

## 公司研究

## Agent 产品持续更新，收费模式变更验证产品力

——金蝶国际 (0268.HK) 业务更新点评

## 要点

**近期公司调整客户成功服务产品的套餐内容及价格：**25年7月1日后订阅软件续费或买断软件购买金蝶总部《标准成功服务》，按照金蝶新的服务产品，不再包含工单服务；如客户需要工单服务，需要购买金蝶《高级成功服务》，成本会增加。例如，金蝶云·星空-订阅版本软件：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%。**我们认为，此举将标准套餐和更高级的定制服务区分，将对公司毛利产生积极影响：**当前公司所服务的部分大企业客户仍需要定制开发维护、关键时刻支持等高级服务，金蝶可在与大企业客户续费阶段抬高合同收入；而对于仅采用标准套餐的客户，金蝶也可以降低定制化实施成本。

**金蝶推出全面升级的苍穹 Agent 平台 2.0 和五大智能体。**苍穹 Agent 平台定位为更懂企业业务的智能体平台，通过支持 MCP 标准协议打破系统壁垒，实现与 ERP 等核心业务系统的深度整合。**公司基于苍穹 Agent 平台 2.0 开发五大智能体：1) 金钥财报 (财报分析智能体)：**提供财报深度分析及高质量财报撰写修订能力，可在 10 分钟内将数百页年报智能浓缩为包含核心结论、财务表现、风险扫描等关键信息的分析报告；**2) ChatBI (企业问数智能体)：**通过自然语言对话，让企业内部销售、市场、财务等所有部门都能自主挖掘数据价值，从提问到洞察，秒级获取可视化结果；**3) 招聘智能体：**实现从职位 JD 智能生成、简历自动筛选到 AI 视频面试的全流程自动化，将岗位匹配准确率从 40% 显著提升至 90%；**4) 差旅智能体：**采用自然语言交互方式，用户只需输入简单需求，系统即可自动完成机票预订、酒店选择 (智能匹配企业差旅和个人偏好)、行程规划等全流程服务；**5) 企业知识智能体：**基于企业专属知识中心，构建智能决策引擎。通过知识中枢与多智能体协同，实现业务问题自主解析与精准决策。**我们预计公司将继续拓展营销、生产、制造等应用场景的 Agent 产品。**收费模式上，部分产品按结果收费，例如招聘智能体按 offer 收费，差旅智能体按报销次数收费。根据金蝶公众号，截至 25 年 5 月苍穹 AI Agent 平台已签约了海信集团、温氏集团、湖北中烟等 20 家客户，金蝶云·星瀚也上线超过 20 个 AI 应用，签约近 20 家大型企业。

**24 年各业务收入：**24 年公司针对大企业客户的苍穹&星瀚实现收入 13.04 亿元人民币，同比增长 32.9%，合同签约金额达约 21 亿元，同比增长 52%；针对中型客户的星空实现收入 21.53 亿元，同比增长 10.3%；小微业务实现收入 12.29 亿元 (yoy+13.8%)。我们预计 25 年公司大企业业务将保持稳健增长，中型和小微业务受到宏观经济影响有所承压。

**盈利预测、估值与评级：**公司聚焦订阅优先、AI 优先。受益于国产替代浪潮，苍穹&星瀚订单快速增长，星空旗舰版有望成为新增长点。鉴于中型&小微业务受到宏观经济影响增速有所放缓，公司 Agent 产品仍处于商业化初期，收费模式变化对收入的实际影响仍需观察，基于保守性原则，我们小幅下修 25-26 年收入预测至 70.0/78.7 亿元 (较上次预测-6%/-9%)，新增 27 年收入预测 88.2 亿元；下修 25-26 年归母净利润预测至 1.3/3.8 亿元 (较上次预测-24%/-1%)，新增 27 年归母净利润预测 6.6 亿元。作为国内 ERP 龙头，AI 加持下金蝶产品力有望进一步增强，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济不景气；新客户拓展不及预期；云服务市场竞争加剧；AI 产品商业化进展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,679	6,256	7,003	7,868	8,815.3
营业收入增长率	16.7%	10.2%	12.0%	12.3%	12.0%
归母净利润 (百万元)	-210	-142	133	381	662
每股收益 (元)	-0.06	-0.04	0.04	0.11	0.19
P/S	9	8	7	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2025-06-26；按照 1 HKD=0.9125CNY 换算

## 买入 (维持)

当前价：15.54 港元

## 作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

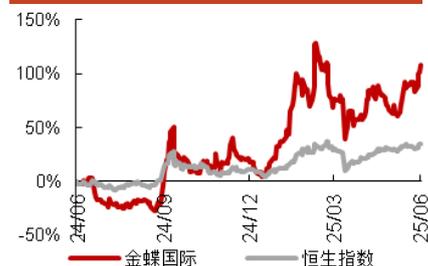
021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	35.49
总市值(亿港元)	551.59
一年最低/最高(港元)	5.26-17.76
近 3 月换手率 (%)	113.7

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	23.1	14.6	73.3
绝对	27.2	18.4	107.8

资料来源：Wind

## 相关研报

经营现金流维持高增，25 年盈利拐点向上——金蝶国际 (0268.HK) 2024 年业绩前瞻 (2025-02-14)

大企业订单快速增长，稳步推进盈亏平衡——金蝶国际 (0268.HK) 2024H1 业绩前瞻 (2024-08-17)

保持订阅+AI 优先战略，加速出海业务布局——金蝶国际 (0268.HK) 2023 年度业绩点评 (2024-03-20)

## 财务报表与盈利预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,679	6,256	7,003	7,868	8,815
营业成本	-2,035	-2,185	-2,363	-2,615	-2,886
毛利	3,644	4,071	4,641	5,253	5,929
其它收入	185	150	169	193	299
营业开支	-4,249	-4,556	-4,832	-5,161	-5,598
营业利润	-420	-335	-23	284	631
财务成本净额	90	94	100.6	116.4	100.9
应占利润及亏损	29	12	20	20	20
税前利润	-301	-230	98	421	752
所得税开支	-31	-45	-20	20	50
税后经营利润	-270	-184	118	401	702
少数股东权益	-60	-42	-15	20	40
归母净利润	-210	-142	133	381	662

现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	653	934	957	1,131	1,528
投资活动现金流	-1,305	-1,074	-610	-600	-610
融资活动现金流	1,671	1,291	73	-61	101
净现金流	1,020	-1,432	421	470	1,019

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总资产</b>	14,139	13,781	14,614	15,545	17,020
<b>流动资产</b>	5,703	5,632	6,200	6,894	8,156
现金及短期投资	4,013	3,081	3,502	3,972	4,991
有价证券及短期投资	43	576	576	576	576
应收账款	364	416	420	472	529
存货	46	46	50	55	61
其它流动资产	1,237	1,513	1,653	1,820	1,999
<b>非流动资产</b>	8,436	8,149	8,413	8,651	8,864
长期投资	434	523	533	543	553
不动产、工厂及设备	1,919	1,744	2,029	2,295	2,542
其他非流动资产	6,082	5,881	5,851	5,813	5,769
<b>总负债</b>	5,437	5,652	6,367	6,898	7,671
<b>流动负债</b>	4,529	5,480	6,195	6,726	7,498
应付账款	1,231	1,488	1,703	1,885	2,080
借款	20	205	178	0	0
其它流动负债	3,278	3,787	4,314	4,840	5,418
<b>长期负债</b>	908	172	172	172	172
长期债务	757	0	0	0	0
其它	151	172	172	172	172
<b>股东权益合计</b>	8,702	8,129	8,247	8,647	9,349
股东权益	8,599	8,050	8,183	8,564	9,225
少数股东权益	103	79	64	84	124
<b>负债及股东权益总额</b>	14,139	13,781	14,614	15,545	17,020

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明:</b>	A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP