

# 泛微网络(603039)深度报告之一： OA办公软件龙头，引领OA生态潮流

2019年07月04日

强烈推荐/维持

泛微网络 公司报告

## 报告摘要：

**OA 行业龙头，行业地位稳固。**泛微网络是 OA 国内领先的协同办公 OA 软件及解决方案提供商，是行业内的寡头企业。公司目前已为超过 20000 多家用户提供协同办公系统，解决方案覆盖超 90 个细分行业，约 200 家服务网点覆盖全国各省市地区。公司作为行业内首家且目前唯一一家主板上市公司，在品牌知名度、资本、市场、产品、人才等方面均行业领先。

**顺应行业发展趋势，营收快速增长。**我国 OA 办公软件市场经过多年培育，当前已经进入稳定发展期，总市场规模达到百亿元。2017 年我国 OA 办公系统软件市场总规模超过 103.7 亿元，比 2016 年增长 15.99%，并且连续三年增长率超过 15%。公司近五年来营收持续保持增长，2018 年突破 10 亿大关，增速达 42.51%。

**e-cology 全面升级，适应智能办公。**公司的王牌产品 e-cology 发布至今，已历经了 9 个大版本，70 多个小版本，其最新版本 e-cology9.0 于 2018 年 9 月发布，是基于 AI 技术和泛微 OA 场景结合的一款高度交互性的智能办公平台，最新版本 e-cology 充分发挥了智能化办公和电子化的优势，引领了办公智能化的潮流。

**云服务全面升级，满足中小微企业需求。**云 OA 产品在云端部署及运营，适合满足中小微企业刚需。公司历时 7 年重金打造云 OA 产品 eteams，轻应用及功能稳定丰富的特性满足企业不同场景使用需求，随时随地开展部署实施，成为中小微企业的良好选择，云化 OA 打开协同办公软件蓝海。

**投资评级与投资建议：**鉴于泛微网络是国内领先的协同办公 OA 软件及解决方案提供商，是行业内的寡头企业。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.96/1.13/1.27 元，对应 PE 分别为 73/62/56 倍，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**公司 EBU 战略执行效果不确定性风险，电子政务推进不及预期，行业客户拓展不及预期。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	704.22	1,003.60	1,382.20	1,861.36	2,420.22
增长率(%)	52.66%	42.51%	37.72%	34.67%	30.02%
净利润(百万元)	86.97	114.49	145.68	172.55	194.72
增长率(%)	33.35%	31.64%	27.25%	18.44%	12.85%
净资产收益率(%)	14.68%	15.81%	15.54%	15.70%	15.19%
每股收益(元)	1.33	1.16	0.96	1.13	1.27
PE	52.96	60.72	73.44	62.39	55.67
PB	8.23	9.97	11.41	9.79	8.45

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 公司简介：

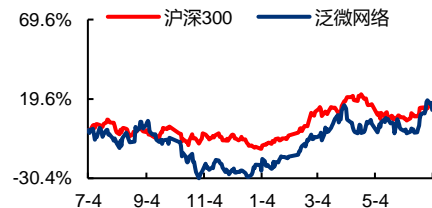
上海泛微网络科技有限公司（泛微网络）成立于 2001 年 3 月 14 日，专注于协同管理软件领域，并致力于以协同 OA 为核心帮助企业构建全员统一的移动办公平台，是 OA 行业唯一一家上交所主板上市公司，国内协同管理软件及相关解决方案供应商中的领军企业。

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

## 交易数据

52 周股价区间(元)	70.44-94.67
总市值(亿元)	106.87
流通市值(亿元)	41.6
总股本/流通 A 股(万股)	15171/5905
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.9

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 首席分析师：王健辉

010-66554035

wangjh\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

## 目录

<b>1. 公司简介：OA 行业引领者，首家主板上市公司</b>	<b>5</b>
1.1 公司基本情况	5
1.2 公司扩张历程	5
1.3 股权结构	5
1.4 经营状况	6
1.5 业务布局	7
1.6 公司客户	8
1.7 竞争格局	9
1.8 研发实力	11
<b>2. 百亿级 OA 市场龙头，e-cology 站稳大中企业市场</b>	<b>12</b>
2.1 OA 市场稳定增长，规模超百亿	12
2.2 杀手级产品 e-cology 为公司业务基础	13
2.2.1 全面普及智能办公	14
2.2.2 平台化增强系统集成能力及引擎延展性	15
2.2.3 全程电子化告别纸质办公时代	15
<b>3. 移动办公市场高速增长，全线产品移动化布局</b>	<b>16</b>
3.1 移动办公趋势明显	16
3.2 移动办公平台 e-mobile	18
3.3 其他产品对移动化的实践	20
<b>4. 率先布局企业云服务，亿元资金助力 SaaS 产品推广</b>	<b>21</b>
4.1 国内公有云市场高增速，企业上云进程加快	21
4.2 SaaS 服务具优势	23
4.3 中小微企业发展利好扩大 SaaS 市场需求	24
4.4 泛微移动云 OA 产品 eteams	25
4.5 鲲鹏伙伴计划大力促进云 OA 产品普及	29
4.6 海外协同办公产品 SaaS 化发展	31
<b>5. 可比公司估值与盈利预测比较</b>	<b>32</b>
<b>6. 投资评级与投资建议</b>	<b>32</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>32</b>
<b>8. 相关报告汇总</b>	<b>34</b>

## 插图目录

<b>图 1：泛微网络发展历程</b>	<b>5</b>
---------------------	----------

图 2: 泛微网络前十名股东持股情况.....	6
图 3: 近 5 年营业总收入 (单位: 百万元) .....	7
图 4: 近 5 年归母净利润 (单位: 百万元) .....	7
图 5: 泛微网络产品布局.....	7
图 6: 泛微网络主营业务收入结构变化 .....	8
图 7: 泛微网络全国区域运营机构分布图 .....	9
图 8: 泛微网络客户类别覆盖范围 .....	9
图 9: 泛微网络竞争对手公司 .....	10
图 10: 2018 年 1-6 月 OA 市场占有率 .....	11
图 11: 近 5 年研发费用增长情况 (单位: 百万元) .....	11
图 12: 近 5 年研发费用占营业收入比例 .....	11
图 13: 2012-2017 年我国 OA 市场规模增长情况 (单位: 亿元) .....	12
图 14: 企业微信、上海 CA 和契约锁产品融入 e-cology9.0 .....	13
图 15: 企业微信、上海 CA 和契约锁产品融入 e-cology9.0 .....	13
图 16: 一部智能手机涵盖所有 OA 应用 .....	14
图 17: 小 e 智能语音助手实现智能化 .....	15
图 18: e-cology 整体架构和平台化的后端引擎设计 .....	15
图 19: 泛微官网全程电子化模拟场景体验 .....	16
图 20: 全球企业市场对创新技术的重视程度.....	16
图 21: 中国企业创新技术的实践情况.....	16
图 22: 企业移动化场景及关键采购渠道.....	17
图 23: 2017 年全球各国智能手机普及率 .....	17
图 24: 2017 年全球各国智能手机普及率 .....	18
图 25: 移动办公市场规模 (单位: 亿元) .....	18
图 26: 中国移动办公平台发展历程 .....	18
图 27: 移动引擎总体架构.....	19
图 28: 复兴集团移动应用平台 .....	20
图 29: 上海医药移动应用平台 .....	20
图 30: 泛微各系列产品对移动化的全面实践.....	21
图 31: 中国公有云市场规模及增速 (单位: 亿元) .....	22
图 32: 2017 年云计算使用率 .....	22
图 33: 公有云上企业内部应用和数据比例 .....	22
图 34: 企业公有云产品应用比例.....	23
图 35: 云计算三种模式与传统 IT 服务模式的对比 .....	23
图 36: SaaS 的核心价值和优势.....	24
图 37: 2011-2017 年中国中小企业市场规模及增长率.....	24
图 38: 促进中小企业发展相关政策 .....	25
图 39: 已注册 eteams 服务企业 .....	25
图 40: 泛微及竞争对手云产品发布时间对比.....	26
图 41: 企业微信集成平台 .....	26

图 42: eteams 产品功能丰富.....	27
图 43: eteams 安全策略.....	28
图 44: eteams 产品价格.....	28
图 45: 中茂集团 eteams 解决方案（流程审批电子化&移动考勤）.....	29
图 46: 渠道商的客户服务数量.....	30
图 47: 渠道商对产品的偏好.....	30
图 48: 甲骨文公司云套装产品.....	31
图 49: 可比公司估值比较.....	32

## 1. 公司简介：OA 行业引领者，首家主板上市公司

### 1.1 公司基本情况

上海泛微网络科技股份有限公司成立于 2001 年 3 月 14 日，总部设立于上海，2017 年 1 月 13 日在上海证券交易所正式挂牌上市交易，股票代码 603039。泛微作为“国家规划布局内重点软件企业”，专注于协同管理软件领域，并致力于以协同 OA 为核心帮助企业构建全员统一的移动办公平台，是 OA 行业唯一一家上交所主板上市公司，国内协同管理软件及相关解决方案供应商中的领军企业。在移动办公领域，泛微以强大的产品研发能力、本地化能力和咨询能力，成功服务于全国上万家企事业单位客户，打造了上海医药、复星集团、绿地集团等多个业界标杆。

### 1.2 公司扩张历程

公司自 2001 年成立至今，其本地化服务体系从北上广深下沉至二三线城市，e-office、e-weaver、e-cology、eteams 产品线逐步完善布局，增资上海 CA，进一步提升产品附加值。

图 1：泛微网络发展历程



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

### 1.3 股权结构

泛微网络实际控制人及控股股东为公司创始人、法定代表人、董事长兼总经理韦利东先生，持股比例 33.09%。第二大股东韦锦坤先生为韦利东之父亲、一致行动人，持股比例 24.24%。二人合计持股超过公司股份 50%。此外，二人所持股份均为有限售条件股份，可上市交易时间为 2020 年 1 月。

