

证券研究报告

2019年04月21日

行业报告 | 行业专题研究

计算机

科创板系列十八：致远互联，国内协同管理软件行业领军者

作者：

分析师 沈海兵 SAC执业证书编号：S1110517030001



风险提示：面向大中型企业产品行业竞争大；中小型企业需求释放缓慢；产品升级优化不及预期；IPO不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要

深耕协同管理软件行业，市场占有率高

公司深耕协同管理软件行业，自2002年成立以来，始终专注于协同管理软件的技术研发与产品创新，面向大中型企业、中小企业、政府组织等各类客户打造了多种产品。公司市场占有率高，属于行业第一梯队，客户规模大，公司软件已成功应用于30多个细分行业、超过3万家企业客户和政府组织。

公司渠道优势明显，为业绩拓展建立护城河

公司前期由实控人与用友共同投资设立，受益于用友网络的渠道共享，公司建立起了自身的经销商渠道优势，目前共发展了600多家经销商。渠道优势为业绩拓展建立护城河，公司销售费用率显著低于泛微，中小企业客户需求拓展领先。

进一步优化产品线研发云平台，提升公司竞争力

公司将募投1.20亿元建设新一代协同管理软件优化升级项目，提升产品竞争力；并募投1.08亿元建设协同云应用服务平台建设项目，积极部署移动互联及云计算战略，顺应行业发展大趋势，不断巩固公司自身优势。

风险提示：面向大中型企业产品行业竞争大；中小型企业需求释放缓慢；产品升级优化不及预期；IPO不及预期。

1、深耕协同管理软件行业，市场占有率高

1.1 深耕协同管理软件行业，面向各类客户打造多种产品

- 公司深耕协同管理软件行业，自2002年成立以来，始终专注于协同管理软件的技术研发与产品创新。目前公司已具有V5协同管理平台、Formtalk协同云平台等多项核心技术，行业地位领先。
- 公司面向市场各类客户打造了多种产品。公司面向中小企业打造了A6协同管理软件，面向中大型企业及集团性企业组织打造了A8协同管理软件，面向政府组织及事业单位打造了G6政务协同软件。

图1 公司主营业务情况



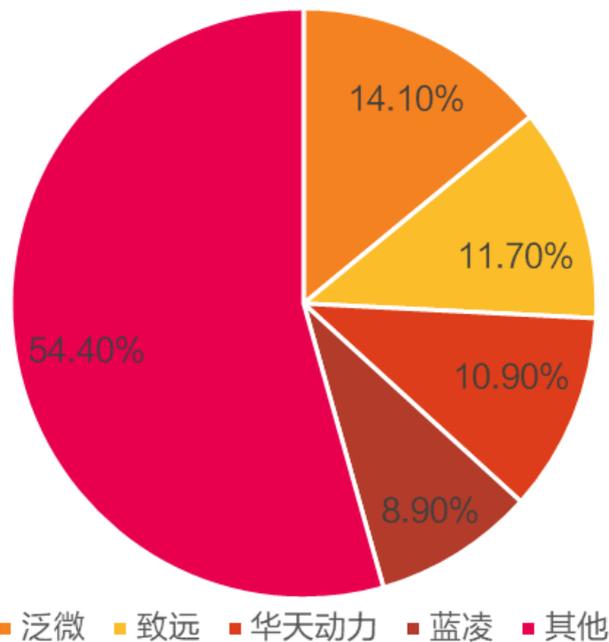
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1、深耕协同管理软件行业，市场占有率高

1.2 公司市场占有率高，客户规模大

- 公司协同管理软件市场占有率高，据前瞻网数据，2017年，公司协同管理软件国内市场份额为11.70%，属于行业内第一梯队。
- 公司行业客户基础广泛，客户规模大。公司下游客户涵盖了制造、建筑、能源、金融、电信、互联网及政府机构等众多行业，公司软件已成功应用于30多个细分行业、超过3万家企业客户和政府组织。

图2 2017年我国协同管理软件市场占有率情况



资料来源：前瞻网、天风证券研究所

图3 公司主要客户情况



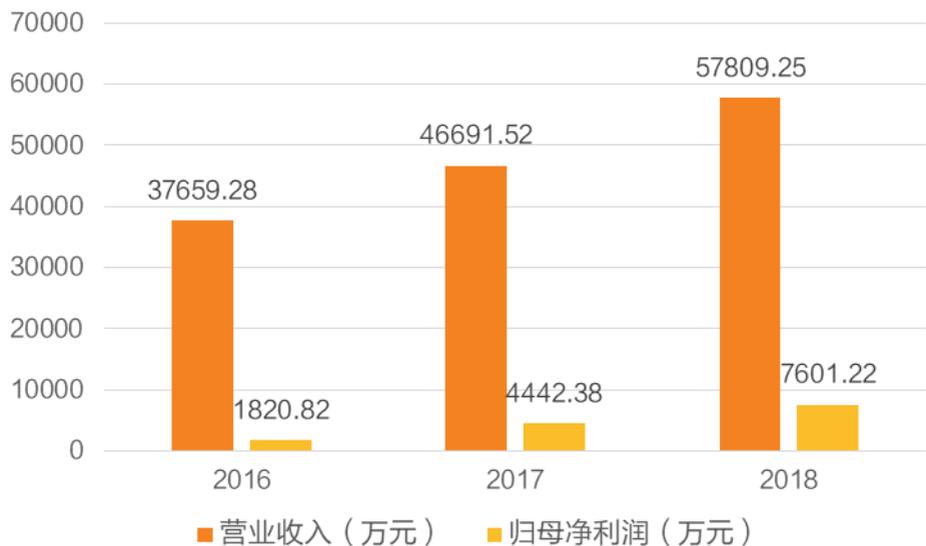
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1、深耕协同管理软件行业，市场占有率高

1.3 营收稳步提升，期间费用率显著改善

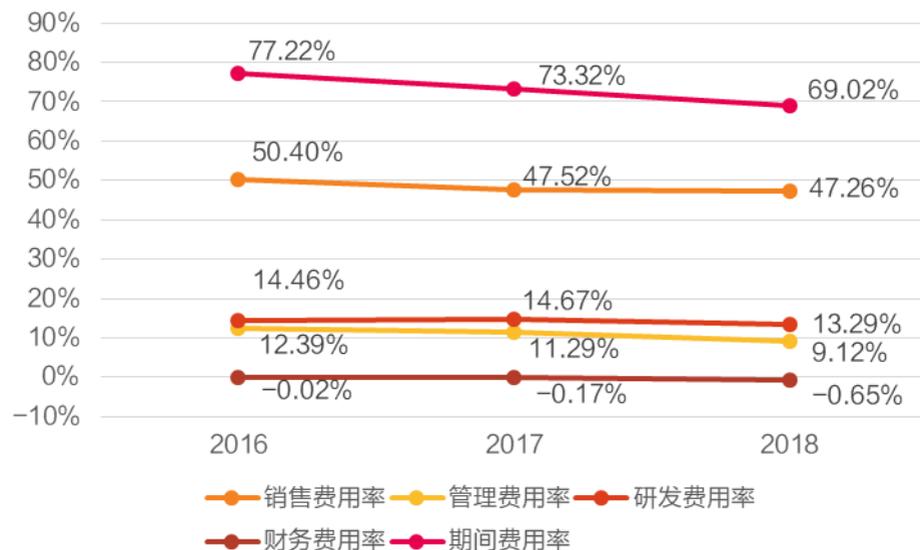
- 公司收入规模稳步提升，由2016年的3.77亿元提升至2018年的5.78亿元；利润迅速释放，归母净利润由2016年的1820.82万元提升至2018年的7601.22万元，复合增长率高达104.32%；净利润率实现逐步提升，由4.85%增长至13.15%。
- 随着收入规模化及内部管理优化，公司期间费用率显著改善，由2016年的77.22%减少至2018年的69.02%。

