

金蝶国际 (00268.HK)

云订阅领跑，加速 AI 化和国际化

2025H1，金蝶收入增速稳健，毛利率有所提升。2025H1，金蝶国际营收 31.92 亿元，同比增长 11.2%。其中，云订阅服务收入达 16.84 亿元，同比增长 22.1%；产品、实施及其他收入达 15.08 亿元，同比增长 1.2%。金蝶国际 2025H1 毛利率 65.6%，上升 2.4 个百分点。归母净利润 -0.98 亿元，较去年同期减亏明显。

云订阅收入全面增长，大型企业续费率表现突出。从产品结构来看，**1)** 面向大型企业的金蝶云苍穹和金蝶云星瀚实现收入 8.45 亿元，同比增长 34.3%。其中，云订阅收入约 2.76 亿元，同比增长 41.1%。净金额续费率为 108%。**2)** 面向中型企业的金蝶云星空的云订阅收入达 7.40 亿元，同比增长 19.0%，净金额续费率为 94%。**3)** 小微产品实现云订阅收入 5.37 亿元，同比增长 23.8%。其中，金蝶云星辰和金蝶精斗云的净金额续费率分别为 93%和 88%。

金蝶加速 AI 产品落地，推动智能化企业管理升级。金蝶致力于将 AI 技术融入到所有 SaaS 产品、服务和运营流程中，赋能企业管理。2025 年 5 月，金蝶发布了苍穹 AI Agent 平台 2.0、以及五大智能体——财报分析智能体、企业问数智能体、招聘智能体、差旅智能体以及企业知识智能体，后续签约了海信集团、通威股份、中国金茂、中车唐车等重点大客户。FY2025H1，AI 合同金额已达到 1.5 亿元人民币。金蝶目标到 2030 年成为全球领先的企业管理 AI 公司。

积极布局海外市场，新增东南亚、中东等超 200 家战略合作伙伴。金蝶云星空在东南亚、中东等海外市场新签 259 家客户，包括晶晨半导体、绿联科技、SKYWIN Energy、PT WAL SIN EVERISING 等中企出海及海外本土企业。此外，集团还通过建立覆盖线上交付中心、东南亚全球交付中心及海外交付联盟的“三网合一”资源池，强化国际准则适配与数据隐私合规能力。海外生态伙伴体系的构建也将助力金蝶的国际化进程扩张。

投资建议：重申“买入”评级。金蝶国际秉持“AI 优先、订阅优先、全球化”的战略，后续 AI 化和全球化有望持续为公司提供新的增长引擎，在形成竞争壁垒的同时、持续推动业绩提升。

我们预计公司 2025-2027 收入为 70.09/78.97/87.00 亿元，yoy +12%/+13%/+10%。基于公司毛利率上升可观、费用控制有效，我们上调 2025 年利润预测。我们预计公司 2025-2027 归母净利润为 0.94/3.33/6.28 亿元，归母净利润率为 1%/4%/7%。我们认为金蝶公司合理股价为 20 港元，对应 8x FY2026e P/S，重申“买入”评级。

风险提示：客户数量增长不及预期、AI 技术推进及客户需求不及预期、全球化进展不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,679	6,256	7,009	7,897	8,700
增长率 yoy (%)	16.7	10.2	12.0	12.7	10.2
净利润（百万元）	-210	-142	94	333	628
增长率 yoy (%)	46.1	32.3	165.9	256.0	88.3
EPS 最新摊薄（元/股）	-0.06	-0.04	0.03	0.09	0.18
净资产收益率 (%)	-2.4	-1.8	1.2	4.0	7.0
P/E（倍）	-276.1	-402.9	598.7	168.2	89.3
P/S（倍）	9.9	9.0	8.0	7.1	6.4

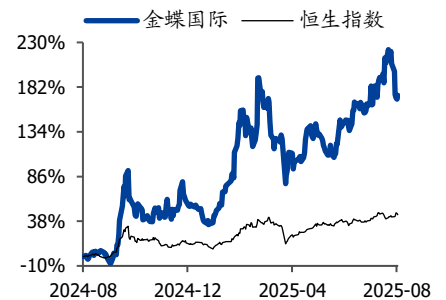
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 8 月 15 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
08 月 15 日收盘价（港元）	15.96
总市值（百万港元）	56,649.52
总股本（百万股）	3,512.97
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	42.78

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

- 1、《金蝶国际 (00268.HK)：持续推进云转型，发布苍穹 GPT》 2023-08-24
- 2、《金蝶国际 (00268.HK)：云服务经营亏损收窄，持续突破央企市场》 2023-03-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5703	5632	7192	9031	10935
现金	2964	1530	3118	4803	6748
应收账款	180	181	224	233	270
其他应收款	184	235	164	309	231
预付账款	316	328	257	402	323
存货	46	46	46	46	46
其他流动资产	2014	3312	3384	3238	3317
非流动资产	8436	8149	6982	5823	4670
长期存款	1680	1094	1094	1094	1094
固定资产	1919	1744	1577	1418	1265
无形资产	1232	1232	1232	1232	1232
其他非流动资产	3604	4079	3079	2079	1079
资产总计	14139	13781	14174	14854	15605
流动负债	4529	5480	5819	6215	6389
短期借款	20	205	205	205	205
应付账款	1231	1488	1827	2223	2397
其他流动负债	3278	3787	3787	3787	3787
非流动负债	908	172	172	172	172
长期借款	757	0	0	0	0
其他非流动负债	151	172	172	172	172
负债合计	5437	5652	5991	6388	6561
少数股东权益	103	79	79	79	79
股本	87	86	86	86	86
资本公积	6512	6174	6184	6184	6184
留存收益	1020	878	922	1205	1783
归属母公司股东权益	8599	8050	8104	8387	8965
权益合计	8702	8129	8183	8466	9044
负债和股东权益	14139	13781	14174	14854	15605

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	653	934	1031	1138	1398
净利润	-210	-142	94	333	628
折旧摊销	452	527	495	495	495
财务费用	-90	-94	0	0	0
投资损失	148	174	0	0	0
营运资金变动	347	460	-368	-242	-214
其他经营现金流	6	8	810	552	489
投资活动现金流	-1305	-1074	597	597	597
资本支出	-894	-679	-403	-403	-403
长期投资	-406	-325	1000	1000	1000
其他投资现金流	-4	-71	0	0	0
筹资活动现金流	1671	-1291	-40	-50	-50
债权增加	307	-572	0	0	0
股权增加	1462	25	10	0	0
其他筹资现金流	-98	-745	-50	-50	-50
现金净增加额	1020	-1432	1588	1685	1945

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5679	6256	7009	7897	8700
营业成本	2035	2185	2295	2514	2683
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	4064	4406	4692	5052	5320
管理费用	-490	-539	-760	-856	-943
财务费用	-90	-94	-68	-68	-68
资产减值损失	71	41	42	42	42
公允价值变动收益	29	55	0	0	0
投资净收益	-285	-246	-272	-272	-272
营业利润	-420	-335	22	331	696
营业外收入	-29	-12	-14	-14	-14
营业外支出					
利润总额	-301	-230	104	414	779
所得税	-31	-45	-1	41	78
净利润	-270	-184	105	372	701
少数股东损益	-60	-42	11	39	73
归属母公司净利润	-210	-142	94	333	628
EPS (元)	-0.06	-0.04	0.03	0.09	0.18

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	16.7		12.0	12.7	10.2
营业利润(%)	28.5	20.2	106.4	1436.2	110.2
归属于母公司净利润(%)	46.1	32.3	165.9	256.0	88.3
获利能力					
毛利率(%)	64.2	65.1	67.3	68.2	69.2
净利率(%)	-3.7	-2.3	1.3	4.2	7.2
ROE(%)	-2.4	-1.8	1.2	4.0	7.0
ROIC(%)	-4.4	-3.3	0.3	3.5	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	260.1	243.8	236.6	232.5	237.8
净负债比率(%)	34.2	16.5	35.9	54.8	73.0
流动比率	1.3	1.0	1.2	1.5	1.7
速动比率	1.2	1.0	1.2	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	17.3	16.0	17.4	17.0	16.7
应付账款周转率	5.3	4.6	4.2	3.9	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.06	-0.04	0.03	0.09	0.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.27	0.29	0.32	0.40
每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.29	2.31	2.39	2.55
估值比率					
P/E	-276.1	-402.9	598.7	168.2	89.3
P/B	6.52	6.96	6.92	6.68	6.25
P/S	9.9	9.0	8.0	7.1	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 15 日收盘价

图表1: 金蝶财务预测: 年度

百万元	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
收入	5679	6256	7009	7897	8700
yoy	17%	10%	12%	13%	10%
毛利额	3644	4071	4714	5383	6017
GPM	64%	65%	67%	68%	69%
期间费用	4249	4556	4923	5283	5551
研发费用率	25%	24%	22%	22%	21%
销售费用率	41%	40%	37%	35%	32%
行政费用率	9%	9%	11%	11%	11%
归母净利润	-210	-142	94	333	628
归母净利润率	-4%	-2%	1%	4%	7%

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表2: 金蝶财务预测: 半年度

百万元	FY1H24	FY2H24	FY1H25	FY2H25e	FY1H26e	FY2H26e	FY1H27e	FY2H27e
收入	2870	3386	3192	3816	3622	4275	4023	4676
yoy	12%	9%	11%	13%	13%	12%	11%	9%
毛利额	1815	2255	2095	2619	2450	2933	2761	3256
GPM	63%	67%	66%	69%	68%	69%	69%	70%
期间费用	2280	2276	2385	2538	2526	2757	2629	2923
研发费用率	28%	21%	24%	21%	22%	21%	21%	21%
销售费用率	43%	38%	40%	35%	37%	33%	34%	
行政费用率	9%	9%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
归母净利润	-218	76	-98	191	65	268	233	395
归母净利润率	-8%	2%	-3%	5%	2%	6%	6%	8%

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com