



云订阅高质量增长，AI Agent 场景化加速落地

2025 年 8 月 16 日

- 事件：**8 月 11 日，金蝶国际发布 2025 年半年度报告，报告期实现营收 31.92 亿元，同比增长 11.2%，实现归母净利润-0.98 亿元（去年同期-2.18 亿元），同比亏损幅度收窄，实现经营现金流-0.18 亿元（去年同期-1.66 亿元），同比大幅改善。
- 公司持续推进“订阅优先”，利润端有望迎来拐点。**报告期内，公司实现归母净利润-0.98 亿元，同比大幅收窄，公司实现毛利率 65.6%，同比+2.4pct，期间费用率有所改善，其中销售及推广费用率 39.6%，同比-3.1pct；研发费用率 24.3%，同比-3.8pct；行政费用率 10.8%，同比+2.1pct，主要源于上半年受到人员调整产生一次性费用。**公司作为 ERP 龙头，持续推荐 AI+云转型，挖掘并立足于行业客户场景化需求，不断优化产品性能和服务质量，业务体量稳定增长，利润端亏损实现大幅收窄，我们认为，若公司下半年业务进展顺利，下半年有望迎来利润拐点，全年实现盈利目标可期。**
- 云订阅实现高质量增长，上半年“AI 优先”成果显著。**报告期内公司云服务实现收入 26.73 亿元，同比增长 11.9%；云订阅实现收入 16.84 亿元，占集团总收入 52.8%，同比增长 22.1%；云订阅年经常性收入（ARR）为 37.3 亿元，同比增长 18.5%，云订阅业务合同负债余额 33.78 亿元，同比增长 24.7%，其中公司上半年首次披露 AI 合同金额已超 1.5 亿元。分客户来看：1) 大型企业客户：金蝶云·星瀚与金蝶云·苍穹成为目前众多大型央企国企首选，报告期内新签 304 家客户，合计实现云订阅收入约人民币 2.76 亿元，同比增长约 41.1%；2) 成长型企业：金蝶云·星空领跑成长型企业，客户数 4.6 万家，同比增长 9.5%，云订阅收入 7.4 亿元，同比增长 19%；3) 小微企业市场：金蝶云·星辰与精斗云客户分别为 8.5 万/38.6 万，同比增长 35.15%/15%，合计实现云订阅收入 5.37 亿元，同比增长 23.8%。**我们认为，公司上半年云订阅业务维持高质量增长，AI 赋能云订阅效果逐渐显现，逐步验证 AI+SaaS 提升产品商业化价值逻辑。分市场来看，高端市场表现亮眼，中端市场稳健、小微市场高速增长，下半年伴随信创加速推进高端有望维持高速增长，AI 赋能产品服务升级有望推动中端市场与小微市场快速增长。**
- AI Agent 赋能场景化加速落地，加速海外战略布局。**报告期内，公司发布苍穹 AI Agent 平台 2.0 及金钥财报、问数智能体、差旅智能体等多款原生生态智能体，签约海信、通威等标杆客户，同时金蝶小微产品 AI 助手活跃用户已达 17 万家。此外公司积极拓展东南亚、中东等海外市场，报告期内签约 259 家中企出海和海外本土企业，涵盖晶晨半导体、绿联科技、SKYWIN Energy 等。**我们认为，公司 AI 智能体产品赋能云业务效果显著，持续加速在企业场景的加速落地与变现，海外市场未来有望打开第二成长曲线。**
- 投资建议：**公司是国内 ERP 龙头企业，近年来云转型进展顺利，云订阅高质量增长，AI 与智能体赋能业务与产品升级，积极推进海外战略布局，国产信创替代背景与 AI 浪潮下公司云业务有望维持高速增长。预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 71.23/82.36/96.84 亿元，同比增长 14%/16%/18%，当前股价对应 PS 分别为 7.95/6.88/5.85 倍，维持推荐评级。
- 风险提示：**技术研发进度不及预期风险；AI 发展不及预期风险；政策推进不及预期风险；下游企业需求不及预期风险；行业竞争加剧风险。

金蝶国际 (0268.HK)

