

计算机

2025 年 08 月 14 日

金蝶国际

(00268)

——订阅收入高增，AI 合同展现商业化加速

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

投资要点：

- **公司发布 25H1 业绩。**据公告，公司 25H1 实现收入 31.9 亿元，同比+11.2%；归母净亏损 9774 万元，去年同期亏损 2.18 亿元。收入符合预期，利润表现略低于市场最乐观预期，主要是管理费用绝对值增加影响较大，结合人员由期初 12149 人减少至 11043 人，推测相关费用为一次性影响。公司整体毛利率有提升 2.4pct，经营质量转好的趋势明显。
- **云订阅收入高增、ARR 增长稳健。**据公告，公司 25H1 云订阅收入达到 16.8 亿元，同比+22.1%，占总体收入已经达到 53%；云订阅 ARR 达到 37.3 亿元，同比+18.5%，增速环比略微下滑；合同负债 33.8 亿元，同比+24.7%，ARR 增速略低于乐观预期，订阅收入增速超出预期。
- **大客户的订阅进展超预期。**公司披露各业务线订阅收入绝对值，分业务看：**1) 苍穹星瀚**整体收入 8.5 亿元，同比+34.3%，其中云订阅收入达 2.8 亿元，同比+41.1%；**2) 星空**实现订阅收入 7.4 亿元，同比+19%；**3) 小微产品**实现订阅收入 5.4 亿元，同比+24%。外部环境持续，推测对星空及小微条线收入增速影响较明显，短期公司更加侧重大客户及订阅产品推广。
- **AI 合同金额乐观、下半年期待加速。**公司披露 AI 合同金额超 1.5 亿元，目前 AI 体量相对尚小，且金钥财报、ChatBI 等 AI 原生智能体主要在今年 5 月推出，上半年销售窗口期较短，AI 收入的提升预计将从下半年开始逐渐体现。
- **场景优势+客户联接的 knowhow 才是决定 AI 产品格局的关键。**公司目前具备的高壁垒将带来后续 AI 产品的长期成长，智能体等 AI 产品已签约海信集团、通威股份、中国金茂、中车唐车等重点客户，企业级客户场景的长期卡位优势明显。
- **维持“买入”评级。**由于外部环境影响持续，我们主要将 25-27 年星瀚苍穹的收入增速假设从 40%/40%/40%下调至 30%/30%/30%，下调整体收入预测；同时由于人员变化等一次性费用支出，小幅上调 25 年管理费用率，下调 26-27 年销售费用率，综合下调 25 年利润预测，上调 26-27 年利润预测。预计公司 25-27 年实现收入 70.8、81.2、95.2 亿元（此前预测为 72.9、86.9、104.9 亿元），预计 25-27 年归母净利润为 0.5、2.9、5.3 亿元（此前预测为 1.0、2.4、4.4 亿元）。基于公司 AI Agent 的商业化进展及长期客户资源优势，以及云转型进入收获阶段带来收获拐点，结合 AI Agent 可比公司目前平均市销率，给予公司 25 年 PS 11x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧等风险；宏观经济增长不及预期的风险；大客户拓展进展不及预期的风险；AI Agent 拓展不及预期的风险。

财务数据及盈利预测

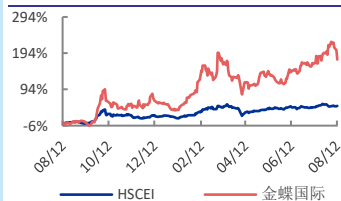
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,679	6,256	7,078	8,121	9,517
同比增长率（%）	16.7	10.2	13.1	14.7	17.2
归母净利润（百万元）	-210	-142	47	288	527
同比增长率（%）	-	-	-	516.2	82.9
每股收益（元/股）	-0.06	-0.04	0.01	0.08	0.15
净资产收益率（%）	-3.35	-2.18	0.06	3.02	5.70
市销率	9.2	8.3	7.2	6.3	5.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

市场数据：2025 年 08 月 13 日

收盘价（港币）	15.79
恒生中国企业指数	9150.05
52 周最高/最低（港币）	19.00/5.26
H 股市值（亿港元）	560.46
流通 H 股（百万股）	3,549.47
汇率（人民币/港币）	1.1001

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《金蝶国际（00268）深度：穿越产业周期的战略定力》 2025/04/02

证券分析师

黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
崔航 A0230524080005
cuihang@swsresearch.com

联系人

崔航
(8621)23297818x
cuihang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

合并利润表

百万元, 人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,679	6,256	7,078	8,121	9,517
营业成本	-2,035	-2,185	-2,406	-2,680	-3,045
毛利润	3,644	4,071	4,671	5,441	6,471
其他收入	285	246	350	350	350
销售费用	-2,320	-2,503	-2,760	-3,086	-3,521
行政费用	-490	-539	-637	-650	-761
EBITDA	50	233	492	636	825
EBIT	-420	-335	-101	161	420
财务费用	90	94	94	94	94
税前利润	-301	-229	5	267	527
税	31	45	-0	-21	-42
少数股东权益	-60	-42	-42	-42	-42
归母净利润	-210	-142	47	288	527

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。