

泛微网络 (603039)

公司研究/深度报告

OA 专业化领先者，布局 AI 和 SaaS 引行业潮流

深度研究报告/计算机

2017 年 10 月 10 日

报告摘要：

● 国内OA行业专业化领先者，投资价值稀缺标的

公司是国内协同办公软件领域领先企业，根据中国飞象网统计，2017 上半年公司市场份额为 13.4%，行业内排名第一。同时，公司作为国内目前 OA 领域第一家在主板上市的标的，投资价值极具稀缺性。公司“e”系列三大产品线 e-cology、e-office 和 eteams 技术领先，市场营销模式完善，全面覆盖大中小型企业客户，行业范围广泛，目前累计服务 85 个细分行业领域的 2 万余家客户。

● e-cology筑牢业绩基础，助手“小e”打开商务人工智能增长点

e-cology 是公司主推拳头型产品，主要采取直销模式推向大中型企业客户，底层技术模型功能强大，易用性好，模块化设计突出，利用轻前端重后端的本地化部署和迭代升级运维服务模式。2015 年和 2016 年上半年 e-cology 产品收入分别占到总营业收入的 70.13% 和 71.88%。市占率逐步提升和原有客户二次需求更新将提升市场增长空间，提供业绩持续增长动力。其中嵌入人工智能语音办公助手“小 e”有望打开商务智能办公空间。

● eteams开拓长尾市场，对标巨头Slack，双模式推动e-office销售

eteams 是公司基于移动化和云化趋势推出的 SaaS 型产品，主要面向小微企业、轻量化团队等长尾市场，按照团队人数和使用时长进行收费。e-office 是采用通用化设计的标准化产品，由于不需定制化开发，因此可由代理商模式走向市场。公司直销和分销双管齐下，有利于推动市场份额的提升。我们认为，公司可对标美国 OA 领域明星企业 Slack，经过三年快速成长，目前 Slack 最高估值可达 90 亿美元之间。公司在 eteams 等产品模式和战略上与 Slack 对标，受益于移动办公市场增长，未来成长空间巨大。

● EBU小组制和股权激励释放全员效率，看好公司长期发展

公司业务拓展组织形式采取类似阿米巴经营模式的 EBU（e-cology 产品业务单元）小组制，通过充分授权实现产品本地化快速落地，给予客户全方位服务，成功打造 2 小时服务圈。近期公司出台限制性股票激励方案，授予方向激励较强。我们认为，公司通过改善经营服务模式，实行股权激励，能够充分释放全体员工工作效率，提能升效显著，看好公司未来长期发展。

● 投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.30 元、1.72 元和 2.05 元，当前股价对应的 PE 分别为 50X、38X 和 32X。考虑到公司聚焦于 OA 市场，产品服务全面领先，eteams 产品可对标巨头 Slack，并积极开发 AI 产品，因此给予公司 2017 年 55~60 倍 PE，未来 12 个月合理估值 71.5~78 元，维持公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示

OA 市场竞争加剧；云化产品服务推进不及预期；渠道销售不及预期。

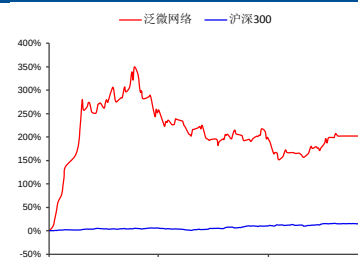
强烈推荐 维持评级

合理估值： 71.5—78 元

交易数据 2017-10-9

收盘价（元）	64.70
近 12 个月最高/最低（元）	96.28/21.41
总股本（百万股）	66.67
流通股本（百万股）	16.67
流通股比例（%）	25%
总市值（亿元）	43.14
流通市值（亿元）	10.79

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号： S0100516050001
电话： 010-85127506
邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：杨思睿

执业证号： S0100116110038
电话： 010-85127532
邮箱： yangsirui@mszq.com

研究助理：孙业亮

执业证号： S0100117080083
电话： 010-85127532
邮箱： sunyeliang@mszq.com

相关研究

1、《泛微网络（603039）公司点评：新增签约促订单持续增长，行业优势日益巩固》20170725

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	461	642	874	1,247
增长率 (%)	45.6%	39.1%	36.2%	42.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	65	87	114	137
增长率 (%)	29.4%	33.4%	31.6%	19.6%
每股收益 (元)	1.30	1.30	1.72	2.05
PE (现价)	49.8	49.6	37.7	31.5
PB	11.0	10.8	8.4	6.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、专注协同管理软件，拳头产品 E-COLOGY 优中胜优	4
(一) 潜心协同办公专业化发展，聚焦主业成为行业领先者	4
(二) E-COLOGY 开拓大客户市场，技术优势解决复杂需求	8
(三) 语音成为商务智能 OA 入口，助手“小 E”深化应用	12
二、把握移动办公趋势，开拓长尾市场打造中国版 SLACK	16
(一) ETEAMS 打造 SAAS 和移动化服务，进军中小企业长尾市场	16
(二) 对标巨头 SLACK，公司成长前景空间巨大	19
三、E-OFFICE 提供标准化解决方案，渠道建设助力产品	26
(一) E-OFFICE 通用标准化型产品，版本迭代性能优异	26
(二) 完善营销渠道，加快 E-OFFICE 渗透速率	28
四、EBU 小组制激发活力，股权激励凝聚事业心	29
(一) EBU 小组制激发业绩活力，授权模式优势独特	29
(二) 股权激励到位，凝聚员工事业心	30
五、盈利预测与投资建议	31
(一) 盈利预测	31
(二) 投资建议	32
(三) 风险提示	32
插图目录	34
表格目录	34

一、专注协同管理软件，拳头产品 e-cology 优中胜优

(一) 潜心协同办公专业化发展，聚焦 OA 成为行业领先者

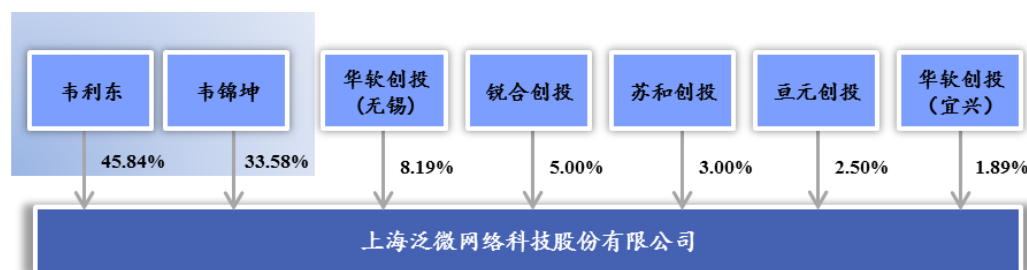
1、整体概况：协同办公行业首家主板上市公司

上海泛微网络科技有限公司（以下简称“泛微网络”或公司）是国内协同管理软件领域的领先企业，从事以 OA（即“办公自动化”）系统为核心的企业办公平台解决方案业务，是“国家规划布局内重点软件企业”。

泛微网络于 2001 年成立，总部位于上海市奉贤区；2011 年公司整体改制为股份有限公司；2017 年 1 月公司在上交所主板成功上市，成为目前国内 OA 行业第一家主板上市公司。

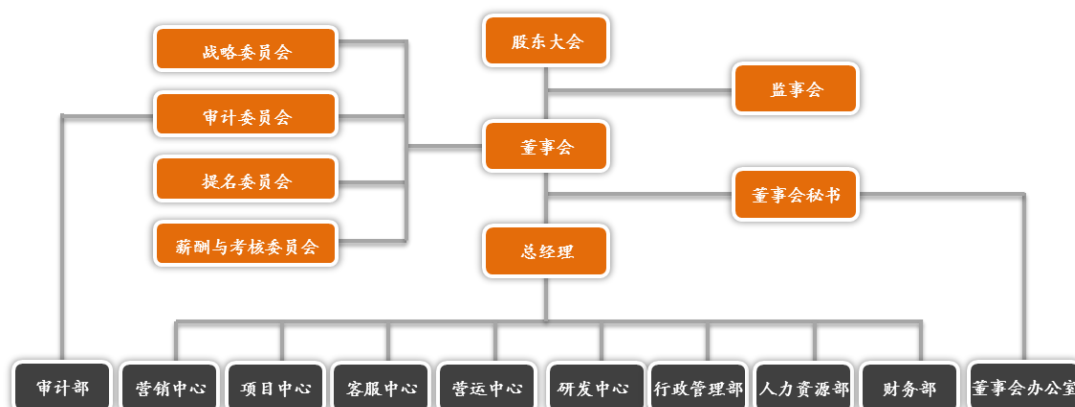
公司股权结构稳定，管理架构清晰。根据 2017 年半年报披露数据显示，公司控股股东及实际控制人为韦利东先生，持有公司 34.38% 的股权。其一致行动人韦锦坤先生（韦利东先生的父亲），持有公司 25.18% 的股权。其他主要机构股东为华软创投无锡合伙企业（6.14%）、上海锐合创投（3.75%）、南京苏和创投（2.25%）、上海巨元创投（1.87%）、华软创投（宜兴）（1.42%）。

图 1-1：公司主要股权结构



资料来源：公司 2017 中报，民生证券研究院

图 1-2：公司内部架构



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司拥有 2 家全资子公司（田亩信息、泛微软件）、2 家控股子公司（点甲创投、九翊软

件)和2家参股公司(亘岩网络、晓家网络)。

田亩信息系公司为推出 eteams 产品系列而设立的子公司。

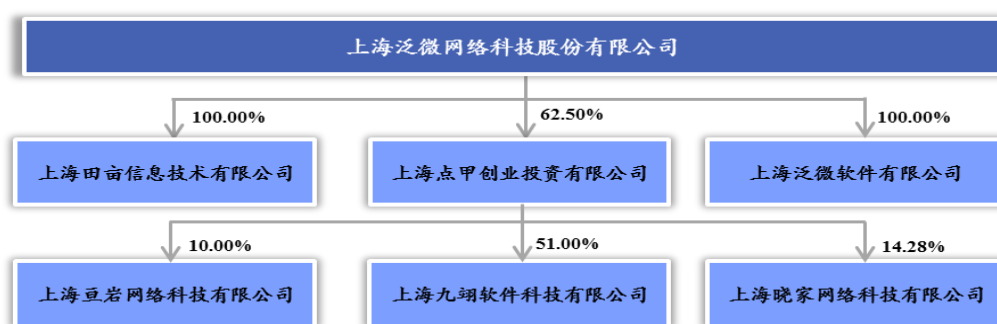
点甲创投是由公司与上海天使引导创业投资有限公司(股东为上海市大学生科技创业基金会)共同出资设立,主要进行创业投资服务。

九翊软件是一家专业提供 SAP 系统与其他外部系统集成应用解决方案的软件企业,业务范围包括提供 SAP 与协同管理软件进行集成应用技术解决方案。

晓家网络主要为企业提供对接外部专家的知识共享平台,泛微股份主要为企业提供内部协同管理,本次投资将两者整合对接,为公司大量企业客户提供内部知识管理的同时,可以对接更多外部专家资源。

亘岩网络主要为企业和个人用户提供电子签约和存证服务的 SaaS 平台。

图 1-3: 公司参控股布局



资料来源:招股说明书,民生证券研究院

2、泛微成为行业领头羊,三大产品服务齐全完善

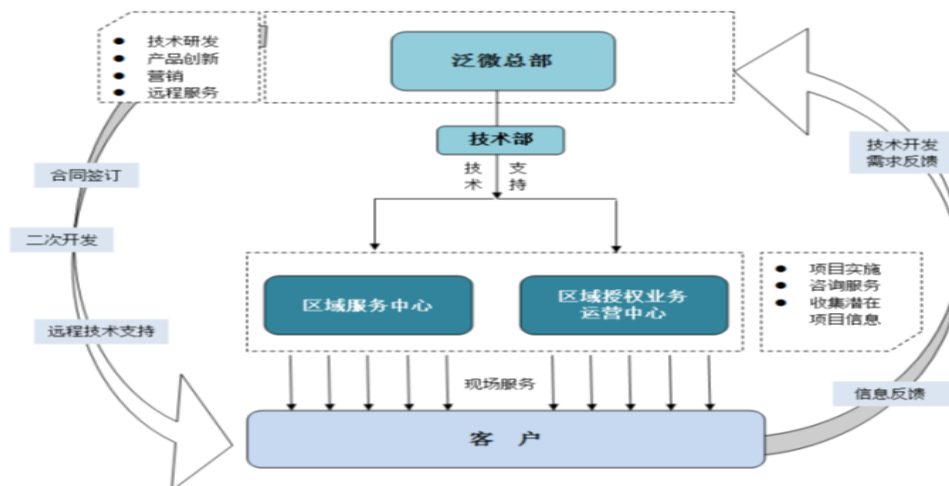
泛微是国内协同办公管理软件(OA)领先企业。公司主营业务为自主开发的软件产品销售和技术开发服务。协同管理和移动办公软件是基于流程管理、门户管理、知识管理、目标计划、任务协作、人力资源、客户管理、项目管理、集成管理等业务模块,让组织内的人、财、物、信息、流程等资源集中于一个全面协同的运营管控体系内进行管理,并让组织内所有应用都可以在手机上使用的应用软件。

运营模式主要采用标准化产品+个性化服务的业务模式。协同管理软件行业存在明显的用户需求多元化,产品、咨询、实施、服务并重的特性。公司在标准化软件销售模式的基础上,面向用户提供一整套个性化的解决方案,通过软件系统参数配置或者定制化部署等项目实施工作来实现客户的管理需求,全面涵盖管理咨询、产品实施、售后服务等多重价值环节。

采用区域服务中心结合授权业务运营中心的模式。公司通过合作来共同完成现场实施服务工作和客户资源的开拓,已解决以上多个价值环节的成本消耗问题。同时,业务运营中心还肩负着开发客户市场及潜在项目信息收集工作,提供和汇报上述市场信息,协助公司有针对性的根据客户需求开发市场。公司根据产品模块、用户授权许可数量及实际提供的多层次

增值服务的价值对解决方案进行定价，主要面向大中型组织客户群。

图 1-4：公司经营模式



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

发展 17 载，以工匠精神专注于 OA 领域。公司发展战略是充分利用国家对信息产业的战略支持以及国内协同办公信息化建设进入高速发展阶段的良好契机，通过提升产品研发、精耕细作市场、完善基础管理、借助资本运作等综合手段，巩固并强化公司作为国内协同管理和移动办公软件领域具有竞争力的地位，引导和推动国内协同管理和移动办公软件应用向更高层面持续发展。2017 年，面对企业及公共组织高端应用软件领域高速发展的市场需求，公司将根据“移动化、社交化、平台化及云端化”的战略发展方向，整合资源，创新融合，持续提升产品质量，强化应用推广，确保公司业绩稳定高效增长。

三大产品线齐全完善，定位明确。公司产品服务基本涵盖大中小型各类规模组织的全系列协同管理和移动办公软件产品，分别为 e-cology、e-office 和 eteams 三大产品系列。公司三大产品线定位明确，通过产品功能满足不同客户群体的差异化需求，全面覆盖并响应不同层次的协同管理需求。e-cology 采用组件化设计方式开发，实现模块化的同时兼具灵活性，能够覆盖大中型用户的多样化需求，是公司具有竞争优势的核心产品。基于 e-cology 产品的成熟经验，公司持续研发高度产品化的 e-office，凭借其可快速复制的特性，通过渠道分销模式，可面向小中型客户群进行规模化产品销售。公司结合移动互联技术、云技术和社交应用技术开发了新产品 eteams，满足企业客户的协同云办公管理需求。

表 1-1：三大产品服务系列

分类	目标客户	简介	客户需求
e-cology (协同管理及移动办公应用平台)	中大型组织系统	平台型产品：以组织行为管理为核心，面向组织结构中的各个参与者，通过工作流引擎串联组织内各项工作事务，最终为组织打造基于互联网的、电子一体化的、覆盖全组织的、统一的现代化移动协同办公平台，从而满足用户跨时间、跨区域、跨部门的协同管理要求，打造协同高效的组织管理环境。	要面向广泛的大中型客户群体，强调产品的易用性和模块化，突出模块选择高度灵活、模块之间可集成性良好、模块内部高度封装的产品特性，附加售前咨询、售中实施、售后服务等多重价值环节形成个性化应用实施方案，从而全面覆盖各行业大中型客户多样化需求，低成本、高效、快速响应组织结

e-office (协同移动办公标准版)	中小型组织系统	应用型产品：高度产品化的协同移动办公软件，面向中小型客户，集门户应用、流程管理、知识管理、沟通平台、综合事务等五大板块的十四功能模块，帮助组织在降低投入成本的基础上，迅速提升管理和信息化应用水平，充分实现规范管理、加强管控、提升沟通、提高工作效率的应用目标。	构和业务流程的动态变化调整。
eteams (移动办公云服务平台)	中小型企业或轻量化团队	SaaS 云产品：公司结合移动互联技术、云技术和社交应用技术开发的新产品。eteams 由云端部署及运营，所有用户均通过登录统一的云端入口进行日常操作，不需要购置服务器硬件及配备系统管理员，适合管理需求复杂程度不高的组织。主要的功能应用如下：目标管理、任务协作、工作日报、文档共享、客户管理、流程审批、企业微信、移动考勤、语音指令、日程管理、绩效报告等。	针对中小型客户需求特点，实行通用化的产品设计，在覆盖组织协同管理核心需求的基础上，突出性价比高、简单易用、方便维护的产品特性，基本无需实施和培训即可实现快速应用，在功能上全面普及网络办公、实现对组织人员事务的统一有效管理、加强信息共享和人员沟通，从而在短期内有效提升组织的办公效率和管理水平。
			针对中小型创业型企业低成本、高效率、功能统一等需求。主要通过收取年度服务费的方式获得收入，其营销及服务模式均以互联网在线的方式为主。

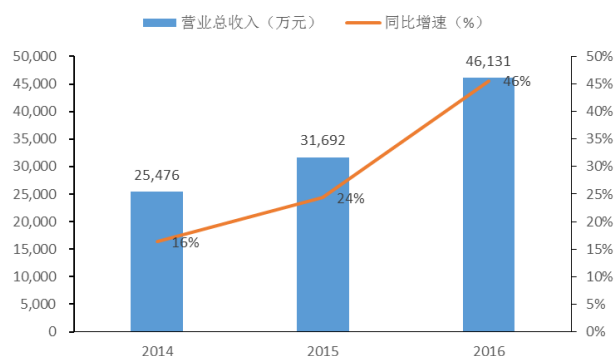
资料来源：招股说明书，公司官网，民生证券研究院

公司现在覆盖企业级用户 2 万多家（除云端服务客户），其中近 1 万多家大中型组织用户，覆盖 85 个细分领域，同时在 30 多个行业中形成代表客户，包括房地产、零售、电子信息、金融等多个领域，具体包括中国人保财险、绿地集团、中国能建、上汽集团、浙江物产集团、正威集团、百丽国际、上海医药、格力电器、TCL、双汇集团、伊利集团、恒安集团、万达集团、王府井百货等世界及中国 50 强企业。其中中国 500 强内占到约 120 家，世界 500 强中占 20 余家，特别在 Top100 的房地产公司覆盖 50 家。

3、营收净利稳定增长，账款管理情况良好

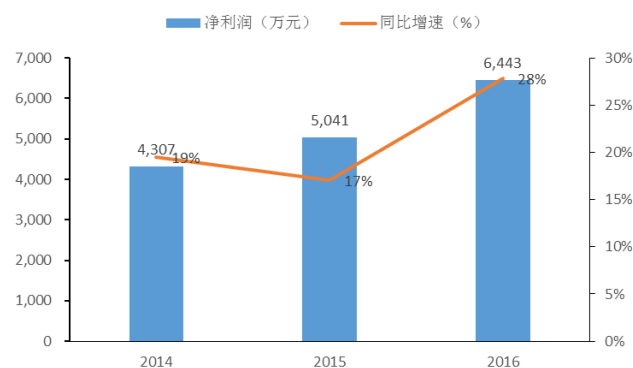
业绩稳定增长，2016 年与 2017H1 归母净利润增长保持在 30% 左右。近三年公司战略布局稳步推进，2014 及 2015 年营业收入同比增速分别为 16% 和 24%，归母净利润同比增速分别为 19% 和 17%。2016 年公司实现营收 4.6 亿元，归母净利润 6,443 万元，同比分别增长 46% 和 29%。总体呈现稳步增长态势。2017 年 H1 实现营业收入 2.83 亿元，同比增长 50.09%，归母净利润 2793 万元，同比增长 30.74%，扣非后归母净利润 1966 万元，同比增长 31.77%，实现基本每股收益 0.42 元。

图 1-5：公司近三年营业收入变化图



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 1-6：公司近三年净利润变化图



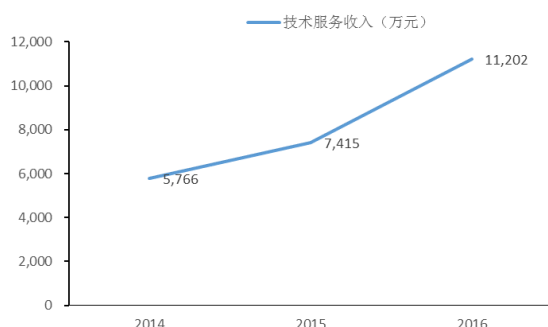
资料来源：Wind，民生证券研究院

预收账款比例保持较高水平，应收账款坏账计提比例较低。截止 2017 年 6 月 30 日，公

司预收账款为 3.20 亿元，账龄超过 1 年的重要预收账款共计 1485.32 万元，主要是因为项目仍在实施中，尚未取得验收单据。应收账款共计 5227.69 万元，计提 683.65 万元，计提比例为 13%。应收账款的 5.62% 源于余额前五名客户，不存在重大的信用集中风险。

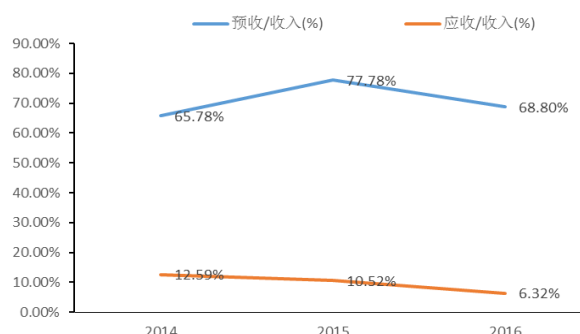
2014 年-2016 年，公司预收账款比例持续保持在 60% 以上，导致预收账款比例较高的原因一方面是由于新客户数量的增加，从而产生的预付合同款；另一方面是由于公司的高议价能力以及客户雄厚的资金基础。

图 1-7：公司近三年技术服务收入变化图



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 1-8：公司近三年预收账款与应收账款变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) e-cology 开拓大客户市场，技术优势解决复杂需求

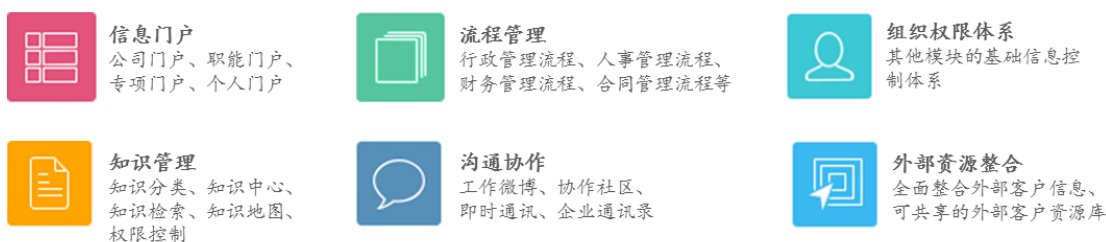
e-cology 是主推拳头产品，助力巩固行业地位。e-cology 系列产品以组织行为管理为核心，面向组织结构中的各个参与者，通过 workflow 引擎串联组织内各项工作事务，最终为组织打造基于互联网的、电子一体化的、覆盖全组织的、统一的现代化协同办公平台，从而满足用户跨时间、跨区域、跨部门的协同管理要求，打造协同高效的组织管理环境。2015 年和 2016 上半年产品收入分别占到公司整体营收的 70.13% 和 71.88%，成为公司有力的拳头产品。

面向广泛的大中型客户群体，易用性良好，模块化突出。e-cology 具有选择高度灵活、模块之间可集成性良好、模块内部高度封装的产品特性，全面覆盖各行业大中型客户的多样化需求，能够低成本、高效、快速地响应组织结构和业务流程的动态变化调整。

产品销售定价主要受三个因素影响：用户选取的模块数+用户数+现场顾问人员服务天数。根据公司产品售价说明，e-cology 功能模块单位价格为几万元不等，整套产品售价（包含服务费用）区间基本为 20-800 万左右，而平均基本售价是 30 万左右，相对于竞争对手价格较高。产品安装部署调试平均周期为半年左右，实施工作由 3-5 个人并行展开。综合以上因素，产品最终售价与客户企业人员数量不构成简单的线性关系。

具体而言，e-cology 为客户实现的主要功能和模块如下图所示：

图 1-9：e-cology 的主要功能



资料来源：公司网站，民生证券研究院

图 1-10: e-cology 功能模块构成



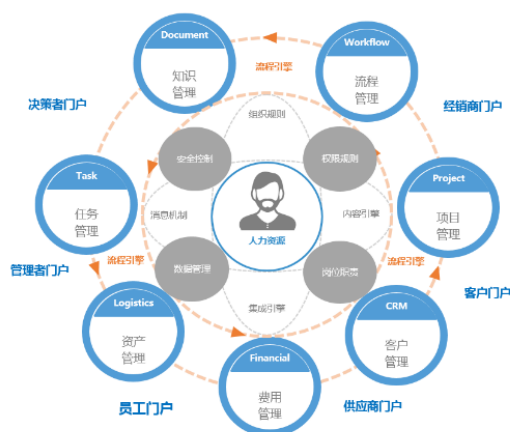
资料来源：公司网站，民生证券研究院

e-cology 辅助建立“人”为核心，以“工作流”为血脉的企业运营管控体系。OA 最基本的目的是建立以岗位为核心的权限体系，将权限体系控制到岗位一级，从而在这个基础上构建企业的管理应用，包括流程、文档、项目、任务、费用的控制。同时实现了信息的个性化，所有的应用功能，数据信息都与岗位关联，将每一个岗位的工作自动形成工作中心。而 e-cology 以齿轮联动模型为基础，使得企业内部管理场景之间实现协同，并围绕“人”构建了针对企业运作的多个功能应用，再通过齿轮联动模型让这些应用能够彼此联动，一个模块的运转能够带动其他六个模块的运转，以提高模块的功能，同时提高系统的集成性。通过数据协同矩阵模型，实现以点带面的数据关联与协同。通过横向与纵向的架构设计方式，使得整个办公的数据都在下图的立体矩阵中产生，各个信息与数据形成网状结构，用户可以从任意一个信息节点提取所有相关信息，真正实现企业内部的协同办公。

目标导向的组织透视，以人为中心，目标为导向，任务为载体的目标管理系统。目标绩效管理模块是整个系统的牵头模块，统领系统的功能运作；计划任务管理模块承接目标模块和协作区模块的联系；协作区以当前用户的岗位为主线把各个功能串联起来，使得七个模块协同运作于协作区；作为所有用户的工作界面，数据中心模块对七个模块的数据进行提取和分析，并以报表的方式体现。

图 1-11: 泛微协同管理平台架构

图 1-12: 模块间的齿轮联动模型



资料来源：公司网站，民生证券研究院

资料来源：公司网站，民生证券研究院

e-cology 产品的目标客户是大中型组织，并覆盖众多行业。目前主要服务的客户包括中国 500 强和世界 500 强企业，此外还有关系到大众衣食住行等众多方面的 8000 家企业。行业覆盖包括制造业、房地产业、金融业等。

图 1-13：部分 e-cology 服务的世界 500 强企业



资料来源：公司网站，民生证券研究院

表 1-2：e-cology 覆盖客户行业

标准	分类	客户
按组织形式分类	大型集团	双汇集团、TCL 集团、中海集团、上药集团、浙商集团、海大集团等
	政府事业单位	上海市委组织部、黑龙江省委组织部、中国福利会、国家会议中心等
	单体公司	上海家化、光大证券、汉王科技、清华同方、江南布衣、南孚电池等
	连锁型	小南国、梦洁家纺、全聚德、东来顺、汉堡王、呷哺呷哺、俏江南等
	知识密集型	汇添富、汉王科技、网易娱乐、百视通、恒生电子、浪潮科技等
	劳动密集型	奥康集团、太平鸟集团、白象食品、美的电器、南孚电池、海天塑机等
	资本密集型	上海地产、申银万国、浙商银行、PICC 中国人保、中金投资等
按行业分类	网络创新类	搜房网、大众点评、橡果国际、土豆网、艺龙网、天涯社区、格瓦拉等
	制造行业	上海家化 恒安集团、宝钢化工、葛洲坝集团、仁和药业、振华重工等
	金融行业	浙商银行、太平保险、中海信托、海通期货、招银租赁、信达投资等
	教育行业	清华大学、同济大学、北京科技大学、东南大学、石河子大学等
	零售行业	银泰百货、王府井集团、郑州丹尼斯百货、大连友谊、南京中央商场等
	建筑行业	苏中建设、中标建筑、上海建工、东方雨虹、中国路桥、中材国际等
	房地产行业	中信泰富、上海地产、复地集团、万通地产、大华集团、万象集团等
	软件及信息技术行业	英飞特电子、京东方光科技、航天通信、航天信息股份、杭州中天等
	农林牧渔行业	勤海茶业、浙江绿海制盐、山东得益乳业、浙江森禾种业股份

资料来源：公司网站，民生证券研究院整理

e-cology 产品固定客户增多，其新需求会产生二次购买与技术服务。近三年技术服务收入分别为 0.57 亿元、0.74 亿元和 1.12 亿元，呈现稳定上升趋势。技术服务收入的主要为向老客户提供技术支持和系统维护时产生的收入，因此技术服务的稳步提升意味着老客户的数量和满意度的提升。

e-cology 技术架构采用轻前端，重后台，本地化部署的模式。轻前端是指采用全新 UI 体系以及扁平式设计风格，同时全面支持即时搜索，以图文并茂的形式设置向导；重后台是指采用引擎式后台，灵活应对组织管理需求，包括门户引擎、流程引擎、内容引擎和建模引擎，以及组织权限中心、运维中心和日志中心，以满足企业个性化需求。

图 1-14: e-cology 前端用户中心



资料来源: e-cology 体验 Demo, 民生证券研究院

图 1-15: e-cology 引擎式后台模块

后台引擎体验

组织权限中心、流程引擎、门户引擎、内容引擎、建模引擎、运维中心、日志中心



权限与安全体验

六维权限架构控制、安全控制



资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

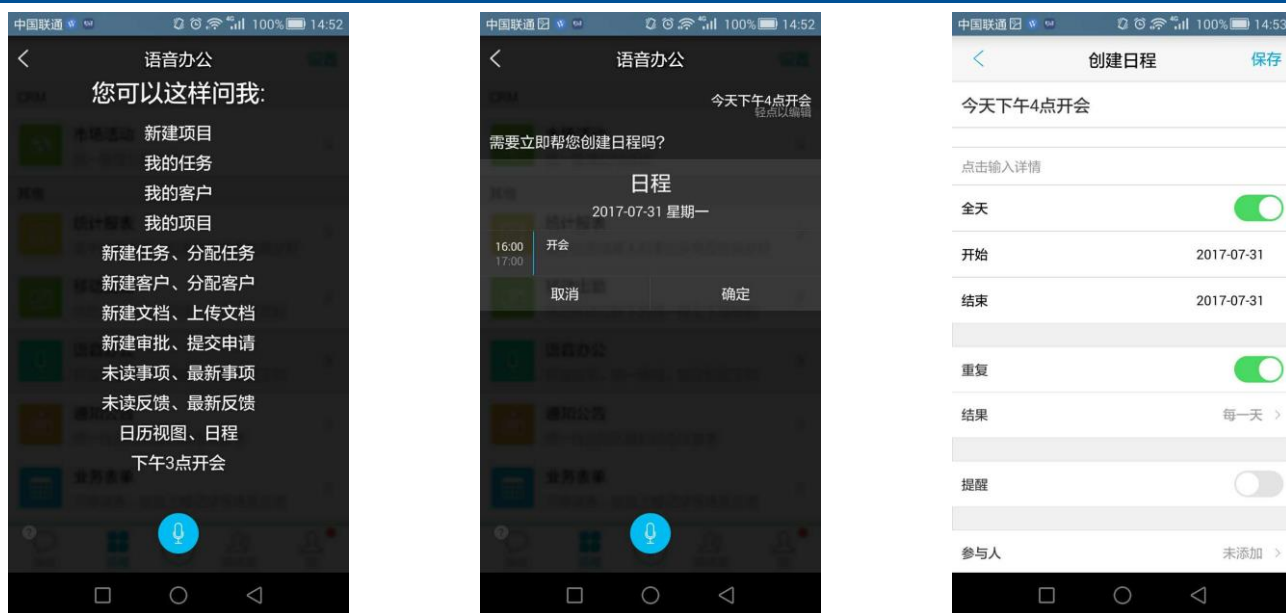
(三) 语音成为商务智能 OA 入口, 助手“小 e”深化应用

1、自研语音办公助手“小 e”, 抢占商务智能赛道

AI 时代, 语音成为 OA 打开企业管理的通道入口。对于一个企业来说有很多系统, 但是 OA 是唯一的全员系统, 在 OA 平台上面构建所有的应用, 对于企业来说效率更高, 成本更低, 这使得 OA 本身有天然入口属性。但是要做好入口, OA 的协同流必须做进业务, 并基于场景帮企业解决管理问题和业务问题。当前语音场景丰富, 语音识别和自然语言处理技术成熟度较高, 可以有效处理管理和业务问题, 所以通过语音实现智能商务 OA 高效协同目标成为当前商务智能的高效选择。

在 eteamsAPP 应用列表当中, 语音办公功能可实现简单的语音识别和语义转换, 但主要以实现文件备注标签为目的, 拓展功能少, 应用较浅。

图 1-16: eteams APP 中的语音办公功能



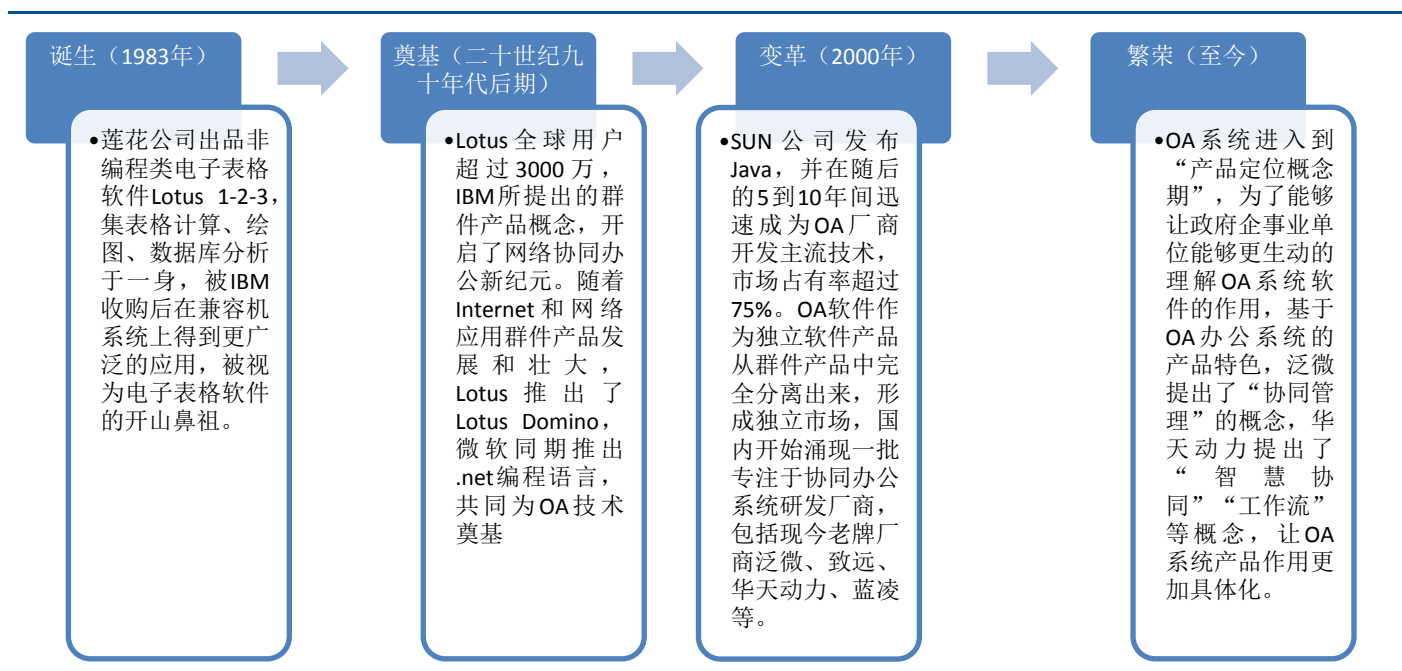
资料来源：民生证券研究院整理

发布智能语音助手“小e”，打造7*24小时服务的智能助理。在2017年4月19日举行的泛微移动门户体验会上，公司首发语音智能助手“小e”，可以实现自然语义识别与企业协同流程、数据结合，从而能够让客户“所说即所得”。如根据语音自动提取请假时间、周期，最终自动生成请假申请；根据语音消息查询并预定会议室、签到、写工作日报等等。公司发布智能语音助手，旨在搭建“统一组织、统一消息、统一应用、统一搜索、统一报表”的移动门户，强化应用深度。

