

2019年10月21日

证券研究报告·新股分析报告

致远互联(688369) 计算机

合理价格区间

42.4-52.5元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

协同管理软件领先者，技术及品牌优势巩固护城河

投资要点

- 公司根据第一项标准上市。
- 公司为协同管理办公软件领域领先者。致远互联公司自成立以来就专注于企业级管理软件领域，为客户提供协同管理软件产品、解决方案、协同管理平台及云服务，集协同管理产品的设计、研发、销售及服务为一体，是中国领先的协同管理软件提供商。截至目前，公司已经在 V5 协同管理平台基础上形成了 A6、A8、G6 的产品线布局，同时面向未来前瞻布局了 Formtalk 云平台以及人工智能、大数据 等一系列智能应用，累计覆盖客户 3 万多家，形成了广泛的品牌影响力。
- 刚需产品市场广阔，行业集中度有待提升。对于政府及企业客户来说，OA 协同管理软件是信息化不可忽略的管理工具，在流程管理、知识管理、门户管理、协助沟通方面都有不可忽略的价值。根据中国软件行业协会《2018 中国软件与信息技术服务业发展报告》显示，2016-2018 年我国协同管理软件市场规模稳步扩大，分别达到 62.6 亿元、71.5 亿元、81.8 亿元，增速分别为 12.2%、14.2%、14.4%。目前国内协同管理软件厂商已近 500 家，其中自有品牌超过 40 个，行业集中度较低，未来第一梯队的品牌厂商有望在品牌及营销、新技术研发投入、产业并购整合不断发生等因素作用下逐步建立竞争优势。
- 公司轻重度产品布局完善，协同云平台面向未来。公司自成立以来长期专注于协同管理软件领域产品研发，目前占比营收比重较大的标准化轻度应用 A6 及 G6 结合定制化开发的重度应用 A8 已经形成了轻重度完善的产品布局。同时，面向云时代，公司提前研发了 Formtalk 的云 PaaS 平台。Formtalk 云平台采用公有云架构，拥有企业级应用的系统能力、轻量级业务搭建能力以及应用运行支撑能力，可根据客户不同的业务需求构建包括经销商管理、招投标管理等轻量级应用，并可以进行应用扩展，有望在云时代占得先发优势。
- 技术及品牌优势加深公司护城河。公司在发展的过程中，注重技术的积累，在产品快速迭代的背后是平台技术，目前公司拥有协同管理平台（V5）、协同技术平台（CTP）、协同应用平台（CAP）、协同移动平台（CMP）、协同集成平台（CIP）、协同数据平台（CDP）和协同云平台（Formtalk），研发投入稳居高位，2017-2018 年分别为 0.7 亿，0.8 亿。在品牌方面，致远互联一直处于协同管理软件的第一梯队，经过十余年的发展与深耕，在行业内积累了较好的品牌效应，已经拥有了 3 万多家企业客户。
- 盈利预测与估值。预计公司 2019-2021 年归母净利润复合增速达到 15.9%。由于公司营收及利润较为稳定且具有一定的规模，所以采用 PE 法估值。参考 A 股可比公司给予 19 年 40-50 倍 PE，对应市值区间为 33.9 亿元-42 亿元，假设公司发行后股本数量为 0.8 亿股，对应目标价为 42.4~52.5 元。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	578.09	697.11	835.76	995.20
增长率	23.81%	20.59%	19.89%	19.08%
归属母公司净利润(百万元)	72.98	84.67	98.26	113.63
增长率	63.41%	16.03%	16.05%	15.64%
每股收益 EPS(元)	1.26	1.47	1.70	1.97
净资产收益率 ROE	24.36%	6.47%	7.07%	7.66%

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸

执业证号: S1250517070001

电话: 010-57758600

邮箱: zhuz@swsc.com.cn

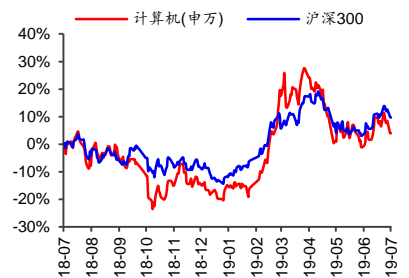
分析师: 朱松

执业证号: S1250519080007

电话: 021-58352031

邮箱: zhus@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: Wind

本次发行情况

发行前总股本(万股)	5774
本次发行(万股)	1925
发行后总股本(万股)	7699
2018年每股收益(摊薄后)(元)	1.26
2018年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.10

主要指标(2018)

每股净资产(元)	5.34
毛利率(%)	78.28
流动比率	1.59
速动比率	1.57
应收账款周转率	7.51
资产负债率(%)	58.91
净资产收益率(%)	25.84

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

假设 1: 协同管理软件业务主要由 A8 产品线、A6 产品线、G6 产品线构成, 其中 G6 产品线自 2015 年引入经销商渠道后, 2017-2018 年产品收入增速分别为 43.3%、17.5%, 复合增速达到 29.8%, 随着渠道作用的逐步显现, 预计 G6 的产品增速仍将快于行业增速;

假设 2: 根据《2018 年中国软件与信息服务业发展报告》, 2016-2018 年协同管理软件行业的增速分别为 12.2%、14.2%、14.4%。随着企业数字化程度的不断深化, 协同管理软件的迭代更新和换装需求将得到逐步释放, 公司的 A8 产品线面向中大型企业客户, 产品的定制化程度较高且订单金额较高, 未来有望获得超越市场平均增速的发展;

假设 3: 公司的技术服务主要产品线提供驻地及运维服务, 2017-2018 年的增速分别为 30%、30.8%, 由于技术服务业务基数较低, 所以增长相对较快。

公司亮点

- 1) 公司为协同管理软件领域的领先者, 处于协同管理软件领域的第一梯队, 随着数字化浪潮的推进, 企业用户对于协同管理软件的需求将逐步显现, 公司将持续受益;
- 2) 公司在协同管理软件领域处于行业第一梯队, 已经积累了 3 万多家政企用户, 在行业内积累了一定的品牌效应, 未来公司品牌效应有望逐步加强;
- 3) 协同管理软件随着技术浪潮不断更新迭代, 从互联网时代到移动互联网时代公司都紧紧跟上, 公司着眼未来打造 Formtalk 协同管理云平台, 有望在未来云时代取得先发优势。

股价上涨的催化因素

1) 公司销售体系逐步扩大以及企业客户需求增长带来的协同管理软件产品逐步放量; 2) 企业用户逐步接受云产品, 公司凭借自研的协同管理云平台带动自身产品的快速放量。

估值和目标价格

公司经营收入及利润水平处于稳定状态, 盈利模式较为成熟, 所以我们采取 PE 法估值。参考 A 股可比公司, 我们给予公司 2019 年 40-50 倍 PE, 对应市值区间为 33.9-42 亿元。假设公司发行后股本数量为 0.8 亿股, 对应目标价为 42.4 元~52.5 元。

投资风险

1) 新产品开发的风险; 2) 技术研发及业务人员流失的风险; 3) 人力成本不断上升的风险; 4) 核心技术失密风险; 5) 募投项目投产及达产进度或不及预期的风险。

