

盈利能力改善，AI 优先战略 把握 Agent 发展

核心观点

公司 2024 年实现营业收入 62.56 亿元，同比增长 10.15%；实现净利润-1.42 亿元，同比减亏 32.31%。合同负债总额达到 37.24 亿元，同比增长 17.2%；订阅合同负债同比增长 28.5%，较 2024 年上半年增速进一步提升。随着公司持续推进订阅化，面向大中小型市场核心云产品的持续增长，叠加全产品线拥抱 AI 升级，预计公司业绩将持续高速增长，2025-2027 年营业收入分别为 70.12/79.94/92.15 亿元，同比分别增长 12.09%/14.01%/15.27%；净利润为 0.24/1.34/2.69 亿元，同比分别增长 116.60%/466.29%/101.44%，对应 PE 2131/376/187 倍，维持“买入”评级。

事件

金蝶国际发布 2024 年报。公司全年实现营业收入 62.56 亿元，同比增长 10.15%；实现净利润-1.42 亿元，同比减亏 32.31%。

简评

营收稳健增长，盈利能力持续改善。

2024 年，公司实现整体收入 62.6 亿元，同比增长 10.2%，实现 ARR 34.3 亿元，同比增长 20.0%。其中云服务收入同比增长 13.4%，占营业收入比重达到 81.6%，同比提高 2.3pct；ERP 收入同比下滑 2.1%，进一步向全面云化转型。2024 年，公司订阅收入占比推动毛利率提高 0.9pct 至 65.1%；降本增效下公司销售/行政/研发费用率分别为 40.01%/8.61%/24.21%，同比分别下降 0.84/0.02/1.14pct；公司亏损同比缩窄 0.85 亿元，盈利能力持续改善，2025 年有望扭亏为盈。

此外，2024 年公司合同负债总额持续位居中国软件行业第一，达到 37.24 亿元，同比增长 17.2%，订阅合同负债同比增长 28.5%，较 2024 年上半年增速进一步提升，奠定未来增长基础；应收账款净额为 1.41 亿元，同比小幅增长 5.6%。合同负债及应收情况反映公司业绩增长潜力和健康的经营质量。

金蝶国际(0268.HK)

维持

买入

应瑛

yingying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100010

SFC 编号:BWB917

发布日期：2025 年 05 月 14 日

当前股价：14.16 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
14.38/1.78	6.79/-3.80	50.32/26.14
12 月最高/最低价(港元)		17.06/5.42
总股本(万股)		354,939.88
流通 H 股(万股)		354,939.88
总市值(亿港元)		507.78
流通市值(亿港元)		507.78
近 3 月日均成交量(万)		6551.85
主要股东		
Oriental Tao Limited		10.77%

股价表现



相关研究报告

- 24.08.29 【中信建投计算机】金蝶国际(0268):厚积薄发，利润释放在即
- 22.03.18 【中信建投计算机应用】金蝶国际(0268):2021 年年报点评：现金流超预期，合同负债同比增速亮眼
- 21.08.20 【中信建投计算机应用】金蝶国际(0268):2021 中报简评：收入增长超预期，云业务持续加速

央国企等大企业 IT 需求持续，下半年续费率显著提升。2024 年，苍穹&星瀚实现收入 13.04 亿元，同比增长 32.9%；合同签约金额约 21 亿元，同比增长 51.9%；订阅 ARR 同比增长 30%；续费率达到 108%的高水平。公司 2024 年亏损收窄反映大企业市场盈利能力继续改善，高续费率+高订阅增速奠定大企业市场持续突破基础。

中小企业市场表现符合预期，宏观弱势下续费率稳定，凸显 SaaS 商业模式优越性。2024 年星空实现收入 21.53 亿元，同比增长 10.3%，ARR 增长 18.7%，续费率达 95%。小微整体实现收入 12.29 亿元，同比增长 13.8%，ARR 增长 26.4%，其中星辰收入增长 71.8%，续费率达 93%。中小企业业务整体稳定增长，为公司提供稳定利润来源。

坚定 AI 优先战略，各产品线智能化升级。2024 年，公司加速推进 AI 与 ERP 的融合创新，探索各场景 AI 落地。其中，苍穹升级为企业级 AI 平台，发布 AI 管理助手及苍穹 APP。苍穹 AI Agent 开发平台已签约包括海信、温氏、湖北中烟在内的 20 家客户；星瀚上线超 20 个 AI 应用，包括物产中大智能数据洞察、通威 HR AI 助手、中船九江智能合同管理等智能化产品；星空及小微产品亦全面落地 AI 能力，提高客户经营效率。

投资建议：随着公司持续推进订阅化，面向大中小型市场核心云产品的持续增长，叠加全产品线拥抱 AI 升级，预计公司业绩将持续高速增长，2025-2027 年营业收入分别为 70.12/79.94/92.15 亿元，同比分别增长 12.09%/14.01%/15.27%；净利润为 0.24/1.34/2.69 亿元，同比分别增长 116.60%/466.29%/101.44%，对应 PE 2131/376/187 倍，维持“买入”评级。

表 1: 公司重要财务指标预测

重要财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,679.07	6,255.68	7,012.21	7,994.29	9,215.02
YoY(%)	16.71	10.15	12.09	14.01	15.27
净利润(百万元)	-209.89	-142.07	23.59	133.56	269.05
YoY(%)	46.07	32.31	116.60	466.29	101.44
毛利率(%)	64.17	65.07	65.80	66.14	66.60
净利率(%)	-4.75	-2.95	0.42	2.08	3.64
ROE(%)	-2.44	-1.76	0.29	1.63	3.17
EPS(摊薄/元)	-0.06	-0.04	0.01	0.04	0.08
P/E(倍)	-239.46	-353.77	2130.93	376.30	186.81
P/B(倍)	5.84	6.24	6.23	6.12	5.93

资料来源: iFind, 中信建投

风险分析

（1）盈利不及预期风险：前述报告的盈利预测内容是基于业务正常发展的中性判断，如果宏观经济环境持续弱势，企业对于数字化的需求延迟甚至收缩，可能会对公司的经营造成不利影响；

（2）市场竞争风险：ERP 领域主要竞争对手包括海外的 SAP、Oracle，以及国内的用友网络、浪潮软件等。上述海外龙头具有较大资产规模和较久品牌认知度；国内对手则同样具备本土化的优势。随着竞争逐步加剧，如公司不能充分发挥和维持现有的竞争优势，则有可能导致公司市场份额的下降，从而导致公司业务毛利率和盈利能力下滑；

（3）产品研发不及预期风险：公司在核心云产品持续投入研发，推出苍穹、星瀚、星空、星辰、精斗云等一系列产品，未来还将进一步加大对星空旗舰版的研发。如果公司相关研发进展不及预期，或者产品性能不能满足客户需求，可能会造成公司客户流失，从而影响公司经营情况；

（4）政策推进不及预期风险：目前，国家出台了一系列政策推进国央企数字化转型和国产化替代。公司正持续拓展大型企业客户，且这类客户对于政策较为敏感。如果相关政策的落地节奏不及预期，可能会延迟公司产品的推广的进度；

（5）云化推广不及预期风险：国内大型企业重视数据安全和经营稳定，其出于对数据泄露、数据滥用等安全风险，以及对云服务供应商可靠性的考虑，对公有云的接受程度较低，或将影响公司云订阅产品的推广进度。

分析师介绍

应瑛

中信建投证券计算机行业首席分析师，伦敦国王学院硕士，5年计算机行业研究经验。2021年加入中信建投，深入覆盖医疗信息化、工业软件、云计算、网络安全等细分领域。

研究助理

李楚涵

lichuhan@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk