

中报业绩符合预期，开启企业管理 AI 时代

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年度报告，实现收入 31.9 亿元，同比增长 11.2%；实现毛利率 65.6%，同比+2.4pp；实现归母净利润-9774 万元，同比减亏 55.1%。经营性净现金流为-1822 万元，同比改善 89.0%。
- **毛利率有所提升，费用端同比改善。**公司 2025 年 H1 实现毛利率 65.6%，同比提升 2.4pp，显示公司经营能力有所提升，与此同时，公司归母净利润实现大幅减亏，得益于费用端有所改善。2025 年 H1 公司销售费用率为 39.6%，同比降低 3.1pp；管理费用率为 10.8%，同比提升 2.1pp；研发费用率 24.3%，同比降低 3.8pp。公司整体费率有所改善，彰显公司内部治理能力不断增强。
- **云订阅收入大幅提升，大型企业客户续费意愿高。**2025 年 H1，公司实现云订阅收入 16.8 亿元，同比增长 22.1%，云订阅收入占比提升至 52.8%，同比增长 4.7pp；ARR 收入 37.3 亿元，同比增长 18.5%；云订阅合同负债 33.8 亿元，同比增长 24.7%，合同负债增长彰显下游需求强劲。客户结构方面，大型企业客户 2025 年 H1 新增 304 家，苍穹和星瀚合计实现收入 8.5 亿元，同比增长 34.3%，云订阅收入 2.8 亿元，增速 41.1%，净金额续费率 (NDR) 达 108%。成长型企业客户中星空持续发挥数智智造能力，2025 年 H1 实现云订阅收入 7.4 亿元，客户数量达 4.6 万家，新签国家级、省级专精特新企业 518 家，市场份额进一步提升；并且大力拓展东南亚和中东市场，加速全球化布局。小微企业市场保持高速增长态势，2025 年 H1 实现云订阅收入 5.4 亿元，同比增长 23.8%。其中，星辰和精斗云客户数分别达到 8.5 万和 38.6 万家，同比增长 35.1%和 15.0%。
- **拥抱 AI 变革，智能体业务不断开拓。**报告期内，公司坚持 AI 发展战略，推出技术底座苍穹 AI Agent 平台 2.0 和五大智能体，其中包括金钥财报、ChatBI、差旅智能体、招聘智能体、以及企业知识智能体。报告期内，公司 AI 合同金额超 1.5 亿元，签约客户包括海信集团、通威股份、中国金茂等头部企业。此外，公司金蝶小微产品 AI 助手的活跃用户数已达 17 万家，受到市场的进一步青睐。
- **盈利预测与评级。**预计公司 2025-2027 年营业收入将保持 13.7%的复合增长率。公司深耕 ERP 市场多年，收入韧性强，大、中、小微三大客户群体需求持续旺盛，续费率保持高位，为公司提供稳定现金流。此外，公司践行 AI 战略，打造 AI 产品生态体系，推动 AI 加速落地，为发展增添新活力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、AI 产品需求不及预期、出海进展不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	6256	6667	7758	9185
增长率	10.15%	6.57%	16.36%	18.40%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-142	160	385	690
增长率	32.31%	213.99%	140.09%	79.10%
每股收益 EPS	-0.04	0.05	0.11	0.19
净资产收益率	-1.76%	1.96%	4.48%	7.43%
PE	--	--	--	--
PS	9.04	8.48	7.29	6.16

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	5.42-18.82
3 个月平均成交量(百万)	39.67
流通股数(亿)	35.49
市值(亿)	565.43

相关研究

1. 金蝶国际 (0268.HK)：大型企业订单高增，亏损持续收窄 (2024-08-20)

盈利预测

关键假设：

假设 1: 苍穹星瀚：《国资委 79 号文》要求国央企在 2027 年底前完成 ERP 系统全面信创替代，叠加 AI 在企业管理的实际应用潜力巨大，预计 2025-2027 年，客户数量增速分别为 35%/30%/25%。此外，大企业客户付费力较强，随着产品应用场景逐渐成熟，客户订阅模块数量有望增加，客单价稳步提升，预计 2025-2027 年 ARPU 值增速分别为 0%、2%、5%；

假设 2: 星空：在加快建设科技强国的政策主调下，专精特新企业数量有望持续扩张，预计 2025-2027 年客户数量增速分别为 12%、15%、18%。此外，由于新客倾向于采购基础版本，老客会逐渐增加模块采购，在客户数量高增阶段，预计 2025-2027 年 ARPU 值增速分别为 0%、1%、2%。

假设 3: 星辰：《中小企业数字化转型报告 2024》显示，中小企业数字化转型意愿积极，约六成企业处于早期阶段，国家层面亦加力培育专精特新中小企业。公司以中小企业市场起家，先发优势显著，预计 2025-2027 年 ARPU 值增速分别为 -3%、-1%、0%；客户数量增速分别为 15%、13%、12%。

假设 4: 其他：公司自 2025 年半年报调整披露口径，披露苍穹星瀚、星空、星辰三大云产品的收入，不单独披露传统 ERP 业务收入，故将传统 ERP 业务以及非三大产品业务的收入归为“其他”。伴随公司云转型逐渐深入，传统 ERP 业务增速将下降。

表 1：分业务收入

单位：百万元人民币		2024A	2025E	2026E	2027E
苍穹星瀚	收入	1304	1755	2327	3054
	增速	32.9%	35.0%	32.6%	31.3%
星空	收入	2153	2415	2805	3376
	增速	10.3%	12.3%	16.2%	20.4%
星辰	收入	1229	1370	1533	1717
	增速	13.8%	11.4%	11.9%	12.0%
其他	收入	1570	1127	1093	1038
	增速	-6.0%	-28.2%	-3.0%	-5.0%
合计	收入	6256	6667	7758	9185
	增速	10.2%	6.6%	16.4%	18.4%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 66.7 亿元、77.6 亿元和 91.9 亿元，增速分别为 6.6%、16.4%、18.4%；预计实现归母净利润分别为 1.6 亿元、3.9 亿元、6.9 亿元，对应 PS 分别为 8.5 倍、7.3 倍和 6.2 倍。

相对估值

我们选取了行业中与金蝶国际业务最为相近的用友网络、鼎捷数智、税友股份、迈富时、Salesforce 为可比对象，2025-2027 年五家公司平均 PS 为 6.6、5.6、4.8 倍。公司深耕 ERP 市场多年，星空、星辰在中小企业市场地位稳固，续费率保持高位，为公司提供稳定现金流；苍穹星瀚技术优势凸显，迅速打开大企业客户市场，客户数量持续增加，为公司长期增长提升提供充足动力；此外，公司始终坚持云化转型和 AI 创新，打造价值产品，构建良好生态，为公司稳定发展形成强力支撑，维持“买入”评级。

表 2：可比上市公司估值

证券代码	可比公司	市值 (原始币种)	股价 (原始币种)	营业收入（百万元）				PS（倍）			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
600588.SH	用友网络	563	16.5	9153	10070	11165	12454	6.2	5.6	5.0	4.5
300378.SZ	鼎捷数智	156	57.7	2331	2625	2980	3416	6.7	5.9	5.2	4.6
603171.SH	税友股份	220	54.2	1945	2326	2837	3520	11.3	9.5	7.8	6.3
2556.HK	迈富时	154	60.0	1559	2328	3063	3936	9.9	6.6	5.0	3.9
CRM.N	Salesforce	2332	244.0	37895	41104	45006	48798	6.2	5.6	5.2	4.8
平均值								8.0	6.6	5.6	4.8
0268.HK	金蝶国际	565	15.9	6256	6667	7757	9185	9.0	8.5	7.3	6.2

数据来源：Wind，iFind，西南证券整理。注：市值、股价数据更新至 2025/8/19

附：财务报表

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	62.56	66.67	77.57	91.85	税后经营利润	-3.14	0.01	2.81	6.60
销售成本	21.85	21.33	23.27	25.72	折旧与摊销	5.99	7.67	7.67	7.67
销售费用	25.03	25.33	28.70	33.06	财务费用	-0.94	-0.01	-0.07	-0.12
管理费用	20.53	4.67	4.65	4.59	其他经营资金	7.42	-8.45	-0.16	-0.30
财务费用	-0.94	-0.01	-0.07	-0.12	经营性现金净流量	9.34	-0.78	10.24	13.85
营业利润	-4.35	0.01	3.18	7.47	投资性现金净流量	-10.74	1.99	1.99	1.99
其他非经营损益	2.05	2.25	2.25	2.25	筹资性现金净流量	-12.91	-2.04	0.07	0.12
税前利润	-2.30	2.26	5.43	9.72	现金流量净额	-14.32	-0.84	12.31	15.96
所得税	-0.45	0.26	0.63	1.13					
税后利润	-1.84	2.00	4.80	8.60					
归属于非控制股东利润	-0.42	0.39	0.95	1.69					
归属于母公司股东利润	-1.42	1.61	3.85	6.90					
EBITDA	2.76	9.92	13.02	17.27					
NOPLAT	-3.80	0.00	2.74	6.50					
EPS(元)	-0.04	0.05	0.11	0.19					
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15.44	14.61	26.92	42.87	成长能力				
应收账款	1.81	2.12	2.47	2.92	营收额增长率	10.2%	6.6%	16.4%	18.4%
预付款项、按金及其他应收款项	4.48	4.81	5.59	6.62	EBIT 增长率	17.4%	169.6%	137.7%	79.3%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	156.1%	260.0%	31.3%	32.6%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润增长率	31.7%	208.4%	140.1%	79.1%
流动资产总计	28.37	24.55	28.56	33.82	盈利能力				
长期股权投资	5.23	5.23	5.23	5.23	毛利率	65.1%	68.0%	70.0%	72.0%
固定资产	17.44	14.71	11.98	9.24	净利率	-2.9%	3.0%	6.2%	9.4%
无形资产	12.35	10.30	8.24	6.18	ROE	-1.8%	2.0%	4.5%	7.4%
其他非流动资产	46.46	43.58	40.71	37.83	ROA	-1.0%	1.3%	2.8%	4.6%
非流动资产合计	81.49	73.82	66.15	58.49	ROIC	-5.4%	0.0%	3.9%	10.3%
资产总计	137.81	126.14	135.97	151.06	估值倍数				
短期借款	2.05	0.00	0.00	0.00	P/E	-394.50	349.16	145.43	81.20
应付账款	1.88	1.02	1.12	1.23	P/S	8.96	8.41	7.22	6.10
其他流动负债	50.86	40.10	45.04	51.41	P/B	6.96	6.83	6.52	6.04
流动负债合计	54.80	41.12	46.16	52.65	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	-0.46	70.56	57.24	47.04
其他非流动负债	1.72	1.72	1.72	1.72	EV/EBITDA	0.54	16.02	23.54	26.16
非流动负债合计	1.72	1.72	1.72	1.72					
负债合计	56.52	42.85	47.88	54.37					
储备	79.64	69.64	59.64	49.64					
留存收益	0.00	1.61	5.46	12.36					
归属于母公司股东权益	80.50	82.10	85.96	92.86					
归属于非控制股东权益	0.79	1.18	2.13	3.82					
权益合计	81.29	83.29	88.09	96.68					
负债和权益合计	137.81	126.14	135.97	151.06					

数据来源：公司公告，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn