

# 【广发计算机&海外】金蝶国际 (00268.HK)

## 26Q1 经营质量良好，AI 订单加速落地

### 核心观点:

- **ARR 继续保持可观增长，26Q1 主要产品 NDR 表现稳健，我们预计利润端同比持续大幅改善。**根据 4 月 13 日晚间公司披露的自愿公告，26Q1 公司实现订阅服务年经常性收入约 42.2 亿元，同比增长约 19%，集团中标签约双汇发展、面壁智能、绿城服务、全芯科技、普阳钢铁、华统集团等知名企业。26Q1 公司主要产品 NDR 表现稳健，星瀚、星空、星辰净金额续费率分别为 103%、96%、94%，相较 2025 年同期表现稳健，25Q1 星瀚、星空、星辰净金额续费率分别为 108%、94%、92%，较高续费率是云服务健康发展的重要指标之一，主要反映出公司云产品的综合竞争力，较高的续费率也奠定了未来公司费用率，尤其是销售费用率，持续下降的基础。从利润端来看，结合收入侧持续放量，以及 ARR 占比进一步抬升，叠加 2025 年人员降本增效成果持续显现，我们预计 26Q1 利润端同比持续大幅改善。
- **26Q1 期间 AI 订单快速放量，立足 ERP 场景复杂 know-how，公司可大有作为。**2026Q1 期间公司 AI 原生产品(金蝶 AI 套件)签约合同金额达人民币 2.3 亿元，对比 2025 年全年公司实现 AI 合同签约订单 3.56 亿元，我们乐观看待 2026 年公司 AI 订单放量趋势。
- **盈利预测和投资建议。**维持前期预测，我们预计公司 2026-2028 年主营业务收入分别为 79.13 亿元、89.01 亿元、99.39 亿元，同比增速分别为 12.9%、12.5%、11.7%。参考可比公司估值，我们给予金蝶 2026 年 7 倍 PS 估值倍数。参考汇率 1 港元=0.87 人民币，对应每股合理价值约 17.94 港币/股，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:

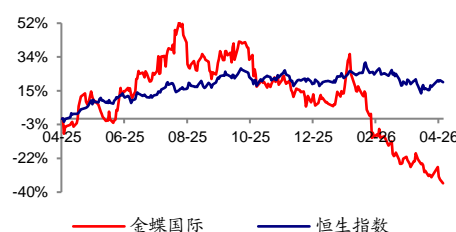
单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	6,256	7,006	7,913	8,901	9,939
增长率 (%)	10.2%	12.0%	12.9%	12.5%	11.7%
EBITDA	331	55	937	1,382	1,885
归母净利润	-142	93	353	704	1,125
增长率 (%)	32.3%	165.4%	280.3%	99.1%	59.9%
EPS (元/股)	-0.04	0.03	0.10	0.20	0.32
市盈率 (P/E)	-	445.0	70.4	35.4	22.1
ROE (%)	-1.8%	1.1%	4.1%	7.6%	10.8%
EV/EBITDA	77.1	720.9	24.1	15.9	11.2

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	8.00 港元
合理价值	17.94 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-14

### 相对市场表现



### 分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@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:

【广发计算机&海外】金蝶国际 (00268.HK): 利润拐点已至, NDR 改善, AI 应用打开新空间 2026-03-18

【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 2026-01-22

【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 2025-10-26

请务必阅读末页的免责声明

## 一、26Q1 业务进展良好，AI 应用加速落地

**ARR继续保持可观增长，26Q1主要产品NDR表现稳健，我们预计利润端同比持续大幅改善。**根据4月13日晚间公司披露的自愿公告，26Q1公司实现订阅服务年经常性收入约42.2亿元，同比增长约19%，集团中标签约双汇发展、面壁智能、绿城服务、全芯科技、普阳钢铁、华统集团等知名企业。26Q1公司主要产品NDR表现稳健，星瀚、星空、星辰净金额续费率分别为103%、96%、94%，相较2025年同期表现稳健，25Q1星瀚、星空、星辰净金额续费率分别为108%、94%、92%，较高续费率是云服务健康发展的重要指标之一，主要反映出公司云产品的综合竞争力，较高的续费率也奠定了未来公司费用率，尤其是销售费用率，持续下降的基础。

从利润端来看，结合收入侧持续放量，以及ARR占比进一步抬升，叠加2025年人员降本增效成果持续显现，我们预计26Q1利润端同比持续大幅改善。

**26Q1期间AI订单快速放量，立足ERP场景复杂know-how，公司可大有作为。**根据公司公告，2026Q1期间公司AI原生产品(金蝶AI套件)签约合同金额达人民币2.3亿元，对比2025年全年公司实现AI合同签订订单3.56亿元，我们乐观看待2026年公司AI订单放量趋势。

## 二、盈利预测和投资建议

结合公司2025年财报以及AI订单放量节奏，我们预计公司2026-2028年主营业务收入分别为79.13亿元、89.01亿元、99.39亿元，同比增速分别为12.9%、12.5%、11.7%。

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，用友网络与金蝶国际可比程度相对更高，且公司报表质量较好，因此，参考可比公司估值，我们给予金蝶2026年7倍PS估值倍数。参考汇率1港元=0.87人民币，对应每股合理价值约17.94港币/股，维持“买入”评级。

表 1：可比公司PS估值情况（市值统计截止2026.4.13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	1083	59.3	70.5	18	15
用友网络	600588.SH	ERP	413	97.8	108.9	4	4

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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产合计</b>	<b>5,632</b>	<b>5,823</b>	<b>6,483</b>	<b>7,431</b>	<b>8,652</b>
现金及现金等价物	1,530	1,695	2,406	3,010	3,840
应收账款及票据	181	232	198	223	248
存货	46	61	63	73	83
其他	3,875	3,835	3,815	4,126	4,481
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,149</b>	<b>8,763</b>	<b>8,839</b>	<b>9,061</b>	<b>9,350</b>
长期投资	4,789	4,813	4,785	4,893	5,058
商誉及无形资产	1,284	1,494	1,514	1,536	1,561
其他	331	582	641	705	775
<b>资产总额</b>	<b>13,781</b>	<b>14,586</b>	<b>15,321</b>	<b>16,492</b>	<b>18,002</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,480</b>	<b>5,638</b>	<b>5,819</b>	<b>6,214</b>	<b>6,524</b>
短期借款	205	0	10	25	35
应付账款及票据	188	144	183	169	166
其他	5,086	5,494	5,626	6,021	6,323
<b>非流动负债合计</b>	<b>172</b>	<b>740</b>	<b>905</b>	<b>931</b>	<b>959</b>
长期借款	0	0	100	110	121
其他非流动负债	172	740	805	821	838
<b>总负债</b>	<b>5,652</b>	<b>6,377</b>	<b>6,724</b>	<b>7,145</b>	<b>7,482</b>
普通股股本	86	85	85	85	85
储备	7,964	8,088	8,444	9,148	10,273
其他	0	35	35	39	42
归母权益总额	8,050	8,207	8,564	9,271	10,400
少数股东权益	79	1	33	75	119
<b>股东权益合计</b>	<b>8,129</b>	<b>8,209</b>	<b>8,597</b>	<b>9,347</b>	<b>10,520</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>13,781</b>	<b>14,586</b>	<b>15,321</b>	<b>16,492</b>	<b>18,002</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>主营收入</b>	<b>6,256</b>	<b>7,006</b>	<b>7,913</b>	<b>8,901</b>	<b>9,939</b>
营业成本	2,185	2,302	2,532	2,759	2,982
毛利	4,071	4,704	5,381	6,142	6,957
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	2,503	2,726	2,849	3,026	3,230
行政管理费用	539	647	633	668	676
研发费用	1,514	1,494	1,662	1,851	2,027
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-485</b>	<b>-163</b>	<b>237</b>	<b>596</b>	<b>1,024</b>
利息收入	110	68	41	54	68
利息支出	17	4	2	5	6
权益性投资损益	12	18	25	25	30
其他非经营性损益	205	200	120	150	160
除税前利润	-230	39	351	730	1,176
所得税	-45	-35	18	37	59
<b>合并净利润</b>	<b>-184</b>	<b>74</b>	<b>333</b>	<b>694</b>	<b>1,117</b>
少数股东损益	-42	-19	-20	-10	-8
<b>归母净利润</b>	<b>-142</b>	<b>93</b>	<b>353</b>	<b>704</b>	<b>1,125</b>

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>934</b>	<b>1,097</b>	<b>1,364</b>	<b>1,611</b>	<b>2,041</b>
合并净利润	-184	74	333	694	1,117
折旧与摊销	599	-	555	611	672
营运资本变动	-	-	338	156	36
其他非经营性调整	477	1,005	137	150	216
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1,074</b>	<b>-607</b>	<b>-535</b>	<b>-762</b>	<b>-881</b>
资本性支出	-681	-587	-600	-660	-726
投资资产支出	-588	-682	-103	-247	-311
其他	192	660	48	-5	-4
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-1,291</b>	<b>-321</b>	<b>-120</b>	<b>-245</b>	<b>-329</b>
长期债权融资	-609	-273	-180	-310	-389
股权融资	-700	-46	52	52	52
支付股利	0	0	0	0	0
其他	18	-3	8	13	8
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,434</b>	<b>165</b>	<b>712</b>	<b>604</b>	<b>830</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,964</b>	<b>1,530</b>	<b>1,695</b>	<b>2,406</b>	<b>3,010</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,530</b>	<b>1,695</b>	<b>2,406</b>	<b>3,010</b>	<b>3,840</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	10.2%	12.0%	12.9%	12.5%	11.7%
营业利润增长率	19.8%	66.4%	245.6%	151.2%	71.7%
归母净利增长率	32.3%	165.4%	280.3%	99.1%	59.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	65.1%	67.1%	68.0%	69.0%	70.0%
净利率	-2.9%	1.1%	4.2%	7.8%	11.2%
ROE	-1.8%	1.1%	4.1%	7.6%	10.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.0%	43.7%	43.9%	43.3%	41.6%
有息负债率	1.5%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
利息保障倍数	-16.1	13.8	157.7	144.5	194.3
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	10.4	10.6	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	7.6	8.4	9.0	9.5	10.0
应付账款周转天数	21.3	26.0	26.0	22.0	20.0
<b>每股指标</b>					
每股收益	-0.04	0.03	0.10	0.20	0.32
每股净资产	2.27	2.31	2.42	2.63	2.96
每股经营现金流	0.26	0.31	0.38	0.45	0.57
<b>估值比率</b>					
PE	-	445.0	70.4	35.4	22.1
PB	3.3	5.0	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	77.1	720.9	24.1	15.9	11.2

## 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个月内与用友网络(600588)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。