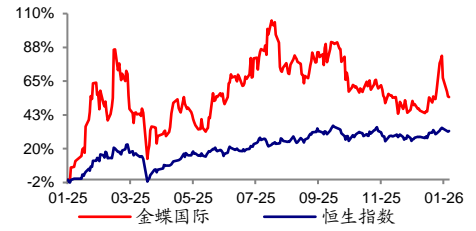


【广发计算机&海外】金蝶国际 (00268.HK)

业绩拐点如期而至，继续看好云化、AI应用及议价权提升驱动的盈利改善

公司评级	买入
当前价格	14.16 港元
合理价值	19.75 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-22

相对市场表现



核心观点:

- 公司披露业绩预告，收入符合增长预期，利润拐点如期而至。根据公司业绩预告，预计2025年收入69.5-70.5亿元，同比增长约11.1%-12.7%，实现归母净利润0.6-1亿元，实现扭亏为盈。
- OCF、调整后归母净利润表现超出市场预期，显示经营质量进一步提升。2025年公司OCF预计达到10.9-11.1亿元，调整后归母净利润达到1.9-2.4亿元，表现均超出市场预期。这一方面和公司控制员工人数、提升经营效率，以及积极拓展AI应用落地有关，另一方面也显示出SaaS订阅模式相较传统授权模式在降费方面的优势。
- 议价能力提升叠加AI应用持续落地，看好公司后续空间。根据金蝶国际战略合作伙伴赛格云官微公众号，2025年7月1日后金蝶国际收费模式变更，工单服务并入至高级成功服务，该服务费用为软件订阅金额的15%，我们认为，增值服务议价能力体现的是公司的产品力与生态壁垒。此外，根据公司25H1中报，整体AI应用上半年订单已逾1.5亿元，我们对于公司后续AI订单放量持乐观预期。
- 盈利预测与投资建议。结合公司2025年业绩预告数据，我们预计公司2025-27年收入为69.70/78.68/89.60亿元。参考可比公司估值，我们给予金蝶2026年8倍PS估值倍数，对应每股合理价值19.75港币/股（参考汇率1港元=0.90人民币），维持“买入”评级。
- 风险提示。经济环境导致下游IT支出波动；港股市场交易环境影响；AI应用业绩兑现的不确定性。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	5,679	6,256	6,970	7,868	8,960
增长率 (%)	16.7%	10.2%	11.4%	12.9%	13.9%
EBITDA	136	331	913	1,286	1,771
归母净利润	-210	-142	81	325	640
增长率 (%)	46.1%	32.3%	157.3%	299.6%	96.9%
EPS (元/股)	-0.06	-0.04	0.02	0.09	0.18
市盈率 (P/E)	-	-	554.4	138.8	70.5
ROE (%)	-2.4%	-1.8%	1.0%	3.8%	7.0%
EV/EBITDA	255.9	79.0	48.1	34.2	24.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflinuxefeng@gf.com.cn

分析师:

吴祖鹏



SAC 执证号: S0260521040003



wuzupeng@gf.com.cn

请注意, 吴祖鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发海外&计算机】金蝶国际 (00268.HK) :25Q3 基本

面进展良好, 继续看好云化、AI应用及议价权提升驱动的盈利改善

【广发计算机&海外】金蝶国际 (00268.HK) :金蝶国际收购云之家, AI布局再上一层

【广发计算机&海外】金蝶国际 (00268.HK) :云+AI如期疾行, 大企业客户份额和收费模式持续突破

一、金蝶国际发布 2025 业绩预告，业绩拐点已至

公司披露业绩预告，收入符合增长预期，利润拐点如期而至。根据公司业绩预告，预计2025年收入69.5-70.5亿元，同比增长约11.1%-12.7%，实现归母净利润利润0.6-1亿元，实现扭亏为盈。

OCF、调整后归母净利润表现超出市场预期，显示经营质量进一步提升。2025年公司OCF预计达到10.9-11.1亿元，调整后归母净利润达到1.9-2.4亿元，表现均超出市场预期。这一方面和公司控制员工人数、提升经营效率，以及积极拓展AI应用落地有关，另一方面也显示出SaaS订阅模式相较传统授权模式在降费方面的优势。

议价能力抬升叠加AI应用持续落地，看好公司后续空间。根据金蝶国际战略合作伙伴赛格云官微公众号，2025年7月1日后金蝶国际收费模式变更，工单服务并入至高级成功服务，该服务费用为软件订阅金额的15%，我们认为，增值服务议价能力体现的是公司的产品力与生态壁垒，中长期来看，本次调整有望为后续盈利进一步打开空间。此外，公司AI应用进展顺利，整体AI应用上半年订单已逾1.5亿元，基于产业逻辑，我们对于公司后续AI订单放量持乐观预期。

二、盈利预测和投资建议

我们预计公司2025-2027年主营业务收入分别为69.70亿元、78.68亿元、89.60亿元，同比增速分别为11.4%、12.9%、13.9%。

收入拆分预测：

1. 云服务收入：该部分业务主要由金蝶云星空、金蝶云苍穹、金蝶云星辰等云服务组成。其中，金蝶云星空立足AI，在多场景中实现AI智能，拥有包括Boss助理、AI记账、决策大屏幕等AI应用。在出海方面，推出了针对新加坡、越南、泰国、印尼等多个国家的本地化包，目前已签约18个行业340家出海企业。随着后续出海业务持续扩大，我们预测公司25-27年金蝶云星空收入增速分别为12%、13%、14%。金蝶云苍穹目前已升级为新一代企业级AI平台，发布了AI案例助手及苍穹APP，其中苍穹APP聚焦提升员工效率和赋能，提供企业知识问答、经营指标查询等功能，随着国产化渗透率持续提高，公司有望继续实现增长，我们预测25-27年金蝶云苍穹收入增速分别为30%、28%、25%。云服务收入整体收入增速25-27年分别为15%、16%、16%。
2. 管理软件类收入：该部分收入主要包括公司管理软件类的授权销售、实施、以及维护升级。考虑到公司持续深化云转型，该部分业务收入将持续减少。我们预测25-27年公司该部分业务收入增速分别为-3%、-3%、-2%。

毛利率方面，随公司规模扩大、行业Know-how提升以及云化转型的持续推进，我们预测公司25-27年毛利率分别为65.7%、65.9%、66.5%。

表 1: 公司详细业务拆分预测表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
管理软件类收入					
授权销售	284	272	264	251	238
YoY	-1%	-4%	-3%	-5%	-5%
实施	466	527	553	581	610
YoY	16%	13%	5%	5%	5%
维护及升级	424	350	298	253	215
YoY	-8%	-17%	-15%	-15%	-15%
总计	1174	1149	1115	1085	1063
YoY	2%	-2%	-3%	-3%	-2%
云服务收入					
金蝶云星空	1952	2153	2411	2725	3106
YoY	16%	10%	12%	13%	14%
金蝶云苍穹	981	1304	1695	2170	2712
YoY	41%	33%	30%	28%	25%
其他	1572	1650	1749	1889	2078
YoY	17%	5%	6%	8%	10%
总计	4505	5107	5856	6784	7896
YoY	21%	13%	15%	16%	16%
合计					
营业收入	5679	6256	6970	7868	8960
YoY	17%	10%	11%	13%	14%
营业成本	2035	2185	2391	2683	3001
YoY	9%	7%	9%	12%	12%
毛利率	64%	65%	66%	66%	67%
毛利润	3644	4071	4579	5185	5958

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

由下表所示, 可比公司估值表现差异较大, 主要系金山办公所在市场格局更优且受AI产业催化明显所致。

整体而言, 鼎捷数智与金蝶国际可比程度相对更高, 主业专注于ERP, 但金蝶国际云化及产品化程度更高, 参考可比公司估值, 我们给予金蝶2026年8倍PS估值倍数, 对应每股合理价值约19.75港币/股 (参考汇率1港元=0.90人民币), 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值情况 (市值统计截止2026.1.21收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	收入 (亿元)		PS估值水平	
				2025E	2026E	2025E	2026E
金山办公	688111.SH	办公软件	1544	60.12	71.56	26	22
鼎捷数智	300378.SZ	ERP	155	25.49	28.53	6	5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

三、风险提示

(一) 经济环境导致下游 IT 支出波动

企业IT支出受其自身经营情况影响, 宏观经济持续承压将导致企业经营困难, 企业IT开支也将随之降低。

(二) 港股市场交易环境影响

金蝶国际是港股上市公司, 从历史经验来看, 其股价变现受港股市场交易环境影响相对较大。

(三) AI 应用业绩兑现的不确定性

AI应用目前整体仍处于探索初期, 商业化进展有较大不确定性, 因此对金蝶国际业绩贡献的节奏及体量有较大不确定性。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	5,703	5,632	5,534	5,810	6,435
现金及现金等价物	2,964	1,530	1,551	1,465	1,705
应收账款及票据	180	181	199	246	299
存货	46	46	53	60	67
其他	2,514	3,875	3,730	4,040	4,364
非流动资产合计	8,436	8,149	8,492	8,709	8,957
固定资产净值	1,919	1,744	1,764	1,786	1,810
长期投资	4,900	4,789	5,000	5,065	5,146
商誉及无形资产	1,292	1,284	1,384	1,494	1,615
其他	324	331	343	363	385
资产总额	14,139	13,781	14,025	14,519	15,391
流动负债合计	4,529	5,480	5,504	5,637	5,802
短期借款	20	205	210	220	235
应付账款及票据	70	188	166	186	229
其他	4,439	5,086	5,128	5,231	5,338
非流动负债合计	908	172	251	251	276
长期借款	757	0	100	100	110
其他非流动负债	151	172	151	151	166
总负债	5,437	5,652	5,755	5,889	6,079
普通股股本	87	86	86	86	86
储备	8,479	7,964	8,048	8,376	9,017
其他	33	0	35	35	35
归母权益总额	8,599	8,050	8,169	8,498	9,138
少数股东权益	103	79	101	133	175
股东权益合计	8,702	8,129	8,270	8,630	9,313
负债及股东权益合计	14,139	13,781	14,025	14,519	15,391

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,679	6,256	6,970	7,868	8,960
营业成本	2,035	2,185	2,391	2,683	3,001
毛利	3,644	4,071	4,579	5,185	5,958
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	2,320	2,503	2,516	2,636	2,822
行政管理费用	490	539	558	590	609
研发费用	1,440	1,514	1,547	1,731	1,935
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	-605	-485	-42	228	591
利息收入	112	110	30	30	0
利息支出	22	17	10	12	13
权益性投资损益	29	12	25	25	25
其他非经营性损益	214	205	100	120	150
除税前利润	-301	-230	54	321	664
所得税	-31	-45	3	16	33
合并净利润	-270	-184	51	305	630
少数股东损益	-60	-42	-30	-20	-10
归母净利润	-210	-142	81	325	640

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	653	934	1,102	1,265	1,702
合并净利润	-270	-184	51	305	630
折旧与摊销	499	599	830	913	1,004
营运资本变动	347	0	186	0	30
其他非经营性调整	17	477	35	47	38
投资活动现金流净额	-1,305	-1,074	-1,116	-1,225	-1,326
处置固定资产收益	3	2	100	120	150
资本性支出	-897	-681	-950	-1,045	-1,150
投资资产支出	-69	-588	-265	-305	-345
其他	-342	192	-1	5	18
融资活动现金流净额	1,671	-1,291	32	-130	-136
长期债权融资	270	-609	-50	-180	-190
股权融资	1,356	-700	52	52	52
支付股利	0	0	0	0	0
其他	45	18	30	-2	2
现金净增加额	1,021	-1,434	22	-87	241
期初现金余额	1,943	2,964	1,530	1,551	1,465
期末现金余额	2,964	1,530	1,551	1,465	1,705

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	16.7%	10.2%	11.4%	12.9%	13.9%
营业利润增长率	19.0%	19.8%	91.4%	645.6%	159.2%
归母净利增长率	46.1%	32.3%	157.3%	299.6%	96.9%
获利能力					
毛利率	64.2%	65.1%	65.7%	65.9%	66.5%
净利率	-4.8%	-2.9%	0.7%	3.9%	7.0%
ROE	-2.4%	-1.8%	1.0%	3.8%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	38.5%	41.0%	41.0%	40.6%	39.5%
有息负债率	5.5%	1.5%	2.2%	2.2%	2.2%
流动比率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1
利息保障倍数	-16.5	-16.1	8.7	31.0	60.4
营运能力					
应收账款周转天数	11.1	10.4	10.3	11.3	12.0
存货周转天数	8.0	7.6	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	10.0	21.3	25.0	25.0	27.5
每股指标					
每股收益	-0.06	-0.04	0.02	0.09	0.18
每股净资产	2.40	2.27	2.33	2.43	2.62
每股经营现金流	0.18	0.26	0.31	0.36	0.48
估值比率					
PE	-	-	554.4	138.8	70.5
PB	4.3	3.4	5.5	5.3	4.9
EV/EBITDA	255.9	79.0	48.1	34.2	24.7

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：高级研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：高级研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与广发证券(000776)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。