

## 金蝶国际 (00268.HK)

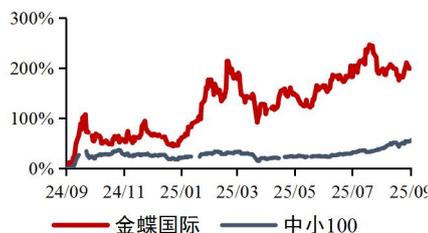
## 买入-A(首次)

## 云订阅业务驱动韧性增长，AI 商业化落地加速

2025 年 9 月 17 日

公司研究/公司快报

## 公司近一年市场表现



## 市场数据：2025 年 9 月 16 日

收盘价 (港币):	16.280
年内最高/最低(港币):	19.000/5.260
流通 H 股/总股本 (亿股):	35.49/35.49
流通 H 股市值 (亿港元):	577.85
总市值 (亿港元):	577.85

## 基础数据:

基本每股收益(元):	-0.04
摊薄每股收益(元):	-0.04
每股净资产(元):	2.27
净资产收益率(%):	-2.27%

资料来源: 最闻

## 分析师:

方闻千

执业登记编码: S0760524050001

邮箱: fangwenqian@sxzq.com

## 研究助理:

邹昕宸

邮箱: zouxinchen@sxzq.com

## 事件描述

➢ 公司发布 2025 年半年报, 其中, 2025 上半年公司实现收入 31.92 亿元, 同比增 11.2%, 上半年实现归母净亏损 0.98 亿元, 同比减亏 55.1%。同时, 2025 上半年公司经营净现金流为-0.18 亿元, 同比改善约 89.0%。

## 事件点评

➢ 云订阅业务持续高增驱动公司整体保持韧性增长。今年上半年公司云订阅业务实现收入 16.84 亿元, 同比增长 22.1%, 云订阅 ARR 达 37.3 亿元, 同比增长 18.5%。而分产品看, 1) 苍穹和星瀚在大型企业市场快速突破, 上半年新签 304 家客户, 涵盖吉利控股、蒙牛集团、中国医药等行业头部企业, 上半年苍穹和星瀚合计实现收入 8.45 亿元, 同比增 34.3%; 2) 星空持续领跑成长型企业市场, 目前客户数已达 4.6 万家, 上半年星空云订阅收入达 7.40 亿元, 同比增长 19.0%; 3) 星辰和精斗云客户数仍保持较快增长, 上半年小微产品合计实现云订阅收入 5.37 亿元, 同比增长 23.8%。2025 上半年公司毛利率为 65.63%, 较上年同期提高 2.39 个百分点, 主要系高毛利率的云订阅收入占比提升所致。在利润端, 得益于公司持续控费提效, 今年上半年销售和研发费用率分别较上年同期降低 2.64 和 0.04 个百分点; 而受人员结构优化及离职补偿支出增加影响, 管理费用率较上年同期提高 2.29 个百分点。受益于云订阅业务的规模效应及 AI 带来的效率提升, 今年上半年公司净利率为-3.42%, 较上年同期提高 4.81 个百分点。

➢ AI 平台及应用持续迭代并完善, 同时加速在客户场景的应用落地。今年 5 月 20 日, 公司升级发布苍穹 Agent 平台 2.0, 内置丰富的任务流模板、提示词模板、MCP 工具等, 可实现 AI 应用的敏捷落地。同时, 公司基于苍穹 Agent 平台 2.0 推出了金钥财报、ChatBI、差旅智能体、招聘智能体和企业知识智能体 5 大 Agent 应用, 目前已签约通威股份、海信集团、中国金茂等重点客户, 并显著提升客户业务效率, 其中, 创思工贸借助星空的 BOSS 助理+指标平台 AI 套件, 构建了阿米巴管理新体系, 将某加工工序单元波动问题的定位时间从 2-3 人天缩短至实时洞察, 决策效率提升 100%; 星辰推出的 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%。今年上半年, 公司的 AI 合同金额已超过 1.5 亿元。

## 投资建议

➢ 公司作为国内 ERP SaaS 龙头, 云订阅业务持续推动公司整体保持韧性增长, 同时, 随着 AI 场景化落地加速, 将逐步贡献重要业绩增量。预计公



司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.03\0.10\0.17，对应公司 9 月 16 日收盘价 14.85 元，2025-2027 年 PE 分别为 528.8\151.8\85.1，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

#### 风险提示

- **大客户拓展不及预期：**若大型企业客户基于数据安全性等考虑上云意愿不强烈，可能会导致公司苍穹和星瀚产品在大型企业市场拓展受阻，进而对公司经营发展产生不利影响。
- **信创政策推进不及预期：**目前 SAP 和 Oracle 仍在国内 ERP 市场占据一定份额，并且 SAP 和 Oracle 的存量系统替换空间较大。若信创相关政策推进不及预期，可能会导致国产 ERP 系统替换进展缓慢，进而大概率将减少公司通过国产化替代获得的业务增量，对公司经营发展产生不利影响。
- **宏观经济持续低迷的风险：**公司拥有大量中小微企业客户，对宏观经济波动较为敏感。若宏观经济持续低迷，公司的中小微企业客户可能会缩减 IT 预算，包括减少 ERP 系统的更换及升级开支，这将对公司经营发展产生负面影响。
- **AI 产品研发或商业化推广不及预期：**AI+管理已成为公司未来十年的战略重心，但目前仍处于产品研发和商业化早期阶段，若公司因 AI 产品研发方向与客户需求不匹配导致产品市场推广受阻，可能会对公司未来经营发展产生不利影响。
- **行业竞争加剧风险：**公司在国内 ERP 市场面临 SAP 和 Oracle 等海外巨头以及用友、浪潮数字企业等本土厂商的竞争，若竞争对手通过降价、增强实施和运维服务等方式抢占市场，可能会对公司业务发展产生负面影响。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,679	6,256	7,180	8,180	9,303
YoY(%)	16.7	10.2	14.8	13.9	13.7
净利润(百万元)	-210	-142	100	347	619
YoY(%)	46.1	32.3	170.2	248.5	78.3
毛利率(%)	64.2	65.1	66.8	68.1	69.3
EPS(摊薄/元)	-0.06	-0.04	0.03	0.10	0.17
ROE(%)	-3.1	-2.3	1.5	5.1	8.3
P/E(倍)	-251.1	-371.0	528.8	151.8	85.1
P/B(倍)	6.1	6.5	6.5	6.2	5.8
净利率(%)	-3.7	-2.3	1.4	4.2	6.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	5703	5632	6183	7288	8658
现金	2964	1530	2208	2847	3949
应收票据及应收账款	180	181	184	191	187
预付账款	0	0	0	0	0
存货	46	46	54	57	64
其他流动资产	2514	3875	3736	4193	4458
<b>非流动资产</b>	8436	8149	8456	8656	8822
长期投资	434	523	585	652	729
固定资产	1919	1744	1965	2206	2462
无形资产	1232	1232	1154	1047	914
其他非流动资产	4850	4649	4752	4751	4717
<b>资产总计</b>	14139	13781	14639	15944	17480
<b>流动负债</b>	4529	5480	6220	7085	7829
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	70	188	201	242	258
其他流动负债	4459	5291	6020	6843	7572
<b>非流动负债</b>	908	172	166	163	167
长期借款	757	0	0	0	0
其他非流动负债	151	172	166	163	167
<b>负债合计</b>	5437	5652	6386	7248	7996
少数股东权益	103	79	103	199	368
股本	87	86	86	86	86
资本公积	6512	6174	6174	6174	6174
留存收益	2000	1790	1914	2357	3145
归属母公司股东权益	8599	8050	8150	8497	9116
<b>负债和股东权益</b>	14139	13781	14639	15944	17480

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	653	934	935	1136	1606
净利润	-270	-184	124	443	788
折旧摊销	470	568	345	399	459
财务费用	-90	-94	-100	-115	-136
投资损失	-29	-12	-18	-19	-16
营运资金变动	42	120	511	398	477
其他经营现金流	530	536	72	31	35
<b>投资活动现金流</b>	-1305	-1074	-349	-610	-644
<b>筹资活动现金流</b>	1671	-1291	93	113	140
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.06	-0.04	0.03	0.10	0.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.26	0.26	0.32	0.45
每股净资产(最新摊薄)	2.42	2.27	2.30	2.39	2.57

### 利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	5679	6256	7180	8180	9303
营业成本	2035	2185	2381	2607	2859
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	2320	2503	2673	2879	3109
管理费用	490	539	537	537	548
研发费用	1440	1514	1693	1921	2170
财务费用	-90	-94	-100	-115	-136
资产减值损失	71	41	91	87	92
公允价值变动收益	-29	-55	-33	-39	-42
投资净收益	29	12	18	19	16
<b>营业利润</b>	-420	-335	135	491	881
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	-420	-335	135	491	881
所得税	-31	-45	11	48	93
<b>税后利润</b>	-270	-184	124	443	788
少数股东损益	-60	-42	24	96	169
<b>归属母公司净利润</b>	-210	-142	100	347	619
EBITDA	130	292	424	814	1237

### 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.7	10.2	14.8	13.9	13.7
营业利润(%)	28.5	20.2	140.4	262.9	79.4
归属于母公司净利润(%)	46.1	32.3	170.2	248.5	78.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	64.2	65.1	66.8	68.1	69.3
净利率(%)	-3.7	-2.3	1.4	4.2	6.7
ROE(%)	-3.1	-2.3	1.5	5.1	8.3
ROIC(%)	-3.3	-2.9	0.9	4.3	7.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.5	41.0	43.6	45.5	45.7
流动比率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	32.6	34.6	39.3	43.7	49.2
应付账款周转率	35.8	16.9	12.2	11.8	11.4
<b>估值比率</b>					
P/E	-251.1	-371.0	528.8	151.8	85.1
P/B	6.1	6.5	6.5	6.2	5.8
EV/EBITDA	-15.4	-6.3	-5.1	-3.3	-2.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未

经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

