



金蝶国际 (00268.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

中报整体符合预期，关注 AI 合同超预期落地

业绩简评

- 2025 年 8 月 11 日，公司发布 2025 年半年报，整体符合预期。公司 1H25 实现营收 31.9 亿元，YoY+11.2%，符合市场预期；1H25 云订阅年经常性收入 (ARR) 37.3 亿元，YoY+18.5%，相比 1Q25 及 FY24 20% 增速小幅回落；结构端，云服务收入 YoY+11.9%，占比 83.7%，云订阅收入 YoY+22.1%，占比 52.7%。1H25 归母净亏损 0.98 亿元，同比减亏 55.1%。
- 三大核心产品线 NDR 基本维持稳定。①1H25 苍穹&星瀚云服务收入约为 8.45 亿元，YoY+34.3%，NDR 维持 108% 高位；②1H25 星空云服务收入约为 7.40 亿元，YoY+19.0%，NDR 为 94% (1Q25 前值为 95%)；③1H25 星辰云&精斗云服务收入约为 5.37 亿元，YoY+23.8%，NDR 维持 93%。
- AI 进展超预期。1H25 发布苍穹 AI Agent 平台 2.0，金钢财报、ChatBI、招聘智能体、报价智能体等 AI 原生智能体。1H25 AI 合同金额超 1.5 亿元。
- 云转型持续优化毛利、费用结构。1H25 云订阅毛利率 96.2%，YoY+1pp，预计受益于 IaaS 费用摊薄；1H25 综合毛利率 65.6%，YoY+2.4pp。1H25 销售/行政/研发费用率分别为 39.6%/10.8%/24.3%，分别-3.1pp/+2.2pp/-3.8pp。
- 公司中报整体符合预期，结构端看，尽管 ARR 增速略低于市场乐观预期，但 AI 合同规模显著超预期。我们重申坚定看好公司作为企业级 Agent 龙头长期在场景+数据侧的壁垒，短期云订阅转型在经济弱复苏背景下持续提供业绩韧性，降费背景下依然取得了稳健的收入增长，下半年预计 AI 增速将进一步伴随新产品推广落地得以提速。

盈利预测、估值和评级

- 我们调整公司 25~27 年营业收入预测分别为 71.1/82.7/96.4 亿元，同比增速分别为 13.6%/16.3%/16.6%。归母净利润分别为 1.2/5.4/9.9 亿元，同比增速分别为扭亏为盈/342.1%/82.7%。分别对应 7.9X/6.8X/5.9X PS，维持“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)：17.470 元

相关报告：

1. 《金蝶国际公司深度研究：云化“蝶变”之后，再看企业级 Agent》，2025.5.21



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	7,108	8,267	9,637
营业收入增长率	16.71%	10.15%	13.62%	16.30%	16.58%
归母净利润(百万元)	-210	-142	122	541	989
归母净利润增长率	46.07%	32.31%	扭亏为盈	342.11%	82.73%
摊薄每股收益(元)	-0.06	-0.04	0.03	0.15	0.28
每股经营性现金流净额	0.18	0.26	0.20	0.47	0.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.44%	-1.76%	1.50%	6.21%	10.19%
P/S	7.28	4.89	7.94	6.82	5.85
P/B	4.81	3.80	5.76	5.40	4.85

来源：公司年报、国金证券研究所



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	7,108	8,267	9,637
增长率	16.6%	16.7%	10.2%	13.6%	16.3%	16.6%
主营业务成本	1,868	2,035	2,185	2,417	2,645	2,891
%销售收入	38.4%	35.8%	34.9%	34.0%	32.0%	30.0%
毛利	2,998	3,644	4,071	4,691	5,621	6,746
%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	2,488	2,645	2,891
%销售收入	41.6%	40.8%	40.0%	35.0%	32.0%	30.0%
管理费用	504	490	539	604	612	694
%销售收入	10.4%	8.6%	8.6%	8.5%	7.4%	7.2%
研发费用	1,295	1,440	1,514	1,635	1,777	1,927
%销售收入	26.6%	25.4%	24.2%	23.0%	21.5%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	-747	-502	-485	-6	617	1,264
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	7.5%	13.1%
财务费用	-100	-90	-94	-23	-31	-59
%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%	9.1%	2.2%	1.3%
营业利润	-647	-412	-392	18	648	1,322
营业利润率	-13.3%	-7.3%	-6.3%	0.3%	7.8%	13.7%
营业外收支						
税前利润	-474	-301	-230	185	816	1,492
利润率	n.a	n.a	n.a	2.6%	9.9%	15.5%
所得税	-22	-31	-45	28	122	224
所得税率	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-452	-270	-184	157	694	1,268
少数股东损益	-63	-60	-42	35	153	279
归属于母公司的净利润	-389	-210	-142	122	541	989
净利率	n.a	n.a	n.a	1.7%	6.5%	10.3%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-389	-210	-142	122	541	989
少数股东损益	-63	-60	-42	35	153	279
非现金支出	22	66	16	-125	-8	117
非经营收益						
营运资金变动	328	299	460	474	890	555
经营活动现金净流	374	653	934	727	1,685	1,923
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	404	1,362	1,517

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	1,934	3,296	4,812
应收款项	293	364	509	648	672	866
存货	45	46	46	61	65	80
其他流动资产	1,703	2,330	3,547	3,491	3,838	4,253
流动资产	3,984	5,703	5,632	6,134	7,871	10,011
%总资产	34.0%	40.3%	40.9%	42.5%	48.6%	54.3%
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%	12.9%	11.5%	10.1%
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%	57.5%	51.4%	45.7%
资产总计	11,731	14,139	13,781	14,424	16,204	18,435
短期借款	85	20	205	205	205	205
应付款项	43	70	188	53	211	78
其他流动负债	3,637	4,439	5,086	5,708	6,636	7,733
流动负债	3,766	4,529	5,480	5,966	7,052	8,015
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	6,138	7,225	8,188
普通股股东权益	7,265	8,599	8,050	8,172	8,714	9,703
其中：股本	84	87	86	86	86	86
未分配利润	7,147	8,479	7,933	8,056	8,597	9,586
少数股东权益	142	103	79	113	266	545
负债股东权益合计	11,731	14,139	13,781	14,424	16,204	18,435

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.11	-0.06	-0.04	0.03	0.15	0.28
每股净资产	2.09	2.37	2.24	2.30	2.45	2.73
每股经营现金净流	0.11	0.18	0.26	0.20	0.47	0.54
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%	1.50%	6.21%	10.19%
总资产收益率	-3.32%	-1.48%	-1.03%	0.85%	3.34%	5.36%
投入资本收益率	-9.05%	-4.75%	-4.67%	-0.06%	5.71%	10.27%
增长率						
主营业务收入增长率	16.57%	16.71%	10.15%	13.62%	16.30%	16.58%
EBIT 增长率	-9.20%	32.78%	3.40%	98.86%	11235.71%	104.81%
净利润增长率	-28.72%	46.07%	32.31%	186.17%	342.11%	82.73%
总资产增长率	5.81%	20.52%	-2.53%	4.67%	12.34%	13.77%
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	91.1	80.9	69.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.44%	-23.89%	-21.25%	-26.77%	-41.71%	-53.62%
EBIT 利息保障倍数	7.5	5.6	5.2	0.2	-19.6	-21.5
资产负债率	36.86%	38.45%	41.01%	42.56%	44.58%	44.41%

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	0	0	2	5	13
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.20

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