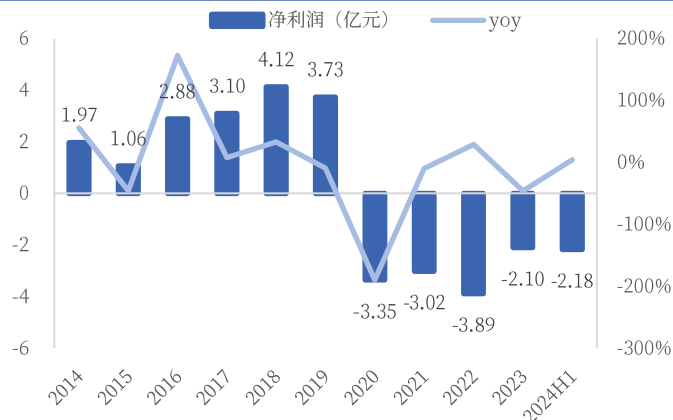
**营收增速稳健，利润端亏损逐渐收窄。**公司起家于财务软件行业，后转型逐渐发展为 ERP 企业，面对企业云化趋势，公司积极从 ERP 转型为 SaaS 云服务供应商，转型过程中公司保持营收稳定增长，2014 年营收 15.47 亿增长到 2023 年 56.79 亿，近 9 年 CAGR 为 15.5%，2020 年受到疫情影响及公司战略调整导致增速有所下滑，2023 年实现营收 56.79 亿元，同比增长 16.71%。在利润端，2020 年公司首次出现亏损，主要原因为公司大力实行“云转型”战略，开始主动停止销售部分 ERP 产品（KIS 与 K/3WISE 产品），另一方面持续加大云产品研发投入以及拓展客户在销售等费用的投入，但伴随公司坚定向云业务转型及研发成果商业化，2023 年公司归母净利润为亏损 2.1 亿元，同比减少 1.79 亿元，亏损幅度有所收窄，利润端边际有所好转，预计实现盈亏平衡在即。

图3：公司营业收入保持稳定增长态势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

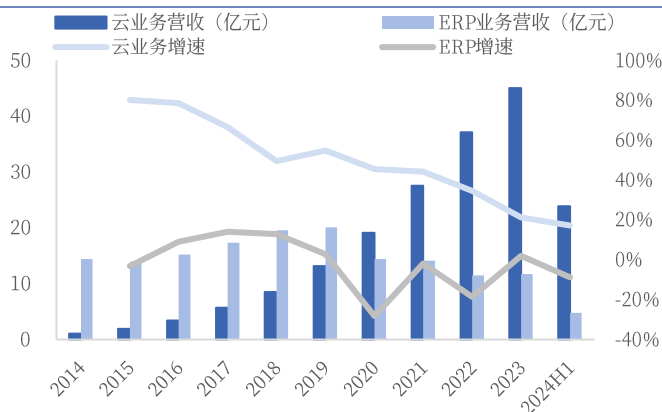
图4：归母净利润 2020 年首次为负，近年来亏损逐渐收窄



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

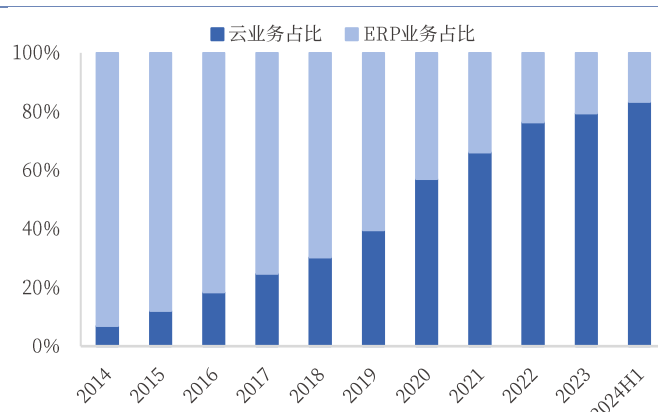
**公司坚定云业务转型，逐渐成为以订阅模式为核心的云服务供应商。**公司主要营收来源于 ERP 业务与云产品及服务等业务，公司最初起家于财务软件，1997 年后转型 ERP 业务，此阶段营业收入增长动力主要来自于 ERP 业务；2014 年开始从传统 ERP 向云业务转型，ERP 业务营收占比开始逐渐降低，2020 年公司云业务收入为 19.21 亿元，占比达到 56.72%，首次超过传统 ERP 业务，转型过程近 10 年来，云业务增速超过 ERP 业务增速，云服务收入近 7 年 CAGR 为 35.6%，2023 年公司云业务收入 45.05 亿元，占比 79.33%，24 年上半年云业务收入达到 23.89 亿元，占比 83.24%。

图5：公司营收结构中云业务增速高于 ERP 业务增速



资料来源：公司财务简报，中国银河证券研究院

图6：云业务占比逐渐提升，成为公司主要收入来源

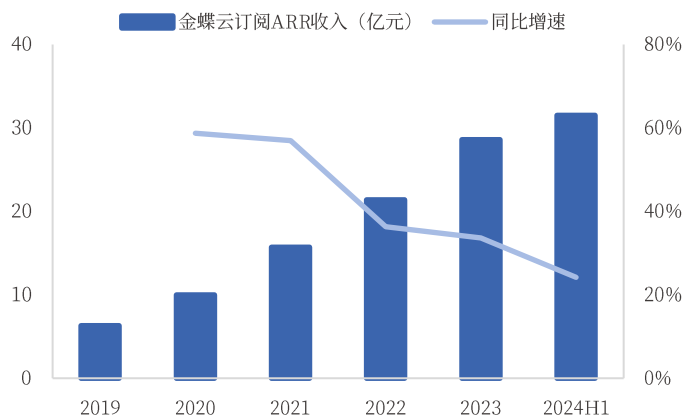


资料来源：公司财务简报，中国银河证券研究院

**公司云业务拓展顺利，云订阅服务 ARR 规模国内行业第一，合同负债持续较高增长。**公司云转型以来，1) 云订阅年经常性收入 ARR：ARR 作为 SaaS 行业的核心指标，公司从 2019 年的 6.3 亿元增长到 2023 年的 28.6 亿元，近 5 年 CAGR 为 45.97%，24H1 云订阅 ARR 为 31.5 亿元，同比增长 24.2%，公司云订阅属性逐渐加强；2) 云订阅合同负债：公司 2023/24H1 云订阅合同负债为 28.67/27.08 亿元，同比增长 29.6%/28.2%，公司全年营收确定性较高；3) 续费率：公司核心产品续费率维持较高水平，2023 年金蝶云·苍穹和星瀚的续费率为 105.3%，金蝶·云星空续费率 97.2%，金蝶云·星辰续费率 90.8%，均维持在 90% 以上，体现出较好的用户粘性。

