

金蝶国际 (00268. HK)

企业 SaaS 服务领军者，AI 赋能重构管理软件

优于大市

核心观点

企业管理解决方案完善，积极推进 AI 落地。公司是全球领先的企业管理云 SaaS 服务商，构建了覆盖企业全生命周期的数字化解决方案，主要产品包括企业级 AI 平台金蝶云苍穹，SaaS 管理云星瀚、星空、星辰。公司自 2011 年开启云转型，2025H1 公司云服务收入占公司收入比重达 83.74%。随着订阅模式的成熟，公司收入持续提升，2020-2024 年间 CAGR 达 16.84%，近年来销售毛利率、净利率均有所回升。

云原生 EBC 重构管理软件，为 AI 落地的必要方案。公司与 Gartner 共同提出企业数字化管理进入后 ERP 时代，开始向云原生 EBC 转型。EBC 把原本封闭的功能模块重新拆分成可被 AI 调用的能力服务，成为企业 AI 落地必要的接口层。公司为云原生 EBC 转型的先驱，客户粘性持续提升。

信创、更新需求推动软件换代，国产替代仍有较大空间。在 ERP 换代需求推动下，央国企引领 ERP 招投标数量上行，并逐渐开始 ERP 系统的国产化替代。当前星瀚和苍穹已经实现了与中国电子系、电科系、华为系以及中科院系等国内主流信创生态的全栈适配，成为国内央企和 500 强企业的首选之一。

智能体打开 AI 应用场景，企业端渗透加速推进。近年来全球 AI 持续发展，大模型在知识问答、数学、编程等能力上达到新高度，Agent 协议涌现，为企业级应用提供基础。AI 竞争焦点已从通用能力转向场景深耕与生态整合，SaaS 企业依据自身技术或行业 know-how 迅速切入市场，拥有明显的生态占位优势。公司平台全面集成 AI 能力，签约海信集团、通威股份等头部客户。

中国企业出海加速，推动跨境 ERP 需求增长。全球数字经济规模持续增长，为中国企业出海提供增长空间，随着出海市场拓展、下游需求回暖，中国企业级 SaaS 市场亦有望迎来持续增长。公司已形成包含研发、销售、供应链、财务等在内的全场景出海解决方案，2025H1 星空签约 259 家中国企业出海客户和海外本地企业，同比增长 114.05%。

盈利预测与估值：考虑到公司为全球领先的 SaaS 服务商，AI 新品推进顺利，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 69.57/79.28/90.59 亿元，分别同比增长 11.2%/14%/14.3%，实现归母净利润分别为 0.72/3.69/6.34 亿元，对应当前 PS 为 6.1/5.35/4.69 倍，给予 2026 年 7-8 倍 PS，对应估值区间为 610.68-697.92 亿港元市值，给予“优于大市”评级。

风险提示：盈利预测的风险、AI 落地不及预期的风险、技术被赶超或替代的风险、政策变动的风险等。

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	6,957	7,928	9,059
(+/-%)	16.7%	10.2%	11.2%	14.0%	14.3%
净利润(百万元)	-210	-142	72	369	634
(+/-%)	—	—	-151.0%	410.2%	71.6%
每股收益(元)	-0.06	-0.04	0.02	0.10	0.18
EBIT Margin	-12.9%	-10.2%	-3.3%	1.8%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	-2.4%	-1.8%	0.9%	4.4%	6.9%
市盈率 (PE)	-244.8	-361.7	709.5	139.1	81.0
EV/EBITDA	-221.9	-1397.5	449.1	103.5	63.0
市净率 (PB)	5.98	6.38	6.33	6.05	5.63

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 · 海外公司深度报告

互联网 · 互联网 II

证券分析师：熊莉

021-61761067

xionglli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

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

17.20 - 19.66 港元

收盘价

13.16 港元

总市值/流通市值

46711/46711 百万港元

52 周最高价/最低价

19.00/7.64 港元

近 3 个月日均成交额

429.92 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) 25H1 财报点评-利润端减亏明显，目标 2030 年 AI 收入占比达 30%》——2025-08-15

《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

内容目录

一、金蝶国际：领先企业管理 SaaS 服务商	5
1.1 公司概况：企业管理解决方案完善，积极推进 AI 落地	5
1.2 公司结构：股权结构稳定，管理层经验丰富	6
1.3 主营业务：平台+应用构建产品矩阵，覆盖下游多个行业	7
1.4 财务分析：云业务稳健增长，利润表现持续修复	8
二、平台层：云托管 ERP 转型云原生 EBC	10
2.1 云原生 EBC 重构管理软件，为 AI 落地的必要方案	10
2.2 金蝶 EBC：引领 ERP 云转型，经营表现全面提升	12
三、SaaS 层：信创+AI+出海打开市场空间	15
3.1 信创、更新需求推动软件换代，国产替代仍有较大空间	15
3.2 智能体打开 AI 应用场景，企业端渗透加速推进	19
3.3 中国企业出海加速，推动跨境 ERP 需求增长	27
盈利预测	30
假设前提	30
估值与投资建议	32
绝对估值	32
相对估值	34
投资建议	35
风险提示	36
附表：财务预测与估值	38

图表目录

图 1: 公司为全球领先的 SaaS 服务商	5
图 2: 金蝶国际发展历程	6
图 3: 金蝶国际股权架构 (截至 2025 年 6 月)	6
图 4: 公司主要产品	8
图 5: 云服务收入快速增长	8
图 6: 云服务成为最大收入来源	8
图 7: 公司总收入持续增长	9
图 8: 公司亏损大幅收窄	9
图 9: 公司毛利率、净利率稳步回暖	9
图 10: 公司期间费用率持续下滑	9
图 11: 技术进步推动 ERP 转变为 EBC	10
图 12: EBC 重构 ERP 平台架构	11
图 13: 当前云原生技术采用率逐步提高	11
图 14: 亚太地区快速追赶云原生技术部署	11
图 15: EBC 为 AI 落地的必要接口	12
图 16: 公司为提供全面数字化解决方案	13
图 17: 公司客户续费率维持高位	13
图 18: 公司 ARR 快速提升	13
图 19: 公司应收账款规模逐步下降	14
图 20: 公司合同负债规模快速增长	14
图 21: 公司人均创收快速提升	14
图 22: 转型推动公司经营现金流增长	14
图 23: 多因素推动央国企 ERP 替代	15
图 24: 中国 ERP 软件招投标数量上涨	15
图 25: 中国 ERP 市场仍有较大国产替代空间	16
图 26: 中国信创市场规模快速增长	16
图 27: 公司全面适配信创体系	18
图 28: 公司大型企业客户快速增长	18
图 29: 大型企业客户收入迅速提升	18
图 30: AI 在多种能力测试中超越人类水平	20
图 31: Qwen3-VL 实现多模态统一理解	20
图 32: 模型回答的正确率随着思维链长度增长而提升	20
图 33: 开源与闭源模型之间差距快速缩小	20
图 34: 国内外模型 API 调用价格下降	21
图 35: 同性能大模型推理成本快速下滑	21
图 36: 人类与 AI 交互模式逐步改变	21
图 37: AI Agent 打开垂直行业应用入口	21

图 38: MCP 提升模型调用工具能力	22
图 39: A2A、MCP 组成智能体系统	22
图 40: 当前采用 AI 的公司占比提升	23
图 41: AI 在企业端应用仍处于初级阶段	23
图 42: 智能体在各领域渗透情况	23
图 43: 2025 年后智能体快速迭代	24
图 44: 中国 AI 应用市场规模	24
图 45: 中国 Agent 市场快速增长	24
图 46: 金蝶已形成完整的 AI 布局	25
图 47: 金蝶财税 AI 助手功能	26
图 48: 全球数字经济快速增长	27
图 49: 中国电商出海市场规模增长	27
图 50: 跨境电商 ERP 市场增长	28
图 51: 企业级 SaaS 市场规模情况	28
图 52: 金蝶全球服务网络	28
图 53: 金蝶全场景出海解决方案	29
表 1: 公司高级管理人员情况	7
表 2: 数字化及信创转型相关政策梳理	16
表 3: 高端 ERP 国产替代空间计算	17
表 4: 公司重点客户案例梳理	19
表 5: 公司客户 AI 应用案例梳理	26
表 6: 公司出海客户应用案例	30
表 7: 金蝶国际业务拆分（单位：百万元）	31
表 8: 公司期间费用预测（单位：百万元）	32
表 9: 未来 3 年盈利预测表	32
表 10: 公司盈利预测假设条件（%）	33
表 11: 资本成本假设	33
表 12: 金蝶国际 FCFF 估值表	33
表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港元）	34

一、金蝶国际：领先企业管理 SaaS 服务商

1.1 公司概况：企业管理解决方案完善，积极推进 AI 落地

金蝶国际于 1993 年在深圳成立，为全球领先的企业管理云 SaaS 服务商。公司以云计算、大数据、AI 等技术驱动，构建了覆盖企业全生命周期的数字化解决方案，服务电子、制造等 20 余个行业全球超 740 万家企业及政府组织。据 IDC 及 Gartner 数据，公司在 SaaS EA（企业应用云）、SaaS ERM（企业资源管理云）、财务云、EPM（企业绩效管理）、PLM（产品生命周期管理）等领域排名中国市场第一，也是生成式 AI 模型中国市场 TOP10 中唯一的企业管理厂商，连续 20 年在中国成长型企业应用软件市场占有率领先。

图1：公司为全球领先的 SaaS 服务商



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司的发展大致经历四个阶段：最初以财务管理软件起家，随后进入 ERP 领域，并从 ERP 向 EBC（云服务）发展，目前公司正推进 AI 转型策略，通过大模型优化自身产品体系：

- 1) **财务软件时期（1993-2001 年）**：1993 年，公司在深圳爱普以及爱普电脑会计系统 V1.0 版的基础上成立；1994 年，微软推出了第一个简体中文版本的 Windows 操作平台 Windows 3.2，公司于 1995 年推出金蝶财务软件 For Windows 1.0 版，开启会计工作平台转移；1999 年，发布全国首款基于互联网平台的三层结构 ERP 金蝶 K/3。
- 2) **ERP 时期（2001-2011 年）**：2003 年，发布国内首创以 BPM（业务流程管理）为核心的战略企业管理解决方案金蝶 K/3V10.0，推出面向大型企业的管理软件 EAS；2007 年，在线记账及商务平台 youshang.com（金蝶精斗云前身）上线，率先试水 SaaS 云服务市场。
- 3) **云服务转型时期（2011-2023 年）**：2012 年，发布金蝶 K/3 Cloud（金蝶云星空前身），开始改变传统 ERP 模式；2014 年，正式成立 ERP 云服务事业部；2018 年，发布企业云服务平台金蝶云苍穹，并在后续将自身 K/3、EAS 等产品逐步升级为星瀚、星空、星辰三大解决方案。

- 4) **AI 时代（2023 年至今）**：2023 年，苍穹 GPT 发布；2024 年，推出超级智能 AI 管理助手，金蝶云苍穹重构为企业级 AI 平台；2025 年，发布金蝶五大智能体和苍穹 Agent 平台 2.0，全面转型为企业管理 AI 公司。

图2：金蝶国际发展历程

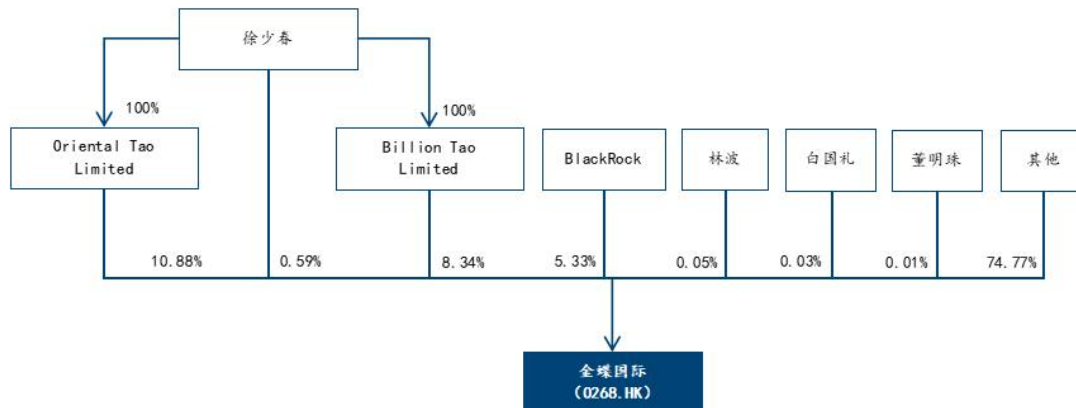


资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

1.2 公司结构：股权结构稳定，管理层经验丰富

创始人徐少春先生合计持有 19.81%的股权，为公司第一大股东。截至 2025 年 6 月，公司董事会主席兼 CEO 徐少春先生直接持有公司 0.59%的股权，并通过 Oriental Tao Limited 和 Billion Tao Limited 间接持股 19.22%的股权，合计持股比例达 19.81%，为公司第一大股东。公司执行董事、首席财务官林波持股 0.05%，非执行董事白国礼、董明珠分别持股 0.03%、0.01%。

图3：金蝶国际股权架构（截至 2025 年 6 月）



资料来源：公司财报，Wind，国信证券经济研究所整理

公司高管具有多年产业经验，核心管理人员专业背景扎实。公司创始人、首席执行官徐少春先生为国务院特殊津贴高级专家，致力带领集团成为领先的企业管理云 SaaS 公司。高管团队成员均为知名院校相关专业毕业，并在公司内任职超五年，多数成员历任公司多个岗位，对公司业务领域有着深入了解，同时具备丰富的管理经验。

表1：公司高级管理人员情况

姓名	职位	性别	年龄	履历
徐少春	首席执行官、 董事会主席、 执行董事	男	61	中国国籍，毕业于东南大学计算机专业，财政部财政科学研究所（现为中国财政科学研究院）会计学专业硕士及中欧国际工商学院工商管理硕士； 深圳市会计协会会长，曾任中国民主建国会第九、十届中央委员会委员、中华思源工程扶贫基金会理事，中国软件行业协会副理事长； 集团创始人，现任集团董事会主席兼首席执行官。
林波	执行董事、首 席财务官	男	51	中国国籍，厦门大学计算机科学士； 1997 年至今在公司任职，历任福建省区总经理、集团运营管理部总经理、集团战略发展部总监等职位，现担执行董事、首席财务官。
萧文豪	公司秘书	男	51	香港大学法律学士，香港高等法院执业律师； 曾任双运控股有限公司、元堂药业控股有限公司独立非执行董事，现任薛冯邝岑律师行合伙人、力图控股有限公司独立非执行董事； 2019 年加入公司，担任公司秘书。
章勇	金蝶集团总裁 兼中国总裁	男	49	中国国籍，毕业于中欧国际工商管理学院； 1995 年加入公司，历任上海分公司总经理、华东区总经理，在公司市场和营销管理等工作担任职务，现任金蝶国际总裁兼中国总裁。

资料来源：Wind，公司财报，国信证券经济研究所整理

1.3 主营业务：平台+应用构建产品矩阵，覆盖下游多个行业

公司主营企业级云服务及数字化管理解决方案，已形成覆盖不同企业的多元产品矩阵。公司主营企业级云原生 PaaS 平台、分层 SaaS 管理云、垂直行业解决方案等，主要产品包括企业级 AI 平台金蝶云苍穹，SaaS 管理云星瀚、星空、星辰：

1) **企业级云原生 PaaS 平台**：金蝶云苍穹具备低代码开发、AI 集成等功能，可快速构建财务、人力等场景的智能体，同时为金蝶云星瀚、星空等 SaaS 应用提供底层架构支撑，实现业务模块的灵活组装与迭代。

2) **分层 SaaS 管理云**：围绕不同层级企业需求，形成覆盖大型、成长型及小微企业的差异化产品矩阵。针对大型企业打造的金蝶云星瀚，为大企业提供覆盖全集团、全价值链的 260+标准应用和 1000+行业应用，支持百万级员工规模管理；面向高成长企业的金蝶云星空，聚焦多组织协同、业财税一体化等核心功能，帮助企业实现数字化转型及管理重构；针对小微企业的金蝶云星辰聚焦小型企业在线经营和数字化管理，提供轻量级 PaaS 平台和全面的 API 接口。

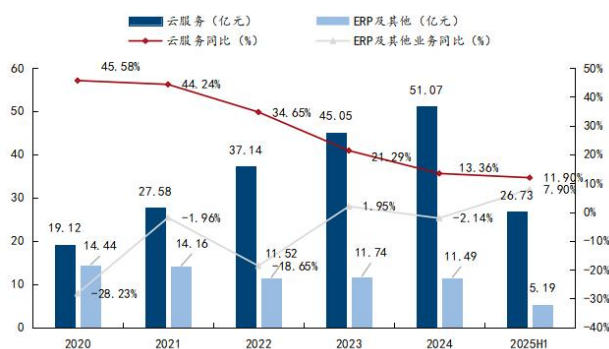
图4：公司主要产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

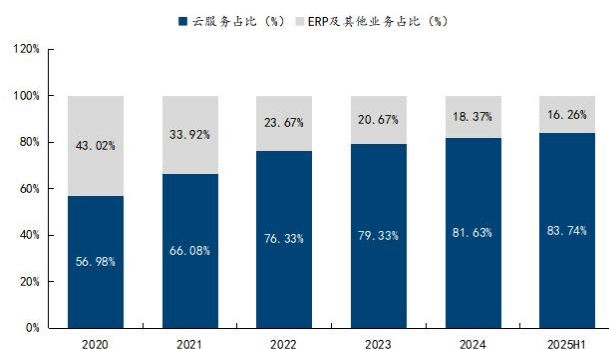
云转型成效显著，云服务收入占比达 83.74%。公司自 2011 年开启云转型，重点投入企业云服务、小微财务云服务以及行业云服务等业务，硬件产品销售、软件安装服务以及软件咨询服务等传统 ERP 及其他业务收入占比逐渐降低。自 2020 年起，云服务便成为公司最大收入来源。2025H1，公司云服务收入达 26.73 亿元，同比增长 11.9%，占公司收入比重达 83.74%；传统 ERP 及其他业务收入达 5.19 亿元，同比增长 7.9%，占公司收入比重为 16.26%。

图5：云服务收入快速增长



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图6：云服务成为最大收入来源



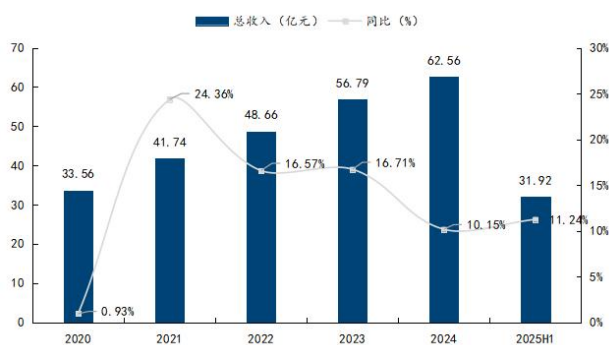
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

1.4 财务分析：云业务稳健增长，利润表现持续修复

云转型驱动收入高速增长，利润端逐步修复。2025H1，公司实现总收入 31.92 亿元，同比增长 11.24%，实现净利润-0.98 亿元，同比增长 55.14%。受云服务收入增长推动，近年来公司收入持续提升，2020-2024 年间 CAGR 达 16.84%。公司持续

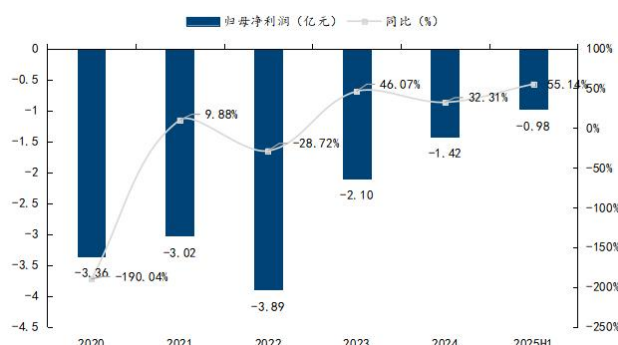
推动云转型战略，加大云产品研发投入以及销售推广费用，同时主动停止销售 ERP 软件服务，导致归母净利润自 2020 年起亏损。随着云订阅模式逐步成熟，企业业务的规模效应和 AI 带来的效率提升逐步体现，公司亏损自 2023 年起大幅收窄。

图7：公司总收入持续增长



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

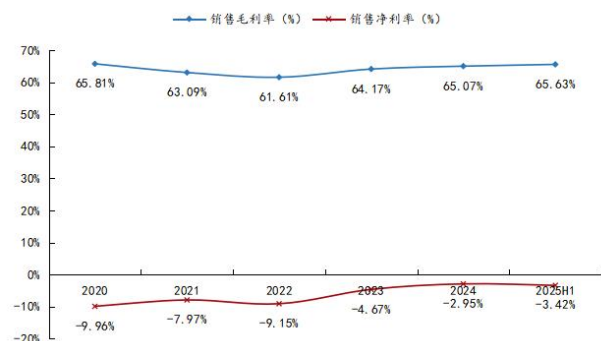
图8：公司亏损大幅收窄



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

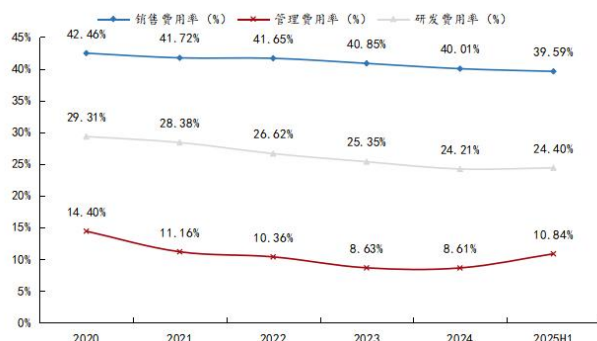
公司利润率持续修复，期间费用率稳步改善。受云转型影响，初期云服务签约的标杆项目存在较多的实施和外包服务成本以及 IaaS 成本，导致公司毛利率自 2020 年开始下滑。随着订阅模式的成熟，近年来公司销售毛利率、净利率均有所回升。2025H1，公司实现销售毛利率 65.63%，同比增长 2.38 个 pct，实现销售净利率 -3.42%，同比增长 4.89 个 pct。费用端，公司期间费用率逐步下降，2025H1 公司实现销售、管理、研发费用率分别为 39.59%、10.84%、24.4%，分别同比-3.08、+2.16、-5.29 个 pct，公司管理费用率提升主要系人员结构优化和离职补偿支出增加所致。

图9：公司毛利率、净利率稳步回暖



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图10：公司期间费用率持续下滑



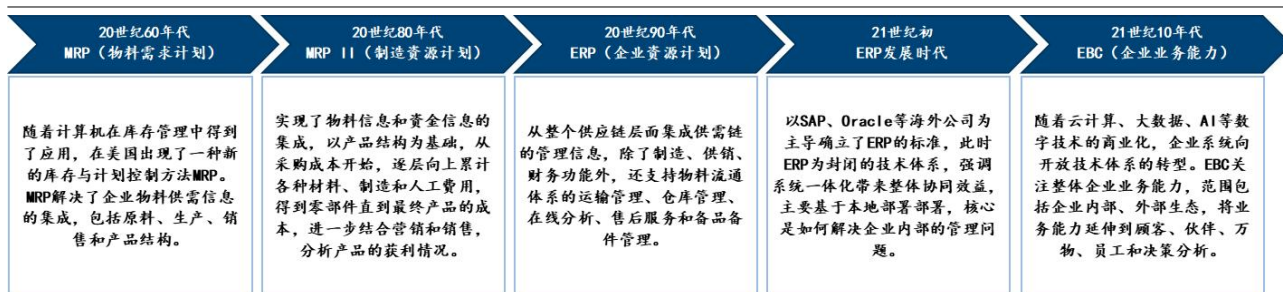
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

二、平台层：云托管 ERP 转型云原生 EBC

2.1 云原生 EBC 重构管理软件，为 AI 落地的必要方案

数字化时代 ERP 向 EBC 转型，重构企业技术体系。ERP 全称企业资源规划，是集成的企业管理软件，旨在通过信息技术整合企业内部的各类资源（如财务、人力、物料、生产、供应链、销售等），实现业务流程标准化、数据共享和高效协同，从而提升企业的运营效率。ERP 诞生于上世纪 60 年代的 MRP（物料需求计划）系统，主要用于解决制造业中的库存管理和生产计划问题。进入 80 年代，MRP 扩展了对生产能力规划、财务预算等更广泛的企业资源管理，Gartner 由此提出 ERP 的概念，使企业的生产、销售、采购、财务等多部门能够通过统一平台进行协调运作。随着云计算、大数据、AI 的发展，企业 ERP 正转型为云原生 EBC，从传统架构转变为平台生态。

图11：技术进步推动 ERP 转变为 EBC



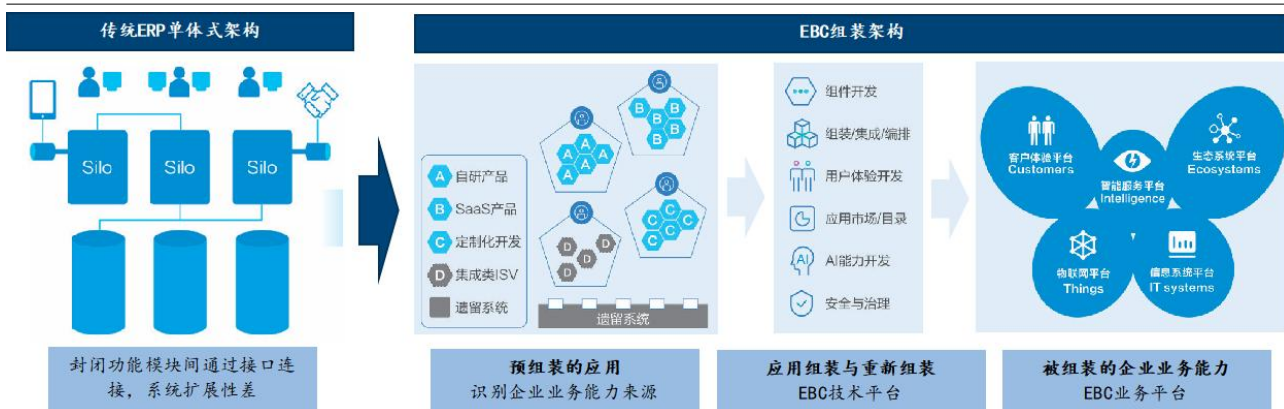
资料来源：中国信通院-《中国 ERP 价值创新研究报告》-2024 年-P32，国信证券经济研究所整理

2019 年，Gartner 首次提出了 EBC（企业业务力）的概念，从 ERP 仅专注于企业内的经营活动，转为关注整体企业业务能力。这与金蝶国际的战略不谋而合，双方共同提出企业数字化管理进入后 ERP 时代，并联合发布《EBC 白皮书（2019）》。EBC 旨在用数据重构企业商业系统，将企业边界从内部向内外部扩散延伸，与 ERP 相比具有以下优势：

- 1) 从单体架构到可组装架构：**从传统软件系统的单体架构，向微服务、模块化封装业务能力的应用程序组件架构进化。EBC 把组织、业务、流程等能力抽象化，形成多个 PBC（可打包业务能力），企业可以根据外界变化进行不同组装，以满足业务场景或需求；
- 2) 从内部管理到产业链生态：**从注重企业内部研产销等经营活动的效率和成本管理，向链接上游供应商、合作伙伴和下游渠道、客户的产业链生态进化，帮助企业整合资源，实现协同创新，提高整个产业链的效率和竞争力；
- 3) 从规则自动化到自主流程编排：**从传统预置规则的流程自动化，向流程自主编排能力进化，通过引入 AI 来优化业务流程，并支持由 AI 驱动的结构化和非结构化工作流与任务的灵活协调，以提升运营效率；
- 4) 从数据可视到智能决策：**从孤立的系统仪表盘、看板中单独分析，向企业应用与数据分析融合，增强自主决策支持进化，智能决策将决策能力融入业务系统和流程执行，为用户提供决策建议；
- 5) 从图形用户界面到自适应用户体验：**从静态的复杂 GUI 界面，转变为可动态根据用户需求、工作方式和工作流程提供灵活互动的界面，降低用户使用企业应用

程序的难度。

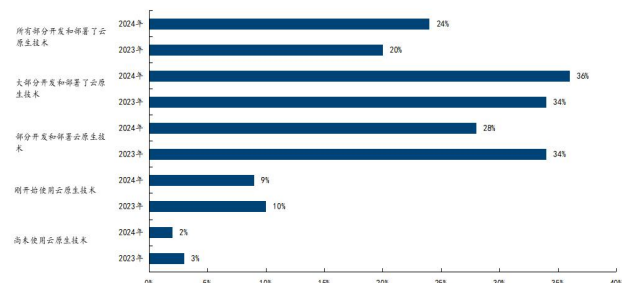
图12: EBC 重构 ERP 平台架构



资料来源：金蝶国际-《2024 年 EBC 白皮书》-2024 年-P21，国信证券经济研究所整理

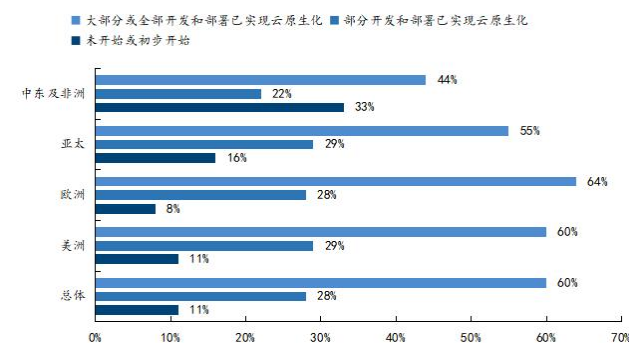
ERP 云托管模式存在诸多弊端，云原生为 EBC 转型的基础。传统 ERP 的单体架构将应用程序作为整体性的单元进行开发、部署和运行，所有功能集中，各个功能模块间存在较高的耦合性，这使得对其中某个功能的修改或更新可能会影响到整个应用的稳定性和可靠性，在应对高负载或需求增长时，需要水平扩展整个应用，而不仅是其中的某个组件，引起性能浪费。传统云 ERP 以云托管为主，在本地安装进行开发，从物理服务器提起并迁移到云，只对传统架构进行管理维护，系统逻辑没有转变，上述问题仍然存在。云原生架构通过可组装式结构实现云上开发，可实现更精细化的资源管理和动态伸缩，修改或升级只作用于单个服务，故障也只在小范围内隔离，有效降低硬件和软件资源的成本，同时减少系统维护和管理风险，应用微服务等技术手段，提高系统的可靠性和弹性。当前云原生技术在全球管理软件中迅速普及，据 CNCF 数据，2024 年全球云原生技术采用率达 89%，深度应用占比达 60%，同比提升 6 个 pct。分地区来看，欧洲（92%）和美洲（89%）在采用云原生技术方面处于领先地位，亚太地区快速增长，由 2023 年的 40%大幅提升至 84%。据 IDC 数据，2024 年中国新增生产级云原生应用占比达 60%。

图13: 当前云原生技术采用率逐步提高



资料来源：CNCF-《Cloud Native 2024》-2024 年-P5，国信证券经济研究所整理

图14: 亚太地区快速追赶云原生技术部署

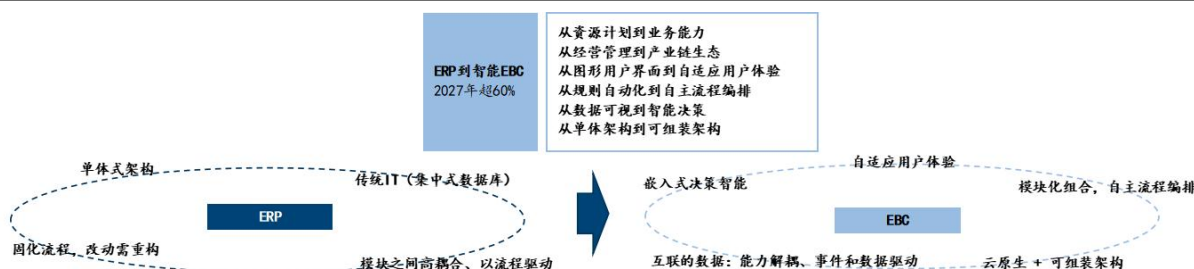


资料来源：CNCF-《Cloud Native 2024》-2024 年-P7，国信证券经济研究所整理

EBC 为企业 AI 部署的必要路径，引领各行业智能化变革。当前 AI 正深刻影响全

球企业软件格局，据 EBC 白皮书数据，预计到 2030 年，AI 技术将为全球经济增加约 13 万亿美元的产值，占全球 GDP 的 1.2%。预计到 2027 年，全球企业在生成式 AI 的投资将达 1454 亿美元，复合增速达 55.3%，其中 AI 服务与应用合计占比将达 52%，GenAI 正颠覆传统 ERP、CRM、办公协同等企业软件的形式和功能。传统 ERP 各模块围绕交易逻辑构建，不具备跨域关联能力，无法满足 AI 跨业务、跨系统的全域数据需求。同时，ERP 面向业务功能划分模块，模块内部的逻辑无法被 AI 灵活调用。而 EBC 提供统一的数据底座，把原本封闭的功能模块重新拆分成可被 AI 调用的能力服务，成为企业 AI 落地必要的接口层。Gartner 预测，随着 AI、数据分析和智能自动化的兴起，到 2027 年超 60%的企业将采用 EBC 架构。

图15: EBC 为 AI 落地的必要接口



资料来源：金蝶国际-《2024 年 EBC 白皮书》-2024 年-P15，国信证券经济研究所整理

2.2 金蝶 EBC：引领 ERP 云转型，经营表现全面提升

金蝶 EBC 由 EBC 技术平台（苍穹 PaaS 平台）与 EBC 业务平台（SaaS）构成，EBC 业务平台按照企业类型分为星瀚、星空、星辰。苍穹 PaaS 平台是金蝶所有 SaaS 和 ISV SaaS 的组架式应用构建和组架平台，EBC 业务平台是面向大中小型企业市场构建和组架的预组架应用平台：

1) **EBC 技术平台**：苍穹平台为企业级 AI 平台，低代码能力覆盖了应用全生命周期，超 90%的应用开发通过拖拉拽操作以及配置即可高效完成，深度整合云原生分布式技术，能够按需精准调配资源，满足数据处理、高并发业务运行及响应等要求，提供丰富 API 接口以及连接器，具备快速集成扩展能力；

2) **EBC 业务平台**：公司预装的 SaaS 应用涵盖财务、HR、PLM、供应链、制造等领域，提供财务数字员工、薪酬核算、供应商管理及协同等独立的功能模块，企业可根据业务需要灵活选配、快速部署，支持跨模块数据互通与场景协同，内嵌财务分析、智能客服、数据决策等 AI 功能。

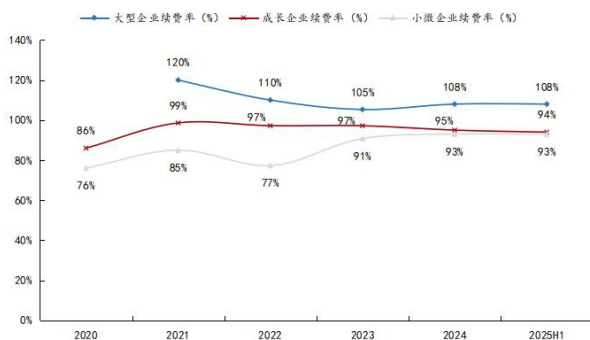
图16: 公司为提供全面数字化解决方案



资料来源: 金蝶国际-《2024 年 EBC 白皮书》-2024 年-P42, 国信证券经济研究所整理

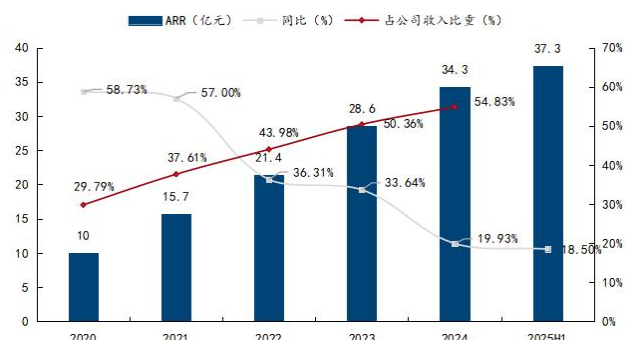
云转型提升客户粘性, 增加公司收入增长韧性。公司自 2011 年开启云转型, 产品逐步由一次性授权费转变为 SaaS 订阅模式。SaaS 模式提升了公司产品的迭代能力, 买断制下 ERP 软件的更新周期通常以年为单位, 而开启云转型后, 公司的产品更新提升至以月为单位, 能够快速响应客户需求。同时, SaaS 模式使得客户付费门槛降低, 提升不同预算客户的付费意愿。通过云端数据分析, 公司能够更好的帮助客户解决问题、优化使用场景, 亦有助于客户黏性的提升。据财报数据, 2025H1 公司大型、成长型、小微企业续费率分别达 108%、95%、93%, 较 2015 年整体 75%的续费率大幅提升。公司云服务 ARR (年经常收入) 同样快速提升, 2025H1 公司 ARR 达 37.3 亿元, 同比增长 18.5%, 2024 年 ARR 占公司总收入比重达 54.83%。ARR 基于订阅或长期合同, 受行业波动影响小, ARR 占比提升有望提高公司的整体收益质量。

图17: 公司客户续费率维持高位



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司 ARR 快速提升



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

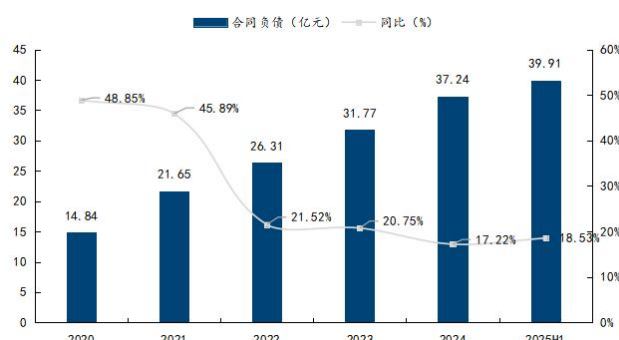
云转型带来更低的应收账款规模，合同负债金额迅速提升。SaaS 企业通常采用订阅制或长期服务合同模式，客户在签订合同时需预付费或分期付款，进而形成合同负债并转化为当期现金流入。SaaS 模式具有高频次、低单笔金额的特点，客户支付周期较短且违约风险较低，同时云原生架构使交付周期相比传统 ERP 缩短，客户验收效率提升，推动公司现金回流能力提高。随着公司云服务收入占比逐步提升，公司的应收账款占比逐年下降。2025H1，公司应收账款净额为 1.8 亿元，2024 年公司总收入比重为 2.25%。2025H1，公司合同负债金额达 39.91 亿元，同比增长 18.53%。

图19：公司应收账款规模逐步下降



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

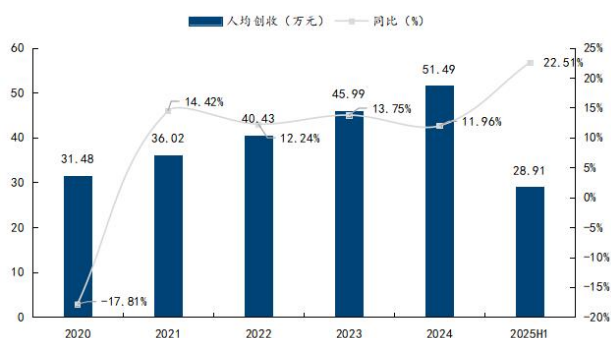
图20：公司合同负债规模快速增长



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

云转型优化现金流结构，人均创收持续提升。在传统软件企业中，收入往往与项目人力投入高度挂钩，企业以项目交付作为目标，为了满足项目需求往往需要投入大量开发人员，导致项目边际成本高、业务可复制性差。随着公司从传统 ERP 向云端 EBC 模式转型，逐步实现以平台和订阅驱动的规模化增长，收入来自标准化 SaaS 订阅与平台复用，云规模效应推动人均创收持续提升。2025H1，公司人均创收达 28.91 万元，同比增长 22.51%。传统 ERP 模式下，公司收入主要来自一次性软件许可费以及实施服务费，收款周期长且波动大。云转型后，客户按年或季度预付云服务费，现金流稳定、可预测，推动公司经营经营性现金流逐年提升。2025H1，公司实现经营性现金流-0.18 亿元，同比提升 89.05%。

图21：公司人均创收快速提升



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图22：转型推动公司经营经营性现金流增长



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

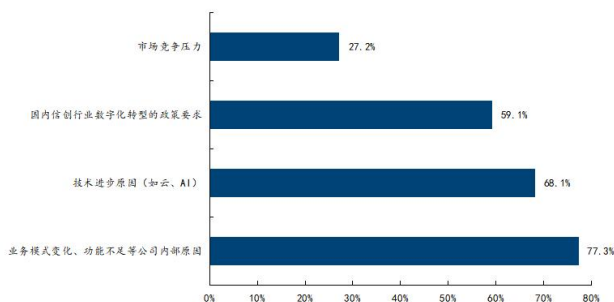
三、SaaS 层：信创+AI+出海打开市场空间

3.1 信创、更新需求推动软件换代，国产替代仍有较大空间

◆ 科技迭代加速 ERP 更新，信创驱动系统国产化

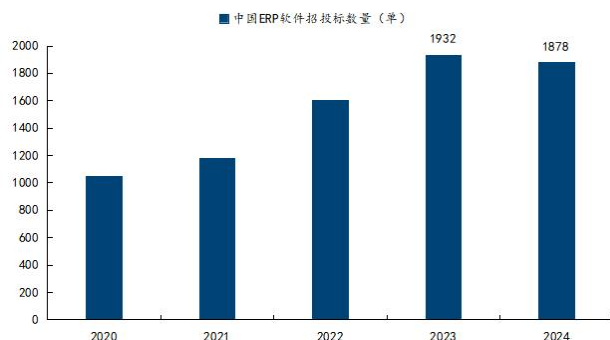
数字经济推动系统替换，央国企引领 ERP 招投标数量上行。在全球供应链重构与数字经济加速融合的背景下，ERP 系统替换已进入规模化实施阶段，企业正以系统迭代为抓手，破解传统管理模式与智能化、全球化发展需求的矛盾。当前部分央国企的本部 ERP 仍运行本地部署版本（SAP ECC6、Oracle EBS 等），在 IT 成本、系统可扩展性和灵活性方面较云原生 ERP 存在劣势。随着云原生 ERP 系统逐步成熟以及数字中国建设推动，企业积极寻求 ERP 系统升级，以保持自身的竞争优势。据中国软件行业协会数据，业务模式变化、功能不足等问题成为当前央国企替换 ERP 系统的核心因素。据中国信通院数据，随着业务模式的变化和功能需求的增长，超 40% 的企业正在考虑 ERP 的重大升级或替换，其中 27.85% 的企业因业务模式变化或功能不足而考虑升级，24.68% 的企业则因技术进步（如云、AI）而考虑更新。据中国招投标公共服务平台数据，近年来中国 ERP 软件行业招投标数量整体呈上涨态势，2024 年达 1878 件，其中央国企为行业招投标主体。

图23：多因素推动央国企 ERP 替代



资料来源：中国软件行业协会-《2025 央国企 CIO 选型指南》-2025 年-P5，国信证券经济研究所整理

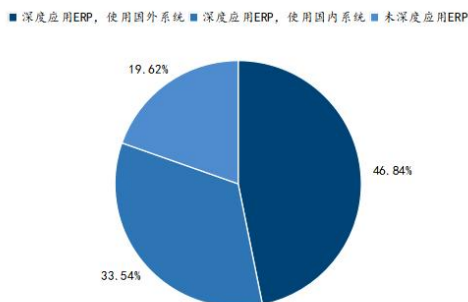
图24：中国 ERP 软件招投标数量上涨



资料来源：中国招投标公共服务平台，国信证券经济研究所整理

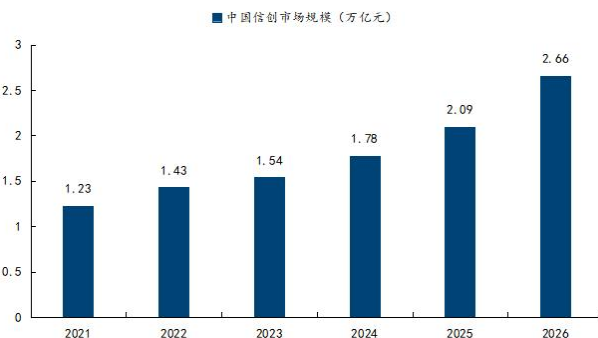
在当前大国科技竞争愈发激烈的背景下，信创已是国内 IT 产业发展的确定性趋势。目前信创行业处于党政深化下沉、行业加速渗透的关键阶段，很多央国企结合自身数字化转型目标，逐渐开始 ERP 系统的国产化替代。据第一新声预测，2026 年信创产业规模有望超 2.6 万亿元。当前国产 ERP 软件仍存在较大替代空间，据中国信通院数据，当前中国 ERP 应用正向深度和成熟方向发展，其中 46.84% 的企业使用国外 ERP 系统，而 33.54% 的企业选择国内 ERP。通过信创与数字化深度融合，央国企可以更好满足经济发展需求，推动企业的可持续发展。我国高度重视信创与数字化发展，出台多项政策支持企业数字化及信创转型，ERP 替代将逐步进入由政策和市场需求双轮驱动阶段。

图25: 中国 ERP 市场仍有较大国产替代空间



资料来源:中国信通院-《中国 ERP 价值创新研究报告》-2024 年-P10, 国信证券经济研究所整理

图26: 中国信创市场规模快速增长



资料来源:第一新声-《2024 年中国信创产业研究报告》-2024 年-P9, 国信证券经济研究所整理

表2: 数字化及信创转型相关政策梳理

时间	发布部门	政策	部分内容
2025 年 10 月	工业和信息化部、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局等	《深入推动服务型制造创新发展实施方案（2025—2028 年）》	加强新型信息基础设施建设，深化“5G+工业互联网”融合创新和规模化应用，按需布局算力基础设施，加速算力与行业融合应用。提升工业数据要素供给，推动数据资源化、资产化和要素化，建设一批高质量行业数据集。推动人工智能技术与服务型制造融合创新，引导通用大模型、行业大模型和智能体在重点场景布局应用。
2025 年 3 月	国务院	《2025 年政府工作报告》	推进高水平科技自立自强。充分发挥新型举国体制优势，强化关键核心技术攻关和前沿性、颠覆性技术研发，加快组织创新和超前布局重大科技项目。优化国家战略科技力量布局，推进科研院所改革，探索国家实验室新型科研组织模式，增强国际和区域科技创新中心辐射带动能力。
2024 年 12 月	工业和信息化部、财政部、中国人民银行、金融监管总局	《中小企业数字化赋能专项行动方案（2025—2027 年）》	推动中小企业数字化转型开展大规模设备更新行动，实施技术改造升级工程等有机结合。到 2027 年，中小企业数字化转型“百城”试点取得扎实成效，专精特新中小企业实现数字化改造应改尽改，形成一批数字化水平达到三级、四级的转型标杆；试点省级专精特新中小企业数字化水平达到二级以上；全国规模以上工业中小企业关键工序数控化率达到 75%；中小企业上云率超过 40%。
2024 年 12 月	工业和信息化部、国务院国有资产监督管理委员会、中华全国工商业联合会	《制造业企业数字化转型实施指南》	引导集团型企业建设统一的经营管理平台，开展端到端的流程重构和组织优化，实现基于平台的跨层级、跨企业协同管理。引导企业基于人工智能、大数据等技术重构和集成商业智能（BI），通过办公自动化（OA）、企业资源计划（ERP）、客户关系管理（CRM）等不同业务信息系统，开展经营数据汇聚和经营分析模型应用，实现基于模型的智能决策。
2024 年 9 月	工业和信息化部办公厅	《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南的通知》	要求航空、船舶、石油、化工、钢铁、医药等关系经济命脉和国计民生的行业领域，依据 2023 年版政府采购标准等政策，以提升产业链供应链韧性和安全水平为重点，围绕综合办公、经营管理等场景，全面更新信息系统，重点推进计算机服务器、操作系统、数据库、中间件、办公软件等基础软硬件一体化更新换代，加强对上层各类应用系统的支撑力度。
2024 年 7 月	第二十届中央委员会第三次全体会议	《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》	健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度，抓紧打造自主可控的产业供应链，健全强化集成电路工业电机、医疗器械、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料等重点领域发展体制机制，健全统筹推进技术攻关、成果应用。
2024 年 7 月	国务院国资委、国家发展改革委	《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》	切实提升产业链供应链韧性和安全水平，建立健全中央企业采购管理体系，增强采购价值创造能力全面推进中央企业采购管理规范化、精益化、协同化、智慧化发展。支持中央企业电子采购与大数据、人工智能、区块链等新技术融合发展，依托电子采购交易网络搭建交易平台，实现业务公开、过程受控、全程在线、永久可追溯。
2023 年 4 月	国务院国资委	《关于开展对标世界一流企业价值创造行动的通知》	推动国有企业完善价值创造体系，提升价值创造能力，加快实现从数量型规模型向质量型效益效率型转变，从注重短期绩效向注重长期价值转变。积极探索商业模式创新，充分发挥国有企业数据和应用场景优势，加快企业数字化、智能化转型，推动大数据、区块链、人工智能等先进技术与业务深度融合，培育价值增长有效动力。
2023 年 2 月	中共中央、国务院	《数字中国建设整体布局规划》	到 2025 年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，数字中国建设取得重要进展。数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放，数字经济质量效益大幅增强，政务数字化智能化水平明显提升，数字文化建设跃上新台阶，数字社会精准化普惠化便捷化取得显著成效，数字生态文明建设取得积极进展，数字技术创新实现重大突破，应用创新全球领

			先，数字安全保障能力全面提升，数字治理体系更加完善，数字领域国际合作打开新局面。
2022 年 6 月	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	到 2035 年，与国家治理体系和治理能力现代化相适应的数字政府体系框架更加成熟完备，整体协同、敏捷高效、智能精准、开放透明、公平普惠的数字政府基本建成，为基本实现社会主义现代化提供有力支撑。加强自主创新，加快数字政府建设领域关键核心技术攻关，强化安全可靠技术和产品应用，切实提高自主可控水平。强化关键信息基础设施保护，落实运营者主体责任。开展对新技术新应用的安全评估，建立健全对算法的审核、运用、监督等管理制度和技术措施。
2021 年 12 月	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。瞄准产业基础高级化，加快基础材料、关键芯片、高端元器件、新型显示器件等关键核心信息技术成果转化，推动产业迈向全球价值链中高端。开展软件价值提升行动，持续打造软件名城、名园、名企、名品，引导软件产业加快集聚发展。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

当前国内 ERP 市场呈现海外主导高端、国产深耕中低端的竞争态势，近年来国产厂商通过技术和经验积累，有望在自主可控催化下逐步实现高端 ERP 市场的替代。据智研咨询数据，2024 年我国 ERP 行业市场规模达 505.3 亿元，需求量达 127.86 万套，其中大中型企业 ERP 需求占比达 79.36%。据 SAP 数据，2024 年在大中型企业领域 SAP、甲骨文分别占据国内 ERP 市场 33%、20% 的份额。使用敏感性分析，假设 2024-2027 年间国内 ERP 市场 CAGR 分别为 8%、10%、12%，SAP、甲骨文市场占比分别降至 40%、30%、20%，计算可得到 2027 年大型企业 ERP 国产累计替代市场空间可达 62.03-199.01 亿元。

表3：高端 ERP 国产替代空间计算

单位：亿人民币	2024 年	2027 年		
中国 ERP 软件市场规模	505	乐观 709	中性 672	悲观 636
假设：国内 ERP 市场 CAGR (%)		12%	10%	8%
高端 ERP 市场占比 (%)	80%	85%	80%	75%
高端 ERP 市场空间		603.07	537.72	477.12
SAP、甲骨文市场占比 (%)	53%			
悲观：40%		241.23	215.09	190.85
中性：30%		180.92	161.32	143.13
乐观：20%		120.61	107.54	95.42
国产替代市场规模				
悲观：40%		78.40	69.90	62.03
中性：30%		138.71	123.68	109.74
乐观：20%		199.01	177.45	157.45

资料来源：公司财报，智研咨询，SAP 官网，国信证券经济研究所整理

◆ 公司已实现全国产 ERP 系统，助力企业全面数字化转型

星瀚全面适配信创体系，组装 EBC 提供快速上线能力。当前星瀚和苍穹已经实现了与中国电子系、电科系、华为系以及中科院系等国内主流信创生态的全栈适配，实现了芯片、操作系统、数据库、主机、中间件及完整企业云服务适配。当前星瀚和苍穹基于全栈适配国内信创体系和自主可控能力以及 EBC 的可组装优势，为企业提供渐进式、整体切换两种国产替代方案，可快速完成系统的国产替代与升级。例如，公司帮助云南中烟在 3 个月内实现海外 ERP、数据库（DB）、操作系统（OS）的全面替换，新建 66 个应用、50+系统组装，实现业财深度融合。

图27：公司全面适配信创体系



资料来源：金蝶国际-《金蝶云·星瀚大型企业 SaaS 管理云》-2024 年-P51，国信证券经济研究所整理

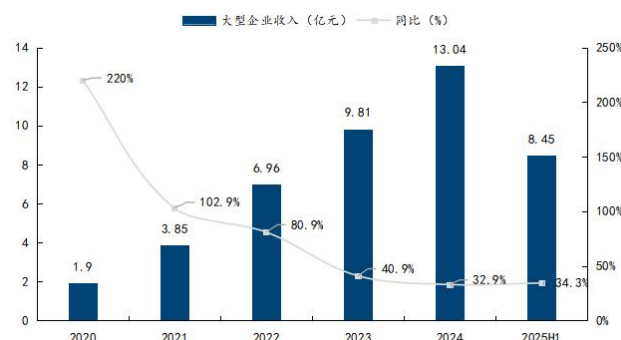
金蝶云星瀚基于公司自主研发的可组装企业级苍穹 PaaS 平台构建，专注于大型企业的 SaaS 云服务。星瀚涵盖财务、税务、办公协同等领域的 220+ 云服务以及 500+ ISV 生态应用，为大型企业提供全面的数字能力。苍穹和星瀚目前已成为国内大型央企和 500 强企业的首选之一，在招商局集团、海信、华为等头部客户成功落地。以某头部农业装备企业为例，星瀚较原有的 SAP 系统新增 60% 的功能项，解决 30 多项长期存在的业务难点，月结效率提高 10 倍，实现生产排产周期由 12 小时降到 4 小时、零部件需求分析由 3 天缩减到 2 小时等提升。2025H1，星瀚新签约客户共 304 家，包括吉利控股、蒙牛集团等大型企业，金蝶云苍穹和星瀚合计实现收入 8.45 亿元，同比增长 34.3%。

图28：公司大型企业客户快速增长



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图29：大型企业客户收入迅速提升



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表4: 公司重点客户案例梳理

客户分类	客户名称	应用产品	应用价值
综合集团	招商局集团	资金云、财务云、差旅、合并报表、司库	财务日常工作的 90%以上实现信息化管理；财务人员核算占比由 64.8%下降到 40%；统一一千余项会计科目和核算项目，统一会计政策和财务管理制度。
	厦门国贸	资金云、银企云、员工服务云、企业绩效云	集成 35 类业务接口，19+2 全球在线直联；智能配单率 96%以上，业务人员实时收到到账通知，业务付款 3 分钟内完成；自动实时计算损益，大额资金每日自动报送投资委。
食品饮料	白象食品	财务云、供应链云、制造云、系统服务云、管理会计云等	销售预测的准确率提升 30%，订单调整频率下降 40%，经销商库存周转周期缩短 10%，材料管理环节的准确率提升 90%，企业管理报表的出具速度提升 10 倍。
能源	新奥集团	发票云、税务云	1000+公司涉税数据集团管理，500+公司自动计税，申报效率提升 94%，支持超 1000 万+个人和企业用户自动开票；建立财税数据仓库，全场景涉税数据集中管理，利用税务数据进行趋势分析，制定定制化税务治理和对策策略。
地产	万科	财务云、企业绩效云、招采云	银企直连覆盖率达到 98%，直连 20+银行，实现银行存款 T+1 对账；日均各类付款 2 万笔，地产平均核算自动化率达到 99.5%；万物云有效实体账套达到 8000+，T+3 核算结账。
农牧	温氏股份	采购云、渠道云、供应链云、财务云	合同管理升级后可覆盖 80+业务类型，制定 1000+电子合同模板，节省人力成本约 1000 万元/年；上线 B2C、B2B 等全渠道营销体系，20 天可增收超 1000 万元，销售数据与 ERP 打通，大幅提升运营协同效能。
交通物流	顺丰集团	采购云	与供应商协同操作线上化率达 98%，支持同一平台 4 个业态、7 种业务场景并行操作；通过分级培育、绩效模型建立供应商考核支撑 4W+供应商生命周期全周期管理，完成年度规模 300 亿元的采购作业。
钢铁冶金	沙钢集团	财务云、发票云、税务云、企业绩效云、供应链云、银企云、资金云、员工服务云等	7 大业务中心应用贯通，25 个子公司 ERP 系统整合统一，460+业务场景应用优化，2500+行业需求落地；统一购销业务管理平台，承载 12 个板块、74 个应用。
制造	海信集团	企业绩效云、供应商协同云、供应链云、全渠道云、员工服务云、财务云等	构建财务中台架构，与 18 套异构系统集成，梳理 210+条业务流程，构建 8 大循环，助力高效业财融合，建成 18 大能力中心，实现通用能力可复用；智能审单提效 55%，收票及账票核对提效 85%，收款自动认领率 73%，认领时效 40s+，头寸计划准确率提升 90%。

资料来源：金蝶国际-《金蝶云·星瀚客户案例集》-2024 年-P7-69，国信证券经济研究所整理

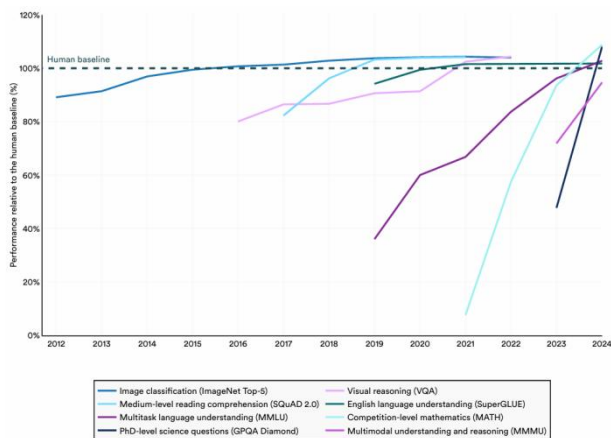
3.2 智能体打开 AI 应用场景，企业端渗透加速推进

◆ 模型能力快速迭代，人机协同转向智能体

近年来全球 AI 持续发展，大模型在知识问答、数学、编程等能力上达到新高度，多种任务上表现超过人类水平，使用成本快速下滑，为 AI 在各领域的应用打开了空间：

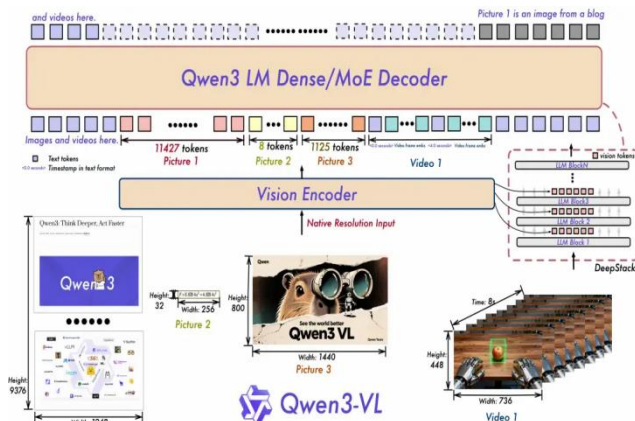
- 1) 当前模型主流架构逐步转向 MoE，通过将输入 Token 分配给不同的专家模型，让模型在处理复杂任务时展现出更强的能力，同时也能有效降低训练、推理所需的资源，DeepSeek-V3、Qwen3、Llama 4 等模型均采用 MoE 架构取得了低成本的高性能表现；
- 2) 模型的多模态能力显著增强，通过跨模态对齐、异构数据融合等技术，模型能够处理图像、视频、音频等多种类型的数据。例如，通过视觉感知和多模态推理，Qwen3-VL 能够自主进行电脑和手机界面的操作，识别 GUI 元素、理解按钮功能，还可以通过调用工具执行任务，丰富了模型的应用场景；

图30: AI 在多种能力测试中超越人类水平



资料来源: Stanford University-《Artificial Intelligence Index Report 2025》-2025 年-P93, 国信证券经济研究所整理

图31: Qwen3-VL 实现多模态统一理解

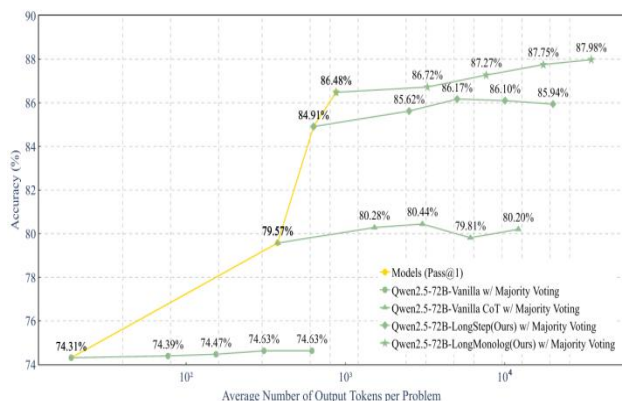


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

3) 模型开始采用思维链技术, 将复杂问题逐步分解为多个简单步骤, 并按照步骤推导最终答案, 通过分步推理的方法, 模型的回答不仅更加精确可靠, 其思考过程也变得清晰易懂。同时, 各厂商正将非推理模型与推理模型融合, 支持模型根据任务难度判断是否进行思考, 并提供合适的回答, 降低了模型使用思维链的成本, GPT-5、GLM-4.5 等均采用按需思考的架构;

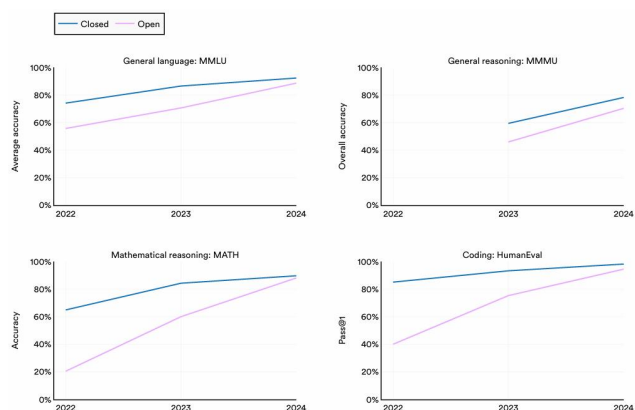
4) 得益于 Qwen、DeepSeek 等高性能开源模型的推出, 开源与闭源之间模型差异快速缩小。据斯坦福大学数据, 在 Chatbot Arena 排行榜中, 2024 年 1 月初领先的闭源模型比顶级开源模型高出 8.0%, 而 2025 年 2 月差距缩小至 1.7%, 类似的趋势也出现在其他基准测试中, 开源模型允许开发者直接访问、修改和优化模型代码, 使模型更容易适配金融、医疗等垂直行业需求, 加速大模型应用的普及;

图32: 模型回答的正确率随着思维链长度增长而提升



资料来源: 上海交通大学-《01 Replication Journey - Part 3: Inference-time Scaling for Medical Reasoning》-arXiv-2025 年-P6, 国信证券经济研究所整理

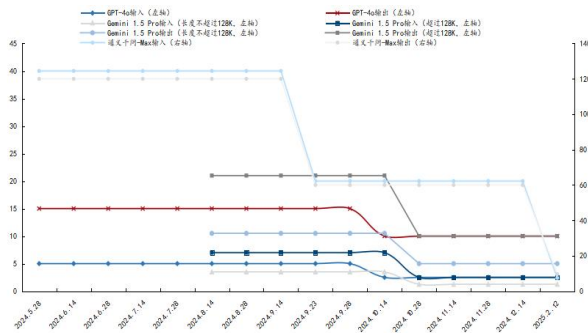
图33: 开源与闭源模型之间差距快速缩小



资料来源: Stanford University-《Artificial Intelligence Index Report 2025》-2025 年-P95, 国信证券经济研究所整理

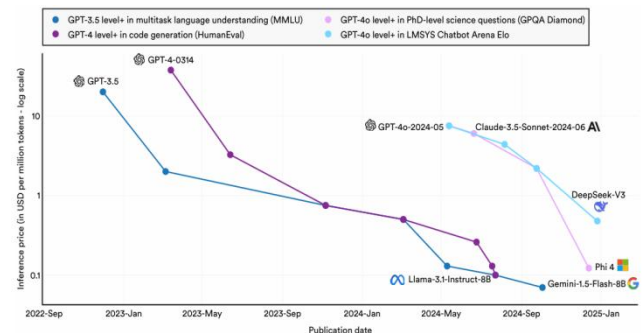
5) 近年来大模型的使用成本有了显著下降，例如在 MMLU 基准测试中，达到 GPT-3.5 水平（得分 64.8）的 AI 模型推理成本，从 2022 年 11 月的每百万 Tokens 20 美元，大幅下降至 2024 年 10 月的仅 0.07 美元（对应 Gemini-1.5-Flash-8B），在大约 1.5 年的时间里，推理成本下降了超 280 倍。

图34: 国内外模型 API 调用价格下降



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图35: 同性能大模型推理成本快速下滑



资料来源：Stanford University-《Artificial Intelligence Index Report 2025》-2025 年-P64，国信证券经济研究所整理

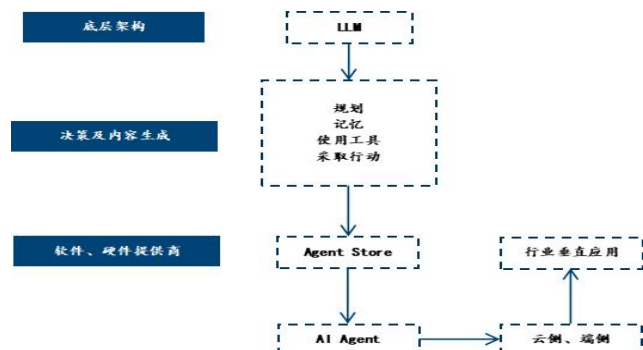
人机协同从 Copilot 转向 Agent，打开 AI 垂类应用空间。 AI Agent（智能体）是能够感知环境、进行决策和执行动作的智能实体，不同于传统的 AI，Agent 具备通过独立思考、调用工具去逐步完成给定目标的能力，大模型与人类之间的交互是基于 prompt 实现的，用户 prompt 是否清晰明确会影响大模型回答的效果，而 AI Agent 的工作仅需给定一个目标，它能够针对目标独立思考并做出行动。随着大模型的发展，人类与模型的协同方式从最初的聊天机器人转变为 Copilot，并逐步向 Agent 探索。Agent 的落地将打开 AI 在垂直行业渗透的入口，推动 AI 部署量快速增长。

图36: 人类与 AI 交互模式逐步改变



资料来源：头豹研究院，Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图37: AI Agent 打开垂直行业应用入口



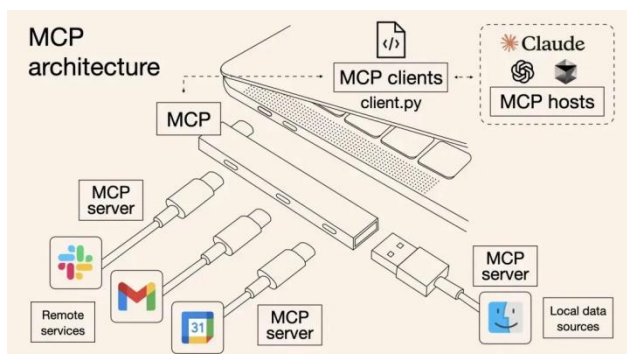
资料来源：头豹研究院，Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

Agent 协议涌现，为企业级应用提供基础。随着 AI 智能体普及，其标准化工具集成、上下文共享、任务协同能力快速提升，增加了企业级部署中的可用性：

- 1) MCP（调用工具能力）：由 Anthropic 在 2024 年 11 月开源，为 AI 模型与外部工具之间建立安全、双向的连接，可无缝对接数据源、文件系统、开发工具、浏览器等外部系统，对 Agent 的可用性以及生态构建有显著推动作用；
- 2) A2A（智能体协作）：为 Google 于 2025 年 4 月发布的开放协议，用于链接不同封闭 Agent，通过任务分包机制实现不同类型的智能体之间协作。协议构建在 HTTP、Server-Sent Events (SSE)、JSON-RPC 等常用标准上，企业无需大规模改造自身 IT 技术栈，就能平滑接入多代理环境；
- 3) ANP（智能体通信）：于 2025 年 8 月在 GitHub 开源，是专为分布式智能体设计的通信协议，让不同平台、不同功能的智能体实现数据传递、任务调度和协同决策。

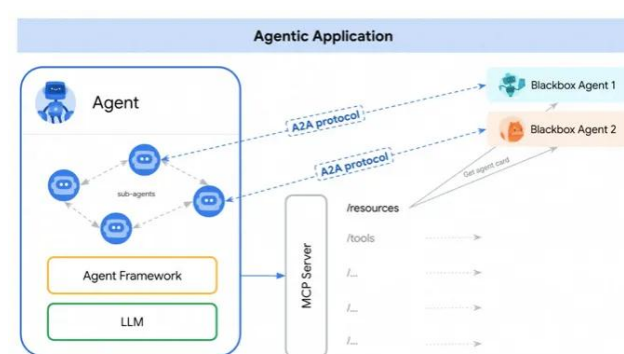
单智能体可处理简单任务，但难以应对复杂场景且易因故障中断服务。Agent 协议通过标准化交互规则推动智能体系统向规模化、复杂化演进，推动生态级协作的落地。

图38: MCP 提升模型调用工具能力



资料来源：阿里云官网，国信证券经济研究所整理

图39: A2A、MCP 组成智能体系统

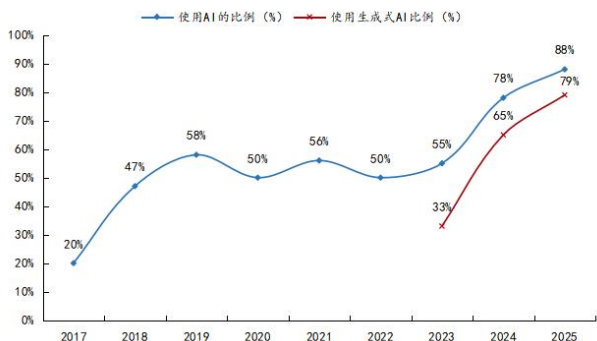


资料来源：阿里云官网，国信证券经济研究所整理

◆ Agent 使用快速推进，打开企业端市场空间

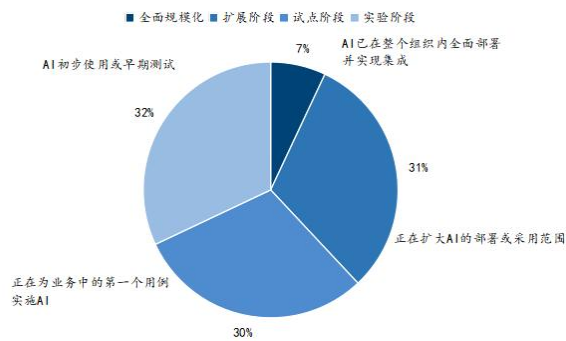
组织积极尝试 AI 应用，当前处于商业化初期。随着模型能力的提升以及智能体框架的完善，当前企业正积极尝试 AI 应用，据麦肯锡数据，当前企业使用 AI 的比例正快速上升，全球约 88% 的企业，其中 79% 的企业开始使用生成式 AI。从企业整体层面来看，大多数公司仍处于试验或试点阶段，仅约 1/3 的公司已开始扩大 AI 项目的规模化应用。当前各组织亦开始探索智能体的应用，约 23% 的组织正在企业内部扩大智能体系统的部署和应用，智能体在 IT、营销、数据问答以及服务运营等领域率先渗透。

图40: 当前采用 AI 的公司占比提升



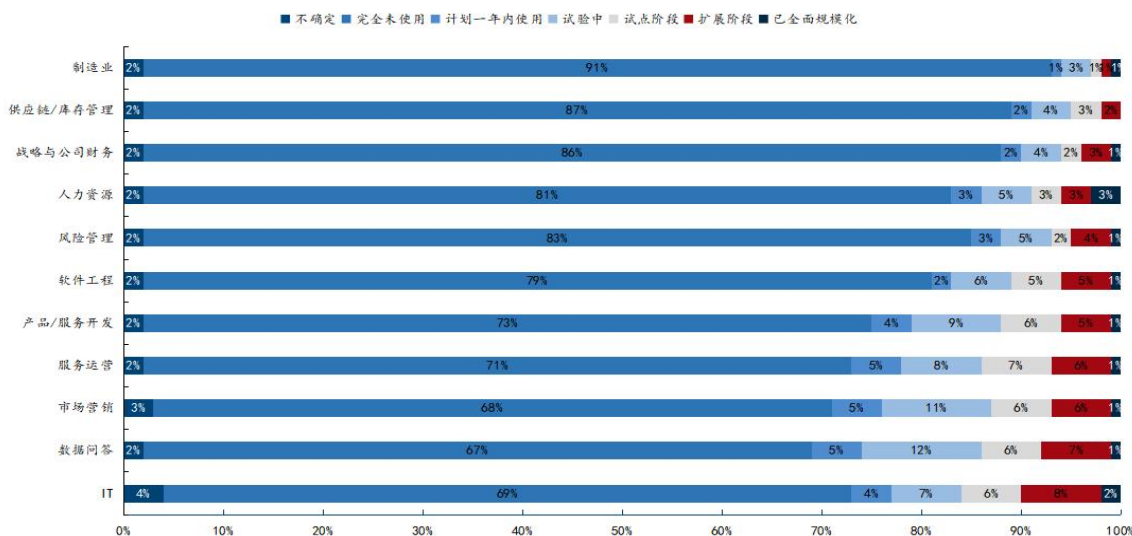
资料来源: McKinsey & Company-《The state of AI in 2025》-2025 年-P3, 国信证券经济研究所整理

图41: AI 在企业端应用仍处于初级阶段



资料来源: McKinsey & Company-《The state of AI in 2025》-2025 年-P3, 国信证券经济研究所整理

图42: 智能体在各领域渗透情况

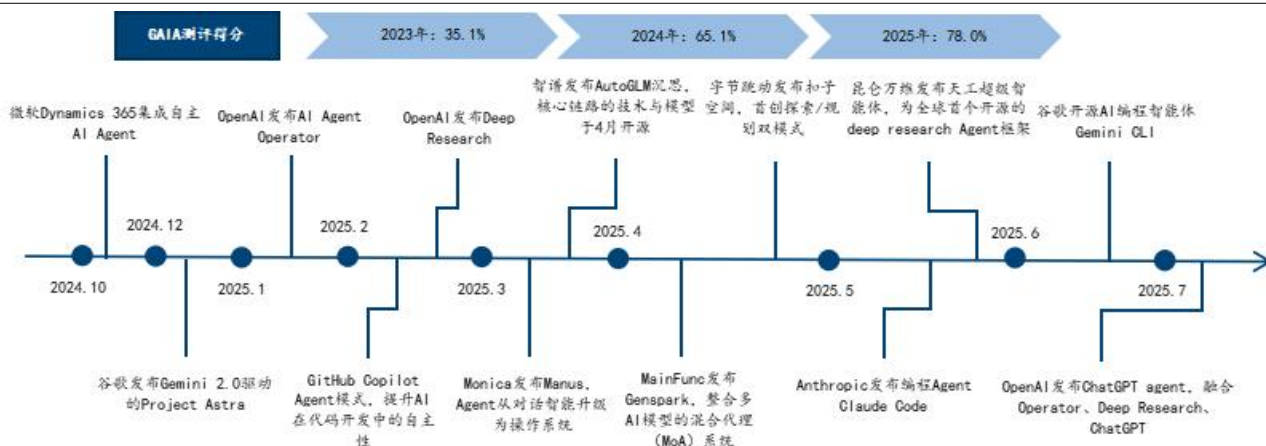


资料来源: McKinsey & Company-《The state of AI in 2025》-2025 年-P4, 国信证券经济研究所整理

AI Agent 产品快速发展, 行业竞争转向垂类领域。2025 年 1 月, OpenAI 上线其首个 Agent Operator, 能够模拟人类在电脑上的动作, 并完成相关任务; 7 月发布 ChatGPT Agent, 融合了 Operator 网站交互能力、Deep Research 整合信息技巧以及 ChatGPT 智能对话优势, 能够浏览网页、筛选结果, 在需要时提醒安全登录、运行代码、进行分析, 还能直出 PPT 和 Excel 汇总发现结果。除 OpenAI 外, 其他模型厂商也集中发布智能体, 例如 5 月 Anthropic 发布 Claude Code, 可自主编程数小时并在推理过程中使用工具, 当前智能体正加速迭代, 测评得分被不断刷新。生态方面, OpenAI 宣布与包括 Salesforce、DoorDash、OpenTable、Uber 等在内的垂类应用共建 Agent 生态, 例如企业可以利用 OpenAI 最新模型, 在 Salesforce 平台内构建 AI Agent。当前 SaaS 市场正从传统的点选式应用向多界面、Agent 驱动的智能对话演进, AI 竞争焦点已从通用能力转向场景深耕与生态

整合。

图43: 2025 年后智能体快速迭代



资料来源: Stanford University-《Artificial Intelligence Index Report 2025》-2025 年-P147, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

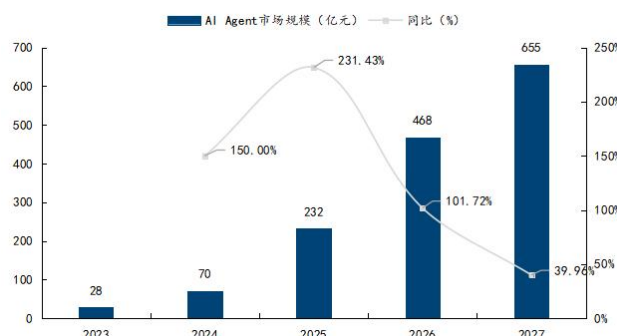
中国当下的 Agent 市场已有互联网大厂、模型厂商、企服 SaaS 等多类型企业参与, 其中 SaaS 企业依据自身技术或行业 know-how 迅速切入市场, 拥有明显的生态占位优势。随着越来越多的企业进行产品打磨与场景探索, 智能体使用率将持续提升, 整体 AI 市场亦快速增长。据 Gartner 预测, 到 2028 年至少 15% 的日常工作将由 AI Agent 自主完成, 33% 的企业软件也将包含 AI Agent 功能。目前, 商业类 AI 产品处于探索期, 据第一新声智库数据, 2027 年国内 AI 市场规模将达到 785 亿元, AI 应用将达到盈利临界点。智能体方面, Agent 在中国 SaaS 行业中的渗透率快速增长, 当前已攀升至 40% 以上, 头部 SaaS 厂商均将智能体作为核心模块嵌入其 ERP、CRM、HRM 等主力产品中, 预计到 2027 年国内企业级 AI Agent 市场规模将达 655 亿元。

图44: 中国 AI 应用市场规模



资料来源: 第一新声智库-《2025 年中国企业级 AI Agent 应用实践研究报告》-2025 年-P14, 国信证券经济研究所整理

图45: 中国 Agent 市场快速增长



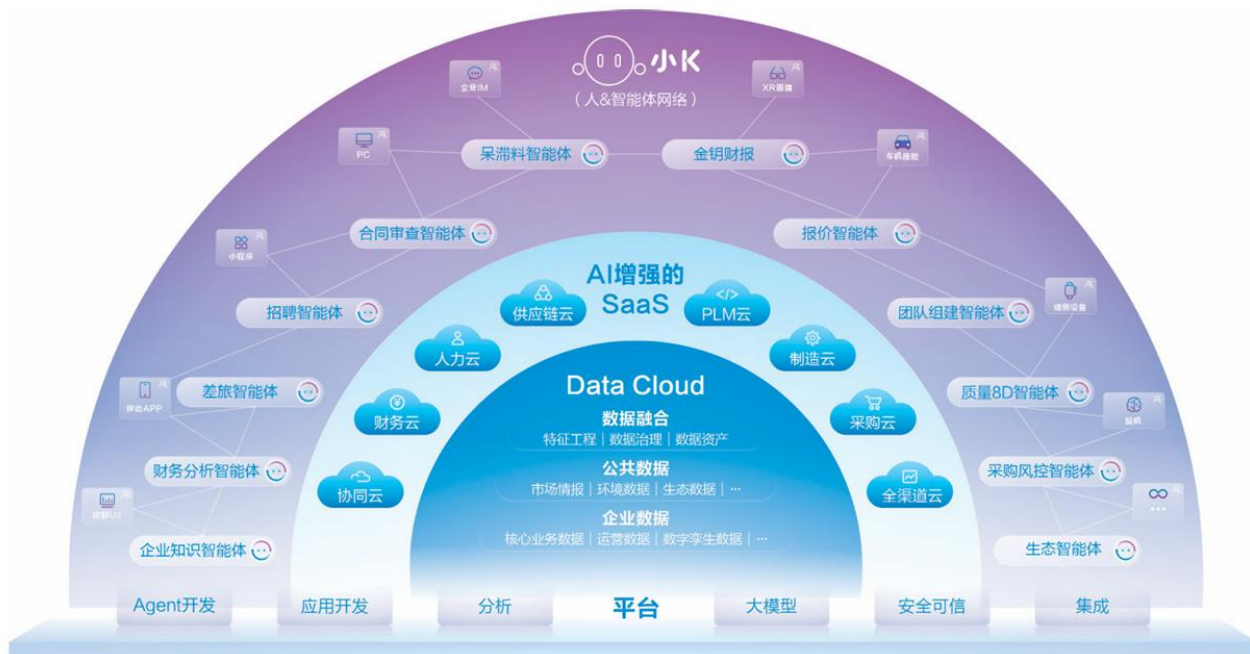
资料来源: 第一新声智库-《2025 年中国企业级 AI Agent 应用实践研究报告》-2025 年-P22, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司平台全面集成 Agent 能力，AI 解决方案获得头部客户认可

2025 年 5 月，公司于金蝶云苍穹 AI 峰会上推出苍穹 Agent 平台 2.0 和五大智能体，并在 11 月发布中国首个企业级 AI 原生入口金蝶小 K。公司平台全面融入 AI 能力，当前已构建了以苍穹为底座、AI 应用赋能的完善产品体系：

- 1) 第一层（苍穹平台，金蝶 AI 的底层平台）：苍穹 Agent 平台通过支持 MCP 等协议打破系统壁垒，实现与 ERP 等核心业务系统的深度整合；提供从场景模板设计、智能体构建到任务流编排的全链路开发能力；提供多模型混合应用能力，企业可以根据业务场景灵活调用 DeepSeek、金蝶苍穹大模型等 AI 引擎，实现技术资源与业务需求的匹配；
- 2) 第二层（数据云，金蝶 AI 的核心）：打通企业内部的财务、人力、制造等多维数据，构建可追溯、可解释的知识底座，让 AI 具备业务理解和推理能力；
- 3) 第三层（AI 增强 SaaS，金蝶 AI 的应用）：推出 AI 星瀚、AI 星空等产品，AI 星瀚搭载 40+AI 助手，融合数据云构建企业级业财融合数据中台，通过多维管理模型支持智能分析、洞察与监督；AI 星空内置数据分析、采购风控、插单模拟等 AI 功能，其中数据分析已嵌入 6 大领域主题分析，172 个高频查数场景；
- 4) 第四层（AI 原生智能体与小 K，企业级 AI 入口）：通过小 K 企业可调用多个智能体，实现跨场景的自动协作。目前小 K 已聚合近 20 个智能体，覆盖营销、供应链、人力资源、财务等多个领域，均可开箱即用。

图46：金蝶已形成完整的 AI 布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

当前公司 AI 产品推进迅速，截至 2025H1 公司 AI 合同金额已超 1.5 亿元。大中企业方面，公司签约海信集团、通威股份、中国金茂、中车唐车等头部客户，同时公司与通威股份、云天励飞、振兴集团、海信集团、柳钢等公司签署战略合作协议，融合各行业的 know-how 经验，共同孵化 AI 智能体创新应用场景。应用场

景中，创思工贸通过星空 AI 构建了数据驱动+智能决策管理体系，系统将某加工工序单元波动问题的定位时间从 2 - 3 天压缩至实时洞察，决策效率提升 100%。

表5: 公司客户 AI 应用案例梳理

客户名称	应用产品	应用价值
通威股份	AI 运营、AI 人资、数据问答	部署员工智能助手百晓通，员工事务的处理效率提升 70%以上；引入 AI 面试官应用于招聘场景，显著提升招聘效率并降低招聘成本。通过 HR AI 智能助手，打造 7×24 小时的个人 HR 助手，提升员工体验。人才遴选效率提升 97%，干部继任度、任期等预警机制 100%触发；JD 智能续写使职位发布效率提升 50%，招聘智能体使简历筛选速度提升了 7 倍，招聘效率提升 79%，候选人对目标岗位的匹配精准度提升了 30%，大幅提高了自身 HR 系统效率
海信集团	AI 人资	单组织全套报表取数<1 分钟；自动化与一键合并，显著节约员工时间成本；统一口径与全流程留痕、内嵌准则与披露校验规则，强化数据可追溯与审计可视性，有效降低合规与审计成本。
招商局集团	AI 财务、数据问答	运用 AI 和 OCR 技术自动比对合同版本差异并审核履约条款，合同审核效率提升 100%以上；财务核算完全自动化，凭证自动化率 96%；通过智能结账和标准化结账流程，月结效率提升 40%；每月 1 日中午出具单体报表，3 日出具合并报表，报表正确率提升至 100%。
建发房产	AI 运营、AI 财务、AI 人资、数据问答	75 天内替换 ERP、PLM 等原有国际厂商系统，上线 40 个模块、覆盖 138 个三级业务流程；财务核算与结账管理智能化转型使首次月结在 3.5 天内完成；线下紧急插单、周缺料、日配送等计划协同效率提升 25%；与供应商在技术、质量、计划、财务等方面实现全面协同，供应链协同效率提升 30%；成本计算实现全自动化和精细化，核算效率提升 50%。
海能达	AI 运营、AI 财务、AI 制造	员工通过小云助理以自然语言检索，即可秒级定位相关材料，重复咨询率下降 70%；打通线上线下会员体系，整合 300 万+会员数据，基于消费行为、偏好与反馈实施精准营销与个性化服务，线上占比由 40%跃升至 60%并持续增长；集团合并报表时间由 1 天缩至 2-3 小时（提效约 80%）；会员数据分析由手工半月降至 AI 20 秒。
百瑞源	AI 运营、AI 营销、数据问答	

资料来源：金蝶国际-《2025AI EBC 白皮书》-2025 年-P52-85，国信证券经济研究所整理

扩大 AI+管理场景，生态共建赋能应用落地。小微企业方面，公司围绕采集、记账、报税、合规、分析等财税场景，实现财税全流程智能化支持，AI 助手的活跃用户数在 2025H1 达 17 万家。星辰推出 AI+财税应用，已帮助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%。公司小微发展 ISV 生态合作伙伴超百家，形成覆盖战略、行业及业务领域的完整生态矩阵，打造 12 大行业解决方案与 15 大业务领域解决方案，带动 ISV 生态业绩 2025H1 同比增长 54.56%。金融科技领域，金蝶信科持续打造企业信用 AI 能力，成功签约中国建设银行、交通银行等头部金融机构，同时公司加强与火山引擎、阿里云、华为云等战略伙伴在 AI 领域的合作，共创应用场景。

图 47: 金蝶财税 AI 助手功能



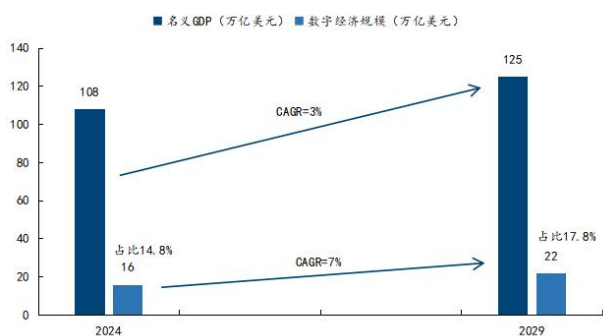
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3.3 中国企业出海加速，推动跨境 ERP 需求增长

◆ 数字化系统成为出海刚需，推动 SaaS 服务市场扩张

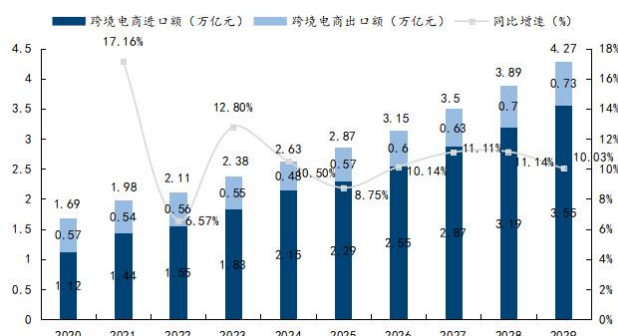
全球数字经济规模持续增长，为中国企业出海提供增长空间。据世界银行数据，2024 年全球数字经济规模已达 16 万亿美元，占全球 GDP 比重达 14.8%，并将保持年均 7% 以上的增速。中国企业正加速融入全球数字生态，基于从国内市场竞争中总结的商业模式和行业经验，推动数字产品与服务的全球化落地。在东南亚、拉美、中东、非洲等新兴市场，数字化消费需求快速提升，网络渗透率仍有较大增长潜力，为数字出海提供广阔的发展空间。从下游行业看，跨境电商是数字经济出海最大的领域，用户规模和 GMV 持续增长，正成为企业的出海桥梁。据沙利文数据，2024 年我国跨境电商市场约 2.63 万亿元，预计 2029 年将达 4.27 万亿元。跨境电商在出海过程中面临的供应链协调、物流体系瓶颈等痛点正推动企业级 SaaS 同样向海外输出。

图48：全球数字经济快速增长



资料来源：腾讯-《AI in ALL 2025 企业出海白皮书》-2025 年-P6，国信证券经济研究所整理

图49：中国电商出海市场规模增长



资料来源：沙利文-《2025 年中国跨境电商 ERP 市场研究报告》-2025 年-P10，国信证券经济研究所整理

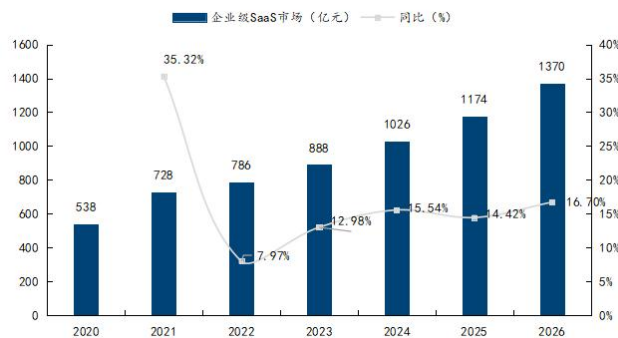
数字化系统建设成为出海刚需，企业级 SaaS 市场快速增长。全球贸易格局重塑加速了企业对数字化系统的依赖，2025 年以来美国关税政策引发的贸易摩擦持续发酵，叠加地缘政治波动与区域市场准入规则变化，使跨境经营面临较大不确定性。为分散风险，企业开始加速拓展东南亚等市场，同步强化线下渠道布局，推高了对系统集成能力的需求。同时，中国跨境贸易模式从早期以低附加值产品出口迈向构建具有国际辨识度的品牌价值体系，通过数字化手段沉淀用户数据、优化全球资源配置的需求快速提升。当前中国 SaaS 厂商出海规模较小，主要围绕跨境电商及其产业链向海外发展，已形成以跨境电商为中心、以服务国内企业出海为主体的出海格局。据沙利文数据，2024 年中国跨境电商 ERP 市场规模达 16.5 亿元，预计到 2029 年将达 46.2 亿元，期间 CAGR 达 24.5%。随着出海市场拓展、下游需求回暖，中国企业级 SaaS 市场亦有望迎来持续增长，据艾瑞咨询数据，中国企业级 SaaS 将在 2026 年达 1370 亿元。

图50: 跨境电商 ERP 市场增长



资料来源: 沙利文-《2025 年中国跨境电商 ERP 市场研究报告》-2025 年-P19, 国信证券经济研究所整理

图51: 企业级 SaaS 市场规模情况



资料来源: 艾瑞咨询-《2024 年中国企业级 SaaS 行业研究报告》-2024 年-P5, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司全球化战略快速推进，全场景产品有效解决中企出海痛点

公司积极推动全球化战略布局，大力拓展东南亚、中东等海外市场。传统 ERP 已无法应对全球化场景下的贸易合规复杂性、物流网络分散性与供应链风险突发性等问题。面对中国企业的全球化浪潮，公司强化了会计准则适配和数据隐私合规能力，构建三网合一的海外交付资源池，包括金蝶线上交付中心、东南亚全球交付中心、海外交付联盟。通过在马来西亚、菲律宾、泰国、越南等国家的合作伙伴保障海外项目的落地交付，公司已经在新加坡、越南及中东等多个国家或地区构建了本地化应用及语言包。同时，公司引入渣打银行、汇丰银行、德意志银行等国际业务合作伙伴，在智能司库服务、跨境支付、金融科技创新等方面展开全面深入合作，全面助力中企出海。

图52: 金蝶全球服务网络



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司凭借完备的数字化解决方案，为企业出海提供系统性支持。公司出海解决方案支持 42 种全球语言及海外经营的财务准则、税务法规，能够自动适配不同国家的会计准则要求，实现多账簿平行记账与财务报告的同步生成。在数据安全方面，

平台提供海外数据存储、脱敏与加密服务，保障企业在安全基础上全球化运营。同时，星空以苍穹 PaaS 平台为基座，可为企业提供多场景、多层次的创新业务开发能力。当前公司已形成包含研发、销售、供应链、财务等在内的全场景出海解决方案：

- 1) **全球研发与创新管理**：通过 PLM 实现统一的数据、流程与用户，使企业整合全球跨地域、跨领域研发、生产资源，并根据不同国家和地区的要求生产符合相应标准的产品；
- 2) **全球营销与销售管理**：针对海外不同市场环境和客户需求，提供定制化的营销策略和销售管理工具，实现精准营销、高效销售，实现全球市场的拓展；
- 3) **全球采购与供应链管理**：提供一体化数字化工作空间，保障供应链流程高效运行、安全合规，实现供应链可视化、可控化，提升整体运营效率；
- 4) **全球生产运营管理**：优化生产流程，提升产品质量和效率，确保供应链的灵活性和响应速度，降低生产成本，增强企业的全球竞争力；
- 5) **全球质量管理**：根据海外各地检测标准与方法，对全世界范围内的采购、生产、仓储、销售等全业务过程进行监管，实现对产品的全链路追溯，保障产品品质，实现全球质量标准的统一和提升；
- 6) **全球财务及税务管理**：遵循海外多个国家和地区的会计准则要求，帮助企业在多个账簿中同步平行记账，实现按不同会计准则、会计政策、考核体系的记账与财务报告；
- 7) **数据智能应用**：全球统一的大数据分析与应用平台，使全球不同级别、不同组织、不同部门的管理者能够查看同源数据，在轻分析与数据分析助手的帮助下快速识别问题、定位问题根因；
- 8) **协同办公**：通过协作工具和信息共享机制，打破地域壁垒，使研发、产能等数据信息能及时同步到各国地区员工，提高工作体验和工作效率，从而加速业务流程，降低运营成本。

图53：金蝶全场景出海解决方案



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

星空平台已落地各行业出海客户，全球化布局稳步推进。2025H1，星空签约晶晨半导体、绿联科技、SKYWIN Energy、PT WAL SIN EVERISING 等 259 家中国企业出海客户和海外本地企业，同比增长 114.05%，接近 2024 年全年签约出海客户数量的 340 家，覆盖现代服务、装备制造、电子高科技等多个行业。其中，公司为新加坡企业 SKYWIN 提供了大宗贸易的数字化底座，帮助其实现期现货交易的全链路协同与智能监控预警，以及全球资金账户的集中化管理。在某企业的东南亚拓展中，曾面临泰国 B0I 资质疏漏导致需补税、北美仓库周转率仅为国内的 60%、欧盟碳关税政策突变导致供应链成本骤增等问题。在应用星空后，公司实现了：1) 对中国保税区、越南 EPE、泰国 B0I 等特殊区域的物料、证书、产线绑定，B0I 材料 100%合规使用；2) 自动生成从国外销售公司到国内生产工厂的全链路单据，减少手工单据处理量达 75%；3) 对接卫星定位与港口数据，提供物流全程可视化，异常事件自动预警；4) 基于不同贸易组织的税率、汇率、加价率，实时计算最优报价，从而推动合规成本下降、物流效率提升等，全面赋能公司海外业务。

表6：公司出海客户应用案例

客户名称	业务挑战	应用价值
苹果粮机	1) 系统之间存在信息孤岛，导致各部门业务协同不顺畅；2) 设计标准化程度较低，设计工具不统一导致研发周期较长；3) 生产计划编制过程冗长缓慢，无法动态掌握实际产能约束并调整，计划交期准确性不够；4) 生产员工、仓库人员、辅助人员与信息化系统隔离，生产作业活动长期以纸质单据驱动流转；5) 原有的经营管理数据与信息化系统不统一，内部经营交易数据存在大量的手工核算、统计，效率低下且准确性较低。	1) 实现平台的业务流程拉通及流转，减少跨异构系统的重复工作量及管理风险；2) 引入了 PLM 研发管理平台，实现对研发项目的全过程跟踪，将研发流程从传统人工创建的 3-5 天缩短至 20-30 分钟；3) 实现客户的区域、国家、项目盈利能力等多维分析，销售报价、评审、合同、订单一个平台流转；4) 通过 MRP/MPS 排产、工序计划，实现工序级资源有限产能排产计划落地，计划编制周期由原来的 3 天缩短至 30 分钟，效率提升约 500%，采购付款审批效率提升 20%，成本核算时间缩短 5 天；4) 建立多级阿米巴经营单元的方式，实现以系统数据为基础，快速形成内部交易统计分析；5) 实现半成品仓、产成品仓的动态库存管理，库存周转率提升 10%。
华新水泥	1) 在不同市场执行订单时可能遭遇技术、质量和合规要求的多样性；2) 与海外公司系统之间存在架构分散导致数据不互通、计划难协同等问题；3) 全球供应链管理可能导致订单交付延期和成本增加；4) 由于对当地法律法规不熟悉，存在风险管理不到位等风险。	1) 分为集团、运营管理区、工厂三级业务应用和管控，实现了横向的供应链拉通，实现海外 4 个国家业务的统筹统控；2) 在全球建立了数字化运营体系，包括网上营销、自动发运、智慧管报、设备运维等多个互联互通的系统，链接源头供应商 2000+家，全球电商订单执行效率提升 10%；3) 实现了多组织、多地域财务报告的统一管理，并通过平台特性实现了报告币与本地币之间的转换，多体系中财务准则的对应关系实现了全球报表的自动编报。
NISCO	1) 全球多个基地缺乏有力的信息系统支撑，语言、文化、时差等原因导致各区域之间的沟通协作极为困难；2) 产供销业务需要全球多个事业单元紧密协作，目前在流程衔接和资源分配上仍然存在很多断层；3) 不同国家的会计政策，税务要求不尽相同，信息系统不适配；4) 海外基地大量财务工作依靠本土功能单一的记账软件，无法精确核算成本；5) 物料、BOM、工艺等主数据在集团和各事业单元间分开管控，长期存在一品多码，账实不符，人工录入错误等各类问题。	1) 借助金蝶系统搭建的多语言，多时区的云端平台，来自欧美、中国、泰国等地员工都可以 7X24 小时随时接入进行跨区域协作沟通，系统上线后，泰国本地用户在半年内增长了 5 倍，关键用户 100%上系统，减少了 90%的纸质和邮件工作，提单处理时效提升 80%；2) 通过系统连接整合了各区域资源，原材料采购成本平均下降了 10%，整体交付周期缩短了 20%；3) 可以直接在系统中核算及出具本地化的报税报表，减轻了 90%的人工报税工作量；4) 系统可按产品线、品种、订单快速地进行成本核算和还原；5) 物料、BOM、工艺等主数据全部由集团统一管理，再分发给各事业单元使用，减少了 80%的数据转换工作量，流程衔接效率提升 30%，财务报表自动转换为中国准则和币别，报表合并工作平均提前 3 天完成。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

云服务业务：向客户交付云端管理软件及相关数字化解决方案后，主要包括：1) 企业云服务，涵盖 EBC 企业平台、云 ERP 套件及相关订阅式云管理服务；2) 小微财务云服务，包括星辰、精斗云等面向小微企业的财税与经营管理云产品；3) 行

业云服务，通过行业化为不同行业提供定制化云解决方案。随着公司持续推进订阅优先和云转型战略，云服务已成为整体收入增长的核心驱动力。通过 AI 产品赋能、强化 EBC 战略并通过行业化解决提升价值，企业云服务在海内外有较大市场空间，收入有望保持稳健增长。我们预计 2025/2026/2027 年云服务收入将分别达到 57.71/67.48/78.84 亿元，同比增速分别为 13%/16.9%/16.8%。

ERP 业务及其他：向客户交付本地部署类 ERP 软件许可、维护升级服务及各类延伸产品，主要包括：1) 销售软件及硬件产品；2) 软件实施服务；3) 解决方案咨询、运维、升级及其他支持性服务。随着公司战略持续向云订阅模式推进，传统 ERP 业务收入占比呈逐年下降趋势，预计 2025/2026/2027 年 ERP 业务及其他收入将分别达到 11.86/11.8/11.75 亿元，同比增速分别为 3.2%/-0.5%/-0.4%。

表7：金蝶国际业务拆分（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,866	5,679	6,256	6,957	7,928	9,059
yoy	22.9%	23.8%	22.4%	11.2%	14.0%	14.3%
毛利率	61.6%	64.2%	65.1%	66.9%	68.4%	68.5%
企业云服务	3,714	4,505	5,107	5,771	6,748	7,884
yoy	34.6%	21.3%	13.4%	13.0%	16.9%	16.8%
收入占比	76%	79%	82%	83%	85%	87%
ERP 业务及其他	1,152	1,174	1,149	1,186	1,180	1,175
yoy	-18.7%	1.9%	-2.1%	3.2%	-0.5%	-0.4%
收入占比	24%	21%	18%	17%	15%	13%

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

期间费用率：公司主营企业管理软件与云服务，通过数字化管理平台推动企业运营效率提升。公司持续深化在大型企业及成长型企业市场的渗透，依托产品矩阵迭代，帮助客户构建敏捷、可扩展的数字管理能力。随着云业务商业化能力增强及付费用户结构优化，预计公司期间费用将保持温和增长以匹配业务扩张，期间费用率有望逐年下降。

销售费用率：公司销售费用主要包括从事销售、渠道支持、品牌拓展、市场营销及团队员工的薪资、福利等；同时涵盖广告投放、市场调研、品牌建设、行业推广等费用。随着云订阅业务加速渗透、产品矩阵不断丰富，在规模效应逐步显现、获客效率提升的带动下，公司的销售费用率预计将保持下行趋势，预计 2025/2026/2027 年销售费用率分别为 37.9/36.8/35.6%。

管理费用率：公司管理费用主要包括高管及从事财务、法律、人力资源、信息技术及其他行政团队员工的薪资、福利等，还包括专业服务所产生的支出以及分摊的设施费用和其他支持性间接成本。随着产品矩阵逐渐成熟，公司人员结构有望维持稳定，管理费用将得到有效控制，预计 2025/2026/2027 年管理费用率分别为 8.6/7.8/7.1%。

研发费用率：公司研发费用主要包括从事新产品研究、设计及开发工作的相关技术人员的薪资、福利等，以及与内部研发活动相关的专业服务费用等其他支持性间接成本。当前公司正处于云订阅深化与 AI 能力落地的关键阶段，为保持产品竞争力与技术领先性，公司将继续维持必要的研发投入，预计 2025/2026/2027 年研发费用率分别为 22.3/20.9/19.7%。

表8: 公司期间费用预测 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售及分销费用	2,027	2,320	2,503	2,640	2,914	3,223
yoy	16.4%	14.5%	7.9%	5.5%	10.4%	10.6%
销售及分销费用/营收	41.6%	40.8%	40.0%	37.9%	36.8%	35.6%
行政费用	504	490	539	595	617	648
yoy	23.1%	-2.8%	9.9%	10.5%	3.6%	5.0%
行政费用/营收	10.4%	8.6%	8.6%	8.6%	7.8%	7.1%
研发费用	1,295	1,440	1,514	1,549	1,654	1,783
yoy	26.6%	11.1%	5.2%	2.3%	6.8%	7.8%
研发费用/营收	26.6%	25.4%	24.2%	22.3%	20.9%	19.7%

资料来源: 公司财报, 彭博, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述条件与假设, 我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入分别为 69.57/79.28/90.59 亿元, 分别同比增长 11.2%/14%/14.3%。公司云业务持续拓展, 收入占比不断提升, 将带动公司毛利率增长, 预计 2025/2026/2027 年公司实现毛利率分别 66.9%/68.4%/68.5%, 预计实现归母净利润分别为 0.72/3.69/6.34 亿元, 实现每股收益分别为 0.02/0.1/0.18 元。

表9: 未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6256	6957	7928	9059
营业成本	2185	2303	2503	2854
销售费用	2503	2640	2914	3223
管理费用	2549	2305	2431	2591
财务费用	(94)	(62)	(80)	(111)
营业利润	(175)	101	516	885
利润总额	(230)	101	516	885
归属于母公司净利润	(142)	72	369	634
EPS	-0.04	0.02	0.10	0.18
ROE	-2%	1%	4%	7%

资料来源: Wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

绝对估值

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 15.15-19.91 港元。

未来估值假设条件见下表:

表10: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	22.9%	16.7%	10.2%	11.2%	14.0%	14.3%	13.5%	12.9%
营业成本/营业收入	38.4%	35.8%	34.9%	33.1%	31.6%	31.5%	29.9%	28.4%
管理费用/营业收入	37.0%	34.0%	32.8%	30.8%	28.6%	26.8%	26.5%	25.2%
销售费用/销售收入	41.6%	40.8%	40.0%	37.9%	36.8%	35.6%	34.5%	31.1%
营业税及附加/营业收入								
所得税税率	4.6%	10.4%	19.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股利分配比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表11: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.25	T	10.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.00%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.26
公司股价 (港元)	13.16	Ke	10.06%
发行在外股数 (百万)	3549	E/(D+E)	99.17%
股票市值 (E, 百万元)	46711	D/(D+E)	0.83%
债务总额 (D, 百万元)	390	WACC	10.00%
Kd	3.00%	永续增长率 (10年后)	3.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 15.15–19.91 港元。从估值方法特征来看, 金蝶国际为 SaaS/企业软件公司, 当前已基本完成从传统软件到订阅制 SaaS 的转型, 形成了高可预测性的经常性收入 (ARR) 和稳健增长的合同负债, 使未来经营现金流具有良好的可见性。同时, 公司经营性现金流已显著转正并持续改善, 但会计利润仍受研发与销售投入影响, 因此 FCFF 能更好反映公司当前阶段的合理价值。

表12: 金蝶国际 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	(226.9)	144.8	456.1	837.4	1,685.7
所得税税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
EBIT*(1-所得税税率)	(204.2)	130.3	410.5	753.7	1,517.1
折旧与摊销	344.8	368.3	398.2	432.0	467.9
营运资金的净变动	579.7	199.1	421.0	447.9	109.3
资本性投资	(681.0)	(652.0)	(624.4)	(548.1)	(523.2)
FCFF	39.3	45.7	605.3	1,085.4	1,571.2
PV (FCFF)	35.7	37.8	454.9	741.5	975.8
核心企业价值	50,131.8				
减: 净债务	(6,752.6)				
股票价值	56,884.5				
每股价值	17.20				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港元）

		WACC 变化				
		9.0%	9.5%	10.00%	10.5%	11.0%
永续 增长 率变 化	4.0%	23.73	21.27	19.23	17.52	16.06
	3.5%	22.05	19.91	18.13	16.62	15.31
	3.0%	20.64	18.78	17.20	15.84	14.66
	2.5%	19.45	17.80	16.38	15.15	14.08
	2.0%	18.43	16.95	15.67	14.55	13.56

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

我们采用 P/S 相对估值方法，主要基于以下考量：1）公司正处于云订阅业务扩张与盈利能力爬坡阶段，研发和销售费用较高且云转型导致利润率受阶段性影响，使归母净利润波动明显、暂不足以真实反映公司的经营质量与长期价值。相比之下，收入端受公司转型影响较小，更能体现业务规模与经营成果；2）SaaS 行业初期投入较大，公司盈利可能多年无法释放，且行业通常具有较高的毛利率，关注其营业收入更能体现其价值创造潜力；3）尽管公司目前已较为成熟，但 AI 等新开发业务在前期导入阶段仍存在盈利压力，关注收入更有助于体现新业务放量进度。考虑到业务相似性，我们选取 SAP、Salesforce 以及用友网络作为可比公司。

SAP：全球领先的企业管理软件与云 ERP 服务商，为各类企业提供财务、供应链、人力管理等核心系统。其业务从传统授权持续向云订阅与 SaaS 模式升级，收入结构稳定，客户黏性高，与金蝶同属以 ERP 为核心的企业级管理软件厂商，均服务大量中大型企业并具备平台化、生态化战略特征。

甲骨文：全球领先的企业软件与数据库巨头，提供覆盖 ERP、数据库、中间件与云基础设施的一体化企业数字化平台。甲骨文通过广泛应用于全球的大规模 ERP 云、行业解决方案以及数据库核心技术，构建了高度粘性的企业运营底座，与金蝶业务管理模式具备高度可比性。

用友网络：国内企业服务与 ERP 软件领域龙头，业务覆盖财务管理、供应链、人力资源、协同办公与行业解决方案。用友 BIP 平台通过 PaaS 化能力承载财务、人力、供应链、制造等多业务场景，形成平台+应用的技术路线，与金蝶 EBC 理念高度一致。

根据彭博一致预期，2026 年可比公司平均 PS 为 6.06 倍，公司业务与甲骨文相似度较高，因此我们给予公司 2026 年高于行业均值的 7-8 倍 PS，对应估值区间为 610.68-697.92 亿港元市值，对应股价为 17.2-19.66 港元。

表14: 可比公司估值比较（截至 2025 年 12 月 3 日）

公司 代码	公司 名称	收盘价 (原始币种)	总市值 (亿原始币种)	2024A	EPS 2025E	2026E	2024A	PS 2025E	2026E
SAP SE	SAP	243.82	2,834.50	4.77	6.10	7.16	8.06	7.66	6.96
600588 CH	用友网络	13.13	448.65	-0.55	-1.18	0.03	4.01	4.58	4.14
ORCL US	甲骨文	207.73	5,921.95	4.55	6.82	7.95	8.04	8.84	7.09
	均值			2.92	3.91	5.05	6.70	7.03	6.06
0268. HK	金蝶国际	13.16	467.11	-0.04	0.01	0.09	4.54	6.10	5.35

资料来源：彭博，国信证券经济研究所预测（可比公司 SAP、甲骨文以及用友网络预测均来自彭博一致预期）

投资建议

投资建议：全球领先的企业管理 SaaS 服务商，AI 赋能打开增长空间，给予“优于大市”评级。1) 平台层：传统 ERP 的单体架构已无法满足当前 AI 落地的要求，云原生 EBC 正重构管理软件。公司为行业 EBC 转型先驱，云原生全面优化了公司的运营能力，推动公司稳健增长；2) 国产替代：ERP 系统替换已进入规模化实施阶段，信创成为国内 IT 产业发展的确定性趋势。星瀚全面适配信创体系，已成为国内大型央企和 500 强企业的首选平台之一；3) AI 赋能：全球 AI 持续发展，大模型在知识问答、数学、编程等能力上达到新高度，Agent 协议涌现，为企业级应用提供基础。SaaS 企业依据自身技术或行业 know-how 迅速切入市场，拥有明显的生态占位优势。公司已推出苍穹 Agent 平台并发布中国首个企业级 AI 原生入口金蝶小 K，产品在各行业龙头企业落地，AI 合同金额已超 1.5 亿元；4) 中企出海：数字化系统建设成为出海刚需，推动相关 SaaS 市场增长。公司凭借完备的数字化解决方案，为企业出海提供系统性支持，全球化布局稳步推进。考虑到公司为全球领先的 SaaS 服务商，AI 新品推进顺利，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 69.57/79.28/90.59 亿元，分别同比增长 11.2%/14%/14.3%，实现归母净利润分别为 0.72/3.69/6.34 亿元，对应当前 PS 为 6.1/5.35/4.69 倍，给予 2026 年 7-8 倍 PS，对应估值区间为 610.68-697.92 亿港元市值，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 17.2-19.66 港元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的 SAP、甲骨文以及用友网络的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PS 做为相对估值的参考，同时考虑公司业务与甲骨文相似度较高，最终给予公司 2026 年 7-8 倍 PS，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 11.2%/14%/14.3%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 66.9%/68.4%/68.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

技术风险

AI 落地不及预期的风险：公司 AI 产品已经实现商业化，随着 AI 产业快速发展，AI 产品需要迅速迭代以满足市场需求，若公司新一代 AI 产品研发不及预期，将影响公司未来产品的市场份额；同时，目前市场已有同类产品上市或在研竞品，未来商业化预计会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于云计算与数据智能领域的技术密集型行业，其核心竞争力依赖于在云原生架构、大规模分布式计算、数据存储与安全、AI 驱动分析及模型服务等方面的持续技术创新。若未来公司未能准确把握云数据基础设施及人工智能技术的发展趋势，在产品架构、数据处理算法或平台智能化方向上判断失误，可能导致研发资源配置不当或关键项目推进受阻。若新技术快速发展并被竞争对手率先应用，公司的技术优势 and 市场份额可能被削弱或取代。

经营风险

政策变动的风险：数字经济属新兴技术或产业，是我国中长期战略规划中政策重点扶持产业，但某些技术创新、商业模式创新涉及的业务尚缺乏相关的行业标准和有关制度，甚至有些是跨多行业、涉及多主管部门的业务，新生市场缺乏相关的政府政策，新兴业务需要相关政策支持。若国内相关政策、法规发生重大变动，将对公司经营带来不确定性。

行业竞争加剧的风险：虽然公司具备竞争优势，但在某些领域，市场变化迅速、参与对手众多、竞争相对激烈，未来市场状况仍存在较大的不确定性。如果公司未来不能在产品研发、技术储备、响应速度、产品质量等方面保持自己的竞争力，公司的技术及生产能力无法满足客户新产品的要求或公司无法及时开发新客户，公司将面临市场竞争加剧的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2964	1530	2145	2341	3458	营业收入	5679	6256	6957	7928	9059
应收款项	364	509	477	566	668	营业成本	2035	2185	2303	2503	2854
存货净额	46	46	50	53	60	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1010	1194	1044	1189	1359	销售费用	2320	2503	2640	2914	3223
流动资产合计	5703	5632	6069	6502	7899	管理费用	2353	2549	2305	2431	2591
固定资产	1919	1744	2045	2293	2484	财务费用	(90)	(94)	(62)	(80)	(111)
无形资产及其他	1292	1284	1224	1163	1103	投资收益	29	12	18	19	16
投资性房地产	324	331	331	331	331	资产减值及公允价值变动	(100)	(96)	(96)	(96)	(96)
长期股权投资	4900	4789	4789	4789	4789	其他收入	737	797	409	433	463
资产总计	14139	13781	14458	15078	16605	营业利润	(272)	(175)	101	516	885
短期借款及交易性金融负债	20	205	390	110	139	营业外净收支	(29)	(55)	0	0	0
应付款项	93	205	261	283	323	利润总额	(301)	(230)	101	516	885
其他流动负债	4416	5070	5357	5714	6318	所得税费用	(31)	(45)	10	52	89
流动负债合计	4529	5480	6009	6107	6779	少数股东损益	(60)	(42)	19	95	163
长期借款及应付债券	757	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(210)	(142)	72	369	634
其他长期负债	151	172	230	287	345						
长期负债合计	908	172	230	287	345	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	5437	5652	6238	6394	7124	净利润	(210)	(142)	72	369	634
少数股东权益	103	79	97	192	355	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8599	8050	8122	8492	9126	折旧摊销	499	599	345	368	398
负债和股东权益总计	14139	13781	14458	15078	16605	公允价值变动损失	100	96	96	96	96
						财务费用	(90)	(94)	(62)	(80)	(111)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	388	451	580	199	421
每股收益	(0.06)	(0.04)	0.02	0.10	0.18	其它	(60)	(42)	19	95	163
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	717	961	1112	1128	1712
每股净资产	2.42	2.27	2.29	2.39	2.57	资本开支	(519)	168	(681)	(652)	(624)
ROIC	-20%	-18%	-9%	15%	38%	其它投资现金流	(360)	(1034)	0	0	0
ROE	-2%	-2%	1%	4%	7%	投资活动现金流	(900)	(755)	(681)	(652)	(624)
毛利率	64%	65%	67%	68%	68%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-13%	-10%	-3%	2%	5%	负债净变化	372	(757)	0	0	0
EBITDA Margin	-4%	-1%	2%	6%	9%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	17%	10%	11%	14%	14%	其它融资现金流	460	(127)	185	(281)	30
净利润增长率	--	--	-151%	410%	72%	融资活动现金流	1203	(1641)	185	(281)	30
资产负债率	39%	42%	44%	44%	45%	现金净变动	1021	(1434)	616	195	1118
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1943	2964	1530	2145	2341
P/E	(244.8)	(361.7)	709.5	139.1	81.0	货币资金的期末余额	2964	1530	2145	2341	3458
P/B	6.0	6.4	6.3	6.1	5.6	企业自由现金流	(234)	707	39	46	605
EV/EBITDA	(222)	(1397)	449	104	63	权益自由现金流	672	(102)	280	(163)	735

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所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