目 录

1 公司概况：协同管理软件领域领先者	1
2 行业分析：刚需产品市场广阔，行业集中度有待提升	3
2.1 协同管理软件技术特征明显，市场空间广阔	3
2.2 行业集中度有待提升，优势企业将受益	5
3 技术领先及品牌营销优势加深公司护城河	8
3.1 轻量和重度应用布局完善，协同云平台面向未来	8
3.2 技术和品牌优势打造公司核心竞争力	10
3.3 募投项目加固主业竞争优势	11
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 2018 年公司主营业务结构 (百万元)	2
图 3: 2018 年公司各业务毛利结构 (百万元)	2
图 4: 公司历史营业收入情况.....	2
图 5: 公司历年净利润情况.....	2
图 6: OA 协同管理软件对于企业组织内部不可或缺	3
图 7: 协同管理软件跟随技术的发展而变迁	4
图 8: 2009 年-2018 年我国企业数量变化.....	4
图 9: 2016 年-2018 年我国协同管理软件市场规模变化.....	5
图 10: 协同管理软件的波特五力模型.....	5
图 11: 企业内部 ERP 软件与 OA 软件的关系	6
图 12: 协同软件与 ERP 及互联网厂商的关系	6
图 13: 协同管理软件主要的竞争者.....	7
图 14: 协同管理软件未来集中度有望逐步提升	7
图 15: 公司协同管理软件主要产品 (百万元)	8
图 16: Formtalk 产品示意图.....	9
图 17: 公司积累的技术平台示意图.....	10
图 18: 2016-2018 年公司研发费用情况.....	10
图 19: 致远互联在客户中建立良好品牌效应	11

表 目 录

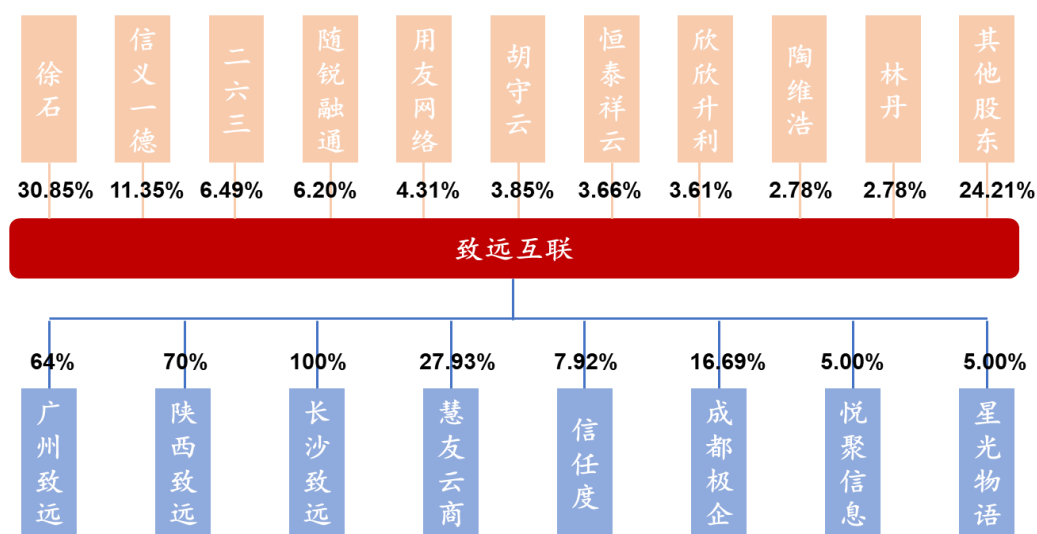
表 1: 2015 年主要协同软件厂商的营收.....	7
表 2: 公司主要产品情况一览.....	8
表 3: 公司主要产品的销售模式.....	9
表 4: Formtalk 产品相关收入情况.....	9
表 5: 协同软件领域主要公司服务客户数量	11
表 6: 募集资金用途.....	12
表 7: 募集资金投资项目与原有业务的联系	12
表 8: 分业务收入及毛利率.....	13
表 9: 可比公司估值.....	14
附表: 财务预测与估值.....	15

1 公司概况：协同管理软件领域领先者

致远互联公司自成立以来就专注于企业级管理软件领域，为客户提供协同管理软件产品、解决方案、协同管理平台及云服务，集协同管理软件的设计、研发、销售及服务为一体，是中国领先的协同管理软件提供商。截止目前，公司已经在 V5 协同管理平台基础上形成了 A6、A8、G6 的产品线布局，同时面向未来前瞻布局了 Formtalk 云平台以及人工智能、大数据等一系列智能应用，累计覆盖客户 3 万多家，形成了广泛的品牌影响力。

股权结构：致远互联的实际控制人为徐石，个人持股 30.9%，持股排名第二和第四的信义一德、随锐融通均为财务投资人，持股比例分别为 11.4%、6.2%。公司股权结构较为集中，有利于公司整体战略发展规划的有效落实。

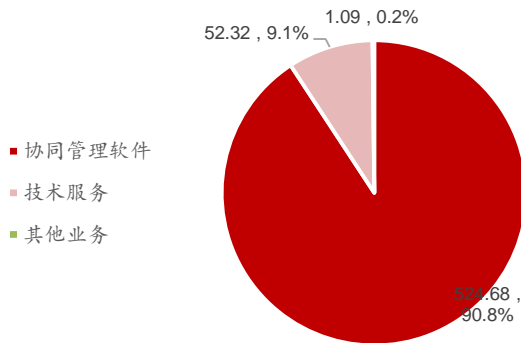
图 1：公司股权结构



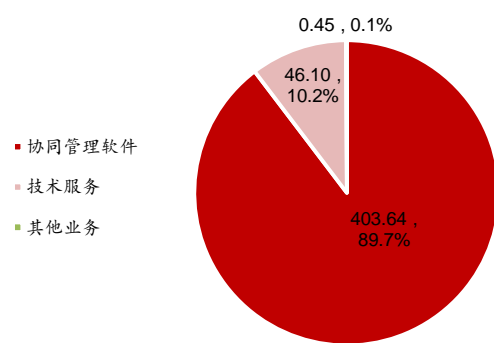
数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

公司主营业务结构：公司主要业务包括协同管理软件业务、技术服务其他业务，根据 2018 年数据分别占总营收约 90.8%、9.1%、0.2%，其中：协同管理软件业务主要包括 A6、A8、G6 产品线，2018 年分别占协同管理软件业务收入的 77.7%、12%、6.1%，其中 A6 产品线较为标准化主要面向中小型企业客户、A8 产品线定制化程度相对较高主要面向大中型企业客户、G6 产品线则主要面向政府客户；技术服务主要为为客户提供运维及驻场服务，收入规模相比较小；其他收入主要为租金及市场赞助费收入，占比很小。

从毛利结构来看，2018 年协同管理软件、技术服务、其他业务的毛利率分别为 77%、88.1%、41.4%，毛利占比分别 89.7%、10.2%、0.1%，与营收结构较为符合。

图 2：2018 年公司主营业务结构（百万元）


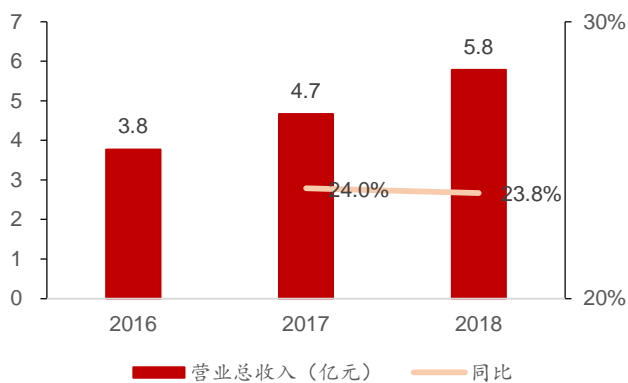
数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

图 3：2018 年公司各业务毛利结构（百万元）


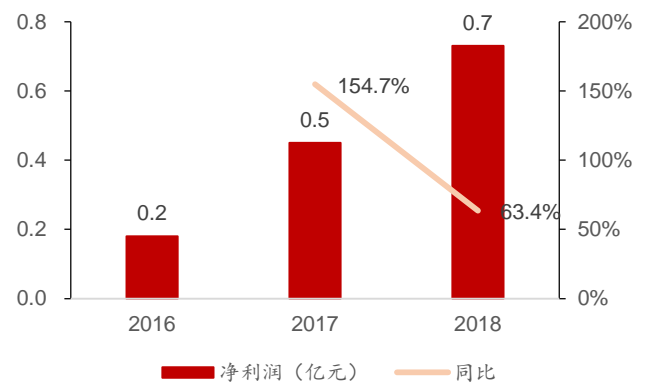
数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

公司业绩状况：公司近年营收及利润都呈现稳步上涨态势，其中 2018 年公司营业总收入为 5.8 亿元，同比增长 23.8%，2016-2018 年营收复合增长约 24%；2018 年净利润为 0.7 亿元，同比增长 63.4%，2016-2018 年净利润复合增长率为 87.1%，净利润增速远大于营收增速主要是由于净利润规模较小，近年期间费用率的下降对净利润的影响较大（2016-2018 年期间费用分别为 2.9、3.4、4 亿元，分别占营收比重为 77.2%、73.3%、69%，期间费用减少一个百分点，2017-2018 将分别贡献净利润 0.03、0.04 亿，占当年净利润分别为 6%、5.7%）。

从毛利率来看，2016-2018 年公司总体毛利率水平分别为 75.9%、78.3%、77.9%。毛利率水平较高主要是由所处的软件行业及公司的盈利模式特性所决定：软件及技术服务的营业成本主要为员工薪酬、外包服务、商品采购（电子签章、U-key 等）和第三方产品等，占营收比重较小。

图 4：公司历史营业收入情况


数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

图 5：公司历年净利润情况


数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

2 行业分析：刚需产品市场广阔，行业集中度有待提升

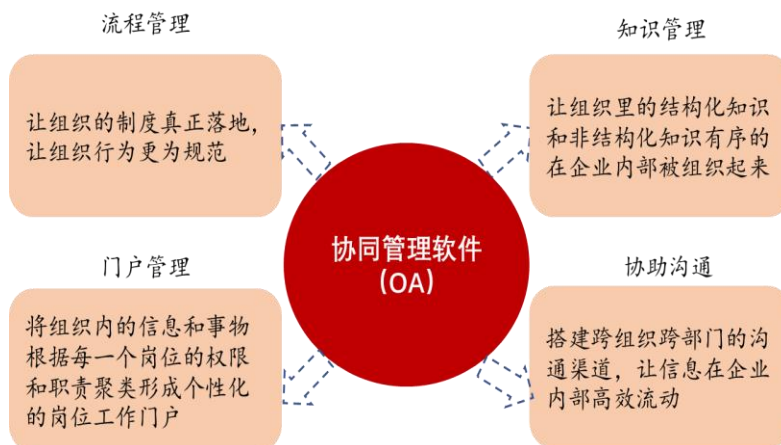
2.1 协同管理软件技术特征明显，市场空间广阔

➤ OA 产品企业必备，技术特征明显

协同管理软件（简称 OA）目前没有明确的定义，按照《协同管理 OA 软件的本义、过去、现在和未来》中的表述，OA 是以目标为纲领、以组织架构为骨架、以人为心脏、以工作流程为经脉、以知识信息为血液，使组织内外的各个部门、各个人员协同运作起来达成组织目标的信息系统和平台。

对于政府及企业客户来说，OA 协同管理软件是信息化不可或缺的管理工具，在流程管理、知识管理、门户管理、协助沟通方面都有不可忽略的价值：在流程管理方面，OA 可以让组织的制度真正落地，让组织行为更为规范；在知识管理方面，OA 可以让组织里的结构化知识和非结构化知识有序的在企业内部被组织起来；在门户管理方面，OA 可以将组织内的信息和事物根据每一个岗位的权限和职责聚类形成个性化的岗位工作门户；在协助沟通方面，OA 可以搭建跨组织跨部门的沟通渠道，让信息在企业内部高效流动。

图 6：OA 协同管理软件对于企业组织内部不可或缺



数据来源：《协同管理 OA 软件的本义、过去、现在和未来》，西南证券整理

在 OA 的发展历程中，产业体现出与技术的强相关性：OA 在发展初期还只是停留在单个企业内部的软件系统；在行业导入期恰逢互联网大发展，从邮件、电子公告板、BBS 等都成为 OA 发展的借力形式；紧接着随着互联网的普及，OA 软件跟随新技术的应用而改变；随着微信、微博等代表的移动互联网的到来，OA 出现在移动端实现了与网页版同样的功能，突破了办公地点的限制提升了流程效率；近年伴随着大数据、人工智能以及云计算的发展，OA 又逐步将这些新技术纳入到自身的发展思路中来，协同云平台、智能识别以及数据智能分析等功能进一步提升了办公效率。

图 7：协同管理软件跟随技术的发展而变迁

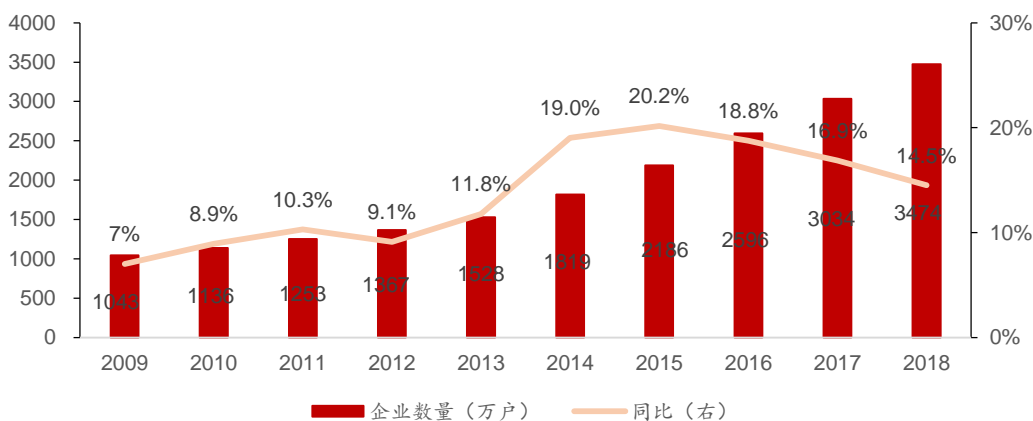


数据来源：致远互联招股书，西南证券整理

➤ OA 市场稳步增长，市场空间广阔

OA 产品目前是企业管理的有效工具，作为刚需产品，其市场规模随我国企业数量总体变化而变化。根据《2018 年全国市场主体发展情况》，我国企业数量截止 2018 年已经达到 3474 万户，同时，参考致远互联的订单金额，2018 年致远互联平均每个订单金额约为 7 万元，按此推算，OA 协同管理软件的总体规模在万亿规模。虽然在企业市场中，占比较高的中小企业，且中小企业的 OA 订单金额较低，但总体的 OA 市场空间仍然非常广阔。

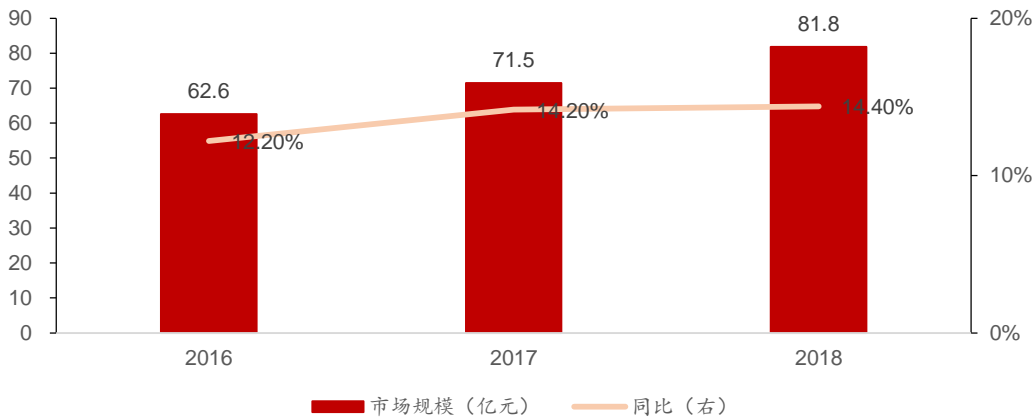
图 8：2009 年-2018 年我国企业数量变化



数据来源：国家市场监督管理总局，《2018 年全国市场主体发展情况》，西南证券整理

根据中国软件行业协会《2018 中国软件与信息服务业发展报告》显示，2016-2018 年我国协同管理软件市场规模稳步扩大，分别达到 62.6 亿元、71.5 亿元、81.8 亿元，每年的规模增长速度分别为 12.2%、14.2%、14.4%。经历过互联网的发展、移动互联网的普及，协同管理软件的市场已经逐步走向稳步增长状态，未来，随着云计算、大数据、人工智能等新一代信息技术逐步被融入到产品中，市场规模增长有望提速。

图 9：2016 年-2018 年我国协同管理软件市场规模变化



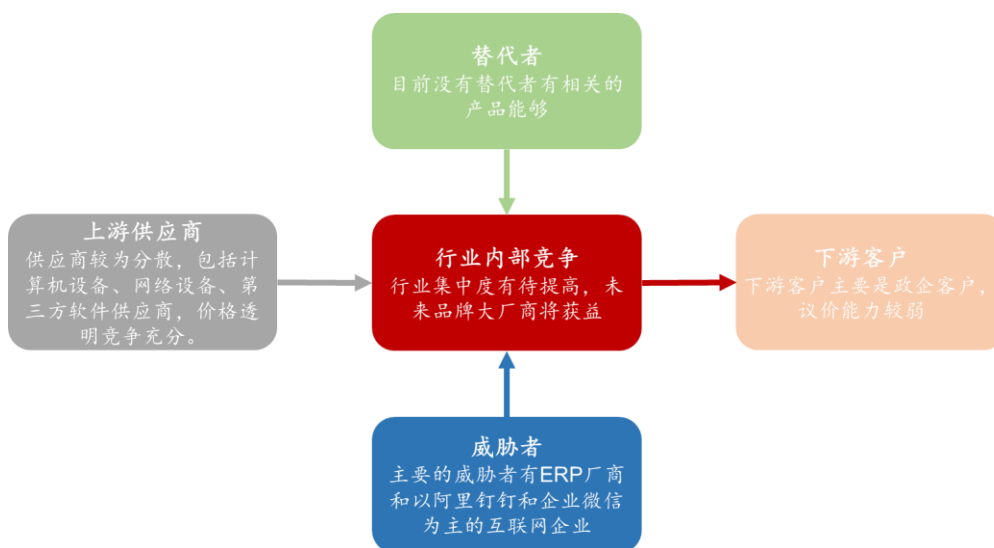
数据来源：《2018 年中国软件与信息服务业发展报告》，西南证券整理

2.2 行业集中度有待提升，优势企业将受益

➤ 行业发展格局较为稳定，集中度有待提高

从波特五力模型来看：上游供应商主要为计算机设备、网络设备、第三方软件等供应商，上游产品市场价格透明，充分竞争，所以上游供应商对于协同管理软件行业的议价能力不强；下游客户主要包括政府客户以及众多的企业客户，由于 OA 软件是政企客户的刚需管理工具，所以下游客户的议价能力亦不强；替代者方面，目前协同管理市场由于产品的刚需性，替代者暂时还未出现；威胁者方面，协同管理软件行业的威胁者主要有两类：一方面是传统的 ERP 厂商，想将 OA 作为整体 ERP 延伸的一个模块；另一方面是以阿里钉钉、企业微信为代表的互联网巨头。

图 10：协同管理软件的波特五力模型

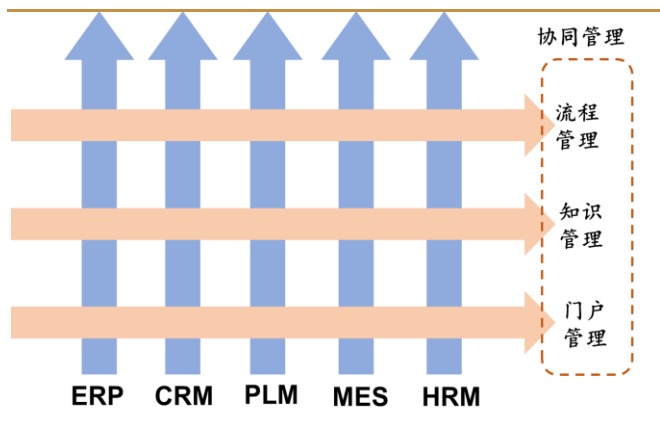


数据来源：西南证券整理

对于传统的 ERP 来说,OA 协同管理软件和 ERP(管理财务库存等)、CRM(管理客户)、PLM (产品生命周期管理)、MES (管理生产制造)、HRM (管理人力资源) 等软件处于相互垂直的关系,所以对于 ERP 厂商来说,专注于企业客户内部 ERP 功能的同时帮助企业建立横向的连接员工的协同软件不易。从目前的行业发展情况来看,OA 厂商和传统 ERP 厂商一般是合作关系,彼此相互开放接口,共同建立企业内部的信息系统。

对于互联网厂商来说,在 C 端流量红利逐步消失的背景下,互联网厂商逐步将注意力转移到 B 端方面,但是泛微、致远互联等厂商为企业客户的是重度应用的协同管理软件,所以注重 B 端入口价值的互联网厂商更多是和 OA 厂商合作,因为互联网厂商在深入客户的业务层面理解更深。

图 11: 企业内部 ERP 软件与 OA 软件的关系



数据来源: 西南证券

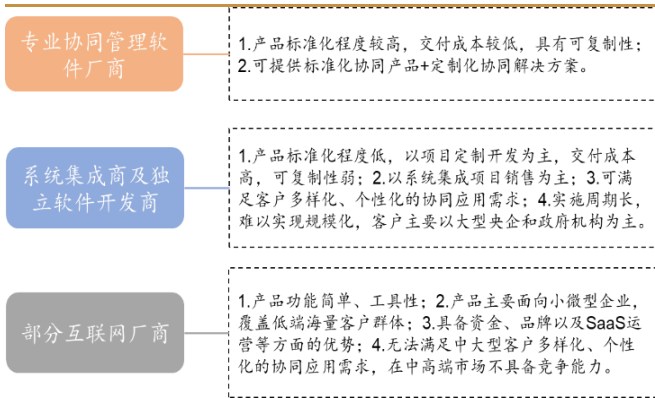
图 12: 协同软件与 ERP 及互联网厂商的关系



数据来源: 致远互联招股说明书, 西南证券整理

目前协同管理软件的竞争者主要分为三类: ①专业协同管理软件厂商, 产品标准化程度较高, 具有可复制性, 同时可以提供标准化协同产品+定制化协同解决方案; ②系统集成商及独立软件开发商, 这类开发商的产品主要以定制化项目为主, 但是实施周期长且可复制性较低; ③部分互联网厂商, 将 OA 作为 B 端的入口, 这些厂商的协同管理应用大多是轻量级应用, 产品的复杂性程度较低。

根据中国软件行业协会发布的《中国软件和信息服务业发展报告 2018》, 目前国内协同管理软件厂商已近 500 家, 其中自有品牌超过 40 个, 泛微网络、致远互联、蓝凌等厂商占据主导地位。根据 2015 年的各协同管理厂商的营收数据, 主要几大厂商的营收总计 8.35 亿元, 如果按照 2015 年的总市场规模为 55 亿元计算的话, 行业前 4 集中度 CR4 仅为 15%, 集成程度较低。

图 13: 协同管理软件主要的竞争者


数据来源: 致远互联招股说明书, 西南证券整理

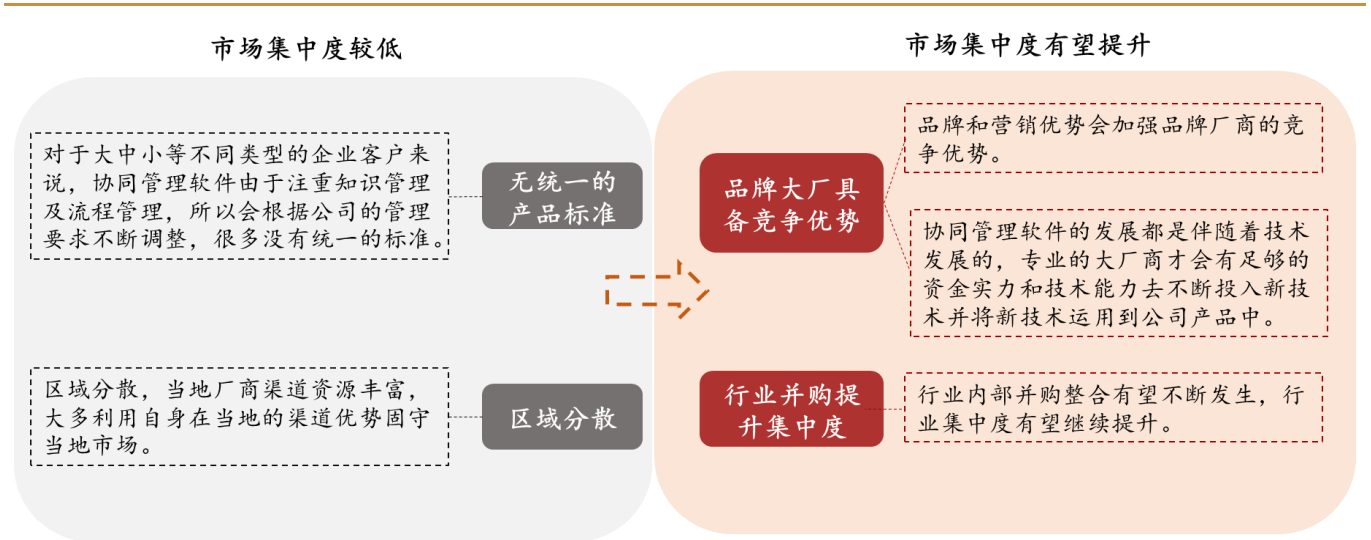
表 1: 2015 年主要协同软件厂商的营收

公司	2015 年营收 (亿元)
泛微股份	3.17
金和网络	0.77
慧点科技	2.65
蓝凌股份	1.76
致远协创	-
合计	8.35

数据来源: 致远互联招股说明书, 西南证券整理

➤ 未来协同管理软件的市场集中度有望提高

目前协同管理软件的集中度较低主要是因为: ①产品没有统一的标准, 对于大中小等不同类型的企业客户来说, 协同管理软件由于注重流程管理和知识管理, 故会根据公司的管理要求不断调整, 很多没有统一的标准; ②区域分散, 每个行业的客户都有产品的需求, 所以在某些区域有深厚渠道资源的厂商会利用自身的渠道优势深度定制客户的协同管理软件。随着头部厂商的品牌优势逐步建立, 以及品牌大厂对于新技术的投入, 未来大厂的产品会随着技术的发展而不断迭代更新, 这点是小厂商不可比拟的; 同时未来大厂有望通过不断的行业并购实现市场占有率的提升。

图 14: 协同管理软件未来集中度有望逐步提升


数据来源: 西南证券

3 技术领先及品牌营销优势加深公司护城河

3.1 轻量和重度应用布局完善，协同云平台面向未来

公司自成立以来长期专注于协同管理软件领域，营业收入完全来源于协同管理软件产品和服务支持两大部分，其中协同管理软件产品的营收贡献近三年都在 90% 以上。协同管理软件产品主要包括面向中小企业的 A6，面向大中型企业和集团性企业的 A8 以及面向政府机构和政府单位的 G6 三款产品。

表 2：公司主要产品情况一览

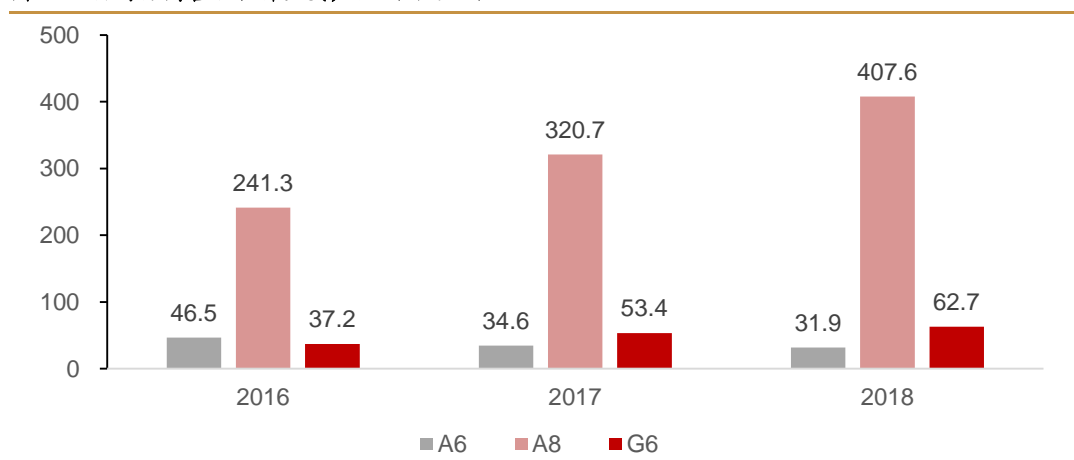
产品名称	客户定位	产品特点	客户价值
A6	中小型企业	A6 协同管理软件是以标准化、模块化、产品化方式提供适用于中小型企业或组织的统一、高效的协同工作管理软件。	实现全员移动化工作协同及基础业务管理的一体化、可视化管控，提升组织的敏捷性和高效运营。
A8	大中型企业或集团企业	通过组织模型、工作流、智能表单、业务引擎、数据交换引擎、移动应用集成与定制等平台技术和工具，结合客户的不同需求提供个性化应用定制和系统集成。	通过对工作协同、业务协同、系统协同、产业链协同的深度集成与融合，构建大中型及集团型组织统一高效的协同运营管理平台。
G6	党政机关行政事业位	围绕政府部门“办文、办会、办事”等核心管理业务，全面覆盖政府公文管理、会议管理、党务管理、行政审批、信息报送、督查督办、文档管理等政务办公应用。	提供以公文、事务、会议管理及督察督办为核心的政务协同办公应用，提升内部行政和业务工作效率。

数据来源：公司官网，致远互联招股说明书，西南证券整理

根据公司的招股说明书，致远互联的主要三款产品（A6、A8、G6）合计营收占比 2016-2018 年分别为 86.3%、87.5%、86.9%，其中 A8 营收比重最高（2016-2018 年占营收比重分别为 64.1%、68.7%、70.5%），主要是因为 A8 的主要对象是大中型企业，此类客户对于协同管理的要求较高，导致订单金额体量较大。

从公司产品化程度来说，公司轻量级应用和重度应用均有所布局，其中 A6 产品由于标准化程度较高所以全部通过经销模式，而重度应用 A8 产品则主要依靠公司直销以及具备较强开发实力的经销商共同销售。总体来说，标准化的轻度应用通过经销形式更容易扩大自身的销售量，而需要定制化开发的重度应用则更易出大金额订单。

图 15：公司协同管理软件主要产品（百万元）



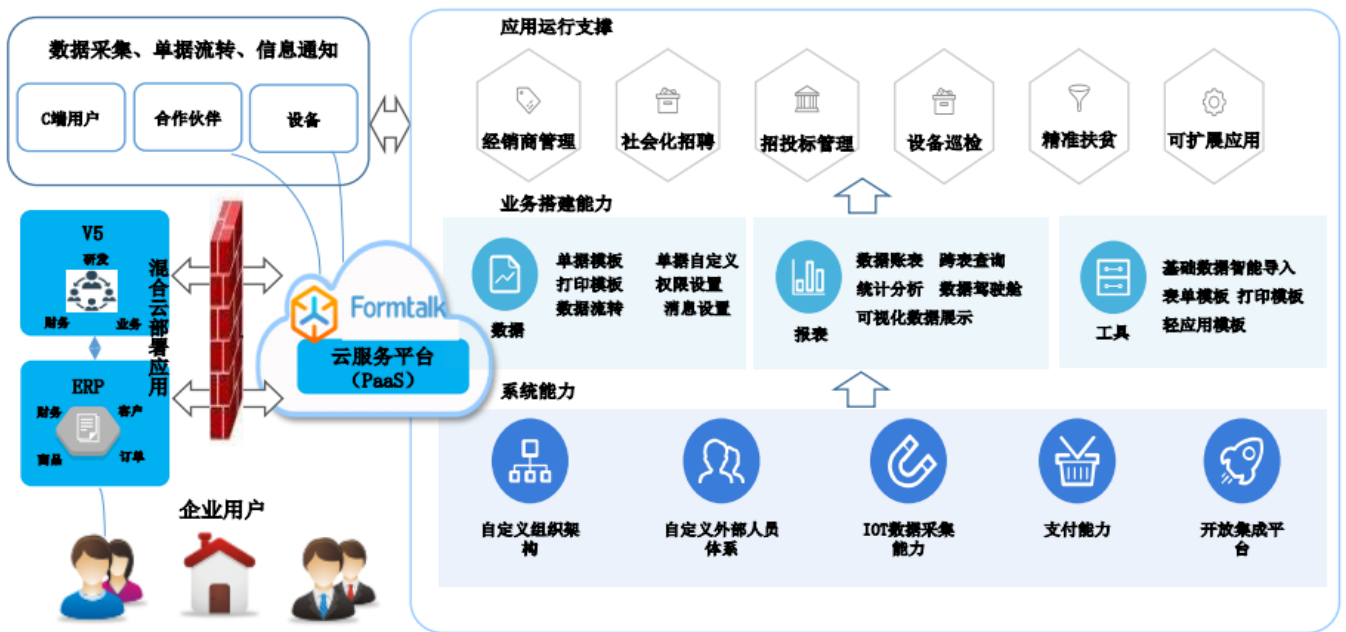
数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

表 3: 公司主要产品的销售模式

致远销售模式	A6 产品	A8 产品	G6 产品
直销		√	√
经销	√	√	√

数据来源: 致远互联招股说明书, 西南证券整理

协同管理软件产品跟随着技术的发展而不断升级迭代, 面向云时代, 公司提前研发了 Formtalk 的云 PaaS 平台。Formtalk 云平台采用公有云架构, 拥有企业级应用的系统能力、轻量级业务搭建能力以及应用运行支撑能力, 可根据客户不同的业务需求构建包括经销商管理、招投标管理等轻量级应用, 并可以进行应用扩展; 同时 Formtalk 可以与客户原有 ERP、OA 协同管理等业务系统进行集成连接, 实现公有云+私有云的混合云应用部署。

图 16: Formtalk 产品示意图


数据来源: 致远互联招股说明书, 西南证券整理

公司 2016 年就开始前瞻布局 Formtalk 云平台产品, 从营收来看取进展迅速。目前关于 Formtalk 相关产品的销售主要有两种方式: ①单独出售 Formtalk 云产品, 收取租赁费; ②通过 A6/A8/G6+Formtalk 的云应用模式, 在 A6/A8/G6 的产品基础上连接云服务, 实现混合云的部署。总体来说 Formtalk 逐渐得到了客户的认可, 2016 年-2019H1 签约客户数量分别为 1 家、80 家、431 家、512 家。

表 4: Formtalk 产品相关收入情况

Formtalk	2016 年	2017 年	2018 年
Formtalk 云服务收入 (万元)	-	14.22	165.62
包含 Formtalk 应用的 A6、A8、G6 等产品的收入 (万元)	9.18	571.22	2234.6
合计收入 (万元)	9.18	585.44	2400.21
占营收比重	0.02%	1.25%	4.15%

数据来源: 致远互联招股说明书, 西南证券整理

3.2 技术和品牌优势打造公司核心竞争力

公司在发展的过程中，注重技术的积累，在产品快速迭代的背后是平台技术，目前公司拥有协同管理平台(V5)、协同技术平台(CTP)、协同应用平台(CAP)、协同移动平台(CMP)、协同集成平台(CIP)、协同数据平台(CDP)和协同云平台(Formtalk)：CTP平台基于采用微服务架构和解耦技术，具有开放性、可扩展性、可集成性、稳定性、可靠性和高性能的特点，并支持云部署模式和多种移动端应用；CAP为客户提供了零代码或低代码、可视化、智能化的协同应用开发和运营平台；CMP基于H5的移动协同应用开发、运营支持平台；CIP统一门户与工作入口，整合异构系统；CDP协同商业智能、协同与业务数据存储、应用和管理平台；Formtalk提供协同云服务。

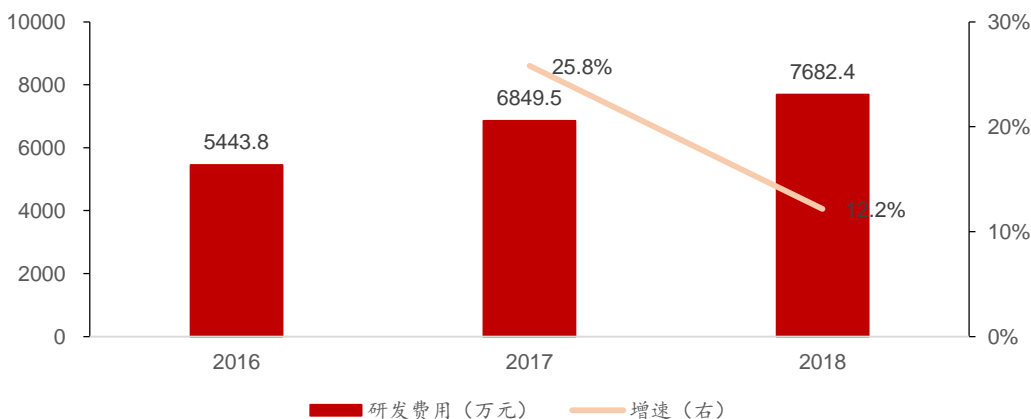
图 17：公司积累的技术平台示意图



数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

公司作为国家规划布局内的重点软件企业，是行业内较早提出和开发协同管理软件产品的专业厂商，在研发方面不遗余力，2016-2018年研发费用分别为5444万元、6850万元、7682万元，占营业收入比例分别为14.5%、14.7%、13.3%，维持在较高水平。同时，致远互联截至2018年底共取得软件著作权90项，获得专利授权19项。

图 18：2016-2018年公司研发费用情况



数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

致远互联一直处于协同管理软件的第一梯队，经过十余年的发展与深耕，在行业内积累了较好的品牌效应，已经拥有了 3 万多家企业客户，主要客户包括中国建筑、中国医药集团、国家电力投资集团、中粮集团、中核集团、中国移动、招商银行、中信银行、星巴克、壳牌石油、今日头条、滴滴出行等国内外知名企业以及中国注册会计师协会、国家广电总局、贵州省人民政府等政府及事业单位。

同时，从协同管理软件行业内部几家主要的品牌厂商来看，致远互联已经累计服务 30000 多家政企客户，拥有客户数量位居企业第一梯队。

图 19：致远互联在客户中建立良好品牌效应



数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

表 5：协同软件领域主要公司服务客户数量

公司名称	服务客户数量
泛微网络	30000 多家客户
蓝凌软件	超过 10000 家大中型企业客户
华天动力	13000 多家客户
致远互联	30000 多家客户

数据来源：致远互联招股说明书，西南证券整理

3.3 募投项目加固主业竞争优势

公司本次募集资金投资项目仍然是紧紧依托现有主营业务，结合未来市场发展的需求对现有产品进行的升级优化或技术延伸，继续深耕协同管理软件领域，并凭借公司营销渠道优势进一步巩固公司的领先地位。

表 6: 募集资金用途

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟用募集资金数 (万元)	建设期 (年)
1	新一代协同管理软件优化升级项目	11,990.11	11,990.11	2
2	协同云应用服务平台建设项目	10,818.91	10,818.91	2
3	西部创新中心项目	8,253.20	8,253.20	3
4	营销服务平台优化扩展项目	3,875.09	3,875.09	3
	合计	34,937.31	34,937.31	

数据来源: 致远互联招股说明书, 西南证券整理

募投项目均是公司依据未来发展规划作出的战略性安排: ①新一代协同管理软件优化升级项目是公司为了进一步提升协同管理平台的核心技术性能, 升级和补充核心产品的功能; ②协同云应用服务平台建设项目是结合移动互联网技术、云计算技术和大数据技术开发的产品和服务, 以实现公司在移动互联网以及云计算战略上的发展目标; ③西部创新中心项目主要是为了提升公司协同管理软件系列产品相关的基础通用技术和创新应用技术, 完善协同管理软件交付平台的性能及应用; ④营销服务平台优化扩展项目是为了对公司现有的营销体系和服务体系进行完善, 扩大市场占有率和覆盖率, 提升服务效率和服务质量。

表 7: 募集资金投资项目与原有业务的联系

序号	项目名称	现有主营业务或产品与募集资金投资项目产品之间的关系
1	新一代协同管理软件优化升级项目	现有平台和产品的升级
2	协同云应用服务平台建设项目	现有产品升级、新项目研发
3	西部创新中心项目	基础通用技术及创新应用研发、运营平台建设
4	营销服务平台优化扩展项目	现有营销体系补充、新服务平台构建

数据来源: 致远互联招股说明书, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1: 协同管理软件业务主要由 A8 产品线、A6 产品线、G6 产品线构成, 其中 G6 产品线自 2015 年引入经销商渠道后, 2017-2018 年产品收入增速分别为 43.3%、17.5%, 复合增速达到 29.8%, 随着渠道作用的逐步显现, 预计 G6 的产品增速仍将快于行业增速;

假设 2: 根据《2018 年中国软件与信息服务业发展报告》, 2016-2018 年协同管理软件行业的增速分别为 12.2%、14.2%、14.4%。随着企业数字化程度的不断深化, 协同管理软件的迭代更新和换装需求将得到逐步释放, 公司的 A8 产品线面向中大型企业客户, 产品的定制化程度较高且订单金额较高, 未来有望获得超越市场平均增速的发展;

假设 3: 公司的技术服务主要产品线提供驻地及运维服务, 2017-2018 年的增速分别为 30%、30.8%, 由于技术服务业务基数较低, 所以增速相对较快。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 8: 分业务收入及毛利率

百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
协同管理软件	收入	524.68	628.09	747.02	881.89
	yoy	23.0%	19.7%	18.9%	18.1%
	毛利率(%)	76.9%	76.5%	76.6%	76.7%
其中: A8 系列	收入	407.58	493.17	591.81	704.25
	yoy	27.1%	21%	20%	19.00%
	毛利率(%)	78.8%	78%	78%	78%
G6 系列	收入	62.71	75.25	89.55	105.67
	yoy	17.5%	20%	19%	18%
	毛利率(%)	74.4%	75%	75%	75%
A6 系列	收入	31.87	35.06	38.56	42.42
	yoy	-7.9%	10%	10%	10%
	毛利率(%)	92.8%	93%	93%	93%
第三方	收入	15.10	16.61	18.10	19.55
	yoy	13.1%	10%	9%	8%
	毛利率(%)	0.0%	2%	2%	2%
协同管理软件-其他	收入	7.42	8.00	9.00	10.00
	毛利率(%)	88.8%	80%	80%	80%
技术服务	收入	52.32	68.02	87.74	112.31
	yoy	30.8%	30%	29%	28%
	毛利率(%)	88.1%	86%	86%	86%
其他业务	收入	1.09	1.00	1.00	1.00
	毛利率(%)	41.4%	40%	40%	40%
合计	收入	578.09	697.11	835.76	995.20
	yoy	23.8%	20.6%	19.9%	19.1%
	毛利率	77.9%	77.4%	77.5%	77.7%

数据来源: Wind, 西南证券整理

根据以上假设,我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 7.0 亿元、8.4 亿元和 10.0 亿元,归母净利润分别为 0.8 亿元、1 亿元和 1.1 亿元。

4.2 相对估值

公司的主营业务为企业软件服务领域内协同管理软件细分子领域,我们选择 A 股主营业务企业级软件服务的公司用友网络 (600588)、远光软件 (002063)、泛微网络 (603039)、石基信息 (002153)、东华软件 (002065)、启明星辰 (002439) 等作为估值对比公司,行业 2019-2021 年平均估值分别为 55、44、35 倍。

表 9: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
600588.SH	用友网络	30.28	0.26	0.35	0.45	0.58	116.46	87.74	67.51	51.78
002063.SZ	远光软件	10.26	0.37	0.27	0.34	0.43	27.73	38.00	30.02	23.71
603039.SH	泛微网络	62.04	1.21	0.99	1.25	1.58	51.27	62.97	49.52	39.35
002153.SZ	石基信息	37.74	0.32	0.51	0.61	0.76	117.94	74.35	61.66	49.93
002065.SZ	东华软件	6.73	0.26	0.29	0.33	0.41	25.88	23.27	20.31	16.47
002439.SZ	启明星辰	32.50	0.63	0.79	0.97	1.20	51.59	40.93	33.55	27.18
平均值							59.98	54.54	43.76	34.74

数据来源: Wind, 西南证券整理

鉴于公司为协同管理软件第一梯队企业,且在轻度和重度协同应用产品的基础上推出了协同管理云平台,未来成长空间较大,参考上述 A 股可比公司的估值,我们给予公司 2019 年 40-50 倍 PE 估值,对应市值区间为 33.9 亿元-42 亿元。我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润复合增速为 15.9%,假设公司发行后股本数量为 0.8 亿股,对应目标价为 42.4 元~52.5 元。

5 风险提示

- 1) 新产品开发的风险:** 随着云计算、大数据、人工智能等新兴信息技术层出不穷,公司提供的协同管理软件产品和服务需要在不断跟进全球领先信息技术的基础上,结合国内信息化建设趋势方向以及终端客户需求变化,不断进行技术开发、整合应用。若公司未能准确把握产品技术和行业应用的发展趋势并根据市场变化及时开发出符合市场需求的新产品或新服务,会给公司的生产经营造成不利影响。
- 2) 技术研发及业务人员流失的风险:** 协同管理软件是融合管理思想和前沿信息技术的新兴的企业级管理软件,属于技术及智力密集型行业,对人才队伍素质具有较高要求。如果公司关键技术人员、销售人员及管理人员流失或不能得到及时补充,公司的业务发展将受到不利影响。
- 3) 人力成本不断上升的风险:** 随着社会进步和产业结构的调整,我国劳动力市场价格不断上涨,公司为保持人员稳定并进一步吸引优秀人才加入公司,未来仍有可能进一步提高员工薪酬待遇,增加人工成本支出,从而对公司盈利产生一定的不利影响。
- 4) 核心技术失密风险:** 作为高新技术企业和软件企业,掌握研发协同软件的核心技术和具备持续的研发能力是公司在协同管理软件领域保持竞争优势的关键。虽然公司已采取多种措施,但仍然存在核心技术泄密或被他人盗用的风险。一旦核心技术失密,将会对本公司自主创新能力的保持和竞争优势的延续造成不利影响。
- 5) 募投项目投产及达产进度或不及预期的风险。**

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	578.09	697.11	835.76	995.20	净利润	76.01	86.40	100.27	115.95
营业成本	127.90	157.76	187.71	221.81	折旧与摊销	3.73	1.69	1.69	1.69
营业税金及附加	7.32	8.37	10.03	11.94	财务费用	-3.75	-3.46	-6.13	-6.75
销售费用	273.19	313.70	379.44	453.81	资产减值损失	3.55	0.00	0.00	0.00
管理费用	52.74	137.33	166.32	199.04	经营营运资本变动	287.33	53.86	76.96	86.97
财务费用	-3.75	-3.46	-6.13	-6.75	其他	-242.76	-10.00	-8.00	-11.00
资产减值损失	3.55	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	124.12	128.49	164.79	186.86
投资收益	8.52	10.00	10.00	10.00	资本支出	-1.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	239.03	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	237.59	10.00	10.00	10.00
营业利润	82.18	93.41	108.40	125.35	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.08	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	82.10	93.41	108.40	125.35	股权融资	-0.19	950.76	0.00	0.00
所得税	6.09	7.01	8.13	9.40	支付股利	-20.95	-14.60	-16.93	-19.65
净利润	76.01	86.40	100.27	115.95	其他	0.66	3.46	6.13	6.75
少数股东损益	3.03	1.73	2.01	2.32	筹资活动现金流净额	-20.47	939.62	-10.80	-12.90
归属母公司股东净利润	72.98	84.67	98.26	113.63	现金流量净额	341.23	1078.11	163.99	183.96
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	586.35	1664.45	1828.44	2012.40	成长能力				
应收和预付款项	103.26	133.24	157.29	186.72	销售收入增长率	23.81%	20.59%	19.89%	19.08%
存货	5.55	6.85	6.15	8.63	营业利润增长率	68.54%	13.66%	16.05%	15.64%
其他流动资产	14.18	17.10	20.50	24.41	净利润增长率	71.11%	13.67%	16.05%	15.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	60.12%	11.53%	13.45%	15.71%
投资性房地产	17.07	17.07	17.07	17.07	获利能力				
固定资产和在建工程	15.95	14.57	13.19	11.81	毛利率	77.88%	77.37%	77.54%	77.71%
无形资产和开发支出	0.16	0.12	0.09	0.06	三费率	55.73%	64.20%	64.57%	64.92%
其他非流动资产	17.09	16.81	16.54	16.27	净利率	13.15%	12.39%	12.00%	11.65%
资产总计	759.60	1870.22	2059.27	2277.36	ROE	24.36%	6.47%	7.07%	7.66%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.01%	4.62%	4.87%	5.09%
应付和预收款项	437.14	522.77	626.06	745.09	ROIC	-124.76%	-40.43%	-38.17%	-36.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.21%	13.15%	12.44%	12.09%
其他负债	10.37	12.79	15.22	17.99	营运能力				
负债合计	447.51	535.57	641.28	763.08	总资产周转率	0.83	0.53	0.43	0.46
股本	57.74	76.99	76.99	76.99	固定资产周转率	37.95	45.67	60.21	79.62
资本公积	146.78	1078.29	1078.29	1078.29	应收账款周转率	7.51	7.52	7.35	7.39
留存收益	103.79	173.86	255.19	349.17	存货周转率	28.65	25.45	25.04	24.96
归属母公司股东权益	308.31	1329.14	1410.47	1504.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.05%	—	—	—
少数股东权益	3.78	5.51	7.52	9.84	资本结构				
股东权益合计	312.09	1334.65	1417.99	1514.28	资产负债率	58.91%	28.64%	31.14%	33.51%
负债和股东权益合计	759.60	1870.22	2059.27	2277.36	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.59	3.40	3.14	2.93
					速动比率	1.57	3.39	3.13	2.91
					股利支付率	28.71%	17.24%	17.23%	17.30%
					每股指标				
					每股收益	1.26	1.47	1.70	1.97
					每股净资产	5.34	23.02	24.43	26.06
					每股经营现金	2.15	2.23	2.85	3.24
					每股股利	0.36	0.25	0.29	0.34
业绩和估值指标									
EBITDA	82.16	91.64	103.96	120.29					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	-7.93	-18.88	-18.22	-17.28					
股息率	--	--	--	--					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn