

金蝶国际（00268.HK）2024 年报点评

云订阅 ARR 同比增长 20%，加快 AI 功能迭代与行业落地

优于大市

核心观点

公司 2024 年收入增长 10.2%，订阅 ARR 同比增长约 20.0%。公司 2024 年年度实现收入 62.56 亿元，同比增长 10.2%，全年增速保持平稳，其中云服务收入 51.07 亿元（占比 81.6%），同比增长 13.4%。云订阅服务年经常性收入（ARR）为 34.4 亿元，同比增长 20.0%；ERP 收入 11.49 亿元，同比下降 2.1%。来自经营活动产生的现金流净额 9.34 亿元（同比增长 43.0%）。归属母公司股东净亏损 1.42 亿元，同比收窄 32%。

大企业云订阅 ARR 增长 30%，续费率达 108%。2024 年，公司企业云服务、小微财务云服务、行业云服务分别实现收入 36.58 亿元、12.29 亿元、2.20 亿元，同比增速分别为 17.0%、13.8%、-26%。其中苍穹和星瀚云服务合计实现收入约 13.04 亿元，同比增长约 32.9%；云订阅 ARR 同比增长约 30.0%，净金额续费率 108%。

公司 2024 年亏损率同比缩窄 32pct，毛利率与经营费率优化较为明显。2024 年，公司实现归母净亏损 1.42 亿元，较去年显著缩窄。净亏损率 2.3%，同比降低 1.4pct；其中云服务经营亏损率约 4.7%，同比降低 3.3pct。亏损缩窄得益于毛利率提升 0.9pct 和经营费率合计降低 2.0pct，销售费率/管理费率/研发费率分别同比降低 0.8pct/0pct/1.2pct。

经营质量持续提升，人均单产今年达到 51 万，盈利与现金流质量持续改善。2024 亏损 1.42 亿元，2024 经营性现金流 9.34 亿元，同比增长 43.0%；尽管受宏观等因素影响增长有所放缓，但经营质量提升，盈利与现金流趋势改善，长期云与 SaaS 渗透增长逻辑依旧稳固。

风险提示：宏观经济不及预期，企业信息化投资下滑，竞争格局恶化的风险。

投资建议：此前公司指引 2024-2026 年收入三年 CAGR 为 15-20%，订阅 ARR 三年 CAGR 为 30%。近期宏观压力下，2024 年收入同比增长 10.2%、云 ARR 同比+20%，弱于平均指引预期。但业绩会表示公司仍处于快速增长周期、增长逻辑依旧稳固，我们预计 2025-2027 年收入 73.14/84.68/96.89 亿元，同比增速 16.9%/15.8%/14.4%。盈利预测，伴随产品云转型将持续释放利润，公司将持续降本增效、优化硬件设施成本。2024 年亏损 1.4 亿元，亏损率同比收窄 32%，减亏明显。预计 2025-2027 年归母净利润为 1.3/3.19/5.62 亿。公司利润端趋势向好，经营现金流持续提升，云服务的经营亏损率显著缩窄，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,679	6,256	7,314	8,468	9,689
(+/-%)	16.7%	10.2%	16.9%	15.8%	14.4%
净利润(百万元)	-210	-142	130	319	562
(+/-%)	—	—	-191.7%	145.2%	76.0%
每股收益(元)	-0.06	-0.04	0.04	0.09	0.16
EBIT Margin	-7.4%	-4.4%	-0.3%	2.0%	4.3%
净资产收益率 (ROE)	-2.4%	-1.8%	1.6%	3.8%	6.2%
市盈率 (PE)	-245.1	-362.1	395.0	161.1	91.5
EV/EBITDA	-9,764	272	123	88	65
市净率 (PB)	5.98	6.39	6.29	6.05	5.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可

联系人：刘子谭

0755-81982651

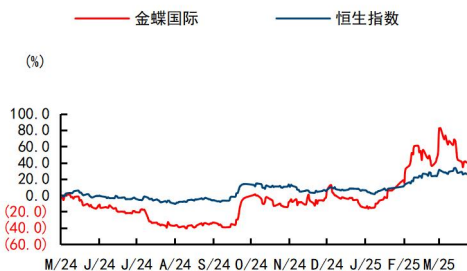
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn

S0980521120004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	18.00 - 22.00 港元
收盘价	13.24 港元
总市值/流通市值	46970/46970 百万港元
52 周最高价/最低价	17.76/5.26 港元
近 3 个月日均成交额	796.39 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金蝶国际（00268.HK）-2023 年报点评：ARR 同增 33%，盈利与现金流改善明显》——2024-03-24

《金蝶国际（00268.HK）-23 年年报业绩预告点评：ARR 略低于指引，现金流和盈利改善明显》——2024-01-09

《金蝶国际（00268.HK）-年末 ARR 目标调整为 30 亿，云苍穹 GPT 有望促进大企业拓展》——2023-08-21

云服务收入增长 13.4%，年度 ARR 达 34.3 亿

2024 年，公司实现营业收入 62.56 亿元，同比增长 10.2%。收入增长主要由云服务驱动。分业务类型来看：云服务收入 51.07 亿元，同比增长 13.4%，其中云订阅 ARR 约 34.3 亿元，同比增长 20.0%；ERP 收入 11.49 亿元，同比下降 2.1%。宏观压力下 ARR 增速有所放缓，但依旧保持 20%+ 增长，盈利与现金流质量持续改善。

1) 收入方面：公司 2024 年收入 62.56 亿元，同增 10.2%，全年增速整体保持平稳。合同负债 37.24 亿元，同比+28.5%（23 年同比增长为+20.5%）。

2) 成本方面：截至 2024 年末，公司员工人数 1.2 万人，同比增长 2.6%。营销费占比 39.5%（同比-1.3%），行政费用占比 8.0%（同比-0.6%），研发占比 25.0%（同比-0.4%）。

3) 盈利方面：2024 年亏损 1.4 亿元，亏损率同比收窄 32%，其中云业务亏损 2.41 亿元，相比去年同期亏损 2.66 亿元减亏明显，ERP 等业务亏损 0.5 亿元。

4) 现金流方面：2024 年经营现金流 9.34 亿元（同比增长 43.0%）。

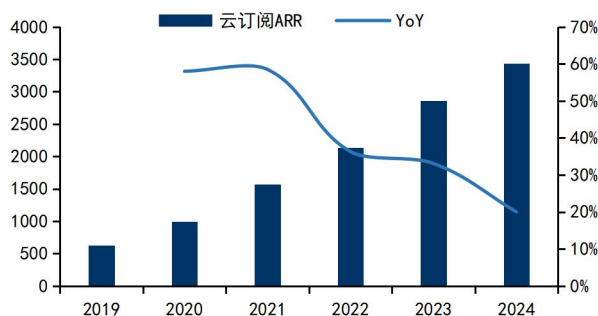
5) ARR 方面：2024 年 ARR 为 34.4 亿元，同比+20.0%，主要考虑近期宏观压力影响，仍处于快速增长周期。

图1：金蝶营业收入变化（单位：百万元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：金蝶云订阅 ARR 变化（单位：百万元、%）



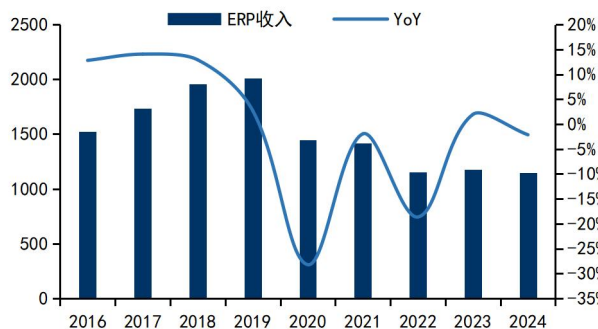
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图3：金蝶云业务收入变化（单位：百万元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图4：金蝶 ERP 收入变化（单位：百万元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

大企业云订阅 ARR 增长 30%，云星辰增长迅猛

2024 年，金蝶云服务收入占比达到 81.6%。公司企业云服务、小微财务云服务、行业云服务分别实现收入 36.58 亿元、12.29 亿元、2.20 亿元，同比增速分别为 17.0%、13.8%、-26%。

大型企业市场（苍穹、星瀚）：苍穹和星瀚收入增长 32.9%，云订阅 ARR 同比增长 30.0%。2024 年，金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚云服务合计实现收入约 13.04 亿元，同比增长约 32.9%。签约新客户 652 家，1,000 万以上合同金额同比翻倍。苍穹和星瀚云订阅 ARR 同比增长约 30.0%，净金额续费率 108%。

中型企业市场（星空）：星空订阅 ARR 增长 18.7%。2024 年，金蝶云·星空实现收入约 21.53 亿元，同比增长约 10.3%。星空云订阅 ARR 同比增长约 18.7%，净金额续费率为 95%，客户数达 4.4 万家，上年同期为 3.9 万家。

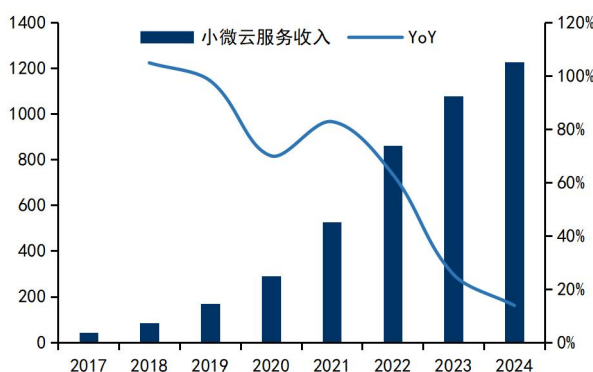
小微企业市场（精斗、星辰）：云星辰增长迅猛。2024 年，小微财务云服务继续保持快速增长，实现收入约 12.29 亿元，同比增长约 13.8%，小微云订阅 ARR 同比增长约 26.4%；其中金蝶云·星辰收入同比增长约 71.8%，净金额续费率上升至 93%。

图5：金蝶企业云业务收入变化（单位：百万元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图6：金蝶小微云收入变化（单位：百万元、%）

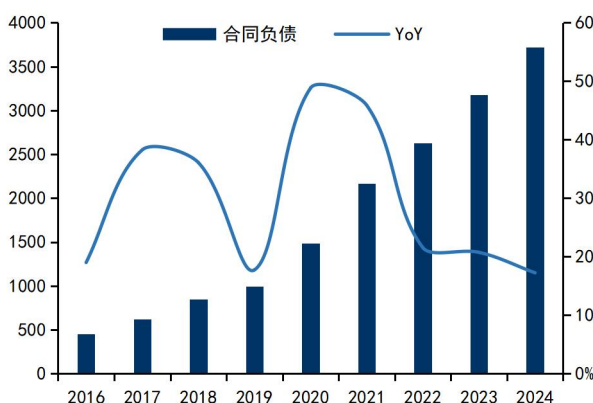


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图7：金蝶云星空收入变化（单位：百万元、%）



图8：金蝶云合同负债变化（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

云转型成效显著，降本增效利润端提升明显

2024 年，公司归母净亏损 1.42 亿元，较去年同期亏损 2.1 亿元显著缩窄。净亏损率 2.3%，同比降低 1.4pct，其中云服务经营亏损率约 4.7%，同比降低 3.3pct。回溯公司发展，利润率改善原因如下：

云转型成效显著：金蝶国际自 2012 年开始从使用许可模式向云订阅模式转型，着重发展和推广云订阅产品，主动减少传统 ERP 许可销售，这一转型在韧性增长中扮演了重要角色。2024 年，金蝶的云订阅服务年经常性收入（ARR）约为人民币 34.3 亿元，同比增长 20.0%，云订阅服务相关的合同负债实现同比增长 28.5%。云服务收入占总收入的比重已扩增至 81.6%，显示出云转型的成效显著，这也是利润改善的一个重要因素。

营业收入增长，软件规模效应凸显：2024 年收入 62.56 亿元，同增 10.2%。这一增长反映了公司产品和服务的市场接受度提高，以及客户基础的扩大。同时，毛利率提升 1.3pct。

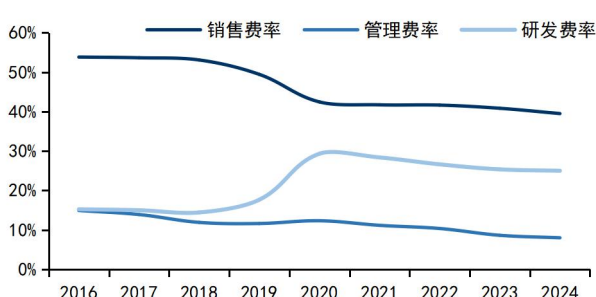
降本增效，经营效率提高：2024 年销售费率/管理费/研发费率分别同比降低 0.8pct/0pct/1.2pct。今年营收实现 10% 增长，员工增长则控制在 2% 以内，后续企业将持续开源节流，控制规模、高效投资。

图9：金蝶毛利率变化（单位：百万元、%）



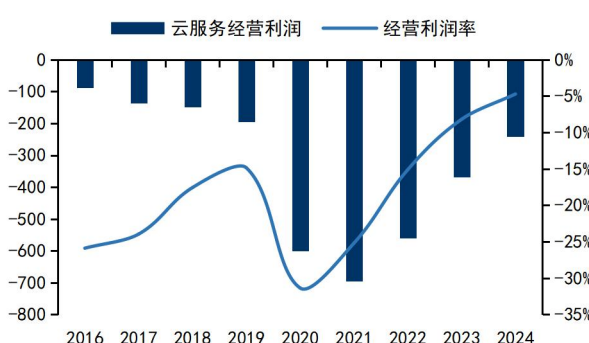
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图10：金蝶费用率变化（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图11：金蝶云服务经营利润变化（单位：百万元、%）



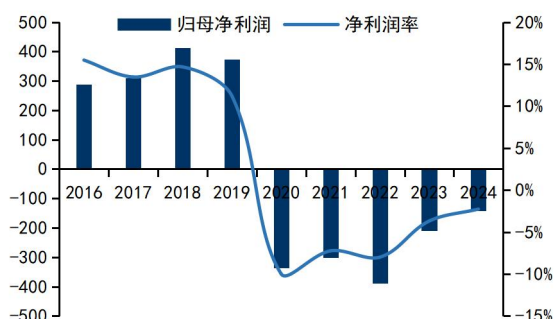
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图12：金蝶 ERP 经营利润变化（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

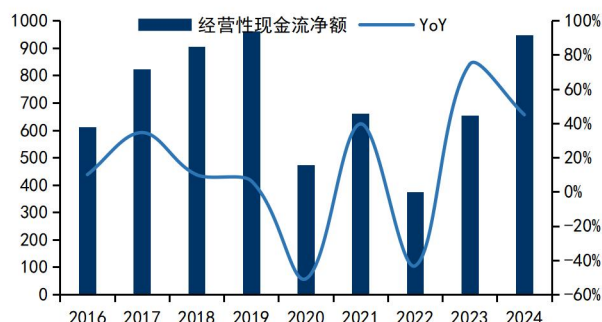
图13：金蝶归母净利润变化（单位：百万元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图14：金蝶经营现金流变化（单位：%）



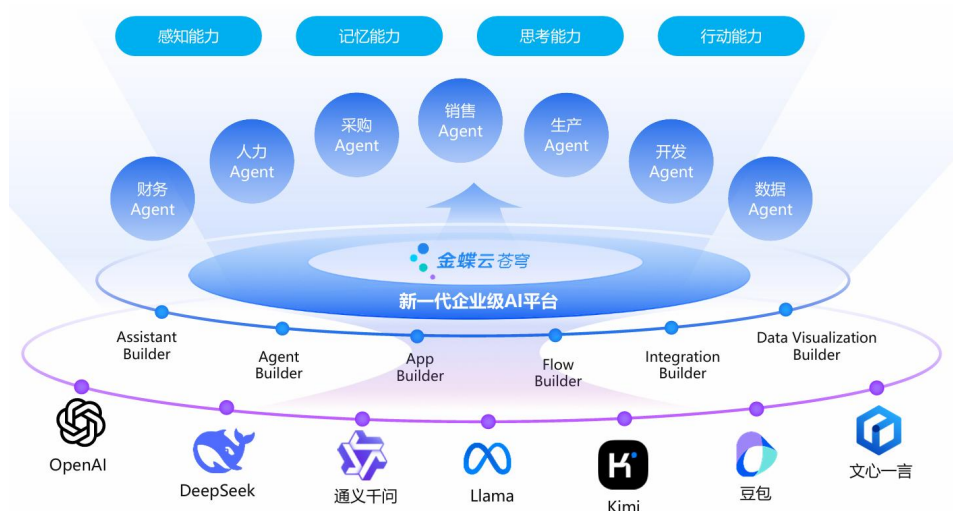
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

AI 背景下产品快速迭代，加强标杆客户合作

随着 AI 的浪潮和全球数字化转型的加速，企业对于高效、灵活的企业管理软件和云服务的需求不断增长。金蝶凭借其在企业管理软件和云服务领域的专业知识和经验，产品和解决方案的不断创新和优化，给收入增长带来动力。

AI 背景下产品持续创新优化，接入 Deepseek 大模型赋能下游场景：金蝶发布的苍穹 GPT 平台财务领域大模型，作为懂管理的企业级大模型平台，支持创意生成、知识引擎、分析洞察。2024 年中发布以 Agent 为核心的企业级 AI 平台，超级智能助手 Cosmic 覆盖财务、人力、供应链等多种业务场景，让人人都有一个 AI 管理助手。同时，苍穹 APP 重塑体验、重塑流程、重塑决策 让 AI 管理触手可及，春节后，公司云产品全面接入 DeepSeek，更高效、更安全、更低成本，助力企业加速 AI 应用。

图15：金蝶“AI+管理”解决方案



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

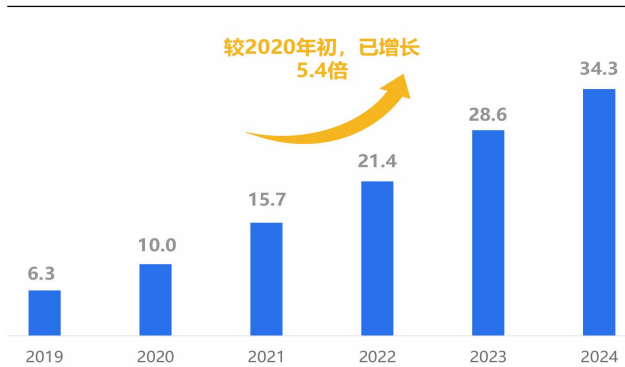
加强与头部标杆客户合作落地 AI 项目:金蝶苍穹和星瀚成功吸引了一些大型企业和专精特新企业，这些企业对高质量的企业管理软件和云服务有着较高的需求。比如近期与中石油提供苍穹平台进行企业全方位管理。比如海信合作 HR 领域产品活水平台，用于内部招聘、生成招聘 JD、内部人员匹配，已实现 20+AI 场景在 HR 业务场景落地，新技术融入员工全旅程，融入人才供应全链路，为专业用户提高工作效率。

◆ 投资建议：

1) **收入端：公司收入增速逻辑稳固，云转型成功、AI 打开新增市场需求，收入指引保持平稳：**CEO 徐少春表示，金蝶云转型已经成功，下一个目标是 AI 转型，未来几年金蝶将加速发展。云服务业务已成为金蝶的核心业务，2024 年云服务收入占集团收入约 81.6%，云订阅服务年经常性收入（ARR）不断增长，2024 年约为 34.3 亿元，同比+20.0%，为营收增长提供了稳定的来源。金蝶全力押注 AI，将 AI 技术应用于企业管理的各种场景，通过打造苍穹 AI 平台和丰富场景的 AI 智能体，不断推出新的 AI 功能和应用，如金蝶云·星瀚上线 20 余个 AI 应用，助力企业实现流程提效，能够满足客户在数字化转型过程中对 AI 的需求，从而推动营收增长。

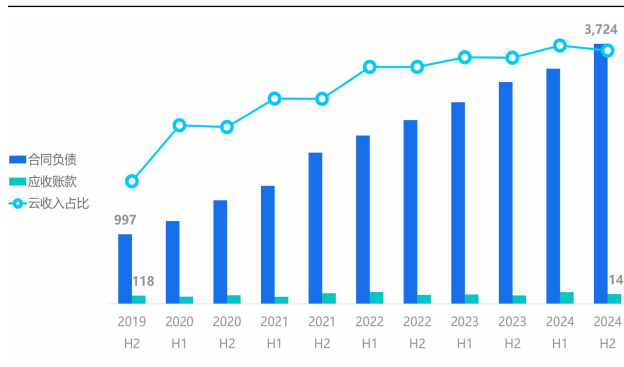
此前公司指引 2024-2026 年收入三年 CAGR 为 15-20%，订阅 ARR 三年 CAGR 为 30%。近期宏观压力下，2024 年收入同比增长 10.2%、云 ARR 同比+20%，弱于平均指引预期。但业绩会表示公司仍处于快速增长周期、增长逻辑依旧稳固。我们取指引下限，预计 2025-2026 年收入 73.14/84.68 亿元（前值为 78.51/93.15 亿元），同比增速 16.9%/15.8%。新增 2026 年收入 93.15 亿元（同比增速 14.4%）。

图16：金蝶云 ARR 变化（单位：亿元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图17：金蝶合同负债与应收账款变化（单位：百万元/%）



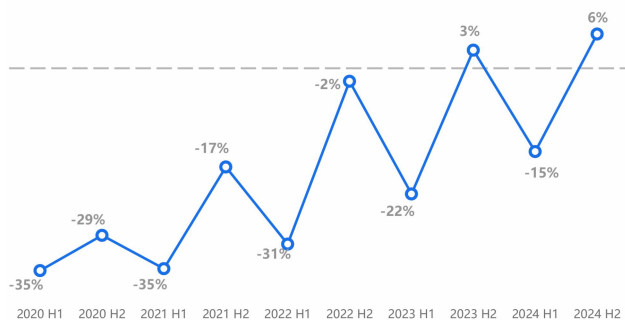
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

2) **利润端：经营质量持续提升，盈利与现金流质量持续改善，后续预期积极。**2023H2 扭亏为盈，2023 年亏损 2.1 亿元（同比减亏 1.8 亿元），亏损率同比收窄 46.1%。2024 年亏损 1.4 亿元，亏损率同比收窄 32%，其中云业务云服务经营亏损率约 4.7%，同比降低 3.3pct，减亏明显。利润提升是由产品云化转型、技术提升带来的成本优化、降本增效成本控制良好、收入增长带来的规模效应以及品牌和市场认可等多方面因素共同作用的结果。

考虑公司业绩会口径，伴随产品云转型将持续释放利润，公司将持续降本增效、优化硬件设施成本，小幅上调毛利率，预计 2024-2025 年毛利率为 66.0%/67.0%/68.0%（2024

年为 65.5%，同比+1.3pcts）。公司持续提高运营效率，截至 2024 年末，公司员工人数 1.2 万人，同比增长 2.6%，远低于收入增速。公司执行董事、首席财务官林波称，预计 2025 年金蝶国际会实现盈亏平衡，今年人均产值会达到 60 万元以上，云业务的盈利能力也会继续改善小幅下调三费占比，预计 2025-2027 年三费占比为 70%/68.5%/67%（2024 为 72.5%）。预计 2025-2027 年归母净利润为 1.3/3.19/5.62 亿。

图18：金蝶云服务业务经营利润率变化（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图19：金蝶收入、员工数与人均单产变化（单位：千元/%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

3）估值端：经营亏损率显著缩窄且经营现金流持续提升，2025 年预计实现利润转正。近期 AI 带动恒生科技发弹，金蝶作为标杆 SaaS 公司受益于 AI 浪潮，目前股价对应 2025-2027 年 PS=5.9/5.1/4.5x，公司利润端趋势向好，云服务的经营亏损率显著缩窄，且经营现金流持续提升，2024 年经营现金流 9.34 亿元（同比增长 43.0%），公司此前指引未来四年现金流复合增长 50%+。

全年整体看，尽管订阅侧受宏观等因素影响增长有所放缓，但经营质量提升，盈利与现金流趋势改善，长期云与 SaaS 渗透增长逻辑依旧稳固，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

宏观经济不及预期，企业信息化投资下滑，竞争格局恶化的风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1530	2145	2360	2596	营业收入	6256	7314	8468	9689
应收款项	416	661	766	876	营业成本	2185	2487	2794	3100
存货净额	46	31	35	39	销售费用	2471	2816	3218	3633
其他流动资产	1287	1097	1270	1453	管理费用	2064	2304	2583	2858
流动资产合计	5632	6288	7255	8353	资产减值及公允价值变动	(96)	(100)	(100)	(100)
固定资产	1744	2262	2794	3334	其他收入	285	371	395	417
无形资产及其他	1284	1363	1482	1645	营业利润	(275)	(21)	168	414
投资性房地产	331	331	331	331	财务费用	94	132	152	174
长期股权投资	4789	4789	4839	4889	投资收益	12	30	31	33
资产总计	13781	15034	16702	18553	税前利润	(230)	141	351	622
短期借款及交易性金融负债	205	479	1061	1582	所得税费用	(45)	14	35	62
应付款项	205	438	457	466	少数股东损益	(42)	(4)	(3)	(2)
其他流动负债	5070	5632	6364	7095	归属于母公司净利润	(142)	130	319	562
流动负债合计	5480	6549	7882	9143	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
长期借款及应付债券	0	0	0	0	净利润	(142)	130	319	562
其他长期负债	172	230	249	279	资产减值准备	0	0	0	0
长期负债合计	172	230	249	279	折旧摊销	499	525	551	587
负债合计	5652	6779	8130	9421	公允价值变动损失	96	100	100	100
少数股东权益	79	75	72	70	财务费用	(94)	(132)	(152)	(174)
股东权益	8050	8180	8500	9062	营运资本变动	451	812	489	473
负债和股东权益总计	13781	15034	16702	18553	其它	(42)	(4)	(3)	(2)
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	经营活动现金流	861	1563	1456	1720
每股收益	(0.04)	0.04	0.09	0.16	资本开支	215	(1222)	(1303)	(1390)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资现金流	(1034)	0	(471)	(565)
每股净资产	2.27	2.31	2.40	2.55	投资活动现金流	(708)	(1222)	(1823)	(2005)
ROIC	-17%	-19%	-6%	4%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	-2%	2%	4%	6%	负债净变化	(757)	0	0	0
毛利率	65%	66%	67%	68%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBIT Margin	-4%	-0%	2%	4%	其它融资现金流	(74)	274	581	521
EBITDA Margin	4%	7%	8%	10%	融资活动现金流	(1588)	274	581	521
收入增长	10%	17%	16%	14%	现金净变动	(1434)	616	215	236
净利润增长率	—	-192%	145%	76%	货币资金的期初余额	2964	1530	2145	2360
资产负债率	42%	46%	49%	51%	货币资金的期末余额	1530	2145	2360	2596
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	企业自由现金流	944	96	(112)	43
P/E	(362.1)	395.0	161.1	91.5	权益自由现金流	188	421	516	594
P/B	6.4	6.3	6.1	5.7					
EV/EBITDA	272	123	88	65					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032