



金蝶国际 (00268.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

云化“蝶变”之后，再看企业级 Agent

投资逻辑

- 国内企业服务 SaaS 领军。公司 1995 年推出国内第一款基于 Windows 的财务管理软件，2007 年开始转云，2024 年云服务收入占比达 81.6%，面向大、中、小客群拥有星瀚&苍穹、星空、星辰三大核心产品解决方案。
- 总量视角看，云转型后公司具备了更强的收入增长韧性（16-24 年保持正增长）、更高的人效（20-24 年人均创收 CAGR 达 10%）、更低的费用率（20-24 年销售/研发费率分别改善 2.45pp/5.10pp）与更健康的现金流（24 年经营现金流回归历史高位），云服务 OPM 在 23 年首度转正，24 年提升至 6%。
- 结构视角看，1) 24 年苍穹&星瀚收入约为 13.0 亿元，占比 20.8%，净金额续费率 NDR 连续 5 个季度维持 108%。需求侧看 ERP 信创，政策要求央国企 25/27 年底前完成非可控 ERP 系统/信息化系统的全面替代。供给侧看苍穹&星瀚作为业内首个云原生 EBC，签约客户达 2,110 家。2) 24 年星空收入约为 21.5 亿元，占比 34.3%，NDR 保持在 94%以上。需求侧看中小企业向“专精特新”发展的数字化转型诉求，供给侧看星空“五力成长飞轮”+“SRDI”框架，近 1.5 万家专精特新“小巨人”中星空客户占比 46%。3) 24 年星辰（小微财务云）收入约为 12.3 亿元，占比 19.6%，24 年 NDR 提升至 93%。需求侧看小微企业普遍存在销售订单手工录入，进销存数据分离，出入库单据手工记录，生产排期无标准的 BOM 单等问题，亟需数字化转型，且小微企业受限预算对 SaaS 的接受度更高。供给侧看星辰数电票全流程实现业财税一体化，已覆盖 43.5 万小微企业。
- 从交付效率到交付效果，Agent 的实质是打造“数字化员工”。后 DS 时代 SaaS 厂商掌握“数据+入口”优势，Agent 落地有望参与客户收入分成。公司 2017 年起布局 AI，2023 年发布金蝶云·苍穹 GPT 大模型平台及中国首个财务管理大模型，目前已在财务、人力、营销等 7 大场景形成 Agent 能力。

盈利预测、估值和评级

- 我们预计公司 25~27 年营业收入分别为 70.1/80.5/93.8 亿元，归母净利润分别为 0.8/4.9/10.7 亿元。采用市销率法，给予公司 25 年 8 倍 PS 估值，目标 16.98 港元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- Agent 技术与商业化落地不及预期的风险；企业服务软件行业竞争加剧的风险；云业务盈利不及预期的风险。

计算机组

分析师：孟灿（执业 S1130522050001）

mengcan@gjzq.com.cn

联系人：孙恺祈

sunkaiqi@gjzq.com.cn

市价 (港币)：13.080 元

目标价 (港币)：16.98 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,679	6,256	7,006	8,054	9,376
营业收入增长率	16.71%	10.15%	11.99%	14.96%	16.42%
归母净利润(百万元)	-210	-142	80	494	1,068
归母净利润增长率	46.07%	32.31%	156.06%	520.00%	116.30%
摊薄每股收益(元)	-0.06	-0.04	0.02	0.14	0.30
每股经营性现金流净额	0.18	0.26	0.17	0.44	0.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.44%	-1.76%	0.98%	5.73%	11.02%
P/S	7.28	4.89	6.18	5.38	4.62
P/B	4.81	3.80	5.79	5.46	4.86

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、上云之后：抗周期增长韧性+高人效客户粘性+现金流前置获取	5
1.1 产品形态：ERP License→ERP 上云→云原生 EBC，从单体架构转变为平台生态	5
1.2 财务形态：2024 年云服务收入占比超过 80%，云转型推动财务指标多维优化	7
二、成长驱动：高性价比 SaaS 产品助力三类客户国产替代+数字化转型	11
2.1 苍穹&星瀚：业内首个云原生 EBC，108%高续费率逐浪百亿国产替代市场	13
2.1.1 需求侧—信创驱动 ERP 国产化替代，市场空间约为 100 亿元	13
2.1.2 供给侧—苍穹&星瀚作为业内首个云原生 EBC，助力 2,000+家大型企业国产替代	13
2.2 星空：赋能中小企业“专精特新”，潜在市场空间约为 70 亿元	14
2.2.1 需求侧—政策驱动培育超 14 万专精特新企业，创造 70 亿元 ERP 市场空间	14
2.2.2 供给侧—“五力成长飞轮”+“SRDI”解决专精特新企业痛点，居公司收入主体	15
2.3 星辰：业财税智能闭环破解小微企业痛点，续费率持续向上领航百亿市场	16
2.3.1 需求侧—业财税一体化指明小微企业数字化转型方向，SaaS 市场约为 100 亿元	16
2.3.2 供给侧—星辰数电票全流程实现业财税一体化，覆盖 43.5 万小微企业	17
三、AI+SaaS：从交付效率到交付效果，Agent 的实质是打造“数字化员工”	18
3.1 DS 开源模型实现十倍降本，SaaS“数据+入口”壁垒驱动数字劳动力革命	18
3.1.1 DS 实现“算法+算力”平权，以降数量级成本追平 o1	18
3.1.2 DS 之后—SaaS 掌握“数据+入口”壁垒，非公开数据+入口效应	19
3.1.3 AGI 进入 Level 3 赛点，人机协作进入数字劳动力阶段	19
3.2 多模态大模型重构技术业务逻辑，Agent 化商业模式有望参与收入分成	20
3.2.1 DS 之后—①技术逻辑：Agent 解决企服软件定制化难题	20
3.2.2 DS 之后—②业务逻辑：Agent 化后的 SaaS 实质是 SaaS	21
3.2.3 DS 之后—③商业逻辑：从 CapEx 到 OpEx，再到 VabEx	21
3.3 从“云原生”到“AI 原生”，苍穹 AI 云平台初具 Agent 能力	22
四、盈利预测及估值	25
4.1 盈利预测：25 年公司有望实现约 70.1 亿元营收，归母净利扭亏转正	25
4.2 投资建议及估值：给予公司 25 年 8X PS，看 560 亿元目标市值	27
五、风险提示	27



图表目录

图表 1: 发展历程: 从财务软件到 EBC 生态的三十年蝶变.....	5
图表 2: 公司产品覆盖传统许可软件及云服务解决方案.....	6
图表 3: ERP→EBC, 从单体架构转变为平台生态.....	6
图表 4: 公司提出“平台+人财税+生态”核心战略, 构建新一代智能 EBC.....	7
图表 5: 2024 年公司云服务收入占比超过 80%.....	8
图表 6: 公司近 8 年营业总收入 CAGR 高达 16.4%.....	8
图表 7: 与传统 ERP 公司相比, 公司收入韧性显著较强.....	8
图表 8: 公司人均创收逐步提升, 近 4 年 CAGR 达 10%.....	9
图表 9: ARR 收入持续保持增长, 2024 年占比达 54.8%.....	9
图表 10: 云转型阶段公司毛利率短期承压.....	9
图表 11: 参考海外云订阅企业, 毛利率长期有望回升.....	9
图表 12: 公司销售费率持续下降, 研发费率先升后降.....	10
图表 13: 参考海外云订阅企业, 长期看研发费率趋稳, 销售费率有望持续改善.....	10
图表 14: 云业务收入占比增长驱动应收账款占比下降.....	10
图表 15: 2024 年经营性现金流净额回到历史高位.....	10
图表 16: 云服务业务盈利逐步改善, 2024 全年云服务 OPM 达 6%.....	11
图表 17: 2024 年公司 SaaS 收入中超过 90%由苍穹&星瀚、星空、星辰&精斗云贡献.....	11
图表 18: 苍穹&星瀚、星空、星辰分级匹配大、中、小三类客群部署与成本需求.....	12
图表 19: 大、中、小型企业应用案例: 苍穹&星瀚全链路整合、星空多部门协同、星辰一体化运营.....	12
图表 20: 21 年高端 ERP 市场海外厂商占比超过 65%, 国产替代空间广阔.....	13
图表 21: 2024 年苍穹&星瀚 NDR 为 108%, 增长势能较强.....	14
图表 22: 截至 2024 年苍穹&星瀚签约客户数量达 2,110 家, ARPU 约 62 万元.....	14
图表 23: 全国专精特新“小巨人”企业数量逐年增加.....	15
图表 24: 中小企业→专精特新→小巨人三阶段能力跃升.....	15
图表 25: 星空签约客户数量超 4 万家, ARPU 约 5 万元.....	15
图表 26: 星空产品通用性强, 客户领域多样.....	15
图表 27: “SRDI-1234”整体转型框架助力中小企业数字化转型.....	16
图表 28: 2024 年星空收入约 21.5 亿元, 伴随“专精特新”扩容仍存显著增长空间.....	16
图表 29: 小微企业面临经营数据流通不畅、共享受限等问题, 致使业务效率大打折扣.....	17
图表 30: 星辰财税云助力企业构建“业财税档智能化管理”能力.....	18
图表 31: 星辰签约客户超 43 万家, ARPU 约 3,000 元.....	18
图表 32: 小微财务云 2024 年实现收入 12.3 亿元, 近四年 CAGR 达 44%.....	18
图表 33: DeepSeek V3/R1 追平 OpenAI-o1 模型水平.....	19



图表 34: DeepSeek-R1 推理 API 定价远低于 OpenAI-o1.....	19
图表 35: 后 DS 时代, AI 应用软件侧的核心壁垒是“数据+入口”.....	19
图表 36: OpenAI 发展五阶段路线图	20
图表 37: AI Agent 需要的核心能力	20
图表 38: 人类与 AI 协同的三种模式的迭代进化.....	20
图表 39: “X2X”大模型趋势显现, 增强 RAG 解决企业服务非结构化数据处理难题.....	21
图表 40: 商业模式及客户预算决策发展演变过程.....	21
图表 41: 商业逻辑为“价值分成”或“基础订阅+按次收费”.....	22
图表 42: 加速 AI 应用落地进程, 全面接入 DeepSeek 大模型.....	22
图表 43: 金蝶云“AI+管理”解决方案覆盖七大场景	23
图表 44: 金蝶云苍穹 Agent 目前可落地场景详解	24
图表 45: 三条核心产品线的收入预测逻辑.....	25
图表 46: 2025 年公司有望实现约 70.1 亿元营收, 归母净利扭亏转正	26
图表 47: 2025 年公司 PS 约为 6.1X, 低于可比公司平均估值	27



一、上云之后：抗周期增长韧性+高人效客户粘性+现金流前置获取

1.1 产品形态：ERP License→ERP 上云→云原生 EBC，从单体架构转变为平台生态

公司始创于 1993 年，是全球领先的企业管理云 SaaS 公司，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。公司三十年间精准把握行业动向，实现从财务管理软件向 SaaS 软件企业的转型，产品转型思路是从传统本地部署的 License 收费模式转变至云端部署的订阅模式，发展历经“财务软件”、“从财务软件到 ERP”、“ERP 云托管”、“从云托管到云原生”、“从云原生到 AI”五个阶段：

1) 1993-1998 年-财务软件服务时期：1994 年，微软公司推出了第一个简体中文版本的 Windows 操作平台 Windows 3.2，公司随之推出了国内第一款基于 Windows 操作平台的财务管理软件“金蝶财务软件 For Windows 1.0 版”。

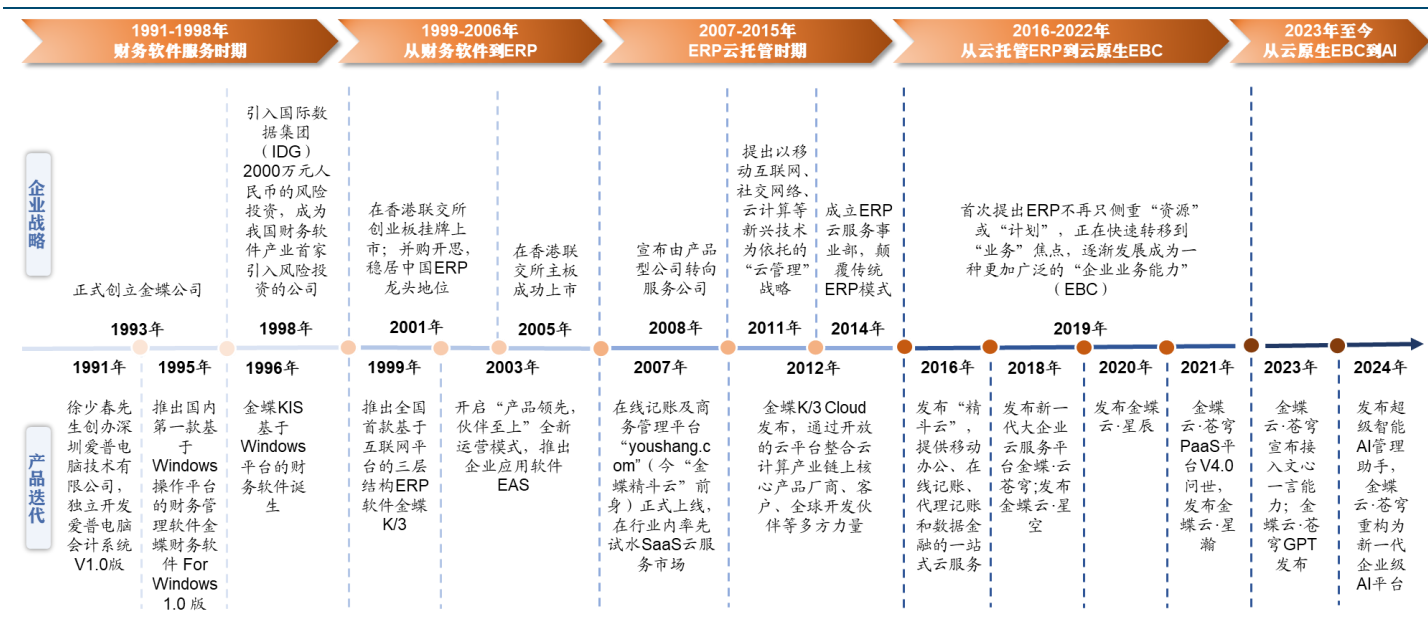
2) 1999-2006 年-从财务软件到 ERP：公司探索进入 ERP 软件市场，分别面向大型企业、中型企业、小微企业推出 EAS、K/3 WISE、KIS 传统许可软件产品，通过授予客户 License（产品许可文件）使用 ERP 产品。

3) 2007-2015 年-ERP 云托管：2007 年，公司旗下在线记账及商务管理平台“youshang.com”（今“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，基于互联网将产品提供给企业，帮助企业建立基于互联网的产业链协作管理应用。随后公司在 2011 年提出云托管战略，颠覆传统 ERP 模式，陆续发布面向大型企业的 EAS Cloud、面向中型企业的 K/3 Cloud 和面向小微企业的 KIS Cloud。

4) 2016-2022 年-从云托管到云原生：公司破除传统企业数字化单体架构与思维模式，建立新的产业互联网云生态，将战略聚焦在“平台+人财税+生态”上，发布金蝶云·苍穹 PaaS 平台，面向大中小微企业客户分别形成星瀚、星空、星辰、精斗云四大解决方案。

5) 2023 年至今-从云原生到 AI：公司将 AI 转型定义为继云转型后的核心战略。2023 年金蝶云·苍穹 GPT 发布。2024 年推出智能 AI 管理助手，逐渐将金蝶云·苍穹重构为新一代企业级 AI 平台。

图表1：发展历程：从财务软件到EBC生态的三十年蝶变



来源：公司官网，金蝶官方服务号、金蝶云星辰微信公众平台，国金证券研究所



图表2：公司产品覆盖传统许可软件及云服务解决方案

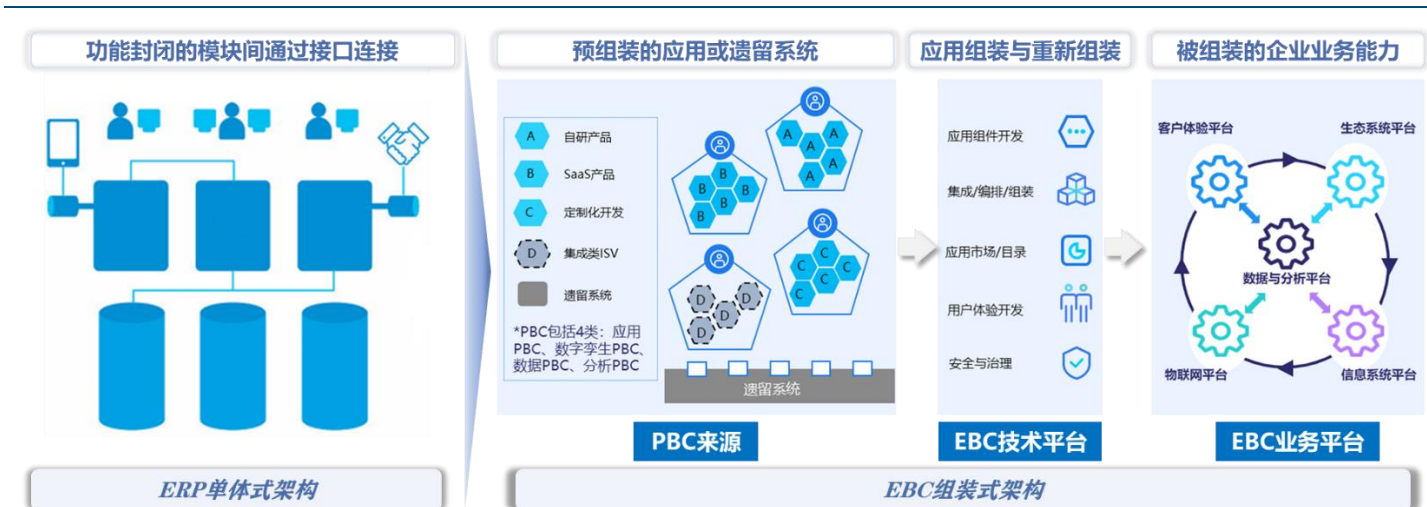
企业类型	传统许可软件产品	云服务		
		云托管 ERP	云原生 EBC	PaaS
大型企业	EAS	EAS Cloud	星瀚	苍穹
中型企业	K/3	K/3 Cloud	星空	
小微企业	KIS	KIS Cloud	星辰 精斗云	

来源：公司官网，金蝶 KIS 微信公众号，国金证券研究所

公司从云托管 ERP 转型到云原生 EBC，从单体式架构转变为平台生态。ERP 是集成的信息管理系统，通过自动化和整合企业内部的关键业务流程，使得各个部门可以共享信息、协同工作，从而实现资源的最优配置。EBC 则包括业务平台和技术平台，业务平台是面向企业市场构建和组装的预组装应用平台，企业可以根据自身需求选择其中一个或多个平台进行建设；技术平台是支撑 EBC 业务平台的技术底座。相较于 ERP，EBC 从“对企业内部资源进行合理分配和管控”向“为实现企业业务目标而执行特定活动或流程的能力”进化，关注企业能力的长期发展和竞争策略。

- 从单体架构到可组装架构：ERP 主要基于套装产品，EBC 则转向可组装架构，将系统分解为模块化的组件，由一个个 PBC（封装业务能力，Packaged Business Capability）组装而成，可以根据需要组装以满足不同业务场景或需求，增强企业韧性，帮助企业根据外部环境的变化进行快速重组应变。
- 从内部管理到产业链生态：ERP 注重企业内部研产销等经营活动的效率和成本管理；EBC 注重链接上游供应商和下游渠道，构造从战略寻源、采购管理、营销管理到客户体验等全链协同业务场景，与上下游实时协作管理整个产业链。
- 从图形用户界面到自适应用户体验：EBC 从传统的静态 GUI 界面转变为可以根据用户工作流程灵活调整的互动界面，降低用户使用应用程序的难度。
- 从规则自动化到自动决策：ERP 基于传统预置规则的流程自动化，EBC 则向以元数据驱动的嵌入式智能和流程自主编排的能力进化，同时将决策能力融入业务系统和流程执行，提供战略建议。

图表3：ERP→EBC，从单体架构转变为平台生态



来源：金蝶《从 ERP 到组装式 EBC》，金蝶《2024EBC 白皮书》，国金证券研究所

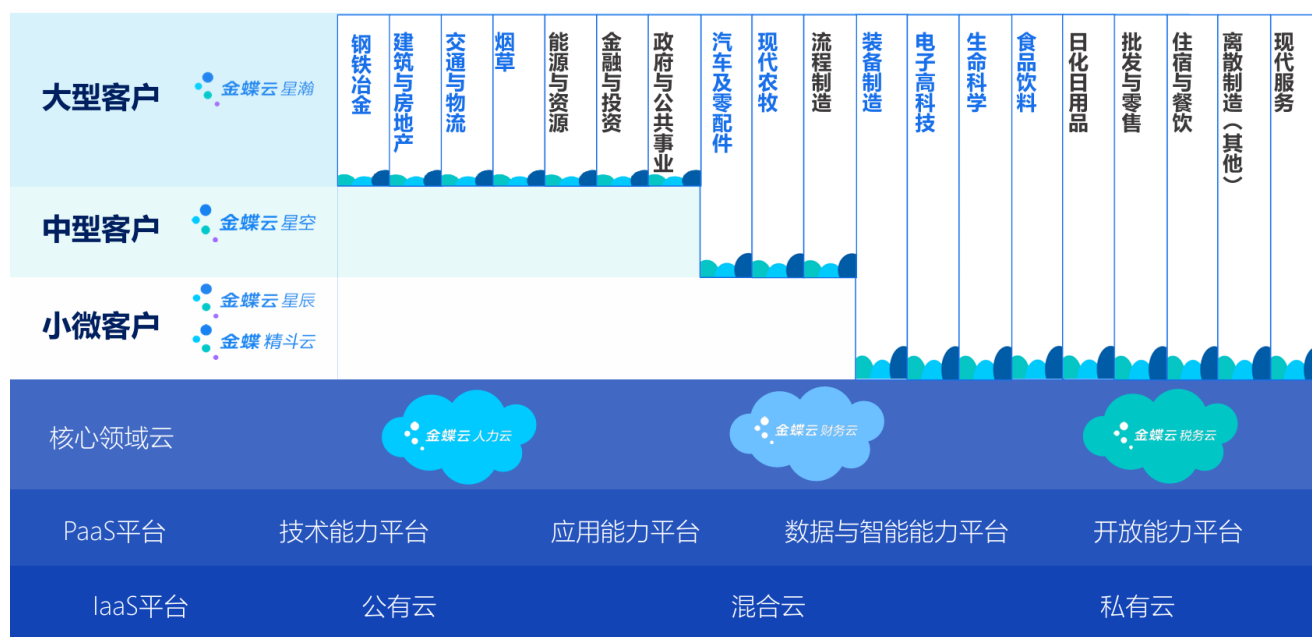
金蝶 EBC 由金蝶 EBC 技术平台（PaaS）与金蝶 EBC 业务平台（SaaS）构成。金蝶 EBC 技术平台即金蝶云·苍穹，公司将其定位为大企业数字共生平台，核心目标是为企业构建



EBC 五大能力，包括连接客户的能力、连接生态伙伴的能力、连接设备的能力、连接员工的能力以及数据分析能力。金蝶 EBC 业务平台是面向大中小型企业市场构建和组装的预组装应用平台：

- 星瀚聚焦大型集团企业，依托财务中台、企业绩效管理（EPM）及全球司库管理系统三大核心模块，全面覆盖集团财务、税务、全球化人力资源配置与生产采购协同等数字化管理场景，助力大企业国产化替代；
- 星空作为集成“ERP+MES（制造执行系统）+ PLM（产品生命周期管理）”一体化 SaaS 解决方案，助力中型企业实现研发、制造、供应链、营销与财务的全面升级；
- 星辰则专为成长型小微企业设计，着力构建标准化业务流程框架，打通内外协同通道，系统提升财税处理效率与数据驱动的经营决策能力。

图表4：公司提出“平台+人财税+生态”核心战略，构建新一代智能EBC



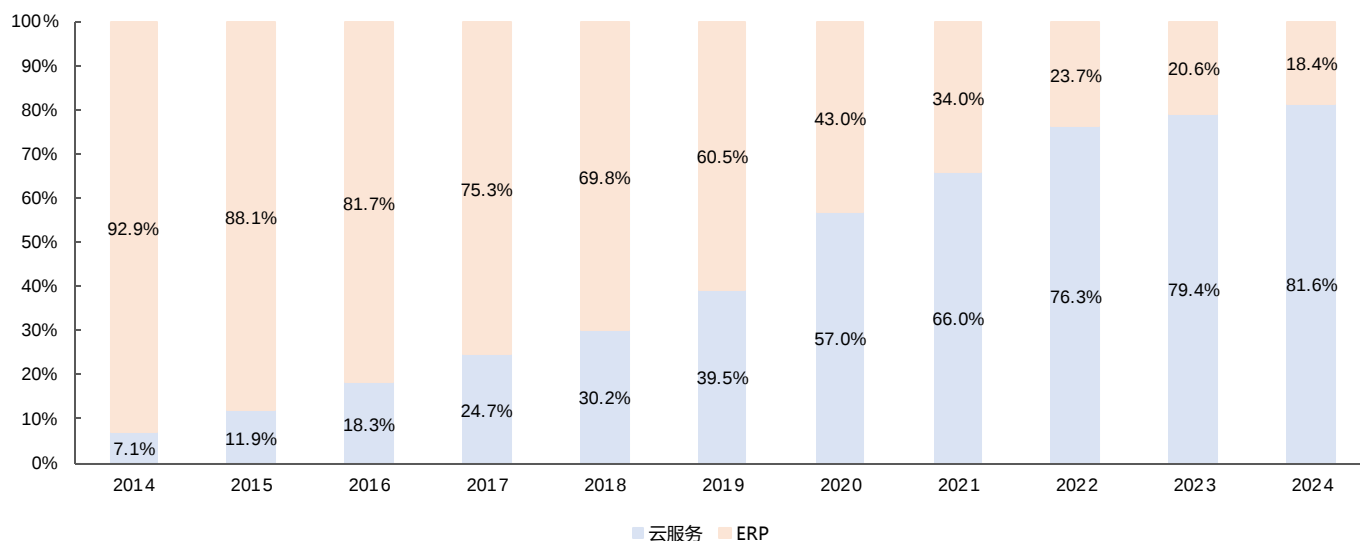
来源：公司 IRPPT，国金证券研究所

1.2 财务形态：2024 年云服务收入占比超过 80%，云转型推动财务指标多维优化

公司于 2011 年开始云转型，自启动云战略以来，公司通过“断腕式”转型剥离部分传统 ERP 业务（如 2016 年出售金蝶医疗），将资源全面向云服务倾斜。2024 年，公司云服务收入占比已提升至 81.6%。公司董事会主席兼 CEO 徐少春在 2024 年业绩发布会中表示“金蝶云转型已经成功”。我们认为，公司目前的财务路径已经清晰呈现出云化企业的典型特征，云转型成功的前提下，公司财务指标有望从营业收入、人均创收、成本结构和现金流等方面得到进一步优化。



图表5: 2024 年公司云服务收入占比超过 80%

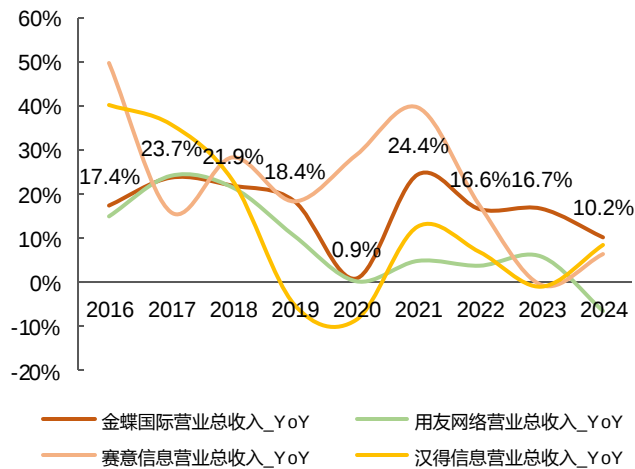
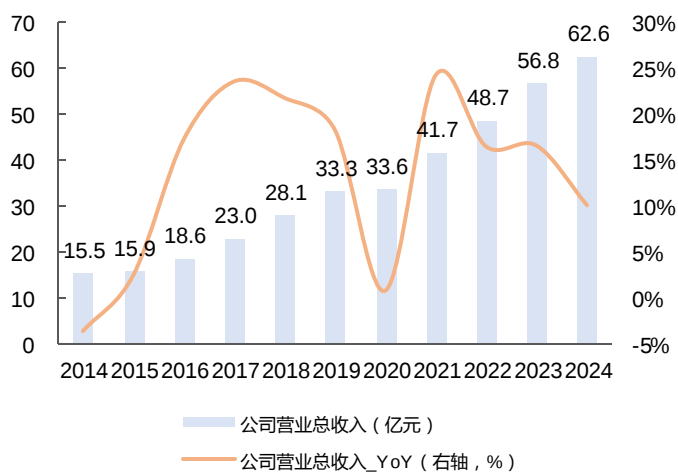


来源: 公司财报, 国金证券研究所

云转型显著提升公司的收入增长韧性。与国内其他尚未转云或转云程度较浅的 ERP 友商用友网络、赛意信息、汉得信息相比, 公司 16-24 年营收增速未见负增长, 其营收增长的稳定性和抗周期性较为显著。公司云化之后产品由一次性收费转变为按年收费的租赁模式, 客户付费门槛降低, 有助于提高客户的付费意愿和客户黏性。

图表6: 公司近 8 年营业总收入 CAGR 高达 16.4%

图表7: 与传统 ERP 公司相比, 公司收入韧性显著较强



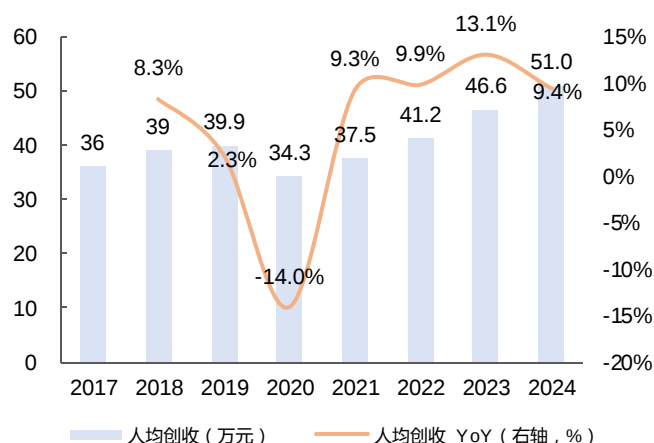
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

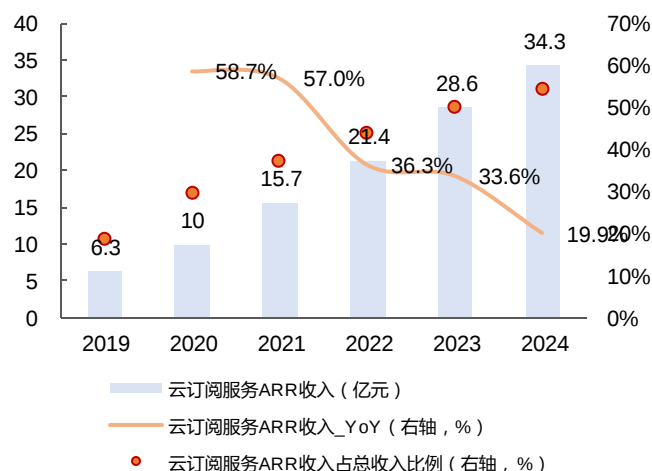
云订阅 ARR 提升驱动公司人均创收增长。2024 年公司人均创收提升至 51 万元, 同比增长 9.4%。我们认为, 人效持续提升的实质是公司 ARR 与 NDR 的稳定增长。2024 年公司云订阅服务年经常性收入 (ARR) 增长 20% 至 34.3 亿元, 星瀚、星空、星辰产品净金额续费率 (NDR) 分别为 108%、95%、93%, 在云订阅续费率持续维持高位的前提下, 单客户维护成本降低, 公司员工对客户的覆盖效率提升。



图表8: 公司人均创收逐步提升, 近4年CAGR达10%



图表9: ARR收入持续保持增长, 2024年占比达54.8%



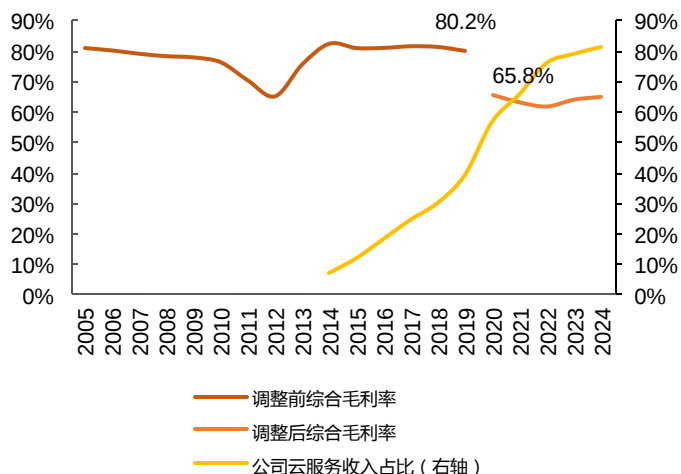
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: 公司 IRPPT, 国金证券研究所

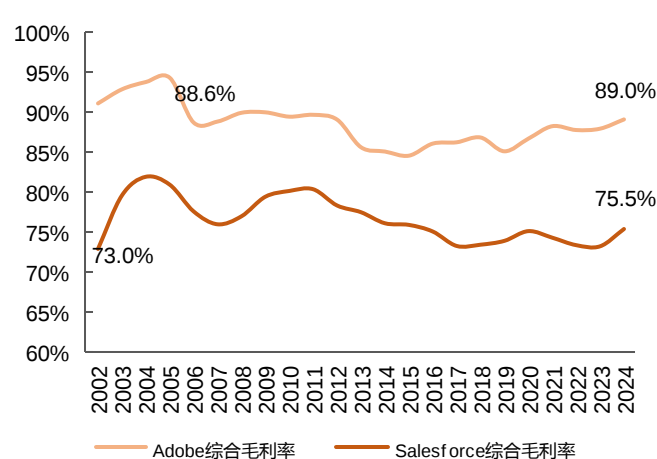
转型期毛利率短期承压, 长期有望提升。2020年公司毛利率从2019年的81.2%下滑至65.8%, 主要受会计确认口径调整、IaaS成本占比提升和业务转型影响。2020年, 公司认为与ERP和云实施相关的外包服务费与向客户的产品直接相关, 故将其调整计入营业成本, 造成当年毛利率和销售费用率的大幅波动。同时公司主动停售传统软件产品KIS和K/3 WISE, 也对毛利率带来一定程度的负向影响。2021-2024年公司毛利率稳定在60%~65%区间。

全球范围看, Adobe在SaaS模式的基础上推出了Adobe Creative Cloud, Salesforce也在客户端成功将CRM服务从企业资产变成了企业日常费用。参照Adobe和Salesforce的转型路径可见, 毛利率在云订阅模式转型过程中下滑是行业共性。长期来看, 随着云业务规模扩大、AI技术降低运维成本, SaaS企业的毛利率长期有望回升。

图表10: 云转型阶段公司毛利率短期承压



图表11: 参考海外云订阅企业, 毛利率长期有望回升



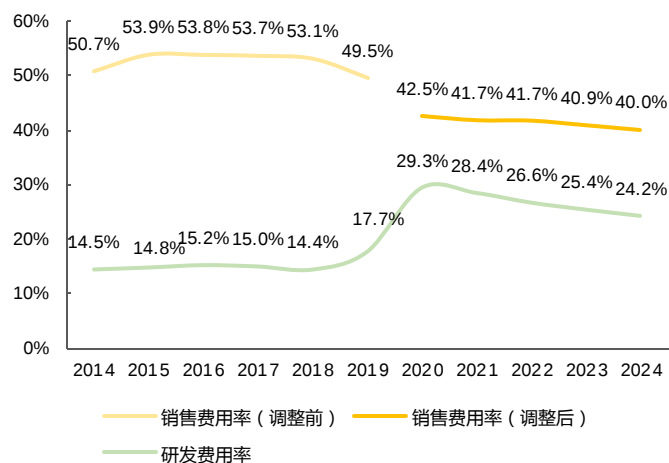
来源: iFinD, 公司财报, 国金证券研究所 (注: 公司2020年起将与ERP和云实施相关的外包服务费计入成本。)

来源: iFinD, 国金证券研究所

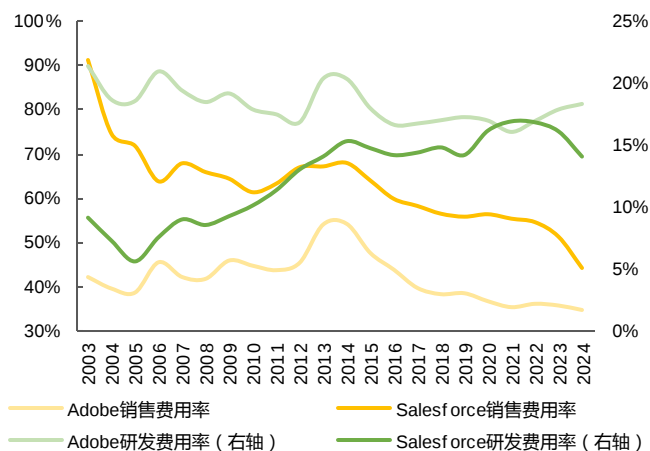
长期看公司销售费用率有望下降, 研发费用率有望趋稳。1) 2020年销售费用率因会计确认口径调整有大幅下降, 2021-2024年由42.5%降至40%。2) 研发费用率在2020年由2019年的17.7%明显上升至29.3%, 主要由于公司停售部分传统软件产品、加大苍穹平台研发, 研发资本化率由2019年的73.4%下降至35.6%。随后公司研发费用率逐年下降, 期间公司持续进行技术创新, 金蝶云·苍穹从2020年的V3.0版本持续迭代至目前的V7.0版本, 同时公司不断推出AI助手“小K”、苍穹GPT等创新功能。我们认为, 参考Adobe/Salesforce稳态研发费率和持续降低的销售费率, 因客户粘性较强, 公司未来的销售费率有望持续下降, 研发费率考虑AI投入与SaaS迭代有望趋稳。



图表12：公司销售费率持续下降，研发费率先升后降



图表13：参考海外云订阅企业，长期看研发费率趋稳，销售费率有望持续改善

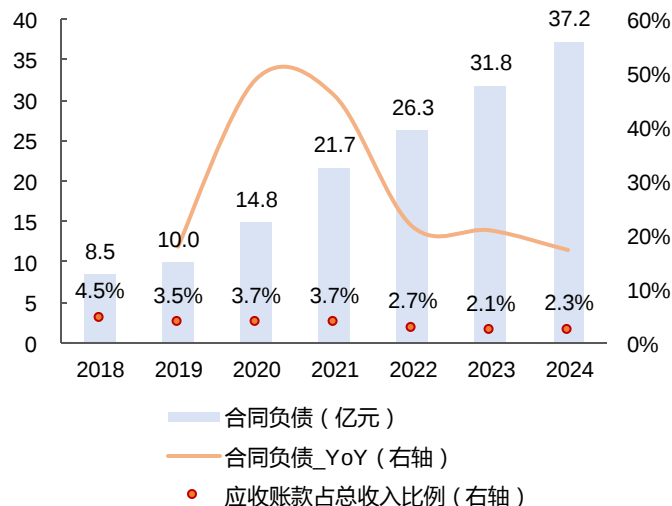


来源：iFinD，国金证券研究所（注：公司2020年起将与ERP和云实施相关的外包服务费计入成本。）

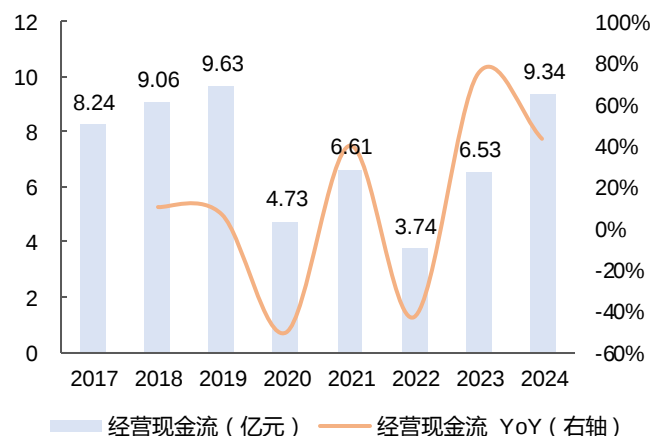
来源：iFinD，国金证券研究所

云化带来更高的合同负债与更少的应收账款。在SaaS云订阅模式下，客户预付订阅费用才能够使用服务，进而形成合同负债直接转化为当期现金流入。随着公司云服务收入占比提升，2024年合同负债达到37.2亿元，同比增长17.1%。另一方面，公司应收账款占比逐年下降，2024年应收账款余额仅1.41亿元，这一变化源于云原生架构使交付周期相比传统ERP缩短，客户验收效率提升。在双因子共同驱动下，2024年公司经营现金流同比增长43%至9.34亿元。

图表14：云业务收入占比增长驱动应收账款占比下降



图表15：2024年经营性现金流净额回到历史高位



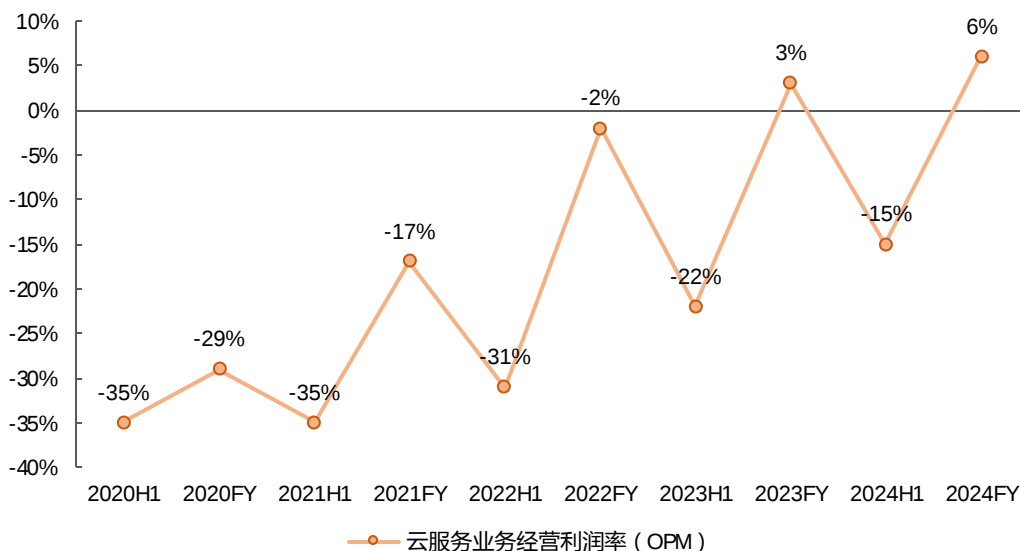
来源：iFinD，公司财报，公司IRPPT，国金证券研究所

来源：公司IRPPT，国金证券研究所

云转型之后，公司具备了更强的收入增长韧性、更高的人效、更低的费用率与更健康的现金流，上述财务指标的优化共同驱动了云服务OPM的改善。公司云服务业务经营利润率（OPM）自2023年起转正，2024年达到6%，验证了云转型下盈利模型的可行性。我们认为，未来由于毛利率和费用率仍存优化空间、ARR收入占比提升持续降低单客维护成本，公司OPM的改善具有持续性。云化转型的成功，最终体现为公司从“高增长高投入”向“高质量盈利”商业模式的改变。



图表16：云服务业务盈利逐步改善，2024 全年云服务 OPM 达 6%

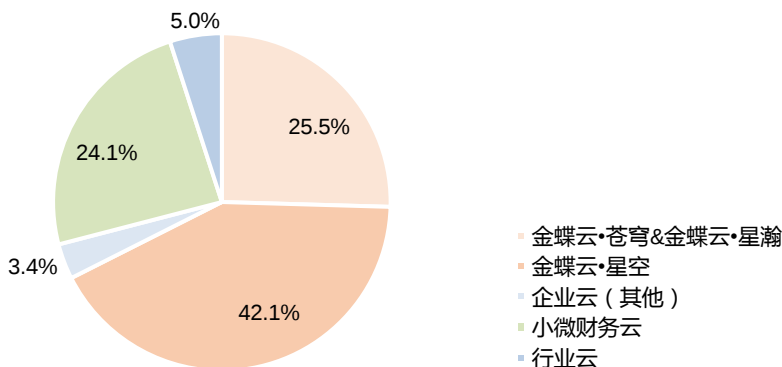


来源：公司 IR PPT，国金证券研究所

二、成长驱动：高性价比 SaaS 产品助力三类客户国产替代+数字化转型

公司通过苍穹&星瀚、星空、星辰&精斗云三类 SaaS 产品，构建了覆盖超大型企业、成长型企业和小微企业的完整产品矩阵。2024 年 SaaS 业务收入占比超过 80%，SaaS 业务收入中苍穹&星瀚占比约 25.5%、星空占比约 42.1%、小微财务云（星辰&精斗云）占比约 24.1%。

图表17：2024 年公司 SaaS 收入中超过 90%由苍穹&星瀚、星空、星辰&精斗云贡献



来源：公司财报，国金证券研究所

苍穹&星瀚、星空、星辰三类 SaaS 产品分层覆盖三类客群，基于不同的客户需求在技术架构和部署模式上存在差异。

- 目标客户与需求：苍穹&星瀚面向大型央企、国企及头部民企，在功能上支持企业的财务、供应链、人力资源、客户管理等多种复杂场景，定制化需求较多；星空满足中小企业“降本增效”核心诉求，提供全面的云端解决方案，包括企业成本管理、财务管控、销售管理、客户管理等一系列管理服务，存在一定的定制化需求，主要包括调整报表和审批流；星辰主要面向商贸零售类小微企业，解决小微企业费用报销、订单管理等在线经营问题，定制化需求较少，以零代码修改基础字段为主。
- 技术架构：苍穹&星瀚集成数百个系统，以私有云或混合云为主，内嵌低代码开发家族、技术中台、业务中台、数据中台等，自主可控；星空是一个云端 ERP 管理软件，由十余个业务系统构成，提供开箱即用的标准功能（如库存预警、销量预测），公有云部署占比较高；星辰以轻量级 SaaS 为主，支持 3 个第三方应用，主要通过公有云部署。



- 部署模式：苍穹&星瀚制定长期规划，部署需要 3~5 年完成；星空注重短期见效，部署周期 6~12 个月；星辰部署周期缩短至 1~3 个月，能够实现快速上线。

图表18：苍穹&星瀚、星空、星辰分级匹配大、中、小三类客群部署与成本需求

产品线	部署周期	价格	定制化比例	系统集成量
苍穹&星瀚	3~5 年	数十到数百万元	定制化需求较多	集成数百个系统 (需支持全球化扩张,私有云或混合云为主)
星空	6~12 个月	13,800~63,800 元/年起	存在一定的定制化需求,主要调整报表和审批流	十余个业务系统 (满足业务增长需求,公有云为主)
星辰	1~3 个月	1,500~4,000 元/年起	定制化需求较少,零代码修改基础字段	3 个第三方应用 (当前业务够用即可,公有云)

来源：金蝶云星瀚、金蝶云星空、前端科技、湖北蝶创云计算有限公司、盒子在线、甘肃云飞扬、云技术微信公众平台，公司官网，国金证券研究所

图表19：大、中、小型企业应用案例：苍穹&星瀚全链路整合、星空多部门协同、星辰一体化运营

产品线	案例公司	客户背景	业务痛点及核心诉求	解决方案	实施效果
苍穹&星瀚	河钢集团	中国第一大家电用钢、第二大汽车用钢供应商，海洋工程、建筑桥梁用钢领军企业，在 MPI 中国钢铁企业竞争力排名中获“竞争力极强”最高评级。	①相应职能管理系统繁杂，相互独立，缺乏统一管控，工作效率低下。 ②集团内数据海量且碎片化，难以形成真实准确的数据库。 ③系统异构，业务对接断层。	①构建以公共服务为核心的智能管理综合平台“河钢在线”。 ②构建数据服务平台，实现集团数据标准化。 ③构建业务服务平台，实现集团集中管控。	①有效衔接集团营销、采购、投资、集团财务各业务环节信息协同及数字化转型。 ②价政下发至审批过程由原来 3 天缩短至 0.5 天。 ③链接 9000+客户，提高了客户准入质量，信息协同实效性，经营数据准确性及时性。
星空	汇中仪表	国内超声测流领域首家上市公司，入选 2020 年第二批国家级专精特新“小巨人”名单。	①系统分散，基础数据不统一；组织扩张，内部交易效率低。 ②成本粗放，利润分析能力弱。 ③单打独斗，上下游链接不足。	①建立起统一的集团数据中心。 ②报表工具提供自主搭建数据分析模型的能力。 ③链接 100 多家供应商，实现询价比价、订单、收货、备货、库存、往来的全流程协同。	①通过 PLM+ERP+MES 一体化平台，打通企业数据壁垒。 ②业财税一体化，产品成本透明化，凭证自动化率超过 95%。 ③多组织业务协同，供应连上下游合作共赢。
星辰	潘祥记	于 1941 创立，荣获“云南老字号”、“中国驰名商标”、“专精特新中小企业”等荣誉，已有 160 多家线下门店。	①订单处理和往来对账工作量大，效率低、易出错。 ②各个门店的收银系统没有统一，会员权益难以统一管控。 ③数据无法互通，缺乏数据分析。	①经销商线上自助下单，线上储值 and 支付，订单自动汇总后进行生产和发货。 ②加盟和直营门店共用一套会员系统，实现会员的隔离经营。 ③借助系统报表为生产、门店配货、营销计划等提供数据支撑。	①实现了门店的数字化升级和线上线下一体化运营。 ②吸引会员到店消费，提升会员复购。 ③通过门店销售分析可以依据客户口味的变化更好的研发新品。

来源：公司官网，金蝶云星辰微信公众平台，国金证券研究所



2.1 苍穹&星瀚：业内首个云原生 EBC，108%高续费率逐浪百亿国产替代市场

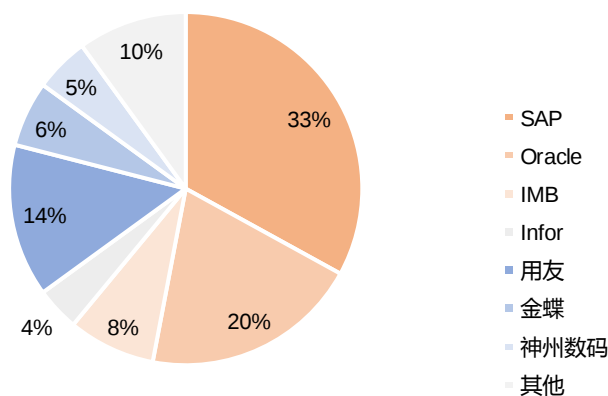
2.1.1 需求侧—信创驱动 ERP 国产化替代，市场空间约为 100 亿元

2022 年 9 月国资委下发《国资委 79 号文件》，全面指导并要求国央企落实信息化系统的信创国产化改造，明确要求所有中央企业 2022 年 11 月前完成信创改造方案规划、2023 年 1 月起每季度报送改造进度、2027 年底前实现信息化系统的国产替代，做到“全面替换”“应替就替”“能替就替”。

高端 ERP 是大型央国企进行企业管理的核心工具。高端 ERP 系统适用于大型企业或复杂业务环境，能够提供更全面、定制化和高性能的解决方案，而普通 ERP 系统则适用于中小型企业或相对简单的业务场景。在全球不确定性加剧的背景下，ERP 系统的国产化替代被提升至国家战略安全高度。2023 年国资委发布《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，要求央国企在 2025 年前完成非可控 ERP 系统的全面替代，并纳入“科改示范行动”考核体系。根据工信部《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》，到 2025 年，我国关键软件核心技术需实现突破，产业链供应链韧性显著增强，信创产业生态全面完善。ERP 系统的国产化替代成为央国企“对标世界一流”行动的关键一环。

海外 ERP 厂商起步较早，《2021 中国工业软件发展白皮书》显示，2021 年大中型企业的高端 ERP 软件仍以国外市场为主，SAP、Oracle、IBM、Infor 分别占比 33%、20%、8%、4%，海外厂商占比超过 65%，国产替代空间广阔。

图表20：21 年高端 ERP 市场海外厂商占比超过 65%，国产替代空间广阔



来源：《2021 中国工业软件发展白皮书》，国金证券研究所

2021 年苍穹&星瀚营业收入 3.9 亿元，在高端 ERP 市场占比 6%，据此测算 2021 年我国高端 ERP 市场规模约为 65 亿元。我们假设 2021-2024 年高端 ERP 市场 CAGR 为 15%，则 2024 年市场规模约为 100 亿元。

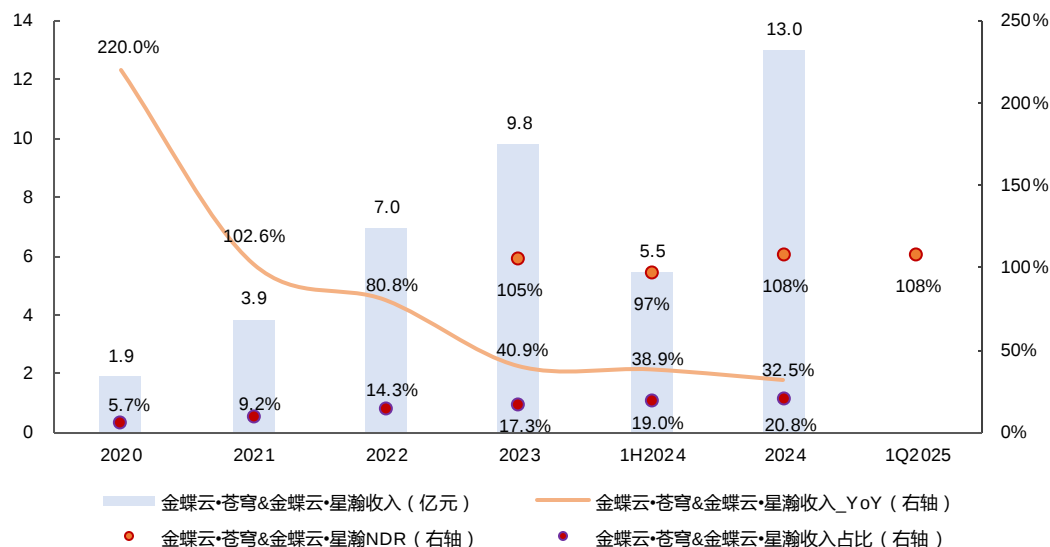
2.1.2 供给侧—苍穹&星瀚作为业内首个云原生 EBC，助力 2,000+家大型企业国产替代

目前仍有部分大型企业未实现国产化替代，主要由于国产 ERP 在核心技术、用户习惯、实施能力等方面与海外厂商存在差距。1) 国产 ERP 在跨国业务处理、复杂的供应链等场景的成熟度仍弱于 SAP、Oracle 等国际软件公司；2) 大型企业由于长期使用国外系统，员工对原有系统操作习惯根深蒂固，同时积累了大量历史数据和复杂业务流程，替换时需确保数据无缝迁移及业务连续性；3) ERP 实施需要深度结合企业管理咨询与业务流程再造，SAP、Oracle 多数依赖埃森哲、IBM 和国际“四大”等著名咨询公司进行实施服务，国内 ERP 厂商目前普遍缺乏兼具技术与行业经验的复合型实施人才。因此，国产 ERP 要做到大型企业大面积的应用，需要加强系统的可扩展性、弹性伸缩和高可用性，建设完善的项目咨询与实施生态。

针对上述问题，苍穹&星瀚作为业内首个面向大企业的云原生 EBC，不断提升云原生架构应用深度。核心技术层面，2024 年升级发布的星瀚 V7.0 提供超过 320 种标准云服务，并涵盖 1,200 多个独立软件供应商 (ISV) 的领域与行业应用，形成覆盖各行各业的解决方案及整个集团全价值链的应用场景；在用户习惯层面，苍穹&星瀚低代码开发适配央国企的遗留系统改造需求，能够实现遗留系统的平移替代、新增实施和国产创新；实施能力层面，苍穹&星瀚和战略咨询交付伙伴、专业服务伙伴、营销伙伴深度合作，提高实施交付能力。



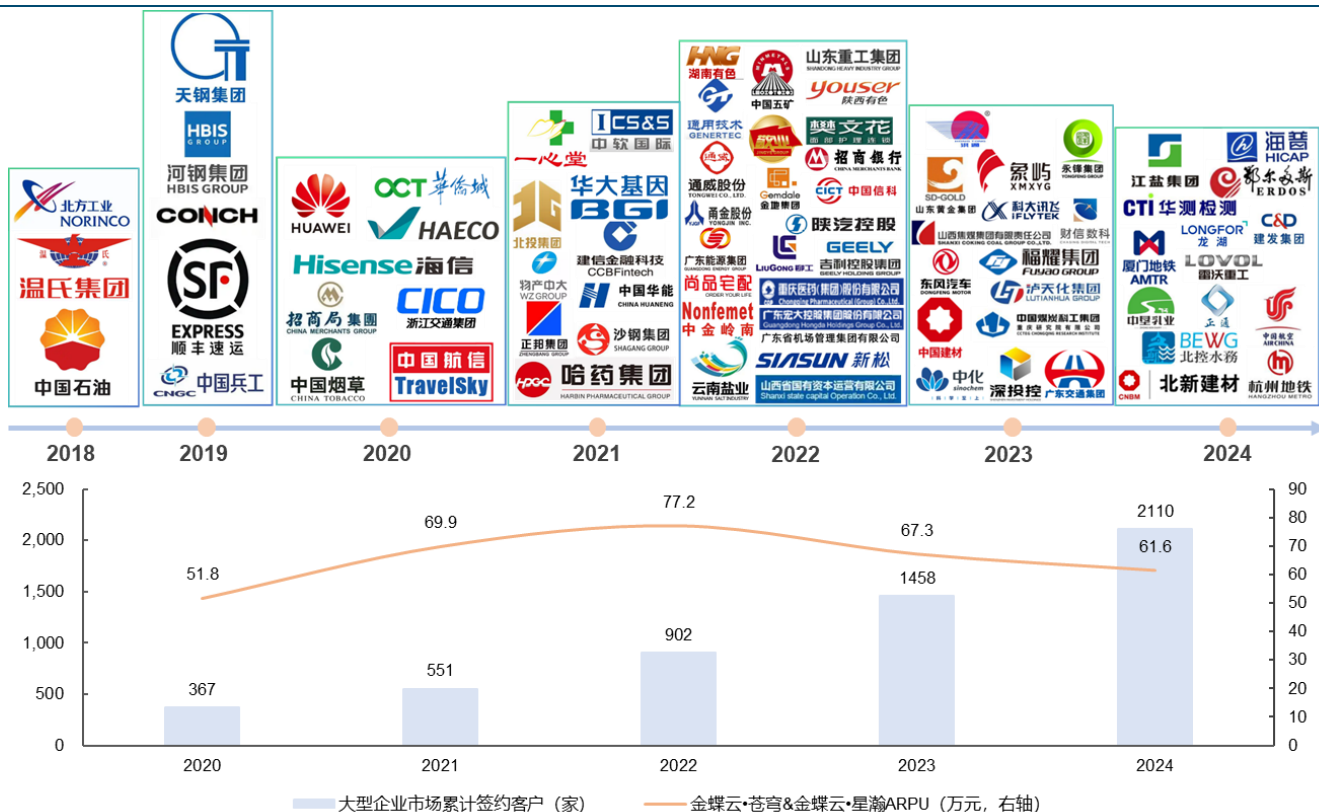
图表21: 2024 年苍穹&星瀚 NDR 为 108%，增长势能较强



来源: 公司官网, 公司财报, 国金证券研究所

2024 年苍穹&星瀚合计合同签约金额约人民币 21 亿元, 同比增长 51.9%; 签约客户达 2,110 家, 其中有超过百家 500 强企业, 服务范围覆盖全球 170 多个国家和地区。近一年公司新签 500 强客户包括东风汽车、通威股份、北控水务、龙湖集团、海化集团、招商蛇口、五矿发展、湖南有色、中国中化、厦门轨道、金地集团、岭南集团等知名大型企业。

图表22: 截至 2024 年苍穹&星瀚签约客户数量达 2,110 家, ARPU 约 62 万元



来源: 公司官网, 公司财报, 公司 IRPPT, 国金证券研究所

2.2 星空: 赋能中小企业“专精特新”, 潜在市场空间约为 70 亿元

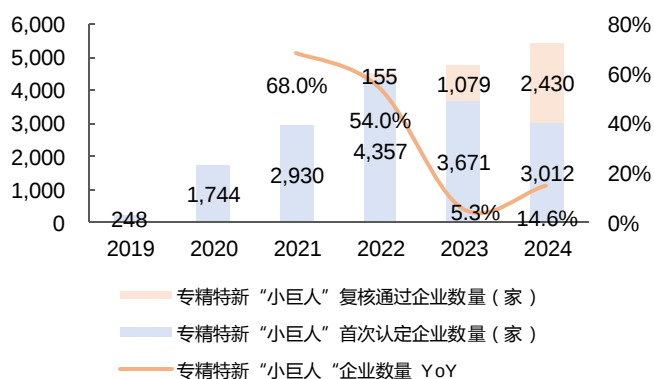
2.2.1 需求侧—政策驱动培育超 14 万专精特新企业, 创造 70 亿元 ERP 市场空间

工信部 2013 年发文正式提出发展专精特新类中小企业, 自 2018 年开始在专精特新范围内进一步培育认定专精特新“小巨人”中小企业, 在资金、人才、孵化平台搭建等方面给

予大力支持。2024 年 6 月，财政部和工信部发文称 2024-2026 年将通过财政综合奖补方式，促进更多中小企业专精特新发展。“专精特新”是指具有“专业化、精细化、特色化、新颖化”等四化特征的企业，与规模以上工业中小企业相比，专精特新中小企业表现出更强的发展韧性。

中小企业在政策驱动下积极走专精特新道路，我国专精特新和专精特新“小巨人”企业呈现逐年增加的趋势。截至 2024 年底，我国累计专精特新中小企业超过 14 万家，现存专精特新“小巨人”企业 14.704 家。

图表23: 全国专精特新“小巨人”企业数量逐年增加



图表24: 中小企业→专精特新→小巨人三阶段能力跃升



来源：21 世纪经济报道微信公众平台，国金证券研究所

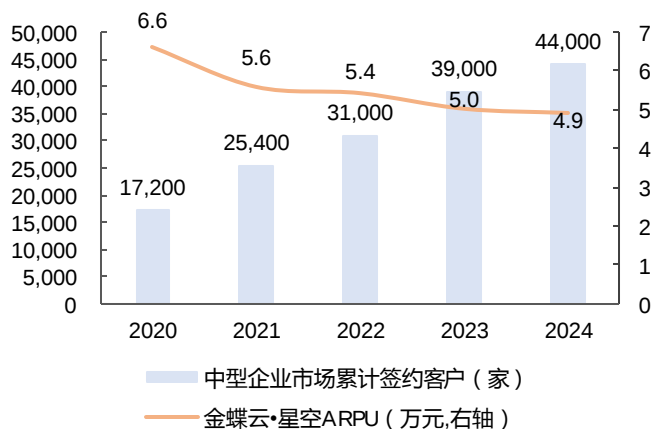
来源：工信部中小企业发展促进中心官网，国金证券研究所

2024 年星空产品收入约 21.5 亿元，在国家级专精特新“小巨人”领域，星空客户占比达 46%。我们基于 2024 年国内超 14 万家专精特新中小企业规模，按单客户年均收入 (ARPU) 5 万元估算，整体可触达市场空间 (TAM) 超 70 亿元，当前星空约占据 30% 市场份额。

2.2.2 供给侧—“五力成长飞轮”+“SRDI”解决专精特新企业痛点，居公司收入主体

星空是公司云服务业务最主要的收入来源。2024 年星空占云服务收入 42.1%，累计覆盖 4.4 万家企业，客户所在行业主要为机器人、智能驾驶、先进制造、汽车零部件等。

图表25: 星空签约客户数量超4万家, ARPU约5万元



图表26: 星空产品通用性强, 客户领域多样



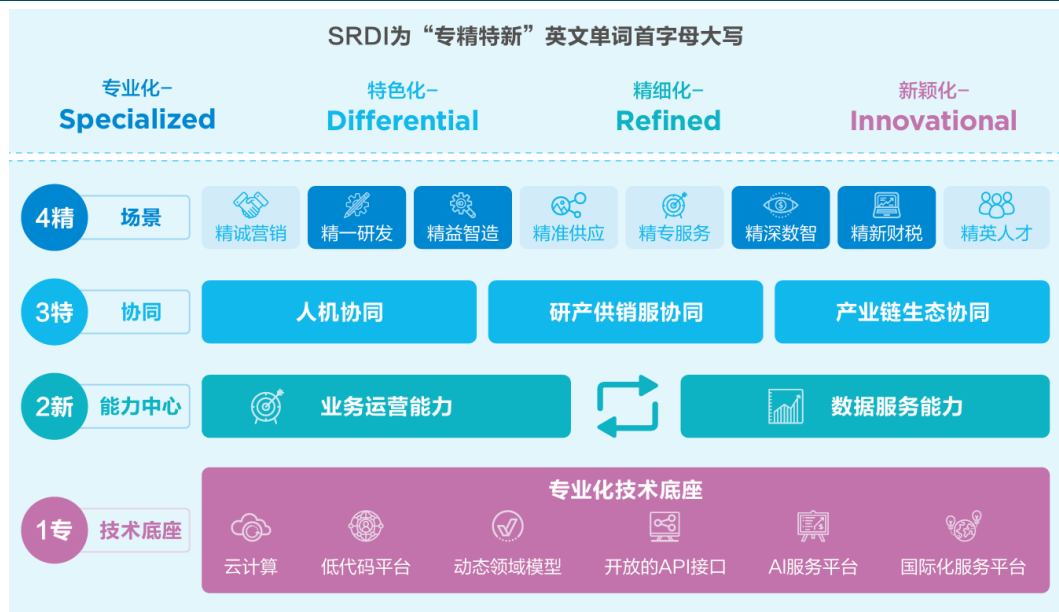
来源：公司财报，公司 IR PPT，国金证券研究所

来源：公司 IRPPT，国金证券研究所

星空推出中小企业数字化转型的实践方法论“五力成长飞轮”，以可组装业务能力赋能专精特新企业重构“产品力、获客力、交付力、口碑力、收益力”。星空通过“PLM+ERP+MES”三位一体解决方案支持企业生产和研发工作的端到端的深度协同，同时能够实现营销和订货业务的数字化跟踪管理、产品及库存的追溯和跟踪、售后服务的数字化闭环、业务模块与财务模块流程自动流转。星空也推出适用于成长型企业八大应用场景的“SRDI-1234”专精特新整体转型框架，给予中小企业针对性解决方案支持。

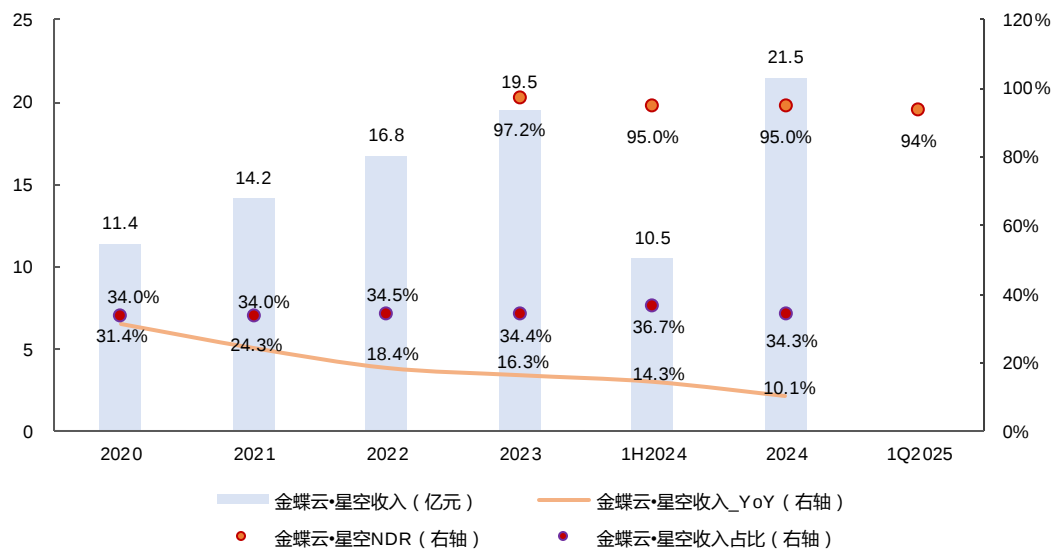


图表27: “SRDI-1234” 整体转型框架助力中小企业数字化转型



来源:《解密金蝶“SRDI-1234”数字化转型模型》, 国金证券研究所

图表28: 2024 年星空收入约 21.5 亿元, 伴随“专精特新”扩容仍存显著增长空间



来源: 公司财报, 公司公告, 国金证券研究所

2.3 星辰: 业财税智能闭环破解小微企业痛点, 续费率持续向上领航百亿市场

2.3.1 需求侧—业财税一体化指明小微企业数字化转型方向, SaaS 市场约为 100 亿元

小微企业在全国各类市场主体中占绝对数量优势, 在国民经济和社会发展中发挥重要作用。2022 年, 小微企业约占我国企业数量的 98.5%, 分别贡献超过 50%、60%、70%、80% 的税收、GDP、技术创新成果和城镇劳动就业。近年来以人力成本为代表的各项成本的上升, 使得小微企业面临更大的生存压力, 降本增效、提高抗风险能力成为刚需。

小微企业的数字化程度仍处于较低水平, 在经营中面临数据流通不畅、共享受限等问题。在数字化转型面前受到资金、人才、技术等方面的限制。据统计, 中国 73% 的小微企业仍依赖人工处理业务, 78% 缺乏实时经营数据支撑决策。在具体业务环节中, 普遍存在销售订单手工录入, 进销存数据分离, 出入库单据手工记录, 生产排期无标准的 BOM 单且与进销存数据脱节等问题。



图表29：小微企业面临经营数据流通不畅、共享受限等问题，致使业务效率大打折扣



来源：《中国小微企业 SaaS 白皮书》，国金证券研究所

通过数字化转型实现避险、降本增效，增强企业发展韧性，是小微企业发展的必经之路。在具体的数字化路径中，SaaS 软件是小微企业的核心选择。对于价格更为敏感的小微企业来说，SaaS 可以根据数量按需订阅，按年/季度/月等租赁付费，节省企业的技术投入，有效降低 IT 成本。2022 年《中国小微企业 SaaS 白皮书》调查显示，接受调研的一千余家企业中有 67% 的新客户在购买数字化产品时会选择 SaaS 软件，2022 年小微企业 SaaS 市场规模约百亿量级。

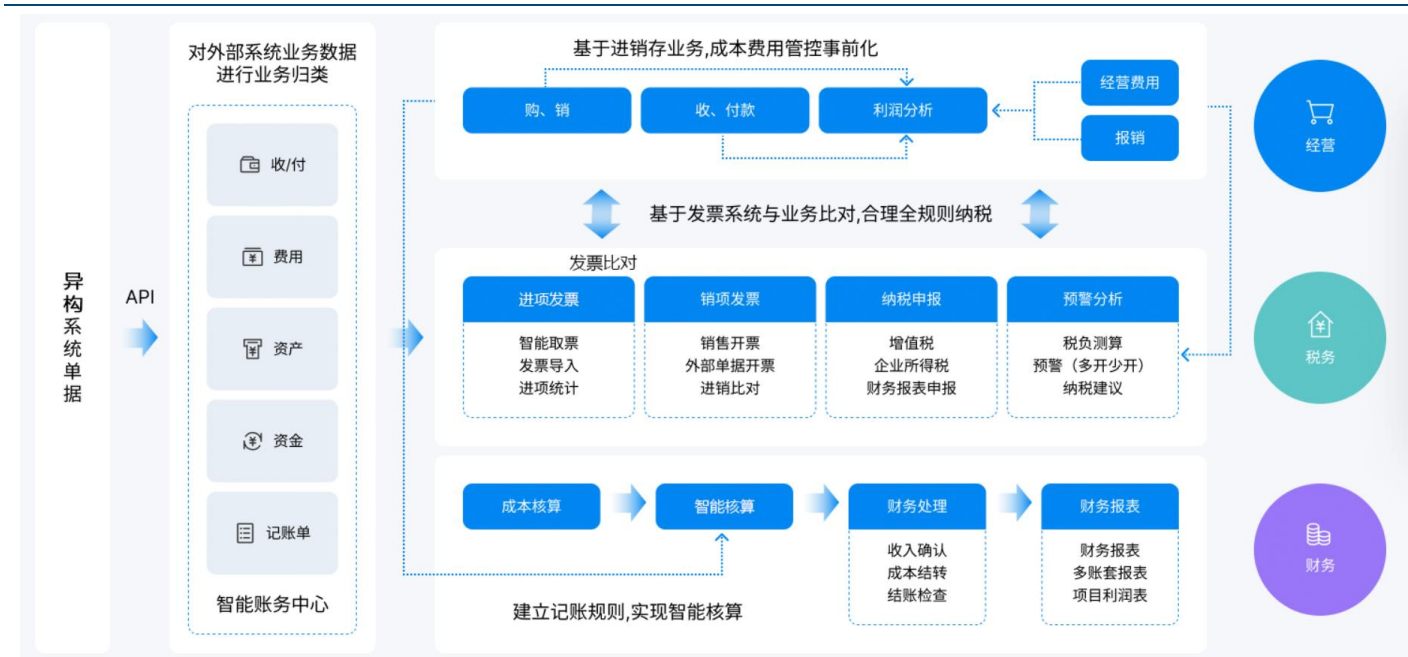
从 SaaS 软件的应用领域来看，业财税一体化是小微企业未来发展的重点。从 2021 年 12 月起，全国各地便陆续开始推行全面数字化电子发票。与此同时，配合金税四期和“以数治税”的要求，税务机关也正利用大数据分析和人工智能技术等对企业税票的全生命周期进行实时监控，这就要求小微企业实行财税数智化变革、实现业财税智能化管控。

2.3.2 供给侧—星辰数电票全流程实现业财税一体化，覆盖 43.5 万小微企业

作为公司旗下小微企业 SaaS 管理云，星辰聚焦小微企业业财税一体化，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；星辰还提供轻量级 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。在“以数治税”背景下，星辰推出数电票全流程解决方案，帮助小微企业实现发票智能化管控，建立自动化的税务风险管控治理体系，应对征管要求。同时，打通业务、财务及税务壁垒，赋能业务发展和战略决策，助力小微企业实现合法、合规、高效经营管理。



图表30：星辰财税云助力企业构建“业财税档智能化管理”能力

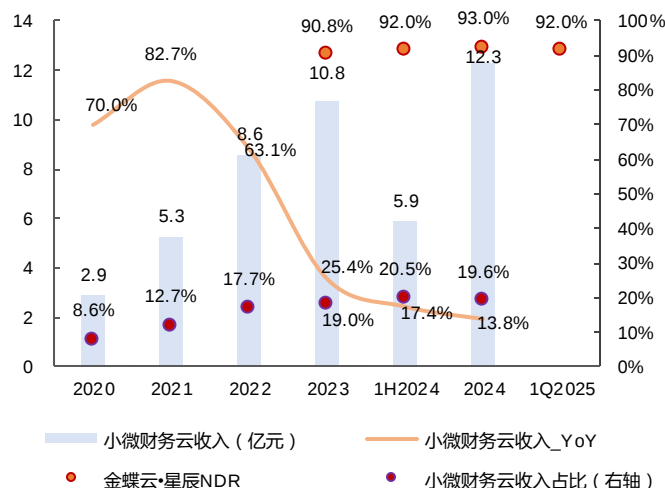
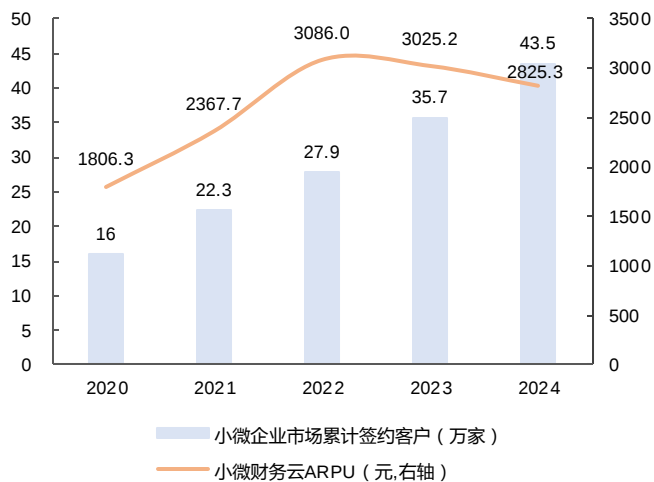


来源：公司官网，国金证券研究所

2024 年，公司小微企业市场累计签约客户 43.5 万家，小微财务云实现收入 12.3 亿元，同比增长 13.8%，近四年 CAGR 达 44%，其中，星辰净金额续费率（NDR）为 93%。

图表31：星辰签约客户超 43 万家，ARPU 约 3,000 元

图表32：小微财务云 2024 年实现收入 12.3 亿元，近四年 CAGR 达 44%



来源：公司财报，公司 IRPPT，国金证券研究所

来源：公司财报，iFinD，国金证券研究所

三、AI+SaaS：从交付效率到交付效果，Agent 的实质是打造“数字化员工”

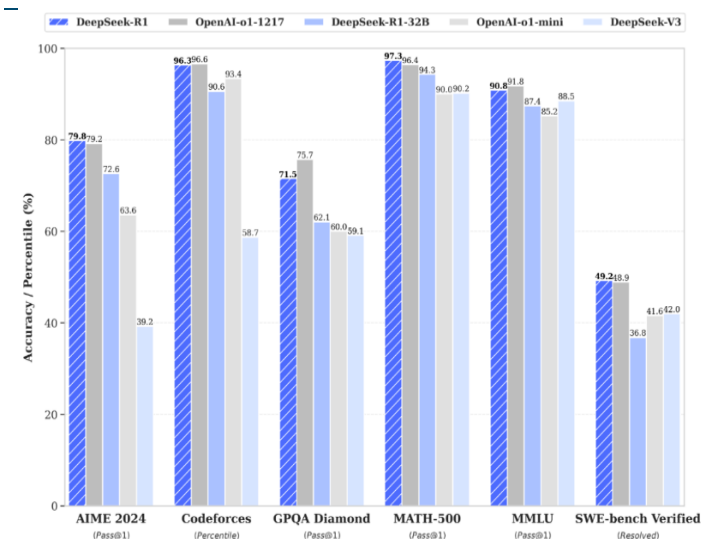
3.1 DS 开源模型实现十倍降本，SaaS“数据+入口”壁垒驱动数字劳动力革命

3.1.1 DS 实现“算法+算力”平权，以降数量级成本追平 o1

2025 年 1 月 20 日，深度求索发布正式版 DeepSeek-R1 模型（同步开源），在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版。此外，深度求索还在 R1 的基础上蒸馏了 6 个开源小模型，其中 32B 和 70B 模型在多项能力上实现了对标 OpenAI o1-mini 的效果。DeepSeek-R1 的输入 API 价格（缓存命中）低至每百万 Token 1 元，相比 OpenAI-o1-mini 每百万 Token 11 元低了一个数量级。

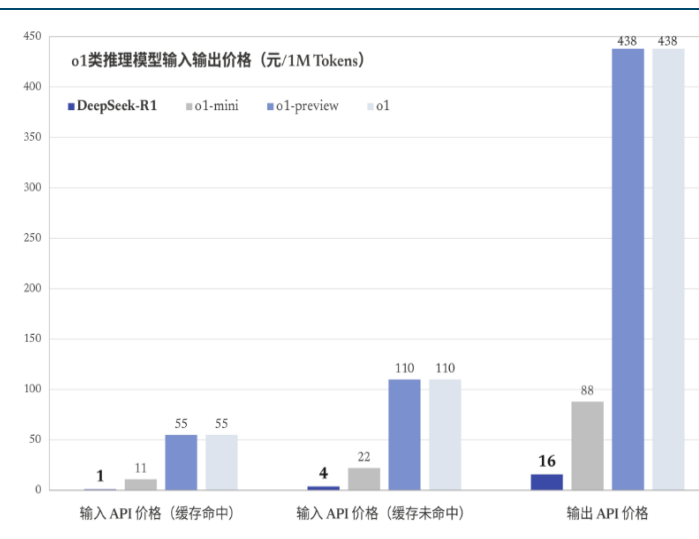


图表33: DeepSeek V3/R1 追平 OpenAI-o1 模型水平



来源: DeepSeek 公众号, 国金证券研究所

图表34: DeepSeek-R1 推理 API 定价远低于 OpenAI-o1



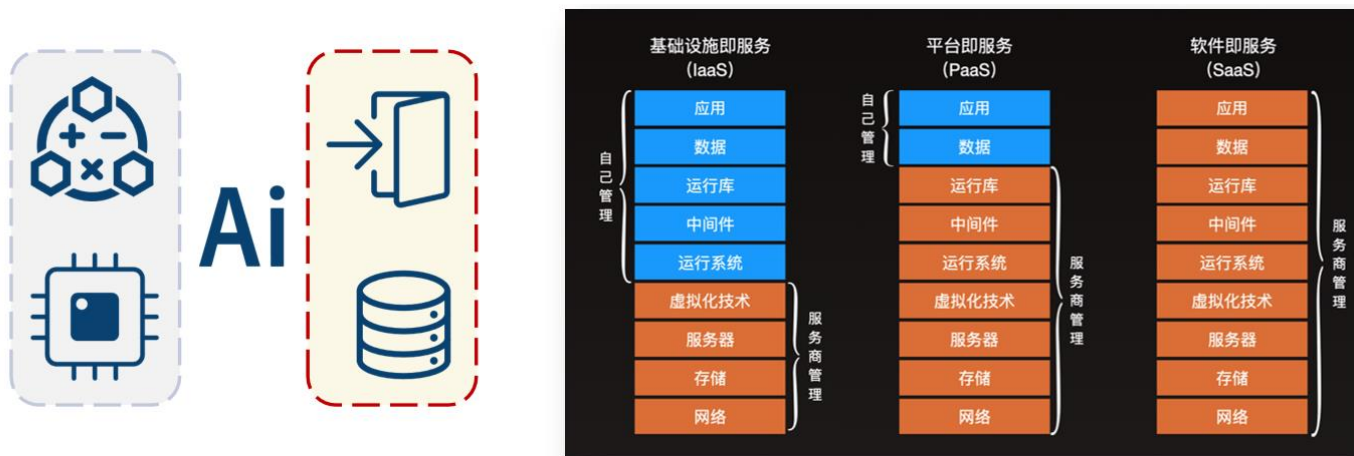
来源: DeepSeek 公众号, 国金证券研究所

3.1.2 DS 之后—SaaS 掌握“数据+入口”壁垒，非公开数据+入口效应

SaaS 天然利于非公开数据的积累: AI 应用的最终目标是实现自动工作、自动微调, 需要时刻提取企业的业务逻辑和积累的数据, 数据质量和规模将直接决定 AI 应用的性能, 而 SaaS 天生具备整理、储存客户各类数据的能力。

SaaS 天然具有入口效应: SaaS 具备较高的用户粘性与灵活的扩展方式, 具有天然的入口效应。横向可以基于目前工作流向上游或下游延申, 纵向可以基于用户过往数据进行需求挖潜与 Upsell。

图表35: 后 DS 时代, AI 应用软件侧的核心壁垒是“数据+入口”



来源: 博客园, 国金证券研究所

3.1.3 AGI 进入 Level3 赛点, 人机协作进入数字劳动力阶段

AGI 发展路线可划分为五个阶段, 现处于第三阶段 Agent 智能体: 1) Chat bots 聊天机器人可日常对话; 2) Reasoners 推理器可分析复杂信息并进行推断; 3) Agents 智能体可理解复杂指令并在多任务环境中自主决策和灵活应对; 4) Innovators 创新者可独立提出新的概念、假设和解决方案; 5) Organizations 可协调和管理庞大系统、资源和团队。

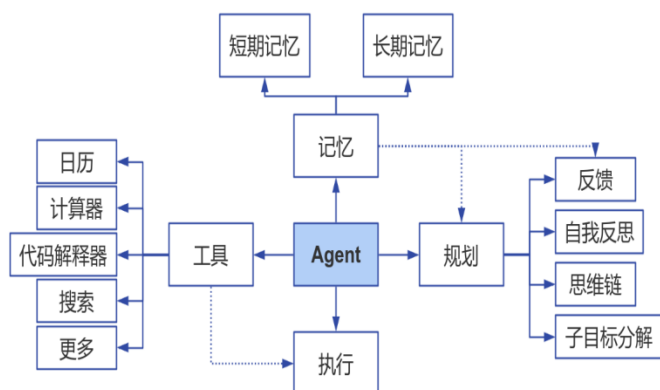
AI Agent 需要的四种核心能力是记忆、规划、工具和执行。ChatGPT 具备记忆能力; OpenAI o1 在此基础上拓展了规划能力, 具备反馈、自我反思、思维链、子目标分解等功能; Operator 则齐具这四种能力。



图表36: OpenAI 发展五阶段路线图

AI 发展阶段	所处阶段 AI 特性
Level 1	Chat bots 聊天机器人：AI 实现日常对话功能
Level 2	Reasoners 推理器：AI 具备基本的逻辑推理能力，能够分析复杂信息并进行推断
Level 3	Agents 智能体：AI 具备理解复杂指令的能力并能够在多任务环境中自主决策和灵活应对
Level 4	Innovators 创新者：AI 具备创新和创造的能力。它能够独立提出新的概念、假设和解决方案
Level 5	Organizations 组织者：具备协调和管理庞大系统、资源和团队的能力

图表37: AI Agent 需要的核心能力



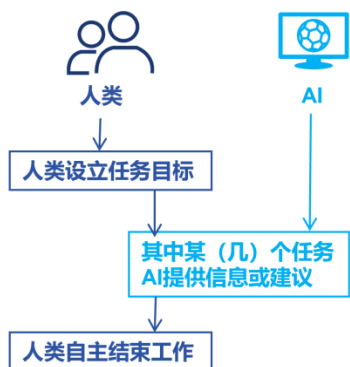
来源：腾讯新闻，CSDN 中国软件开发社区，国金证券研究所

来源：腾讯新闻，CSDN 中国软件开发社区，国金证券研究所

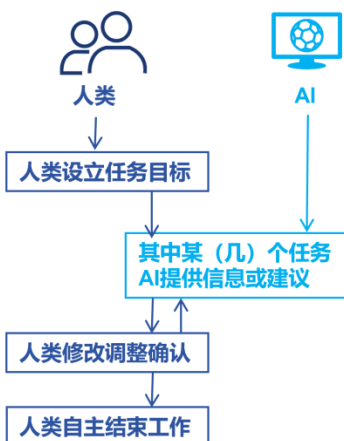
人机协作可分为三种模式：1) 以 ChatGPT 为代表的 Embedding 模式，通过提示词让 AI 协助完成目标，人类仍是任务主体；2) 以 Microsoft 365 Copilot 等为代表的 Copilot 模式，AI 参与到工作流的各阶段，人类与 AI 各司其职；3) 未来有望过渡到 Agent 模式，由人类设定目标并提供资源，AI 完成绝大部分工作。

图表38: 人类与 AI 协同的三种模式的迭代进化

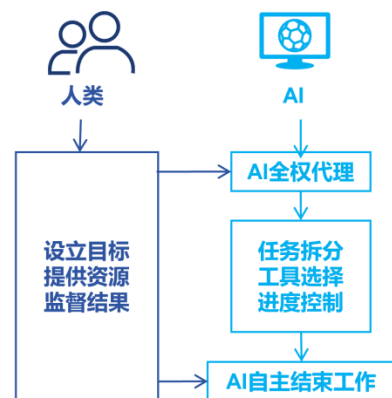
Embedding模式 - 人类完成绝大部分工作



Copilot模式 - 人类和AI协助工作



Agents模式 - AI完成绝大部分工作



来源：《超级个体与 AI 自动代理、AI 智能体的未来协作方式》，国金证券研究所

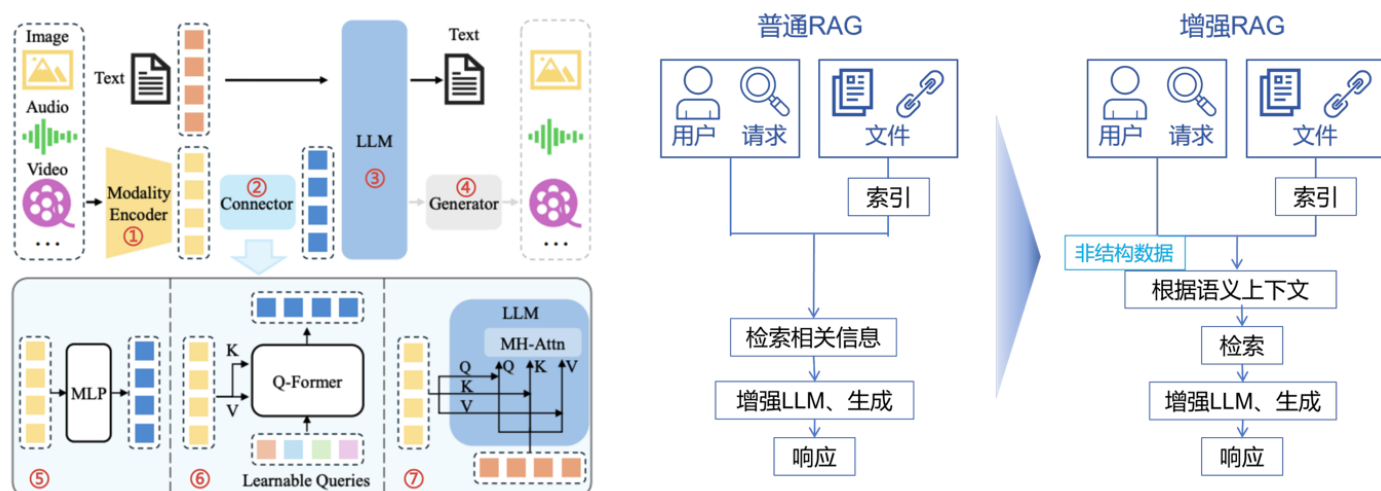
3.2 多模态大模型重构技术业务逻辑，Agent 化商业模式有望参与收入分成

3.2.1 DS 之后——①技术逻辑：Agent 解决企服软件定制化难题

非结构化数据（PDF/PPT/图片等）占企业数据 80%以上，而 AI 多模态大模型擅长处理非结构化数据，适用于满足非标准化需求，有望减少企业服务软件公司的定制化开发工作。增强的 RAG 能够与企业非结构化数据建立对话，理解大段文字的检索意图，便于解决企业服务软件定制化开发的问题。



图表39: “X2X”大模型趋势显现，增强RAG解决企业服务非结构化数据处理难题



来源：17AI，Palantir，国金证券研究所

3.2.2 DS 之后—②业务逻辑：Agent化后的SaaS实质是SaaS

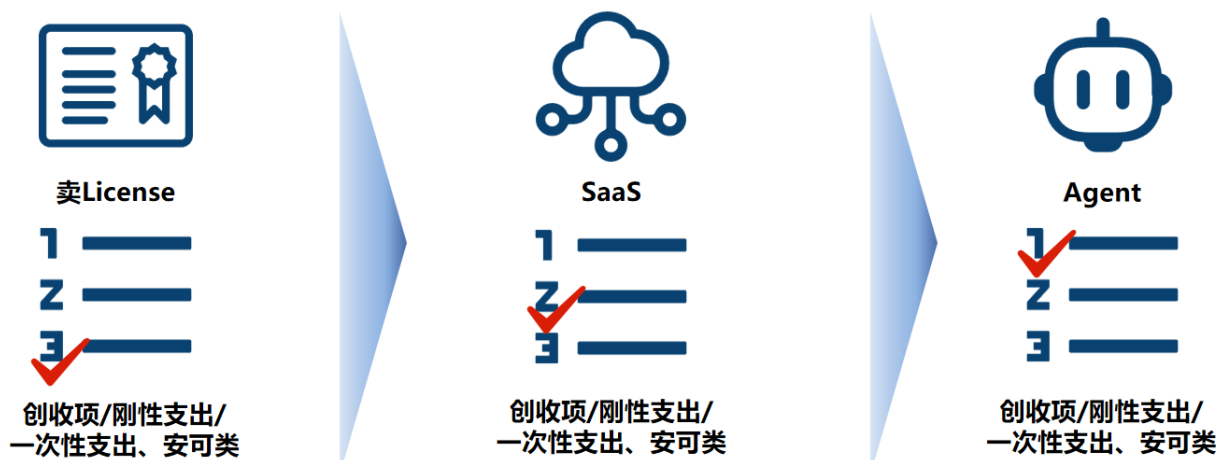
Agentforce 能够自主创建完整工作流，包括简历分析、候选人匹配、候选人联系、面试安排。其中，AI 具备自主生成候选人匹配功能，结合公司需求筛选候选人；AI 还能够结合公司数据，准备和岗位需求高度相关的面试问题。

德科集团已有 HR Agent 成功落地，实现招聘流程的革命性升级。德科集团作为全球领先的人力资源服务公司，每年需要处理 3 亿份简历，传统的招聘模式效率低下，难以满足个性化需求，无法高效地匹配候选人和职位。德科集团利用 Data Cloud 集中了 40 多个系统的数据，构建了统一的数据平台。并部署了 Agentforce，通过 AI 代理自动预审候选人、增强简历并加快职位安排，实现了招聘流程的自动化和智能化，成功构建了规模化个性化招聘体系，更好地满足了客户和候选人的需求。这充分说明了 Agentforce 在人力资源领域的应用价值。

3.2.3 DS 之后—③商业逻辑：从CapEx到OpEx，再到VabEx

商业模式从卖 License（标准化产品或工具）发展到 SaaS 化（订阅制服务或工具箱），再逐渐发展到 Agent 化（收入分成或数字员工）。客户预算决策也从 CapEx（一次性支出）过渡到 OpEx（每期刚性支出），再到 VabEx（参与收入分成）。

图表40: 商业模式及客户预算决策发展演变过程



来源：甲子光年、之江商学微信公众平台，阿里矢量图库，国金证券研究所

现阶段落地案例多为价值分成或基础订阅+按次收费。ServiceNow 采用价值驱动的定价策略，确保客户获得 90% 左右的价值，ServiceNow 保留 10%。Chargeflow 根据商家单次追回退款的金额收取 25% 作为服务费。Salesforce 按对话次数进行收费，单次收费为 2 美元。Intercom 基础服务的收费模式为订阅制，不同版本的订阅费分别为每年



348/1020/1584 美元，而 Fin AI Agent 功能仅在成功解决客户问题后才收费，单次收费为 0.99 美元。

图表41：商业逻辑为“价值分成”或“基础订阅+按次收费”

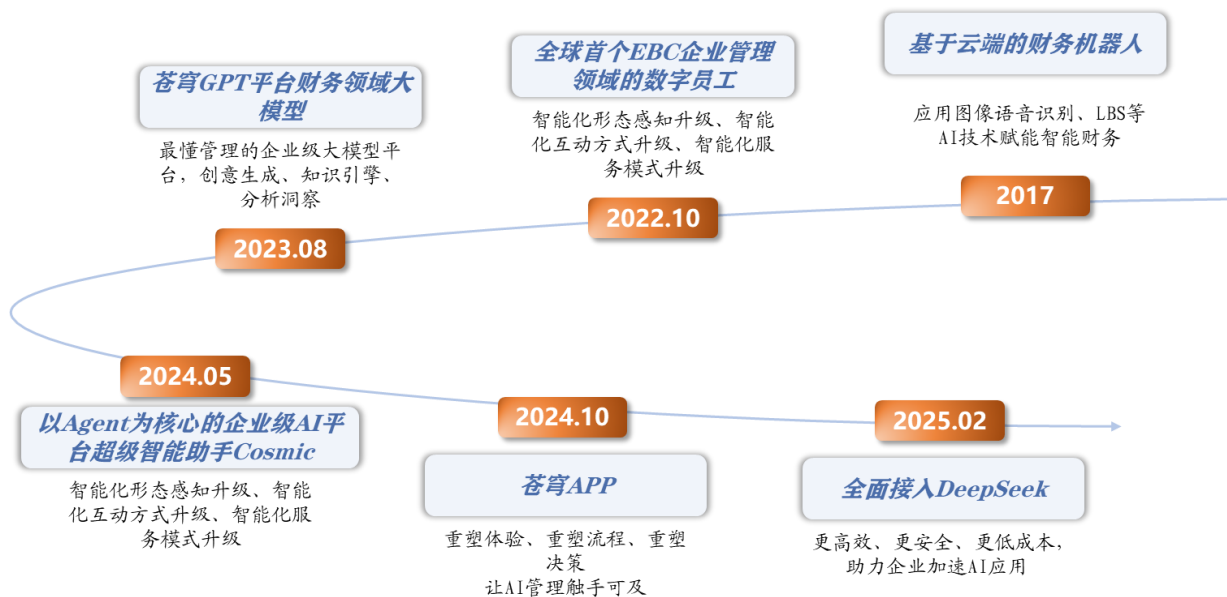
	商业模式	落地案例	TAM 扩容
Service Now	采用价值驱动的定价策略，确保客户获得 90%左右的价值，ServiceNow 保留 10%。	借助 Now Assist，有 44 个客户的 ACV（年度合约价值）超过百万美元，其中 6 个超过 500 万美元，2 个超过 1000 万美元。	公司预计在 AI 赋能业务矩阵不断延伸下，到 2026 年公司主营业务潜在市场规模可达 2750 亿美元，相比于 2024 年增长约 37.5%。
Chargeflow	采用 Success-based Pricing 模式，根据商家单次追回退款的金额收取 25%作为服务费。	通过提高电商商家退款议解决率、节约人工处理时间，可实现 4 倍的 ROI 效果。	/
Salesforce	AI Agent 按对话次数单次收费 2 美元。	Wiley 通过使用 Agentforce 和带有 Einstein AI 的 Service Cloud 管理客户服务运营，将季节性代理的入职速度提升了 50%，投资回报率达 213%，节省 230,000 美元。	随着 AI Agent 及数字员工的持续商业化落地，公司估算至 2028 年公司 TAM（可触达市场规模）有望达到 4390 亿美元。
Intercom	基础服务的收费模式为订阅制，Essential/Advanced/Expert 版本分别为每年 348/1020/1584 美元，而 Fin AI Agent 功能仅在成功解决客户问题后单次收费为 0.99 美元。	/	/

来源：ServiceNow 官网，Chargeflow 官网，Salesforce 官网，Intercom 官网，国金证券研究所

3.3 从“云原生”到“AI 原生”，苍穹 AI 云平台初具 Agent 能力

公司将 AI 转型定义为继云转型后的核心战略，从 2017 年开始探索 AI 技术。在 EBC 云原生的基础上，2023 年发布金蝶云·苍穹 GPT 大模型平台及中国首个财务管理大模型，2024 年发布以 Agent 为核心的 AI 管理助手及苍穹 APP，2025 年 2 月全面接入 DeepSeek 大模型，实现“大模型+低代码”的深度融合。

图表42：加速 AI 应用落地进程，全面接入 DeepSeek 大模型



来源：公司 IRPPT，国金证券研究所

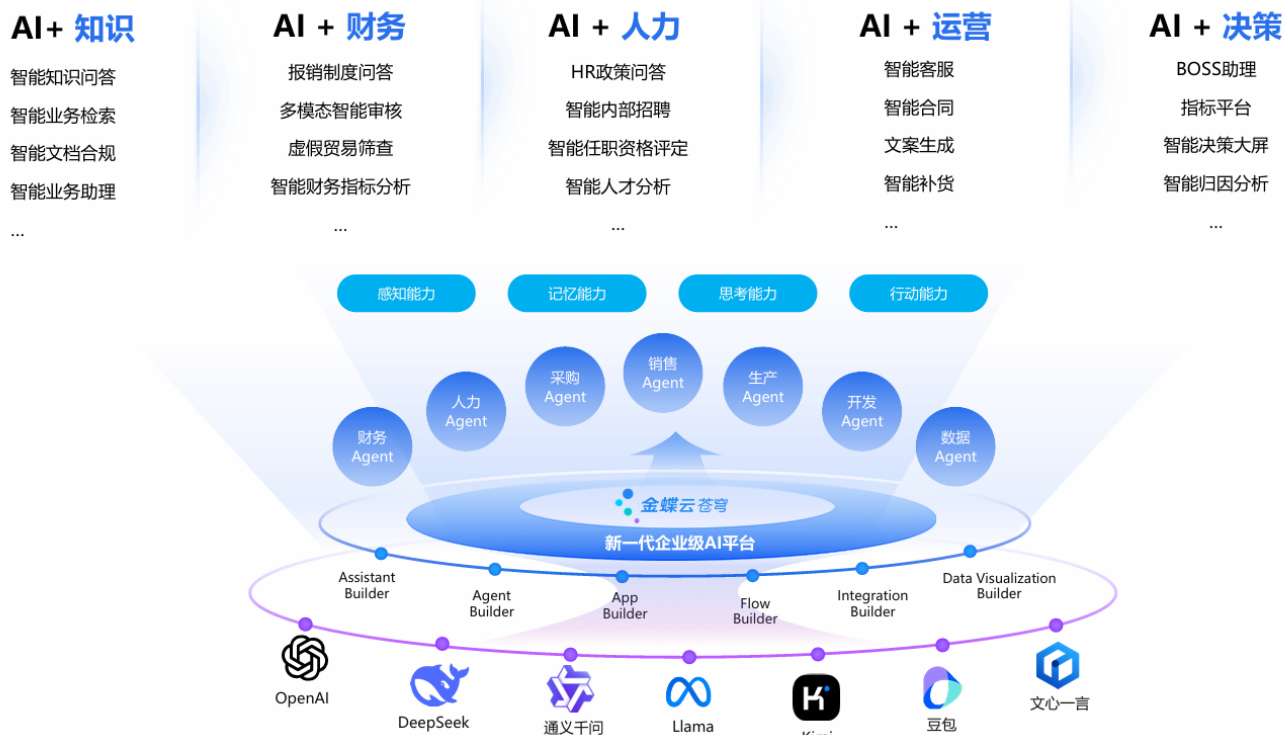
公司 AI 战略包含三个关键维度：数据、模型、场景。在数据层面，公司拥有超 740 万家



客户，以及超过 30 年的企业管理软件行业的经验及数据沉淀；模型层面，公司深度融合了包括 DeepSeek、豆包及阿里的通义千问等顶尖大模型，并具备自研的财务大模型；在场景层面，金蝶与海信集团共创 AI 应用，打造了员工活水平台及近 20 个业务场景，涵盖财务、人力、运营等核心管理环节。

具体应用中，公司 AI 应用以苍穹 Agent 平台作为技术支撑，能够根据不同的业务需求，灵活调用 DeepSeek、金蝶苍穹大模型等业界领先的 AI 大模型进行业务处理。借助苍穹 Agent 平台，企业无需深厚的 AI 背景知识就能够轻松配置实现自主规划和任务流编排开发智能体。

图表43：金蝶云“AI+管理”解决方案覆盖七大场景



来源：公司 IRPPT，国金证券研究所

金蝶云苍穹 Agent 目前可落地场景包括审核单据、财务指标分析、人才招聘、信贷风控、库存预测、精准营销、供应链与生产智能化和 AI 开发。

- 审核单据助手可以识别合同条款里面的风险条款并及时提醒财务人员，解决非结构化附件难以审核的难题，通过多模态审核，大幅度提高审核效率。
- 财务智能指标分析助手能进行盈利能力、偿债能力、对标分析、杜邦分析等多种分析工作，并进行不断追问、不断找到原因的探索式分析。
- 人才招聘助手能够实现员工全旅程和人才供应链全链路的智能化体验，提高内部招聘比例，提升干部考察过程效率。
- 信贷风控助手累计助力 70 万家小微企业获得突破 1,800 亿元银行数字信贷，实现更精准解析企业经营数据、更实时预警潜在风险、更通透产业链场景逻辑。
- 库存预测助手可以利用企业历史销售数据，为企业提供更精准的预测数据，进行补货备货，降低企业库存。
- 营销助手提供城市形态布局、业态分布、人口分布特点、家庭特征等城市洞察报告，帮助企业经营者深度了解城市特征，辅助支撑城市的经营布局、市场策略制订等。
- 供应链与生产智能化助手根据生产进度与设备状态自动调整任务，确保生产效率最大化，此外还帮助企业进行智能供应商管理，优化合作伙伴选择，并实现实时协同。

同时，金蝶云·苍穹全面支持 MCP (Model Context Protocol 模型上下文协议) 协议标准，启动“AI 开发者普惠行动”。MCP 为 AI 模型连接不同数据源和工具定义了统一标准，让不同 AI 模型、数据源和工具能够即插即用。金蝶云·苍穹全面兼容 MCP 协议，使开发



者无需掌握复杂算法或处理接口对接技术，即可高效构建智能化应用场景。

图表44：金蝶云苍穹 Agent 目前可落地场景详解

场景	Agent 部署前	Agent 部署后
审核单据	此前，财务机器人解决了财务审单 95%以上的自动化，但是还有最后一公里，主要是非结构化附件审核，难以通过原有的规则引擎和算法实现。	现在基于大模型对文本处理的能力，可以识别合同条款里面的风险条款并及时提醒财务人员，解决非结构化附件难以审核的难题，打通最后一公里。通过多模态审核，大幅度提高审核效率。
财务指标分析	此前，企业是通过财务分析库、经营分析库提供一系列的报表，然后逐步分析。	现在通过苍穹 App，企业可以使用财务智能指标分析助手，只通过提问，它就可以进行盈利能力、偿债能力、对标分析、杜邦分析等多种分析工作。智能指标分析助手的每一种专业分析，都对应一个专属的智能体，用户提出问题之后，助手会识别用户的意图，然后回答相应的问题。分析决策的模式从原来的看报表式分析，变为不断追问、不断找到原因的探索式分析，也从经验决策向智能增强的决策转变。
人才招聘	/	海信与公司通过在人力资源管理领域共创 AI 应用，打造了员工活水平台及近 20 个业务场景，实现员工全旅程和人才供应链全链路的智能化体验，内部招聘比例提升了 120%，干部考察过程效率提升了 70%，包括智能内部招聘、智能任职资格评定、人才智搜等。
信贷风控	传统模型缺乏精准解析企业经营数据、实时预警潜在风险、通晓产业链场景逻辑。	公司累计助力 70 万家小微企业获得突破 1800 亿元银行数字信贷。金蝶征信 AI 信贷模型通过整合企业 3000 余经营指标，有效覆盖传统评估体系中 70%的数据盲区，“贷中 T+1 预警”系统提升风险响应速度 90%。
库存预测	传统模式下是业务员、片区经理或渠道经理凭经验给出预测数据，PMC 汇总经验需求安排采购和生产计划，往往达不到很好的效果，要么采购库存大，要么生产满足不了市场需求。	金蝶 AI 平台可以利用企业历史销售数据，再加上一些重要的影响因素，比如：促销活动、天气、气候、特殊事件等，通过内置大量的机器学习算法和成熟模型，为企业提供更加精准的预测数据，进行补货备货，做好供应链的协同，降低企业库存，提升企业效率。
精准营销	/	基于行业大数据积累沉淀及多元数据融合，提供城市形态布局、业态分布、人口分布特点、家庭特征等城市洞察报告，帮助企业经营者深度了解城市特征，辅助支撑城市的经营布局、市场策略制订等。
供应链与生产智能化	在传统模式下，企业生产现场执行过程中始终处于“边执行、边调整”的状态，生产突发事件会导致已经制定的作业方案在现场执行中出现“走样”或“偏差”，使得作业排产方案与现场实际执行状态出现不一致和不相符。	在生产调度方面，金蝶 AI 平台实时优化资源配置，根据生产进度与设备状态自动调整任务，确保生产效率最大化。此外，AI 还帮助企业进行智能供应商管理，优化合作伙伴选择，并实现实时协同。AI 平台通过自动化质量检测和能源管理，进一步减少生产浪费和成本，提高资源利用率。
AI 开发者普惠	传统 AI 开发面临两大核心痛点：技术门槛高与数据孤岛问题突出。能调用外部工具以及数据，是大模型进化为智能体 Agent 的关键，然而企业开发者往往需投入大量资源与时间处理这些众多的系统接口对接，导致 AI 场景落地周期长、成本高。	金蝶云·苍穹全面支持 MCP（Model Context Protocol 模型上下文协议）协议标准，并启动“AI 开发者普惠行动”，构建开放协同的 AI 开发生态。MCP 为 AI 模型连接不同数据源和工具定义了统一标准，让不同 AI 模型、数据源和工具能够即插即用。金蝶云·苍穹全面兼容 MCP 协议，使开发者无需掌握复杂算法或处理接口对接技术，即可高效构建智能化应用场景。

来源：金蝶、金蝶人力云、蝶鸽云数字科技、小哈公社、谷器数据微信公众平台，国金证券研究所



四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测：25 年公司有望实现约 70.1 亿元营收，归母净利扭亏转正

我们认为，公司收入预测的核心逻辑是按照苍穹&星瀚、星空、星辰（小微财务云）三类产品解决方案的签约客户数、ARPU 值以及 NDR，预测未来 3 年的三条核心业务线的收入增长趋势。

- 苍穹&星瀚：NDR 连续两个季度保持 108%，由于大型企业客户 ERP 迁移更换成本较高，我们假设客户留存率 100%，通过预测 NDR 间接测算 ARPU。我们预计 25 年开始 AI 增值模块进入成熟期，25/26/27 年苍穹&星瀚 NDR 有望分别提升至 110%/112%/113%。此外，苍穹&星瀚签约客户数在过去几年实现了 40-60% 的高速增长，预计 25-27 年在高基数下增速回落，分别实现 24%/21%/19% 同比增长。
- 星空：NDR 近几个季度在 94-95%，考虑到可能存在客户流失，故直接预测 ARPU 值与签约客户数。25 年下游中型企业经营环境趋紧，IT 预算及支付能力边际走弱，预计 25-27 年星空 ARPU 分别变动-1%/2%/3%，签约客户数延续自然增长预计 25-27 年同比提升 10%/9%/8%。
- 星辰：NDR 近几个季度在 92-93%，考虑到可能存在客户流失，故直接预测 ARPU 值与签约客户数。25 年下游小微企业经营环境趋紧，且小微企业对成本更为敏感，预计 25-27 年星空 ARPU 分别变动-1%/2%/3%，签约客户数延续自然增长预计 25-27 年同比提升 15%/13%/12%。

图表45：三条核心产品线的收入预测逻辑

	2020	2021	2022	2023	1H2024	1-3Q2024	2024	1Q2025	2025E	2026E	2027E
金蝶云·苍穹&金蝶云·星瀚收入（亿元）	1.9	3.9	7.0	9.8	5.5		13.0		17.7	24.0	32.3
金蝶云·苍穹&金蝶云·星瀚收入_YoY	220.0%	102.6%	80.8%	40.9%	38.9%		32.5%		36.4%	35.5%	34.5%
金蝶云·苍穹&金蝶云·星瀚 NDR				105.3%	97.0%	97.0%	108.0%	108.0%	110.0%	112.0%	113.0%
大型企业市场累计签约客户（家）	367	551	902	1,458	1,620		2,110		2,616	3,166	3,767
大型企业市场新增客户（家）		184	351	556	162		652		506	549	602
大型企业市场累计签约客户_YoY		50.1%	63.7%	61.6%			44.7%		24.0%	21.0%	19.0%
金蝶云·苍穹&金蝶云·星瀚 ARPU（万元）	51.8	69.9	77.2	67.3	65.3		61.6		67.8	75.9	85.8
金蝶云·苍穹&金蝶云·星瀚 ARPU_YoY		35.0%	10.4%	-12.8%			-8.4%		10.0%	12.0%	13.0%
其中：存量客户 ARPU（万元）				81.3	78.8		87.8		96.5	108.1	122.2
新增客户 ARPU（万元）				44.6	43.3		48.2		53.0	59.4	67.1
金蝶云·星空收入（亿元）	11.4	14.2	16.8	19.5	10.5		21.5		23.4	26.0	29.0
金蝶云·星空收入_YoY	31.4%	24.3%	18.4%	16.3%	14.3%		10.1%		8.9%	11.2%	11.2%
金蝶云·星空 NDR				97.2%	95.0%	95.0%	95.0%	94.0%			
中型企业市场累计签约客户（家）	17,200	25,400	31,000	39,000	42,000		44,000		48,400	52,756	56,976
中型企业市场累计签约客户_YoY		47.7%	22.0%	25.8%	23.5%		12.8%		10.0%	9.0%	8.0%
金蝶云·星空 ARPU（万元）	6.6	5.6	5.4	5.0	5.0		4.9		4.8	4.9	5.1
金蝶云·星空 ARPU_YoY		-15.8%	-3.0%	-7.6%	-7.5%		-2.4%		-1.0%	2.0%	3.0%
小微财务云收入（亿元）	2.9	5.3	8.6	10.8	5.9		12.3		14.0	16.1	18.6
小微财务云收入_YoY	70.0%	82.7%	63.1%	25.4%	17.4%		13.8%		13.9%	15.3%	15.4%
小微企业市场累计签约客户（万家）	16.0	22.3	27.9	35.7			43.5		50.0	56.5	63.3
小微企业市场累计签约客户_YoY		39.4%	25.1%	28.0%			21.8%		15.0%	13.0%	12.0%



小微财务云 ARPU (元)	1,806.3	2,367.7	3,086.0	3,025.2			2,824.6		2,796.3	2,852.2	2,937.8
小微财务云 ARPU_YoY		31.1%	30.3%	-2.0%	17.4%		-6.6%		-1.0%	2.0%	3.0%
金蝶云·星辰 NDR				90.80%	92.00%	93.00%	93.00%	92.00%			

来源：公司财报，国金证券研究所（注：标黄部分为核心假设。）

总量端看，结合我们对于三条核心业务线的收入预测，我们预计公司 25/26/27 年分别实现 70.1/80.5/93.8 亿元收入，同比增速分别为 12.0%/15.0%/16.4%。

- 企业云服务收入：我们预计 25/26/27 年分别为 45.1/55.8/69.0 亿元，同比增速为 24.4%/23.7%/23.8%。公司企业云服务由金蝶云·苍穹&金蝶云·星瀚、金蝶云·星空和其他产品构成。我们预计苍穹&星瀚收入 25/26/27 年分别为 17.7/24.0/32.3 亿元，同比增速为 36.4%/35.5%/34.5%；星空收入 25/26/27 年分别为 23.4/26.0/29.0 亿元，同比增速为 8.9%/11.2%/11.2%；其他收入 25/26/27 年分别为 1.6/1.4/1.4 亿元，延续收缩趋势。
- 小微财务云服务收入：我们预计 25/26/27 年分别为 14.0/16.1/18.6 亿元，同比增速为 13.9%/15.3%/15.4%。
- 行业云服务收入：公司近年来聚焦苍穹&星瀚、星空、星辰展业，行业云服务有所收缩，我们预计 25/26/27 年分别为 2.2/2.0/1.8 亿元，同比变动为-13.0%/-10.0%/-8.0%。
- 企业资源管理计划业务及其他收入：云转型成功之后 License 业务逐年收缩，我们预计 25/26/27 年分别为 11.1/10.9/10.7 亿元，同比变动为-3.0%/-2.0%/-2.0%。

毛利率方面，我们预期伴随三条业务线规模化扩张以及 AI 业务占比逐步提升，综合毛利率仍有一定上行空间，预计 25/26/27 年公司综合毛利率分别为 66.0%/68.0%/70.0%。

费用率方面，我们预期伴随公司 ARR 持续提升，销售费用率仍有较大优化空间，管理及研发费用率预计小幅改善后趋稳，我们预计 25/26/27 年公司销售费用率分别为 36.0%/33.0%/29.0%，管理费用率分别为 8.1%/7.7%/7.2%，研发费用率分别为 22.9%/20.5%/19.0%。

我们认为公司 25 年有望实现 Break-even，预计 25/26/27 年归母净利润分别为 0.80/4.94/10.68 亿元，对应归母净利润率分别为 1.14%/6.13%/11.39%。

图表46：2025 年公司有望实现约 70.1 亿元营收，归母净利润扭亏转正

(单位：亿元)	2021A	2022A	1H2023	2023A	1H2024	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	41.7	48.7	25.7	56.8	28.7	62.6	70.1	80.5	93.8
YOY	24.4%	16.6%	16.8%	16.7%	11.9%	10.2%	12.0%	15.0%	16.4%
其中：									
1、云服务业务	27.6	37.1	20.4	45.0	23.9	51.1	58.9	69.6	83.1
YOY	44.2%	34.6%	21.5%	21.3%	17.2%	13.4%	15.4%	18.2%	19.3%
(1) 企业云服务	19.0	25.8	14.0	31.3	16.8	36.2	42.7	51.5	62.6
YOY	40.2%	35.5%	20.9%	21.4%	19.9%	15.9%	17.9%	20.6%	21.6%
其中：									
金蝶云·苍穹&星瀚	3.9	7.0	3.9	9.8	5.5	13.0	17.7	24.0	32.3
YoY	102.6%	80.8%	38.4%	40.8%	38.9%	32.5%	36.4%	35.5%	34.5%
金蝶云·星空	14.2	16.8	9.2	19.5	10.5	21.5	23.4	26.0	29.0
YoY	24.3%	18.4%	17.3%	16.1%	14.3%	10.1%	8.9%	11.2%	11.2%
其他	1.0	2.0	0.9	2.0	0.8	1.7	1.6	1.4	1.4
YoY	289.5%	104.0%	-1.9%	-1.9%	-6.5%	-12.0%	-10.0%	-8.0%	-6.0%
(2) 小微财务云服务	5.3	8.6	5.0	10.8	5.9	12.3	14.0	16.1	18.6
YOY	70.0%	82.8%	74.1%	63.1%	31.8%	25.4%	17.3%	13.8%	13.9%
(3) 行业云服务	3.3	2.8	1.3	3.0	1.2	2.5	2.2	2.0	1.8



YOY	90.7%	-15.8%	-2.1%	7.5%	-11.9%	-14.5%	-13.0%	-10.0%	-8.0%
2、企业资源管理计划 业务及其他	14.2	11.5	5.3	11.7	4.8	11.5	11.1	10.9	10.7
YOY	-2.0%	-18.7%	1.6%	1.9%	-8.8%	-2.1%	-3.0%	-2.0%	-2.0%
综合毛利率	63.09%	61.61%	61.93%	64.20%	63.20%	65.10%	66.00%	68.00%	70.00%
销售费用率	41.70%	41.65%	44.52%	40.85%	42.67%	40.01%	36.00%	33.00%	29.00%
管理费用率	11.20%	10.36%	9.31%	8.63%	8.68%	8.61%	8.10%	7.70%	7.20%
研发费用率	28.40%	26.62%	29.00%	25.35%	28.11%	24.21%	22.90%	20.50%	19.00%
归母净利润	(3.00)	(3.90)	(2.80)	(2.10)	(2.20)	(1.42)	0.80	4.94	10.68
归母净利润率	-7.19%	-8.02%	-10.91%	-3.70%	-7.67%	-2.27%	1.08%	5.70%	10.41%

来源：公司财报，国金证券研究所（注：标黄部分为核心假设。）

4.2 投资建议及估值：给予公司 25 年 8X PS，看 560 亿元目标市值

我们参考 6 家海内外 ERP 产品型公司的平均估值，考虑到公司尚未盈利，按照 PS 交易。我们认为，6X PS 左右的平均估值实质是远期 30X PE 与稳态 20%净利率的乘积，考虑到公司作为企业服务 SaaS 领军在国内的稀缺性以及 AI Agent 在未来对毛利率的潜在提升空间，给予公司 25 年 8XPS，目标市值 560 亿元，对应目标价 16.98 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表47：2025 年公司 PS 约为 6.1X，低于可比公司平均估值

证券代码	证券简称	市值	营业收入（亿元）					PS				
		(亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
600588.SH	用友网络	456	98.0	91.5	101.7	113.9	127.9	6.2	4.0	4.5	4.0	3.6
300378.SZ	鼎捷数智	95	22.3	23.3	27.4	31.8	34.8	2.6	3.0	3.5	3.0	2.7
603171.SH	税友股份	169	18.3	19.5	23.4	28.3	34.8	7.9	6.4	7.2	6.0	4.9
2556.HK	迈富时	100	12.3	15.6	23.7	30.2	37.1	/	14.6	4.2	3.3	2.7
CRM.N	Salesforce	19,881	2,498.3	2,744.4	2,966.0	3,240.1	/	7.2	8.5	6.7	6.1	/
HUBS.N	Hubspot	2,434	154.1	191.8	217.8	252.7	/	/	13.7	11.2	9.6	
平均数								6.0	8.4	6.2	5.3	3.5
0268.HK	金蝶国际	427	56.8	62.6	70.1	80.5	93.8	7.3	4.9	6.1	5.3	4.6

来源：Wind，国金证券研究所（注：①市值截止 2025.5.20；②Salesforce、Hubspot 的盈利预测采用 BBG 一致预期；③鼎捷数智、税友股份的盈利预测采用 iFinD 一致预期；④用友网络、迈富时的盈利预测采用国金计算机此前预测；⑤上表中币种统一采用人民币。）

五、风险提示

■ Agent 技术与商业化落地不及预期的风险。

Agent 在国内的技术落地尚处于早期阶段，商业化探索仍面临诸多不确定性，考虑到国内头部企业以国有属性为主，保就业压力较大，“数字劳动力”商业化恐遭遇较大挑战。

■ 企业服务软件行业竞争加剧的风险。

SAP、Oracle 等大型海外厂商在传统 ERP 业务仍具备强大优势，同时 MetaERP 在央企国企中的影响力逐步扩大。在 SaaS ERP 方面，国内友商也正在加速云转型，同时腾讯、阿里、字节等互联网巨头纷纷进军 B 端市场，行业竞争有可能进一步加剧。

■ 云业务盈利不及预期的风险。

公司前期为丰富云服务产品体系，提高产品性能和企业交付能力投入力度较大，且考虑到目前仍处于亏损状态，云业务盈利不及预期会导致公司业绩压力较大。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,866	5,679	6,256	7,006	8,054	9,376
增长率	16.6%	16.7%	10.2%	12.0%	15.0%	16.4%
主营业务成本	1,868	2,035	2,185	2,382	2,577	2,813
%销售收入	38.4%	35.8%	34.9%	34.0%	32.0%	30.0%
毛利	2,998	3,644	4,071	4,624	5,476	6,563
%销售收入	61.6%	64.2%	65.1%	66.0%	68.0%	70.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	2,027	2,320	2,503	2,522	2,658	2,719
%销售收入	41.6%	40.8%	40.0%	36.0%	33.0%	29.0%
管理费用	504	490	539	567	620	675
%销售收入	10.4%	8.6%	8.6%	8.1%	7.7%	7.2%
研发费用	1,295	1,440	1,514	1,604	1,651	1,781
%销售收入	26.6%	25.4%	24.2%	22.9%	20.5%	19.0%
息税前利润 (EBIT)	-747	-502	-485	-70	548	1,388
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	6.8%	14.8%
财务费用	-100	-90	-94	-23	-29	-54
%销售收入	-2.1%	-1.6%	-1.5%	-0.3%	-0.4%	-0.6%
投资收益	13	50	12	17	18	19
%税前利润	-2.7%	-16.6%	-5.1%	13.9%	2.4%	1.2%
营业利润	-647	-412	-392	-47	577	1,442
营业利润率	-13.3%	-7.3%	-6.3%	-0.7%	7.2%	15.4%
营业外收支						
税前利润	-474	-301	-230	120	745	1,611
利润率	n.a	n.a	n.a	1.7%	9.2%	17.2%
所得税	-22	-31	-45	18	112	242
所得税率	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-452	-270	-184	102	633	1,369
少数股东损益	-63	-60	-42	22	139	301
归属于母公司的净利润	-389	-210	-142	80	494	1,068
净利率	n.a	n.a	n.a	1.1%	6.1%	11.4%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-389	-210	-142	80	494	1,068
少数股东损益	-63	-60	-42	22	139	301
非现金支出	22	66	16	-137	-21	139
非经营收益						
营运资金变动	328	299	460	417	824	528
经营活动现金净流	374	653	934	615	1,558	1,997
资本开支	-888	-897	-681	-380	-260	-260
投资	688	-69	-588	-103	-223	-308
其他	-587	-339	194	167	168	169
投资活动现金净流	-787	-1,305	-1,074	-316	-315	-399
股权募资	-143	1,356	-700	0	0	0
债权募资	440	270	-609	0	0	0
其他	3	45	18	-7	-7	-7
筹资活动现金净流	301	1,671	-1,291	-7	-7	-7
现金净流量	-104	1,021	-1,434	292	1,235	1,591

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,943	2,964	1,530	1,822	3,057	4,648
应收款项	293	364	509	636	654	843
存货	45	46	46	60	63	78
其他流动资产	1,703	2,330	3,547	3,475	3,806	4,214
流动资产	3,984	5,703	5,632	5,993	7,580	9,782
%总资产	34.0%	40.3%	40.9%	42.0%	47.6%	53.7%
长期投资	422	434	523	558	596	648
固定资产	1,377	1,919	1,744	1,855	1,859	1,863
%总资产	11.7%	13.6%	12.7%	13.0%	11.7%	10.2%
无形资产	1,247	1,292	1,284	1,298	1,292	1,286
非流动资产	7,747	8,436	8,149	8,291	8,333	8,425
%总资产	66.0%	59.7%	59.1%	58.0%	52.4%	46.3%
资产总计	11,731	14,139	13,781	14,283	15,914	18,206
短期借款	85	20	205	205	205	205
应付款项	43	70	188	50	208	73
其他流动负债	3,637	4,439	5,086	5,625	6,464	7,522
流动负债	3,766	4,529	5,480	5,880	6,877	7,801
长期贷款	385	757	0	0	0	0
其他长期负债	173	151	172	172	172	172
负债	4,324	5,437	5,652	6,052	7,050	7,973
普通股股东权益	7,265	8,599	8,050	8,130	8,623	9,692
其中：股本	84	87	86	86	86	86
未分配利润	7,147	8,479	7,933	8,013	8,507	9,575
少数股东权益	142	103	79	101	241	542
负债股东权益合计	11,731	14,139	13,781	14,283	15,914	18,206

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.11	-0.06	-0.04	0.02	0.14	0.30
每股净资产	2.09	2.37	2.24	2.29	2.43	2.73
每股经营现金净流	0.11	0.18	0.26	0.17	0.44	0.56
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-5.36%	-2.44%	-1.76%	0.98%	5.73%	11.02%
总资产收益率	-3.32%	-1.48%	-1.03%	0.56%	3.10%	5.87%
投入资本收益率	-9.05%	-4.75%	-4.67%	-0.71%	5.13%	11.30%
增长率						
主营业务收入增长率	16.57%	16.71%	10.15%	11.99%	14.96%	16.42%
EBIT 增长率	-9.20%	32.78%	3.40%	85.56%	881.74%	153.38%
净利润增长率	-28.72%	46.07%	32.31%	156.06%	520.00%	116.30%
总资产增长率	5.81%	20.52%	-2.53%	3.65%	11.42%	14.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.0	11.1	10.4	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	7.3	8.0	7.6	8.0	8.6	9.0
应付账款周转天数	6.0	10.0	21.3	18.0	18.0	18.0
固定资产周转天数	89.6	104.5	105.4	92.5	83.0	71.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.44%	-23.89%	-21.25%	-25.59%	-39.56%	-52.08%
EBIT 利息保障倍数	7.5	5.6	5.2	3.0	-18.7	-25.7
资产负债率	36.86%	38.45%	41.01%	42.37%	44.30%	43.79%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	4	8	9
增持	0	0	1	3	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.20	1.42	1.27

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究