

金蝶国际（00268）公司深度报告

赛道+卡位+经营优化，蝶变的中国 SaaS 龙头

方正证券研究所 证券研究报告

推荐（维持）

公司信息

行业	横向通用软件
最新收盘价(港元)	8.19
总市值(亿)(港元)	293.68
52 周最高/最低价(港元)	11.76/5.42

历史表现



数据：wind 方正证券研究所

相关研究

《金蝶国际(00268)：SaaS 龙头受益宏观修复，“苍穹”打造领先企业级 AI 平台》
2024. 10. 02

《金蝶国际(00268)：云转型向好趋势延续，AI 加速布局注入新动能》2024. 08. 17

国产 ERP 龙头，云转型阵痛期将过。金蝶于 1993 年自财务管理软件起家，至 1999 年拓展业务模块后进入 ERP 领域，2011 年正式推进云转型，现产品覆盖本地部署的传统许可软件及云端部署的 PaaS 与 SaaS 解决方案。公司正处于转型关键时期，收入高增与亏损收窄趋势明显，2020-2023 年收入 CAGR 达到 19%。2023 年，公司收入达到 57.8 亿元（YoY+16.9%），其中云业务占比达到 79%；经营现金流明显改善，同比增长 74.5%至 6.5 亿元，净利润亏损收窄至 2.1 亿元（22 年为亏损 3.9 亿元）。

ERP 云化与国产化为大势所趋，国产龙头有望受益。中国 ERP 软件渗透率相较全球仍有较大提升空间，预计在数字化转型需求及 ERP 供给优化驱动下，在 2022-2027 年间将以 10%的 CAGR 持续扩张。行业发展趋势包括：1) **云化**：云部署具有节约固定成本和提高配置灵活性的特点，使软件的边际成本趋于零，并通过续购与增销加强收入的可持续性。大企业凭借高用户粘性 with 付费能力成为云转型的关键客群，而大客化的破局关键在于向下探索 PaaS 平台并开发原生 SaaS 应用，生态厂商卡位更优；2) **国产化**：原有 ERP 高端市场被 Oracle 和 SAP 等海外 SaaS 龙头占据，据国资委 79 号文件要求，到 2027 年，所有央企完成信创替代。在此背景下，海外 ERP 厂商正逐步淡出中国市场，为国产厂商贡献千亿级替代空间。

云转型进展领先，PaaS 生态助力推进大客化。公司于 2011 年在业内率先开启云转型，早期通过标准化的订阅模式降低门槛，加速中小企业市场渗透，后推出低代码+集成的 PaaS 平台苍穹以及针对不同规模客群的原生模块化 SaaS 应用，实现低成本定制，进一步巩固中小企业基本盘，并成功拓展大客市场，24H1 大型/中型/小微企业云在总云收入中占比分别为 22.9%/44.1%/24.6%，其中大型企业收入达到 5.5 亿元（YoY+39%），合同金额达 9 亿元（YoY+64%）。大客拓展为把握需求作好铺垫，截止 24M11，公司已服务超过 50%的中国五百强企业，累计帮助 297 家大型企业完成。

盈利预测与投资建议：云化与国产化为国产 ERP 厂商提供充足市场空间，公司借 PaaS 平台+原生多层级 SaaS 应用在其中占据优势位置，24-26 年收入预计为 65.1/74.8/86.5 亿元（YoY+14.6%/15.0%/15.6%）。云转型关键期已至，盈利拐点可期，预计 24-26 年经调整净利润为-0.5/2.1/5.5 亿元。公司现价对应 24-26 年收入为 4.3/3.7/3.2x P/S，维持“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期、信创推进不及预期、上云需求不及预期、大客化进展不及预期、行业竞争加剧。

盈利预测（人民币）

单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5679	6508	7482	8646
(+/-)%	16.71	14.60	14.97	15.55
归母净利润	-210	-50	205	553
(+/-)%	46.07	76.10	509.21	169.33
EPS（元）	-0.06	-0.01	0.06	0.15
ROE（%）	-2.44	-0.59	2.34	5.94
PE	-187.48	-579.83	141.70	52.61
PB	4.81	3.40	3.32	3.12

数据：wind 方正证券研究所 注：EPS 预测值按照最新股本摊薄

正文目录

1 公司概况：破旧立新成就云 ERP 龙头，云转型阵痛期将过	5
1.1 业务概览：破旧立新成就云 ERP 龙头	5
1.2 财务分析：云转型阵痛期将过，盈亏平衡可期	7
1.3 股权结构及管理层：CEO 徐少春为实际控制人	11
2 行业分析：云化与国产化创造替代机会，外资强势地位动摇	12
2.1 行业概况：中国 ERP 市场持续扩张，外资借技术堆栈优势主导高端市场	12
2.1.1 ERP 整合物流、财流与信息流，软件价值占比大	12
2.1.2 中国 ERP 软件市场持续扩张，渗透率仍有较大提升空间	14
2.1.3 外资厂商主导高端赛道，入局冲击国产格局	14
2.2 发展趋势：云转型与推进，国内厂商有望受益	15
2.2.1 云化：中小企业上云意愿高，大客拓展前提为 PaaS+SaaS 布局	15
2.2.2 国产化：信创政策加码，释放千亿级替代空间	19
3 公司分析：横纵向完善产品矩阵，深度受益云化与国产化	20
3.1 星空+星辰+精斗云：中小企业市场领先，基本盘稳固	22
3.2 苍穹+星瀚：PaaS 生态助力大客拓展，持续突破央国企和 500 强企业	24
3.3 AI：自研苍穹 GPT，推进 AI 原生平台建设	25
4 盈利预测与估值分析	28
5 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司产品矩阵	5
图表 2: 公司发展历程及市值走势图 (单位:亿元)	6
图表 3: EBC 产品架构	7
图表 4: ERP vs EBC	7
图表 5: 公司收入及同比增速	7
图表 6: 公司收入结构	7
图表 7: 公司 ARR 及同比增速	8
图表 8: 公司合同负债及同比增速	8
图表 9: 公司云业务分产品收入及同比增速	8
图表 10: 公司云业务收入结构 (24H1)	8
图表 11: 公司毛利及毛利率	9
图表 12: 公司各项费用率	9
图表 13: 公司经调整净利润及净利率	9
图表 14: 公司云业务经营利润率	9
图表 15: 公司经营现金流及同比增速	10
图表 16: 公司自由现金流及同比增速	10
图表 17: 金蝶与用友收入结构比较 (单位: 亿元)	10
图表 18: 金蝶与用友合同负债比较 (单位: 亿元)	10
图表 19: 金蝶与用友毛利率比较	11
图表 20: 金蝶与用友费用率比较	11
图表 21: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 31 日)	11
图表 22: 公司管理层经验丰富	12
图表 23: ERP 产品结构示意图	12
图表 24: ERP 概念发展历程	13
图表 25: 中国本地部署 ERP 软件市场各环节占比 (2024E)	13
图表 26: 典型 ERP 厂商服务行业分布 (2022)	13
图表 27: 中国 ERP 市场规模及增速预测	14
图表 28: 全球与中国细分 IT 支出占 GDP 比例 (2023)	14
图表 29: 2021 年中国 ERP 软件市场竞争格局	14
图表 30: 2021 年中国高端 ERP 软件市场竞争格局	14
图表 31: 中国 ERP 软件市场主要参与者对比	15
图表 32: 本地部署 vs 私有云部署 vs 公有云部署	16
图表 33: 云计算产业链	16
图表 34: 中国公有云市场结构	17
图表 35: 全球公有云市场结构	17
图表 36: 中国企业级 SaaS 市场规模	17
图表 37: 中国 vs 全球 SaaS 渗透率	17
图表 38: 主流 SaaS 企业均采取大客化策略	18
图表 39: 主流办公协同软件均采取应用+生态融合发展策略	18
图表 40: ERP 厂商云业务收入占比 (FY23)	19
图表 41: 信创国产化相关政策	19
图表 42: ERP 系统国有企业空间测算	20
图表 43: 金蝶云产品精准定位不同规模客户核心需求	21
图表 44: 大、中、小型企业用户画像	22
图表 45: 公司各类客户收入占比趋势	22

图表 46: 星辰客户数及续费率	23
图表 47: 精斗云客户数及续费率	23
图表 48: 星空收入及同比增速	23
图表 49: 星空 OPM 及同比增速	23
图表 50: 星空客户数及同比增速	24
图表 51: 星空 NDR	24
图表 52: 苍穹与星瀚签约客户数及同比增速	24
图表 53: 苍穹与星瀚 NDR	24
图表 54: 苍穹与星瀚合同金额及同比增速	25
图表 55: 苍穹与星瀚收入及同比增速	25
图表 56: 集成 AI 能力的 SaaS 产品	26
图表 57: AI 如何赋能各类 SaaS 产品	26
图表 58: AI 发展历程	26
图表 59: AI 产品矩阵	27
图表 60: 公司各主营业务收入及预	28
图表 61: 可比公司估值表	29

1 公司概况：破旧立新成就云 ERP 龙头，云转型阵痛期将过

1.1 业务概览：破旧立新成就云 ERP 龙头

金蝶国际是国内领先的 ERP 厂商，产品覆盖本地部署的传统许可软件及云端部署的 SaaS 解决方案。传统许可软件包括针对大型、中型及小微企业的 EAS、K/3 WISE 及 KIS。云服务方面，公司提供 EAS、K/3 WISE 及 KIS 的云托管版本，以及基于原生 PaaS 平台苍穹的 SaaS 应用星瀚、星空、星辰与精斗云。2023 年，公司云业务收入占比已达到 79%，为国内软件云转型的领导者；根据 IDC，公司在 SaaS ERM（即云 ERP）及财务云市场占有率位居第一。

图表1:公司产品矩阵

企业类型	传统许可软件产品	云服务		
		云托管 ERP	云原生 EBC	PaaS
大型企业	EAS	EAS Cloud	星瀚	苍穹
中型企业	K/3 WISE	K/3 Cloud	星空	
小微企业	KIS	KIS Cloud	星辰 精斗云	

资料来源：公司官网，公司公告，方正证券研究所

公司自财务管理软件起家，坚持“破旧立新”创新思维，成立至今已经历“财务管理—ERP—云化—AI”多次战略转型：

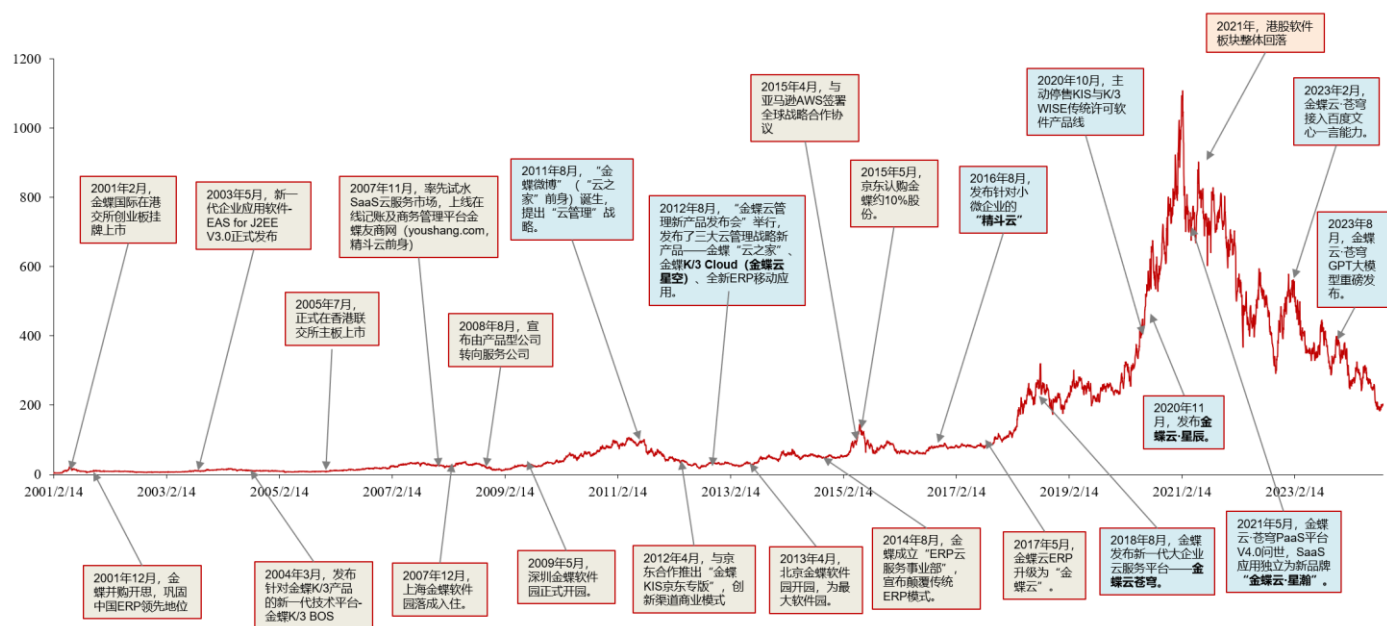
1) 1993-2001：财务软件时代（DOS→Windows）。公司成立于 1993 年，并于次年推出适配 DOS 系统的财务软件，于 1996 年推出了国内首款基于 Windows 操作系统的财务软件“金蝶财务软件 V2.51 For Windows”，标志着财务管理从珠算进入电算化时代。基于领先的技术，背靠信息化浪潮，公司业务从财务软件向更全面的 ERP（企业资源管理软件，主要模块涵盖财务管理、供应链关系管理、人力资源管理） 软件拓展，于 1999 年发布国内首款基于 Windows 的 ERP 软件 K/3，奠定了其在中国 ERP 市场的先发地位。

2) 2001-2011：ERP 时代（财务→ERP）。2001 年，公司在港交所创业板上市，并收购原属 TCL 集团的国内 ERP 龙头开思软件（提供基于 JAVA 的 ERP 产品）。基于产品与技术的整合，公司陆续推出金蝶 EAS、金蝶 K/3、youshang.com（精斗云前身）以及金蝶微博（云之家前身）等一系列新品，为日后的产品矩阵打下了坚实基础。

3) 2011-2023：云时代（ERP→SaaS ERP→EBC）。2011 年，公司提出以移动互联网、社交网络和云计算等新兴技术为依托的“云管理”战略，发布 EAS、K/3、KIS Cloud 等云托管产品，分别推动大、中、小型型企业上云。2019 年，公司提出后 ERP 时代的发展方向是 EBC（企业业务能力），架构从“单体”演变为“平台生态”，意味着企业管理软件产品从“以信息化系统为中心的应用”向“以数据为中心的原生平台”转变。公司相应发布国内首款基于云原生架构的企业级 PaaS 平台苍穹，以此为技术底座打造星瀚、星空、星辰等云原生 SaaS 应用，分别替代原有的 EAS、K/3、KIS Cloud。

4) 2023-至今：AI 时代（ERP→智能 EBC）。公司自 2023 年起推进 AI 优先战略，金蝶云·苍穹从云原生升级为以大模型为核心的 AI 原生底座，不仅接入金蝶自研大模型（财务、HR、开发等）与主流的第三方大模型，还提供应用开发平台 Cosmic Studio 与智能 AI 管理助手 Cosmic。完善的 AI 布局为公司产品提供新的业务能力，包括审单服务、生成报告、问答等，有望增强公司产品的竞争力。

图表2: 公司发展历程及市值走势图 (单位: 亿元)

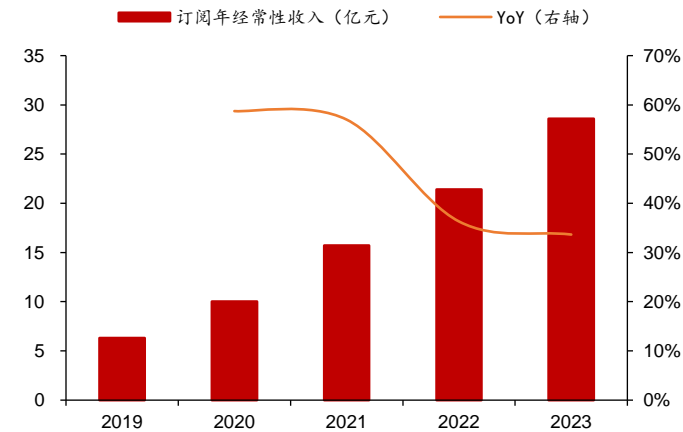


资料 : 公司官网, 公司财报, 方正证券研究所

公司的发展路径从传统产品, 到云托管产品, 再到云原生产品, 目的都是降低定制化开发和实施的周期, 并突破传统 ERP 产品本身重交付、重实施、重客户个性化需求的瓶颈; 其中云原生 EBC 产品的推出是真正的提质增效拐点。公司在云时代早期发布的 EAS、K/3 Cloud 等本质都是采用单体架构的 SaaS ERP, 将传统端侧 ERP 直接转移到云端部署, 仍存在高风险、实施难的问题, 更类似于从传统 ERP 向云 ERP 发展的过渡产品。2019 年, Gartner 首次提出 EBC 概念, 同时金蝶提出将云 ERP 重构到 EBC, 将 ERP 以工具/模块的角色部署在新一代数字化平台上, 在云环境下充分利用云计算的弹性和可扩展性, 真正实现云 ERP 灵活、实施周期短、运维成本低、安全性高等优点。

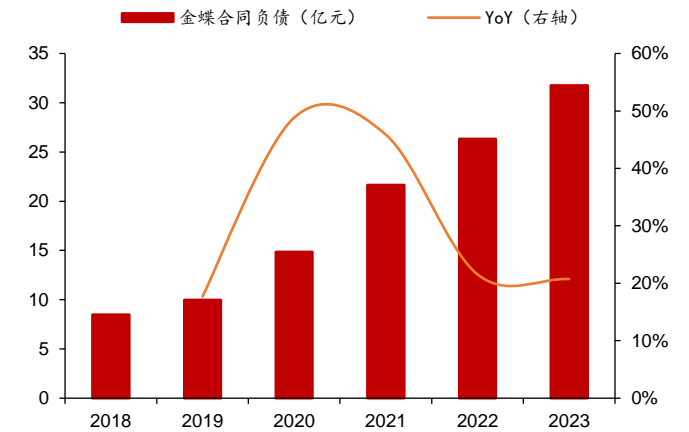
公司已构建完整的智能 EBC 产品矩阵, 战略聚焦“平台+人财税+生态”。公司持续深化苍穹平台的低代码开发与主数据管理等技术能力, 专注人力、财务和税务三大应用领域, 面向不同规模企业客户形成星瀚、星空和星辰三大解决方案, 而其他应用产品由生态伙伴基于苍穹平台进行开发。其中星瀚以财务中台、EPM (企业绩效管理)、全球司库为代表应用, 涵盖大企业集团财务、集团税务、全球人力资源、集团生产采购等全方位的数字化管理, 助力大企业 ; 星空作为集成“ERP+MES (制造执行系统)+PLM (产品生命周期管理)”一体化 SaaS 解决方案, 服务中型客户研发、制造、供应链、营销、财务等全领域的转型; 星辰服务成长期的小型企业, 帮助它们建立规范化业务流程, 实现高效内外业务协同, 提升财税管理及经营决策效率。截止 24M10 公司全球创见者大会, 金蝶生态体系已覆盖超 5000 家伙伴, 并有近 200 家 ISV 基于苍穹平台构建数字化产品, 包括独立软件开发商、系统集成商、咨询公司等。

图表7: 公司 ARR 及同比增速



资料：公司官网，方正证券研究所

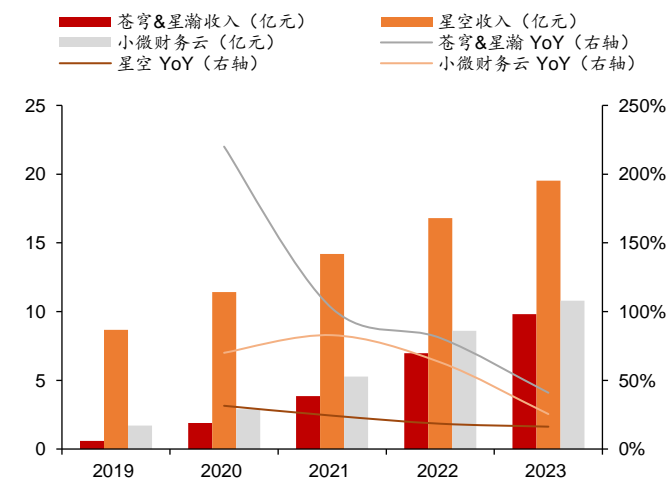
图表8: 公司合同负债及同比增速



资料：Wind，方正证券研究所

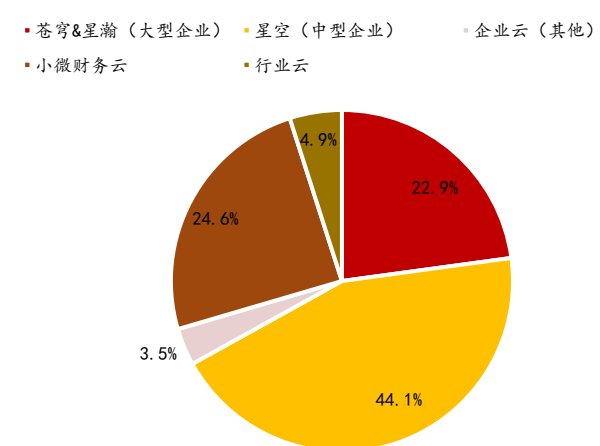
进一步拆分云业务的收入结构，中大型客户占比持续提升。公司云收入分为企业云服务（针对中大型企业客户的苍穹、星瀚与星空等）、小微企业云服务（针对小微企业的星辰和精斗云等）与行业云服务（针对垂直行业的产品）。24H1，企业云服务收入 16.9 亿元，占云业务的 70.5%，其中苍穹和星瀚实现 5.5 亿元，星空实现 10.6 亿元；小微企业财务云实现收入 5.9 亿元，占比 24.6%；行业云服务收入为 1.2 亿元，占比 4.9%。

图表9: 公司云业务分产品收入及同比增速



资料：Bloomberg，方正证券研究所

图表10: 公司云业务收入结构 (24H1)



资料：Bloomberg，方正证券研究所

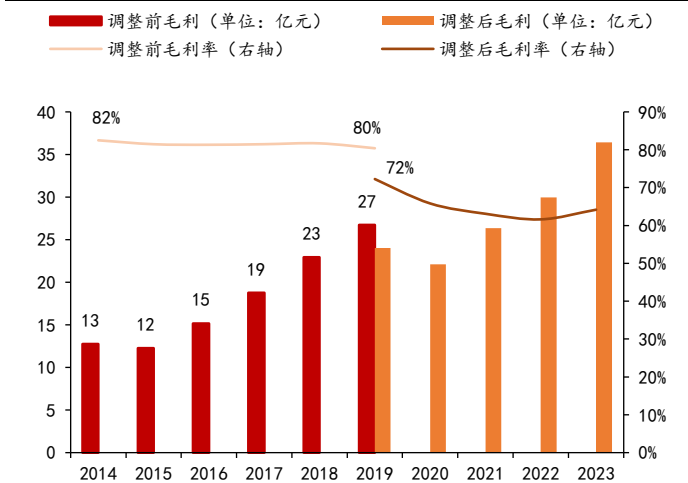
毛利率受大客交付成本影响有所下滑，后逐步趋稳。公司于 2020 年调整外包服务费的划分口径，将部分与 ERP 和云实施相关的外包服务费从销售费用调整至营业成本，致使当年销售费用率与毛利率出现大幅波动。剔除会计变更影响，毛利率于 20 年同比下滑 6.5pct 至 65.8%，主因苍穹相关交付成本和 IaaS 成本增长。2021-2023 年，毛利率基本稳定于 60%-65% 区间。

销售费用占比高，整体费用率稳中有降。1) 销售及推广费用率：2020-2023 年稳定在 41% 左右，24H1 同比下滑 1.8pct 至 42.7%。2) 研发费用率：2020 年，研发费用率提高 11.7pct 至 29.3%，主因停售传统软件后需提前摊销，研发资本化率下调 37.8pct 至 35.6%。去除研发资本化率的影响，公司 2020 年研发费用率增加，主因云产品（尤其是苍穹）相关研发开支扩大。2021 年以来，随各条产品线

的研发投入高峰期已过，进入维护和优化阶段，研发费用率保持稳中有降趋势。
3) 行政费用率：得益于良好的人员管控持续走低，从 2020 年的 12.3% 下滑至 2023 年的 8.6%。

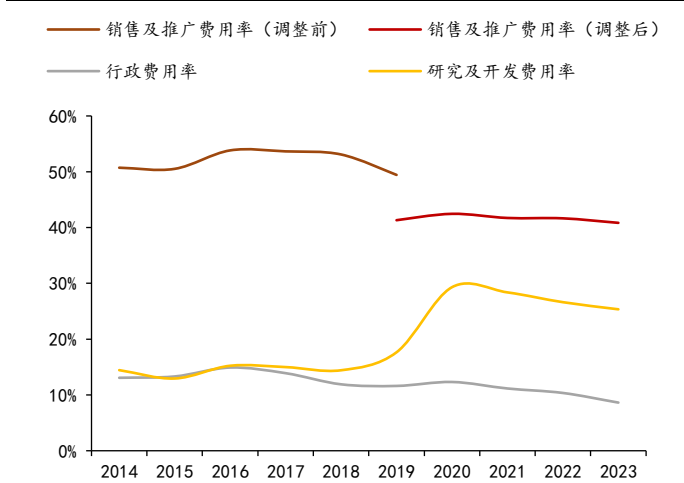
亏损随云业务成熟有所收窄，盈亏平衡拐点可期。毛利趋稳叠加费用控制，公司经调整净利润亏损在 2023 年出现明显收窄，达到-2.1 亿元（2022 年为-3.9 亿元）。盈利能力改善背后是云模式的成熟，云业务经营利润率保持同比提升，并在 23H2 首次转正至 3.2%（YoY+5.5pct）。

图表11: 公司毛利及毛利率



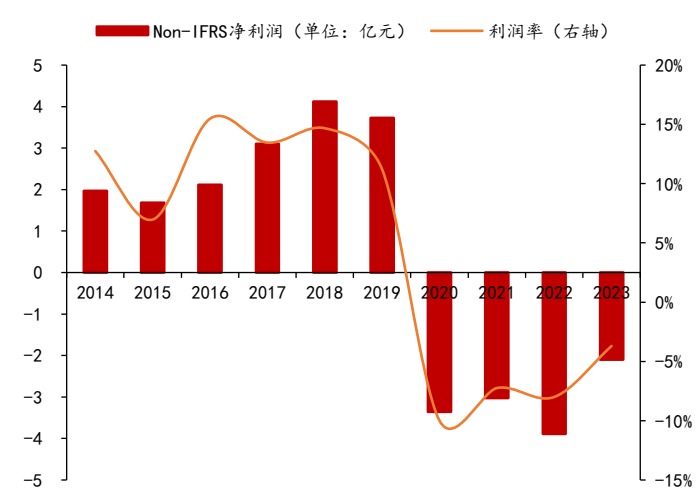
资料：公司公告，Wind，方正证券研究所
注：2020 年，与实施相关的外包服务费从销售及推广费用重新分类至销售成本，并追溯调整至 2019 年。

图表12: 公司各项费用率



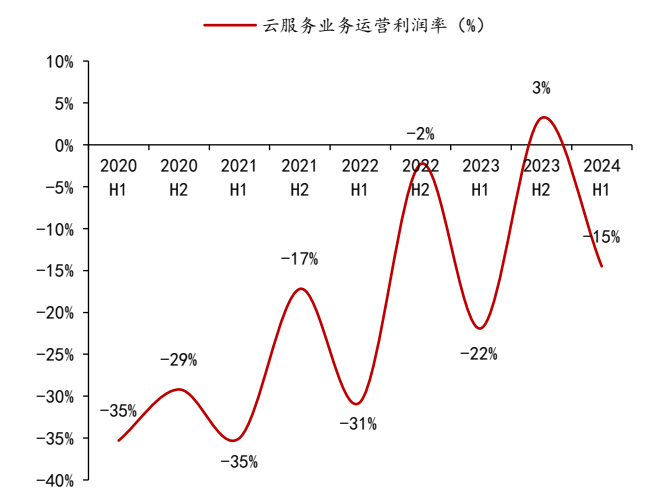
资料：公司公告，Wind，方正证券研究所
注：2020 年，与实施相关的外包服务费从销售及推广费用重新分类至销售成本，并追溯调整至 2019 年。

图表13: 公司经调整净利润及净利率



资料：Bloomberg，方正证券研究所

图表14: 公司云业务经营利润率

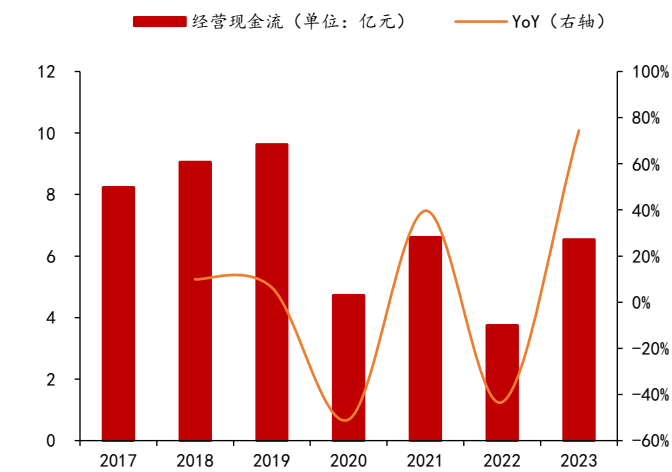


资料：公司官网，方正证券研究所

自由现金流已转正。订阅模式下，现金流入在客户付款时立刻体现，而收入和利润则根据会计准则分期确认。经营性现金流能直接反映客户对订阅服务的接受度及付款意愿，显示公司转型进展和盈利潜力。2017 年到 2022 年，公司经营现金流呈现波动性变化，其中 2022 年因公司加大星瀚和 HR SaaS 产品研发投入大幅下降。2023 年，公司实现经营现金流 6.53 亿元，同比增加 74.5%，且公司指引 2024 年将延续增长态势，达 9 亿元。公司近年研发资本化比例较为稳定，自由现

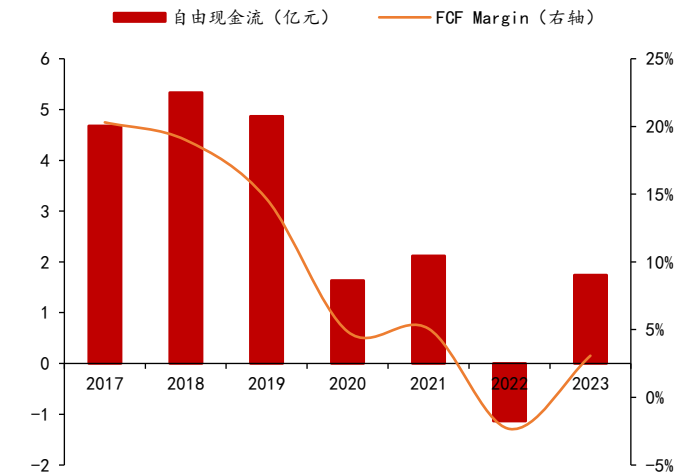
金流波动情况基本与经营性现金流一致，2022 年出现低谷后（FCF Margin 为-2.2%），2023 年转正至 1.7 亿元，对应 FCF Margin 为 3.1%。

图表15:公司经营现金流及同比增速



资料：公司公告，Wind，方正证券研究所

图表16:公司自由现金流及同比增速

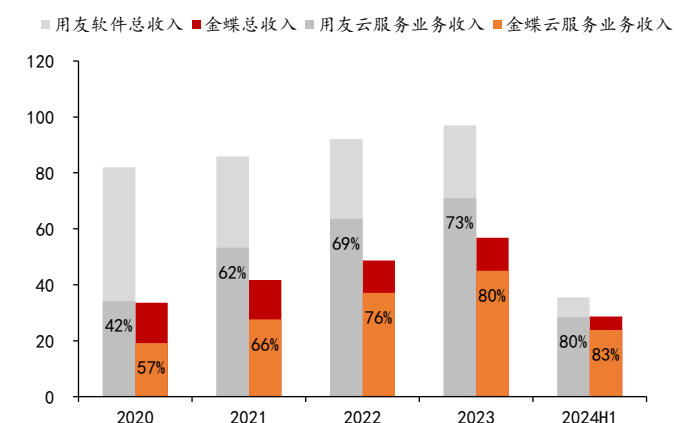


资料：公司公告，Wind，方正证券研究所

注：自由现金流=经营现金流-资本化的研发支出

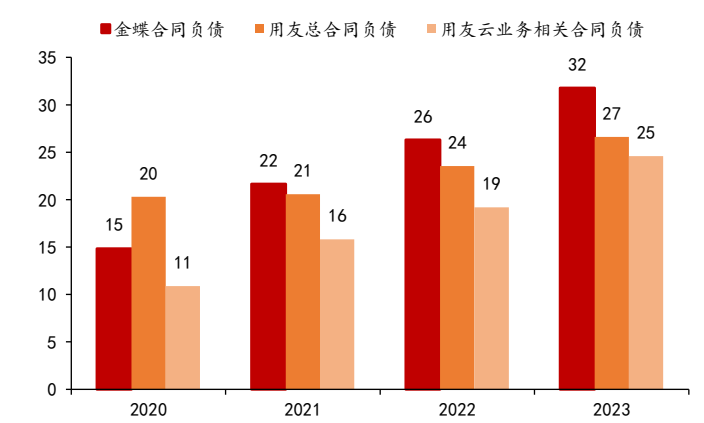
云转型进展与成效领先同行。用友软件同为 ERP 行业上市公司，长期在中国 ERP 市场占据领先地位，公司产品与商业模式均和金蝶类似，但在客群方面差异化定位大型企业和央国企市场（对比金蝶相对在中小型企业市场更具优势）。我们以用友为可比公司进行财务分析：收入层面，金蝶与用友的规模差距正在逐步缩小，主要得益于金蝶在云转型方面具有先发优势，且其不断渗透大型企业市场，云业务收入占比与合同负债额始终高于用友。利润层面，由于大企业客群更加强调整制化和私有化，用友毛利率低于金蝶；得益于人员管控和云转型降本增效，金蝶与用友的费用率差距正逐步缩小。

图表17:金蝶与用友收入结构比较（单位：亿元）



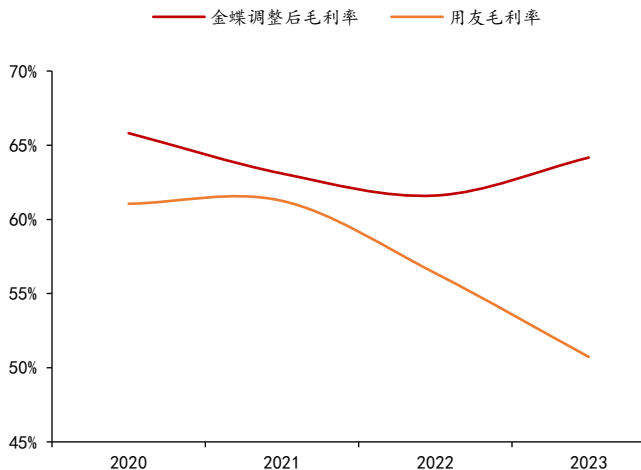
资料：Wind，用友公告，方正证券研究所

图表18:金蝶与用友合同负债比较（单位：亿元）



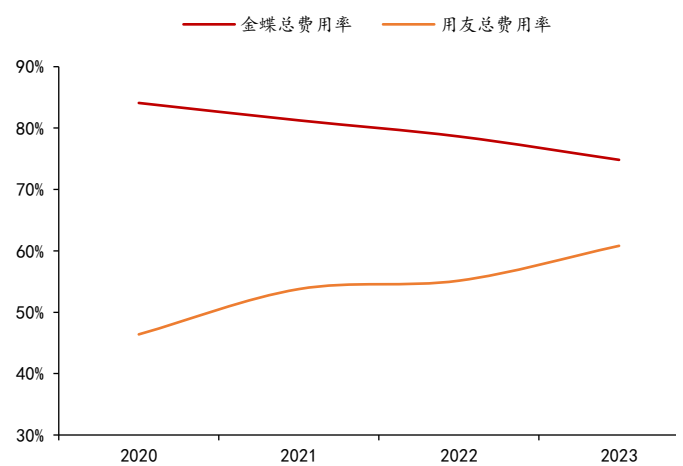
资料：Wind，用友公告，方正证券研究所

图表19:金蝶与用友毛利率比较



资料：Wind, 方正证券研究所

图表20:金蝶与用友费用率比较



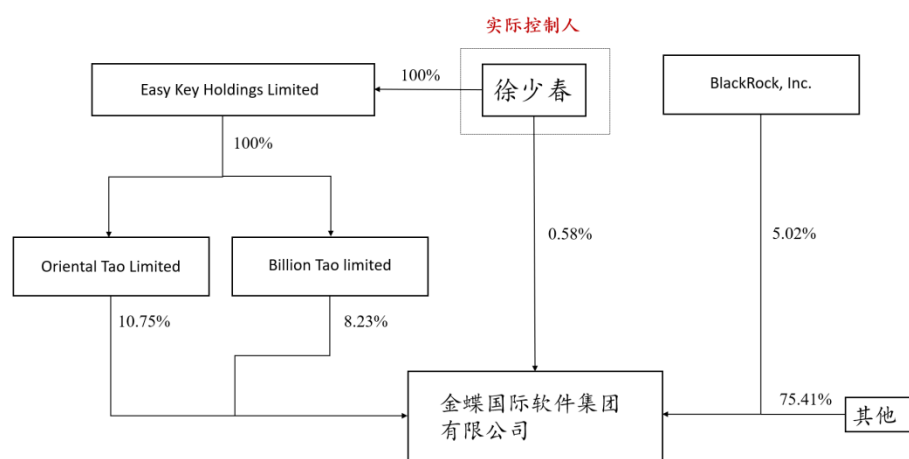
资料：Wind, 方正证券研究所

注：总费用率=销售及推广费用率+行政费用率+研发费用率

1.3 股权结构及管理层：CEO 徐少春为实际控制人

徐少春是公司创始人、CEO 兼董事会主席，领导公司 20 余年，期间多次以“砸”的方式带领公司破旧立新；截至 2024 年 6 月 31 日，徐少春通过直接和间接持股，合计拥有公司 19.57% 的股份，为公司的实际控制人。此外股权结构较为分散，其他大股东包括 BlackRock，持有公司 5.02% 的股份，剩余的 75.41% 股份主要由各大机构投资者持有。

图表21:公司股权结构（截至 2024 年 6 月 31 日）



资料：公司财报, Wind, 方正证券研究所

注：徐少春还以信托受益人的形式持有 0.01% 的股份，BlackRock 还持有 0.17% 的空头头寸

图表22: 公司管理层经验丰富

姓名	性别	年龄	职务	学历	介绍
徐少春	男	60	总裁、首席执行官、 董事会主席、执行董事	东南大学计算机专业学 士、财政科学研究所会计 学硕士、中欧国际工商管 理硕士(EMBA)	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、深圳市民间企业家商会副会长, 长期领导金 蝶国际在全球市场中的战略发展。
林波	男	50	首席财务官	厦门大学计算机科学学士	1997 年加入金蝶, 曾担任福建省区总经理、集团运营管理 部总经理及集团战略发展部总监等职务, 积累了丰富的战略 规划、营销管理及财务管理经验。
萧文豪	男	50	公司秘书	香港大学法律学士	现为薛冯邝岑律师行合伙人, 亦为中国司法部委任的中国委 托公证人, 其专业包括企业融资、资本市场、证券、合并及 收购、合营及一般商业事宜。

资料 : Wind, 方正证券研究所

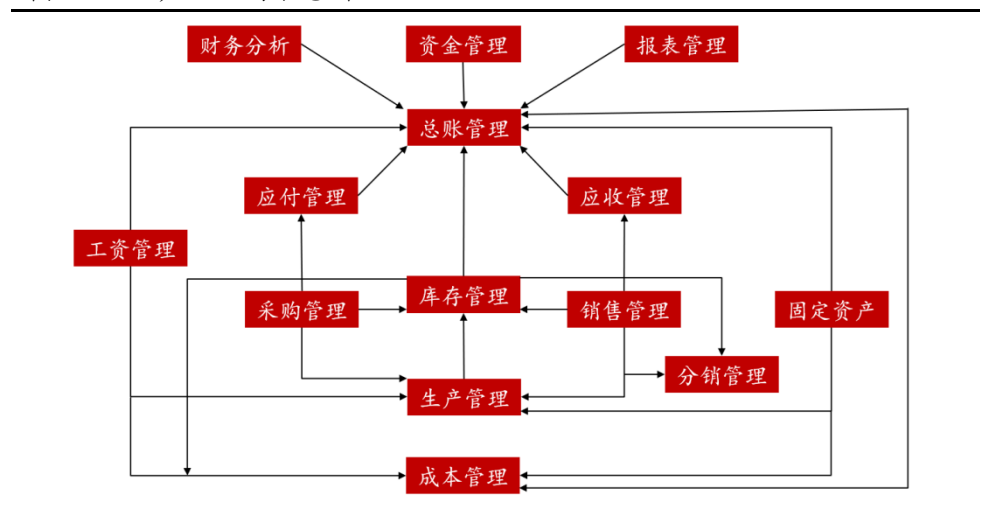
2 行业分析: 云化与国产化创造替代机会, 外资强势地位动摇

2.1 行业概况: 中国 ERP 市场持续扩张, 外资借技术堆栈优势主导高端市场

2.1.1 ERP 整合物流、财流与信息流, 软件价值占比大

ERP, 即企业资源计划 (Enterprise Resource Planning), 是一种用于整合和管理企业内部各项资源的综合性信息系统。企业运营需要很多核心业务流程, 而 ERP 最基础的功能就是帮助企业在集成式系统中高效管理所有流程, 因此被称为“企业的记录系统”。ERP 系统由多个互通信息且共享一个通用数据库的模块组合而成, 每个模块只专注于一个业务领域; 应用最广泛的模块包括财务 (管理总账、跟踪应付应收账款)、HR (工时与考勤监督)、采购 (询价、合同创建)、销售 (订单与合同管理)、制造 (物料需求管理)、供应链 (跟踪库存、仓储与物流情况) 等。

图表23: ERP 产品结构示意图



资料 : 华经产业研究院, 方正证券研究所

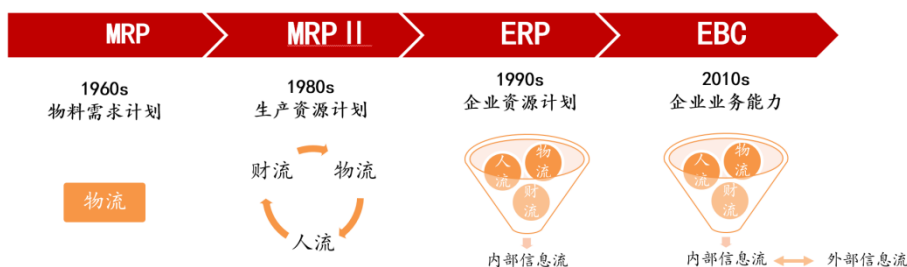
ERP 从制造业物料管理系统发展为企业资源管理应用的过程可分为四个阶段:

- 1) MRP 时代 (Material Requirement Planning, 物料需求计划): 60 年代, 工业制造企业开始运用 MRP。初始 MRP 的功能是根据市场需求, 确定生产什么,

继而确定需要什么物料，再基于已有库存，计算出还需采购的物料，最后制定出完整的生产计划；

- 2) **MRP II 时代**：考虑到管理者更为关注企业完成生产后是否获得利润，MRP II 在 80 年代出现，核心变化是加入财务模块，从经济效益角度出发管理生产；
- 3) **ERP 时代**：90 年代，MRP II 系统升级为企业层面的集成资源管理系统 ERP，从以公司内部运作为核心的生产与财务模块扩展至产业链上下游的供应链管理与客户关系管理模块，行业也不再限于制造业；
- 4) **EBC 时代**：ERP 系统从多个独立的模块应用升级为基于统一云原生平台的可组装的容器服务，模块化部署的灵活性加强。此外，统一平台标准有助于构建开发者生态，进一步拓展模块的可选择空间。

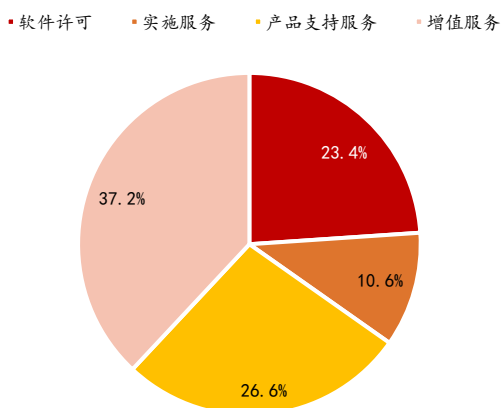
图表24:ERP 概念发展历程



资料：亿欧智库，方正证券研究所

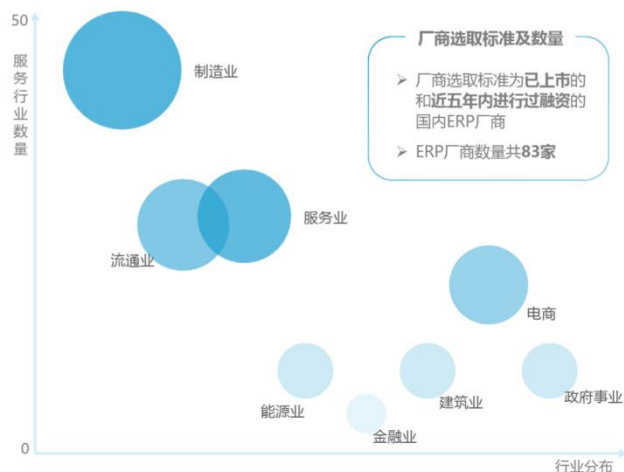
ERP 产业链可分为产品、服务与应用三大环节。上游包括通用软件的开发和相关硬件的制造；其中，软件开发主要包括操作系统、数据库及开发工具等，硬件设备主要为服务器和存储系统。中游即根据客户的业务流程和发展战略等，为客户提供关于 ERP 系统的实施和支持服务。据明源云招股书估算，中国本地部署 ERP 软件许可/实施服务/产品支持服务/增值服务在 2024 年的占比为 23.4%/10.6%/26.6%/37.2%。下游客户广泛分布于各个领域，2023 年，中国 ERP 应用最多的为制造业（占比 41.1%），其次为流通行业（占比 17.4%）。

图表25:中国本地部署 ERP 软件市场各环节占比（2024E）



资料：明源云招股书，方正证券研究所

图表26:典型 ERP 厂商服务行业分布（2022）

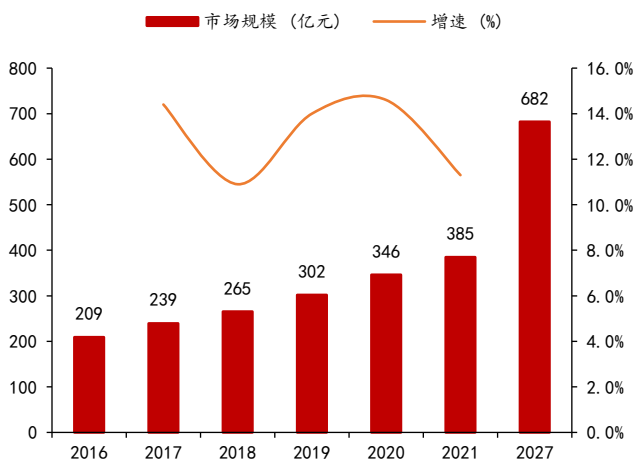


资料：亿欧智库，方正证券研究所

2.1.2 中国 ERP 软件市场持续扩张，渗透率仍有较大提升空间

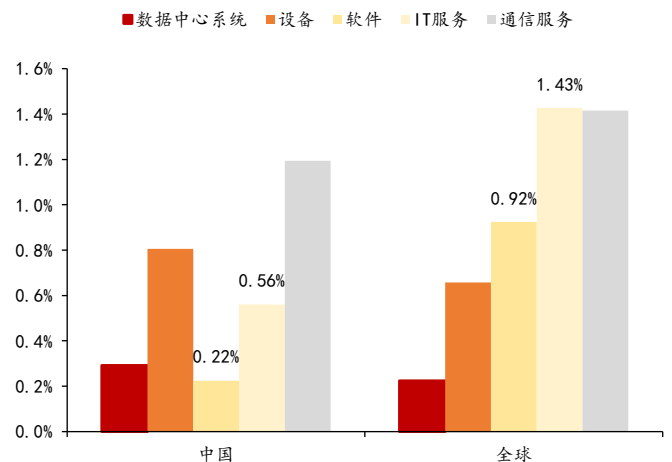
中国 ERP 软件渗透率仍有较大提升空间。在需求侧数字化转型推进及供给侧 ERP 产品力提升支撑下，中国 ERP 软件市场持续扩张。据数据，2016-2021 年中国 ERP 软件市场规模由 209 亿元增长至 385 亿元，CAGR 达 13%；预计 2027 年将达到 682 亿元，对应约 10% CAGR。将 ERP 软件市场规模按照 $\text{GDP} \times \text{IT 支出占 GDP 比重} \times \text{软件占 IT 支出比重} \times \text{ERP 占软件支出比重}$ 进行拆分，中国 IT 支出占 GDP 比重及软件占 IT 支出比重仍有较大提升空间。一方面，国内企业数字化程度偏低，IT 投入水平与发达国家相比仍有较大差距。2023 年，中国 IT 支出占 GDP 比重为 0.56%，低于世界平均的 1.43%。另一方面，国内 IT 支出更侧重硬件与通信服务投入，软件需求有待挖掘。

图表27: 中国 ERP 市场规模及增速预测



资料：方正证券研究所

图表28: 全球与中国细分 IT 支出占 GDP 比例 (2023)

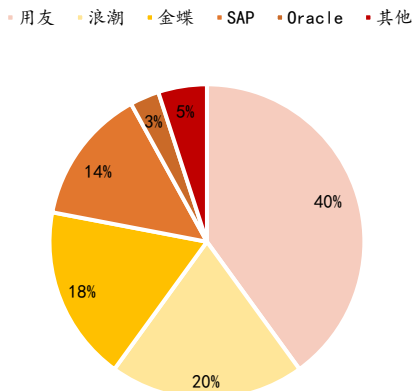


资料：Gartner, 快易数据, 方正证券研究所

2.1.3 外资厂商主导高端赛道，入局冲击国产格局

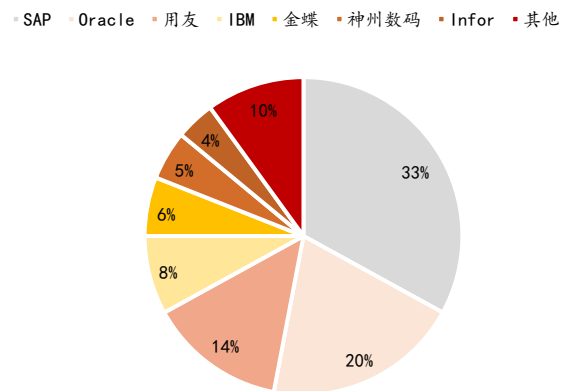
中国 ERP 软件市场集中度高，外资厂商主导高端赛道。根据前瞻产业研究院数据，2021 年，国产 ERP 厂商在整个市场中占比近 70%，市占前三分别为用友 (40%)、浪潮 (20%) 及金蝶 (18%)；高端赛道由外资厂商主导，市占前三分别为 SAP (33%)、Oracle (20%)、用友 (14%)。

图表29: 2021 年中国 ERP 软件市场竞争格局



资料：方正证券研究所

图表30: 2021 年中国高端 ERP 软件市场竞争格局



资料：Gartner, 方正证券研究所

海外厂商先发于大企业客户市场，具备明显技术堆栈优势。SAP 自其成立以来就专注服务全球巨型企业，通过长期服务福特、西门子等复杂客户，积累了深厚的技术经验和行业知识。这些经验沉淀在其技术栈中，使其 ERP 产品具备应对全球跨国企业复杂业务场景的能力，如不同国家的税法、薪酬结构和结算方式。相较国内 ERP 厂商，创立之初多专注于中小微企业的标准化需求，这种市场选择虽然帮助厂商在初期快速积累客户和市场份额，但长期来看，由于中小微企业的业务复杂度远不及大型企业，导致国产 ERP 厂商在技术积累和复杂场景的应对能力上有所局限。

入局高端 ERP，为 破局关键。Meta ERP 设计之初主要服务企业内部，现已在全球各部门投入应用，而对于外部客户则采取先试点后铺开的策略。24M6，据中广核电子商务平台披露，中标 2000 万《新一代 ERP 产品预研技术支持服务项目》，标志其 ERP 产品正式进入产品化与商业化阶段。我们认为，大型企业软件系统涉及的系统架构、业务模块多样，目前国内单一厂商在资源、技术人员、交付能力等方面无法响应所有需求，多个厂商协同工作能够有效分配资源。考虑到 Meta ERP 在自主研发过程中得到了用友、金蝶等软件厂商对财务和人力资源等模块的支持，我们推测未来大型央国企 ERP 市场将延续以 Meta ERP 为底座的多厂商协作开发模式。

图表31: 中国 ERP 软件市场主要参与者对比

	ERP 系统开发时间&主要目标客群	进军中国大型企业市场时间&产品	如今定位(中国市场)	产品特点
金蝶	1999 年, ERP K/3, 中小企业	2003 年, 金蝶 EAS	中小企业为主, 正大力拓展大型企业客户群体	金蝶 EBC: 强调企业与外部连接的能力, 云原生平台服务模式, 具备可组装性; 擅长制造业。
用友	1997 年, 用友 U8, 中小型企业	2000 年, NC1.0	大型企业与央企为主	用友 BIP: 与金蝶 EBC 没有本质区别, 擅长财务模块。
浪潮	1997 年, 大型企业和政府机构	1997 年, -	大型企业客户为主	提供“互联网+政务”解决方案, 主要面向各级地方政府和烟草行业
Oracle	1992, R9, 中小型企业	1996 年, Oracle R10	大型民企	基于其自身 IaaS, Oracle Cloud Infrastructure (OCI) 来构建 Oracle Fusion 云应用程序套件, ERP 系统具有强大的实时数据分析能力, 并注重技术的领先和深度集成。
SAP	1981 年, SAP R/2, 大型企业	1995 年, SAP R/3	大型央国企	主要提供较为成熟的完整产品, 擅长于深入挖掘行业痛点并提供定制化解决方案。
Meta ERP	2019 年, 大型 ERP, 服务企业内部	-	大型央国企	自研 ERP, 全栈自主可控, 采用了云原生架构、元数据多租架构、实时智能技术等, 目前主要提供技术支持服务

资料来源: 36 氪, 简道云, 新浪财经, 搜狐, 方正证券研究所

2.2 发展趋势: 云转型与 推进, 国内厂商有望受益

2.2.1 云化: 中小企业上云意愿高, 大客拓展前提为 PaaS+SaaS 布局

上云指企业将传统 ERP 系统迁移至云端, 通过云服务提供商的服务器和基础设施来运行和管理 ERP 应用。云部署可进一步分为公有云和私有云两种模式, 其中, 公有云指将 ERP 部署在公有云厂商的数据中心, 通过标准化产品带来成本低、稳定性高、生态丰富等优点; 私有云指将 ERP 部署在企业或第三方专用服务器上, 强调数据的安全性, 对应成本更高。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/546220030123011003>