2、市场集中度提升，专业优势明显

市场需求引导行业发展，技术革新优化产品服务。近三十年来，伴随着商业化和信息化进程的普及，OA产品服务和市场经历了从无到有、从简单到精细、从桌面端到移动端和云端的发展历程，具体可以划分为四个主要阶段。

图 1-17: OA 行业发展历程

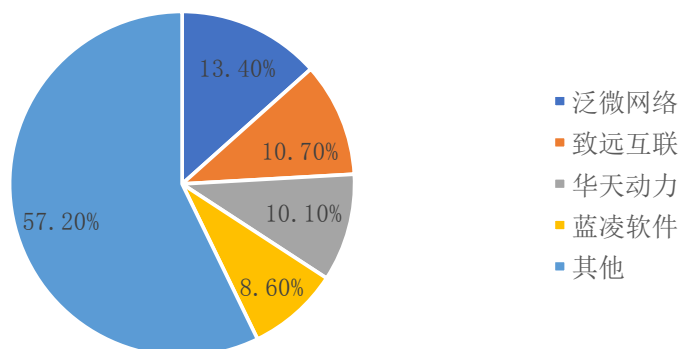


资料来源: 飞象科技, 民生证券研究院

国内协同管理软件市场呈现充分竞争格局, 集中度较低, 涉及该业务的上市公司主要有泛微网络 (603039.SH)、用友网络 (600558.SH, 持有致远互联 4.98%股份)、太极股份 (002368.SZ, 持有慧点科技 91%股份) 以及港股上市的金蝶国际 (0268.HK) 等; 三板挂牌公司主要有金和网络 (股份代码: 430024)、蓝凌软件 (股份代码: 834906) 等; 另外, 创业型公司主要有华天动力、Teambition、Worktile 等。

图 1-18: 国内 OA 市场市占率

2017年上半年国内OA厂商市占率



资料来源: 飞象网, 民生证券研究院

表 1-3: 国内协同管理软件市场主要参与者

市场	公司	简介	OA 产品服务
上市 (沪深、香港)	泛微网络	国内 OA 市场领先者, 市场稀缺标的。	针对不同客户群体主要有三类产品: e-cology (大中型企业)、eteams (小微企

主板)			业)、e-office (中型企业) 等。
	用友网络	用友集团旗下企业, 国内领先的企业管理软件和企业移动应用、企业云服务提供商, 是中国最大的 ERP、CRM、人力资源管理、商业分析、内审、小微企业管理软件和财政、汽车、烟草等行业应用解决方案提供商, 并在金融、医疗卫生等行业应用以及企业支付、企业通信、管理咨询、培训教育等领域快速发展。	主要和参股公司致远互联共同开发产品。
	金蝶国际	亚太地区领先的企业管理软件及电子商务应用解决方案供应商, 金蝶开发及销售企业管理及电子商务应用软件和为企业或政府构筑电子商务或电子政务平台的中间件软件。	金蝶云之家系列产品
新三板	金和网络	金和网络成立于 2000 年, 是一家专业的协同管理软件供应商。其主要产品包括: 面向大中型企业的金和协同运营管理平台和面向央企、集团化企业的金和协同平台套件系统。金和网络是全国中小企业股份转让系统挂牌公司 (公司代码: 430024)。	C6 (大中型企业)、JCS (央企、集团化企业)、IOAS (中小企业)
	蓝凌软件	蓝凌软件成立于 2001 年, 是一家专业的知识协作门户平台提供商。其主要产品包括: 专业知识管理平台、知识化工作平台、智慧协同平台和移动社交平台。蓝凌软件是全国中小企业股份转让系统挂牌公司 (公司代码: 834906)。	KMS (专业知识管理平台)、EKP (知识化工作平台)、EIS (智慧协同平台) 和 KK (移动社交平台)
创业企业	致远互联	致远互联成立于 2002 年, 是一家专业的协同管理软件供应商。其主要产品包括: 面向企业、政府和行政事业单位的协同管理软件。用友网络持有其 4.98% 的股份。	V5 协同管理平台、A8 协同管理软件、A6 协同管理软件、M1 移动协同软件等
	华天动力	大连华天软件有限公司是国内最早从事协同软件研发的企业之一, 公司总部位于大连高新技术产业园区, 2010 年, 大连华天软件有限公司在业内率先提出“智慧协同”的理念。	目前共有 8 个产品线, 其 OA 产品主要以应用企业的性质和行业应用不同而划分为旗舰版、集团版、专业版、多语言版、政务版、平台版、人力资源管理、绩效考核等功能版本。
	慧点科技	慧点科技成立于 1998 年, 是一家专业的管理软件与服务提供商。其主要产品包括: 集团管控平台及办公产品、综合管理体系、知识管理系统、项目管理系统、人力资源子系统、合同管理系统等。太极股份持有其 91% 的股份。	Indi. Platform 平台产品、集团型企业协同办公系统、合同管理系统、法律事务管理系统、资金费用管控系统、费用报销管理系统、决议督办管理系统、会议管理系统、因公出国 (境) 管理系统、慧信融合通讯系统
	Teambition	Teambition 公司创立于 2011 年 4 月, 隶属于上海汇翼信息科技有限公司, 在协作办公领域处于全国较为领先地位。	服务付费企业超过数千家, 知名客户包括 TCL、锤子科技、华为、奥美、新东方教育、顺丰速运和上证所等行业知名企业和机构。每天有超过 300 万项目在 Teambition 上运行。
	Worktile	Worktile 隶属于北京易成星光科技有限公司, 是融合新型互联网技术的全新一代企业协作平台。致力于解决企业员工工作效率, 加强团队成员之间协作与沟通, 进而提升企业核心竞争力。	针对不同客户群体, 推出免费版、专业版、企业版和旗舰版等四版, 并可根据运行环境分为桌面网页、iPhone 以及 Android 三个版本。

资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

市场出现四强争霸, 泛微首推协同管理概念。OA 系统诞生伊始, 各品牌厂商开始探索 OA 发展方向。目前市场领先厂商主要有泛微网络、致远互联、华天动力、蓝凌软件。在行业发展过程中, 泛微首先提出“协同管理”产品概念, 初次为 OA 系统产品应用做出定义。

二、把握移动办公趋势，开拓长尾市场打造中国版 Slack

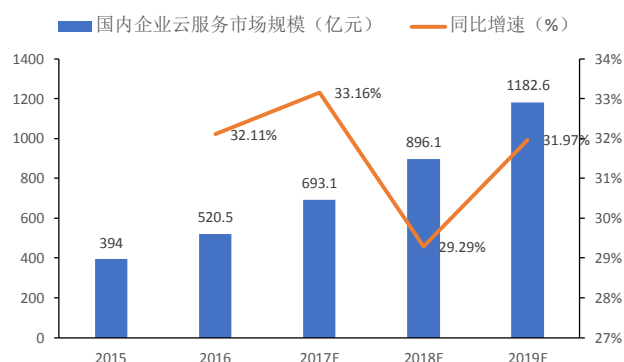
(一) eteams 打造 SaaS 和移动化服务，进军中小企业长尾市场

1、SaaS 云化实现协同管理软件突破

SaaS (Software-as-a-Service, 软件即服务) 是指通过互联网通道提供传统软件功能的模式, 厂商将应用软件统一部署在公有云、混合云或专有云上, 最终企业用户可以根据自己实际需求, 通过互联网向厂商按需订购指定应用软件服务, 按订购的服务量、服务时间或其他方式向厂商支付费用, 并通过互联网获得厂商提供的服务。这种方式以强劲的后台云计算资源为支撑, 确保整个 SaaS 应用的运行可靠性、可用性和安全性, 并且支持多种访问方式、多用户租用、跨地域同步使用。

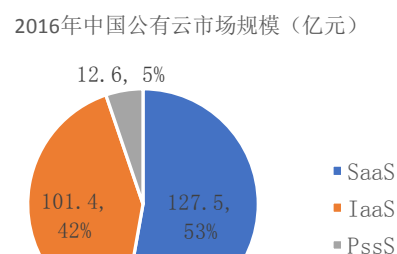
国内企业 SaaS 产品市场规模有望保持高速增长。根据 Gartner 预测, 2017 年全球公有云服务市场规模达到 2468 亿美元, 较 2016 年 2092 亿美元增长 18%, 其中 SaaS 应用服务预计增长 20.1% 达到 463 亿美元。自 2015 年国内企业级 SaaS 市场迎来爆发后, 至今仍保持强劲的发展势头。根据艾瑞咨询预计, 2016 年中国企业云服务市场规模超 500 亿元, 预计未来几年仍保持约 30% 的年复合增长率。

图 2-1: 国内企业云服务市场



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图 2-2: 2016 年中国公有云市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

企业级 SaaS 应用中以行政办公类产品占比最高。根据阿里云《2017 年中国 SaaS 用户研究报告》显示, 行政办公类 SaaS 应用占比最高为 84.7%, 其中营销管理类 SaaS 应用占比为 60.1%, 而财务管理、人力资源管理两类 SaaS 增速较快, 分别有 8% 和 10.3% 的新企业客户计划在一年内实施。

市场呈现两极分化趋势, 集聚于资本和智力劳动密集行业。《2017 中国 SaaS 用户研究报告》同样显示 2017 年中国 SaaS 热点区域市场 TOP5 是上海、北京、广东、江苏、浙江, 共占全国 66.3% 市场份额, 而其他 29 个省市仅占 33.7%。行业分布密集, 国内 64.5% 的 SaaS 用户企业聚集在金融、教育、制造、建筑地产和软件开发五大领域。

相对于传统软件服务，SaaS 应用具有四大优势：1、成本节省，在云资源上共享硬件，为企业用户节省硬件采购和运维费用，并且定制开发成本较低；2、用户体验度较高，使用快捷方便；3、可提供较多的功能迭代和增值服务；4、以客户本质需求为根本目的，传统软件实施周期较长，并可以通过客户交纳首付款而进行强行绑定，而 SaaS 产品因为客户选择不续订而必须保证产品质量。

在传统的模式模式中，软件产品交付给客户后在客户内部 IT 系统中安装、实施、运营及维护。而在 SaaS 模式中，组织信息化所需要的所有网络基础设施及软件、硬件运作平台将由 SaaS 服务提供商负责搭建，客户无需购买软硬件、建设机房、招聘 IT 人员，即可通过互联网使用信息系统。客户可以根据自身的实际情况在线订购模块和 License，并且随着组织的发展、规模的变化，随时调整对产品的需求。除此之外，客户可通过相对低廉的“月费或年费”方式在线使用软件服务，避免了最终用户的服务器硬件、网络安全设备和软件升级维护的支出。

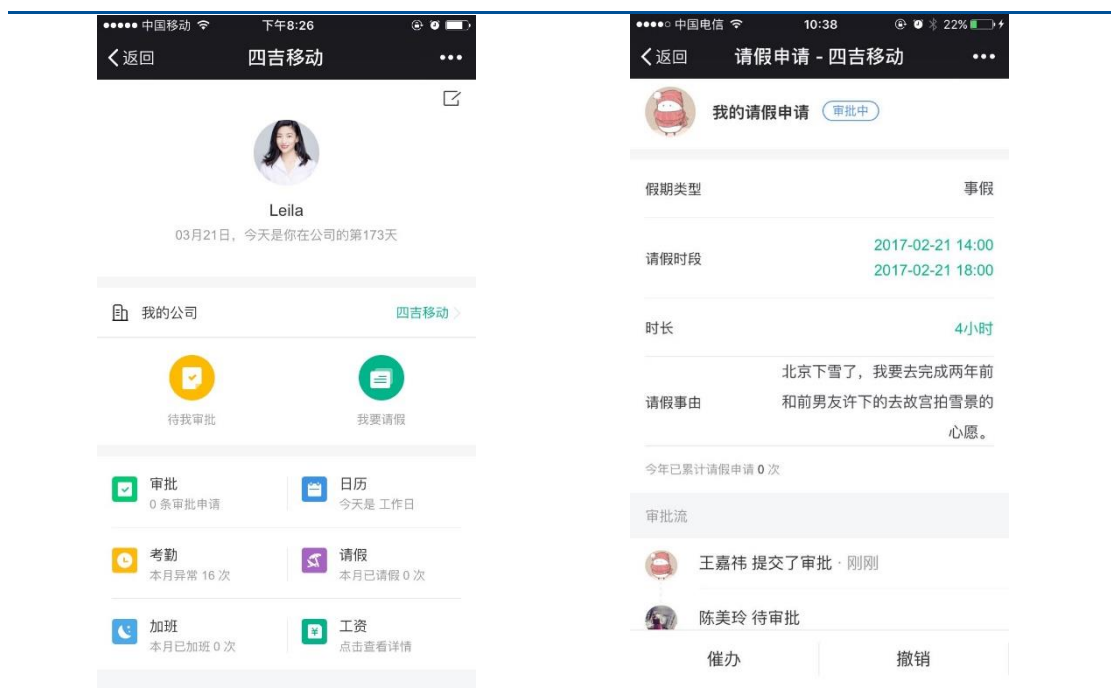
我们认为，协同管理软件 SaaS 云化可以有效降低组织的运营成本、提高组织的工作效率。因此，基于 SaaS 云较于传统厂商的优势所在，协同管理软件的 SaaS 云化将是未来管理软件的重要发展方向。

2、SaaS 服务移动化趋势明显，通用型产品实行差异化竞争

近年来，随着认知升级，用户的生活工作方式都在不断变化，移动应用对互联网持续深度改造。SaaS 移动化成为未来必然趋势，而移动协同办公，更侧重移动办公与协作，整合了移动无线技术，通过提供协同办公、即时通讯、电子邮件等在线办公支持服务，为组织办公环境进行全面的完善，有利于提高组织协作效率、降低沟通成本。

SaaS 服务移动化是未来必然趋势。移动 SaaS 云服务的优势在于让用户能够随时随地快速掌握组织的情况，信息可进行双向传递，其系统集成移动通信功能保证组织信息能及时接收，实现移动办公，使组织工作效率得到大幅度的提升。以发展较为成熟的 HR 领域为例，几乎所有的 HRM 应用均致力于移动端布局。如拉勾网旗下面向中小企业，提供包括招聘管理、人事管理、员工自助、企业服务平台在内的“拉勾云人事”，同时可基于微信端提供员工自助工具，员工可通过微信完成考勤、请假、查看工资等功能，其行为均会自动汇总到薪酬管理数据系统，并计算相应薪资。

图 2-3：拉勾云人事移动应用



资料来源：拉钩云官网，民生证券研究院

SaaS 产品可分为通用型和垂直型两类。其中垂直型 SaaS 向个别行业提供针对性服务，而通用型 SaaS 作为主要产品类型可分为工具型、协同型、管理型和经营型等四大类。根据易观智库数据，当前工具型 SaaS 产品在我国通用型 SaaS 中占据主位，市场份额约为 55%，其次则为经营型 SaaS，占比约为 23%，协同型和管理型 SaaS 各占 8%和 14%。

表 2-1：通用型 SaaS 分类明细

类型	分类
工具型	在线杀毒、网络邮箱、企业云盘、云文档、云商店、其他
协同型	OA 协同、企业 IM、在线视频、其他
管理型	HR（人力资源管理）、HCM（人力资本管理）、财务管理、其他
经营型	CRM（客户资源管理）、ERP/ERM、客服中心、电商、其他

资料来源：民生证券研究院整理

通用型应用进行差异化竞争，更好解决行业适配性难题。由于 SaaS 产品无法如传统企业管理软件般做到定制化独立部署，所以严重制约企业选择 SaaS 云服务。近两年来，为解决企业效率和行业适配性问题，通用型 SaaS 产品往往通过针对垂直领域提供以标准化产品为核心的行业解决方案以满足不同行业的差异化需求。

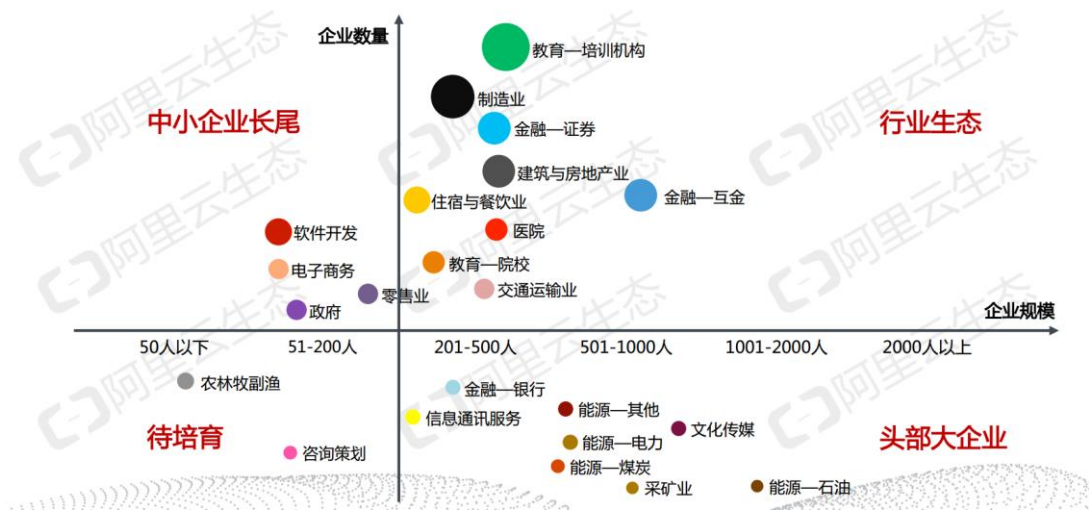
中小企业用户存在云管理服务刚性需求。我国的企业信息化程度较低，特别是中小企业信息化程度仅约 10%。随着互联网的进一步普及，企业信息化与网络化程度不断加深，中小企业对 SaaS 服务的需求将不断扩大。目前的企业级 SaaS 服务商远不能覆盖 SaaS 层的全部业务，SaaS 服务长尾市场的潜在发展空间巨大。

图 2-4：SaaS 中小企业长尾市场空间巨大

2017云栖大会·上海峰会
THE COMPUTING CONFERENCE

阿里云

中国行业SaaS用户分布图：头部突出，生态覆盖行业



资料来源：阿里云《2017中国SaaS用户研究报告》，民生证券研究院

我们认为，基于移动应用的广泛使用，未来 SaaS 服务发展的重要趋势之一是移动化，而在通用型应用基础上进行部分定制可以有效解决行业适配性问题，迅速覆盖中小企业长尾市场将成为众多技术服务商的战略选择。

（二）对标巨头 Slack，公司成长前景空间巨大

1、协同管理软件标杆企业 Slack，高成长属性赋予 90 亿美元估值

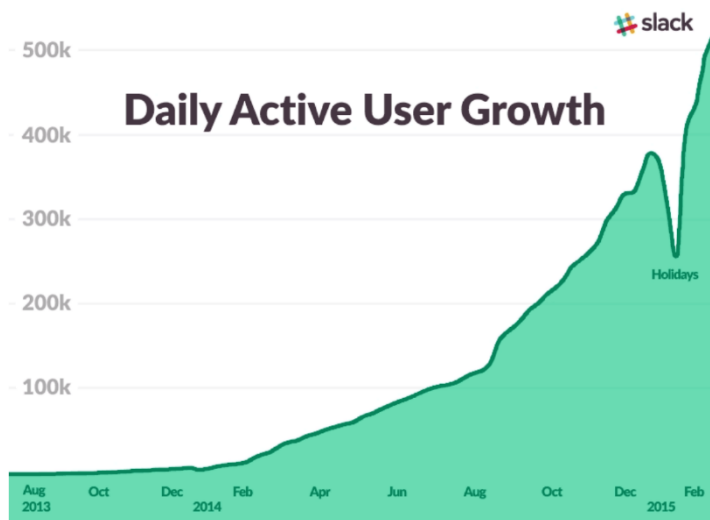
成长性最好的 SaaS 协作办公创业公司。Slack 诞生于失败的游戏创业项目“Glitch”，刚开始创业者 Stewart Butterfield 主要将其当做开发用于员工内部交流的信息平台。至 2014 年底，Slack 已经整合了电子邮件、短信、Google Drives、Twitter、Trello、Asana、GitHub 等 65 种工具和服务，把可以把各种碎片化的企业沟通和协作集中到一起，目前 Slack 主要包含聊天群组+大规模工具集成+文件整合+统一搜索等功能。

借助数轮融资，估值高达 90 亿美元。Slack 在 2014 年完成 4000 多万美元融资之后，又迅速获得 1.2 亿美元融资，在 2016 年 4 月获得 2 亿美元融资，截止到目前，公司共获得 5.4 亿美元融资，在 2017 年 6 月份据彭博社报道，Slack 收到了包括亚马逊在内的几家科技巨头的收购邀约，Slack 的估值将至少为 90 亿美元。

用户数剧增，产品时间粘性强。到 2013 年 8 月，Slack 进入内测阶段，在 2014 年 2 月刚推出的时候，Slack 的日活用户就有 1.5 万人，到同年 8 月，日活用户增至 17.1 万人；到 11 月，日活用户就增至 28.5 万人；到 2015 年 2 月，日活用户达到 50 万；到 2016 年 3 月份，Slack 的日活用户就已增至 230 万。到目前为止，Slack 拥有 500 万日活用户和 150 万付费用户，付费用户每月支付 6.50 美元至 12.50 美元，可以获得如信息存储、搜索等功能，实现营收 10 亿美元。Slack 用户现在每个月发送的信息数多达 3 亿条，用户每天花在 Slack 上的时

间超过 2 个小时。

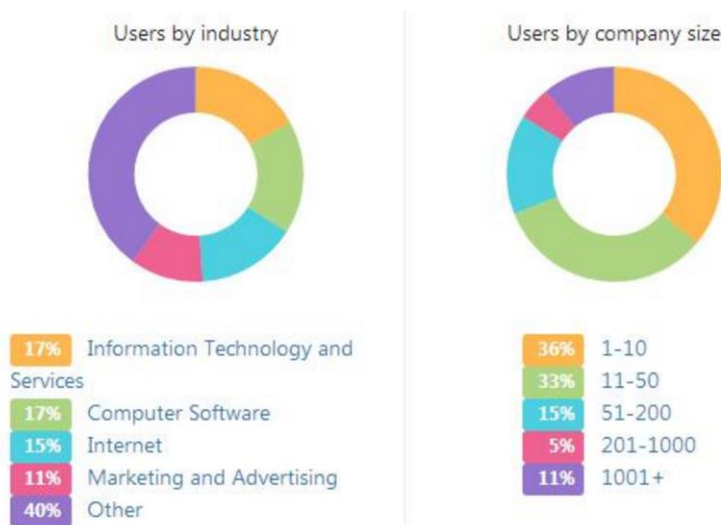
图 2-5: Slack 日活用户人数变化



资料来源: 创业邦, 民生证券研究院

Slack 迅速成长, 微软推 Microsoft Teams 正面迎战。2016 年 11 月, 微软推出企业内部协作工具 Microsoft Teams 应对 Slack 竞争, 在 181 个国家以 18 种语言, 面向 Office 365 的企业用户提供。Teams 的功能将整合在微软的 Office 办公组件中, 并基于 Office 365 的云平台打造。因此, 企业可以在 Office 平台上打造属于自己的协作小组, 进行群组沟通、文件分享、共同办公等功能。Teams 的主要特性包括: 群组聊天 (公开或私密), 视频和语音会议, 发送 Emoji、贴图、GIF 等信息, 与 Word、Excel、PowerPoint、SharePoint、OneNote、Planner、Power BI 等办公软件整合, 其中 Teams 会对协作沟通内容进行加密。

图 2-6: Slack 用户人群分析



资料来源: woshipm, 民生证券研究院

2、Slack 以产品取胜，成长高属性赋予 90 亿美元高估值

Slack 定位为一款团队通讯应用，主要解决团队沟通的问题，并通过 API 搭建团队信息聚合平台。基于对 Slack 产品的分析，我们总结其主要特点如下：

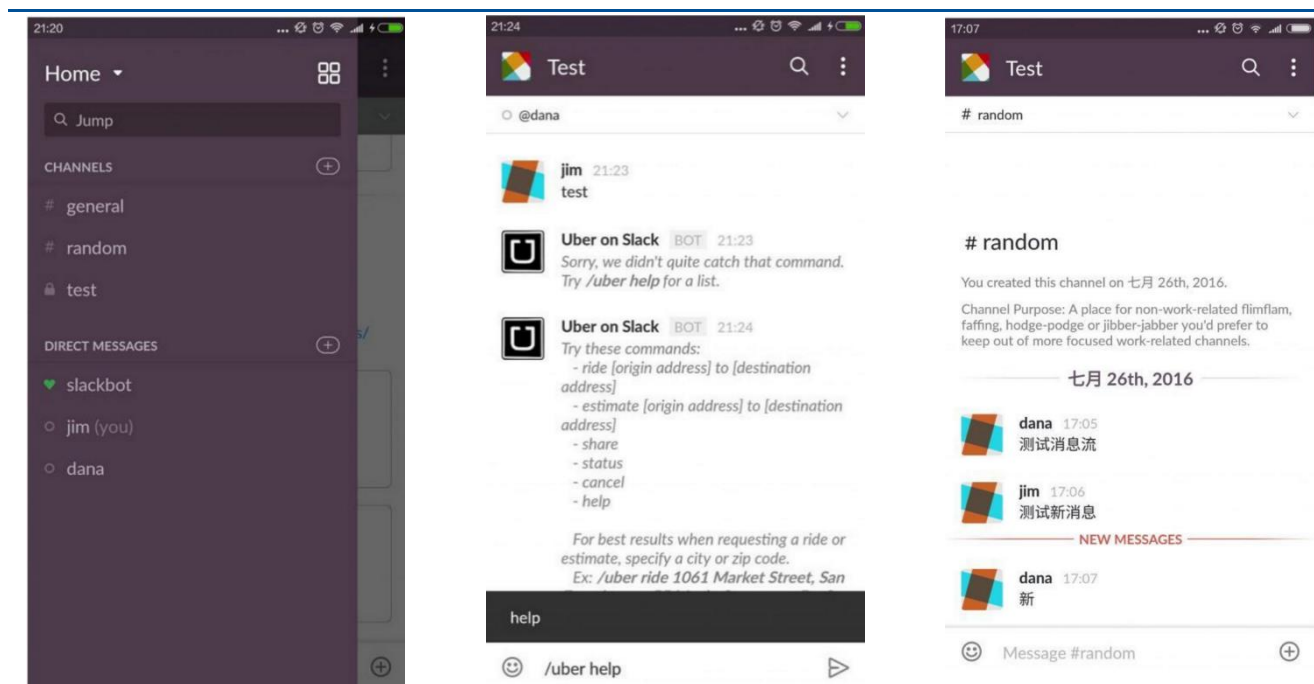
客户群主要针对中小型企业 and 团队。其中 85% 用户的团队规模在 200 人以下，一半用户来自信息服务行业、计算机软件行业和互联网行业。Slack 产品诞生之初是为了方便创始人所在的开发团队内部沟通而开发的工具，融入了不少行业专属性的功能，如 snippet、命令行交互，因此 IT、互联网从业人员对 Slack 的拥护度也比较高。

后台管理功能特色在于团队个性化设置。比如可以使自定义团队 slackbot 智能回复、设置团队加入模式和勿扰时间段。Bot（机器人）能提供 slack 软件的帮助，还允许定制自动回复、管理第三方应用，用户的操作更为便捷。团队个性化设置功能一方面有利于团队文化建设，以及对外形象的统一；另一方面也有利于团队根据自身特点进行一些定制，从而间接提高团队成员的工作效率。

在客户端基础 IM 功能上增加完善更多丰富的功能。slack 支持消息标记未读、消息定时提醒、消息编辑等，对消息通知和消息免打扰的设置功能也比较强大。slack 支持频道、DM、消息、通知、文件的跨类搜索，甚至能直接搜索第三方服务的内容，既帮助用户精准地找到文件，也可形成团队知识沉淀；而基础 IM 功能是 IM 应用最本质、最高频的功能，产品的用心和专注使用户最基本的沟通需求得到最大化的满足。

会话与场景深度融合，解决用户切换不便。工作中往往需要同时使用多个应用，用户在不同应用之间切换是十分麻烦的事情。而在钉钉等工作台集成方式下，用户仍然需要进入工作台才能操作第三方应用。而 slack 实现了会话与应用的深度融合，而不是割裂地加上应用，用户可直接在会话窗口中快速调用第三方应用、收发第三方应用的通知，避免了用户频繁在不同应用中切换的不便。

图 2-7：Slack 产品展示



资料来源: woshipm, 民生证券研究院

在导航菜单中, slack 采用抽屉式导航, 切换 channel、DM 均需要点开页面左上角的按钮才能打开隐藏的抽屉式导航菜单。根据 Steven Hoober 的调研, 49% 的用户通过单手操作, 36% 一手拿着手机一手操作, 另有 15% 双手操作。随着大屏手机时代的到来, 设置在页面左上角的按钮的操作将越来越不方便。因此, 抽屉式菜单只适合在功能比较单一的 APP (如雅虎天气) 或者功能复杂的 APP 中放低频的功能 (如 QQ 的开通会员、个性装扮)。而 channel 和 DM 是高频的功能, 将这些功能的入口隐藏在侧边栏的设计并不合理。

在应用交互方式上, slack 采用由 “ / ” 触发的命令行交互方式, 支持直接在会话页面驱动第三方应用 (即消息流驱动)。将会话界面作为办公应用和服务的入口, 可以使用户的操作更加方便, 无需手动打开应用就可以使用各类应用提供的拓展功能。但是, 由于国内用户的计算机水平普遍不如国外, 且并不习惯于命令行交互方式, 因此这种方式可能并不适用于国内。不过, 消息流驱动的交互方式可以借鉴和吸收, 未来随着 AI (人工智能) 和 NLP (自然语言处理) 技术的发展, 消息流驱动的实现或许无需采用命令行输入方式, 而支持语音或文字等更便捷的交互方式。

在消息流方面, 与主流 IM 软件不同, slack 的消息在会话窗口的显示方式是自下而上, 这一设计让用户的目光可以始终聚集在聊天窗口的底部区域; 用户本人和聊天对象的消息均显示在会话窗口的左侧, 查看消息时用户不用 “左顾右盼”; 当切换频道时, 新旧消息会以一条明显的 “分界线” 进行分割, 同时聊天窗口的焦点会聚焦在分界线处, 提升用户阅读的效率。

我们认为, slack 成功在于正确的产品和市场策略, 主要原因有四: 1、产品聚焦核心功能并完善细节从而简单易用; 2、重视早期客户并依靠自下而上的口碑进行传播; 3、通过免费增值服务模式获取批量固定付费用户; 4、通过产品培训和市场教育促使客户接受产品中

心化设计。但公司尚未实现盈利，具备完全的创业公司属性，估值水平接近 90 亿美元略高，根据其 10 亿美元营收可以给予 50 亿美元估值。

3、公司推广 eteams，有望成为 OA 移动化领军者

eteams 是公司小微企业移动办公云服务平台，结合移动互联技术、云技术和社交应用技术，主要针对小型企业和轻量级团队市场。Eteams 在阿里云上部署及运营，所有用户均通过登录统一的云端入口进行日常操作，不需要购置服务器硬件及配备系统管理员，适合管理需求不复杂的小微企业。主要的功能应用如下：目标管理、任务协作、工作日报、文档共享、客户管理、流程审批、企业微信、移动考勤、语音指令、日程管理、绩效报告等。此产品主要采取 365 元每人的年度服务费方式，其营销及服务模式均以互联网在线的方式为主。

图 2-8：eteams 产品主要功能模块



资料来源：泛微官网，民生证券研究院

eteams 界面设计简洁清新，操作体验良好，易用性强，支持 PC、移动等平台 and Open API、第三方应用等多种工具接入，可以满足企业不同的办公自动化需求。

图 2-9：eteams 产品 PC 网页版功能展示



资料来源：民生证券研究院整理

eteams 与微信、钉钉等互联平台商形成良好接口合作。目前 eteams 产品已经迭代开发到第三代，其移动端与微信合作有三种形态：企业微信、微信企业号、微信服务号，并可在钉钉中进行免费绑定，借助于钉钉强大导流作用，提升产品服务的盈利能力。

表 2-2: eteams 与微信合作形态功能分析

主要功能	企业微信	微信企业号	微信服务号
1	同事通讯录：自动建立通讯录，并可通过每位成员的卡片，增加与同事之间的了解，创建相互信赖的团队，最大化促进员工之间的协作性和工作效率；团队之间可通过企业微信直接语音沟通、发送工作文件或图片、以及任务文档客户等工作事项。	工作日报：记录每一天的工作成果和经验分享，可透视整个组织每位成员的工作状态和成效、每件事项的进度。	简单关注：无需注册及认证企业号，只要关注 eteams 服务号（扫一扫右面的二维码）并绑定帐号，就可以马上进行内部工作协作。关注成功 eteams 服务号后，进行相应的授权绑定，以后就可以直接进入 eteams 中办公了，并可实时的收到每一条推送过来的消息。
2	群组沟通：不限制人数的大群组，让您的通知公告直接到达每一位成员；多群组的建立帮助您可根据工作事项或范围单独交流沟通；并与项目、任务、客户等模块应用直接衔接打通，建立基于具体事项的工作沟通。	任务协作：可随时反馈工作任务和有效跟踪，也可以随时为其他同事分派任务；通过对人、对事添加关注，让重要的任务随时呈现进展情况。通过任务项目、标签等关联功能，可将相关任务集合到一起，将目标有效落实。	目标项目：围绕着个人或团队的周期项目，以项目协作的方式及时做好工作计划、并汇总执行过程中的进展，推进项目的执行。建立跨团队、灵活小组式、无组织边界的 PDCA 项目式协作，提升团队执行力。
3	消息提醒：新消息主动推送，手机端实时收到，一个消息也不遗漏；通过企业微信的提醒，扩展化的把您的新任务、新客户、关注申请、新工作日报、新成员的加入等一并及时提醒给用户。	文档库：建立团队统一的知识网盘，积累沉淀工作过程中的知识经验，全员创新、全员分享、充分利用。并可形成基于如文案、策划、方案等文档的团队协作中心。	建立团队统一的知识网盘，积累沉淀工作过程中的知识经验，全员创新、全员分享、充分利用。并可形成基于如文案、策划、方案等文档的团队协作中心。
4	eteams 服务号：此服务号并非腾讯微信服务号，通过 eteams 服务号，每位用户可以随时的快速咨询使用 eteams 过程中的一些问题、或者建议意见和改进想法、甚至您想要的需求功能。	CRM：客户、供应商等所有外部资源信息统一管理起来，跟踪客户的每一步过程内容及下一步联络计划。建立销售漏斗分类状态的跟踪频率，并提供基于外勤地理位置的拜访联系记录。	业务表单：用数据重新定义协作，台帐记录、数据汇报、外部调研收集一并搞定。彻底告别传统纸笔数据收集方式，实时完成数据提交，自动生成数据和报表。
5	聊天记录安全保密性好：PC、iPhone、android 等多终端的企业微信，并帮用	组织成员：自动形成团队内部并随身随带的通讯录，再也不怕找不到同事	微信考勤：移动签到，掌握上下班状态及工作时长。基于地理位置的手机

户把全部交流内容保存到专属的团队私密空间；安全可管理的多终端企业微信，团队成员入职或离职后自动打开或关闭，但历史消息还可以查找，真正企业可控的工作微信。

了；并可以随时通过成员的卡片信息，进一步了解到同事或下属的每天工作安排和分享、以及各应用中的内容。

签到签退并结合企业上下班时间，还提供基于外勤地理位置的拜访联系记录。自动形成团队成员的工作出勤轨迹，考勤统计更为便捷。

工作报告：系统帮助用户提炼每一天的工作汇报内容，便于在了解总结性的汇报的同时还可以深入了解到具体事项。

审批流程：各行各业的业务表单库帮助您快速借鉴同类公司、同等规模的企业运作经验和内部规范要求。将公司日常行政管理、业务审批流程，全部电子化、实现无纸化，通过移动审批进一步提高内部效率。

6

资料来源：公司官网，民生证券研究院

移动端 APP 功能丰富，可自由扩展功能模块。功能模块共包含消息中心、应用集成、自由重组、群组沟通四部分，其中应用集成模块用又包含协作（任务协作、项目管理、知识文档、日程安排），汇报（工作日报、计划报告），审批（流程）、CRM（客户、联系人、商机、产品库、合同、线索、竞争对手、市场活动），其他（统计报表、移动出勤、语音办公、通知公告、业务表单）等四个板块。

图 2-10：移动端 eteams 应用界面



资料来源：民生证券研究院整理

布局三四线城市，构筑品牌壁垒。未来办公信息化的增量市场重点将在三四线城市，其中以中小微企业为主力，相比之下公司在一二线城市开拓十多年，市场开发度较高，竞争也较为激烈。目前泛微已经完成全国的“2 小时必达”服务网络建设，一些纵深的三四线城市已经铺开线下服务点，成为公司进军三四线城市的前进通道。

图 2-11：eteams 产品部分客户

资料来源：公司官网，民生证券研究院

我们认为，eteams 移动产品模块形态多样化，功能完善丰富，并与微信钉钉等平台进行深度绑定，既能扩大客户覆盖面又能提升产品盈利水平，并积极开拓三四线城市广阔增量市场，有助于构筑品牌营销壁垒，预计未来一段时间内 eteams 将成为国内知名 OA 产品。

三、e-office 提供标准化解决方案，渠道建设助力产品

（一）e-office 通用标准化型产品，版本迭代性能优异

泛微协同办公标准版软件（e-office）是高度产品化的协同移动办公软件，主要面向中小型客户，满足没有定制化开发部署需求的群里。产品集门户应用、流程管理、知识管理、沟通平台、综合事务等五大板块的十四个功能模块于一体，帮助组织在降低投入成本的基础上，迅速提升管理和信息化应用水平，充分实现规范管理、加强管控、提升沟通、提高工作效率的应用目标。

e-office 采用通用化设计，性价比高。产品基于 PHP 的各种技术，利用 B/S 模式的三层结构设计完成，针对中小型客户需求特点，实行通用化的产品设计。在覆盖组织协同管理核心需求的基础上，突出性价比高、简单易用、方便维护的产品特性，基本无需实施和培训即可实现快速部署。在功能上全面普及网络办公、实现对组织人员事务的统一有效管理、加强信息共享和人员沟通，从而在短期内有效提升组织的办公效率和管理水平。

产品根据应用领域提供三类服务：知识系统类管理、流程协作类管理和人事行政类管理。

表 3-1：e-office 产品服务分类

分类	模块	功能示例
知识系统类	文档中心、图书信息、档案管理、公告管理、相册管理、微信公众号	文档中心：建立企业核心的知识文档、图档等整体的知识体系，业务流程处理、发布新闻公告、会议管理等不仅能直接获取知识库信息，同时可存储于知识库，通过资源共享实现知识快速复制。

流程协作类	流程审批、费用管理、收支管理项目管理、客户管理、协作区、任务管理、日程管理、会议管理、微博日志	流程审批：完整记录每次审批中的意见并直接形成统计报表，同时可规范企业的管理制度，通过“流程图+表单”的方式，很清晰的告知每位员工该怎么去执行和跟踪，从而辅助管理制度的真正落地。 费用管理：通过个人、部门、个人与部门综合考虑的角度设置三位一体的费用管控模式，费用信息强大关联，费用报销有据可依、智能预警，全方位对公司费用进行控制，清晰报销、费用申请流程，提高工作效率。
人事行政类	人事档案、薪酬中心、绩效考核、考勤管理、假期管理、通讯录、内部邮件、外部邮件、办公用品、用车管理	人事档案：提供全面的人力资源数据存储方案，形成了完善和动态的人力资源数据库，即时跟踪动态的人力资源数据，包括个人基本信息、系统信息、合同信息、考勤角色和级别信息等。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

版本 10.0 上线，十大优势明显。经过一年半研发孵化，e-office 升级迭代到 10.0，在安全性、易用性和智能性方面得到极大拓展，性能提升幅度较大。

图 3-1：e-office 产品展示



资料来源：e-office 演示系统，民生证券研究院

表 3-2：e-office 10.0 五大特性

特性	表现
快速安装便捷维护	web 服务器、数据库和应用程序全部自动傻瓜式安装，全程只需 3 分钟 后续维护异常简单，无需专业技术即可进行数据备份恢复 用户只需浏览器便可实现网络办公
全面企业管理及业务组件	集成商业管理组件，轻松的管理客户、供应商资料 and 产品销售记录 考勤、工资、工作计划、资产、会议等管理，企业各种资源清晰掌控 多层次的人员权限设定，保证管理的规范性和数据的安全性
多样化信息交流方式	公告通知、内部邮件短信、即时信息、协作区、文件柜、聊天室、论坛、网络会议，提供信息交流的多种方式 泛微协作区，完美解决事务性工作，实现跨越区域、部门、人员的高度协同工作 形式多样的“投票调查”功能，快速获取企业员工心声，帮助决策者获取公司反馈 灵活的邮件管理组件，支持内部邮件和 Internet 外部邮件 手机短信集成，重要信息可直接发送到手机，支持群发短信 网络硬盘组件，提供便捷的局域网、广域网文件共享方案

智能化企业流程定义和操作	即时通讯工具，实现即时消息、文件发送与共享、消息广播等
	集成语音、视频服务，全面支持网络会议
	流程步骤流转，手机短信提醒处理
	智能流程设定工具，无需专门技术便可迅速定义表单、步骤、流转条件等 独创智能表单设计器，支持各类宏控件、日期控件、公式计算控件等 可实现流程跳转，流程监控，流程委办，流程到达提醒，流程图形化，流程查询、归档和数据导出等多种操作
快速便捷集成机制	开放的数据接口，对于异构系统开发环境与数据语言无任何要求
	流程等数据可与异构系统做无缝链接以及数据操作
	e-office 内部之间支持多模块的数据联动与关联
强大文档编辑处理功能	系统集成与开发操作，不会影响 e-office 系统的独立应用与后续升级维护
	内置 office 文档控件，实现 Word 文档在线编辑、自动上传等操作 支持痕迹保留、文件套红、全文批注、手写签名、电子印章、打印等功能

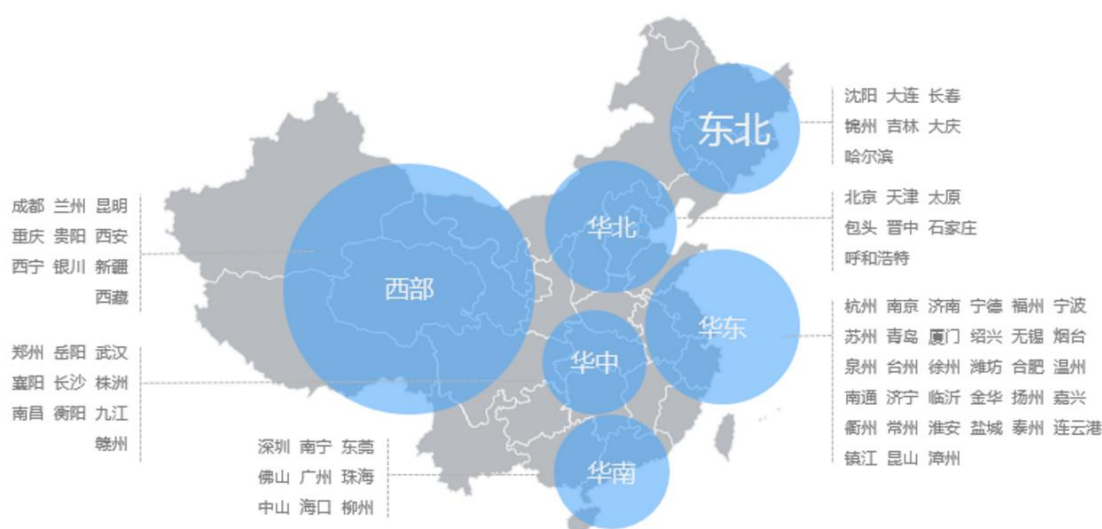
资料来源：公司官网，民生证券研究院

（二）完善营销渠道，加快 e-office 渗透速率

2017 年公司加大营销渠道建设力度，线上线下齐发力，在线上利用互联网搜索广告进行营销，在线下通过建设服务实体网点，大力发展加盟商和代理商。截止到 2017 年 6 月 30 日，公司已经建立起覆盖全国主要城市的服务网点。

图 3-2：泛微全国布局

泛微全国布局——达成2小时服务圈
遍布全国100多家机构，提供最便捷的服务体系



资料来源：公司官网，民生证券研究院

直销模式是指公司直接面对最终客户进行软件产品安装、销售以及服务，定位于大中型企事业单位，以 e-cology 销售开发为主，全面覆盖大、中、小型企事业单位等细分市场，涵盖包括 e-cology、e-office、eteams 在内的公司全系列软件产品的销售模式。

渠道分销模式是指公司通过在各区域发展一定数量的本地化经销商，进行 e-office 系列产品销售的业务模式。由于 e-office 产品具有标准化、通用化、易用性的特点，无需针对不同客户进行个性化设计及二次开发，更适用于起步级和应用级协同管理需求，因此在渠道分销模式下，公司主要定位于小型企事业单位客户。

e-office 渠道销售主要分为四种：区域代理商、OEM 合作商、产品/区域买断商、产品捆绑/嵌入合作。公司现有 100 多家服务网点，在全国各地大中城市均有代理商，可以提供一对一咨询与服务，以 1 至 2 小时服务圈服务模式及时响应客户需求。

图 3-3: e-office 产品系列销售模式



资料来源：公司官网，民生证券研究院

营销能力强大，开展标杆案例巡礼和百城巡展，提升品牌影响力。2013 年公司集合来自政府机构、商学院、企业、管理软件厂商、媒体等多种领域的专家力量，以理论研究、案例分析、标杆评选等多种方式，针对服务的成功客户，在全国范围内举办“组织信息化卓越实践及运营管控高峰论坛”活动，标杆案例巡礼基本涵盖大中型客户，百城巡礼活动在全国各大主要城市进行，获得客户一致好评反馈，也进一步提升公司“e”系列产品服务品牌影响力。

四、EBU 小组制激发活力，股权激励凝聚事业心

（一）EBU 小组制激发业绩活力，授权模式优势独特

采取本地化发展策略，给予 EBU 充分授权。为适应本地化发展趋势并快速扩大市场份额，公司业务拓展主要由各 EBU (e-cology 产品业务单元) 小组执行，人员构成本地化居多，主要负责项目售前、实施和售后等工作，而公司统一实行广告营销和资源调配，对各 EBU 小组进行相同的绩效考核。

EBU 小组制类似于阿米巴组织方式，机制灵活以业绩为导向。“阿米巴”是一种单细胞生物，可以根据外部环境的变化，改变形状，具有很强的分裂和繁殖性，所以环境的适应性是很强的。阿米巴管理模式是把企业划分成多个小的组织，独立核算，即阿米巴组织，每个小“阿米巴”组织是一个独立的利润中心，可以计算出利润。EBU 组织主要如下五大优点：

1、应对外界快速反应，让原来的许多要由决策层作出的业务决策，交由每个小组的领导者来决策。可有效的在现场解决问题，能够快速地响应外界的变化，同时可以及时洞察到内外部客户需求，能够快速反应，是一个有活力的组织。

2、明确内部小组之间的交易关系、合作关系、竞争关系。公司可以根据市场来确定购买产品或服务的价格，以提高单位时间内小组的会计利润，并促进良性竞争，让阿米巴组织更贴近市场，也更容易满足客户的需求。

3、用“单位时间核算制度”明确业绩标准。管理模式以“单位时间核算制度”为基础，加以改进，可以计算出具体数额，作为工人的激励，让工作产生成就感。

4、赋予员工参与经营的能力和条件，实现全员参与的经营。EBU 能让每一位员工了解管理，改变观念，改变了原来只有决策层开展经营活动的状况。让每一个员工知道管理是增加销售和降低成本，工作人员对会计数据和指标非常敏感，关注自己的日效率的提高，让他们积极的参与决策。给员工决策权，让自己的能力能够发挥，让员工能够全面参与到管理活动中来，参与到企业的创新和发展中来，实现企业在各方面有创新和发展。

5、给优秀的领导者以发展的机会。EBU 小组中的领导者，最重要的功能是带领团队，朝着一个共同的目标前进。每个 EBU 领导应该承担全部责任，对本小组负责，在做好经营业绩的同时还肩负着管理的责任，在进行着日常管理和业务决策的同时，对经营结果负责。

我们认为，EBU 模式具有天然的优势，适合公司业务发展特点。公司的核心竞争力在于产品研发和快速实施能力，并对客户进行全方位服务。总部承担产品研发和财务收支，而对客户需求的响应能力由本地 EBU 小组提供，从而实现快速投入，及时满足客户需求。

（二）股权激励到位，凝聚员工事业心

2017 年 7 月 20 日，公司公布 2017 年限制性股票激励计划：1、激励计划授予的激励对象总人数为 196 人，占比为 18.9%（以 2016 年年报披露职工人数为基准），包括公司董事、高级管理人员，中层管理人员、核心技术（业务）人员及其他骨干员工（不包括独立董事、监事及单独或合计持有公司 5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女）；2、拟向激励对象授予 288.77 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 6,667.00 万股的 4.33%；3、授予价格为每股 31.66 元。

限售期和解除比例安排合理，限售期解除期限和比例依次为：24-36 个月，30%；36-48 个月，30%；48-60 个月，40%。

表 4-1：限制性股票年度考核指标

解除限售期	业绩考核目标（以 2016 年净利润为基准）
第一个限售期	2018 年净利润增长率不低于 21%
第二个限售期	2019 年净利润增长率不低于 33%
第三个限售期	2020 年净利润增长率不低于 46%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

按照公告中的年度考核指标，以 2016 年净利润为 6443 万元为基准，2018 年-2020 年公司净利润将不低于 7796 万、8835 万、9407 万元。

我们认为，公司股权激励方案业绩考核方案和授予覆盖范围合理，可以激励相关人员将更多的时间精力投入到长期战略目标中，三年分期解除限售可以在一定程度上保持人员稳定性，确保公司业绩实现稳定增长。

五、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

公司在 2016 年末将软件产品按照具体三条产品线进行划分，我们将根据实际业务情况继续划分软件产品业务。公司主要营业收入中的软件产品/技术服务在 2014 年-2016 年比例是 3.34:1、3.23:1、3.05:1，呈现逐年小幅下降趋势，主要是软件产品中 e-cology 和 e-teams 增速较技术服务增速变化快，我们预计未来三年内将继续保持此种态势。

e-cology：作为公司主推产品，该产品销售收入占到总营业收入 70%左右。公司开拓大客户进展良好，预计 2017 年收入占比可以提升至 71-72%左右，根据针对客户体量不同，主要平均售价集中在 30-40 万元左右，对于大型企业集团则可达百万元级别。

eteams：在办公信息化产品云化和移动化趋势下，公司面向轻量型团队的该产品正在大力推广当中，预计今年销售量较好，单品价格按照 1 元/人/天计算。

e-office：该产品主要通过直销和渠道分销进行销售，单品价格按照产品使用功能模块和使用人数定量收费，一般售价为几十万元左右。

技术服务：该收入主要是指针对上述 e-cology 和 e-office 进行安装部署服务，以及版本升级更新收取的服务收入。

表 5-1：公司营业收入拆分预测（单位：百万元）

业务板块	营收指标	2017 年	2018 年	2019 年
软件产品	营业收入	469	645	938
	营业收入 YoY	—	37.53%	45.43%
	营业成本	10.21	15.72	18.21
	营业成本 YoY	—	53.97%	15.84%
	毛利率	97.82%	97.56%	98.06%
	营业收入	10.3	15.1	25
	营业收入 YoY	—	46.60%	65.56%
	营业成本	0.13	0.2	0.21

	营业成本 YoY	—	53.85%	5.00%
	毛利率	98.74%	98.68%	99.16%
	营业收入	2.65	3.76	7.31
	营业收入 YoY	—	41.89%	94.41%
	营业成本	0.08	0.14	0.16
	营业成本 YoY	—	75.00%	14.29%
e-office	毛利率	96.98%	96.28%	97.81%
软件产品（合计）	营业收入	481.95	663.86	970.31
	营业收入 YoY	40.87%	37.74%	46.16%
	营业成本	11.23	14.31	15.02
	营业成本 YoY	2.37%	27.43%	4.96%
	毛利率	97.67%	97.84%	98.45%
技术服务	营业收入	148	194	254
	营业收入 YoY	32.12%	31.08%	30.93%
	营业成本	3.15	3.23	3.31
	营业成本 YoY	0.32%	2.54%	2.48%
	毛利率	97.87%	98.34%	98.70%
第三方产品	营业收入	11.63	15.97	22.61
	营业收入 YoY	62.20%	37.32%	41.58%
	营业成本	6.01	7.21	8.01
	营业成本 YoY	28.69%	19.97%	11.10%
	毛利率	48.32%	54.85%	64.57%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.30 元、1.72 元和 2.05 元，当前股价对应的 PE 分别 50X、38X 和 32X。考虑到政企办公信息化迅速普及，公司 OA 专业优势持续巩固，产品服务全面领先，eteams 产品并可对标巨头 Slack，并积极开发人工智能产品。因此给予公司 2017 年 55~60 倍 PE，未来 12 个月合理估值 71.5~78 元，给予公司“强烈推荐”评级。

（三）风险提示

OA 市场竞争加剧；云化产品服务推进不及预期；渠道销售不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	461	642	874	1,247
营业成本	19	20	25	26
营业税金及附加	4	7	9	13
销售费用	324	430	586	840
管理费用	99	135	175	263
EBIT	14	49	79	104
财务费用	(1)	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	10	3	4	5
营业利润	23	52	83	109
营业外收支	50	0	0	0
利润总额	73	95	127	153
所得税	9	9	14	18
净利润	64	86	113	135
归属于母公司净利润	65	87	114	137
EBITDA	21	62	95	126

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	366	553	800	1194
应收账款及票据	30	57	69	105
预付款项	116	138	160	175
存货	6	8	9	10
其他流动资产	83	83	83	83
流动资产合计	604	845	1128	1576
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	117	174	227	282
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	142	168	175	184
资产合计	747	1029	1319	1777
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	54	62	68	76
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	420	600	778	1100
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	420	600	778	1100
股本	50	67	67	67
少数股东权益	31	30	29	27
股东权益合计	326	429	542	677
负债和股东权益合计	747	1029	1319	1777

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	45.6%	39.1%	36.2%	42.7%
EBIT 增长率	-29.5%	244.0%	60.9%	31.3%
净利润增长率	29.4%	33.4%	31.6%	19.6%
盈利能力				
毛利率	95.9%	96.8%	97.2%	97.9%
净利润率	14.1%	13.6%	13.1%	11.0%
总资产收益率 ROA	8.7%	8.5%	8.7%	7.7%
净资产收益率 ROE	22.1%	21.8%	22.3%	21.1%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.4
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
现金比率	0.9	0.9	1.0	1.1
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	24.7	31.2	28.0	29.6
存货周转天数	111.3	143.6	127.4	135.5
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.3	1.7	2.1
每股净资产	5.9	6.0	7.7	9.7
每股经营现金流	2.5	2.7	3.3	5.6
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	49.8	49.6	37.7	31.5
PB	11.0	10.8	8.4	6.6
EV/EBITDA	183.9	60.2	36.8	24.8
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	64	86	113	135
折旧和摊销	9	13	16	22
营运资金变动	59	127	141	268
经营活动现金流	123	180	222	376
资本开支	11	(4)	(21)	(14)
投资	2	0	0	0
投资活动现金流	38	7	24	18
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	0	0	0
现金净流量	161	188	247	394

插图目录

图 1-1: 公司主要股权结构	4
图 1-2: 公司内部架构	4
图 1-3: 公司参控股布局	5
图 1-4: 公司经营模式	6
图 1-5: 公司近三年营业收入变化图	7
图 1-6: 公司近三年净利润变化图	7
图 1-7: 公司近三年技术服务收入变化图	8
图 1-8: 公司近三年预收账款与应收账款变化	8
图 1-9: e-cology 的主要功能	8
图 1-10: e-cology 功能模块构成	9
图 1-11: 泛微协同管理平台架构	9
图 1-12: 模块间的齿轮联动模型	9
图 1-13: 部分 e-cology 服务的世界 500 强企业	10
图 1-14: e-cology 前端用户中心	11
图 1-15: e-cology 引擎式后台模块	11
图 1-16: eteams APP 中的语音办公功能	12
图 1-17: OA 行业发展历程	13
图 1-18: 国内 OA 市场市占率	14
图 2-1: 国内企业云服务市场	16
图 2-2: 2016 年中国公有云市场规模	16
图 2-3: 拉钩云人事移动应用	17
图 2-4: SaaS 中小企业长尾市场空间巨大	18
图 2-5: Slack 日活用户人数变化	20
图 2-6: Slack 用户人群分析	20
图 2-7: Slack 产品展示	21
图 2-8: eteams 产品主要功能模块	23
图 2-9: eteams 产品 PC 网页版功能展示	23
图 2-10: 移动端 eteams 应用界面	25
图 2-11: eteams 产品部分客户	25
图 3-1: e-office 产品展示	27
图 3-2: 泛微全国布局	28
图 3-3: e-office 产品系列销售模式	29

表格目录

表 1-1: 三大产品服务系列	6
表 1-2: e-cology 覆盖客户行业	10
表 1-3: 国内协同管理软件市场主要参与者	14
表 2-1: 通用型 SaaS 分类明细	18
表 2-2: eteams 与微信合作形态功能分析	24
表 3-1: e-office 产品服务分类	26
表 3-2: e-office 10.0 五大特性	27
表 4-1: 限制性股票年度考核指标	30
表 5-1: 公司营业收入拆分预测 (单位: 百万元)	31

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

杨思睿，计算机组组长。华中科技大学计算机博士，北京大学信息科学博士后，香港科技大学访问学者；2010年起任英特尔研究院高级研究科学家，2016年加盟民生证券。

孙业亮，计算机行业研究助理。电子科技大学工学学士，山东大学金融硕士；近两年软件开发实施经验，2017年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。