图 2：泛微网络前十名股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例 (%)	持股数量
韦利东	境内自然人	33.09	33,921,600
韦锦坤	境内自然人	24.24	24,849,200
李凤葵	境内自然人	4.87	4,996,221
张晋榆	境内自然人	3.94	4,040,432
中国工商银行-广发聚丰混合型证券投资基金	其他	2.48	2,538,853
华软创业投资无锡合伙企业（有限合伙）	其他	2.20	2,251,176
季学庆	境内自然人	2.05	2,100,460
中信银行股份有限公司-交银施罗德新生活活力灵活配置混合型证券投资基金	其他	1.88	1,924,350
中国工商银行股份有限公司-交银施罗德优势行业灵活配置混合型证券投资基金	其他	1.14	1,171,310
中国建设银行股份有限公司-交银施罗德阿尔法核心混合型证券投资基金	其他	1.12	1,150,471

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2017 年，泛微自有资金以及控股子公司点甲创投，以现金支付方式投资上海 CA，增资后合计持有其 27.25% 股份，交易价格为 1.84 亿元。此次增资有利于泛微满足办公“全程电子化”的市场需求，成为公司业绩新增长点。

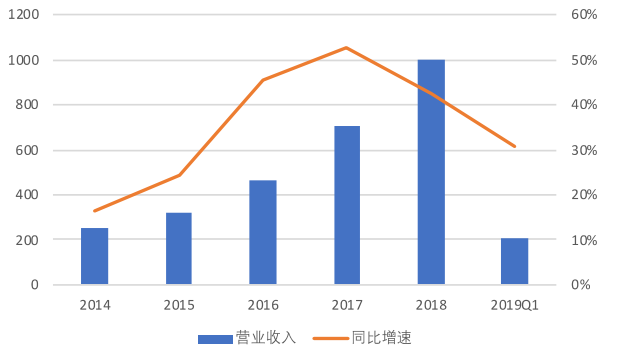
上海 CA 是国内信息安全解决方案提供商，其主要业务包括电子认证产品及服务、安全产品软件销售、安全集成及运维服务。在电子认证领域，上海 CA 是国内首批获得工信部电子认证服务资质、国密局电子认证服务使用密码许可证、国密局电子政务电子认证服务资质和国际 WebTrust 的认证机构，已经形成了相对完善的电子认证产品体系，不仅为用户提供网络信任综合解决方案，而且在国资系统、建设领域、商用密码领域和涉密领域开展了应用开发集成业务。上海 CA 2016 年实现营业收入 1.23 亿，净利润 1366.56 万，2017 年上半年实现营业收入 6541 万，净利润 1494.19 万。

## 1.4 经营状况

近五年来，公司业绩一直保持较高的增长速度，尤其在 2015 年迎来增速拐点，呈现加速趋势。我们分析其中原因在于，2014 年泛微推出“杀手级产品”e-cology 8.0，产品销售订单的增长拉动了总营收的快速增长。2018 年公司营收达 10.03 亿，增速达到 43%。2019 年一季度达 2.05 亿，有望进一步实现增长。

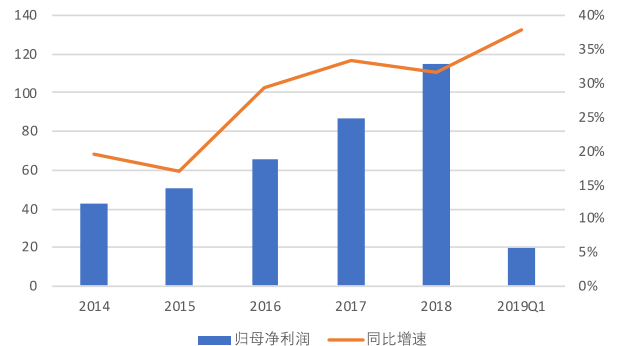
同时，公司净利润和现金流也一直呈稳步上升趋势：公司 2018 年归母净利润达到 1.14 亿，同比增长 32%，连续第二年增速达到 30% 以上，2019 年第一季度归母净利润达到 1933 万。经营活动所产生的现金流净额在 2018 年达到 1.99 亿，2017 年为 1.56 亿，说明公司资金充足。

图 3: 近 5 年营业总收入 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 近 5 年归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 1.5 业务布局

泛微具备成熟的协同管理产品体系, 以“平台化、智能化、全程电子化”为战略导向, 产品具备较高的灵活性和扩展性, 产品线定位明确, 通过产品功能满足不同群体的差异化需求。

公司产品线包含了针对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-weaver、e-ecology、e-office 和 eteams。其中, e-weaver 为高度定制化产品, 面向中大型客户, 需求复杂度高, 在泛微产品线收入的比例较小; e-ecology 是泛微具有竞争优势的核心产品, 主要面向广泛的大中型客户群体, 采用组件化设计方式开发, 实现模块化的同时兼具灵活性, 为客户打造基于互联网的、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, 覆盖大中型客户的多样化需求, 截至目前已发布 9.0 版本; e-office 是面向中小型客户的标准化产品, 突出性价比高、简单易用、方便维护的产品特点, 凭借其可快速复制的特性, 通过渠道分销模式, 可以面向小中型客户群进行规模化产品销售, 收入占比也较小; eteams 是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, 是一款轻量级的一体化移动办公云平台, 目前已有 40 多万家企业进行注册, 由云端部署及运营, 通过收取年度服务费的方式获得收入。所有用户均通过登录统一的云端入口进行日常办公协助操作, 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。

图 5: 泛微网络产品布局

	e-weaver	e-ecology	e-office	eteams
使用规模	中大型组织 (300 人以上)	中大型组织 (300 人以上)	中小型组织 (100-300 人)	小型组织 (100 人以下)
部署方式	私有部署	私有部署	私有部署	公有云
安装方式	客户现场个性化开发	客户现场个性化开发	客户自行安装	无需安装 注册即可使用
需求复杂度	复杂	较复杂	标准	简单

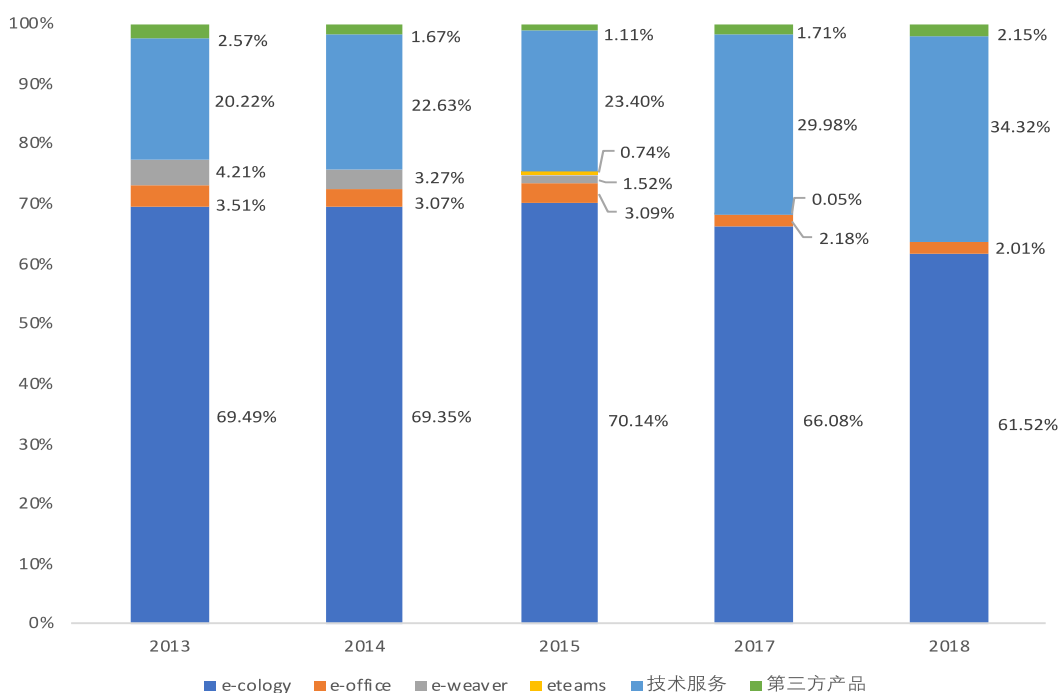
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2018 年 6 月, 泛微发布新一代移动政务办公平台 e-nation, 主要面向政府机关类单位, 以“信息协同、业务协同、资源协同”为基本设计思想, 结合各类党政机关日常政务需求, 推出个人办公、信息门户、

督察督办、党建管理等 12 项功能模块，助力党政机关搭建高效的电子政务平台。

从分业务收入来看，e-cology 所占收入比重最大，技术服务收入次之。2018 年，大中型企业软件 e-cology 收入为 6.17 亿元，收入占比为 61.52%。e-office 收入为 2019 万元，收入占比为 2.01%。技术服务收入为 3.44 亿元，收入占比为 34.32%。第三方产品收入为 2158 万元，收入占比为 2.15%。在泛微的主营业务中，e-cology 一直是最主要的收入来源，但近年来比例有所下降，而技术服务收入所占比例有了明显的上升。

图 6：泛微网络主营业务收入结构变化



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 1.6 公司客户

根据公司官网信息，泛微目前已为超过 20000 多家用户提供协同办公系统，解决方案覆盖 92 个细分行业，170 多家服务网点覆盖全国各省市地区，拥有广泛的客户实践积淀，在客户总量、销售业绩上均保持良好增长，领先于行业，团队全国人员总数达到 3800 人，每年增长 30% 以上。在泛微的标杆客户案例中，包含 PICC、益海嘉里、太平洋保险等 23 家世界 500 强企业，格力、复星、五粮液等 72 家中国 500 强企业，中银国际、中粮等 57 家信息化 500 强企业。泛微的解决方案覆盖 3 大类 20 种企业类型，不同规模、产值的组织类型的客户都可以从泛微 OA 中获益。



图 7：泛微网络全国区域运营机构分布图



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

图 8：泛微网络客户类别覆盖范围



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

## 1.7 竞争格局

泛微在 OA 行业面临的主要竞争对手为致远互联以及蓝凌软件，其中，泛微作为行业内首家以及目前唯一一家主板上市公司，在品牌知名度、资本、市场、产品、人才等方面均领先于竞争对手。泛微是国内“协同管理”概念的创造者，能力擅长之处主要在于产品，其不仅具有针对大中小微型各类企业到云 OA 产品的完整布局，并且软件核心引擎延展性较强，产品具有软件开发平台的功能，客户粘性较强、口碑较好。人才方面，泛微员工相对年轻化，在战斗力、创新力方面具有优势。另外，通过借助企业微信、上海 CA 等外部力量，泛微相对来说提高了其产品的“智能化、平台化和全程电子化”水平。与致远互联相比，其起家时背靠用友在渠道方面有所优势积累，而泛微通过大力推动鲲鹏计划，以亿元基金为合作伙伴提供各类培训及支持，旨在强化渠道建设，弥补短板。

此外，在 OA 行业市场占率较高的企业还包括华天动力，其为国内 OA 技术实力派代表，侧重为客户提供智能的、定制的、自主的协同管理系统，用户数量超过 13000 万家，其创始人为技术出身，因此公司对技术较为重视，相对来说市场营销能力略显不足。

图 9：泛微网络竞争对手公司

	泛微	致远	蓝凌
<b>成立时间</b>	2001 年（协同商务起家）	2002 年（用友代理商起家）	2001 年（系统集成商起家）
<b>背后靠山</b>	独立打拼	起初靠用友	曾经靠 Lotus Notes，作为 ISV 发展
<b>能力擅长</b>	产品	渠道	咨询
<b>人才储备</b>	75 后带着 80 后、90 后	60 后带动	60 后带动
<b>融资情况</b>	主板上市（OA 行业第一家）	2017 年 1 月签署上市辅导协议，CDR、科创板提供上市利好。	新三板上市，正在转板
<b>合作联手（与 BAT 的互动）</b>	联手腾讯企业微信向合作伙伴推出“亿元服务奖励基金” 2018 年 9 月，宣布与腾讯企业微信、上海 CA 认证中心、契约所形成战略联盟，定位为“智能化、平台化、全程电子化”，集四家所长 和钉钉的合作：与钉钉应用中心集成	2015 年二六三接手 7.5% 股份，致远联手二六三。 2017 年 11 月，致远和企业微信达成战略合作 formtalk 云应用入驻企业微信。 和钉钉的合作：致远微协同等方面的集成	为阿里钉钉使命级战略合作伙伴：2018 年 9 月 26 日，获得阿里钉钉的战略投资，钉钉携 700 万中小微客户进入中大型移动办公市场。
<b>渠道领域</b>	短板 2018 年起试图通过鲲鹏计划加强渠道领域 只对渠道开放 eteams（单一产品）	近 50% 的营收来自于渠道 为渠道伙伴提供更多差异化产品 2018 年发布伙伴凤凰计划	短板 2018 年 12 月召开蓝凌&钉钉渠道招募大会，希望借此机会发展渠道
<b>定位</b>	OA 协同办公	抛弃 OA 一词，主打协同+，深耕各个细分行业“基于业务场景的企业服务”	专注于集团型大企业的知识管理，具备大客户的咨询、交付和实施能力，主打移动办公
<b>产品体系</b>	JAVA 开发，产品化程度高，偏中大型客户	JAVA 开发，产品化程度高，偏小型客户	起初依靠 Notes，Notes 没落后改用 JAVA；但从 ISV 的角色转变较慢，产品化程度较低，以项目交付为主
<b>主要产品</b>	大中型企业 OA: e-cology 中小型组织 OA: e-office 移动云 OA: eteams 智慧政务 OA: e-nation 移动办公 OA: e-mobile 微信办公 OA: e-wechat（泛微企业微信集成平台）	“A”系列以企业规模为依据划分产品应用 “M”系列为用户提供移动领域解决方案 “G”系列提供政务类管理软件	EKP-大中型企业 OA FSSC-财务共享中心 KK-移动办公平台 EIS-成长型企业 OA KMS-知识管理平台 DOP-数字运营平台 AIP-智能办公平台 2018 年 12 月发布三大新产品，钉钉+蓝凌+阿里云：钉钉蓝凌版、蓝凌 EIS、蓝凌叮当云应用
<b>服务数量</b>	超过 2 万家企事业单位，其中 8000 多家大中型客户，覆盖 86 个细分领域	服务过 5.5 万家企业，每天超过 600 万终端在运行 连续 13 年蝉联“协同管理软件市场占有率第一”（CCID）	30% 的中国 500 强企业，先后助力华为、腾讯、万科、恒大、中信、海信、施耐德等数千家 500 强及行业百强企业
<b>组织规模</b>	全国 128 家服务网点，1200 多位实施顾问，3000 多名泛微专业人士为客户提供服务，员工总数 961 人	全国 27 个分支机构，拥有 1300 多名员工，1600 多家合作伙伴	香港和大陆共 41 个分支机构

资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

图 10：2018 年 1-6 月 OA 市场占有率

OA 品牌	市占率
泛微	23.40%
华天动力	15.70%
致远	12.10%
蓝凌	10.60%
其他中小型 OA 厂商	38.20%

资料来源：软件协会，东兴证券研究所

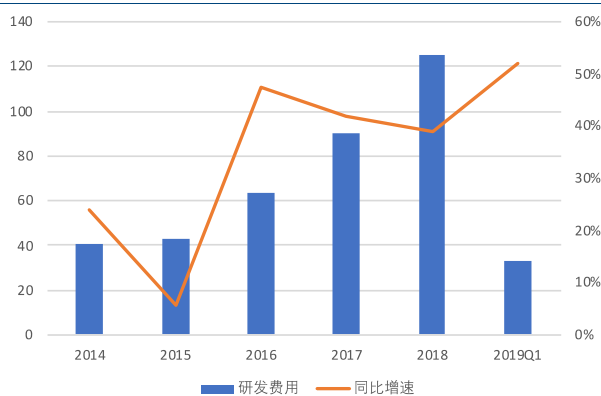
## 1.8 研发实力

泛微是一家“产品型公司”，每年持续的大比例研发投入使得公司产品成熟度高，能够更加适应客户的需求，例如产品模块化、组件化和允许客户自定义，使泛微找到了定制化、标准化和个性化的绝佳平衡点，而较高的产品标准化成都能够降低实施难度、降低交付门槛。加上移动办公市场本身的扩容和上市的助力，让泛微的行业龙头地位更加稳固。

从泛微主板上市之后的情况来看，泛微并未使用资本的杠杆进行眼花缭乱的资本运作，而是借助上市的契机进一步加大 OA 研发投入、进行各类 OA 人才的招募、扩大 OA 产品的内涵、加大 OA 渠道多样化立体化建设。

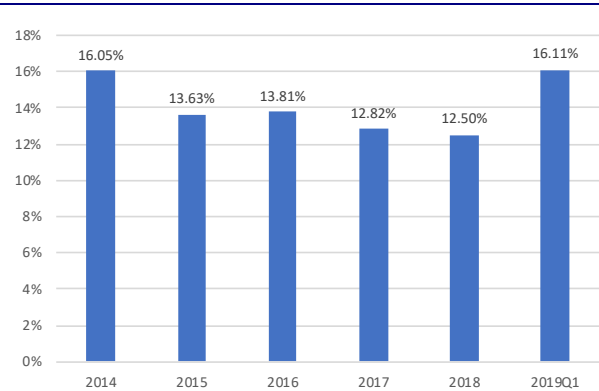
从公司披露的数据上看，公司的研发投入呈逐年上升趋势，尤其在 2016 年迎来增速拐点，连续两年研发投入增长率均超过 40%，2018 年也达到了 39%，2019 年一季度为 3310 万。从研发费用占营业收入比例来看，公司的研发投入一直保持在较高水平，占收入比重基本均达到 13%，2018 年研发投入比例为 12.50%，明显高于 2017 年我国全重点软件企业整体研发投入水平（约 11%），2019 年一季度更是达到 16.11%，为近五年来新高。

图 11：近 5 年研发费用增长情况（单位：百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：近 5 年研发费用占营业收入比例



资料来源：wind，东兴证券研究所

## 2. 百亿级 OA 市场龙头，e-cology 站稳大中企业市场

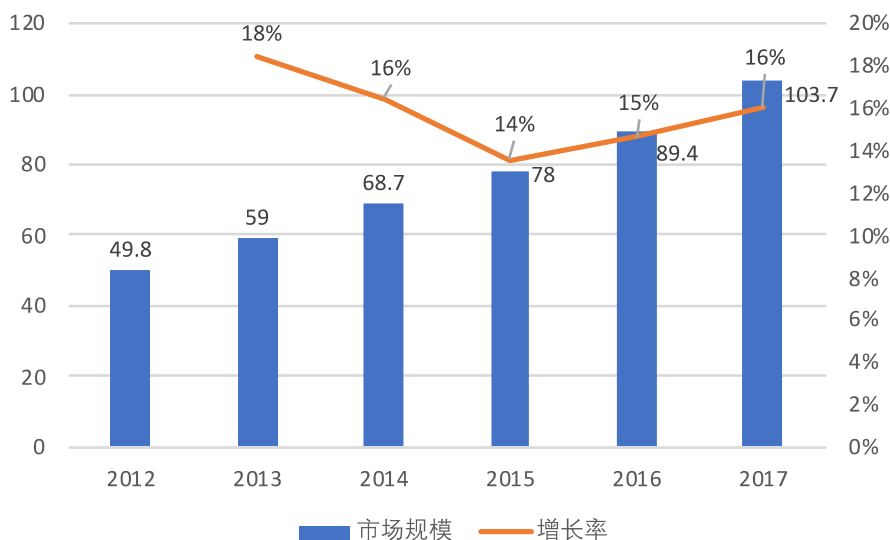
### 2.1 OA 市场稳定增长，规模超百亿

OA 即办公自动化 (Office Automation)，是将现代化办公和计算机网络功能结合起来的一种新型的办公方式，通过网络，组织机构内部的人员可跨越时间、地点协同工作，组成一个大规模的网络化的信息处理系统。

我国 OA 办公软件市场经过多年培育，当前已经进入稳定发展期，总市场规模达到百亿元，泛微等老牌厂商在市场中占寡头地位。根据中国软件协会数据显示，2017 年我国 OA 办公系统软件市场总规模超过 103.7 亿元，比 2016 年增长 15.99%，并且连续三年增长率超过 15%。OA 系统产品时应用需求普遍、产品成熟度最高的企业级应用软件产品之一，经过近二十年以来的发展，目前 OA 系统产品已经渗透到大多数行业领域，成为企业信息化建设的标准配置之一。

OA 系统产品市场的驱动力来源于存量市场的应用升级需求和中小企业增量市场的新建需求。一方面，企业用户的内生式应用升级需求是 OA 系统产品存量市场增长的核心驱动力；另一方面，国家近年来大力推动的中小企业信息化进程是 OA 系统产品增量市场的重要推动力。

图 13：2012-2017 年我国 OA 市场规模增长情况（单位：亿元）



资料来源：软件协会，移动信息化研究中心，东兴证券研究所

从市场需求量来看，2014-2017 年我国 OA 市场需求量规模持续扩大。根据前瞻产业研究院数据显示，2014 年中国 OA 市场需求量为 58.59 万套，到 2017 年已增长至 70.32 万套，相比 2016 年增长了 8%。预计 2018 年全年需求量可达 75 万套，市场需求量增长率近 7%。

## 2.2 杀手级产品 e-cology 为公司业务基础

与致远互联等竞争对手相比，泛微的相对优势市场在于大中型企业用户市场，其大中型组织 OA 软件 e-cology 是公司长期以来的业务发展基石和主要收入来源。2018 年，该产品为公司带来 6.17 亿元收入，收入占比为 61.52%。自发布以来，e-cology 已发布 9 个大版本，70 多个小版本。其最新版本 e-cology9.0 于 2018 年 9 月发布，发布同时泛微宣布与腾讯企业微信、上海 CA 认证中心、契约锁形成战略联盟，集四家所长，实现从入口端到深度应用、身份认证、电子契约的产业链整合，深度实践“智能化、平台化、全程电子化”，产品具有较强的竞争实力。

图 14：企业微信、上海 CA 和契约锁产品融入 e-cology9.0



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

全新的 e-cology9.0 可为企业组织实现丰富的管理功能。PC 端包含流程、门户、知识、人事、沟通、客户、项目、财务等 20 多个功能模块；App 移动端包含智能语音、考勤、会议、日程、通讯录、流程审批、移动任务、移动邮件、移动文档等 20 多个功能模块。E-cology 所提供的丰富实用的办公组件旨在实现客户的执行力提升、知识创新、信息整合、员工自主高效办公、费用管控、移动办公和安全便捷等，全方位解决企业管理当中的痛点需求。

图 15：企业微信、上海 CA 和契约锁产品融入 e-cology9.0



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

### 2.2.1 全面普及智能办公

e-cology9.0 是基于 AI 技术和泛微 OA 场景结合打造出的一款高度交互性的智能办公平台，让泛微 OA 在移动设备的支持下，利用天然的数据集成能力把企业所有运作信息装入手机设备，通过引入语音技术进行交互，将办公需求在语音的接入、识别、语义分析、标签技术等功能作用下快速匹配给恰当的人、应用和数据，从而智能手机成为每一位组织成员所拥有的具有感知、理解、学习和行动能力的企业 7\*24 小时的智能办公助理。

图 16：一部智能手机涵盖所有 OA 应用



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

泛微 e-cology9.0 移动办公平台提供强大的小 e 助手智能语音服务，7\*24 小时解决员工的各项疑难问题。当企业员工在处理问题、学习知识、办理事项或查询数据遇到困难时均可向小 e 语音助手寻求帮助。

(1) **知识问答智能化**：小 e 可根据 OA 系统中已经积累的相关知识回答技术或产品相关问题，并向提问者推荐公司内部对该类问题最了解的员工；

(2) **数据查询智能化**：员工可直接查询例如公司到目前的销售额等数据，或者查询个人假期、费用收支等情况，并可自动提供同期比较分析；

(3) **业务处理智能化**：所有数据均可语音输入、格式化呈现，通过流程引擎、格式化引擎实现自动流转。小 e 可收集并分析公司每一位员工的勤奋度、学习和创新能力，以及提供每一个事项可能存在的风险点分析。

**强大的智能化的实现主要依赖于前端的技术和后端平台的支撑。**前端，通过对于自然语音的接入、识别、语义分析、标签技术，e-cology9.0 可以将需求快速匹配给恰当的人、应用和数据。而后端让客户将所有的数据不断积累在一个平台上，让所有的人能够保持在统一的组织中，有统一的应用、统一的数据，从而高效匹配需求，实现不同应用场景。

图 17：小 e 智能语音助手实现智能化



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

### 2.2.2 平台化增强系统集成能力及引擎延展性

平台化是指 OA 平台利用集成技术和引擎技术让所有的组织者在在一个平台上办公，实现“组织统一、消息统一、应用统一、搜索统一、报表统一”，让 OA 系统与其他 ERP、HR、CRM 系统集成，利用“流程、门户、内容、集成、消息、组织、建模”七大引擎搭建组织个性化应用场景，满足组织灵活变化的需求，实现按需应变。

图 18：e-cology 整体架构和平台化的后端引擎设计



资料来源：e-cology 产品白皮书，东兴证券研究所

### 2.2.3 全程电子化告别纸质办公时代

全程电子化是指让组织可以告别传统签字、盖章纸质化时代，打通全程电子化办公的最后一公里。通过和上海 CA、契约锁的技术进行融合，在泛微 OA 中，所有用户均可用电子证书来完成身份认证，让所有

电子文件通过具有法律效力的电子签章来签字盖章，即可在线上完成所有的签名和盖章，从而节约大量为签名和盖章所消耗的时间。此外，所有的签署过程都可形成电子存档，成为证据留存，确保企业工作流程安全有效。

图 19：泛微官网全程电子化模拟场景体验



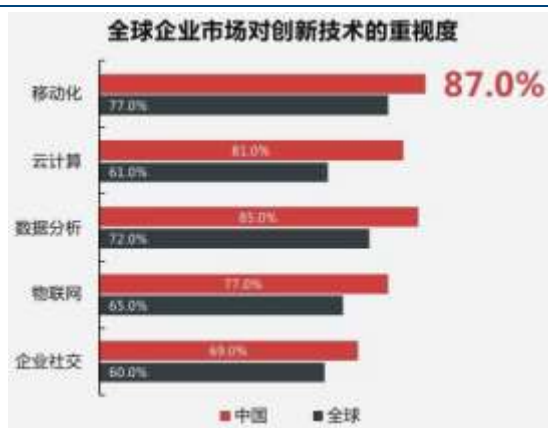
资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

### 3. 移动办公市场高速增长，全线产品移动化布局

#### 3.1 移动办公趋势明显

在信息化时代，移动互联网正在为企业办公形式带来时空上的深刻变化，移动智能终端的发展使得移动办公成为可能。据移动信息化研究中心发布的数据报告显示，在包括移动化、大数据、云计算、企业社交、物联网在内的主要创新技术中，移动化在中国受到的关注度最高，达 87.0%，而与此同时实践情况却相对最为落后，仅为 57.7%。92.5%的企业表示了对进一步加强移动化应用的意愿，希望通过移动化提升企业的设计生产能力、业务协作能力及生产、运营效率等。在移动化的应用场景中，业务管理和基础办公应用比例较高，分别占比 57.6%和 53.6%。

图 20：全球企业市场对创新技术的重视程度



资料来源：移动信息化研究中心，东兴证券研究所

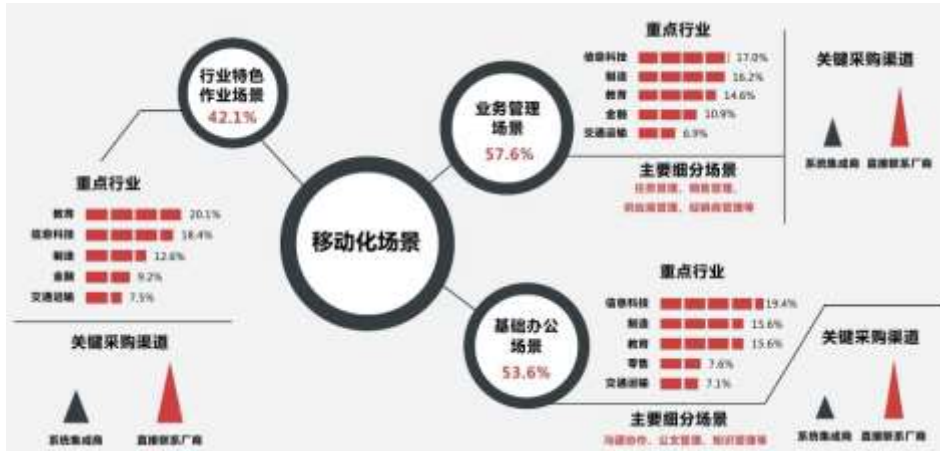
图 21：中国企业创新技术的实践情况



资料来源：移动信息化研究中心，东兴证券研究所



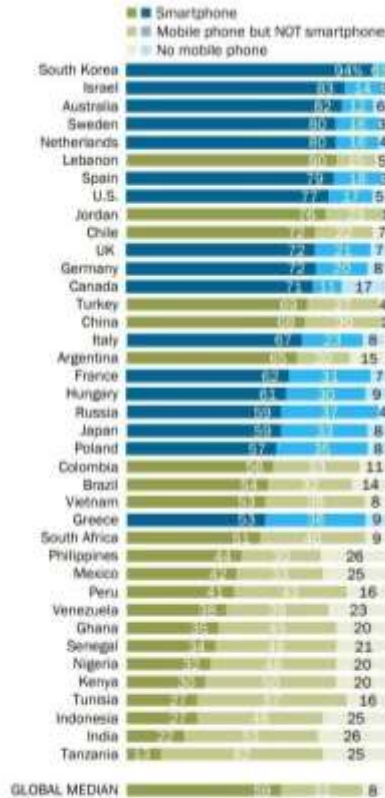
图 22：企业移动化场景及关键采购渠道



资料来源：移动信息化研究中心，东兴证券研究所

移动办公场景的发展及成熟离不开智能移动终端的快速普及。根据美国皮尤研究中心的调查，2017 年和 2018 年我国智能手机的普及率分别为 68%和 69%，位于全球中上游水平，但中国的智能手机普及率仍在不断增加，因此预计这个指标还将不断走高。

图 23：2017 年全球各国智能手机普及率

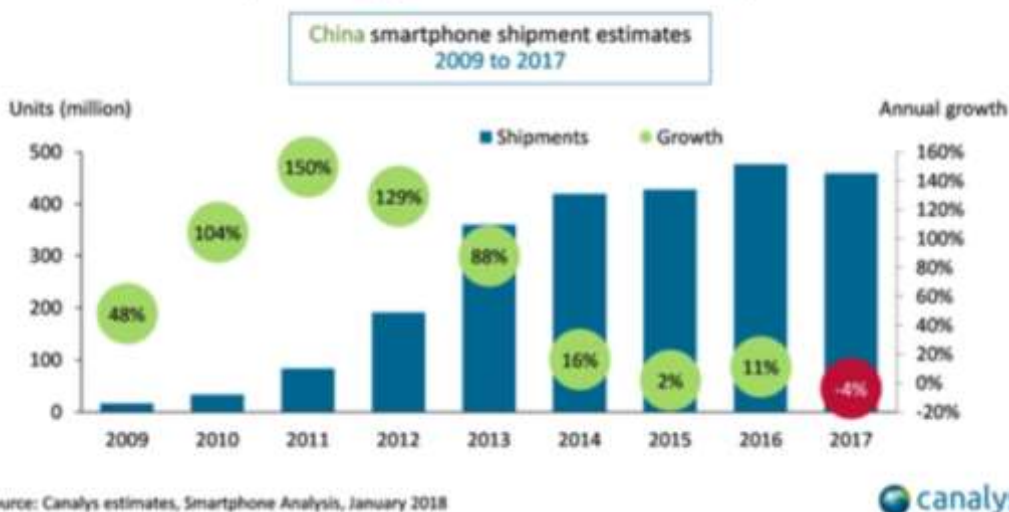


资料来源：皮尤研究中心，东兴证券研究所

从智能手机出货量上来看，巨大的智能手机出货量带来了每年新增的大量智能手机数量。根据市场分析机构 Canals 发布的数据，自 2009 年起，我国的智能手机出货量呈迅猛增长态势，在 2014 年出货量已经超过 4 亿台。2017 年和 2018 年出货量有略微下跌，但仍然达到 4.59 亿和 3.98 亿台，大量新增手机需求或换新需求对我国智能手机的普及具有重要的促进作用。

图 24：2017 年全球各国智能手机普及率

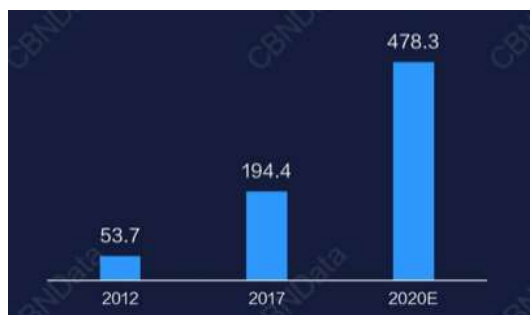
### China's smartphone growth stalls as shipments fall 4%



资料来源：Canals，东兴证券研究所

在移动互联的迅猛发展趋势下，我国移动办公市场持续保持高速增长。根据第一财经商业数据（CBNData）和钉钉联合发布的《2018 中国智能移动办公行业趋势报告》显示，预计到 2020 年移动办公市场规模将达到近 500 亿元，移动办公平台发展将进入第三阶段，更开放更一体的平台型产品更具有优势。

图 25：移动办公市场规模（单位：亿元）



资料来源：海比研究，CBNData，东兴证券研究所

图 26：中国移动办公平台发展历程



资料来源：艾瑞咨询，CBNData，东兴证券研究所

### 3.2 移动办公平台 e-mobile

为顺应移动办公发展趋势，泛微于 2011 年首次推出移动办公融合平台 e-mobile，为公司专门针对企业移动信息化需求所布局的产品。该产品具有简单、自适应、成熟、安全等特色，所有功能都可集成在一

台手机上展现，并可支持 iPhone、iPad、Android、Window Mobile 等多种终端，建立企业云应用平台，面向不同行业、不同领域、不同用户提供成熟的 App，同时还提供 https 传输协议、动态密码、唯一身份认证等多重安全保障。此外，其在性能上能够支持大数据运算，并内置独特的移动开发引擎，实现极简开发，并可多平台部署。

### 技术特点：移动引擎

e-mobile 内置的移动引擎可以为企业快速构建应用，使用上具有简单易用、操作可视化的特点；功能丰富，提供六大主要引擎。

图 27：移动引擎总体架构



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

### 应用领域广泛

面向企业级服务，e-mobile 能够提供从基础到深度集成的多层次应用，针对不同信息化程度和需求的企业提供不同应用服务。基础应用方面，e-mobile 可满足企业日常管理中的绝大部分管理需求，诸如市场销售、项目、采购、研发、客服、财务、人事、行政等；拓展应用方面，对于信息化较成熟的企业，e-mobile 可以利用移动建模引擎整合企业内部各个系统，让用户可以通过一个手机终端享受到信息一体化的便捷，让管理和业务真正一体化；集成业务应用方面，e-mobile 可通过帮助企业打通与客户、供应商、经销商的协同渠道，加强企业的内外部协同，应用包括移动销售管理、客服管理、项目管理、工程管理、巡店管理、经销商门户、供应商门户、决策导航和目标绩效管理等等。

### 典型案例

**复兴集团：**复兴集团为 1992 年在我国创立的多元化投资集团。复兴集团协同管理平台的建设目标在于建设集团统一的沟通、工作、决策信息平台，主要建设内容包括：公司信息门户、职能管理&服务门户，

个人工作门户，各职能条线的管理流程落地执行、预算费控，以及公文、会议、日程等基础办公应用。而随着移动互联的发展和成熟，建立了覆盖复星集团移动应用平台——复星通，为 e-mobile 移动办公平台的实践。

图 28：复星集团移动应用平台



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

**上海医药：**e-mobile 为上海医药实现按需而应的移动报表展现。在 pad 端，用户可以随时随地进行管理透视，丰富图表为管理者实时展现公司经营情况，包括集团概览、收入能力分析、盈利能力分析、成本费用分析、资产效率分析、资金管理分析等等。

图 29：上海医药移动应用平台



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

### 3.3 其他产品对移动化的实践

除专门的移动办公平台产品 e-mobile 外，移动化在泛微其他产品中也得到了实现，移动化贯彻在泛微提供的协同办公解决方案当中。除前述针对大中型企业企业的 OA 产品 e-cology 外，其他产品包括如针对中小型企业的标准化产品 e-office。全新上线的 e-office10.0 版本即强调“全面移动，无界协同”，支持全终端，全面覆盖微信、钉钉、客户端等应用场景，实现移动审批、移动考勤、移动会议、移动共享、移动查阅等功能。此外还包括泛微旗下移动云 OA 产品 eteams，为融合工作汇报、项目汇报、CRM、知识分享、审批流程、数据协作等应用于一体的移动办公云平台，可通过移动 App、企业微信和微信服务号等方式接收和处理消息。e-nation 为泛微针对政务的一体化移动政务办公平台，同样强调全面移动化能力。

**图 30：泛微各系列产品对移动化的全面实践**

产品	官网介绍内容
e-cology	“App 移动端：形成智能语音、考勤、会议、日程、通信录、流程审批、移动任务、移动邮件、移动文档等 20 多个功能模块”
e-office	“经济的新形势与新兴技术的冲击造就了科技与办公的结盟，促成了 OA 与移动的互联。泛微 e-office 深刻意识到企业管理正因数字革命而呈现出全新的生机与活力，从开发、供应链到销售，企业内部的每一个环节无不期待着更敏捷、更迅速的移动互联网基因的植入。”“支持全终端，移动功能显著。全面覆盖微信、钉钉、客户端等移动办公场景，实现移动审批、移动考勤、移动会议、移动共享、移动查阅等功能。”
eteams	移动 App：将团队的任务、日报、文档、客户、流程等全部事项放进 eteams 中 企业微信：无需安装移动端，基于企业号的云 OA 办公 微信服务号：无需注册企业号，只需关注 eteams 服务号即可进行内部工作协作
e-nation	全面移动化能力：支持多系统、多种终端、多种屏幕尺寸应用

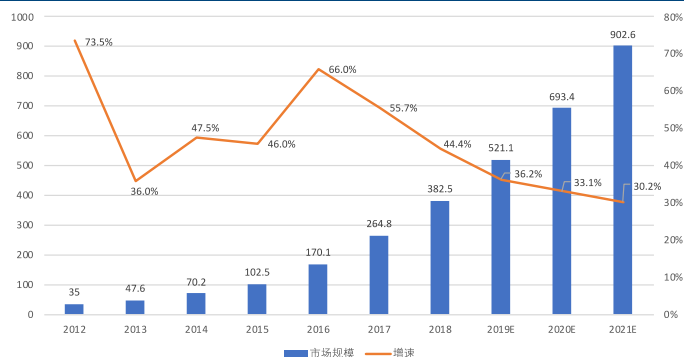
资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

## 4. 率先布局企业云服务，亿元资金助力 SaaS 产品推广

### 4.1 国内公有云市场高增速，企业上云进程加快

中国公有云市场近年来保持高速增长。公有云是指，基础设施由某一组织所拥有，面向公众或某一行业提供云计算服务的部署模式。根据中国信通院发布的《中国公有云发展调查报告（2018年）》显示，2017年，中国公有云市场规模达到264.8亿元，相比2016年增长55.7%。互联网企业需求保持高速增长，传统企业上云进程加快，拉动了公有云市场规模快速增长。预计2018-2021年中国公有云市场将继续保持高增速，到2021年市场规模将达到902.6亿元。

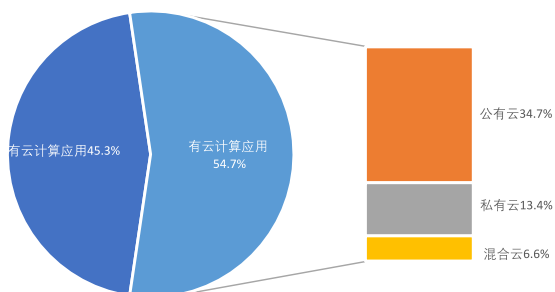
图 31：中国公有云市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源：中国信息通信院，东兴证券研究所

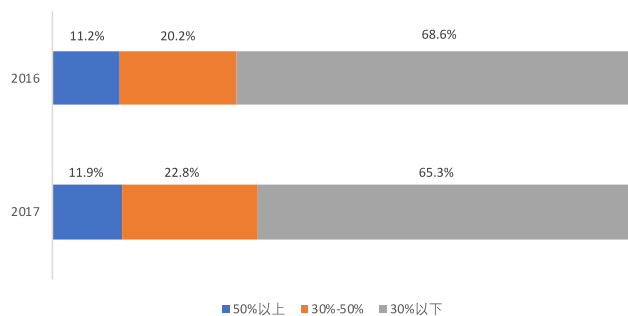
从使用云计算及公有云的企业比例上来看，国内企业对云的接受程度越来越高，企业迁移到公有云上的应用和数据比例也呈上升趋势。在上述中国信通院报告中显示，2017年应用云计算的企业占比达到54.7%，相比2016年上升了9.9%，其中只采用公有云的企业占比为34.7%，相比2016年上升了7.7%。在国家政策的支持和引导下，传统企业对公有云的接受程度越来越高，其中零售、制造和金融等行业客户上云需求持续增长，大数据和人工智能等产品已逐步应用于提升传统企业的效率和业务转型中。另外，超过1/3的企业迁移到公有云上的应用和数据比例已经超过30%。其中迁移到公有云上的应用和数据比例在50%以上的企业达到11.9%，相比2016年提升了0.7%。

图 32：2017 年云计算使用率



资料来源：中国信息通信研究院，东兴证券研究所

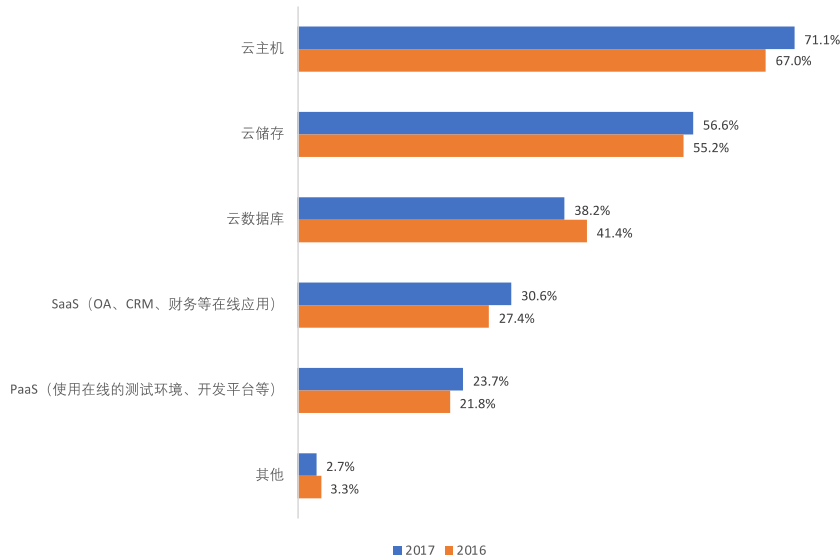
图 33：公有云上企业内部应用和数据比例



资料来源：中国信息通信研究院，东兴证券研究所

从公有云具体的应用来看，应用 OA、CRM、财务等 SaaS 类产品的企业占比达三成，仍有较高市场空间。2017年该比例为30.6，相比2016年提高了3.2%。而云主机和云存储是企业公有云产品，71.1%和56.6%的企业已经使用了云主机和云存储，说明 SaaS 类产品还有很大市场空间，未来普及度有望继续大幅提高。

图 34：企业公有云产品应用比例

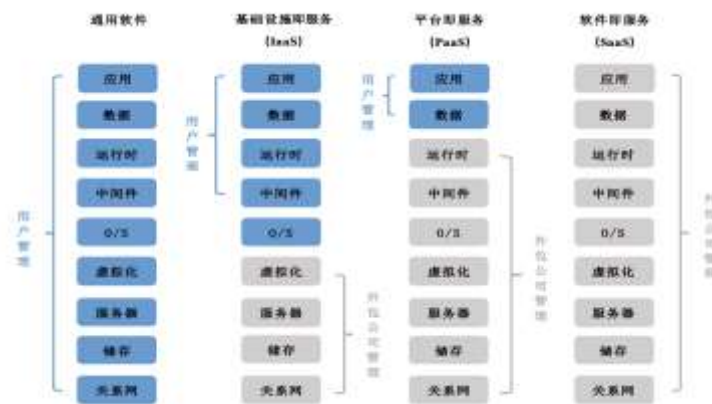


资料来源：中国信息通信院，东兴证券研究所

## 4.2 SaaS 服务具优势

SaaS (Software-as-a-Service, 软件即服务) 是指云计算服务提供商通过互联网向企业提供软件应用能力，并按订购的服务量和时长向企业收取费用的服务模式。相比 IaaS (基础设施即服务) 和 PaaS (平台即服务) 的重资产和趋同化，SaaS 的应用场景和商业模式更加灵活，服务种类更加多样化。

图 35：云计算三种模式与传统 IT 服务模式的对比



资料来源：博客园，东兴证券研究所

具体来说，SaaS 模式对企业提供云服务的核心价值和优势在于简化管理、快速迭代、付费灵活和持续服务。SaaS 作为云服务的重要组成部分，其核心理念与云服务一脉相承，即通过专业化的社会分工优化社会资源的配置，几乎向客户隐去了所有 IT 相关的部署与流程管理，直接将最终服务和盘托出。这种核心特色至少能够给客户带来四点好处：一是简化管理，二是产品快速迭代和自动更新，三是付费方式灵

活减轻企业的现金流压力，四是获得更具针对性、更能帮助企业创造价值的客户服务。

图 36：SaaS 的核心价值和优势

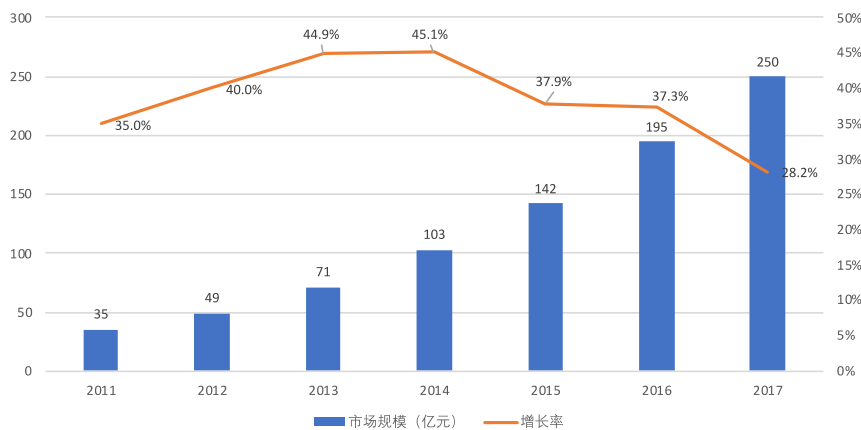


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

### 4.3 中小微企业发展利好扩大 SaaS 市场需求

我国中小微企业发展迅猛形成大量云 OA 市场需求。由于 eteams 等云 OA 产品主要由云端部署及运营，适合管理需求复杂程度不高的组织，因此中小微企业提供主要的市场需求。根据国家统计局数据，2018 年 1-11 月份，新登记企业日均达到 1.81 万户，保持较快增长。这应该是持续推进“放管服”改革、持续优化营商环境、加大双创力度带来的结果。另外，根据中国中小商业企业协会发布的数据，截至 2017 年 7 月底，我国小微企业占企业总数的 82.5%，小微企业是我国市场活动中的主要参与者。我国中小企业市场规模呈稳步增长趋势。

图 37：2011-2017 年中国中小企业市场规模及增长率



资料来源：中国报告大厅，东兴证券研究所

**国家政策红利促进中小企业发展。**2015 年以来，国家有关部委联合启动并推动实施中小企业信息化推进工程，构建了一个“开放共享、合作共赢”的工作平台，中小企业信息化推进工作成效显著。2017 年，新《中华人民共和国中小企业促进法》颁布进一步明确法律贯彻落实责任主体，规范了财税支持相关政



策，完善了融资促进相关措施，增加权益保护，增加了监督检查。随着新促进法的深入贯彻落实，法律修订的“红利”不断释放，将进一步改善中小企业经营环境，保障中小企业公平参与市场竞争，维护中小企业合法权益，支持中小企业创业创新，不断培育新增量、新动能，实现中小企业持续健康发展。

图 38：促进中小企业发展相关政策



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

#### 4.4 泛微移动云 OA 产品 eteams

泛微旗下云 OA 产品 eteams 是经历了 7 年研发服务和重金打造的云 OA 产品，是泛微移动办公产品的云端代表作品，以轻应用和功能稳定丰富为特征，来满足企业不同场景的使用需求，随时随地开展运作。据公司官网数据显示，该产品目前已有 40 万家企业注册使用。作为泛微厚积薄发多年后的又一创新之举，云 OA 产品在未来几年有望成为泛微一个新的利润增长点。

图 39：已注册 eteams 服务企业



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

泛微是行业内最早布局 SaaS 产品的公司。2013 年，泛微发布国内首款基于团队工作管理的社交化云办公平台 eteams，是继 2011 年推出基于协同 OA 管理平台的工作微博后的又一款企业社交化云 OA 产品，

不仅支持 PC 端网页版，还推出了 iPhone、iPad、Android 版移动客户端应用，具有很强的易用性，当前 eteams 已更新至第三代。泛微的竞争对手致远 2015 年才启动云端产品的开发，在 2016 年 3 月正式发布了第一个版本的云端表单产品 Formtalk。另一竞争对手蓝凌于 2016 年 4 月首次推出“悦工作、知识云、关怀云”三大云化产品。可以看出竞争对手在云化布局的时间上均远远落后于泛微。

图 40：泛微及竞争对手云产品发布时间对比

公司	产品	发布时间
泛微	 eteams 泛微旗下云办公平台	2013年
致远	 Formtalk 致远互联旗下云办公	2016年
蓝凌	 悦工作	2016年

资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

Eteams 的总体原则为让企业和员工的工作更便利、更高效，设计思路遵循以人为本、整体协同、快速应变和大数据知识管理。Eteams 不仅可通过移动 App 端进行使用，还可利用企业微信套件、eteams 微信服务号授权后进行内部工作协作，同时，通过表单、文档外部分发功能，发送链接至微信群即可与外部经销商、客户进行文件传输或信息统计，大大降低了沟通门槛。

图 41：企业微信集成平台



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

**以人为本：**eteams 提供个人任务统计、完成状态评估、紧急程度分析等功能模块，其产品理念为倡导员工自己管理自己的工作，工作完成情况、轻重缓急能由自己能动决定，即使不擅表达，所有付出领导也

能一清二楚，充分激活员工的工作积极性。

**整体协同：**在 eteams 中，任何工作团队都是以目标为导向，对个人身份充分弱化，只需要根据团队目标完成自己的任务，并辅助解决别人提出的问题，也可以随时请求任意人员的帮助，直至目标 100% 达成。

**快速应变：**eteams 已完成“制度弹性”的落地，部门或公司领导可实现跨级“干预”，避免因业务经理不审批等导致业务进展受到影响，让流程执行富有弹性。

**大数据知识管理：**为企业长远发展而进行的管理行为要求企业管理者具有超前思维，而前瞻性来源于对企业现有大数据资产的充分利用。Eteams 通过“自动+主动”两种方式收集每天工作中产生的文档或图片信息，然后通过平台内无处不在的数据统计分析将历史的项目成效、任务成效、员工个人产出等进行量化分析呈现，为企业未来决策提供指导。

图 42：eteams 产品功能丰富



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

此外，在数据、信息安全性方面，eteams 采用了一些现今可用的最先进的网络安全技术，确保数据安全且仅对组织内的注册客户可用。信息安全是公有云应用于企业存在的最大的挑战之一，对安全技术的强化有利于针对该痛点增强对企业客户的吸引力。Eteams 的安全策略包括物理安全控制策略、网络安全控制策略、系统安全控制策略、应用安全控制策略。当客户使用行业标准安全套接字层（SSL）访问 eteams 站点时，泛微使用服务器身份验证和数据加密保护客户信息，保证竞争对手无法访问客户数据。同时，eteams 托管于安全服务器环境中，该环境使用防火墙等上述控制策略来阻止外部入侵者的干扰或访问。

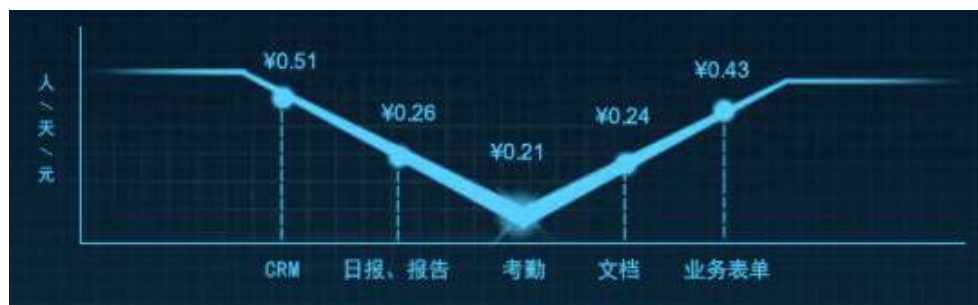
图 43：eteams 安全策略

安全策略	说明
物理安全控制策略	<p><b>建立硬件环境防范体系：</b>保证存放 SaaS 服务器、通信设备等场地的安全，确保计算机的正常运行。</p> <p><b>建立多层级备份机制：</b>防止数据丢失，确保在出现重大问题时，用户数据能够迅速恢复且不被第三方截获。</p>
网络安全控制策略	<p><b>采用防火墙：</b>根据网络系统的安全策略控制出入网络的信息流。</p> <p><b>启用入侵检测系统：</b>防火墙之后的第二道安全闸门，能够有效地防止黑客攻击、发出警告、实时对攻击做出反应，并提供补救措施。</p> <p><b>实施网络监控：</b>7×24 小时实时监控。</p> <p><b>数据传输控制：</b>采用安全超文本协议 HTTPS</p> <p><b>联手网络通信商：</b>利用通信运营商在网络方面的排他性优势，进行软件服务、服务器托管、网络接入的一条龙服务，从而实现端到端的 SLA 保障。</p>
系统安全控制策略	<p><b>系统加固：</b>通过在 SaaS 应用服务器前端部署负载均衡设备，以实现多台应用服务器之间的负载均衡和高可用性。</p> <p><b>漏洞扫描修复：</b>实时监测漏洞和薄弱环节，并及时安装补丁。</p> <p><b>病毒防护：</b>多层次、全方位的防毒策略。</p>
应用安全控制策略	<p><b>数据隔离：</b>每个客户数据使用独立数据库。</p> <p><b>数据加密：</b>采用最先进通用的 MD5 数据加密。</p> <p><b>权限控制：</b>采用访问控制列表（ACL）来界定访问权限和数据操作权限。</p> <p><b>身份认证：</b>用户级控制策略的认证采用集中式认证。</p>

资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

价格方面，eteams 以相当优惠的价格增大对中小微企业客户的吸引力。eteams 可以为企业提供无限期的免费版（人数不超过 25 人），可以满足企业在基本功能上的需求。而标准版 eteams 则可满足企业更加多元化的个性化需求，同时所收取价格也相对大众化。用户数量根据购买合同而定，全局性功能、组织成员、消息提醒、聊天、团队分享、工作动态等基础功能由 eteams 免费提供，而考勤、日程任务及项目、文档、日报及报告、CRM、审批、业务表单等服务每人每年的价格为 80-228 元不等，总计每人每年 998 元。同时公司还可选择添加工资单、绩效考核、邮件、短信等增值服务并支付相应价格（租金）。若一次性购买 2 年可享 8.5 折优惠，一次性购买 3 年可享 7.5 折优惠。在客户购买 eteams 服务后，能享受持续的免费升级及维护服务，同时泛微有一对一服务顾问满足客户需求。

图 44：eteams 产品价格



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

### 相关案例：中茂集团（房地产行业）

中茂集团，是一家以地产投资、房地产开发、建筑为主业务，同时涉及商业管理、建材贸易、园林景观、物业服务、装饰装修等多种关联产业的集团化公司。Eteams 针对房地产开发、建筑类行业项目繁多资料保存困难、项目楼盘信息更新工具较为落后、沟通工具多且杂等管理痛点，主要帮助集团实现了审批流程电子化、移动项目管理和考勤以及知识文档+消息中心两板块分离，从而帮助集团不断提升互联网化、数据化和智慧化水平。

图 45：中茂集团 eteams 解决方案（流程审批电子化&移动考勤）



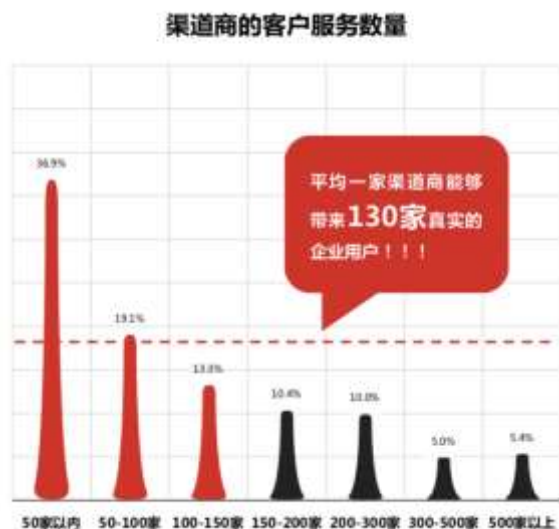
资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

## 4.5 鲲鹏伙伴计划大力促进云 OA 产品普及

2018 年 3 月，泛微针对 eteams 产品推出鲲鹏伙伴计划，提供亿元扶持基金，旨在推广产品的同时加强渠道建设。此次计划为一次更加广泛的合作伙伴服务体系的推出，有利于构建强有力的企业管理软件联盟，积极扩大泛微的市场影响。据官方所称，伙伴只需将泛微云 OA 软件 eteams 推荐给需要的企业，则可获得第一年的 100% 收入。同时，泛微还会提供全套的签单支持、产品培训、品牌支持和售前服务等，为伙伴解决后顾之忧。据 OA 业内人士分析，这只是泛微长期战略布局中的第一步。移动办公市场就像是一块巨型蛋糕，泛微希望通过鲲鹏计划吸引行业精英伙伴加入，通过不断布局全国的 IT 同盟圈，服务客户，从而普及移动办公。

渠道建设对 OA 行业具有举足轻重的地位，好的渠道不仅能挖掘市场需求，还能提高移动办公普及率和客户满意度。渠道商能够给厂商带来非常可观且稳定的收入，根据 T 数据的调查，平均每家渠道能带来约 130 家真是企业客户。鲲鹏伙伴计划为渠道伙伴提供的资金支持和好处可以帮助泛微在短期内大幅扩张渠道，进行全国范围内的销售网络铺开。

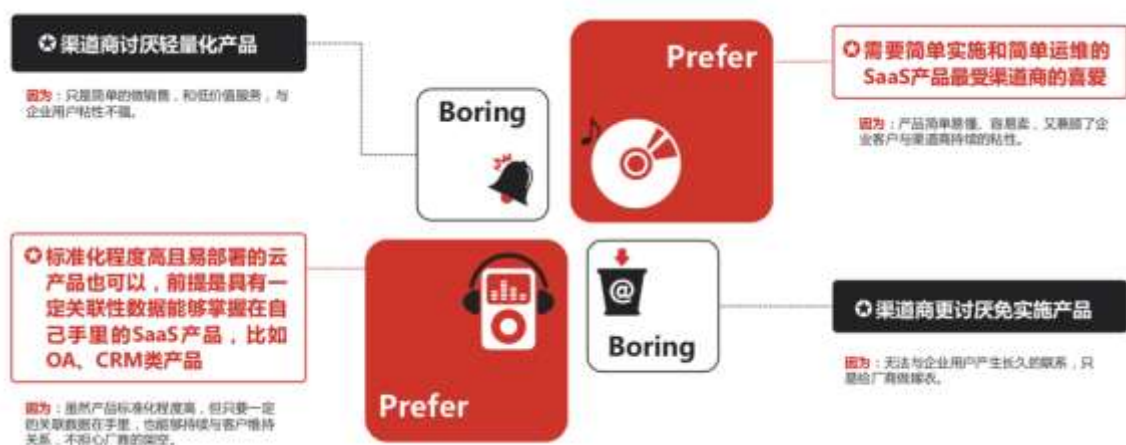
图 46：渠道商的客户服务数量



资料来源：T 数据，东兴证券研究所

同时，在云产品的代理方面，为渠道商提供好处对于产品的推广具有更重要的意义和作用。这是因为渠道商本身代理对云产品的意愿可能并不强烈——首先渠道商获得收入一定是以满足企业需求为前提，即功能能否满足，数据安全性是否可靠，而从当前云服务的成熟度来看，还不足以满足客户的真实需求或者还不能完全打消客户的疑虑，还可能面临被架空的可能。因此厂商想要发展云产品的同时维护渠道关系，可能需要给予渠道商一定的优惠。

图 47：渠道商对产品的偏好



资料来源：T 数据，东兴证券研究所

鲲鹏计划有利于泛微构建客户资源共享体系。该计划对泛微具有三大重要意义：一是通过计划快速获得终端用户，二是吸引优秀的渠道伙伴，三是通过这个计划达到对自己品牌的传播。这次计划实际上是泛微对于资源进行共享的决定，通过“商机”和“资源”吸引伙伴加盟鲲鹏计划。我们认为，在未来 2-3

年，泛微利用此计划建立的伙伴同盟，让有能力的伙伴维护自身本身庞大的客户商机，而伙伴的加入促进新的商机的出现，有较大可能性形成良性循环，泛微的业绩或许将迎来新一轮的高速增长。

#### 4.6 海外协同办公产品 SaaS 化发展

国外企业的信息化成熟度领先于国内，云化布局同为海外企业管理公司的重要战略。国外知名企业管理软件品牌包括甲骨文（Oracle）、SAP、IBM 等。以甲骨文公司为例，2010 年甲骨文公司开始向云转型，在之后的五年间，为全面支持云架构，甲骨文重写了几乎所有软件产品，并开发高性能服务器芯片，进入存储和网络等传统硬件领域。在 2015 年 Oracle Open World 大会（简称“OOW”）上，甲骨文发布了历时五年积累的全线云产品，从底层芯片，到 IaaS、PaaS 和 SaaS，再到行业应用，然后再给新的云计算体系设计更为友好的 UI 交互界面，从客户体验角度全面推进云服务的市场接受度和采用度。

甲骨文 SaaS 云的最大竞争力在于提供了完整的企业应用 SaaS 套装产品（Suite）。甲骨文全套的 SaaS 云应用套件包括：用户体验云（CX）提供了市场营销云、销售云、询价云、电商云、社交云、数字服务云、数据云等；人力资源管理云（HCM）提供了全球人力资源云、人才管理云、工作场所激励云、工作场所管理云等；企业资源管理云（ERP）提供了财务云、风险治理云、项目及产品管理云、采购云等；供应链管理云（SCM）提供了制造云、计划及协同云、订单管理云、库存及后勤管理云、产品生命周期管理云等；企业绩效管理云（EPM）提供了企业计划云、财务报告云、账目校对云、财务整合云等。套装产品好处在于对软件进行了标准化和模块化，用户买到的软件包装盒上列了一个所有软件功能的清单，从而用户可以明确知道自己所购功能。

图 48：甲骨文公司云套装产品



资料来源：甲骨文公司官网，东兴证券研究所

甲骨文在布局云计算时，除了牢牢掌握 SaaS 应用软件层，还大力发展自己的 PaaS 平台层和 IaaS 基础设施层，最大程度上发挥自己在硬件上的优势。完整的 IaaS、PaaS、SaaS 的逻辑层面的建设也使得云应用软件对于不同云平台的耦合度最低，就可以在不同的云之间很容易地切换。同时甲骨文还希望通过自身的 PaaS 作为延伸平台，和其他 SaaS 服务商成为合作伙伴关系，共建一个云生态。此布局思路可以作为泛微等国内企业管理公司未来的发展方向。

## 5. 可比公司估值与盈利预测比较

图 49：可比公司估值比较

可比公司盈利估值比较（流通市值截止到2019年7月3日，单位：百万元）

公司	证券代码	流通市值	总收入		净利润		PE			EPS			PB
			18A	18A	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A		
泛微网络	603039.SH	10,686.70	1,003.60	108.19	60.72	73.44	62.39	1.16	0.96	1.13	9.97		
恒生电子	600570.SH	54,589.88	3,262.88	678.36	49.76	64.09	49.79	1.04	1.09	1.40	10.09		
金证股份	600446.SH	17,806.50	4,890.61	-127.08	-69.66	89.16	57.54	-0.14	0.24	0.37	4.98		
赢时胜	300377.SZ	8,431.56	639.10	181.36	46.09	31.43	24.49	0.24	0.37	0.47	3.02		
数字认证	300579.SZ	5,103.00	667.72	86.46	31.56	51.75	33.70	0.72	0.55	0.84	4.46		
石基信息	002153.SZ	38,328.26	3,097.52	542.66	59.75	70.50	58.24	0.43	0.51	0.62	3.33		
广联达	002410.SZ	37,705.69	2,904.40	432.69	53.39	81.24	61.24	0.39	0.42	0.55	7.34		
用友网络	600588.SH	64,912.97	7,703.50	810.19	66.73	79.04	61.00	0.32	0.34	0.44	6.22		
恒华科技	300365.SZ	9,562.51	1,183.92	272.41	30.94	26.33	19.61	0.68	0.62	0.84	4.62		

资料来源：wind，东兴证券研究所

## 6. 投资评级与投资建议

**投资评级与投资建议：**鉴于泛微网络是国内领先的协同办公 OA 软件及解决方案提供商，是行业内的寡头企业。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.96/1.13/1.27 元，对应 PE 分别为 73/62/56 倍，给予“强烈推荐”评级。

## 7. 风险提示

**风险提示：**公司 EBU 战略执行效果不确定性风险，电子政务推进不及预期，行业客户拓展不及预期。



**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	1062	1228	1746	2295	3062	<b>营业收入</b>	704	1004	1382	1861	2420
货币资金	726	796	1160	1477	1920	<b>营业成本</b>	32	42	62	90	128
应收账款	46	77	98	133	179	营业税金及附加	6	7	9	13	16
其他应收款	6	11	15	20	26	营业费用	503	718	718	1331	1730
预付款项	194	261	386	567	824	管理费用	151	84	116	156	203
存货	12	13	21	31	43	财务费用	-1	-23	-20	-25	-26
其他流动资产	75	63	63	63	63	资产减值损失	3.01	19.40	6.40	8.62	11.21
<b>非流动资产合计</b>	249	380	348	351	352	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	189	189	189	189	投资净收益	21.68	9.27	10.00	12.00	14.00
固定资产	123	132	138	141	143	<b>营业利润</b>	89	108	139	166	188
无形资产	6	6	6	6	6	营业外收入	3.28	6.95	6.95	6.95	6.95
其他非流动资产	91	20	0	0	0	营业外支出	0.03	0.11	0.11	0.11	0.11
<b>资产总计</b>	1311	1608	2094	2645	3414	<b>利润总额</b>	92	114	146	172	195
<b>流动负债合计</b>	605	860	1103	1509	2115	所得税	6	6	8	9	11
短期借款	0	0	0	58	206	<b>净利润</b>	86	108	138	163	184
应付账款	116	172	236	342	485	少数股东损益	-1	-6	-8	-9	-11
预收款项	430	530	710	951	1266	归属母公司净利润	87	114	146	173	195
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	97	95	133	157	180
<b>非流动负债合计</b>	83	0	39	39	39	<b>BPS (元)</b>	1.33	1.16	0.96	1.13	1.27
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	688	860	1142	1548	2154	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	30	24	16	6	-4	营业收入增长	52.66%	42.51%	37.72%	34.67%	30.02%
实收资本(或股本)	69	103	152	152	152	营业利润增长	279.86%	21.53%	28.83%	18.59%	12.56%
资本公积	284	277	228	228	228	归属于母公司净利	33.35%	31.64%	27.25%	18.44%	12.85%
未分配利润	288	380	495	632	785	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	593	724	937	1091	1264	毛利率(%)	95.41%	95.80%	95.50%	95.15%	94.70%
<b>负债和所有者权益</b>	1311	1608	2094	2645	3414	净利率(%)	12.20%	10.78%	9.96%	8.76%	7.60%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	6.63%	7.12%	6.96%	6.52%	5.70%
						ROE(%)	14.68%	15.81%	15.54%	15.70%	15.19%
<b>经营活动现金流</b>	157	200	254	270	309	<b>偿债能力</b>					
净利润	86	108	138	162	181	资产负债率(%)	52%	53%	55%	59%	63%
折旧摊销	9.56	11.13	14.32	17.87	19.74	流动比率	1.76	1.43	1.58	1.52	1.45
财务费用	-1	-23	-19	-23	-23	速动比率	1.74	1.41	1.56	1.50	1.43
应收账款减少	0	0	-21	-34	-46	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	180	242	314	总资产周转率	0.68	0.69	0.75	0.79	0.80
<b>投资活动现金流</b>	-381	-489	24	-18	-18	应收账款周转率	18.72	16.29	15.75	16.12	15.53
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.27	6.96	6.78	6.44	5.85
长期股权投资减少	0	0	17	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	22	9	10	12	14	每股收益(最新摊)	1.33	1.16	0.96	1.13	1.27
<b>筹资活动现金流</b>	284	-10	86	101	172	每股净现金流(最新)	0.86	-2.93	2.40	2.33	3.05
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.55	7.06	6.17	7.19	8.33
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	19	33	49	0	0	P/E	52.96	60.72	73.44	62.39	55.67
资本公积增加	284	-6	-49	0	0	P/B	8.23	9.97	11.41	9.79	8.45
<b>现金净增加额</b>	60	-300	364	353	463	EV/EBITDA	42.95	67.38	71.37	58.93	49.85

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 8. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	泛微网络（603039.SH）：收入快速增长，云 OA 值得期待	2018-11-20

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 首席分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。