推荐 维持评级

分析师

吴砚靖

☎: 010-66568589

✉: wuyanjing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

胡天昊

☎: 010-80927637

✉: hutianhao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525070004

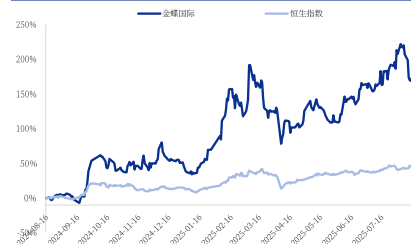
市场数据

2025-8-16

股票代码	0268.HK
H 股收盘价(港元)	15.96
恒生指数	25270.07
总股本(万股)	354,946.88
实际流通 H 股(万股)	354,946.88
流通 H 股市值(亿港元)	431.18

相对恒生指数表现图

2025-8-16



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6256	7123	8236	9684
收入增长率%	10%	14%	16%	18%
归母净利润（百万元）	-142	86	198	539
利润增速%	-	-	131%	173%
毛利率%	65.07%	65.89%	66.14%	66.45%
摊薄 EPS(元)	-0.04	0.02	0.06	0.15
PE	-	661.51	286.75	105.10
PS	9.06	7.95	6.88	5.85

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,632	6,216	8,329	10,186
现金	1,530	1,852	3,307	4,409
应收账款	181	226	254	296
其它应收款	46	55	61	71
预付账款	3,875	4,082	4,706	5,410
存货	8,149	8,068	7,195	7,206
其他	1,744	1,662	1,200	1,114
非流动资产	1,284	1,092	928	789
长期投资	5,120	5,313	5,067	5,303
固定资产	13,781	14,283	15,524	17,392
无形资产	5,480	5,883	6,883	8,112
其他	205	205	205	205
流动负债	5,086	5,561	6,521	7,701
短期借款	172	164	164	164
应付账款	0	0	0	0
其他	172	164	164	164
负债合计	5,652	6,046	7,047	8,276
归属母公司股东权益	7,933	8,017	8,213	8,750
负债和股东权益	8,050	8,134	8,330	8,867
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	934	770	1,101	1,585
净利润	-142	86	198	539
少数股东权益	-42	24	44	102
营运资金变动及其他	519	192	464	617
投资活动现金流	-1,074	-446	355	-481
资本支出	-681	-194	230	-101
筹资活动现金流	-1,291	0	0	0
借款增加	-609	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	18	0	0	0
现金净增加额	-1,434	323	1,455	1,102

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,256	7,123	8,236	9,684
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,185	2,430	2,789	3,249
销售费用	2,503	2,600	2,982	3,324
管理费用	539	499	542	587
研发费用	1,514	1,639	1,828	2,049
财务费用	-94	0	0	0
除税前溢利	-230	134	275	679
所得税	-45	25	33	38
净利润	-184	110	242	641
少数股东损益	-42	24	44	102
归属母公司净利润	-142	86	198	539
EBIT	-324	134	275	679
EBITDA	276	603	671	1,006
EPS (元)	-0.04	0.02	0.06	0.15

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10.15%	13.87%	15.63%	17.58%
归属母公司净利润	32.31%	160.28%	130.69%	172.82%
毛利率	65.07%	65.89%	66.14%	66.45%
销售净利率	-2.27%	1.20%	2.40%	5.57%
ROE	-1.76%	1.05%	2.37%	6.08%
ROIC	-3.11%	1.30%	2.79%	6.88%
资产负债率	41.01%	42.33%	45.39%	47.58%
流动比率	1.03	1.06	1.21	1.26
速动比率	0.80	0.84	0.98	1.03
应收账款周转率	34.59	34.93	34.28	35.23
应付账款周转率	16.89	15.93	20.39	17.89
每股收益	-0.04	0.02	0.06	0.15
每股经营现金流	0.26	0.22	0.31	0.45
每股净资产	2.24	2.29	2.35	2.50
P/E	-212.72	661.51	286.75	105.10
P/B	3.80	6.96	6.80	6.39
EV/EBITDA	106.21	91.20	79.80	52.15
P/S	9.06	7.95	6.88	5.85

资料来源：公司公告，中国银河证券研究

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人，北京大学软件项目管理硕士，10 年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名 PE 机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

胡天昊 计算机行业分析师，北京邮电大学信息与通信工程硕士，2023 年加入中国银河证券，主要从事计算机行业研究工作，覆盖领域为算力、大模型、AI 下游应用端等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn