

金蝶国际 (00268.HK)

经营持续向好, AI+管理加速价值释放

公司收入费用剪刀差已现, 亏损大幅收窄, 经营性净现金流高增, 经营持续向好。AI 优先已成为公司核心战略, 大中小全线产品均有系列 AI 产品推出, 且已有批量客户应用落地, 预计未来 AI 与企业经营管理全流程结合将深度帮助客户降本增效, 客户旺盛需求有望进一步向公司业绩转化。

□ **事件: 金蝶国际发布 2024 年年报。**公司 24 年全年实现收入 62.56 亿元, 同比增长 10.2%; 实现归母净亏损 1.42 亿元, 去年同期亏损 2.10 亿元; 经营性净现金流 9.34 亿元, 同比增长 42.9%; 云服务收入 51.07 亿元, 同比增长 13.4%, 占集团收入 81.6%。金蝶云订阅 ARR 约 34.3 亿元, 同比增长 20.0%, 云订阅合同负债同比增长 28.5%。ERP 及其他业务收入 11.49 亿元, 同比下降 2.1%。

□ **收入费用剪刀差已现, 亏损大幅收窄, 经营性净现金流高增。**随着公司苍穹星瀚等产品成熟度提升, 实施效率提高, 公司整体毛利率进一步提升至 65%。公司持续提升经营效率, 24 年公司人均单产已增长至 51 万元, 同时三费率均有同比降低, 带来归母净亏损大幅收窄至 1.42 亿元, 且 24 年下半年云业务 OPM 已达 6%, 收入费用剪刀差已现, 未来利润有望快速释放。现金流视角看, 公司持续深化订阅收费带来 24 年合同负债同比增长 17%至 37.24 亿元, 而应收账款同比减少 22%至 1.41 亿元, 亏损收窄叠加营运资金优化使得公司经营性净现金流同比增长 43%至 9.34 亿元。

□ **大型企业仍为增长引擎, 中小企业基本盘稳健发展。**24 年苍穹星瀚/星空/小微财务云收入增速分别为 32.9%/10.3%/13.8%, ARR 增速分别为 30.0%/18.7%/26.4%。公司大型企业业务仍在高速发展期, 24 年全年合同金额同比增长 52%, 续费率重回 108%, 体现全年维度看大型企业需求仍然旺盛, 且历史客群付费仍有稳定扩大。中小微业务续费率稳定, ARR 增速高于收入增速, 云订阅属性进一步加强, 基本盘稳健发展。

□ **金蝶全面拥抱 AI+管理, 重视 ERP 为企业经营管理核心的 AI 载体。**公司将 AI 优先作为核心战略, 加速推进 AI 与 ERP 的融合创新。25 年 2 月, 金蝶宣布已将 DeepSeek 全面集成至金蝶云全线 SaaS 应用及金蝶云苍穹平台, 目前已布局 AI+知识、财务、人力、运营、决策等系列解决方案, 且有批量客户落地。大型企业层面, 苍穹 AI Agent 开发平台已签约海信集团、温氏集团等 20 家客户; 星瀚上线超过 20 个 AI 应用, 已签约通威股份等近 20 家大型企业。中型企业方面, 星空已上线 Boss 助理、AI 记账、决策大屏等 AI 应用, 2024 年累计签约超过 30 家客户。小微企业方面, 公司全新发布了小微 AI 助手、AI 开单、AI 记账等应用, 已经为超过 7500 家小微企业赋能 AI, 帮助小微企业开单效率提升 90%, 记账效率提升 10 倍。ERP 等管理软件积累大量企业核心经营数据, 为企业要用 AI 优化业务流程无法绕过的核心载体, 预计未来 AI 与企业经营管理全流程结合将深度帮助客户降本增效, 客户当前已表现出旺盛需求, 有望进一步向公司业绩转化。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**公司收入费用剪刀差已现, 亏损大幅收窄, 经营性净现金流高增, 经营持续向好。AI 优先已成为公司核心战略, 大中小全线产品均有系列 AI 产品推出, 且已有批量客户应用落地, 预计未来 AI 与企业经营管理全流程结合将深度帮助客户降本增效, 客户旺盛需求有望进一步向

强烈推荐 (维持)

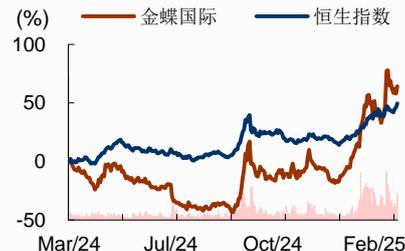
TMT 及中小盘/计算机
目标估值: NA
当前股价: 15.76 港元

基础数据

总股本 (百万股)	3548
香港股 (百万股)	3548
总市值 (十亿港元)	55.9
香港股市值 (十亿港元)	55.9
每股净资产 (港元)	2.4
ROE (TTM)	-1.8
资产负债率	41.0%
主要股东	Easy Key Holdings Limited
主要股东持股比例	18.98%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	191	72
相对表现	-3	151	24



相关报告

- 《金蝶国际 (00268) — 整体增长遇短期波动, 大企业业务仍快速拓展》2024-08-16
- 《金蝶国际 (00268) — 大客户快速突破, 转型见成效盈利可期》2024-03-20
- 《金蝶国际 (00268) — 云化驱动增长, 金蝶翱翔苍穹》2024-01-18

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

林语潇 S1090524120004

linyuxiao1@cmschina.com.cn

公司业绩转化。预计公司 2025-2027 年营收 73.26/87.00/102.41 亿元，同比增长 17%/19%/18%；2025-2027 年归母净利润 1.65/2.47/4.12 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：研发进度不及预期；宏观经济波动风险；下游需求波动风险；大型企业客户订单落地及交付不及预期；政策落地不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5782	6256	7326	8700	10241
同比增长	17%	8%	17%	19%	18%
营业利润(百万元)	(502)	(485)	15	131	379
同比增长	-33%	-3%	-103%	791%	190%
归母净利润(百万元)	(210)	(142)	165	247	412
同比增长	-46%	-32%	-216%	49%	67%
每股收益(元)	(0.06)	(0.04)	0.05	0.07	0.12
PE	-269.3	-397.8	338.2	226.8	135.7
PB	6.6	7.0	6.9	6.7	6.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5703	5632	6417	7957	9906
现金及现金等价物	2964	1530	2062	3245	4818
交易性金融资产	43	576	576	576	576
其他短期投资	1277	1778	1778	1778	1778
应收账款及票据	180	141	143	161	169
其它应收款	184	275	300	348	389
存货	46	46	52	60	70
其他流动资产	1010	1287	1507	1789	2106
非流动资产	8436	8149	8274	8361	8422
长期投资	4900	4789	4789	4789	4789
固定资产	1919	1744	1869	1956	2017
无形资产	1435	1420	1420	1420	1420
其他	181	195	195	195	195
资产总计	14139	13781	14691	16318	18328
流动负债	4529	5480	6229	7569	9101
应付账款	70	188	235	275	318
应交税金	23	16	16	16	16
短期借款	20	205	0	0	0
其他	4416	5070	5978	7278	8767
长期负债	908	172	192	212	232
长期借款	757	0	0	0	0
其他	151	172	192	212	232
负债合计	5437	5652	6421	7781	9334
股本	87	86	86	86	86
储备	8512	7964	8057	8254	8592
少数股东权益	103	79	126	197	316
归属于母公司所有者权益	8599	8050	8144	8341	8678
负债及权益合计	14139	13781	14691	16318	18328

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	653	934	1293	1704	2103
净利润	(210)	(142)	165	247	412
折旧与摊销	499	0	523	561	587
营运资本变动	299	0	701	983	1157
其他非现金调整	66	1076	(97)	(86)	(53)
投资活动现金流	(1305)	(1074)	(498)	(491)	(476)
资本性支出	(897)	(681)	(650)	(650)	(650)
出售资产获得的现金	3	2	2	2	2
投资增减	201	3218	0	0	0
其它	(342)	192	150	157	172
筹资活动现金流	1671	(1291)	(263)	(30)	(54)
债务增减	270	(609)	(205)	0	0
股本增减	1356	(700)	0	0	0
股利支付	0	0	72	50	74
其它筹资	45	18	(130)	(79)	(128)
其它调整	1	(2)	0	0	0
现金净增加额	1021	(1434)	532	1183	1573

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	5782	6256	7326	8700	10241
主营业务收入	5679	6256	7326	8700	10241
营业成本	2035	2185	2440	2854	3308
毛利	3644	4071	4886	5846	6933
营业支出	4249	4556	4872	5716	6554
营业利润	(502)	(485)	15	131	379
利息支出	22	17	6	0	0
利息收入	112	110	99	106	121
权益性投资损益	50	12	25	25	25
其他非经营性损益	(52)	205	26	26	26
非经常项目损益	113	(55)	97	97	97
除税前利润	(301)	(230)	256	385	648
所得税	(31)	(45)	43	68	117
少数股东损益	(60)	(42)	47	71	119
归属普通股股东净利润	(210)	(142)	165	247	412
EPS(元)	(0.06)	(0.04)	0.05	0.07	0.12

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	17%	8%	17%	19%	18%
营业利润	-33%	-3%	-103%	791%	190%
净利润	-46%	-32%	-216%	49%	67%
获利能力					
毛利率	63.0%	65.1%	66.7%	67.2%	67.7%
净利率	-3.6%	-2.3%	2.3%	2.8%	4.0%
ROE	-2.4%	-1.8%	2.0%	3.0%	4.7%
ROIC	-3.8%	-1.5%	1.6%	2.7%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	38.5%	41.0%	43.7%	47.7%	50.9%
净负债比率	5.5%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.3	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	45.0	47.6	49.9	51.0	50.8
应收帐款周转率	17.6	16.0	17.0	18.3	19.2
应付帐款周转率	35.8	16.9	11.5	11.2	11.2
每股资料(元)					
每股收益	-0.06	-0.04	0.05	0.07	0.12
每股经营现金	0.18	0.26	0.36	0.48	0.59
每股净资产	2.40	2.24	2.30	2.35	2.45
每股股利	0.02	0.02	0.01	0.02	0.03
估值比率					
PE	-269.3	-397.8	338.2	226.8	135.7
PB	6.6	7.0	6.9	6.7	6.4
EV/EBITDA	554.0	-374.2	85.9	69.7	51.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。