



泛微网络 (603039.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

模块拓展打开公司第二成长曲线

投资逻辑:

公司是我国协同管理软件行业龙头, 2012~2022 年营收复合增速达 28.5%, 扣非归母净利润复合增速达 14.7%, 保持较快的增长势头。从行业演变情况来看, 协同管理软件市场边界持续拓宽, 头部公司由于拥有品牌效应、移动端流量入口合作、信创适配能力及资本优势, 市场份额有望进一步提升。

销售模式的演进是公司的第一成长曲线。公司自 2015 年开始推行 EBU 模式, 将内部的销售和交付进行剥离、成为独立的外部公司, 至 2021 年公司约 95% 的营收由 EBU 贡献。与经销模式相比, EBU 对原厂的依赖性更强、忠诚度更高; 与直销相比, EBU 有利于提升拓展长尾产品、打开市场空间。

专项模块拓展打造公司第二成长曲线。近年来随 EBU 数量增长相对放缓 (2015-2022 年 EBU 数量复合增速超过 38%)、技术服务占比提升 (由 2013 年的 20.2% 提升至 2022 年的 54.3%), 公司增长的动能正在由渠道向产品切换。目前公司正积极进行平台化布局, 通过投资+自研的方式持续丰富产品矩阵, 预计内部产品创业将会成为公司拓展产品的主要方式。

公司积极布局生成式 AI 技术, 有望取得智能办公入口先机、进一步助力模块拓展。目前公司已推出“小 e 机器人”、“千里聆”信息采集数字化员工等产品。由于进行大模型研发有较高的数据和研发投入壁垒, 公司作为行业龙头, 在本轮 AI 变革中拥有相对优势, 市占率有望进一步提升。

公司于 2023 年 5 月发布员工持股计划 (草案), 拟向不超过 237 名员工授予不超过 423.71 万股, 约占当前总股本的 1.63%, 在稳定核心团队的同时有利于激发内部创新动力。持股计划业绩考核以 2022 年为基数, 2023 年营业收入或净利润增速不低于 10%。腾讯作为公司第三大股东, 持股比例为 4.89%, 与公司业务多有协同, 公司有望受益于腾讯 B 端大模型的持续推广。

盈利预测:

我们预测, 2023~2025 年公司实现营业收入 27.0/34.3/43.8 亿元, 同比增长 15.6%/27.4%/27.5%; 归母净利润 2.3/3.4/5.5 亿元, 同比增长 4.1%/44.7%/63.0%, 对应 EPS 为 0.89/1.29/2.10 元。我们采用市销率法对公司进行估值, 选取 3 家可比公司, 给予公司 2023 年 7.6 倍 PS 估值, 目标价 78.58 元/股。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示:

监管警示风险; 模块拓展不及预期; AI 等新技术发展不及预期; 应付账款较高的风险。

计算机组

分析师: 王倩雯 (执业 S1130522080001)

wangqianwen@gjzq.com.cn

分析师: 孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

联系人: 赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 72.97 元

目标价 (人民币): 78.58 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,003	2,331	2,695	3,433	4,377
营业收入增长率	35.11%	16.41%	15.57%	27.39%	27.51%
归母净利润(百万元)	309	223	232	336	548
归母净利润增长率	34.48%	-27.69%	4.05%	44.70%	62.95%
摊薄每股收益(元)	1.185	0.857	0.891	1.290	2.102
每股经营性现金流净额	1.38	0.84	1.57	2.04	2.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.42%	11.68%	11.33%	14.92%	21.22%
P/S	9.49	8.16	7.06	5.54	4.34
P/B	9.61	6.86	9.27	8.44	7.37

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 协同管理软件集中度呈提升趋势，产品边界逐渐拓宽.....	4
2. 销售模式的演进是公司的第一成长曲线.....	5
3. 当前增长的动能正在由销售扩张向产品创新切换.....	8
3.1 从外延并购转为内生增长，专项模块拓展打造公司第二成长曲线.....	8
3.2 生成式 AI 为公司拓展模块边界提供新机遇.....	9
4. 股权激励绑定核心骨干，有望受益于腾讯 B 端大模型的持续推广.....	11
5. 盈利预测与投资建议.....	12
6. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1：协同管理软件以应用为核心的发展.....	4
图表 2：协同管理软件以部署模式为核心的发展.....	4
图表 3：协同管理软件市场规模.....	4
图表 4：CR2 市占率持续提升.....	4
图表 5：2018 年中国协同管理软件市场结构.....	5
图表 6：2015 年后实行 EBU 模式，公司营收增速提升明显.....	6
图表 7：至 2021 年，公司约 95% 营收由 EBU 贡献.....	6
图表 8：公司目前拥有多级销售体系.....	6
图表 9：经销、直营、EBU 模式对比.....	6
图表 10：EBU 模式下的财务处理方式.....	6
图表 11：EBU 模式使得公司毛利率高于同业.....	7
图表 12：EBU 模式使得公司销售费用率高于同业.....	7
图表 13：经销、直营、EBU 模式的财务指标对比.....	7
图表 14：EBU 分成比例近年趋于平稳.....	7
图表 15：部分 EBU 分成模式及分成比例.....	7
图表 16：直销及 EBU 模式下 ARPU 与净利率的关系.....	8
图表 17：EBU 数量及单家 EBU 创收增长放缓.....	9
图表 18：近年技术服务占主营业务收入比重逐步提升.....	9
图表 19：公司产品简介.....	9
图表 20：公司已有&未来可能拓展的模块.....	9
图表 21：公司智能办公平台提供 4 大特色能力.....	10
图表 22：公司“千里聆”产品支持 7*24 小时信息自动采集.....	10
图表 23：Y Combinator 2023 年投资大量企业服务公司.....	11



图表 24: Workato 企业流程自动化解决方案.....	11
图表 25: 公司各区域营收增速.....	11
图表 26: 公司与致远各区域增速之差.....	11
图表 27: 2023 年一季度末公司十大股东明细.....	11
图表 28: 公司员工持股计划参加对象及持有份额.....	11
图表 29: 盈利预测核心假设.....	13
图表 30: 可比公司估值比较（市销率法）.....	13



1. 协同管理软件集中度呈提升趋势，产品边界逐渐拓宽

过去 30 年，协同管理软件的内涵从简单的“文档电子化”逐步向“组织制度落地执行的工具”演进，边界逐渐扩张；生成式 AI 浪潮之下，协同管理软件也有望作为企业级智能助理，成为企业智能协作办公的入口。

相较钉钉、企业微信、飞书等标准化应用，专业的协同管理软件更能满足大中型企业的定制需求，较为考验产品的标准化程度以及软件公司的项目管理水平。

图表1：协同管理软件以应用为核心的发展



图表2：协同管理软件以部署模式为核心的发展



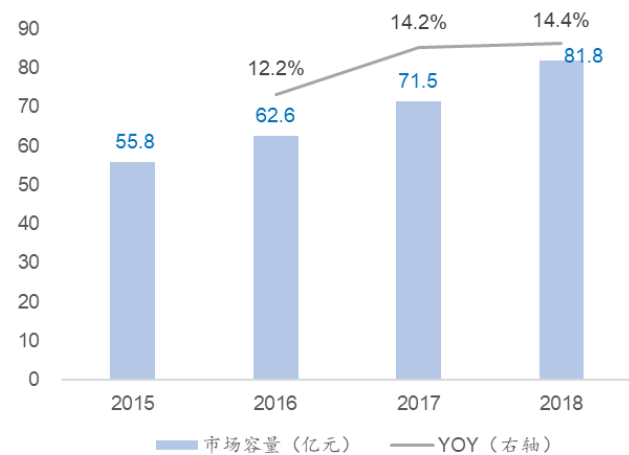
来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

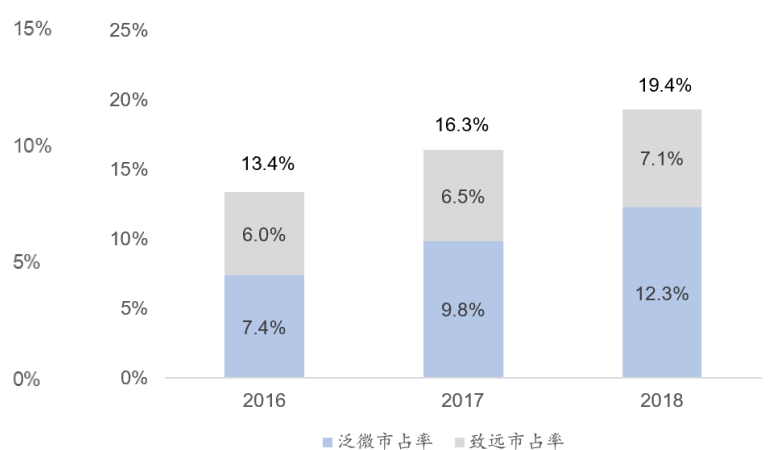
协同管理软件竞争格局相对分散，过往头部公司的增长主要由行业集中度提升驱动。2017 年国内协同管理软件厂商有近 500 家，其中自有品牌的公司仅为 40 多家。近年，我们观察到头部公司有集中度提升的趋势，这一趋势主要受益于：

- 品牌效应：随着行业的发展，客户倾向于选择有一定品牌知名度的企业，以保障项目的成功实施、以及产品的长期迭代和维护；
- 移动端流量集中：企业微信、钉钉、飞书等 C 端流量头部平台分别与头部协同管理软件公司开展合作，为其提升移动入口接入能力，也使得移动端流量进一步聚集；
- 信创全面适配能力：小型公司难以满足信创的各类适配需求；
- 资本优势：随着协同办公从数字化向智能化发展，有资本优势的上市公司更可能进行深入的智能化应用研发、以及进行相关投资和并购。

图表3：协同管理软件市场规模



图表4：CR2 市占率持续提升



来源：致远互联招股说明书，中国软件行业协会《2018 年中国软件和信息技术服务业发展报告》，国金证券研究所

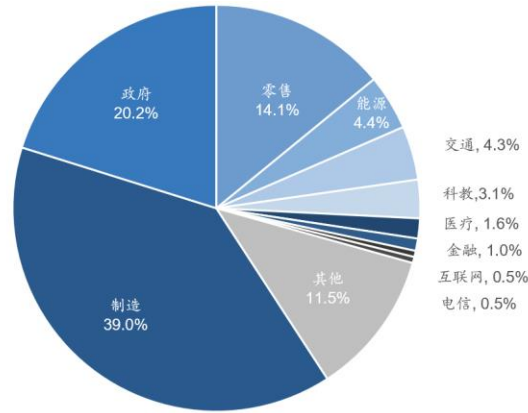
来源：wind，致远互联招股说明书，中国软件行业协会《2018 年中国软件和信息技术服务业发展报告》，国金证券研究所

说明：由于最新权威数据统计仅至 2018 年，可能存在与最近年份的增速有所差距的风险。



协同管理软件市场化程度较高。根据《中国软件和信息服务业发展报告》，2018 年协同管理软件主要应用于制造业、政府、批发零售等领域，金融与互联网行业的增速较快，但总体规模仍然较小。

图表5：2018 年中国协同管理软件市场结构



来源：2018 年中国软件和信息服务业报告，国金证券研究所

说明：由于最新权威数据统计仅至 2018 年，可能存在与最近年份的比例分布有所不同的风险。

综上，我们认为协同管理软件市场空间拓宽、竞争格局优化。近年头部公司的增长主要受集中度提升驱动；未来整体行业的增长主要受益于协同管理软件业务边界的扩张，包括生成式 AI 带来的模块拓展机遇。

2. 销售模式的演进是公司的第一成长曲线

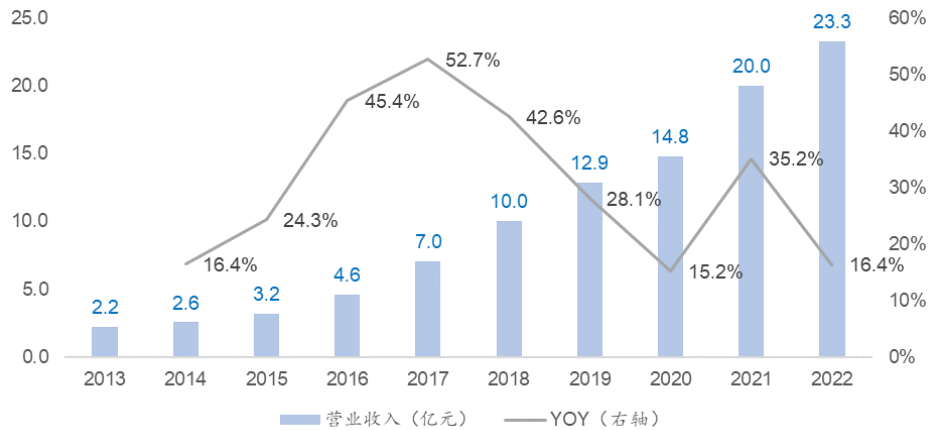
公司成立于 2001 年，与中国协同办公软件行业共同起步。至 2022 年，公司营业收入达 23.3 亿元，同比增长 16.4%，主要受到宏观经济影响；2012~2022 年，公司营收复合增速为 28.5%，扣非归母净利复合增速为 14.7%，展现了较快的增长势头。

公司发展的 20 多年间，销售模式的演进是公司的第一成长曲线，背后反映的是产品标准化程度的提升。销售模式的演进大致可以分为 3 个阶段：

- OEM 阶段(2005 年左右)：公司为浪潮、朝华等公司做 OA 的 OEM，借此打磨产品、提升品牌知名度；
- 全国直销阶段(2006 至 2014 年)：2006 年，具备一定的品牌知名度后，公司开始自建全国服务网络。至 2011 年，公司部署了 30 多个省级机构，全国布局初步完成。该阶段，公司同步推进 OA 产品与主流 ERP 的深度集成和应用，如 SAP、Oracle、用友等。
- 拓展 EBU(即区域授权业务运营中心下属网点，下文简称 EBU)和代理商阶段(2015 年至今)：2015 年，公司 EBU 体系全面启航，成为这期间公司营收增长的主要动因；至 2021 年，公司约 95% 的营收均由 EBU 贡献。同时，2019 年公司发布不押款不压货的代理商政策，作为 EBU 模式的补充。2023 年，公司下沉到国内 3/4/5 线城市，计划在 2023 年增加 100 个本地化服务机构，并全面启动“全球合伙人招募计划”，共建全球数字化办公服务圈。



图表6: 2015年后实行EBU模式, 公司营收增速提升明显



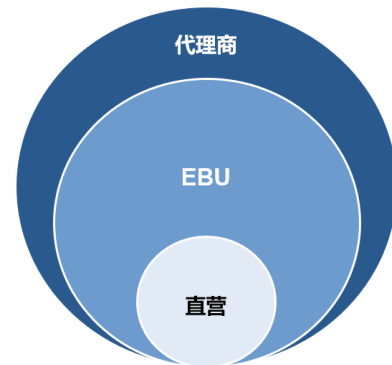
来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

图表7: 至2021年, 公司约95%营收由EBU贡献



来源: 公司招股说明书, 公司年报, 公司公告, 国金证券研究所

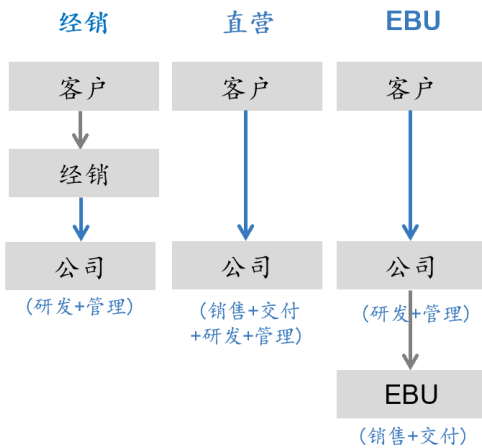
图表8: 公司目前拥有多级销售体系



来源: 公司官网, 公司招股说明书, 国金证券研究所

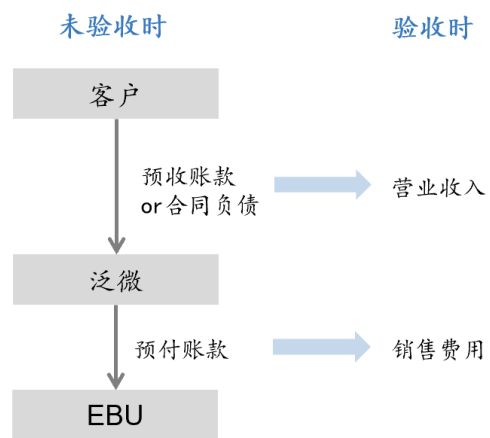
EBU模式是将内部的销售和交付进行剥离、成为独立的外部公司, 使得上市公司聚焦成为产品和研发中台。与经销相比, 由于EBU只与原厂进行独家合作、且客户与原厂直签合同, 因而EBU对原厂的依赖性更强、忠诚度更高。

图表9: 经销、直营、EBU模式对比



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所
说明: 蓝色箭头表示公司可计入财报的营业收入

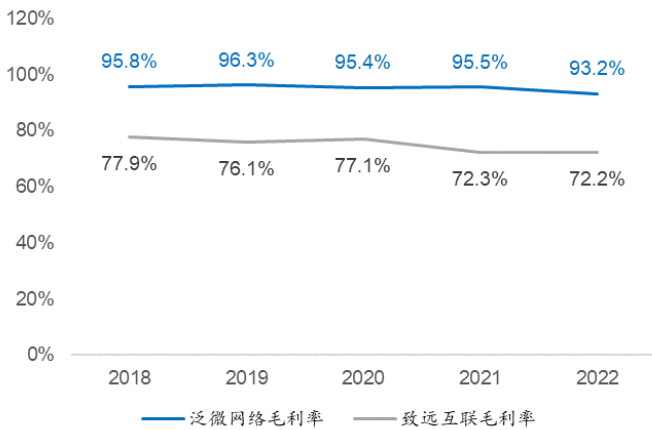
图表10: EBU模式下的财务处理方式



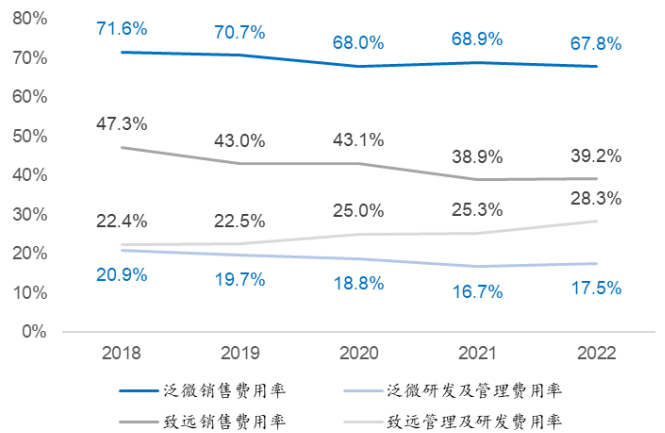
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所



图表11: EBU 模式使得公司毛利率高于同业



图表12: EBU 模式使得公司销售费用率高于同业



来源: 公司年报及招股说明书, 致远互联年报及招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司年报及招股说明书, 致远互联年报及招股说明书, 国金证券研究所

图表13: 经销、直营、EBU 模式的财务指标对比

	EBU	直营	经销
营业收入	高	高	低
营业成本	低 (毛利率 95%左右)	高 (毛利率 75%左右)	低
销售费用	高 (70%左右)	中 (40-50%)	低
研发&管理费用	基本相同		

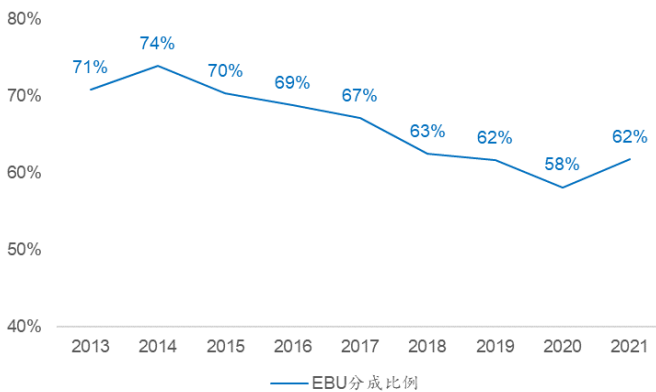
来源: 公司招股说明书, 致远互联招股说明书, 国金证券研究所

EBU 模式的成功运营依托于两个前提:

- 基于标准化产品: 独立的 EBU 团队实施水平有限, 且要求合理的盈利水平, 因而更适合基于标准产品的轻量交付; 复杂、不可控的项目交付并非 EBU 的首选;
- 要求老板精细管理、充分放权: 独立的 EBU 既承担了经营风险、也分享了经营收益与管理权利; 而原厂在降低管理复杂度的同时也将部分管理权利下放给各个 EBU 团队。这对老板的管理能力(如管理制度的设计、用人水平)和管理心胸(如愿意放权、愿意分享利益)均提出了一定要求。

EBU 与总部有着清晰的权责分配机制。2021 年, 公司要将 EBU 创收的 62% 以销售费用的形式予以分配, 该比例自 2014 年以来呈下滑趋势, 2018 年以后趋于平稳。

图表14: EBU 分成比例近年趋于平稳



图表15: 部分 EBU 分成模式及分成比例

按新老客户&EBU分成比例		按回款范围&EBU分成比例	
新客开拓	68.74%	50万	54.05%
新客-总部开拓	60.04%	50-100万	59.05%
老客升级	60%	100-150万	64.05%
老客(无需实施)	50%	150-200万	69.05%
老客(需实施)	按初次合同比例	200-250万	74.05%
		250万及以上	79.05%

来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

说明: 1) 2022 年公司未披露 EBU 营收占比; 2) EBU 分成比例=项目实施费/区域授权运营中心产生的收入。

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

说明: 分别参考 2016 年北京友洋、深圳知亦行分成比例, 最新政策可能有变化。

与直销模式相比, EBU 模式:

- 优势: 进一步打开了收入空间。一来是以“包产到户”的方式, 通过 EBU 来给公司销



售能覆盖的客户数量加杠杆；二来是 EBU 适合集成单价较低的模块，打开了长尾产品的空间。

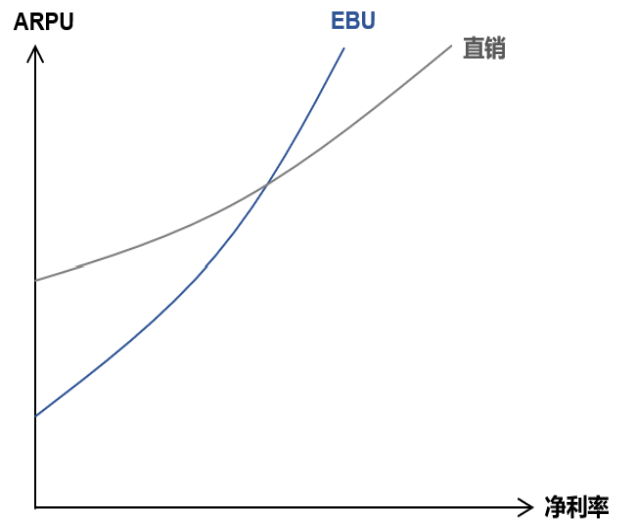
- 劣势：EBU 要求一定的合理净利率，使得原厂净利率天花板较低。同时，原厂及 EBU 均需承担管理效率的损失，整体系统的人效较低。

与 EBU 模式相比，直销模式：

- 优势：净利率天花板较高，更适合竞争相对没那么激烈的垂直行业。且相同客单价的提升会带来更大幅度的净利率提升，因而有更强的新客户&新产品拓展倾向；
- 劣势：收入天花板相对较低，且从客单价较低的单品起步会相对艰难，可能初期需要依靠融资先打磨产品、铺设直销网络。

图表 16：直销及 EBU 模式下 ARPU 与净利率的关系

	直销	EBU	说明
毛利率	72%	95%	
管理费用率	8%	5%	直销参考致远2021年财务数据，EBU参考泛微2021年财务数据
研发费用率	18%	12%	
EBU分成占比	-	59%	
剩余费用率	47%	20%	=毛利率-管理费用率-研发费用率-EBU分成比例
假设净利率	0%	0%	假设盈亏平衡
销售基础薪酬(万元)	24	24	假设两者相同，实际2021年泛微人均薪酬为23万，致远为24万
原厂销售/EBU	-	1.39	=767/550 (2021年)
EBU销售数量	-	4.33	=(8000-1659)/550*0.376 (2021年) EBU销售比例参考致远销售占比
成交客户/每销售	9.1	54.7	=1.39*4.33*9.1
ARPU (万元)	5.67	2.20	达到盈亏平衡的项目单价



来源：ifind，公司招股说明书，公司公告，公司公众号，致远互联年报，国金证券研究所

说明：1) 直销数据假设参考致远互联，EBU 数据假设参考泛微网络；2) 由于 2022 年受到宏观经济影响较大，因而均参考两家公司 2021 年相关比率；3) 由于公司未披露 2018~2021 年具体的 EBU 数量，因此进行客单价计算时，“500+”取 550 家 EBU 数量进行测算，可能导致 EBU 客单价的计算偏差

3. 当前增长的动能正在由销售扩张向产品创新切换

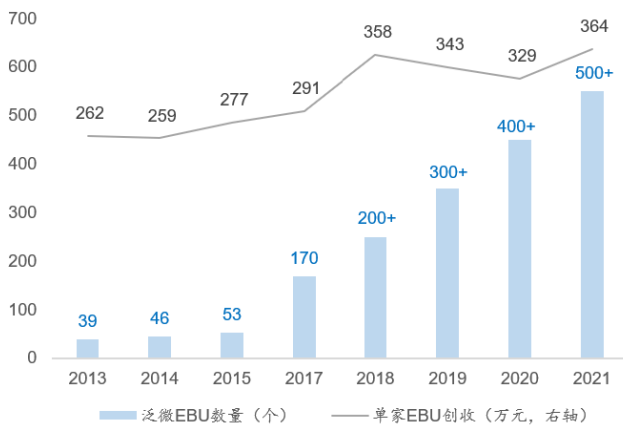
3.1 从外延并购转为内生增长，专项模块拓展打造公司第二成长曲线

与协同管理软件边界扩张的趋势相同，目前公司增长的动能正在由渠道向产品切换。这个判断源于两点观察：

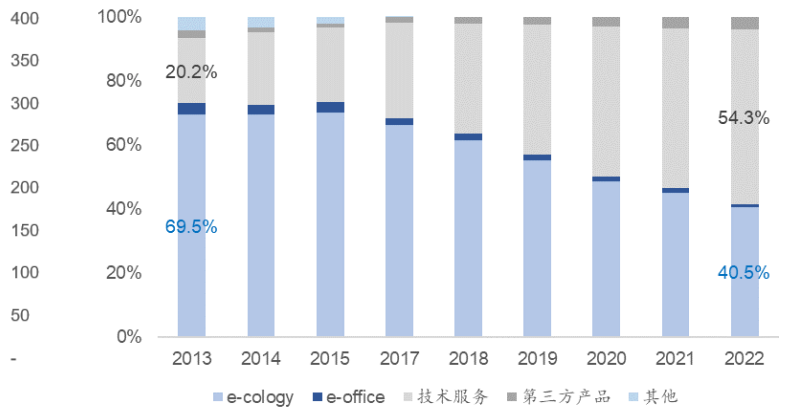
- EBU 数量增长放缓。自 2015 年 EBU 体系全面开启，2015~2022 年 EBU 数量的复合增速超过 38%，同时观察到过去 8 年 EBU 客单价提升相对缓慢，这说明 EBU 数量的增长是公司过去 8 年营收增长的主要驱动力。近年来，EBU 数量增长相对放缓，我们判断单一的 OA 产品渗透率已然较高，依靠 EBU 数量扩张的时期已经过去，公司增长需要切换新动能。
- 技术服务占比提升。自 2015 年以来，公司产品销售占比逐步下降，而技术服务占比逐步提升，说明市场上的标准化产品需求已逐渐饱和、个性化需求增加。由于 EBU 对自身的盈利水平有合理要求，更愿意进行轻量化交付，因而更倾向于放弃个性化需求、或将个性化需求推送到总部。个性化需求的积累也倒逼公司不断推出较为标准的产品模块，进一步为 EBU 的轻量交付赋能。



图表17: EBU数量及单家EBU创收增长放缓



图表18: 近年技术服务占主营业务收入比重逐步提升



来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

说明: 1) 单家 EBU 创收=EBU 产生的收入/EBU 数量; 2) 由于公司未披露 2018~2021 年具体的 EBU 数量, 因此进行客单价计算时, “200+”取 250 家 EBU 数量进行测算, “300+”取 350 家进行测算, 依此类推, 可能导致 EBU 客单价的计算偏差; 3) 公司未披露 2022 年 EBU 贡献的收入数字。

来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

公司的产品演进主要分为两个阶段:

- 第一阶段 (2001~2015 年): 公司面向不同类型的客户 (大中型、中小型、微型、政务型) 推出相应的 OA 产品;
- 第二阶段 (2016 年~至今): 公司进行平台化布局, 并通过投资+自研的方式延展出新的业务模块。
 - ① 通过投资/被投资的方式获取与 OA 外延连接的产品, 如 2016 年投资巨岩网络 (契约锁)、2017 年投资上海 CA、2020 年与企业微信合作等。
 - ② 通过内部创业的方式拓展与办公相关的业务模块, 如 2022 年以来, 公司成立 10 大专项产品部门, 包括人事、采购、合同、档案、费控、信息采集、知识管理、客服管理、项目管理、营销管理。

未来, 预计内部产品创业会成为公司拓展产品的主要方式。随着标杆产品线的成功树立, 内部创业有望迸发出更强的活力, 产品矩阵可能持续拓宽。

图表19: 公司产品简介

	客群	销售模式	推出时间
e-cology	大中型	直销	2001年; 2008年推出e-nation
e-office	中小型	直销+分销	2004年
eteams	微型	0% (免费)	2012年
技术服务	-	-	
第三方产品	-	-	

来源: 公司招股说明书, 公司官网, 国金证券研究所

图表20: 公司已有&未来可能拓展的模块

传统OA	新事业部	未独立的已有产品	未来可能拓展的模块
移动办公	人事管理	目标执行力管理	资源的时间管理
信息门户	费控管理	业财税管理	进销存管理
流程管理	档案管理	可信数字身份	资产管理
	合同管理	风控管理	餐厨管理
	知识管理	集团管控	差旅管理
	采购管理	智能办公
	RPA		
	营销管理		
	客服管理		
	项目管理		

来源: 公司官网, 公司公众号, 泛微 eteams 鲲鹏伙伴公众号, 泛微华南大区业务运营中心, 国金证券研究所

3.2 生成式 AI 为公司拓展模块边界提供新机遇

生成式 AI 浪潮席卷之前, “小 e 机器人”是公司智能办公平台的入口之一, 可通过语音智能交互, 将用户需求与 OA 场景应用库、智能问答库、人员专家库、场景开发接口连接起来, 向组织成员的每位角色提供 7*24 小时的自助应答服务, 实现智能知识问答、数据查询、业务处理、行政办公等功能。



图表21：公司智能办公平台提供4大特色能力



来源：公司官网，国金证券研究所

此外，公司 2022 年推出信息采集智能机器人产品“千里聆”，通过 RPA+AI 两大系统引擎能力，构建了采集提炼一体化的信息采集智能机器人平台，满足组织中各类角色和部门的信息采集需求，如招投标、政策法规、商品价格、竞品信息、企业舆情等信息采集。

图表22：公司“千里聆”产品支持7*24小时信息自动采集



来源：公司公众号，国金证券研究所

生成式 AI 技术取得突破给企业服务场景带来了巨大的变革，OA 作为企业业务协同的重要入口，也面临行业整合的机遇与被新技术颠覆的挑战。我们统计了美国顶尖科技风投 Y Combinator 2023 年投资的 88 个 AI 项目，发现企业服务是最热门的应用方向之一。类似于 Workato，公司也致力为企业提供文本结构化处理、API 智能化处理、算法中台等服务，有望成为企业业务智能交互的重要入口。

由于进行大模型研发需要丰富的数据积累及较高的研发投入，公司及致远互联等积极拥抱 AI 新技术发展的上市公司在本轮变革中拥有相对优势，市占率有望进一步提升。而在数据积累和研发经费方面相对弱势的小公司可能由于智能化转型较慢，从而面临发展挑战。

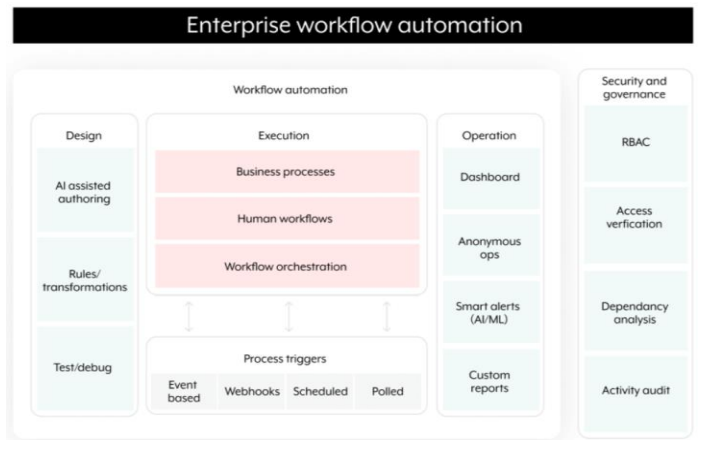


图表23: Y Combinator 2023 年投资大量企业服务公司

图表24: Workato 企业流程自动化解决方案

类别	数量	细分领域
企业服务	40	营销、客服、协同、财务、知识管理等
软件开发	23	模型托管、模型部署、模型管理、代码编写
娱乐	8	游戏设计、视/音频处理等
医疗服务	6	医疗诊断、医药开发、医保审批
金融	5	研究、合规、财务
教育	2	语言教育、短视频教育
制造	1	物联网管理
能源管理	1	能源价格预测
餐饮管理	1	餐饮点单
物业管理	1	物业助理

来源: Y Combinator 官网, 国金证券研究所



来源: Workato 官网, 国金证券研究所

4. 股权激励绑定核心骨干, 有望受益于腾讯 B 端大模型的持续推广

公司业务主要围绕以上海为中心的东南沿海开展。2022 年, 公司在华东地区的营收占比达 54.5%; 若将 OA 行业市占率第二的致远互联作为行业标尺, 可以得出以下推断:

- 在华东、华南地区, 公司近年增速相对行业偏高。尤其是华南地区, 在蓝凌尚未在主板上市补充融资进行扩张、以及公司重点投入两个大区 EBU 的情况下, 该区域连年取得超额增长。华东、华南优势地位的确立使得公司更容易学习全国优质企业的现金管理经验, 利于公司打磨更加标准化的企业管理软件。
- 在华北地区, 公司往年保持较为明显的优势, 但 2020 年以后增速相对致远互联较慢。我们认为可能因为致远互联在信创领域更加及时地抓住了华北地区的机遇。

图表25: 公司各区域营收增速

图表26: 公司与致远各区域增速之差

区域	2017	2018	2019	2020	2021	2022
华东	52.3%	39.3%	22.6%	26.6%	28.1%	14.4%
华北	45.9%	50.1%	23.5%	-2.4%	42.0%	0.8%
华南	65.4%	46.9%	39.7%	5.8%	38.8%	22.3%
西部	31.0%	43.0%	62.7%	2.2%	56.5%	0.3%
华中	102.6%	34.2%	30.9%	20.4%	42.7%	2.1%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

区域	2017	2018	2019	2020	2021	2022
华东	24.0%	18.7%	-0.7%	22.2%	-18.4%	7.1%
华北	40.1%	30.1%	20.6%	-21.4%	-12.5%	-1.9%
华南	39.6%	15.6%	27.3%	11.7%	38.7%	12.5%
西部	-19.5%	21.4%	22.4%	-6.8%	34.0%	12.0%
华中	68.0%	-16.7%	-14.8%	0.0%	10.6%	11.5%

来源: 公司年报, 致远互联招股说明书, 致远互联年报, 国金证券研究所
说明: 1) 表格中的差额=泛微的当年区域增速-致远的当年区域增速; 2) 为使两家区域增速可比, 定义致远互联的华北地区营收=华北地区营收+东北地区营收。

公司管理层均为“75 后”, 大学毕业后不久便开始创业, 因而无论是渠道还是产品, 均有鼓励创业的氛围。整体而言, 公司持股比例较为集中。截至 2023 年一季度末, 公司 51.77% 的股份由董事长韦利东及其父亲持有; 公司于 2023 年 5 月发布员工持股计划(草案), 拟向不超过 237 名员工授予不超过 423.71 万股, 约占当前总股本的 1.63%。在公司探索第二成长曲线的过程中, 给予适当激励有利于核心团队稳定、也有利于激发员工创新动力。公司业绩考核标准为以 2022 年为基数, 2023 年营业收入或净利润增速不低于 10%。

图表27: 2023 年一季度末公司十大股东明细

图表28: 公司员工持股计划参加对象及持有份额

股东名称	占总股本比例
韦利东	32.95%
韦锦坤	18.82%
深圳市腾讯产业投资基金有限公司	4.89%
上海影才文化中心(有限合伙)	1.83%
季学庆	1.82%
嘉实新兴产业股票型证券投资基金	1.69%

序号	姓名	职务	占员工持股计划的比例
1	金戈	董事、副总经理、董事会秘书	29.31%
2	包小娟	董事、财务总监	
3	王晨志	董事、副总经理	
4	熊学武	董事	
5	杨国生	副总经理	
6	隋清	副总经理	



上海泛微网络科技股份有限公司回购专用证券账户	1.63%
全国社保基金 111 组合	1.40%
嘉实核心成长混合型证券投资基金	1.20%
嘉实远见精选两年持有期混合型证券投资基金	1.15%
合计	67.38%

7	胡波	副总经理	
8	刘筱玲	监事会主席	
9	周琳	职工监事	
其他核心骨干员工（不超过 228 人）			70.69%
合计			100%

来源：公司季报，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

腾讯作为公司大股东之一，与公司业务多有协同。如与企业微信合作进军移动办公市场、与腾讯合作助力企业快速连接银行服务等。2023 年 6 月，腾讯云公布行业大模型研发进展，主要瞄准 B 端应用；公司作为腾讯在 A 股参股的少数软件公司之一，有望受益于腾讯 B 端大模型的持续推广。

5. 盈利预测与投资建议

■ 核心假设：

1) 营收及毛利率：

- 软件：1) 2022 年 e-cology (面向大中型企业的直销产品) 收入同比增长 0.48%，主要受宏观经济影响，下游企业需求及交付效率有所降低。2023 年，我们认为宏观经济弱修复，因而假设 e-cology 同比增长 15%；随着未来宏观经济回暖、十大专项产品逐渐打磨成熟，我们假设 2024、2025 年 e-cology 增速恢复至 2021 年水平，同比增长 25%。我们保守预测 2023~2025 年 e-cology 毛利率与 2022 年持平，为 98.5%。2) 2022 年 e-office (面向中小型企业产品，采用直销+分销模式) 收入同比下滑 10.86%，主要系中小企业受宏观经济影响更深。我们保守假设 2023~2025 年中小企业业务增速为 0%，毛利率为 99%。

综上，2023~2025 年公司软件业务收入增速分别为 14.6%、24.4%、24.6%，毛利率均为 98.5%。

- 技术服务：公司技术服务业务包括年度维护、二次开发、系统升级等服务，与公司软件营收增速有一定的相关性。2022 年公司技术服务收入同比增长 22.3%，较 2021 年增速减少 21.7pct，同样也是由于受到宏观经济的影响。假设 2023 年宏观经济弱修复，技术服务收入同比增长 25%；随着 2024、2025 年软件营收增速提升，预计技术服务收入增速相应提升至 30%。我们假设 2023~2025 年技术服务业务毛利率为 97.0%。
- 第三方产品：公司第三方产品收入为按客户要求代购买软硬件的收入。我们假设该业务 2023~2025 年营收增速与 2022 年近似，均为 20.0%，毛利率均为 33.0%。
- 其他：公司 2022 年转让名下固定资产，取得相应收入 0.88 亿元，因而 2022 年公司其他业务营收增速较高。由于正常年份其他业务营收体量较小、且难以预测，我们保守假设该业务 2023~2025 年营收均为 0 元。

- 2) 销售费用：公司销售费用主要由给 EBU 的项目实施费组成，近年 EBU 分成比例趋于平稳，我们预计 2023~2025 年销售费用率与往年近似，均为 68%。
- 3) 管理费用：随着管理规模效应显现，公司 2017~2022 年管理费用率持续下降。同时考虑到 2023 年发布的员工持股计划对 2023、2024 年的管理费用分别影响 0.78 亿、0.78 亿，因此我们预计公司 2023~2025 年管理费用率分别为 6.0%、5.5%、2.8%。
- 4) 研发费用：考虑到公司在十大专项及 AI 方面进行研发投入，我们假设 2023~2025 年研发费用率分别为 15.5%、15.0%、15.0%。

■ 盈利预测：

基于上述假设，我们预计公司 2023~2025 年公司实现营业收入 27.0/34.3/43.8 亿元，同比增长 15.6%/27.4%/27.5%；归母净利润 2.3/3.4/5.5 亿元，同比增长 4.1%/44.7%/63.0%，对应 EPS 为 0.89/1.29/2.10 元。



图表29：盈利预测核心假设

单位：亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20.0	23.3	26.9	34.3	43.8
YOY	35.1%	16.4%	15.6%	27.4%	27.5%
毛利率	95.5%	93.2%	95.0%	95.2%	95.3%
——软件	9.3	9.3	10.7	13.3	16.5
YOY	25.4%	0.2%	14.6%	24.4%	24.6%
毛利率	99.2%	98.6%	98.5%	98.5%	98.5%
其中：e-cology	7.2	9.1	10.4	13.0	15.6
YOY	25.5%	0.5%	15.0%	25%	25%
毛利率	99.2%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%
其中：e-office	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
YOY	23.4%	-10.9%	0%	0%	0%
毛利率	99.3%	99.8%	99.0%	99.0%	99.0%
——技术服务	9.9	12.2	15.2	19.7	25.7
YOY	42.9%	22.3%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	97.0%	96.7%	97.0%	97.0%	97.0%
——第三方产品	0.8	0.9	1.1	1.3	1.6
YOY	71.1%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	32.9%	34.8%	33.0%	33.0%	33.0%
——其他	0.03	0.9	-	-	-
YOY	121.6%	2871.5%	-	-	-
毛利率	31.8%	52.4%	-	-	-
销售费用率	68.9%	67.8%	68.0%	68.0%	68.0%
管理费用率	4.6%	2.9%	6.0%	5.5%	2.8%
研发费用率	12.2%	14.6%	15.5%	15.0%	15.0%

来源：iFind，国金证券研究所

■ 投资建议及估值：

我们采用市销率法对公司进行估值，选取企业服务板块对标公司用友网络、金蝶国际、石基信息作为可比公司。给予公司 2023 年 7.6 倍 PS 估值，目标价 78.58 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表30：可比公司估值比较（市销率法）

代码	名称	股价 (元)	SPS					PS				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
600588.SH	用友网络	19.31	2.73	2.70	3.37	4.24	5.33	7.07	7.15	5.73	4.55	3.62
0268.HK	金蝶国际	9.75	1.20	1.40	1.70	2.52	3.06	8.13	6.96	5.74	3.86	3.19
002153.SZ	石基信息	12.84	2.14	1.24	1.15	1.37	1.62	6.00	10.35	11.18	9.38	7.92
平均数								7.07	8.16	7.55	5.93	4.91
603039.SH	泛微网络	72.97	7.69	8.95	10.34	13.17	16.80	9.49	8.15	7.06	5.54	4.34

来源：wind，国金证券研究所

说明：1) 以 2023 年 7 月 12 日收盘价计算现价对应 PS；2) 用友网络采用国金证券此前盈利预测，其他可比公司的盈利预测按照 wind 一致预期。

6. 风险提示

■ 监管警示风险

2022 年 11 月，公司收到上海证券交易所函件，由于：1) 2019 年，公司未及时通过临时公告披露直接或间接向高级管理人员提供借款；2) 2019 年，公司未及时通过临时公告披



露计提大额资产减值准备，因此公司董事长、财务总监、董事会秘书及相关副总经理被予以监管警示。目前公司已经完成相关事项整改，但仍存在收到监管警示的风险。

2022年5月，公司由于2021年度内部控制被出具否定意见审计报告，因此被实施其他风险警示。目前公司已被撤销风险警示，但若公司后续内部控制不严格，依然存在被出具风险警示的可能。

■ 模块拓展不及预期

公司未来的增长主要依赖于新模块拓展。若公司未能推出符合市场需求的标准化高频应用、或当前销售体系未能为新模块提供有效的市场渠道及用户需求反馈，公司有可能面临未来增长乏力的风险，从而使得经营发展低于我们预期。

■ AI等新技术发展不及预期

生成式AI的发展为企业级应用入口带来了市占率提升的机遇和原有竞争格局被颠覆的挑战。若公司未能及时抓住新技术带来的机遇，原本行业的优势地位有可能受到挑战，从而使得经营发展低于我们预期。

■ 应付账款较高的风险

截至2023年一季报，公司应付账款为3.2亿元，主要为应付EBU的款项，公司在收到客户款项后按项目逐月与EBU结算相关款项；根据iFind，公司2022年应付账款周转天数为1,080.8天，若未来公司付款能力下降，可能会影响公司自身信用状况及与EBU的合作关系。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,482	2,003	2,331	2,695	3,433	4,377	货币资金	1,619	1,985	1,557	1,877	2,264	2,809
增长率		35.1%	16.4%	15.6%	27.4%	27.5%	应收款项	124	197	264	337	453	630
主营业务成本	-69	-91	-158	-134	-166	-207	存货	18	56	64	68	77	86
%销售收入	4.6%	4.5%	6.8%	5.0%	4.8%	4.7%	其他流动资产	466	607	1,090	1,129	1,178	1,234
毛利	1,414	1,912	2,174	2,560	3,266	4,171	流动资产	2,227	2,844	2,975	3,412	3,972	4,759
%销售收入	95.4%	95.5%	93.2%	95.0%	95.2%	95.3%	%总资产	82.1%	84.2%	84.0%	85.5%	86.5%	87.9%
营业税金及附加	-7	-13	-18	-19	-24	-31	长期投资	263	246	164	154	154	154
%销售收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	191	207	316	350	384	416
销售费用	-1,008	-1,380	-1,581	-1,832	-2,334	-2,976	%总资产	7.1%	6.1%	8.9%	8.8%	8.4%	7.7%
%销售收入	68.0%	68.9%	67.8%	68.0%	68.0%	68.0%	无形资产	24	55	55	63	70	77
管理费用	-80	-91	-69	-162	-189	-123	非流动资产	486	533	566	577	617	656
%销售收入	5.4%	4.5%	2.9%	6.0%	5.5%	2.8%	%总资产	17.9%	15.8%	16.0%	14.5%	13.5%	12.1%
研发费用	-199	-244	-340	-418	-515	-657	资产总计	2,713	3,377	3,541	3,988	4,589	5,415
%销售收入	13.4%	12.2%	14.6%	15.5%	15.0%	15.0%	短期借款	0	8	6	6	6	6
息税前利润 (EBIT)	120	184	167	130	204	384	应付款项	361	467	518	582	716	889
%销售收入	8.1%	9.2%	7.1%	4.8%	6.0%	8.8%	其他流动负债	839	1,014	1,100	1,346	1,612	1,938
财务费用	31	53	33	40	51	66	流动负债	1,200	1,488	1,624	1,934	2,334	2,832
%销售收入	-2.1%	-2.6%	-1.4%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-6	-14	-14	-15	-15	-14	其他长期负债	165	9	6	4	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,366	1,497	1,630	1,938	2,337	2,834
投资收益	38	11	-42	0	0	0	普通股股东权益	1,294	1,880	1,911	2,050	2,252	2,581
%税前利润	15.3%	3.3%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	214	261	261	261	261	261
营业利润	244	327	223	250	361	589	未分配利润	678	924	1,084	1,224	1,426	1,754
营业利润率	16.5%	16.3%	9.6%	9.3%	10.5%	13.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	6	8	10	0	0	0	负债股东权益合计	2,660	3,377	3,541	3,988	4,589	5,415
税前利润	250	335	234	250	361	589	比率分析						
利润率	16.8%	16.7%	10.0%	9.3%	10.5%	13.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-20	-26	-10	-17	-25	-41	每股指标						
所得税率	8.1%	7.8%	4.5%	7.0%	7.0%	7.0%	每股收益	1.073	1.185	0.857	0.891	1.290	2.102
净利润	229	309	223	232	336	548	每股净资产	6.051	7.212	7.333	7.868	8.642	9.903
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.403	1.377	0.845	1.567	2.037	2.915
归属于母公司的净利润	230	309	223	232	336	548	每股股利	0.150	0.150	0.150	0.357	0.516	0.841
净利率	15.5%	15.4%	9.6%	8.6%	9.8%	12.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.74%	16.42%	11.68%	11.33%	14.92%	21.22%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	8.63%	9.14%	6.30%	5.82%	7.32%	10.11%
净利润	229	309	223	232	336	548	投入资本收益率	7.57%	9.00%	8.30%	5.87%	8.41%	13.82%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	18	30	29	32	34	36	主营业务收入增长率	15.27%	35.11%	16.41%	15.57%	27.39%	27.51%
非经营收益	-64	-77	7	-34	-51	-66	EBIT 增长率	75.59%	53.37%	-9.61%	-22.14%	57.42%	88.12%
营运资金变动	116	97	-40	179	212	242	净利润增长率	64.28%	34.48%	-27.69%	4.05%	44.70%	62.95%
经营活动现金净流	300	359	220	408	531	760	总资产增长率	38.08%	26.95%	4.87%	12.62%	15.06%	18.00%
资本开支	-67	-48	-51	-46	-60	-60	资产管理能力						
投资	128	26	-374	11	0	0	应收账款周转天数	26.6	25.2	31.4	42.0	45.0	50.0
其他	-472	-379	750	0	0	0	存货周转天数	77.2	147.3	138.5	190.0	175.0	160.0
投资活动现金净流	-410	-402	325	-35	-60	-60	应付账款周转天数	1,465.3	1,548.0	1,095.7	1,500.0	1,500.0	1,500.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	22.1	14.0	38.5	37.9	33.4	28.8
债权募资	316	-1	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-59	-47	-203	-52	-83	-153	净负债/股东权益	-113.61%	-108.59%	-108.28%	-116.52%	-123.26%	-128.70%
筹资活动现金净流	257	-49	-203	-52	-83	-153	EBIT 利息保障倍数	-3.9	-3.5	-5.0	-3.2	-4.0	-5.9
现金净流量	147	-91	343	321	388	546	资产负债率	51.35%	44.34%	46.04%	48.59%	50.92%	52.34%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究