

金蝶国际（00268.HK）25H1 财报点评

利润端减亏明显，目标 2030 年 AI 收入占比达 30%

优于大市

核心观点

公司 2025 年 H1 收入增长 11.2%，订阅 ARR 同比增长 18.5%。公司 2025 年上半年实现收入 31.92 亿元，同比增长 11.2%，其中云服务收入 26.73 亿元（占比 83.7%），同比增长 11.9%。云订阅服务年经常性收入（ARR）为 37.3 亿元，同比增长 18.5%；来自经营活动产生的现金流净额 1822 万元（同比下降 89%）。归属母公司股东净亏损 0.98 亿元，同比减亏 55%。

云订阅收入占比提升至 82.6%，相比 2024 年同期的 62.6%。大型企业云业务（金蝶云·星瀚）收入增速 41.1%，净金额留存率为 108%；中型企业云业务（金蝶云·星空）收入增速 19%，留存率为 94%；小微企业云业务（金蝶云·星辰）收入增速 23.8%，留存率为 93%。

公司 2025H1 亏损缩窄，毛利率与经营费率优化较为明显。2025 年上半年，公司实现归母净亏损 0.98 亿元，较去年同期显著缩窄。净亏损率 3.1%，同比降低 4.5pct。其中毛利率提升 2.4pct 至 65.6%、云订阅业务毛利率提升 0.9pct 达 96.2%。经营费率合计降低 5pct，销售费率/管理费率/研发费率分别同比 -3.1pct/+2.1pct/-3.8pct。

经营质量持续提升，人均单产 29 万，盈利与现金流质量持续改善。2025 年上半年亏损 0.98 亿元，经营性现金流 1822 万元，同比改善 89%；经营质量提升，盈利与现金流趋势改善，长期云与 SaaS 渗透增长逻辑依旧稳固。

风险提示：宏观经济不及预期，企业信息化投资下滑，竞争格局恶化的风险。

投资建议：近期宏观压力下，25H1 云服务收入与订阅 ARR 同比增长弱于平均指引预期，2024 年公司业绩会指引 2024-2026 年收入三年 CAGR 为 15-20%，订阅 ARR 三年 CAGR 为 30%。但公司增长逻辑依旧稳固，我们小幅下调 2025-2027 年收入 71.23/81.38/93.82 亿元（前值为 73.14/84.68/96.89），修改幅度 2%/3%/3%。盈利预测，伴随产品云转型将持续释放利润，公司将持续降本增效、优化硬件设施成本。25H1 亏损收窄至 0.98 亿元、亏损同比收窄约 55%，减亏明显。调整 2025-2027 年归母净利润为 1.45/4.0/6.33 亿（前值为 1.3/3.19/5.62 亿）。我们预计公司利润端趋势向好，经营现金流持续提升，云服务的经营亏损率显著缩窄，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,679	6,256	7,123	8,138	9,382
(+/-%)	16.7%	10.2%	13.9%	14.3%	15.3%
净利润(百万元)	-210	-142	145	400	633
(+/-%)	—	—	-201.7%	176.9%	58.2%
每股收益(元)	-0.06	-0.04	0.04	0.11	0.18
EBIT Margin	-7.4%	-4.7%	0.1%	3.5%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	-2.4%	-1.8%	1.8%	4.7%	6.9%
市盈率 (PE)	-252.2	-372.6	366.3	132.3	83.6
EV/EBITDA	-10.021	308	119	77	59
市净率 (PB)	6.16	6.58	6.46	6.16	5.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004

证券分析师：熊莉 021-61761067
cixiongli1@guosen.com.cn
S0980519030002

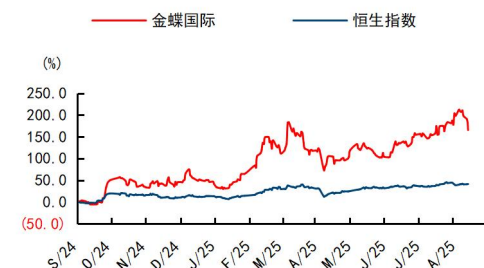
证券分析师：刘子譚 联系人：侯睿

liuzitan@guosen.com.cn hourui3@guosen.com.cn
S0980525060001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 18.00 - 22.00 港元
收盘价 16.00 港元
总市值/流通市值 56792/56792 百万港元
52 周最高价/最低价 19.00/5.26 港元
近 3 个月日均成交额 565.76 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金蝶国际(00268.HK)2024 年报点评-云订阅 ARR 同比增长 20%，加快 AI 功能迭代与行业落地》——2025-03-31
《金蝶国际(00268.HK)-2023 年报点评：ARR 同增 33%，盈利与现金流改善明显》——2024-03-24
《金蝶国际(00268.HK)-23 年年报业绩预告点评：ARR 略低于指引，现金流和盈利改善明显》——2024-01-09
《金蝶国际(00268.HK)-年末 ARR 目标调整为 30 亿，云苍穹 GPT 有望促进大企业拓展》——2023-08-21

云服务收入增长 11.9%，年度 ARR 达 37.3 亿

2025H1，公司实现营业收入 31.92 亿元，同比增长 11.2%。收入增长主要由云服务驱动。云业务收入 26.73 亿元，同比+11.9%，占集团收入 83.7%，其中云订阅收入 16.84 亿元，同比增长 22.1%。云订阅 ARR 约 37.3 亿元，同比增长 18.5%。宏观压力下 ARR 增速有所放缓，但依旧保持近 20% 增长，盈利与现金流质量持续改善。

1) **收入方面**：公司 2025 年上半年收入 31.92 亿元，同增 11.2%，增速整体保持平稳。合同负债 39.91 亿元，同比+18.5%（24 年上半年同比增长为+17%），显示未来收入确定性。

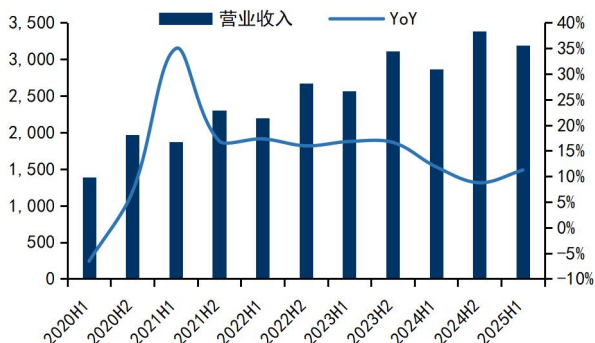
2) **成本方面**：截至 2025 年上半年，公司员工人数 1.1 万人，同比下降 9%，营销费占比 39.6%（同比+3%），行政费用占比 10.8%（同比+39%），研发占比 24.3%（同比-4%）。

3) **盈利方面**：2025 年上半年亏损 0.98 亿元，亏损同比收窄 55%，主要得益于云订阅业务的规模化效应和 AI 带来的效率提升。

4) **现金流方面**：2025 年上半年经营现金流 1822 万元（同比改善 89%）。

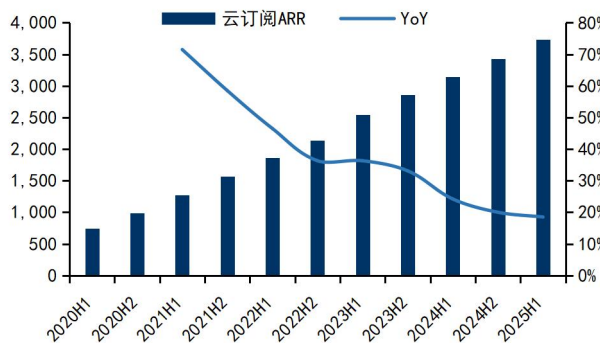
5) **ARR 方面**：2025 年上半年 ARR 为 37.3 亿元，同比+18.5%。主要考虑近期宏观压力影响，仍处于快速增长周期。

图1：金蝶营业收入变化（单位：百万元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：金蝶云订阅 ARR 变化（单位：百万元、%）



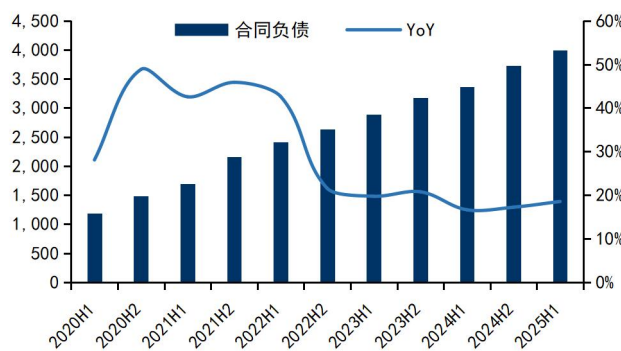
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图3：金蝶云业务收入变化（单位：百万元、%）

图4：金蝶云合同负债变化（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

大企业云订阅 ARR 增长 30%，云星瀚增长迅猛

2025 年上半年，金蝶云服务收入占比达到 83.7%。

大型企业市场(苍穹、星瀚)：2025 年上半年收入 8.45 亿元，同比+34.3%，金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚云订阅收入 2.76 亿元、同比+41.1%。签约新客户 304 家，净金额续费率 108%。