图4 公司营收及归母净利润情况



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图5 公司期间费用率情况



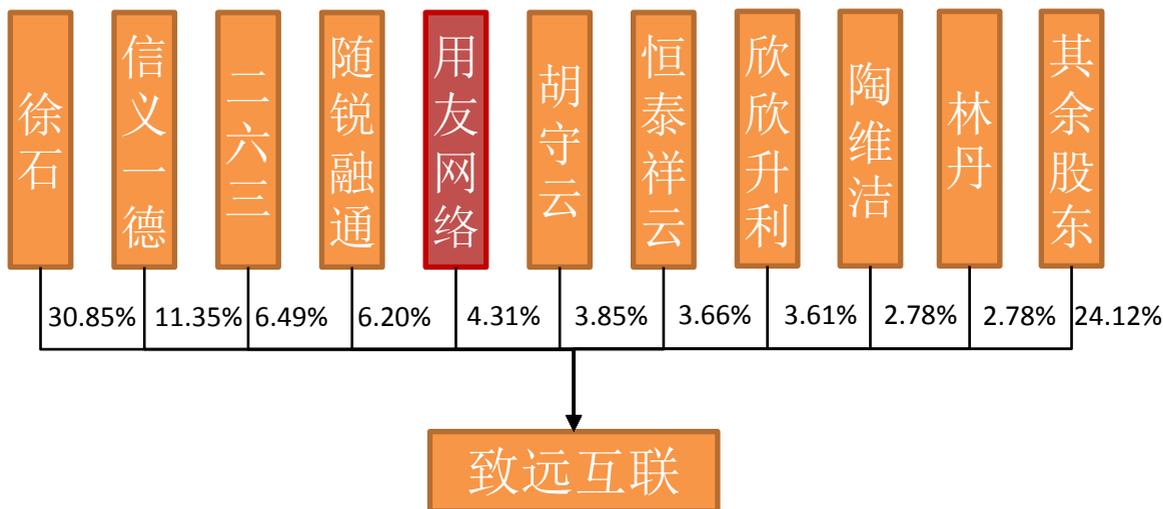
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2、公司渠道优势明显，为业绩拓展建立护城河

2.1 前期由用友共同投资设立，经销商渠道优势明显

- 公司2002年成立时，由实控人与用友网络共同出资设立，用友网络占股30%，目前，用友仍持股4.31%。
- 受益于用友网络的渠道共享，公司建立起了自身的经销商渠道优势。截止2018年末，公司在全国设立30多家分支机构并发展了600多家经销商，共拥有超过3万家客户。

图6 致远互联股东结构



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表1 致远与泛微经销商及客户数情况对比

	经销商情况	客户数情况
致远互联	截止2018年末，在全国设立30多家分支机构并发展了600多家经销商	截止2018年末，公司共拥有超过3万家客户
泛微网络	截止2017年上半年，公司共发展了120余家经销商	截止2018年末，公司产品应用于上万家大中型组织客户

资料来源：招股说明书、泛微17年半年报、泛微18年年报、天风证券研究所

2、公司渠道优势明显，为业绩拓展建立护城河

2.2 相较泛微，致远更注重经销模式发展

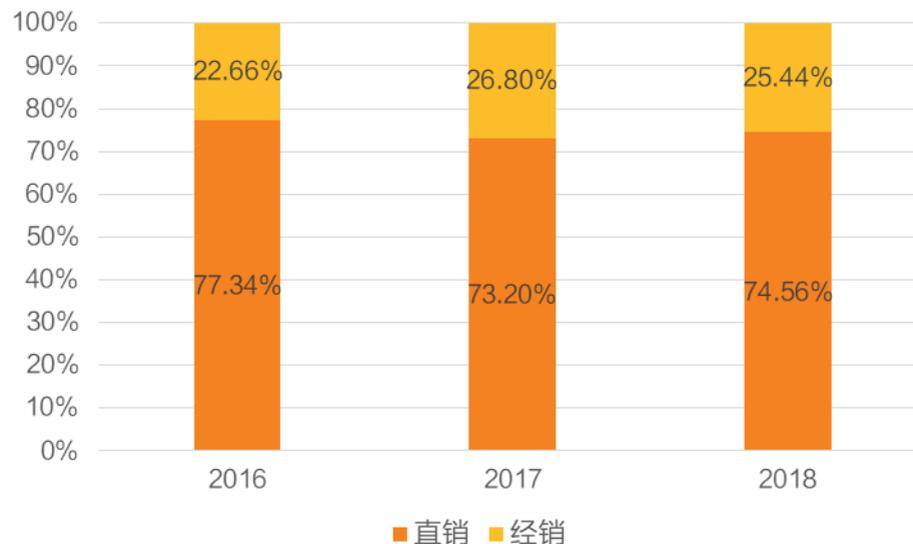
- 泛微网络主要以直销模式为主，面向中小企业的e-office采用直销加渠道分销的模式，但总体占比较少。
- 致远更注重经销模式的发展，A6、A8、G6三大产品均设有经销模式，面向中小企业的A6产品从2016年下半年起更是实施全经销模式。经销模式收入在致远营业收入中占比小幅提升，目前占据约为四分之一左右的收入比重。

表2 致远与泛微各产品销售模式

致远销售模式	A6产品	A8产品	G6产品
直销		✓	✓
经销	✓	✓	✓
泛微销售模式	e-office	e-cology	eteams
直销	✓	✓	✓
分销	✓		

资料来源：致远互联招股说明书、泛微网络18年年报、天风证券研究所

图7 致远直销与经销收入占比



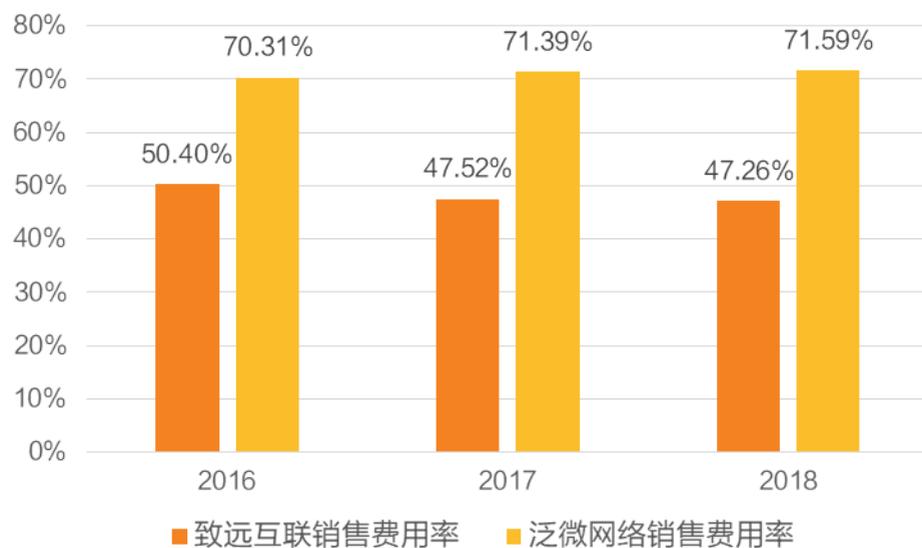
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2、公司渠道优势明显，为业绩拓展建立护城河

2.3 渠道优势助力公司低销售费用率及中小企业客户拓展

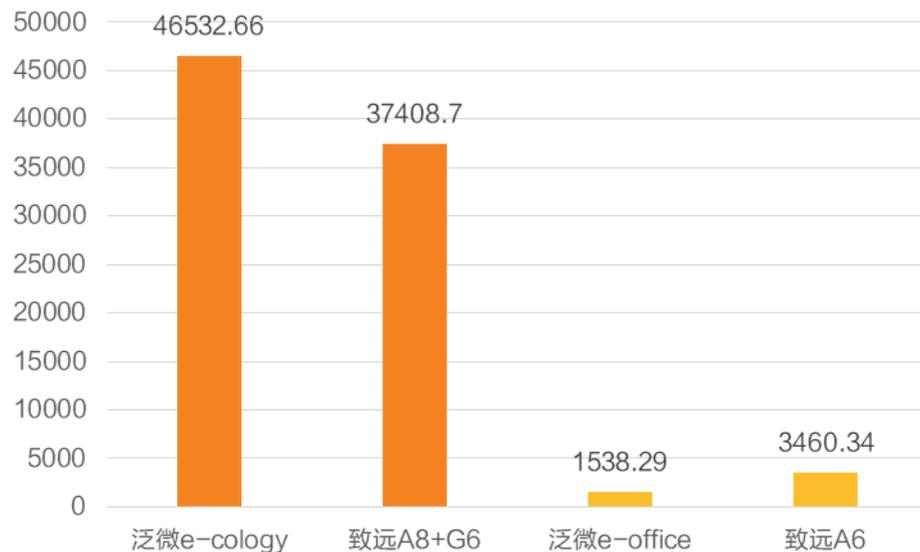
- 受益于公司经销模式，公司销售费用率较同业的泛微网络相比较低。2018年，公司销售费用率为47.26%，远低于泛微网络的71.59%。
- 经销模式更利于中小企业市场拓展。偏高端市场上，泛微e-cology产品相对于致远A8及G6产品收入水平相对较高，面向中小企业产品方面，致远A6比泛微e-office表现更好。

图8 致远与泛微销售费用率对比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图9 2017年致远与泛微各产品收入（单位：万元）



资料来源：wind、招股说明书、天风证券研究所

3、进一步优化产品线研发云平台，提升公司竞争力

3.1 进一步升级优化产品线，提升产品竞争力

- 公司将募投1.20亿元建设新一代协同管理软件优化升级项目，提升产品竞争力。
- 该项目将通过增强协同管理平台和产品的开放性、适用性和可扩展性，并在场景化、智能化、移动化、大数据应用等方面进行提升，优化提升公司核心协同管理平台V5和协同软件产品A6、A8和G6产品的性能和应用，公司产品整体竞争力有望得到大幅提升。

表3 新一代协同管理软件优化升级项目募投情况

项目名称	拟投入募集资金（万元）	项目建设内容
新一代协同管理软件优化升级项目	11990.11	<p>（1）V5协同管理平台的优化升级 包括技术平台CTP、协同应用平台CAP、移动平台CMP和集成平台CIP的优化升级</p> <p>（2）核心系列产品——A6、A8、G6产品的优化升级 在复杂组织架构协同管理、产业链协同、数据挖掘与组织行为绩效评价、智能协同等方面，同时丰富移动端产品的性能，建立移动工作门户，增强产品在场景化、智能化等方面的功能应用</p>

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3、进一步优化产品线研发云平台，提升公司竞争力

3.2 研发建设协同云应用服务平台，巩固公司行业领先优势

- 公司将募投1.08亿元建设协同云应用服务平台建设项目。
- 该项目将以公司现有的公有云协同预研项目和移动协同技术为基础，通过“企业数据采集及移动协同云平台”Formtalk、“企业级移动应用云端入口”M+以及“协同云应用中心”CAP+三个子项目的研发建设。
- 公司积极部署移动互联及云计算战略，顺应行业发展大趋势，不断巩固公司自身优势。

表4 协同云应用服务平台建设项目募投情况

项目名称	拟投入募集资金（万元）	项目建设内容
协同云应用服务平台建设项目	10818.91	<p>（1）进一步研发原有协同云产品Formtalk，使其能够提供从企业数据采集、到移动业务构建的公有云全面解决方案，提升产品对小微企业或部门级协同应用场景</p> <p>（2）构建企业级移动应用云端入口M+，使其在提供企业协作基本功能应用的基础上，可连接CAP+和第三方移动应用软件，实现企业在移动协同领域的弹性部署和扩展，形成跨企业、跨组织的协同工作平台</p> <p>（3）三是建立云应用服务中心CAP+，使其能够支持开放式快速构建和交付企业协同应用，并提供相关应用定制与扩展功能</p>

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4、风险提示

- 1、面向大中型企业产品行业竞争大。**大中型企业协同管理软件市场竞争激烈，公司相关产品或将受到泛微、蓝凌、华天动力等公司产品的挤压。
- 2、中小型企业需求释放缓慢。**公司渠道优势利于公司在中小企业市场的拓展，但目前中小企业对协同管理软件需求较弱，其需求释放或不及预期。
- 3、产品升级优化不及预期。**协同管理软件客户对软件的功能、用户友好性、简洁性要求较高，公司对产品功能及性能的升级优化或不及预期。
- 4、IPO不及预期。**目前公司上市申请暂处于交易所受理状态，或无法通过审核程序。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS