

公司研究

坚持推进云订阅，AI 商业化进展超预期

——金蝶国际（0268.HK）2025H1 业绩点评

要点

事件：公司发布 25H1 业绩报告，实现总收入 31.9 亿元人民币（vs 彭博一致预期 32.1 亿元），同比增长 11.2%，其中云服务收入同比增长 11.9%至 26.7 亿元；实现毛利润 20.95 亿元，同比增长 15.4%，对应毛利率 65.6%（vs 彭博一致预期 65.2%），同比提升 2.4pct，主要系订阅收入占比提升所致，云订阅毛利率高达 96.2%（同比提升约 1pct），预计受益于 IaaS 成本摊薄；归母净亏损约 9774 万元（vs 彭博一致预期亏损 7253 万元），主要系人员优化支出带来的管理费用同比增长 39%，对应管理费用率同比提升 2.1pct 至 10.8%，但得益于降本增效销售及研发费率分别同比下降 3.1pct/3.8pct。人员方面：截至 1H25 员工 11043 人 vs 24 年底 12149 人。

云订阅+大客户高质量增长。公司将收入分部变更为云订阅收入和产品、实施及其他收入，聚焦订阅优先发展。**订阅方面：**公司 25H1 实现云订阅收入 16.84 亿元，同比增长 22.1%，占比总收入 52.8%（vs 24H1 占比 48.1%）；云订阅 ARR 同比增长 18.5%至 37.3 亿元，合同负债同比增长 24.7%至 33.8 亿元。

25H1 分业务情况：1）苍穹&星瀚实现收入 8.45 亿元，同比增长 34.3%，维持较快增速；其中云订阅收入 2.76 亿元，同比增长约 41.1%；NDR 为 108%；新签 304 家客户，包括吉利控股、蒙牛集团、茅台技开等企业。**2）星空云**订阅收入为 7.40 亿元，同比增长 19.0%；NDR 为 94%；客户数 4.6 万家，同比增长 9.5%，新签 518 家国家级与省级专精特新企业，签约海能达、老铺黄金、紫光青藤等企业。**3）小微产品**合计云订阅收入 5.37 亿元，同比增长 23.8%；星辰和精斗云客户数分别达 8.5 万、38.6 万家，NDR 分别为 93%、88%。

AI 商业化进展加速，关注标杆客户案例落地。公司披露 1H25 AI 合同金额已超 1.5 亿元。金蝶推出了苍穹 AI Agent 平台 2.0，以及金钥财报、ChatBI（问数智能体）、差旅智能体、招聘智能体、BOSS 助理、报价智能体等 AI 原生智能体，签约海信集团、通威股份、中国金茂、中车唐车等重点客户。截至 25H1 小微产品 AI 助手活跃用户数达 17 万家，金蝶云·星辰推出 AI+财税应用，已助力数千家小微企业整体记账效率提升约 80%、开票效率提升约 40%、报税效率提升约 60%。

盈利预测、估值与评级：金蝶聚焦订阅优先、AI 优先。公司云订阅收入占比持续提升，考虑中小微企业受宏观经济影响增速有所放缓，小幅下修 25-27 年收入预测至 69/77/85 亿元（较上次预测-1%/-2%/-4%）。考虑 25H1 公司人员环比减少 1000 余人，并已计入赔偿费用，后续持续推进人员结构优化，职工薪酬开支有望进一步减少，带来较大利润弹性，上修 25-27 年归母净利润预测至 1.6/4.8/8.8 亿元（较上次预测+21%/+25%/+33%）。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	6,928	7,695	8,472
营业收入增长率	16.7%	10.2%	10.7%	11.1%	10.1%
归母净利润（百万元）	-210	-142	161	477	882
每股收益（元）	-0.06	-0.04	0.05	0.13	0.25
P/S	10	9	8	7	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2025-08-11；按照 1 HKD=0.9098CNY 换算

买入（维持）

当前价：17.47 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

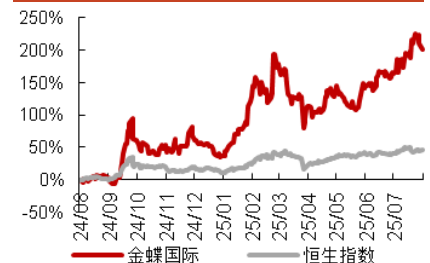
021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	35.49
总市值(亿港元):	620.09
一年最低/最高(港元):	5.26-19
近 3 月换手率 (%) :	103.3

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.2	19.0	161.3
绝对	14.3	26.8	207.0

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-06-27）

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 业绩点评（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
主营收入	5,679	6,256	6,928	7,695	8,472
营业成本	-2,035	-2,185	-2,311	-2,488	-2,680
毛利	3,644	4,071	4,617	5,207	5,792
其它收入	185	150	78	55	60
营业开支	-4,249	-4,556	-4,707	-4,956	-5,116
营业利润	-420	-335	-12	305	736
财务成本净额	90	94	113.3	131.6	120.6
应占利润及亏损	29	12	20	20	20
税前利润	-301	-230	121	457	877
所得税开支	-31	-45	-20	-10	-5
税后经营利润	-270	-184	141	467	882
少数股东权益	-60	-42	-20	-10	0
归母净利润	-210	-142	161	477	882

现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	653	934	1,217	1,416	1,878
投资活动现金流	-1,305	-1,074	-910	-900	-910
融资活动现金流	1,671	1,291	-92	132	121
净现金流	1,020	-1,432	215	648	1,088

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	14,139	13,781	14,376	15,439	16,932
流动资产	5,703	5,632	5,958	6,776	8,044
现金及短期投资	4,013	3,081	3,296	3,944	5,032
有价证券及短期投资	43	576	576	576	576
应收账款	364	416	416	462	508
存货	46	46	49	53	57
其它流动资产	1,237	1,513	1,621	1,742	1,872
非流动资产	8,436	8,149	8,418	8,663	8,887
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	5,856	5,824	5,792
总负债	5,437	5,652	6,106	6,702	7,313
流动负债	4,529	5,480	5,934	6,529	7,140
应付账款	1,231	1,488	1,666	1,794	1,932
借款	20	205	0	0	0
其它流动负债	3,278	3,787	4,268	4,735	5,208
长期负债	908	172	172	172	172
长期债务	757	0	0	0	0
其它	151	172	172	172	172
股东权益合计	8,702	8,129	8,270	8,737	9,619
股东权益	8,599	8,050	8,211	8,688	9,570
少数股东权益	103	79	59	49	49
负债及股东权益总额	14,139	13,781	14,376	15,439	16,932

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		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

南方基金