中型企业市场(星空)：云订阅收入 7.4 亿元，收入增速 19%，净金额续费率为 94%，客户数达 4.6 万家，上年同期为 4.2 万家。

小微企业市场(精斗、星辰)：云订阅收入 5.38 亿元，收入增速 23.8%。其中金蝶云·星辰客户数达 8.5 万家（同比+35%），净金额续费率 93%；金蝶精斗云客户数达 38.6 万家（同比+15%），净金额续费率 88%。

云转型成效显著，降本增效利润端提升明显

2025 年上半年，公司归母净亏损 0.98 亿元，较去年同期亏损 2.18 亿元显著缩窄。净亏损率 3.1%，同比降低 4.5pct，利润率改善原因如下：

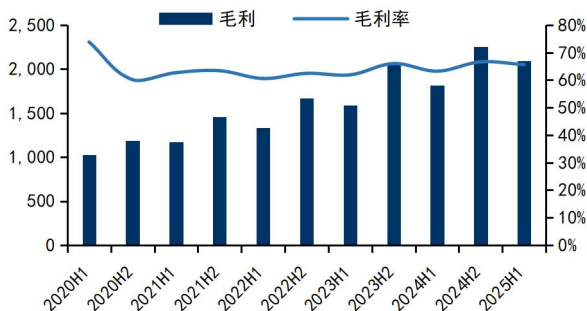
云转型成效显著：金蝶国际自 2012 年开始从使用许可模式向云订阅模式转型，着重发展和推广云订阅产品，主动减少传统 ERP 许可销售，这一转型在韧性增长中扮演了重要角色。自 2014 年至 2024 年，云服务业务年复合增长率(CAGR)达 47.3%，集团整体收入 CAGR 约 15%。2025 年上半年，金蝶的云订阅服务年经常性收入(ARR)约为人民币 37.3 亿元，同比增长 18.5%，云订阅服务相关的合同负债实现同比增长 24.7%。云服务收入占总收入的比重已扩增至 83.7%，显示出云转型的成效显著。相比整体毛利率 65.6%，云订阅业务毛利率达 96.2%，是利润改善的一个重要因素。

营业收入增长，软件规模效应凸显：2025 年上半年收入 31.92 亿元，同增 11.2%。这一增长反映了公司产品和服务的市场接受度提高，以及客户基础的扩大。同时，毛利率提升 2.4pct。

降本增效，经营效率提高：2025 年上半年销售费率/管理费/研发费率分别同比降低 -3.1pct/+2.1pct/-3.8pct。今年营收实现 11.2%增长，员工人数下降 9%，人均创收增长 19.4%，公司将实施服务外包给第三方合作伙伴，人员优化显著，预

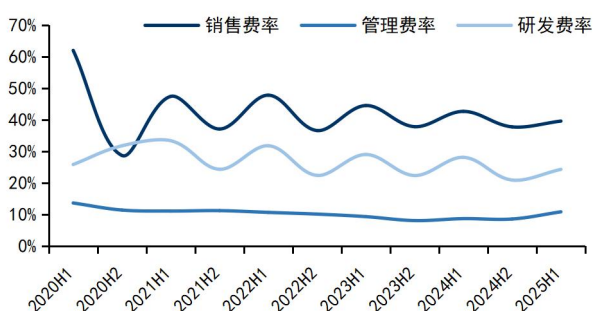
计下半年进一步节约人工费用，重点引进 AI 算法人才。

图5: 金蝶毛利率变化（单位：百万元、%）



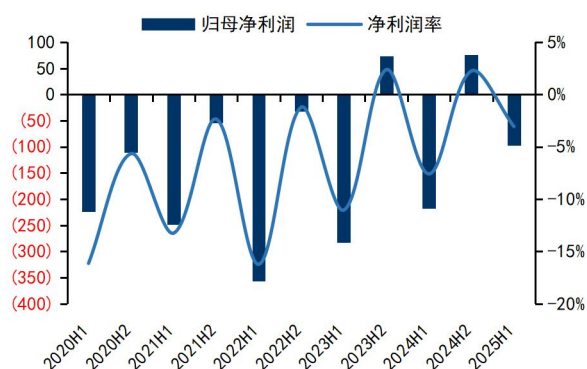
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图6: 金蝶费用率变化（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图7: 金蝶归母净利润变化（单位：百万元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图8: 金蝶经营现金流变化（单位：百万元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

AI 技术创新引领，智能体场景化落地加速

随着 AI 的浪潮和全球数字化转型的加速，企业对于高效、灵活的企业管理软件和云服务的需求不断增长。金蝶凭借其在企业管理软件和云服务领域的专业知识和经验，产品和解决方案的不断创新和优化，给收入增长带来动力。

以“AI 优先”为引领，用 AI 重构企业管理：2025 年 5 月金蝶推出了苍穹 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，进一步降低企业应用 AI 的技术门槛，并通过提供更丰富的模板与工具，更深度的 SaaS 连接，更安全的企业级保障，更开放的技术标准，加速企业智能体开发普惠。公司 2030 年目标：AI 收入占比达到 30%，整体收入保持 15%年复合增长，依托云订阅业务的持续增长及 AI 产品市场扩展。

图9: 金蝶 EMAI 产品蓝图



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

助力重点客户探索 AI 与业务的深度融合：河钢集团与金蝶共建"AI+管理创新中心"，打造智能管理平台，加速公司管理体系向实时感知、智能决策、精准执行的智能化管理模式转型。创思工贸通过金蝶云·星空"BOSS 助理+指标平台"AI 套件，构建了"数据驱动+智能决策"的阿米巴管理新体系，系统可精准定位经营异常根源，将某加工工序单元波动问题的定位时间从 2-3 人天压缩至实时洞察，决策效率提升 100%。

围绕微小企业财税场景，实现财税全流程智能化支持：AI 助手的活跃用户数已达到 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%。金蝶信科持续打造企业信用 AI 能力，成功嵌入多个金融科技场景，凭借独特的"数据+场景"解决方案，成功签约中国建设银行、交通银行等头部金融机构；凭借落地应用的"智能金融风控大模型"，荣膺数字中国创新大赛一等奖。同时，金蝶加强与火山引擎、阿里云、华为云等战略伙伴在 AI 领域的合作，提升研发效率及大模型推理性能，共创应用场景。

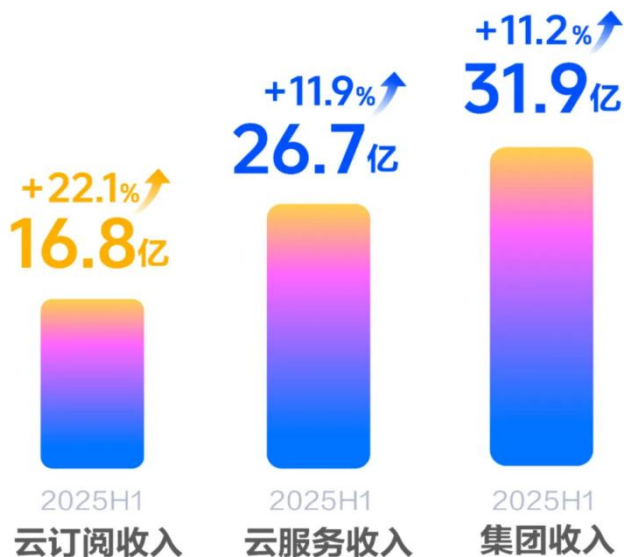
◆ 投资建议：

1) 收入端：公司收入增速逻辑稳固，云转型成功、AI 打开新增市场需求，收入指引保持平稳：CEO 徐少春表示，金蝶云转型已经成功，下一个目标是 AI 转型，未来几年金蝶将加速发展。云服务业务已成为金蝶的核心业务，2025 年上半年云服务收入占集团收入约 83.7%，云订阅服务年经常性收入（ARR）不断增长，约为 37.3 亿元，同比+18.5%，为营收增长提供了稳定的来源。金蝶全力押注 AI，明确 2030 年 AI 收入占比目标为 30%，战略聚焦 AI 与管理软件结合，逐步实现 AI 赋能业务全生命周期，满足客户在数字化转型过程中对 AI 的需求，从而推动营收增长。

公司业绩会指引 2030 年目标：AI 收入占比达到 30%，重点产品包括 AI 赋能的智能排产、质量管控、供应链优化等制造业全场景解决方案。整体收入保持 15%年复合增长，依托云订阅业务的持续增长及 AI 产品市场扩展。

近期宏观压力下，2025H1 营业收入同比增长 11.2%，云订阅收入同比增长 22.1%，弱于平均指引预期。2024 年公司业绩会指引 2024-2026 年收入三年 CAGR 为 15-20%，订阅 ARR 三年 CAGR 为 30%。但公司仍处于快速增长周期、增长逻辑依旧稳固。我们小幅下调 2025-2027 年收入 71.23/81.38/93.82 亿元（前值为 73.14/84.68/96.89），修改幅度 2%/3%/3%。

图10：金蝶 25H1 云收入变化（单位：亿元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图11：金蝶 AI 产品进展



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

2) 利润端：经营质量持续提升，盈利与现金流质量持续改善，后续预期积极。公司业绩会指引 2025 年全年经营性现金流预计超过 10 亿元，基于 25H1 经营性现金流改善至-2180 万元（2024H1 为-1.66 亿元）。2025 年目标实现盈利。预计未来通过云订阅业务高毛利率进一步提升集团整体盈利能力。2025 年重点布局东南亚市场（新加坡、马来西亚、越南、泰国），逐步扩展至中东、非洲与日本市场，到 2026 年发布更多本地化定制产品包以支持全球化发展。

考虑公司业绩会口径，伴随产品云转型将持续释放利润，公司将持续降本增效、优化硬件设施成本，预计 2025-2027 年毛利率为 67.0%/68.0%/69.0%（2024 年为 65.5%，同比+1.3pcts）。伴随产品云转型将持续释放利润，公司将持续降本增效、优化硬件设施成本。25H1 亏损收窄至 0.98 亿元、亏损同比收窄约 55%，减亏明显。调整 2025-2027 年归母净利润为 1.45/4.0/6.33 亿（前值为 1.3/3.19/5.62 亿）。全年整体看，尽管订阅侧受宏观等因素影响增长有所放缓，但经营质量提升，盈利与现金流趋势改善，长期云与 SaaS 渗透增长逻辑依旧稳固，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

宏观经济不及预期，企业信息化投资下滑，竞争格局恶化的风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1530	2145	2360	2596	营业收入	6256	7123	8138	9382
应收款项	509	644	736	848	营业成本	2185	2350	2604	2908
存货净额	46	29	33	36	销售费用	2503	2707	3052	3471
其他流动资产	1194	1068	1221	1407	管理费用	2053	2208	2441	2721
流动资产合计	5632	6241	7173	8277	资产减值及公允价值变动	(96)	(96)	(96)	(96)
固定资产	1744	2266	2802	3346	其他收入	285	246	341	348
无形资产及其他	1284	1363	1482	1645	营业利润	(296)	8	286	534
投资性房地产	331	331	331	331	财务费用	94	85	98	113
长期股权投资	4789	4789	4839	4889	投资收益	12	30	31	33
资产总计	13781	14990	16628	18488	税前利润	(230)	123	415	679
短期借款及交易性金融负债	205	753	1376	1850	所得税费用	(45)	12	41	68
应付款项	205	412	423	434	少数股东损益	(42)	(34)	(27)	(22)
其他流动负债	5070	5356	5967	6701	归属于母公司净利润	(142)	145	400	633
流动负债合计	5480	6521	7766	8985	现金流量表(百万元)				
长期借款及应付债券	0	0	0	0		2024	2025E	2026E	2027E
其他长期负债	172	230	249	279	净利润	(142)	145	400	633
长期负债合计	172	230	249	279	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	5652	6750	8015	9264	折旧摊销	499	525	551	587
少数股东权益	79	45	18	(4)	公允价值变动损失	96	96	96	96
股东权益	8050	8194	8595	9228	财务费用	(94)	(85)	(98)	(113)
负债和股东权益总计	13781	14990	16628	18488	营运资本变动	451	557	394	472
关键财务与估值指标					其它	(42)	(34)	(27)	(22)
	2024	2025E	2026E	2027E	经营活动现金流	861	1289	1415	1767
每股收益	(0.04)	0.04	0.11	0.18	资本开支	215	(1222)	(1303)	(1390)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资现金流	(1034)	0	(471)	(565)
每股净资产	2.27	2.31	2.42	2.60	投资活动现金流	(708)	(1222)	(1823)	(2005)
ROIC	-18%	-9%	2%	10%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	-2%	2%	5%	7%	负债净变化	(757)	0	0	0
毛利率	65%	67%	68%	69%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBIT Margin	-5%	0%	4%	6%	其它融资现金流	(74)	548	623	474
EBITDA Margin	3%	7%	10%	12%	融资活动现金流	(1588)	548	623	474
收入增长	10%	14%	14%	15%	现金净变动	(1434)	616	215	236
净利润增长率	—	-202%	177%	58%	货币资金的期初余额	2964	1530	2145	2360
资产负债率	42%	45%	48%	50%	货币资金的期末余额	1530	2145	2360	2596
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	企业自由现金流	927	(132)	(100)	150
P/E	(372.6)	366.3	132.3	83.6	权益自由现金流	171	460	556	640
P/B	6.6	6.5	6.2	5.7					
EV/EBITDA	308	119	77	59					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032