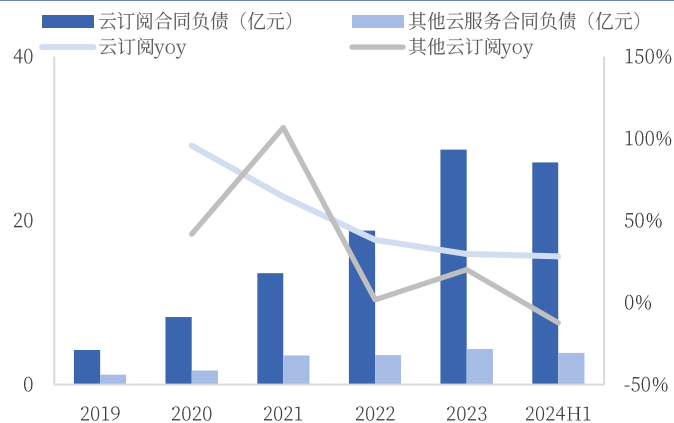


图7：公司云订阅 ARR 订阅收入及增速情况



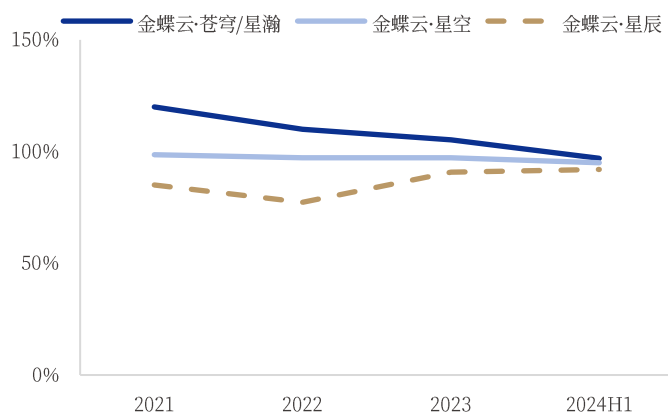
资料来源：公司财务简报，中国银河证券研究院

图8：公司云服务合同负债及增速情况



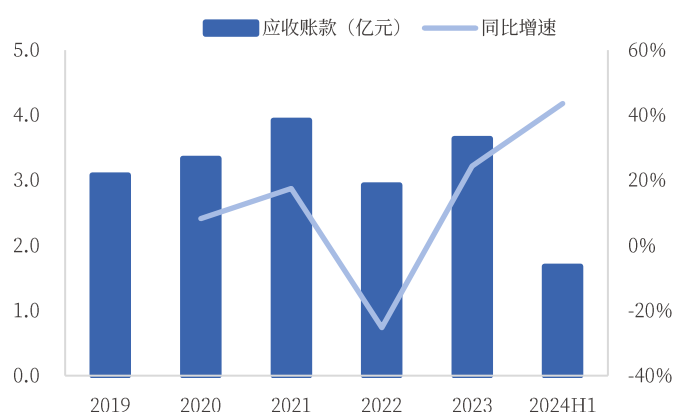
资料来源：公司财务简报，中国银河证券研究院

图9：公司核心产品续费率维持较高水平



资料来源：公司财务简报，中国银河证券研究院

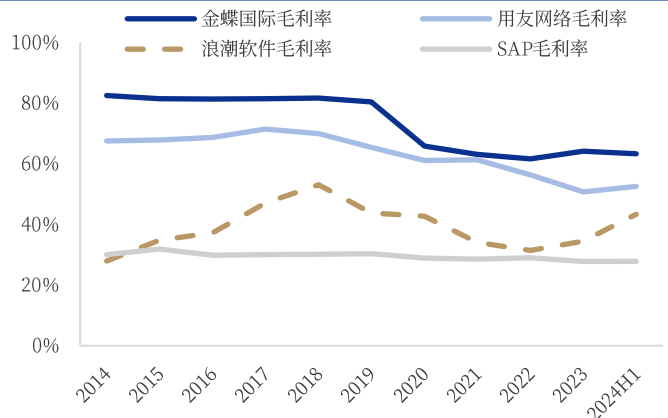
图10：公司应收账款维持行业内较低水平



资料来源：公司财务简报，中国银河证券研究院

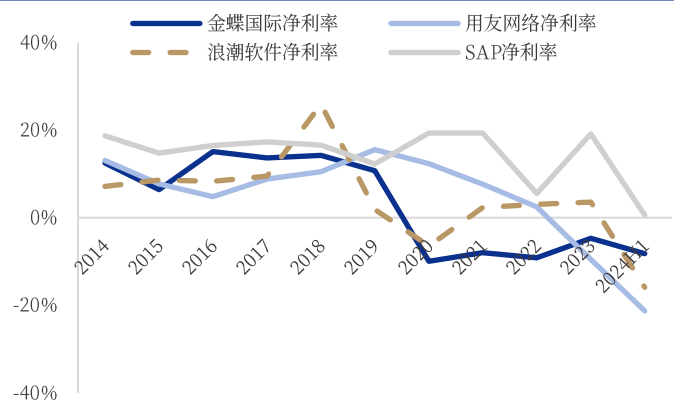
**公司毛利率、净利率位于同行业领先水平，逐渐企稳上升。**2020年前公司毛利率始终维持80%水平以上，2020年主动停止销售部分ERP软件服务以及费用方面影响，毛利率、净利率出现大幅下滑，同行业中处于领先地位。2023年公司整体毛利率/净利率分别为64.17%/4.67%，同比+2.56pct/+4.48pct，公司盈利能力逐渐边际向好。

图11：公司毛利率位于同行业较高水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：公司近年净利率小幅下滑

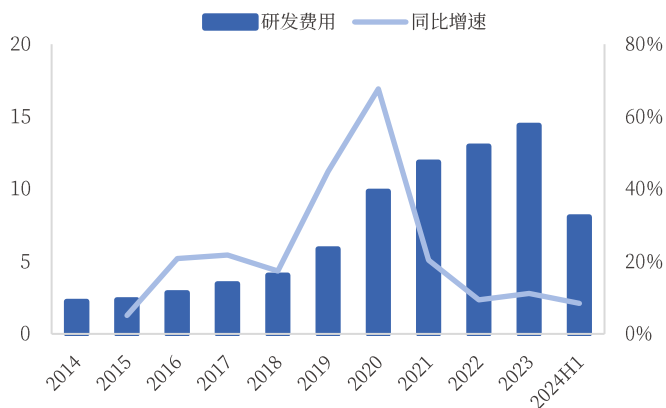


资料来源：Wind，中国银河证券研究院



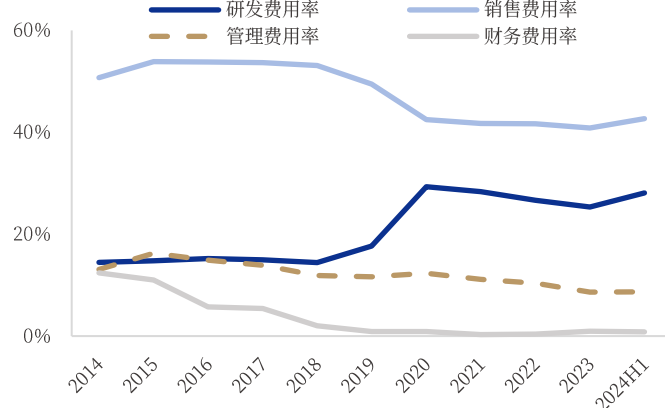
**研发费用稳定投入，三费管控边际向好，盈利质量有望逐渐提升。**公司 2014 年开始从传统 ERP 转型云服务厂商以来，持续加码研发，2020 年公司由于公司业务模式调整以及持续加大对新一代核心产品金蝶云·苍穹的研发投入，研发费用大幅提升，随后逐渐回归稳定水平并持续增长。公司 2023 年研发费用 14.4 亿元，同比增长 11.1%，同时公司销售、管理、财务费用近年来呈现下降趋势，2023 年公司销售/管理/财务费用率分别为 42.67%/8.68%/0.85%，同比-0.8pct/-1.73pct/0.57pct。

图13：公司研发费用稳定增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：公司费控合理，盈利质量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

综上，公司坚定云转型过程中，云业务占比逐渐提升成为公司主要营收来源，在持续加大研发投入同时，公司营收保持稳定增长，合同负债位于行业第一，也侧面验证公司未来营收确定性，订阅率维持高位水平，三费管控合理有下降趋势，未来公司盈利能力和盈利质量将边际改善，公司有望在未来两年内越过盈亏平衡点。

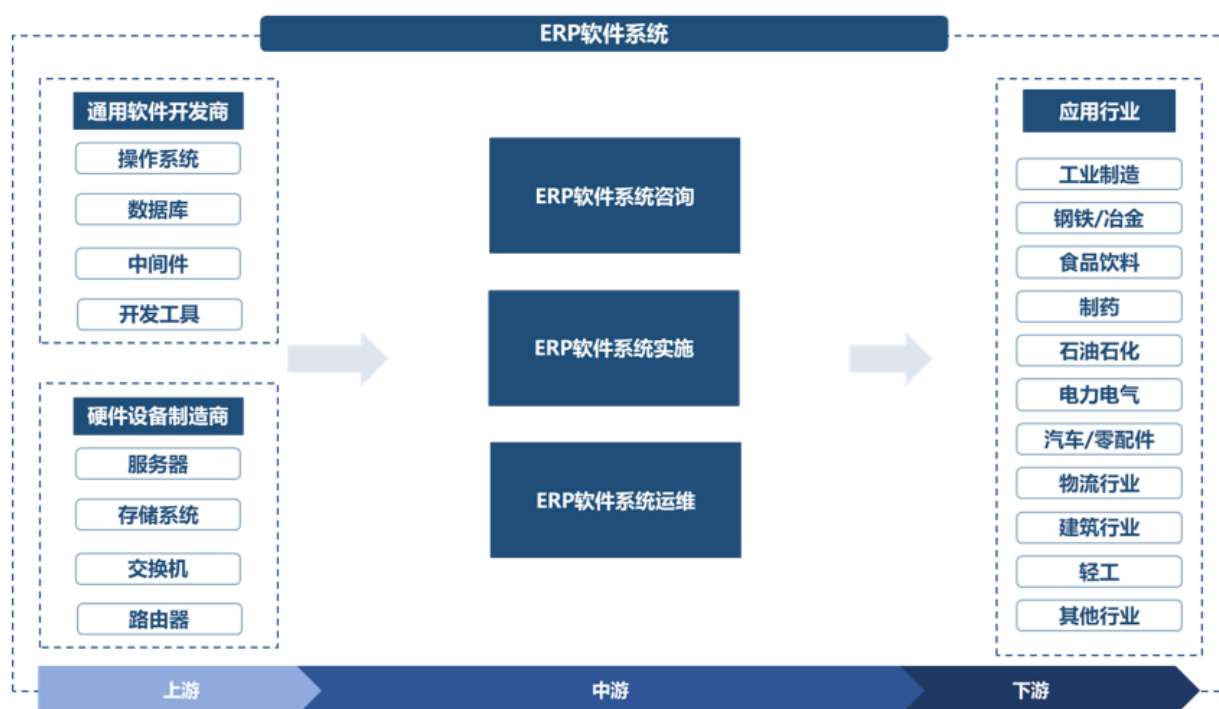
## 二、信创国产化叠加 AI+ERP，EBC 时代加速到来

### （一）AI 赋能 ERP 升级，信创加速渗透推动行业发展

ERP（Enterprise Performance Management）是企业资源计划，也是信创的重要组成部分。ERP 是指组织用于管理日常业务活动的一套软件，通常包括包括会计、采购、项目管理、风险管理和合规性、供应链运营等。完整的 ERP 套件还包括企业绩效管理软件，用于帮助企业针对财务结果制定计划和编制预算，以及预测和报告财务结果。ERP 系统将大量业务流程联系在一起，实现各业务流程的数据流动与共享，整合资源信息，保证数据完整性并消除数据重复信息，是目前各行业中企业不可或缺的部分。

公司位于 ERP 产业链中游，中国 ERP 产业链可以分为：1）上游通用软件开发和硬件基础设施：其中通用软件主要包括操作系统、数据库、中间件、开发工具等，硬件基础设施主要包括服务器、存储系统、交换机、路由器等，主要厂商为华为、联想、中科曙光等；2）中游 ERP 软件供应商，主要提供系统咨询服务、软件安装、日常运维、售后服务等环节，主要厂商为用友网络、金蝶国际、浪潮软件、SAP、鼎捷软件等；3）下游行业，主要覆盖各个行业，以制造业为主。

图15: 金蝶国际位于 ERP 产业链中游



资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院

ERP 系统由多个 ERP 模块组成，分别有不同业务职能。通常 ERP 由 ERP 模块组成，ERP 模块为不同业务职能设计，为相关员工提供数据和流程支持，一般来说由于各个 ERP 厂商风格与侧重点不同，ERP 产品模块结构也有一定差异性，整体来说，目前最广泛应用的 ERP 模块如下：

图16: 最广泛 ERP 模块组成部分



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

国家政策多次提及软件产业发展，加快核心技术自主可控大势所趋。近年来国家发布的多项关

于信息技术服务业的政策中，多次提及软件产业，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量，同时在部分其他行业的相关政策中，提及 ERP 软件在行业中的推广和应用，有助于推动 ERP 产业健康发展，同时加速 ERP 对下游行业应用渗透。

表2：近年有关 ERP 政策汇总

| 发布时间       | 发布部门    | 政策名称                          | 重点内容解读                                                                                                                     |
|------------|---------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024.9     | 工信部     | 《关于印发工业重点行业领域设备更新和技术改造指南的通知》  | 针对重点领域，提出加强推动基础软件、工业软件和工业操作系统的更新换代。预计到 2027 年完成约 200 万套工业软件和 80 万台套工业操作系统的更新换代任务。                                          |
| 2023.3     | 国务院     | 《国有企业对标世界一流企业价值创造行动》          | 国资国企要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平；要突出创新驱动，提升基础研究能力，充分发挥企业创新决策、研发投入、科研组织、成果转化的主体作用。 |
| 2022.06.29 | 工业和信息化部 | 《工业能效提升行动计划》                  | 推动重点用能设备、工序等数字化改造和上云用云，推广以工业互联网为载体、以能效管理为对象的平台化设计、智能化制造、网络化协同、个性化定制、服务化延伸、数字化管理等融合创新模式                                     |
| 2022.5.7   | 国务院     | 《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》       | 完善消费服务中心、公共交通站点、智能引导系统、安全保障设施，配置电子商务硬件设施及软件系统，建设展示交易公用空间                                                                   |
| 2022.4.21  | 工信部     | 《关于化纤工业高质量发展的指导意见》            | 提升智能制造关键技术水平。提升企业资源管理(ERP)、数据果集与视频监控(SCADA)等工业控制软件和系统水平                                                                    |
| 2021.12.14 | 工信部     | 《关于组织开展工业领域数据安全管理体系试点工作的通知》   | 为探索构建工业领域数据安全管理体系，有效保障数据安全，推动数字经济高质量发展，遴选一批示范企业、优秀产品和典型解决方案，形成可复制可推广的管理模式，促进提升行业数据安全保护水平                                   |
| 2021.10.21 | 国务院     | 《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》             | 大力发展数字经济，推动数字产业化、产业化，促进软件、互联网、大数据等信息技术与实体经济深度融合，加快重点领域数字化发展，引领产业转型升级                                                       |
| 2020.8.4   | 国务院     | 《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》  | 鼓励基础软件、工业软件、应用软件等关键核心技术的研发，为软件产业发展创造更好的环境                                                                                  |
| 2017.8.24  | 国务院     | 《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》 | 到 2020 年，软件等信息消费规模预计达到 6 万亿元，年均增长 11% 以上；信息技术在消费领域的带动作用显著增强，信息产品边界深度拓展，信息服务能力明显提升，拉动相关领域产出达到 15 万亿元，信息消费惠及广大人民群众           |
| 2017.4.20  | 工信部     | 《中国软件名城创建管理办法（试行）》            | 为规范中国软件名城创建工作，加强中国软件名城管理，发挥中国软件名城示范带动效应，促进我国软件和信息技术服务业的产业集聚与创新提升，实现软件和信息技术服务业与城市的融合互动发展，特制定本办法                             |

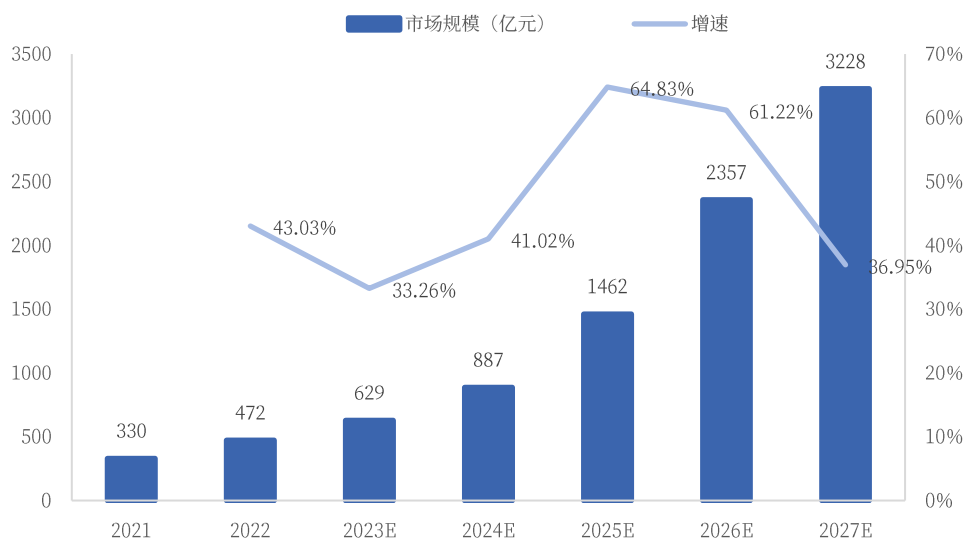
资料来源：国务院、工信部等，中国银河证券研究院

**加强基础软件、工业软件国产化率，ERP 推进有望迎来加速。**9 月 20 日，为进一步提升我国工业产业链供应链韧性和安全水平，工信部组织编制并发布《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》，根据工信部发布的指南，未来三年内，中国将在石油、化工、航空、船舶等多个关键行业中推动基础软件、工业软件以及工业操作系统的更新换代，目的是通过提升产业链供应链的韧性和安全性来保障国民经济的发展。其中，ERP 系统作为企业管理的核心工具之一，其国产化的推进无疑将得到显著加强，针对重点领域，提出加强推动基础软件、工业软件和工业操作系统的更新换代。预计到 2027 年完成约 200 万套工业软件和 80 万台套工业操作系统的更新换代任务。

**信创产业迎来边际改善，ERP 市场迎来稳定增长。**8 月 6 日，国务院国资委、国家发改委印发《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》。指导意见提出，全力打造依法合规、公开透明、集约高效的供应链，切实提升产业链供应链韧性和安全水平，建立健全中央企业采购管理体系，增强采购价值创造能力，全面推动中央企业采购管理规范化、精益化、协同化、智慧化发展。回顾今年，3 月 11 日，中央政府采购网发布《关于更新中央国家机关台式计算机、便携式计算机批量集中采购配置标准的通知》，5 月 20 日，中国信息安全测评中心发布《安全可靠测评结果公告（2024 年第 1 号）》，自发布之日起有效期三年。根据艾瑞咨询数据，2025 年信创市场将加速渗透，市场规模将突破千亿达到 1462 亿元，同比增长 64.83%，2027 年有望到达 3228 亿元。

我们认为，信创产业政策今年密集催化，一方面象征信创统招采购新时代正式开启，引导信创产品优化升级乃至信创产业规范化、标准化发展；另一方面产业政策持续发力，有望推动驱动信创国产化持续加速，国产化率有望进一步提高，下半年我们预计信创将进一步边际回暖。ERP 是信创软件的重要组成部分，支撑和运行着企业的核心数据，直接关系到国家安全和企业安全。随着中国制造业自动化和信息化的持续扩张，企业对管理水平和效率的日益重视，越来越多的企业希望通过 ERP 系统的建设增强企业的综合竞争力，从而推动了国内 ERP 软件市场的稳定增长。

图17：信创行业市场规模及增速

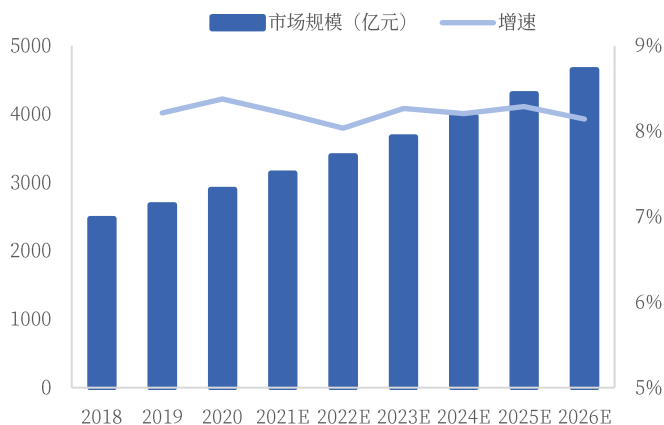


资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

**AI+ERP 赋能新质生产力，助力企业数字化转型。**传统 ERP 软件目前无法覆盖大型企业及集团等需求，更多企业在数字化转型过程中需要数字化建设、运维、管理能力，并通过运用云计算。大数据、人工智能等技术赋能传统 ERP 软件，通过使用人工智能技术可以使 ERP 解决具备更优集成能力、更好的扩展性、更自动化以及更强的安全性等优势，从而使企业在数字化转型过程中更加具备核心竞争力。

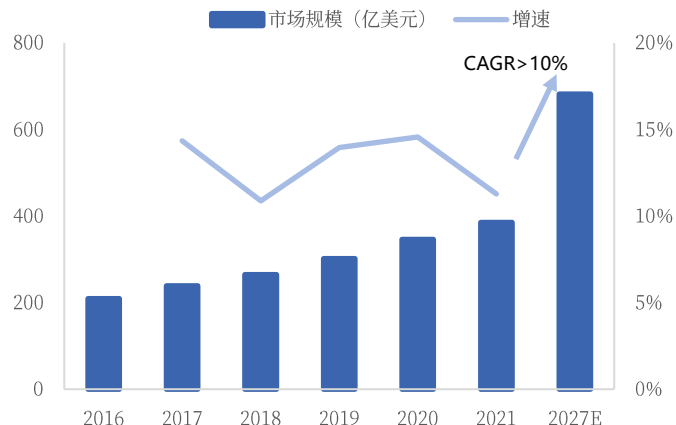
总体来看，人工智能浪潮下，ERP 转型将帮助企业降本增效。随着 AI 技术不断迭代进步，与传统 ERP 结合将更加紧密，助力企业更快实现数字化转型，加速迈入 EBC 时代。根据华经产业研究院数据，全球 ERP 市场预计 2025 年市场规模为 4298 亿元，同比增长 8.29%；根据观研天下数据，中国 ERP 市场规模 2027 年将达到 682 亿，维持 10% 年复合增长率。

图18: 全球 ERP 市场规模及预测



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

图19: 中国 ERP 市场规模及预测

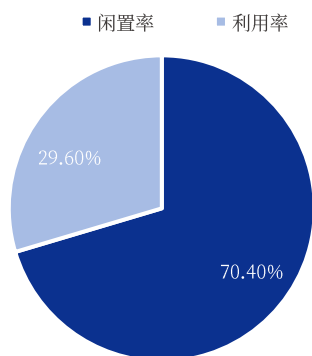


资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

## (二) 企业数字化转型之道：从 ERP 到 EBC

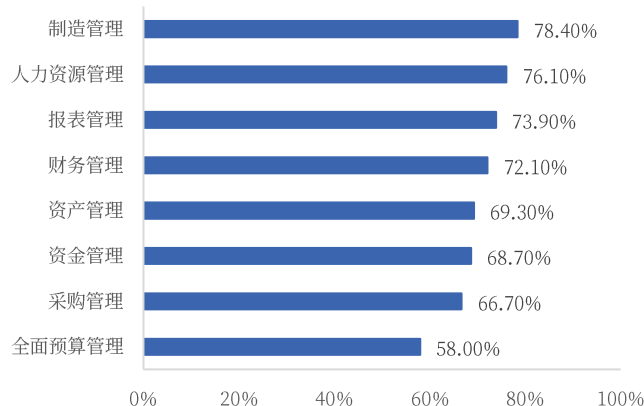
**传统 ERP 系统逐渐僵化，处于闲置状态的功能占比较高。**根据 Gartner 2019 年研究分析，以 ERP 为信息化核心的企业出现了大量的失败案例。其中，不知道如何衡量 ERP 带来的价值的企业占比约 46%，约有 26% 的 ERP 项目满意度持续走低。早在 2014 年 Gartner 就表明，传统的 ERP 系统正在老化，连续定制造成的恶果是这些 ERP 系统已经极度僵化，并且代价昂贵。根据移动信息化研究中心数据，传统 ERP 系统中处于闲置状态的功能占比极高，闲置率为 70.4%；作为 ERP 的核心，全面预算管理、采购管理、资金管理、资产管理、财务管理这些涉及企业用户财务相关的功能模块功能闲置率均高于 50%，其中人力资源管理、制造管理这两大非核心功能模块闲置率最高，分别为 76.1% 和 78.4%。

图20: 传统 ERP 闲置率较高



资料来源：移动信息化研究中心，中国银河证券研究院

图21: ERP 核心模块功能闲置率均高于 50%



资料来源：移动信息化研究中心，中国银河证券研究院

**传统 ERP 系统已无法跟上数字经济发展潮流，EBC 顺应数字时代发展需求。**企业数字化时代

中，组织形式、业务形态发生翻天覆地变化，出现了混合模式、新商业模式、智能制造、产业协同、万物互联等新业态，企业间和业务边际逐渐模糊，而传统 ERP 能力边界越来越局限，EBC 是顺应数字化时代发展构建的全新数字化生态体系，旨在为市场上迅速涌现的新技术、新应用提供数字化平台。

企业业务能力 EBC (Enterprise Business Capability) 伴随云原生时代而生，最早由 Gartner 公司在 2019 年提出，随后在《CIO 必须通过在 ERP 战略中采取哥白尼式转变来增强企业业务能力》中提出 ERP 的进化论，其中业务能力是企业将资源、能力、信息、流程和环境结合起来为客户提供一贯价值的方式，用于描述企业做什么以及企业在应对战略挑战和机遇时需要采取哪些不同措施，Gartner 认为企业的信息化可分为四个阶段：MRP—MRP II—ERP—EBC 四个时代，前三个时代是工业时代的产物，云原生时代 EBC 应运而生。

图22：企业信息化四个阶段，从 ERP 向 EBC 时代衍变



资料来源：《从 ERP 到 EBC：背后动因是全球商业文明形态之巨变》，江海波，中国银河证券研究院

**公司紧抓人工智能浪潮机遇，为数字经济高质量发展保驾护航。**AI 时代下，国产软件迎来新机遇与挑战，面对国家数字化转型的大背景，政策支持市场需求增长，为软件企业提供了广阔的发展空间和丰富的应用场景，传统 ERP 软件厂商只有顺应时代浪潮，积极拥抱 AI 及大数据，赋能传统行业数字化转型。



图23：公司积极推进 ERP 向 EBC 时代演变



资料来源：金蝶管易云，中国银河证券研究院

公司推动 AI 赋能传统 ERP，加速顺应 EBC 时代。金蝶 EBC 是采用新一代云原生和组装式技术架构，数据驱动的业务能力平台，通过金蝶 EBC 业务平台、金蝶 EBC 技术平台构建企业 EBC，为企业提供构建和组装 PBC（Packaged Business Capabilities）的能力，并通过混合集成技术融合遗留系统，构建企业 EBC。

图24：公司积极推进 ERP 向 EBC 时代演变



资料来源：金蝶国际，中国信通院《2022 中国 EBC 企业白皮书》，中国银河证券研究院

金蝶 EBC 由金蝶 EBC 技术平台(PaaS)和金蝶 EBC 业务平台(SaaS)构成。

金蝶 EBC 技术平台，即金蝶云·苍穹平台，是金蝶所有 SaaS 和 ISV SaaS 的组装式应用构建和组装平台，也是中国市场领先的高生产力 aPaaS 平台，由技术能力平台、应用能力平台、数据与智



能力平台、开放能力平台等四大能力平台组成。

金蝶 EBC 业务平台，是由金蝶和 ISV 基于金蝶云·苍穹 PaaS 平台，面向大中小型企业市场构建和组装的预组装应用平台，包含以金蝶云·星瀚为核心的大型企业 SaaS 解决方案、以金蝶云·星空为核心的中型企业 SaaS 解决方案、和以金蝶云·星辰为核心的小微企业 SaaS 解决方案。

图25：金蝶企业 EBC 架构



资料来源：金蝶国际、中国信通院《2022 中国 EBC 企业白皮书》，中国银河证券研究院

**金蝶布局 EBC 五大核心业务能力平台。**金蝶 EBC 为不同规模企业提供预组装应用 SaaS 解决方案和 PBC 能力库，通过金蝶云·苍穹平台构建和组装、或重新组装响应企业业务需求的场景化应用，构建企业 EBC 的五大数字化业务能力平台。

表3：金蝶 EBC 五大核心数字化业务能力平台

| 类型         | 核心能力                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 更可靠的技术能力平台 | 金蝶 EBC 技术能力平台支持构建高性能高可靠的企业 EBC。金蝶云·苍穹依托于企业级的云原生、分布式计算、分布式数据库等技术，将企业复杂业务场景与现代化架构进行有机融合，构建高性能高可靠的企业数字化底座。基于此，某超大型 TMT 企业做到了全球 3 秒拨测，52 万日均流量，实现了全球数十万员工服务支撑；同样，在消费互联网场景下某零售龙头利用技术能力平台实现了复杂报表查询的秒级响应，亿级规模的成本核算高速处理，应对着月增 2T 的海量数据业务响应需求，满足高并发高性能服务支撑。                                                                                    |
| 更敏捷的应用能力平台 | 金蝶 EBC 低代码应用能力平台，支持企业 EBC 应用的构建与组装。金蝶云·苍穹以独创的动态领域模型为基础，将金蝶近 30 年的企业应用构建和客户服务经验沉淀形成丰富的应用能力库，为企业打造应用 PBC 构建与组装平台。通过低代码开发、流程和集成来支撑不同场景下应用构建与组装，助力企业组装式 EBC 建设得多、快、好、省。应用能力平台基于低代码开发平台沉淀的 150 多项基础应用能力，输出如会计引擎、人事活动编排、余额模型、产能分配模型等 200 多种领域应用能力，形成面向财务、HR、供应链&制造等领域的“应用能力库”，支撑金蝶 200 多个企业级 SaaS 应用的预组装构建，也能为企业提供组装式、高生产力工具，加速企业数字化转型的新进程。 |
| 更智能的数据能力平台 | 金蝶 EBC 低代码数据与智能能力平台，支持数据与智能分析应用的构建与组装。基于金蝶云·苍穹平台已开发出 100+智能机器人、50+机器学习算法、已覆盖 200+数据智能场景，其主要特点是民主化、超级自动化、组装式，助力企业实现数据与智能分析 PBC 构建与组装，以快速响应企业多变、弹性、个性化的业务分析诉求。                                                                                                                                                                          |

|            |                                                                                                                                                                                        |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 更开放的混合集成能力 | 金蝶 EBC 开放能力平台支持企业混合集成，充分利用现有系统。数字时代的开放与集成战略不仅要注重支持效率，还要着眼于业务的敏捷和创新。开放能力平台提供 1500+个 OpenAPI 接口，和 1100+个 ISV 应用，预置了 50+种连接器和 40+种集成方案，通过低代码集成平台支持企业多烟囱系统之间的数据迁移和能力融合，实现快速的批量化交付和混合集成。    |
| 更丰富的最佳实践沉淀 | 目前，金蝶通过自研，与客户、ISV 共创的方式，已沉淀了丰富的“PBC 组件库”，通过 EBC 技术平台可以低成本、高效的构建和组装企业 SaaS 应用。金蝶 EBC 秉承“平台+人财税+生态”的产品战略，基于金蝶云·苍穹平台和 PBC 组件库，已构建和组装数以千计的“预组装应用”，助力企业响应业务变化的需求，快速构建、组装或重新组装企业场景化 SaaS 应用。 |

资料来源：金蝶国际、中国信通院《2022 中国 EBC 企业白皮书》，中国银河证券研究院

**金蝶超级 AI 智能管理助手 Cosmic，打造新一代 AI 企业级平台。**EBC 时代企业在技术、管理、理念、需求发生翻天覆地变化，数据将在企业日常经营中发挥核心作用，人工智能大模型也将助力系统更加快速、灵活响应业务需求，金蝶自研人工智能大模型 Cosmic 打造 Agent 智能体（财务、人力、采购、销售、生产、开发、数据），具备感知能力、记忆能力、思考能力、行动能力，具备开箱即用、面向客户、数据驱动、解放劳动力等优势，赋能企业在 EBC 时代潮流抢占先机。

图26：金蝶自研人工智能大模型打造行业智能体 Agent



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司作为中国软件行业领先梯队，在过去三十多年，引领企业数字化化转型，并助力企业实现信息化、自动化到智能化的跨越。如今，金蝶国际顺应 AI 时代浪潮并紧抓时代机遇，为千行百业注入换到升级新动能。

### 三、企业级云原生打造数字战斗力引擎

#### （一）公司云产品矩阵丰富，提供企业级数字化支撑

公司全栈云产品矩阵多样化、定制化，旗下多款产品竞争优势显著。公司主要业务可以分为云服务与传统 ERP，并针对不同企业及不同需求推出不同产品，旗下多款核心云服务产品拥有庞大用户群体并收到客户青睐，公司产品金蝶云·苍穹（可组装企业级 PaaS 平台）、金蝶云·星瀚（大型企业 SaaS 管理云）、金蝶云·星空（高成长企业 EBC）、金蝶云·星辰（小微企业 SaaS 管理云）等，已为世界范围内超过 740 万家企业、政府组织提供企业管理云产品及服务。

图27：公司提供多样化、定制化产品矩阵

| 企业级AI平台                                                                                                | 大型企业                                                                                                                                                                       | 高成长型企业                                                                                                                                                                                    | 小微企业                                                                                                                                                                                      | 业务领域                                                                                                                                 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>金蝶云·苍穹</b><br>开发服务云<br>集成服务云<br>区块链服务云<br>RPA服务云<br>国际化<br>流程服务云<br>数据服务云<br>AI服务云<br>数据中台<br>云基础平台 | <b>金蝶云·星瀚</b><br><b>大型企业SaaS管理云</b><br>人力云 财务云<br>税务云 供应链云<br>制造云 营销云<br>采购云 协同云<br><br><b>金蝶EAS Cloud集团企业数字化解决方案</b><br>s-HR Cloud 财务共享<br>国库管理 税务管理<br>采购管理 全面预算<br>销售管理 | <b>金蝶云·星空旗舰版</b><br><b>新一代成长企业EBC</b><br>财务云 税务云<br>员工服务云 全渠道云<br>采购云 供应链云<br>PLM云 制造云<br>项目云 数据智能云<br><br><b>金蝶云·星空</b><br><b>高成长型企业EBC</b><br>财务云 供应链云<br>全渠道云 制造云<br>PLM云 餐饮云<br>数据服务云 | <b>金蝶云·星辰</b><br><b>小型企业SaaS管理云</b><br>进销存 财税管理<br>费用报销 零售管理<br>生产管理 电商云<br>订货商城<br><br><b>金蝶精斗云</b><br><b>微型企业SaaS管理云</b><br>云会计 云进销存<br>云报销<br><br><b>金蝶KIS云</b><br><b>小微企业管理上云解决方案</b> | <b>业务领域</b><br>人力云 财务云<br>税务云 制造云<br>供应链云 全渠道云<br>发票云<br><br><b>其他产品</b><br>欣农互联 管易云<br>我家云 车商悦<br>智慧记 账无忧<br>金蝶天燕 发票云<br>金蝶征信 金蝶信心链 |

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司客户群体覆盖广泛，大型企业客户业务实力雄厚、中型企业客户引领市场、小型企业客户增长可期：

1) 高质量经营大型企业市场，大型企业业务拓展进展显著。2024 上半年，公司服务大型企业核心产品金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚合计录得云服务收入约人民币 5.46 亿元，同比增长 38.9%，合同签约金额同比约 63%；金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚云订阅 ARR 同比增长 29%，净金额续费率为 97%，公司在央企、国企及 500 强等大型企业领域进展顺利。

2) 持续巩固中型市场领导地位，抢占中企出海新机遇。公司持续深化研-产-供-销-服一体化和业财融合的产品优势，2024 上半年，服务中型企业核心产品金蝶云·星空实现收入约 10.54 亿元，同比增长 14.3%，订阅 ARR 同比增长 24%，净金额续费率为 95%。截至半年报，客户数为 4.2 万家，新签国家级、省级专精特新企业 611 家，中型企业市场业务稳健增长，有效助力中国企业出海。

3) 小微财务云快速增长，小微企业市场持续保持领先地位。公司在小微企业市场持续保持领先，小微财务云实现收入约人民币 5.88 亿元，同比增长 17.3%，小微财务云订阅 ARR 同比增长 31%，其中金蝶云·星辰收入同比增长 70.8%，净金额续费率为 92%，其核心产品面向小微企业的金蝶云·星辰和金蝶精斗云也保持了出色的表现：金蝶云·星辰上半年净留存客户为 63000 家，净金额续费率为 92%。金蝶精斗云作为面向微型企业的产品，留存客户达 33.5 万家，净金额续费率为 87%，

经营利润率达 40%。

表4：公司主要客户及核心产品

| 客户类型 | 指标   | 概述                                                                 |
|------|------|--------------------------------------------------------------------|
| 大型企业 | 核心产品 | 金蝶云·苍穹、金蝶云·星瀚                                                      |
|      | 主要客户 | 中国石油天然气集团、中国航空集团、东风汽车、通威股份、北控水务、龙湖集团、招商蛇口、海化集团及岭南集团等               |
|      | 客户数量 | 在央企、国企及 500 强企业领域取得显著进展，成功签约和中标多家行业领军企业                            |
| 中型企业 | 核心产品 | 金蝶云·星空                                                             |
|      | 主要客户 | 悦安新材、北自所科技、绿米联创、亚捷科技、中科星图、中科微至、铭利达精密、唐群座椅、美塞斯、雄韬电源                 |
|      | 客户数量 | 2024 年上半年净留存客户数达 4.2 万家，新签国家级、省级专精特新企业 611 家                       |
| 小微企业 | 核心产品 | 金蝶云·星辰、金蝶精斗云                                                       |
|      | 主要客户 | 吉野家、啊一柠檬茶、订呀、宝树行、成碗热干面                                             |
|      | 客户数量 | 金蝶云·星辰上半年净留存客户为 63000 家，净金额续费率为 92%。金蝶精斗云作为面向微型企业的产品，留存客户达 33.5 万家 |

资料来源：公司官网、公司财报，中国银河证券研究院

公司针对不同企业类型、规模推出不同云产品及服务，其中金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚为大型企业提供企业级云服务平台；金蝶云·星空助力中型企业（高成长型企业）实现智能化管理，提升效率，降低成本并驱动业务持续健康发展；金蝶云·星辰为小型企业提供业财税深度融合产品及经营+管理一体化解决方案，金蝶云·精斗云为小微企业构建在线化、智能化的经营管理体系：

- **金蝶云·苍穹（企业级 PaaS 云）：**金蝶云·苍穹 PaaS 通过采用云原生技术和中台架构，用大数据和 AI 智能助力企业提升业务能力。以领先的云原生技术和中台架构，用数据和智能帮助企业重构企业业务能力。基于企业级云原生架构打造的数字战斗力引擎，结合 ABCDI 相关创新科技以及金蝶多年的企业级技术服务沉淀，为企业提供多场景、多层次的数字化支撑，帮助企业快速构建强大的业务创新能力和中台架构，是 EBC 思想落地实践平台。

图28：金蝶云·苍穹业务架构



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院



图29：金蝶云·苍穹核心客户及业务数据



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

- **金蝶云·星瀚（企业级 SaaS 云）**：金蝶云·星瀚基于新一代可组装企业级 PaaS 平台一金蝶云·苍穹，依托企业级云原生、动态领域模型、多维数据库引擎、AI、RPA 等技术，为企业提供更可靠、更智能、更敏捷的数字底座，专为企业设计的新一代数字化管理云服务、大型企业 SaaS 管理云，帮助企业打造面向客户的体验平台、面向员工的信息化平台、面向伙伴的生态平台、面向万物的物联网平台和数据与智能分析平台，重构数字战斗力，同时完全自主创新，拥有专利 1500+，著作权近 800 件，4 次获得国家专利奖，提供更安全可靠的数字化技术能力平台，解决管理软件行业的卡脖子难题，拥有 140+应用和特性，500+生态应用，涵盖财务云、税务云、人力云、协同云、供应链云、采购云、营销云、制造云等核心应用，提供完整的企业级 SaaS 解决方案。

图30：金蝶云·星瀚架构图

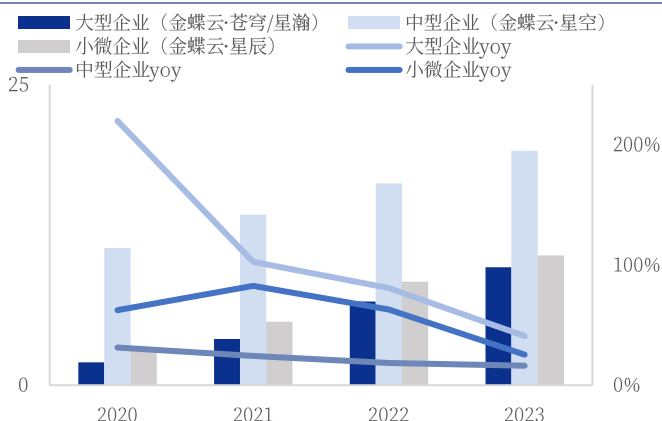


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

- **金蝶云·星空（企业级 SaaS 云）**：分为金蝶云·星空和金蝶云·星空旗舰版。金蝶云·星空基于领先的可组装低代码 PaaS 平台，全面服务客户研发、生产、营销、供应链、财务等领域转型，已支持 IPD、精益、阿米巴等先进管理理念在 3.9 万余家客户实践，重构企业数字战斗力；金蝶云·星空旗舰版秉持流程驱动与角色驱动思想，通过数据和智能助力高成长型企业韧性成长，帮助企业从 ERP 资源计划力向 EBC 数字战斗力转变，实现数字化转型以及管理重构。
- **金蝶云·星辰（小型企业级 SaaS 云）**：金蝶云·星辰基于金蝶云·苍穹云原生 PaaS 平台构建，聚焦小型企业在线经营和数字化管理，提供财务云、税务云、进销存云、零售云、订货商城等 SaaS 服务，支持企业拓客开源、智能管理、实时决策，同时还提供轻量级 PaaS 平台和全面的 API 接口，广泛连接生态伙伴，为小微企业提供一站式服务，助力企业快速成长。
- **金蝶云·精斗云（微型企业级 SaaS 云）**：精斗云是面向微型企业的一站式云服务平台，致力于为企业提供一站式的经营管理云服务，基于云计算和大数据为企业提供云进销存、云会计等 SaaS 应用与服务，无需安装及维护，直接在线使用。满足企业管理者在任意时间和地点对企业业务及财务数据的查询、分析及决策需求。

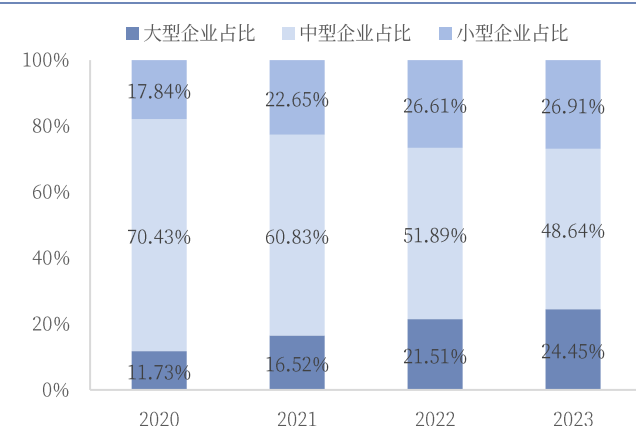
**云业务营收结构更均衡，大型企业与小微企业营收占比逐渐提升。**伴随公司云转型深入持续推进，云业务收入结构也在逐渐发生变化。按企业规模分类，营收均维持稳定增长，其中中型企业营收仍然占大头，是公司营收的中流砥柱，大型企业占比稳步提升，小微企业占比提升较快。

图31：公司云业务营收拆分（按企业规模）



资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院

图32：公司云业务营收占比（按企业规模）



资料来源：移动信息化研究中心，中国银河证券研究院

**金蝶旗下的多款云服务产品广泛服务企业客户。**包括金蝶云·苍穹（企业级 AI 平台）、金蝶云·星瀚（大型企业 SaaS 管理云）、金蝶云·星空（高成长型企业 SaaS 管理云）、金蝶云·星辰（小微企业 SaaS 管理云）等，已为世界范围内超过 740 万家企业、政府组织提供企业管理云产品及服务，其中中国 500 强企业占比超过 50%，独角兽及新经济企业占比 60%，业务遍布超过 170 个国家和地区。



图33：金蝶云赋覆盖千行百业，企业规模涵盖大型企业到小微企业



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

## （二）出海求生，助力中企打开海外市场

**助力中企出海，机器拓展海外市场。**上半年公司持续聚焦核心战略，同时探索 AI 创新和中企出海机会，持续提升产品与服务质量，2023 年 8 月，金蝶国际设立国际业务部，招揽国际化人才，并全面开展全球化战略。公司财报显示，截至 2024 年上半年，新签 121 家企业，业务版图扩张至印尼、新加坡、泰国、越南、菲律宾、美国及欧洲等国家和地区，成功携手铭利达精密、唐群座椅、美塞斯、雄韬电源等知名企业。海外市场收入为 2209.8 万元，2023 年同期为 2042.3 万元，同比增长 8.2%。公司助力中企出海四大优势：

**1) 合规与本地化优势：**支持 41 种全球语言及海外经营的财务准则、税务法规。支持海外当地数据的存储、脱敏、加密，确保境内外数据合规。

**2) 提供优质的全球交付与服务：**金蝶拥有全球的服务网络体系，通过本地团队与全球团队的协同配合、与生态联盟合作、全球交流社区的信息互通，为企业提供专业的服务。

**3) 产品覆盖全场景：**流程研发、销售、供应链、财务、生产运营全场景业务流程，拉通全球产业链内部的协同。

**4) 灵活支持技术开发：**金蝶云·星空以金蝶云·苍穹 PaaS 平台为核心基座，为企业提供多场景、多层次的创新业务开发能力。

**积极布局东南亚海外节点，成立新加坡分公司。**金蝶国际于今年 7 月份成立新加坡分公司，8 月份获得本地客户第一笔订单，并且还在越南、泰国开设了办事处。公司目前正在考虑在马来西亚构建金蝶东南亚交付队伍，满足本地化企业的数字化落地需求，未来有望通过自建+伙伴的方式构建海外交付服务网络。

图34：金蝶云助力企业出海



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

## 四、盈利预测和投资评级

### (一) 盈利预测

公司业务拆分为云业务和传统 ERP 业务，其中云业务包括：1) 面向大型企业金蝶云·苍穹、金蝶云·星瀚；2) 面对中型企业的金蝶云·星空；3) 面对小微企业的金蝶云·星辰、金蝶云·精斗云；4) 传统 ERP 业务；5) 其他云业务。

#### 关键假设：

1、公司 2014 年开始实行云转型战略，转型以来公司坚定推进云订阅，逐渐成为以订阅模式为核心的云服务供应商。自转型以来，公司云业务营收快速增长，传统 ERP 业务营收占比开始逐渐降低，2020 年公司云业务收入首次超过传统 ERP 业务，转型过程近 10 年来，云业务增速超过 ERP 业务增速，2023 年公司云业务收入 45.05 亿元，占比 79.33%，24 年上半年云业务收入达到 23.89 亿元，占比 83.24%，假设公司云转型持续深化，预计伴随公司云订阅模式加速推进，公司云业务占比稳定提升，假设毛利率水平维持提升趋势。

2、EBC 将逐渐取代传统 ERP 业务。伴随人工智能浪潮席卷全球，大模型、大数据、云计算等数字技术加速更新迭代并逐渐成熟，传统 ERP 系统已无法快速响应企业的发展需求，以数据、客户、业务为侧重点的 EBC 在促进企业发展、实现数字化转型方面具备绝对优势，假设公司传统 ERP 业务占比未来三年维持目前水平增长，长期来看将逐渐降低。

➤ **云业务预测拆分：**云业务收入主要来源于大型企业、中型企业、小微企业与其他云业务收入，我们预计 2024-2026 年云业务营收分别为 54.55、66.49、82.18 亿元，同比增长 21.10%、21.88%、23.59%，拆分来看：

(1) 金蝶云·苍穹/星瀚：主要服务于大型企业等，预计 2024-2026 年该部分营收分别为 13.48、18.37、25.32 亿元，同比增长 37.40%、36.30%、37.80%；

(2)金蝶云·星空:主要服务于中型企业等,预计 2024-2026 年该部分营收分别为 22.66、26.22、30.27 亿元,同比增长 16.10%、15.70%、15.45%;

(3)金蝶云·星辰:主要服务于小微企业等,预计 2024-2026 年该部分营收分别为 13.34、16.62、21.01 亿元,同比增长 23.50%、24.60%、26.40%;

(4) 其他云业务:预计 2024-2026 年该部分营收分别为 5.07、5.28、5.58 亿元,同比增长 3.15%、4.07%、5.68%;

➤ **传统 ERP 业务:**我们预计传统 ERP 业务 2024-2026 年云业务营收分别为 11.86、11.92、12.01 亿元,同比增长 1.03%、0.51%、0.73%。

表5: 公司收入拆分与预测

| 业务分类 | 细分业务类型           | 2020A   | 2021A   | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------|------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 云业务  | 大型企业(金蝶云·苍穹/星瀚)  | 1.9     | 3.85    | 6.96    | 9.81   | 13.48  | 18.37  | 25.32  |
|      | yoy              | 220.00% | 102.63% | 80.78%  | 40.95% | 37.40% | 36.30% | 37.80% |
|      | 中型企业(金蝶云·星空)     | 11.41   | 14.18   | 16.79   | 19.52  | 22.66  | 26.22  | 30.27  |
|      | yoy              | 31.40%  | 24.28%  | 18.41%  | 16.26% | 16.10% | 15.70% | 15.45% |
|      | 小微企业(金蝶云·星辰/精斗云) | 2.89    | 5.28    | 8.61    | 10.8   | 13.34  | 16.62  | 21.01  |
|      | yoy              | -       | 82.70%  | 63.07%  | 25.44% | 23.50% | 24.60% | 26.40% |
|      | 其他云市场            | 2.92    | 4.27    | 4.78    | 4.92   | 5.07   | 5.28   | 5.58   |
|      | yoy              | -       | 46.23%  | 11.94%  | 2.93%  | 3.15%  | 4.07%  | 5.68%  |
|      | 云业务合计            | 19.12   | 27.58   | 37.14   | 45.05  | 54.55  | 66.49  | 82.18  |
|      | yoy              | -       | 44.25%  | 34.66%  | 21.30% | 21.10% | 21.88% | 23.59% |
| ERP  | 营业收入             | 14.44   | 14.16   | 11.52   | 11.74  | 11.86  | 11.92  | 12.01  |
|      | yoy              | -28.23% | -1.94%  | -18.64% | 1.91%  | 1.03%  | 0.51%  | 0.73%  |
| 营收合计 |                  | 33.56   | 41.74   | 48.66   | 56.79  | 66.42  | 78.41  | 94.18  |
| yoy  |                  |         | 24.37%  | 16.58%  | 16.71% | 16.95% | 18.07% | 20.11% |

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

我们预计, 2024-2026 年公司营收分别为 66.42、78.41、94.18 亿元, 同比增长 16.95%、18.07%、20.11%; 归母净利润预计分别为-0.98、0.54、2.76 亿元, 2024 年预计亏损同比收窄, 2025 年预计实现扭亏为盈, 2026 年预计归母净利润同比增长 408.9%; 每股收益(EPS)预计分别为-0.03、0.02、0.08 元, 对应 PS 预计分别为 4.51、3.82、3.18。公司持续推进云业务转型与云订阅模式, 综合竞争力突出兼具成长属性, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表6: 主要财务指标预测

|            | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 5679.07 | 6641.56 | 7841.47 | 9418.48 |
| 收入增长率%     | 16.71   | 16.95   | 18.07   | 20.11   |
| 归母净利润(百万元) | -209.89 | -98.43  | 54.29   | 276.32  |
| 利润增速%      | 46.07   | 53.1    | 155.16  | 408.94  |
| 毛利率%       | 64.17   | 65.41   | 67.89   | 68.04   |
| 摊薄 EPS(元)  | -0.06   | -0.03   | 0.02    | 0.08    |
| P/E        | -168.73 | -274.10 | 496.92  | 97.64   |
| P/B        | 4.33    | 3.17    | 3.15    | 3.05    |
| PS         | 4.86    | 4.51    | 3.82    | 3.18    |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 相对估值

考虑到公司目前处于云战略转型时期，仍然需要大量投入，我们采用市销率 P/S 对公司进行估值分析，选取同业可比公司金山办公、用友网络、广联达、鼎捷软件，我们预计 2024-2026 年公司 P/S 分别为 4.51x、3.82x、3.18x，行业平均水平为 7.91x、6.69x、5.51x，低于行业平均水平，鉴于公司行业先发优势与云转型持续深入，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表7：可比公司 PS 对比

| 证券简称 | 证券代码      | 总市值（亿元）    | 营业收入（亿元） |        |        | P/S   |       |       |
|------|-----------|------------|----------|--------|--------|-------|-------|-------|
|      |           | 2024.10.16 | 2024E    | 2025E  | 2026E  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 金山办公 | 688111.SH | 1174.35    | 52.64    | 63.77  | 80.03  | 22.31 | 18.42 | 14.67 |
| 用友网络 | 600588.SH | 373.48     | 111.29   | 127.38 | 146.14 | 3.36  | 2.93  | 2.56  |
| 广联达  | 002410.SH | 248.12     | 67.39    | 72.33  | 79.08  | 3.68  | 3.43  | 3.14  |
| 鼎捷数智 | 300378.SZ | 59.19      | 25.84    | 30.11  | 35.56  | 2.29  | 1.97  | 1.66  |
|      | 平均值       |            |          |        |        | 7.91  | 6.69  | 5.51  |
| 金蝶国际 | 0268.HK   | 299.77     | 66.42    | 78.41  | 94.18  | 4.51  | 3.82  | 3.18  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) EV/Sales 估值

公司是 ERP 与云服务供应商，我们采用 EV/Sales 方法对公司进行估值分析，选取同业可比公司金山办公、用友网络、广联达、鼎捷软件，我们预计 2024 年行业平均 EV/Sales 为 8.07 倍，我们预测 2024 年公司营业收入为 66.42 亿元，同比增长 16.95%，考虑到公司云转型进展初现成效，转型云订阅高速增长，公司预计扭亏为盈在即，给到公司行业平均 8.07 倍 EV/Sales，合理 EV 为 509.9 亿元人民币，对应价格为 14.22 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：可比公司 EV/Sales 估值表

| 证券简称 | 证券代码      | EV         | 营业收入（亿元） |        |        | EV/Sales |       |       |
|------|-----------|------------|----------|--------|--------|----------|-------|-------|
|      |           | 2024.10.16 | 2024E    | 2025E  | 2026E  | 2024E    | 2025E | 2026E |
| 金山办公 | 688111.SH | 1174.99    | 52.64    | 63.77  | 80.03  | 22.32    | 18.43 | 14.68 |
| 用友网络 | 600588.SH | 436.46     | 111.29   | 127.38 | 146.14 | 3.92     | 3.43  | 2.99  |
| 广联达  | 002410.SH | 248.91     | 67.39    | 72.33  | 79.08  | 3.69     | 3.44  | 3.15  |
| 鼎捷数智 | 300378.SZ | 60.22      | 25.84    | 30.11  | 35.56  | 2.33     | 2.00  | 1.69  |
|      | 平均值       |            |          |        |        | 8.07     | 6.82  | 5.63  |
| 金蝶国际 | 0268.HK   | 278.34     | 66.42    | 78.41  | 94.18  | 4.19     | 3.55  | 2.96  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 五、风险提示

（一）**宏观经济波动风险**：公司下游客户为行业客户，若宏观经济环境波动将影响下游客户收入及资本开支，进而影响公司产品需求。

（二）**美联储利率及港股市场流动性影响**：公司属于在港交所上市公司，一方面香港实行联系汇率制度，港币锚定美元，美联储基准利率将对公司估值产生影响；另一方面，公司股价受到香港交易所流动性影响较大。

（三）**技术研发不及预期**：公司属于传统软件公司，云转型过程中前期研发投入及费用投入巨大，若公司产品研发不及预期或将导致公司收入增速放缓，进而影响公司利润端。

（四）**政策推进不及预期**：ERP 订单某种程度受到信创政策影响，若政策推进不及预期，可能影响公司相关产品需求。

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程.....                       | 5  |
| 图 2: 公司股权结构清晰.....                     | 5  |
| 图 3: 公司营业收入保持稳定增长态势.....               | 7  |
| 图 4: 归母净利润 2020 年首次为负, 近年来亏损逐渐收窄.....  | 7  |
| 图 5: 公司营收结构中云业务增速高于 ERP 业务增速.....      | 7  |
| 图 6: 云业务占比逐渐提升, 成为公司主要收入来源.....        | 7  |
| 图 7: 公司云订阅 ARR 订阅收入及增速情况.....          | 8  |
| 图 8: 公司云服务合同负债及增速情况.....               | 8  |
| 图 9: 公司核心产品续费率维持较高水平.....              | 8  |
| 图 10: 公司应收账款维持行业内较低水平.....             | 8  |
| 图 11: 公司毛利率位于同行业较高水平.....              | 8  |
| 图 12: 公司近年净利率小幅下滑.....                 | 8  |
| 图 13: 公司研发费用稳定增长.....                  | 9  |
| 图 14: 公司费控合理, 盈利质量.....                | 9  |
| 图 15: 金蝶国际位于 ERP 产业链中游.....            | 10 |
| 图 16: 最广泛 ERP 模块组成部分.....              | 10 |
| 图 17: 信创行业市场规模及增速.....                 | 12 |
| 图 18: 全球 ERP 市场规模及预测.....              | 13 |
| 图 19: 中国 ERP 市场规模及预测.....              | 13 |
| 图 20: 传统 ERP 闲置率较高.....                | 13 |
| 图 21: ERP 核心模块功能闲置率均高于 50%.....        | 13 |
| 图 22: 企业信息化四个阶段, 从 ERP 向 EBC 时代衍变..... | 14 |
| 图 23: 公司积极推进 ERP 向 EBC 时代演变.....       | 15 |
| 图 24: 公司积极推进 ERP 向 EBC 时代演变.....       | 15 |
| 图 25: 金蝶企业 EBC 架构.....                 | 16 |
| 图 26: 金蝶自研人工智能大模型打造行业智能体 Agent.....    | 17 |
| 图 27: 公司提供多样化、定制化产品矩阵.....             | 18 |
| 图 28: 金蝶云·苍穹业务架构.....                  | 19 |
| 图 29: 金蝶云·苍穹核心客户及业务数据.....             | 20 |
| 图 30: 金蝶云·星瀚架构图.....                   | 20 |
| 图 31: 公司云业务营收拆分(按企业规模).....            | 21 |
| 图 32: 公司云业务营收占比(按企业规模).....            | 21 |
| 图 33: 金蝶云赋覆盖千行百业, 企业规模涵盖大型企业到小微企业..... | 22 |
| 图 34: 金蝶云助力企业出海.....                   | 23 |



表 1: 公司主要客户及核心产品 .....5

表 2: 近年有关 ERP 政策汇总..... 11

表 3: 金蝶 EBC 五大核心数字化业务能力平替 ..... 16

表 4: 公司主要客户及核心产品 ..... 19

表 5: 公司收入拆分与预测 ..... 24

表 6: 主要财务指标预测..... 24

表 7: 可比公司 PS 对比 ..... 25

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 5,703  | 5,979  | 6,640  | 7,875  |
| 现金         | 2,964  | 2,690  | 2,981  | 3,735  |
| 应收账款及票据    | 180    | 258    | 275    | 332    |
| 存货         | 46     | 51     | 57     | 68     |
| 其他         | 2,514  | 2,980  | 3,326  | 3,741  |
| 非流动资产      | 8,436  | 8,865  | 9,382  | 9,982  |
| 固定资产       | 1,919  | 2,370  | 2,837  | 3,397  |
| 无形资产       | 1,292  | 1,238  | 1,188  | 1,143  |
| 其他         | 5,224  | 5,257  | 5,358  | 5,442  |
| 资产总计       | 14,139 | 14,843 | 16,022 | 17,857 |
| 流动负债       | 4,529  | 5,378  | 6,487  | 7,968  |
| 短期借款       | 20     | 43     | 69     | 104    |
| 其他         | 4,439  | 5,281  | 6,349  | 7,779  |
| 非流动负债      | 908    | 887    | 887    | 887    |
| 长期债务       | 757    | 757    | 757    | 757    |
| 储备         | 8,479  | 8,381  | 8,436  | 8,712  |
| 归属母公司股东权益  | 8,599  | 8,501  | 8,556  | 8,833  |
| 少数股东权益     | 103    | 77     | 93     | 168    |
| 股东权益合计     | 8,702  | 8,578  | 8,649  | 9,001  |
| 负债和股东权益    | 14,139 | 14,843 | 16,022 | 17,857 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 653    | 626   | 845   | 1,446 |
| 净利润        | -210   | -98   | 54    | 276   |
| 少数股东权益     | -60    | -26   | 16    | 76    |
| 折旧摊销       | 499    | 175   | 196   | 220   |
| 营运资金变动及其他  | 424    | 575   | 579   | 874   |
| 投资活动现金流    | -1,305 | -899  | -554  | -702  |
| 资本支出       | -897   | -571  | -612  | -735  |
| 其他投资       | -408   | -328  | 58    | 33    |
| 筹资活动现金流    | 1,671  | -1    | 1     | 9     |
| 借款增加       | 270    | 23    | 26    | 35    |
| 普通股增加      | 1,356  | 0     | 0     | 0     |
| 已付股利       | 0      | -24   | -25   | -26   |
| 其他         | 45     | 0     | 0     | 0     |
| 现金净增加额     | 1,021  | -274  | 292   | 753   |
|            |        |       |       |       |
|            |        |       |       |       |
|            |        |       |       |       |
|            |        |       |       |       |
|            |        |       |       |       |
|            |        |       |       |       |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 5,679 | 6,642 | 7,841 | 9,418 |
| 其他收入      | 103   | 0     | 0     | 0     |
| 营业成本      | 2,035 | 2,297 | 2,518 | 3,010 |
| 销售费用      | 2,320 | 2,620 | 3,099 | 3,579 |
| 管理费用      | 490   | 501   | 604   | 737   |
| 研发费用      | 1,440 | 1,526 | 1,713 | 1,892 |
| 财务费用      | -90   | 24    | 25    | 26    |
| 除税前溢利     | -301  | -139  | 77    | 392   |
| 所得税       | -31   | -14   | 7     | 40    |
| 净利润       | -270  | -125  | 70    | 352   |
| 少数股东损益    | -60   | -26   | 16    | 76    |
| 归属母公司净利润  | -210  | -98   | 54    | 276   |
| EBIT      | -391  | -115  | 102   | 418   |
| EBITDA    | 108   | 60    | 298   | 638   |
| EPS (元)   | -0.06 | -0.03 | 0.02  | 0.08  |

| 主要财务比率   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力     |         |         |         |         |
| 营业收入     | 16.71%  | 16.95%  | 18.07%  | 20.11%  |
| 归属母公司净利润 | 46.07%  | 53.10%  | 155.16% | 408.94% |
| 获利能力     |         |         |         |         |
| 毛利率      | 64.17%  | 65.41%  | 67.89%  | 68.04%  |
| 销售净利率    | -3.70%  | -1.48%  | 0.69%   | 2.93%   |
| ROE      | -2.44%  | -1.16%  | 0.63%   | 3.13%   |
| ROIC     | -3.70%  | -1.10%  | 0.98%   | 3.81%   |
| 偿债能力     |         |         |         |         |
| 资产负债率    | 38.45%  | 42.21%  | 46.02%  | 49.59%  |
| 净负债比率    | -25.13% | -22.03% | -24.92% | -31.93% |
| 流动比率     | 1.26    | 1.11    | 1.02    | 0.99    |
| 速动比率     | 1.03    | 0.91    | 0.82    | 0.78    |
| 营运能力     |         |         |         |         |
| 总资产周转率   | 0.44    | 0.46    | 0.51    | 0.56    |
| 应收账款周转率  | 32.56   | 30.28   | 29.40   | 31.03   |
| 应付账款周转率  | 35.82   | 37.00   | 41.27   | 39.22   |
| 每股指标 (元) |         |         |         |         |
| 每股收益     | -0.06   | -0.03   | 0.02    | 0.08    |
| 每股经营现金流  | 0.18    | 0.17    | 0.24    | 0.40    |
| 每股净资产    | 2.37    | 2.37    | 2.39    | 2.46    |
| 估值比率     |         |         |         |         |
| P/E      | -168.73 | -274.10 | 496.92  | 97.64   |
| P/B      | 4.33    | 3.17    | 3.15    | 3.05    |
| PS       | 4.86    | 4.51    | 3.82    | 3.18    |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**吴砚靖 TMT/科创板研究负责人**，北京大学软件项目管理硕士，10 年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名 PE 机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级   | 说明                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间   |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |
|                                                                                                                                        | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间    |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn