

【广发计算机&海外】金蝶国际 (00268.HK)

AI 加持和行业格局变化趋势下再看金蝶的空间

核心观点:

- **AI 赋能下, ERP 迎来新周期。**以 SAP 为例, GPT 推出后, 估值迎来新的催化。催化逻辑类似于传统软件转型云服务之始, 投入加大虽然侵蚀短期盈利, 但是促进业务技术和商业形态升级, 远期空间扩大, 促使估值提升提前反映。而相比于云时代, AI 时代对于企业产品的赋能会更多, 因此我们认为相对应的空间也会更大。
- **综合考虑 AI 赋能、产业趋势、国产替代等因素, 我们认为金蝶应享有更高的估值溢价。**通过对金蝶和 SAP 进行比对, 我们发现两家企业作为海内外 ERP 厂商龙头, 产品线全面且充分通过 AI 进行了赋能。而除去 AI 外, 金蝶相比 SAP 还有市场格局变化等逻辑, 估值理应更高。
- **因此总结有三点逻辑:**①我们认为市场对于 SAP 的预期之所以会持续攀高主要有几点原因。一是云收入占比提升空间仍大, 二是交叉销售带来的潜在增量, 三是 AI 赋能下, 有望进一步驱动云收入增长。而金蝶有相似逻辑, 且今年有望扭亏, 因此估值不应低于 SAP。②从营收、ARR 等关键财务数据来看, 结合国产化等因素, 目前的态势都表明国产 ERP 行业格局正在发生变化, 因此, 对于金蝶来说, 在市场格局发生较大变化的前提下, 估值弹性也会更大。③工单收费模式的转变充分证明了金蝶对其产品竞争力和下游客户接受度的足够信心。即使由于该模式仍处于商业化初期, 因此带来的可能并非明显表现的线性化增量, 但是标准一旦接轨, 后续则有望进一步兑现。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-27 年营收为 69.70/78.68/89.60 亿元, 参考可比估值, 给予 2025 年 10 倍 PS 估值, 参考汇率 1 港元 = 0.91 人民币, 每股合理价值约 21.65 港币/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**经济环境导致下游 IT 支出波动; 港股交易环境影响; AI 应用业绩兑现的不确定性。(注: 除非特别注明, 否则货币为人民币)

盈利预测: (注: 除非特别注明, 否则货币为人民币)

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	5,679	6,256	6,970	7,868	8,960
增长率 (%)	16.7%	10.2%	11.4%	12.9%	13.9%
EBITDA	136	331	373	591	998
归母净利润	-210	-142	172	382	732
增长率 (%)	-	-	-	122.5%	91.5%
EPS (元/股)	-0.06	-0.04	0.05	0.11	0.21
市盈率 (P/E)	-	-	283.3	127.3	66.5
ROE (%)	-	-	1.7%	4.1%	7.6%
EV/EBITDA	260.7	80.5	127.5	80.0	46.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	15.00 港元
合理价值	21.65 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-06-25

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3549/3549
总市值/流通市值 (百万港元)	53242/53242
一年内最高/最低 (港元)	17.06/5.42
30 日日均成交量/成交额 (百万)	38.5/516
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	13.64/65.56

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfluxuefeng@gf.com.cn

分析师:

吴祖鹏



SAC 执证号: S0260521040003



wuzupeng@gf.com.cn

请注意, 吴祖鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发计算机&海外】金蝶国际 (00268.HK): SaaS 价值释放, 议价能力得到验证

联系人:

王钰翔 021-38003529

wangyuxiang@gf.com.cn

目录索引

一、AI 赋能下，ERP 迎来新周期	4
（一）行业端，AI 赋能 ERP，新周期已至	4
（二）公司端，SAP 和金蝶已在 AI 方向有较为丰富的布局	5
（三）从云时期到生成式 AI 时期的异同点分析	12
二、格局变化趋势下，金蝶空间有望进一步打开	15
（一）财务数据层面：营收增速及 ARR 表明金蝶市占率正在提高	15
（二）企业实操层面：收费模式朝海外龙头靠拢，议价能力得到验证	17
三、盈利预测和投资建议	18
（一）盈利预测	18
（二）投资建议	19
四、风险提示	22
（一）经济环境导致下游 IT 支出波动	22
（二）港股市场交易环境影响	22
（三）AI 应用业绩兑现的不确定性	22

图表索引

图 1: SAP 收入及股价比对图	5
图 2: 金蝶与 SAP AI 生态合作伙伴体系	8
图 3: SAP Business AI 业务布局	9
图 4: SAP 营收数据	10
图 5: 金蝶国际 AI 布局历程	11
图 6: 金蝶国际苍穹 Agent 平台	11
图 7: 金蝶企业管理 AI 产品蓝图	12
图 8: 亚马逊 04 年至 17 年股价复盘图	13
图 9: 微软 04 年至 17 年股价复盘图	13
图 10: 国内主流 ERP 厂商相关收入比对 (单位: 亿元)	15
图 11: SAP 中国区营收及增速 (单位: 亿元)	15
图 12: 金蝶国际营收及增速 (单位: 亿元)	15
图 13: 浪潮数字企业 ERP 相关收入及增速 (单位: 亿元)	16
图 14: 用友网络收入及增速 (单位: 亿元)	16
图 15: 金蝶云收入占总收入比重	16
图 16: 金蝶云业务订阅相关合同负债及增速	16
图 17: 金蝶及用友 ARR 比对	17
图 18: SAP 2018 年至 2024 年净利率	20
图 19: SAP PS TTM (左轴: 倍数, 右轴: 收盘价, 单位: 元)	20
表 1: 目前 ERP+AI 大模型的典型应用场景	4
表 2: AI 赋能 SAP&金蝶产品情况	6
表 3: SAP AI 相关业务进展	9

一、AI 赋能下，ERP 迎来新周期

（一）行业端，AI 赋能 ERP，新周期已至

AI正在赋能ERP系统，驱动企业业务流程与管理范式全面升级。AI通过数据分析与预测、流程自动化和个性化服务等方式，将ERP系统由传统的流程驱动升级为数据和决策驱动，可以实现企业管理效率、准确度和响应速度的全面提升，有望带来企业的业务流程与管理范式升级。具体而言，主要分为三类场景：

- （1）**数据分析预测**：AI通过整合历史数据以及实时信息，进行数据分析，并构建预测模型，为企业提供前瞻性洞察，驱动精准决策；
- （2）**流程自动化**：AI通过自动化处理重复性任务，减少人工参与，提升运营效率；
- （3）**个性化服务**：AI通过分析用户行为数据，精准识别客户需求，提供定制化服务，提升用户体验与客户粘性。

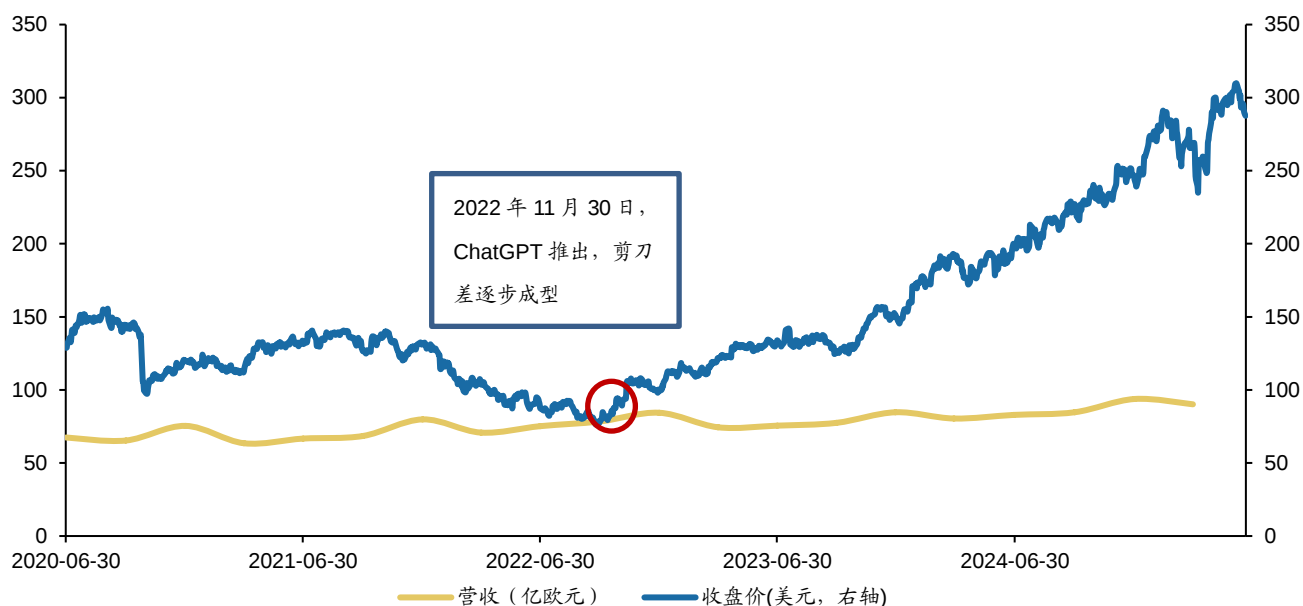
表 1：目前ERP+AI大模型的典型应用场景

典型应用	传统 ERP 应用痛点	典型场景
数据采集	传统 SQL 数据库存储的主要是业务数据或者财务单据数据，并不包括用户行为等埋点数据	可以采集用户行为等数据，完整的反映用户对系统的使用情况，比如单据录入的时长、操作链路、周期频率、数据范围等等，此类数据的采集有助于后续应用开发
数据分析与交互	传统 ERP 数据分析智能化不足，且人机交互弱，效果单一	针对系统数据库本身存储的业务或者财务数据，以及用户行为两类数据，可以通过 AI 算法将这两部分数据结合起来，然后按照多维度多特征进行分析，形成泛结构化的数据，生成以 ERP 系统为边界的大模型。当具备了企业内部的大模型，管理人员可向 AI 助手发问，比如最新的库存周转率、应付账款结算、人员绩效等
辅助用户操作	相当部分员工每日都在干重复且繁杂的单据录入、流转等工作，耗时且低效	AI 助手则可以根据用户指令，进行辅助操作，比如用户给 AI 下达指令采购物料，此时 AI 还会继续询问选择哪家供应商、收货点、到货时间等等，人工再去继续发出指令，可以用语音指令取代手工操作
智能自动化运营	传统 ERP 系统不具备自主运营能力	通过人工设置 AI 助手执行的标准参数或阈值，可实现业务系统自动运转，比如设置安全库存，当库存低于时自动触发生成采购单据，关于供应商的选择可以根据历史合作伙伴的交付质量、交货周期、信用额度、风险等级、用户数据等，自动分析匹配最优供应商并完成补充库存操作
个性化服务	传统 ERP 系统服务内容较为单一	通过 AI 对客户行为数据的深度分析，企业可以精准识别客户需求，并根据客户的购买历史和偏好提供个性化的服务。不仅可以提高客户满意度，还能增强客户的忠诚度和复购率

数据来源：广发证券发展研究中心

以SAP为例，GPT推出后，估值迎来新的催化。ChatGPT正式推出的时间节点为2022年11月30日，无论是从股价表现亦或是营收数据来看，都能够证明AI切入后新一轮周期已至，AI正成为企业后台办公系统升级的强劲催化剂。从下图我们能够发现，收入增长曲线较为平缓下，受益于SAP云化效果较好，且接入AI后，产品附加值和功能进一步提升，所以估值开始上升。其本质类似于传统软件转型云服务之始：投入加大虽然侵蚀短期盈利，但是促进业务技术和商业形态升级，远期空间扩大，促使估值提升提前反映。

图 1：SAP收入及股价对比图



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

（二）公司端，SAP 和金蝶已在 AI 方向有较为丰富的布局

从产品维度来看，海内外主流ERP厂商SAP和金蝶原有产品大部分都已接入AI，在原有功能的基础上实现了拓宽和优化。金蝶国际的企业级AI平台涵盖了包括开发服务云、流程服务云、数据服务云等一系列产品。以开发服务云为例，该产品能够基于金蝶独创的第四代动态领域模型(KDDM)，提供一站式AI开发套件，支持苍穹智能问答、辅助编程等应用场景，支持低代码应用开发、无代码可视化搭建、生成式AI开发，轻松构建基于微服务架构的业务应用，赋能云应用(SaaS服务)的开发、部署、运行及运营。SAP的Business AI涵盖了包括供应链、采购、财务运营、人力资源等模块，可通过AI实现快速提效等功能，此外，还构建了基于业务数据并融合大量AI的智能体Joule，协助使用各类云应用，能够自动执行SAP Business Suite和非SAP应用中的任务。

表 2: AI赋能SAP&金蝶产品情况

公司	产品 & 领域		AI 赋能
金蝶	业务领域	财务云管理系统	运用 AI、RPA、OCR、NLP、实体机器人等创新技术为财务会计、管理会计提供支持，提升核算效率与质量，为决策提供洞察、风险及预测数据支撑
		人力云	结合 AI、大数据等最前沿技术，构建数字员工、智能客服、数据智能决策等智能工具，大幅提升企业管理效能，“人治”进化为“数治”
	企业级 AI 平台	解决方案	面向企业用户的超级智能 AI 管理助手，具备感知、记忆、思考和行动四大核心能力，提供财务、人力、制造、开发等领域的 100+AI 应用，如智能客服、预算预测、虚假贸易筛查、财务报告生成、辅助编程等，用 AI 赋能全线产品进行持续性创新、用 AI 原生技术进行颠覆式产品创新，以大模型能力为核心实现企业业务系统智能化
		开发服务云	基于金蝶独创的第四代动态领域模型(KDDM)，提供一站式 AI 开发套件，支持苍穹智能问答、辅助编程等应用场景，支持低代码应用开发、无代码可视化搭建、生成式 AI 开发，轻松构建基于微服务架构的业务应用，赋能云应用(SaaS 服务)的开发、部署、运行及运营。
		流程服务云	遵循 BPMN2.0 规范，基于动态模型元数据，通过业务模型库提供各行业及各种业务类型的端到端业务流程模型，赋能流程设计、建模、管理、运行监控的全生命周期管理服务。
		集成服务云	采用元数据模型驱动进行低代码集成，通过可视化配置快速实现企业多样化数据集成需求，覆盖业务流程自动化、ERP 系统迁移、多业务协同、海量数据集成等核心应用场景。
		数据服务云	支持连接企业的多源数据资产，以低代码方式进行数据的数据处理和建模，提供中国式复杂报表能力、数据分析与数据可视化能力，实现从数据的加工、存储、建模到报表、分析的一站式高生产力数据平台解决方案。
		AI 服务云	运用先进 AI 算法，提供对话机器人、视觉识别、智能搜索、数据智能等产品，实现个性化定制、低代码搭建、多企业业务系统集成及多调用部署方式等特性。
	面向大型企业	供应链云	AI 辅助决策，避免错误，降低风险，将可持续供应链管理理念融入日常业务，加快创新速度，实现可持续运营
		EAS Cloud 税务管理	整体由基础平台、AI 赋能支撑，与企业内部各业务、财务系统无缝集成联动，将外部税控系统及税务局功能嵌入系统平台内，覆盖企业日常税务工作所需的所有内容
	面向高成长型企业	数据智能云	运用大数据与 AI 技术（预测模型、AI 算法引擎、机器学习等），处理与解析海量数据，在赋予数据智能内涵、挖掘数据商业价值的同时构建模型，解决企业各业务领域用数需求，精准识别业务问题并帮助解决问题，实现深度洞察、精准预测与有效风控
	面向小微企业	云进销存	企业智能 AI 经营助手，实现采购管理、销售管理、库存管理、资金管理、客户经营、增值服务、精斗云经营助手、精斗云协同等系列功能。
SAP	SAP Business AI	供应链	借助 AI 技术，打造富有韧性、以客户为中心的敏捷供应链：实现比人类更快的产品缺陷检测速度、将检验成本降低 25%；实现自动处理收货流程、将入库交货成本降低 50%。
		采购	借助采购 AI，优化支出，降低风险，并显著提高效率：简化市场调研与供应商筛选，将市场竞争分析速度提高 90%；快速查找采购数据，使用 Joule 的

			自然语言界面，将信息搜索处理速度提高 95%；轻松根据要点生成完整职位描述，将外部职位描述撰写速度提高 85%。
		财务运营	借助财务 AI，增加收入，管理风险，优化运营资本，并确保合规；消除手动付款核销流程，将应收账款匹配工作量减少 71%；减少因欺诈造成的营收损失。
		人力资源	借助人力资源 AI，推动每位员工取得成功，并提高企业敏捷性；加快人员配置、招聘、入职和薪资核算流程，将日常 HR 任务完成速度提高 90%；加快招聘决策速度，将简历筛选速度提高 80%。
		销售和服务	借助销售和服务 AI，提高销售效率并交付卓越服务；显著减少工单路由和研究时间；协助将潜在客户转化为成交客户，将完成日常销售任务的速度提高 80%。
		营销和电商	利用营销和电商 AI，优化目标客户锁定和客户互动；加速创建受众细分，将受众细分速度提高 90%；同时增强个性化。
		IT 和开发	利用面向 IT 和开发人员的 AI，加速产品开发和创新；加快应用开发进程，将应用开发成本降低 30%；构建自动化工作流，减少手动开发运维任务，将 SAP 应用管理效率提高 75%。
		Joule	基于业务数据并融合大量 AI 智能体，协助员工使用各类云应用，同时自动执行复杂流程，实现业务成果无界限、敏感性全面提升、大规模交付洞察等；拥有一个包含 1300 多项技能的资源库，能够自动执行 SAP Business Suite 和非 SAP 应用中的任务。
		Joule Agents	自主规划并执行多步骤工作流、可相互协作的 AI 系统，让部门之间实现互联，加快决策速度并简化流程；能够根据业务情境，决定按怎样的顺序使用哪些 Joule 技能来完成影响力更大的多步骤业务目标。此外，SAP Knowledge Graph 对 SAP 的业务专业知识进行编码，帮助精准匹配相关业务流程；SAP Business Data Cloud 提供了一个可靠的数据层，确保对企业的所有数据的访问。
		AI Foundation on SAP BTP	SAP AI 技术的基石，提供全面的开发者工具，支持开发者在同一系统中大规模构建、扩展和运行定制化 AI 解决方案；提供 Joule 工作室、统一门户、生成式 AI 中心、SAP Document AI 等定制化 AI 解决方案，并与数据和模型相连接。

数据来源：金蝶官网，SAP 官网，广发证券发展研究中心

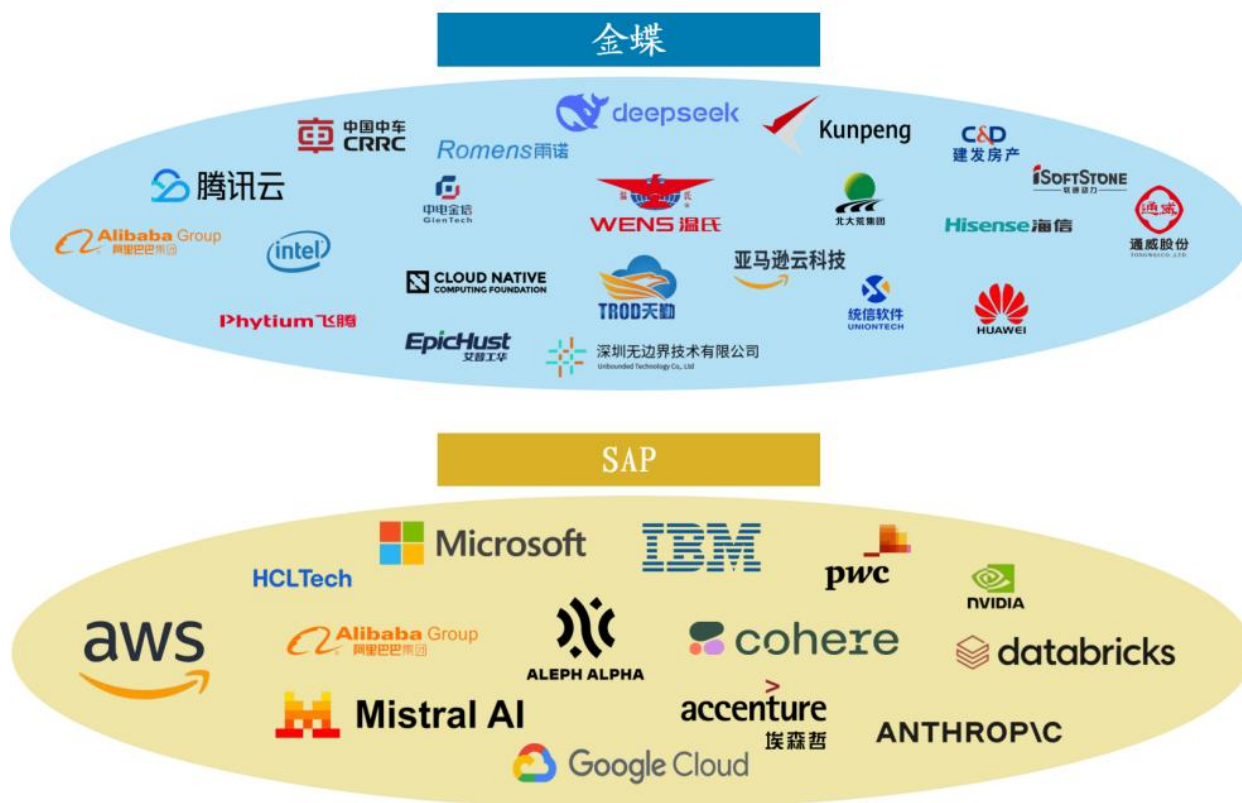
从AI生态合作维度来看，SAP和金蝶皆有所布局，拥有较为丰富的AI生态合作伙伴体系。

SAP AI战略合作伙伴覆盖Anthropic、HCLTech、IBM、Meta、Mistral AI、普华永道、微软、亚马逊等行业巨头。其中，根据SAP官网信息，SAP在Amazon Bedrock中将Anthropic的Claude 3.5 Sonnet引入生成式AI中心以作为SAP AI Core中的一项功能；根据SAP官网信息，HCLTech则宣布在慕尼黑新建AI卓越中心，专注于为SAP BTP上的AI基金会开发AI用例。

金蝶方面，根据金蝶官网新闻，2025年5月，金蝶与上海国家会计学院、通威股份、建发房产、软通集团、中电金信、青岛雨诺等共同发起“企业管理AI生态联盟”；同时，金蝶还与中车唐山公司、建发房产、海信集团、今麦郎、北大荒信息、温氏集团携手共建企业管理AI实验室。在技术合作开发层面，根据金蝶官网信息，金蝶与华为

基于金蝶云·苍穹企业级AI平台解决方案，依托鲲鹏硬件、openEuler操作系统、毕昇JDK等核心组件进行原生应用开发，在开发、财务、人力、供应链等多个领域展开深度合作；金蝶还将DeepSeek全面集成至金蝶云全线SaaS应用及金蝶云苍穹平台。

图 2：金蝶与SAP AI生态合作伙伴体系

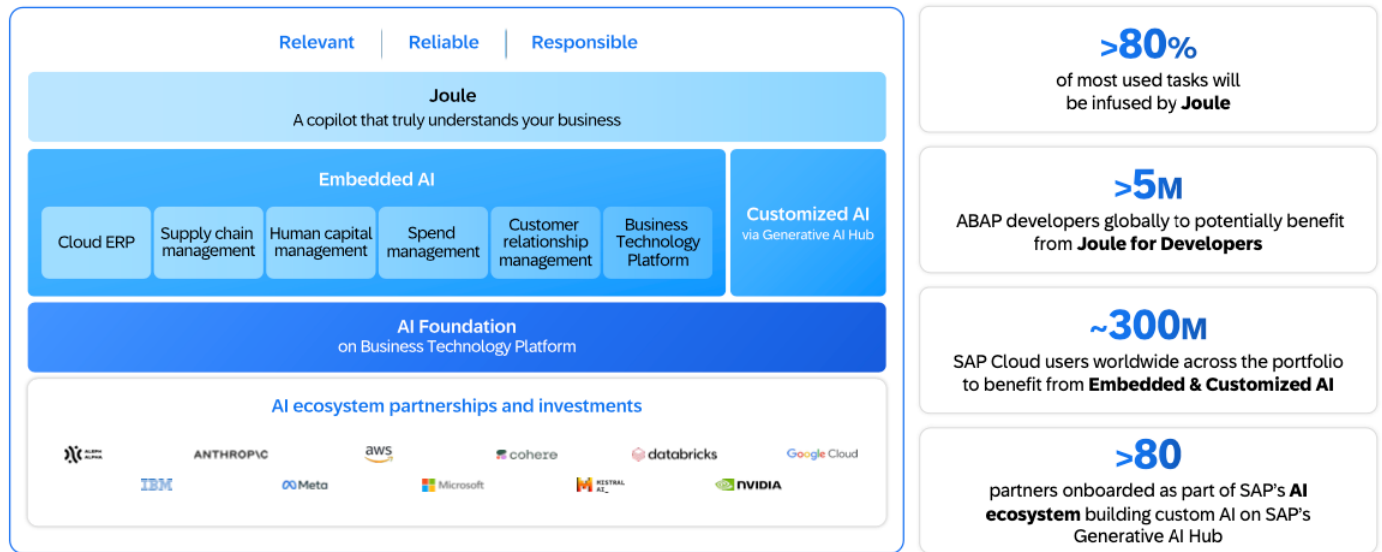


数据来源：金蝶官网，SAP 官网，广发证券发展研究中心

1. SAP AI产品及AI进展概况

SAP的Business AI解决方案可分为AI Foundation + Embedded AI / Customized AI + Joule三层。具体而言，①AI Foundation基于SAP BTP（业务技术平台）所开发，为开发者提供标准化可复用的AI开发工具链，降低企业自建AI的门槛；②Embedded AI直接嵌入云ERP、供应链管理等SAP现有核心产品，直接提供AI功能，无需额外开发，快速实现降本增效；③Customized AI通过Generative AI Hub实现灵活扩展，支持企业根据需求定制AI解决方案；④智能助手Joule则可以通过自然语言交互简化复杂系统操作，目前已经渗透80%高频任务。

图 3: SAP Business AI 业务布局



数据来源: SAP 官网, 广发证券发展研究中心

从应用场景来看, 根据SAP 24Q4及25Q1财报电话会议, SAP已交付超130个生成式AI用例, Joule AI助手具备1300余项技能。提效方面, Joule工具为顾问每天节省多达90分钟时间, 开发者效率提升30%。规模化应用方面, 渣打银行已为8万名员工部署Joule, 体现了AI在企业级场景的落地能力。24Q4, 50%的客户交易中已经包含AI应用, AI成为客户签约的主要价值驱动因素。

表 3: SAP AI相关业务进展

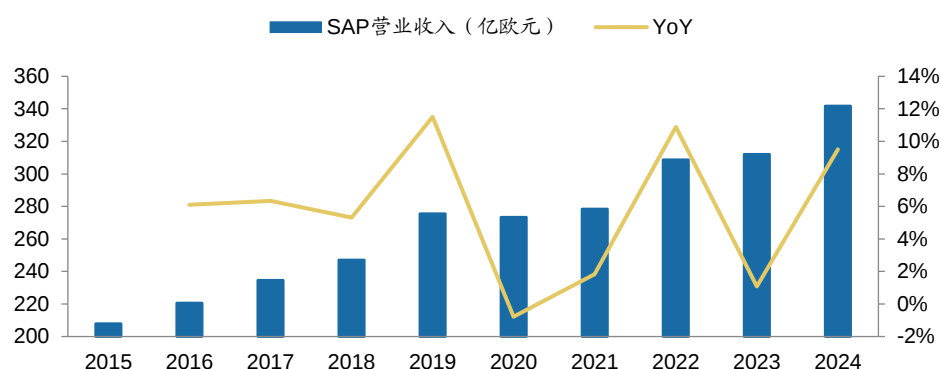
财报	AI 相关进展
24Q1	(1) 已发布超过 30 个新的 AI 场景 (2) 超过 60 家生态合作伙伴正在使用 SAP 的 AI 平台能力开发 80+个 AI 用例 (3) 超过 2.7 万客户已使用 SAP Business AI (4) AI 驱动云端积压订单 (CCB) 同比增长 28%, 达到 142 亿欧元
24Q2	(1) 20%的订单交易中包含 AI 应用场景 (2) 目前已发布 60+ GenAI 用例, 计划年底前交付超过 100 个场景 (3) 使用 CX AI 工具包的客户使得销售团队生产效率提高 10%, 电商团队效率提高 50% (4) 在 Concur 中推出的 GenAI 功能目前每周有 15 万用户使用, 每月处理近 100 万酒店账单 (5) Joule AI 编码助手使开发效率提升 30%
24Q3	(1) 30%的云订单包含 AI 用例 (2) 已为 Joule 增加了超过 500 项技能, 并且有望在 24 年底前覆盖 80%的最常用业务和分析交易 (3) 已提前达成在解决方案中嵌入超过 100 个 AI 用例的目标 (4) Gen AI hub 的合作伙伴使用量从 Q2 到 Q3 变为三倍, 客户使用量变为四倍
24Q4	(1) 计划在欧洲投资 400 亿欧元用于研发和云基础设施运营 (2) 50%的客户交易中已经包含 AI 应用, AI 成为客户签约的主要价值驱动因素 (3) 已交付 130 个 GenAI 用例和超过 1000 个 Narrow AI 用例。AI 助手 Joule 目前已经具备 1300 项技能 (4) 全球 2 万名开发者使用 AI 助手 Joule, 开发速度提高 20%; 合同处理时间缩短 75% (5) 24 年新增 9000 名员工, 集中在 AI 的数据科学家

25Q1	(1) 约 50%的云订单包含 AI 用例
	(2) 使用 Joule 等 AI 工具的顾问每天节省多达 90 分钟时间;
	(3) 开发者使用如 Joule 的 AI 工具后效率提升 30%

数据来源：SAP 财报电话会议、广发证券发展研究中心

从AI实际贡献收入来看，根据SAP财报电话会议，24Q2，20%的交易中包含AI应用场景，而在24Q3，30%的云订单包含AI用例。我们假设全年约25%的云收入中包含AI应用，以及AI功能营收贡献率大约为10%，可粗略测算得出2024年AI贡献收入为4.29亿欧元（2024年AI贡献收入=2024年云收入×AI合同占比×AI贡献率=171.4亿欧元×25%×10%=4.29亿欧元），约占2024年云收入的2.5%，总收入的1.2%，短期贡献较为有限。但考虑到AI功能对于客户续费率提升以及促进交叉销售带来的间接价值，以及目前AI收入分散在云套餐、行业解决方案等细分项，测算相对保守，实际贡献可能更高。

图 4：SAP 营收数据

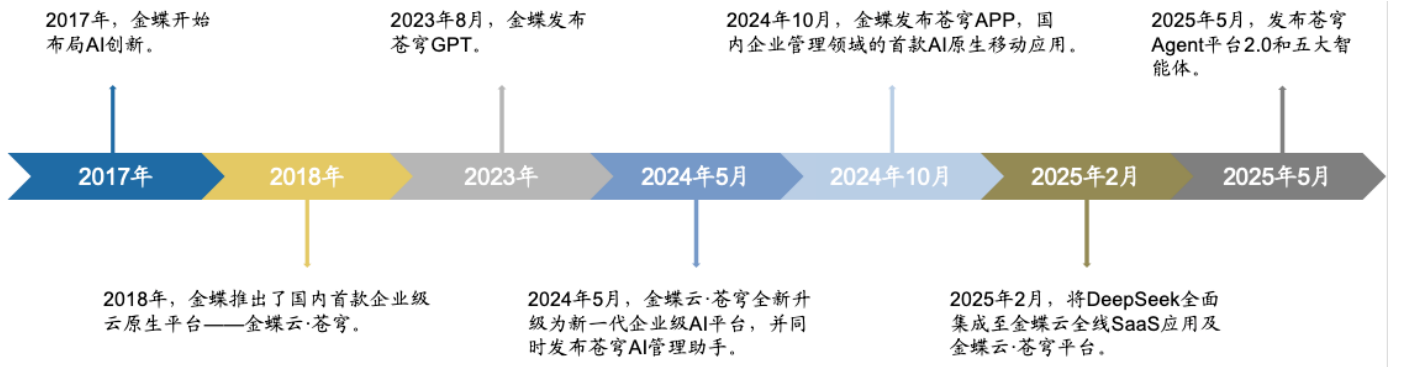


数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

2. 金蝶国际 AI布局概况

于金蝶而言，金蝶以“AI in AI”为核心战略，自2017年起便开始布局AI创新，构建了从AI底座，到数据平台再到终端应用的完整体系，重点突破财务、人力等高价值场景落地。整体看，金蝶通过“企业级AI平台（企业可快速开发AI应用）”+“AI管理助手及苍穹APP”+“AI Agent”等模式来逐步深化AI应用。金蝶云·苍穹升级为新一代企业级AI平台，发布AI管理助手及苍穹APP，并提供丰富场景的AI Agent，为企业提供快速高效使用AI的解决方案。

图 5：金蝶国际AI布局历程



数据来源：金蝶国际官方公众号，广发证券发展研究中心

2025年5月，公司发布苍穹Agent平台2.0和五大智能体。作为企业业务智能体平台，苍穹Agent平台提供了丰富的模版与工具，可以快速对接企业数据与业务流程,实现AI应用敏捷落地。同时支持MCP及A2A标准协议，可以实现跨平台、跨系统的无缝协作。此外，苍穹Agent平台提供多模型混合应用能力，企业可以根据业务场景灵活调用DeepSeek、金蝶苍穹大模型等AI引擎，实现技术资源与业务需求的匹配。基于苍穹Agent平台2.0，公司开发了金钥财报（财报分析智能体）、ChatBI（企业问数智能体）、招聘智能体、差旅智能体以及企业知识智能体，均为企业端的高频场景。

图 6：金蝶国际苍穹 Agent 平台



数据来源：金蝶官方公众号，广发证券发展研究中心

从商业模式来看，下游客户采购AI功能可带来产品价值量抬升，远期有望提升市占率。公司目前发布的多种AI Agent助手，其商业模式为：基于外部通用大模型，以及公司在垂类领域积累的丰富数据，公司开发垂类AI大模型，客户采购相关AI功能时，需要向公司支付垂类AI大模型使用费（中小客户多支付云化费用，大型客户可私有化部署），token费用则支付给外部通用大模型供应商，公司亦具备参与token分润的潜力。这一模式短期有望驱动产品价值量抬升，中长期有助于抬升市占率。

图 7：金蝶企业管理AI产品蓝图



数据来源：金蝶国际官方公众号，广发证券发展研究中心

（三）从云时期到生成式 AI 时期的异同点分析

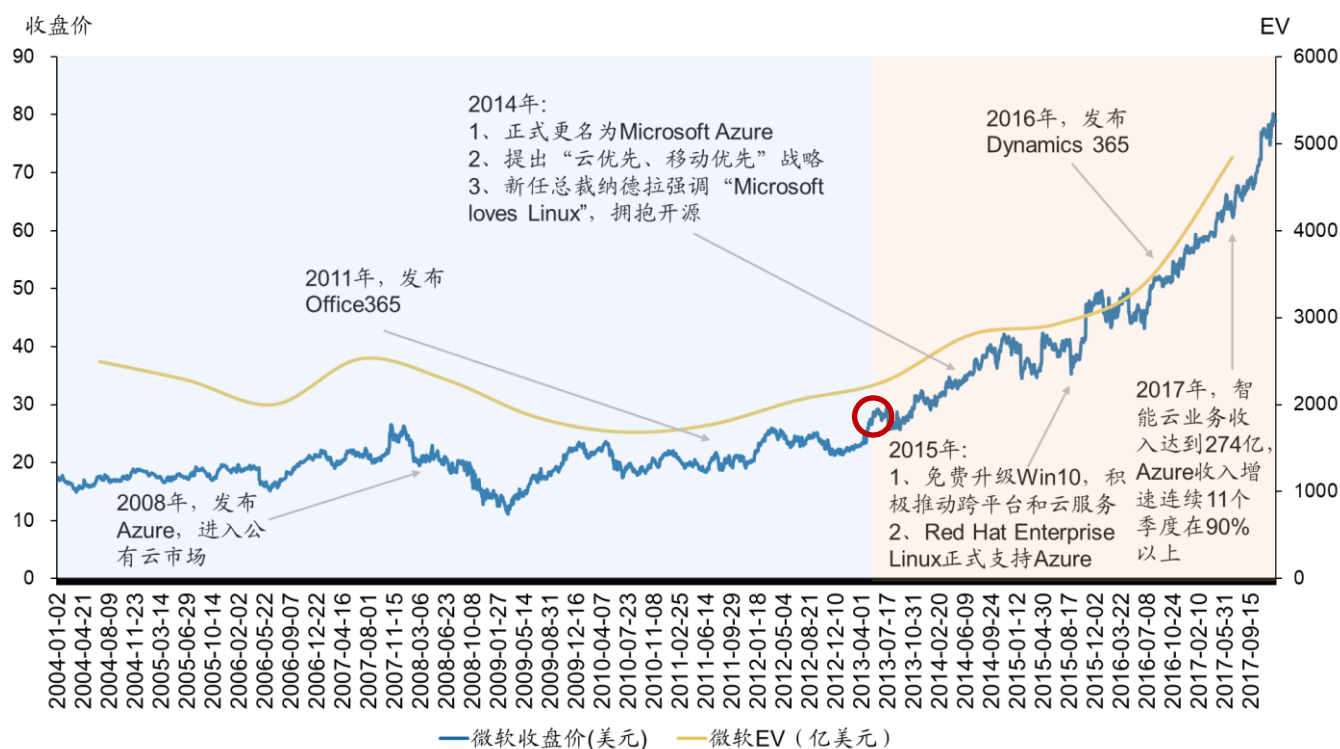
从估值的角度出发，无论是过去的云化，还是现在的生成式AI，对于企业而言，都有望使得估值再度攀高，通俗说，就是新技术接入后，投资者会更加看好企业的未来价值。前文SAP的股价及营收表现复盘图证明了生成式AI接入后，尽管企业营收增长曲线趋势稍缓，但却和估值形成了鲜明的剪刀差。而通过复盘2004年至2017年综合型云厂商（IaaS+PaaS+SaaS）微软及亚马逊的EV和股价，我们发现，随2014年及15年，微软和亚马逊开始加码布局云端，订单开始放量后，估值再度攀升。

图 8: 亚马逊04年至17年股价复盘图



数据来源: iFind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 9: 微软04年至17年股价复盘图



数据来源: iFind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

相比于云时代，AI时代对于企业产品的赋能会更多，因此相对应的空间也会更大。云时代最大的变化其实就是从项目制到订阅制的改变，也就是付款方式的改变。举例来说就是从原本一次性花费一笔钱并定制一个五年期的软件，而变为分期付款，通过一定时间段内向云厂商支付一笔金额而获得产品的使用权。

但若是从功能实现的角度来看，云更多带来的是功能间互通互联的效率更高，功能并没有被丰富，企业估值之所以会有所攀升且市场也认可的根本原因在于订阅制使得费用降低，客户数有了大幅的提升。

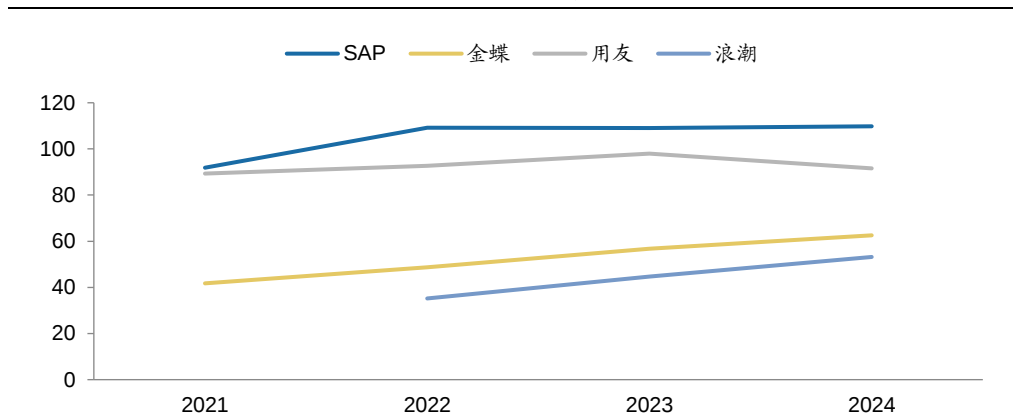
从AI赋能产品的角度来看，AI接入后，更多所实现的是产品功能模块的扩展，并非简单的产品互联效率的提高。举例来看，金蝶企业级AI平台的解决方案是面向企业用户的超级智能AI管理助手，具备感知、记忆、思考和行动四大核心能力，提供财务、人力、制造、开发等领域的100+AI应用，能够以大模型能力为核心实现企业业务系统智能化。SAP的Joule Agents能够自主规划并执行多步骤 workflows、可相互协作的AI系统，让部门之间实现互联，加快决策速度并简化流程。

二、格局变化趋势下，金蝶空间有望进一步打开

（一）财务数据层面：营收增速及 ARR 表明金蝶市占率正在提高

从近年营收增速表现来看，金蝶市占率加速扩大，而海内外传统巨头SAP及用友在国内扩张有放缓趋势，长期来看，市场格局有望改变。国内主要的ERP玩家包括SAP、金蝶国际、浪潮数字企业及用友网络。从过去几年营收增速来看，金蝶及浪潮收入高增，而传统巨头如SAP和用友尽管从收入体量上来说仍有一定领先，但收入增速相比之下则较低。SAP中国地区24年收入为110亿元人民币，同比增长1%，用友网络24年收入92亿元人民币，同比减少6%。金蝶国际24年收入达63亿，同比增长11%，浪潮ERP相关收入24年达53亿元，同比增长18%。

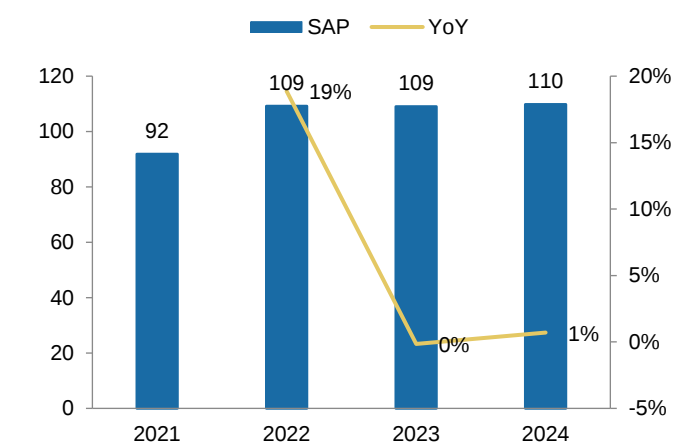
图 10：国内主流 ERP 厂商相关收入比对（单位：亿元）



数据来源：SAP 财报，iFind，广发证券发展研究中心

注：SAP 收入数据采取中国地区收取，汇率采用 1 欧元=8.3 元人民币；浪潮所选收入为 ERP 相关收入。

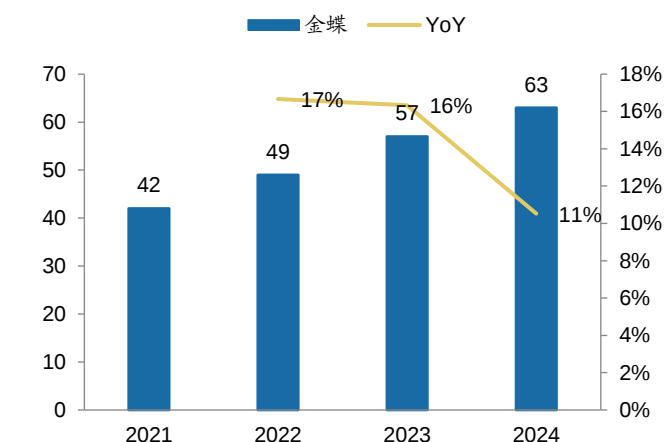
图 11：SAP 中国区营收及增速（单位：亿元）



数据来源：SAP 财报，广发证券发展研究中心

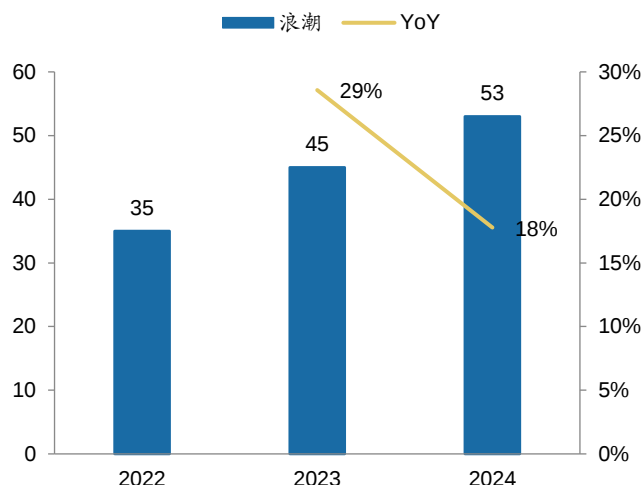
注：汇率采用 1 欧元=8.3 元人民币

图 12：金蝶国际营收及增速（单位：亿元）



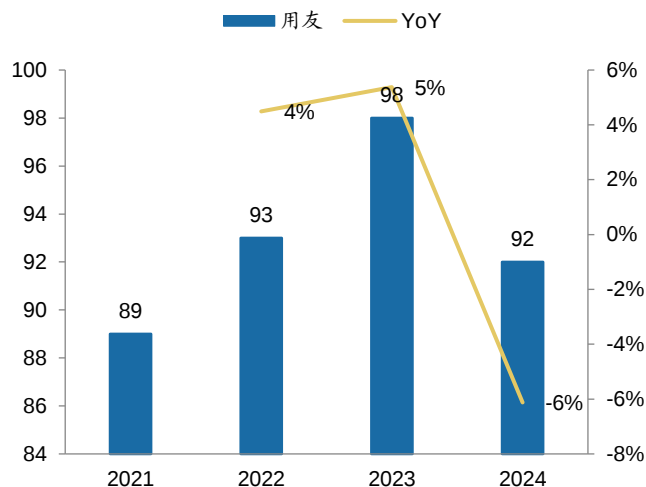
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 13: 浪潮数字企业 ERP 相关收入及增速 (单位: 亿元)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

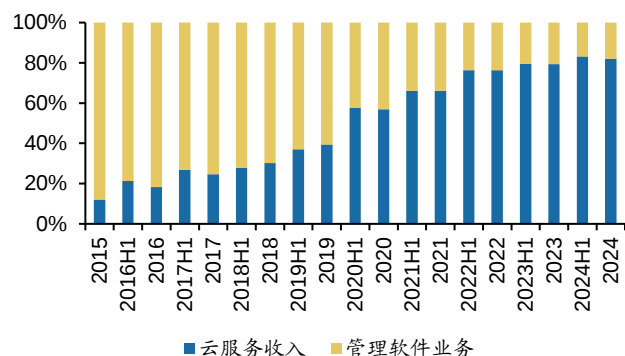
图 14: 用友网络收入及增速 (单位: 亿元)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

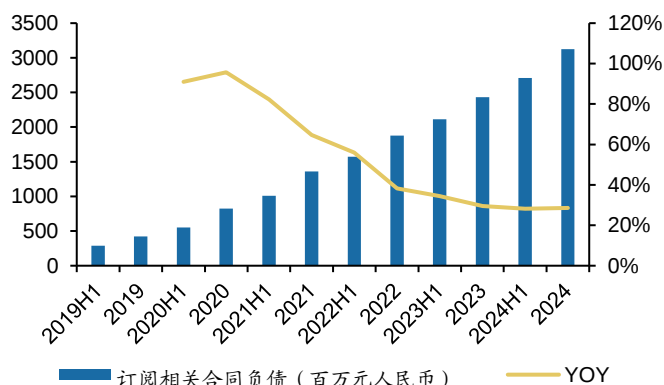
从ARR及云收入占比的核心数据来看,近年金蝶云化持续推进,续费率稳中有进。2024年公司云业务保持可观增速,收入达51.1亿元,同比增长约13.4%,在总收入中占比达到81.6%。云订阅相关的合同负债约31.3亿元,同比增长28.5%,ARR约34.3亿元,同比增长20.0%,显示出收入质量持续提升。分产品ARR来看,苍穹ARR同比增加30%、星空ARR同比增加18.7%、小微市场ARR同比增加26.4%。从产业规律出发,较高续费率是云服务健康发展的重要指标之一,主要反映出公司云产品的综合竞争力,较高的续费率也奠定了未来公司费用率,尤其是销售费用率,持续下降的基础。

图 15: 金蝶云收入占总收入比重



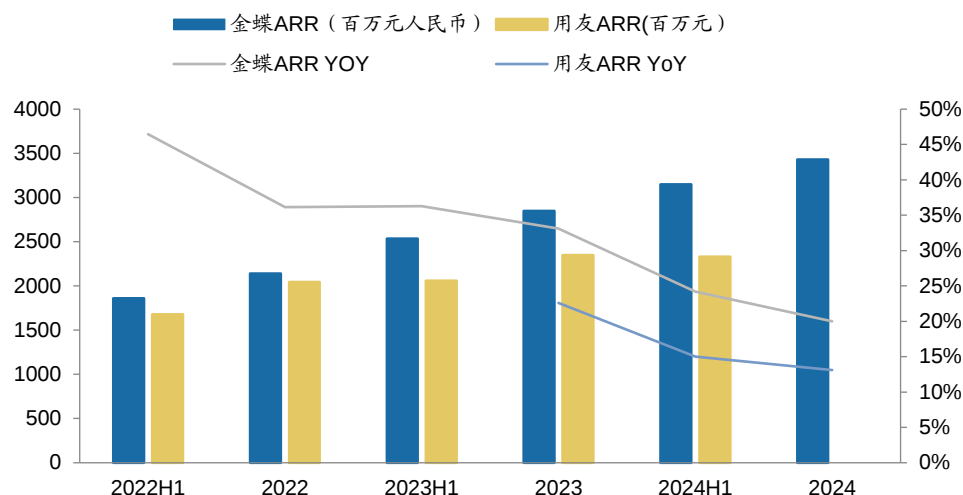
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 金蝶云业务订阅相关合同负债及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17：金蝶及用友 ARR 比对



数据来源：Wind，用友财报，广发证券发展研究中心

（二）企业实操层面：收费模式朝海外龙头靠拢，议价能力得到验证

金蝶国际收费模式变更，工单服务并入至高级成功服务，该服务费用为软件订阅金额的15%。根据金蝶国际战略合作伙伴赛格云官微公众号，7月1日后，工单服务将并入至高级成功服务。具体来看，对于金蝶云星空订阅版本而言，软件订阅期，包含金蝶标准成功服务，如需高级成功服务，需要另外购买；高级成功服务费用为软件订阅金额的15%。标准成功服务为金蝶针对产品标准应用需求提供的保障性服务，高级成功服务则具有专人、现场、专属的特点。

此前，工单服务属于标准成功服务中较为重要的一项，主要针对用户在产品使用过程中遇到的应用咨询类、数据及环境等技术问题，通过工单的形式提供支持。而过往标准成功服务包含在软件订阅期当中，并不需要单独收费。

我们认为这一举措有较大意义，对标国际通行标准按照产品和服务的实际情况清晰对应收费，而不是像从前一样诸多附加值服务变相被压价打包在项目中，这在To B 应用软件服务上是过去多年以来极其少见的改变和正名；这一举措同时也凸显了金蝶国际在行业上升的行业领先地位。

因此，结合来看，于金蝶国际而言，从云化转型顺利、AI布局领先，此外结合格局预期差以及美股SAP映射等因素，仍有较大空间。

三、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

我们预计公司2025-2027年主营业务收入分别为69.70亿元、78.68亿元、89.60亿元，同比增速分别为11.4%、12.9%、13.9%。

收入拆分预测：

1. 云服务收入：该部分业务主要由金蝶云星空、金蝶云苍穹、金蝶云星辰等云服务组成。其中，金蝶云星空立足AI，在多场景中实现AI智能，拥有包括Boss助理、AI记账、决策大屏幕等AI应用。在出海方面，推出了针对新加坡、越南、泰国、印尼等多个国家的本地化包，目前已签约18个行业340家出海企业。随着后续出海业务持续扩大，我们预测公司25-27年金蝶云星空收入增速分别为12%、13%、14%。金蝶云苍穹目前已升级为新一代企业级AI平台，发布了AI案例助手及苍穹APP，其中苍穹APP聚焦提升员工效率和赋能，提供企业知识问答、经营指标查询等功能，随着国产化渗透率持续提高，公司有望继续实现增长，我们预测25-27年金蝶云苍穹收入增速分别为30%、28%、25%。云服务收入整体收入增速25-27年分别为15%、16%、16%。
2. 管理软件类收入：该部分收入主要包括公司管理软件类的授权销售、实施、以及维护升级。考虑到公司持续深化云转型，该部分业务收入将持续减少。我们预测25-27年公司该部分业务收入增速分别为-3%、-3%、-2%。

毛利率方面，随公司规模扩大、行业Know-how提升以及云化转型的持续推进，我们预测公司25-27年毛利率分别为65.7%、65.9%、66.5%。

表 3：公司详细业务拆分预测表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
管理软件类收入					
授权销售	284	272	264	251	238
YoY	-1%	-4%	-3%	-5%	-5%
实施	466	527	553	581	610
YoY	16%	13%	5%	5%	5%
维护及升级	424	350	298	253	215
YoY	-8%	-17%	-15%	-15%	-15%
总计	1174	1149	1115	1085	1063
YoY	2%	-2%	-3%	-3%	-2%
云服务收入					
金蝶云星空	1952	2153	2411	2725	3106
YoY	16%	10%	12%	13%	14%
金蝶云苍穹	981	1304	1695	2170	2712
YoY	41%	33%	30%	28%	25%
其他	1572	1650	1749	1889	2078
YoY	17%	5%	6%	8%	10%
总计	4505	5107	5856	6784	7896

YoY	21%	13%	15%	16%	16%
合计					
营业收入	5679	6256	6970	7868	8960
YoY	17%	10%	11%	13%	14%
营业成本	2035	2185	2391	2683	3001
YoY	9%	7%	9%	12%	12%
毛利率	64%	65%	66%	66%	67%
毛利润	3644	4071	4579	5185	5958

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）投资建议

综合考虑，公司作为国内云ERP行业头部厂商，产品竞争力突出，持续获得新客户，服务运营数据质量较高，市场份额明显上升。在大型企业市场，公司表现尤其亮眼。

结合AI赋能、产业趋势、国产替代等因素，我们认为金蝶理应享有更高的估值溢价。

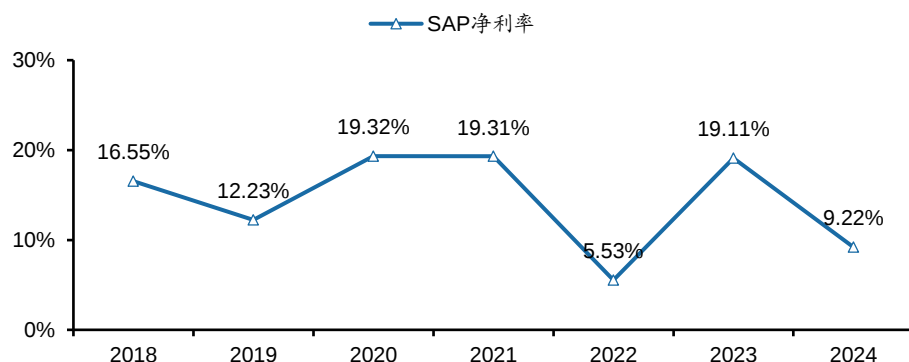
前文通过AI产品及生态布局、公司关键财务数据等多维度对金蝶和SAP之间进行对比后，我们发现两家企业作为海内外ERP厂商龙头，产品线皆全面且充分通过AI进行了赋能。而除去AI外，金蝶相比SAP还有市场格局变化等逻辑，因此估值理应更高。

因此总结有三点逻辑：

（1）我们认为市场对于SAP的预期之所以会持续攀高主要有几点原因：①原有客户体量较大的情况下，客户上云带动云收入占比提升空间仍大。②交叉销售带来的单体客户贡献收入量的提升空间较大，由于SAP产品矩阵较为丰富，客户有望接入更多除去ERP外的其他模块。③AI赋能下，有望进一步驱动云收入增长。

从最近几年SAP的净利润率上来看，尽管由于重组、并购等因素导致波动较大，但这并没有影响市场的预期。而对于金蝶，由于其转云周期较晚，目前仍处于亏损状态，但我们预计今年有望转盈，结合收入仍有提升空间的情况下，估值不应低于SAP。

图 18: SAP 2018年至2024年净利率



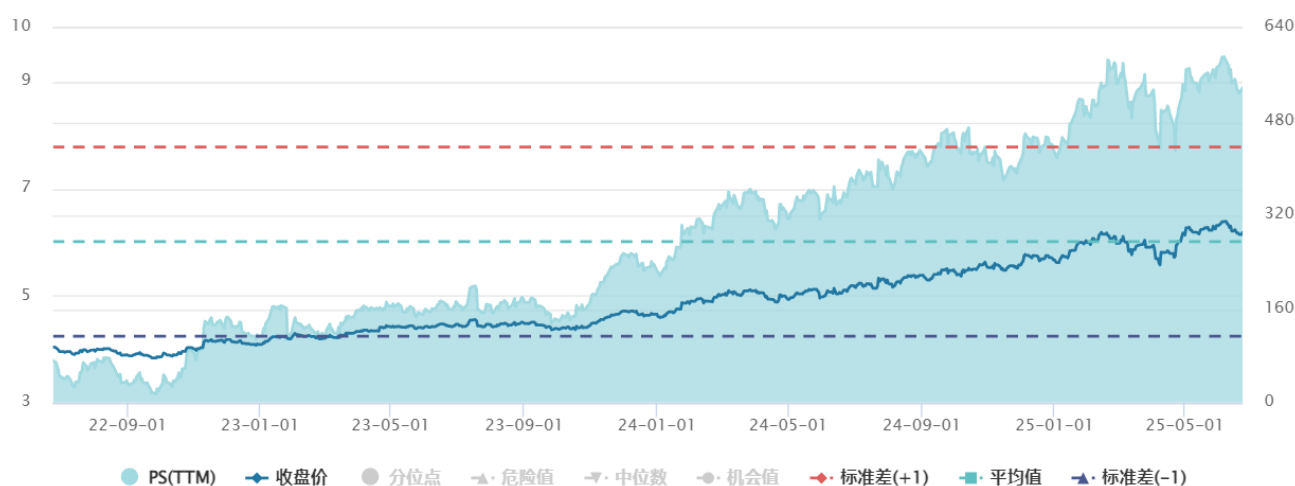
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

(2) 从营收、ARR等关键财务数据来看, 结合国产化等因素, 目前的态势都表明国产ERP行业格局正在发生变化, 因此, 对于金蝶来说, 在市场格局发生较大变化的前提下, 估值弹性也会更大。

(3) 工单收费模式的转变充分证明了金蝶对其产品竞争力和下游客户接受度的足够信心。即使由于该模式仍处于商业化初期, 因此带来的可能并非是明显表现的线性化增量, 但是标准一旦接轨, 也就是说形成和国际巨头更加接近的收费方式和增长空间, 后续则有望进一步兑现。

根据Wind, 2025年6月23日SAP PS (TTM) 均值为9.19x。

图 19: SAP PS TTM (左轴: 倍数, 右轴: 收盘价, 单位: 美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

再参考国内可比公司, 由下表所示, 国内可比公司估值表现差异较大, 主要系金山办公所在市场格局更优且受AI产业催化明显所致。整体而言, 用友网络与金蝶国际可比程度相对更高, 且公司报表质量较好 (根据Wind数据, 2024金蝶国际应收款项/资产总额约为3.0%, 2024年用友网络应收票据及账款/资产总额约为10.2%), 因

此，参考可比公司估值，我们给予金蝶2025年10倍PS估值倍数。参考汇率1港元=0.91人民币，对应每股合理价值约21.65港币/股，维持“买入”评级。

表 4：可比公司PS估值情况（市值统计截止2025.6.24收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（百万元）	收入（亿元）		PS 估值水平	
				2025E	2026E	2025E	2026E
金山办公	688111.SH	办公软件	121,589	61.3	73.7	20	17
用友网络	600588.SH	ERP	43,943	101.3	112.3	4	4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

四、风险提示

（一）经济环境导致下游 IT 支出波动

企业IT支出受其自身经营情况影响，宏观经济持续承压将导致企业经营困难，企业IT开支也将随之降低。

（二）港股市场交易环境影响

金蝶国际是港股上市公司，从历史经验来看，其股价变现受港股市场交易环境影响相对较大。

（三）AI 应用业绩兑现的不确定性

AI应用目前整体仍处于探索初期，商业化进展有较大不确定性，因此对金蝶国际业绩贡献的节奏及体量有较大不确定性。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	5,703	5,632	5,458	6,174	7,317
现金及现金等价物	2,964	1,530	1,226	1,498	2,154
应收账款及票据	180	181	199	246	299
存货	46	46	53	60	67
其他	2,514	3,875	3,980	4,370	4,797
非流动资产合计	8,436	8,149	8,517	8,759	9,033
固定资产净值	1,919	1,744	1,764	1,784	1,804
长期投资	4,900	4,789	5,000	5,065	5,146
商誉及无形资产	1,292	1,284	1,409	1,547	1,698
其他	324	331	343	363	385
资产总额	14,139	13,781	13,975	14,933	16,350
流动负债合计	4,529	5,480	5,394	5,935	6,553
短期借款	20	205	0	0	0
应付账款及票据	70	188	166	186	229
其他	4,439	5,086	5,228	5,749	6,324
非流动负债合计	908	172	251	251	276
长期借款	757	0	100	100	110
其他非流动负债	151	172	151	151	166
总负债	5,437	5,652	5,645	6,186	6,829
普通股股本	87	86	86	86	86
储备	8,479	7,933	8,108	8,493	9,224
其他	33	31	35	35	35
归母权益总额	8,599	8,050	8,229	8,614	9,346
少数股东权益	103	79	101	133	175
股东权益合计	8,702	8,129	8,330	8,747	9,520
负债及股东权益合计	14,139	13,781	13,975	14,933	16,350

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	5,679	6,256	6,970	7,868	8,960
营业成本	2,035	2,185	2,391	2,683	3,001
毛利	3,644	4,071	4,579	5,185	5,958
其他收入	0	0	50	60	80
营销费用	2,320	2,503	2,579	2,793	3,010
行政管理费用	490	539	544	590	609
研发费用	1,440	1,514	1,575	1,762	1,953
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	-605	-485	-68	99	465
利息收入	112	110	27	27	0
利息支出	22	17	6	5	5
权益性投资损益	29	12	25	25	25
其他非经营性损益	214	205	-39	-26	-26
除税前利润	-301	-230	149	381	760
所得税	-31	-45	7	19	38
合并净利润	-270	-184	142	362	722
少数股东损益	-60	-42	-30	-20	-10
归母净利润	-210	-142	172	382	732

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	653	934	652	1,198	1,656
合并净利润	-270	-184	142	362	722
折旧与摊销	499	599	455	493	534
营运资本变动	347	0	36	338	395
其他非经营性调整	17	477	20	6	6
投资活动现金流净额	-1,305	-1,074	-905	-976	-1,057
处置固定资产收益	3	2	-39	-26	-26
资本性支出	-897	-681	-600	-650	-705
投资资产支出	-69	-588	-265	-305	-345
其他	-342	192	-1	5	18
融资活动现金流净额	1,671	-1,291	-55	48	57
长期债权融资	270	-609	100	0	10
股权融资	1,356	-700	52	52	52
支付股利	0	0	0	0	0
其他	45	18	-207	-5	-5
现金净增加额	1,021	-1,434	-304	273	656
期初现金余额	1,943	2,964	1,530	1,226	1,498
期末现金余额	2,964	1,530	1,226	1,498	2,154

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	16.7%	10.2%	11.4%	12.9%	13.9%
营业利润增长率	-	-	-	-	368.3%
归母净利润增长率	-	-	-	122.5%	91.5%
获利能力					
毛利率	64.2%	65.1%	65.7%	65.9%	66.5%
净利率	-4.8%	-2.9%	2.0%	4.6%	8.0%
ROE	-3.1%	-2.3%	1.7%	4.1%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	38.5%	41.0%	40.4%	41.4%	41.8%
有息负债率	5.5%	1.5%	0.7%	0.7%	0.7%
流动比率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1
利息保障倍数	-16.5	-16.1	-14.1	21.9	98.3
营运能力					
应收账款周转天数	11.1	10.4	10.3	11.3	12.0
存货周转天数	8.0	7.6	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	10.0	21.3	25.0	25.0	27.5
每股指标					
每股收益	-0.06	-0.04	0.05	0.11	0.21
每股净资产	2.40	2.27	2.35	2.46	2.68
每股经营现金流	0.18	0.26	0.18	0.34	0.47
估值比率					
PE	-	-	283.3	127.3	66.5
PB	4.4	3.5	5.9	5.6	5.2
EV/EBITDA	260.7	80.5	127.5	80.0	46.7

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：高级研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。