

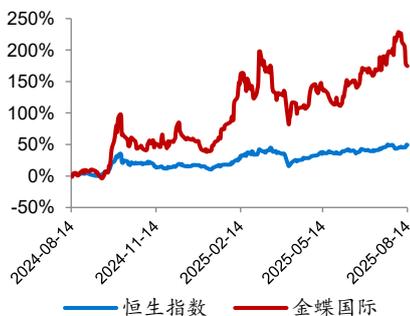
AI Agent 场景化落地加速，AI 合同金额超 1.5 亿元

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-08-14

收盘价（港元）	15.71
近 12 个月最高/最低（港元）	19.00/5.26
总股本（百万股）	3,549
流通股本（百万股）	3,549
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	557.62
流通市值（亿港元）	557.62

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

- 金蝶国际：AI 赋能云转型，驱动利润释放 2025-03-16
- 业绩点评：AI 全面赋能产品，利润亏损持续收窄 2025-03-19

主要观点：

● 2025 中期业绩：

公司发布 2025 中期业绩，中期实现收入 31.92 亿元，yoy+ 11.2%。其中云订阅收入 16.84 亿元，yoy+ 22.1%，云订阅收入占比达 52.8%；产品、实施及其他收入 15.08 亿元，yoy+ 1.2%，占比 47.2%。云订阅 ARR 为 37.3 亿元，yoy+18.5%，合同负债为 33.78 亿元，yoy+24.7%。2025 中期归母净利润收窄至-0.98 亿元，2024 年同期为-2.18 亿元，经营性现金流-0.18 亿元，2024 年同期为-1.66 亿元。

● 产品端保持大中小型企业全面覆盖，云订阅推动高质量增长

金蝶云苍穹、金蝶云星瀚聚焦大型企业市场国产替代，报告期内新签客户 304 家，2025 中期合计实现收入 8.45 亿元，yoy+34.3%，其中云订阅收入 2.76 亿元，yoy+41.1%，占比 32.7%，净金额续费率（NDR）为 108%。

金蝶云星空领跑成长型企业市场，客户数达 4.6 万家，yoy+9.5%，新签国家级与省级专精特新企业 518 家，2025 中期实现云订阅收入 7.40 亿元，yoy+19.0%，净金额续费率（NDR）为 94%。

金蝶云星辰、金蝶精斗云保持小微企业市场占有率领先地位，客户数分别为 8.5 万家、38.6 万家，yoy+35.41%、yoy+15.0%，小微产品合计实现云订阅收入 5.37 亿元，yoy+23.8%，金蝶云星辰、金蝶精斗云净金额续费率（NDR）分别为 93%、88%。

● AI Agent 场景化落地加速，全球化布局加速构建海外业务生态

报告期内公司发布多款 AI Agent 产品，AI 合同金额超 1.5 亿元。金蝶发布苍穹 AI Agent 平台 2.0、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。围绕小微企业财税场景，AI 助手活跃用户数达 17 万家，金蝶星辰推出 AI+财税应用，助力数千家小微企业整体记账效率+80%、开票效率+40%、报税效率+60%。同时公司加强与火山引擎、阿里云、华为云等 AI 领域战略合作，提升研发效率及大模型推理性能。

金蝶加速全球化布局，拓展东南亚、中东等海外市场。报告期内金蝶云星空签约晶晨半导体等 259 家中企出海和海外本土企业，涵盖现代服务、装备制造、电子高科技等多个行业。通过构建金蝶线上交付中心、东南亚全球交付中心、海外交付联盟实现三网合一海外交付，目前金蝶已构建新加坡、越南及中东等多个国家或地区的本地化应用及语音包。

● EBC 到 EMAI，“数据 Data+SaaS+智能体 Agent”构建转型下一站

金蝶苍穹 AI 平台推动公司从 EBC（企业业务能力）向 EMAI（企业管理 AI）转型。数据 Data 层涵盖财务、人力、研发、产品、市场、销售、采购等数据实现安全可靠；SaaS 层涵盖协同云、财务云、人力云、供应链云、PLM 云、制造云、采购云、营销云构建企业全流程业务平台；

智能体 Agent 层聚焦场景化应用及 Agent 开发, 包括企业知识、财务分析、差旅、合同、招聘、排产、库存、报价、客服、数据分析等 AI Agent 应用场景。

● **投资建议**

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 70.1/81.0/90.5 亿元, 同比增长 12.1%/15.5%/11.7%; 预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 1.19/4.52/7.14 亿元, 预计 2025 年归母净利润回正。营业收入预期对应 P/S 为 7.3x/6.3x/5.6x, 维持“增持”评级。此前 2024 年报点评对应 2025/2026/2027 营业收入预计为 70.4/79.7/89.1 亿元, 对应归母净利润预计为 0.96/2.37/4.16 亿元。

● **风险提示**

盈利不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 客户增长不及预期风险, AI 功能不及预期风险, 技术研发不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,256	7,012	8,098	9,046
收入同比 (%)	10.2%	12.1%	15.5%	11.7%
归母净利润	-142	119	452	714
ROE (%)	-2.3%	1.5%	5.7%	9.1%
每股收益 (元)	-0.04	0.03	0.13	0.21
市盈率 (P/E)	-366	429	113	71
市销率 (P/S)	8.1	7.3	6.3	5.6

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,632	5,561	6,311	7,203	营业收入	6,256	7,012	8,098	9,046
现金	1,530	2,723	3,429	4,290	营业成本	2,185	2,327	2,687	2,903
应收账款和其他	416	457	497	526	毛利润	4,071	4,685	5,411	6,143
存货	46	51	56	57	销售费用	2,503	2,639	3,006	3,302
其他	3,640	2,330	2,330	2,330	管理费用	539	644	574	578
非流动资产	8,149	9,188	9,579	9,922	研发费用	1,514	1,559	1,656	1,789
固定资产	1,744	1,846	1,979	2,050	财务费用	-94	-99	-134	-142
无形资产	1,232	1,446	1,578	1,711	税前利润	-230	138	516	805
其他	5,173	5,896	6,022	6,161	所得税	-45	6	24	27
资产总计	13,781	14,749	15,890	17,125	净利润	-184	132	492	778
流动负债	5,480	5,817	7,003	8,224	少数股东损益	-42	13	39	64
短期借款	205	193	193	191	归母净利润	-142	119	452	714
应付账款和其他	1,488	1,262	1,616	1,903					
合同负债	3,724	4,206	4,982	5,900	EBIT	-335	3	281	629
其他	63	154	211	230	EBIDA	264	543	850	1,308
非流动负债	172	317	317	374	EPS (元)	-0.04	0.03	0.13	0.21
长期借款	0	166	166	223					
其他	172	151	151	151	主要财务比率				
负债总计	5,652	6,134	7,320	8,598	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
股本及股本溢价	6,260	6,653	6,685	6,721	成长能力				
其他储备	911	979	979	979	营业收入	6,256	7,012	8,098	9,046
留存收益	878	881	804	723	归属母公司净利润	-142	119	452	714
所有者权益	8,050	8,512	8,468	8,424	获利能力				
非控制性权益	79	103	103	103	毛利率	65.07%	66.81%	66.82%	67.91%
权益总计	8,129	8,615	8,571	8,527	净利率	-2.95%	1.88%	6.07%	8.60%
负债和权益	13,781	14,749	15,890	17,125	ROE	-2.27%	1.53%	5.74%	9.13%
					ROIC	-1.53%	1.13%	4.06%	6.27%
					偿债能力				
					资产负债率	41.01%	41.59%	46.06%	50.21%
					净负债比率	-16.30%	-27.43%	-35.83%	-45.45%
					流动比率	1.03	0.96	0.90	0.88
					速动比率	0.73	0.76	0.73	0.73
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.49	0.53	0.55
					应收账款周转率	34.65	16.05	16.97	17.69
					应付账款周转率	16.56	42.00	36.00	38.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.04	0.03	0.13	0.21
					每股经营现金流	0.27	0.33	0.33	0.35
					每股净资产	2.35	2.49	2.48	2.47
					估值比率				
					P/E	-359	429	113	71
					P/B	6.3	5.9	5.9	6.0
					P/S	8.1	7.3	6.3	5.6

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-142	119	452	714
折旧与摊销	599	562	632	709
少数股东权益	-42	13	39	64
营运资金变动及其他	519	445	22	-293
经营现金净流量	934	1,139	1,145	1,194
资本支出	-681	-282	-250	-195
其他投资	-413	-134	-141	-148
投资活动净流量	-1,093	-416	-391	-343
借款增加	-609	154	-1	56
普通股增加	-536	-	-	-
其他	-	319	-45	-44
筹资活动净流量	-1,146	473	-45	12
现金净增加额	-1,306	1,195	709	863

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。