

深耕细作紧抓客户需求，引领 OA 行业创新前行

2020.03.17

夏清莹 (分析师)

电话: 020-88832345

邮箱: xia.qingying@gzgzh.com.cn

执业编号: A1310518100002

强烈推荐 (首次)

现价: 74.23

目标价: 90.00

股价空间: 21.24%

计算机行业

● 十九年精耕细作，专注发展协同管理软件领域，业绩持续稳健增长。

泛微网络成立十九年以来专注于协同管理软件领域，以“智能化、平台化、全程电子化”为战略导向，形成以协同应用、云应用、集成应用、移动应用、电子签应用等融合发展的业务体系，产品线覆盖了大、中和小微型各类规模组织的客户。随着公司产品的不断研发升级以及销售服务能力的有效提升，公司的业绩实现了稳步增长，2015 到 2018 年的营收复合增长率约为 46.86%，归母净利润的复合增长率约为 31.46%，2019 年前三季度业绩增速虽然整体有所放缓，但仍然保持稳健增长态势。公司持续加大研发投入提升产品质量，保障产品创新升级，及时满足了市场上不断变化的产品需求，一直处于行业领先地位。

● 行业集中度持续提升，移动办公及云化大势所趋，潜在市场需求巨大。

协同管理和移动办公软件市场整体竞争格局较为分散，逐步形成了包括产品主导型厂商、项目定制型厂商以及 SaaS 服务型厂商在内的竞争格局。随着竞争日趋激烈，行业集中度将有所提升，公司作为全国性厂商，凭借长期的市场开拓、持续的研发投入和大量案例实施经验的积累，更具备竞争优势，其未来市场份额将进一步拓宽。公司拥有特色的“区域授权业务模式”，构建了多层次分布式运营体系，目前在全国范围覆盖 180 多个城市区域，客户遍布全国各省市。公司客户遍布各行各业，移动应用成为协同管理软件未来发展的必然趋势，基于 SaaS 的云化产品是未来重要发展方向，行业整体潜在市场需求不断增加。

● 公司产品线定位明确，开放性和包容性强，持续积累海量优质客户。

公司推出了 e-colony、e-office 和 eteams 三大类产品覆盖不同规模类企业客户，满足了客户差异化需求。公司紧随时代大趋势，推出了 e-mobile 移动办公产品，还为政府行业特色化推出了一体化移动政务办公平台 e-nation 产品。公司充分应用了其“七大引擎”(流程引擎、内容引擎、门户引擎、组织引擎、消息引擎、建模引擎和集成引擎)技术研发，保障产品竞争优势。公司还具备很强的开放性和包容性，与微信、ERP 厂商等均实现了良好的集成，推出了与微信协同的 e-wechat 微信办公 OA 产品。目前，公司的产品业务已经覆盖了 87 个细分行业，与 40000 多家客户达成合作，积累了丰富的优质客户资源。

● 公司盈利预测与估值：

预计 19-21 年营收分别为 13.26、17.38 和 22.63 亿元，归母净利润分别为 1.45、1.82 和 2.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.95、1.20 和 1.48 元，对应 PE 分别为 77.82、62.01 和 50.07 倍，给予 20 年 75 倍 PE，对应 6 个月目标价 77.60 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：行业竞争加剧；产品创新及研发进度不及预期；宏观环境影响。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1003.60	1326.37	1737.80	2262.82
同比 (%)	42.51%	32.16%	31.02%	30.21%
归母净利润 (百万元)	114.49	144.65	181.53	224.82
同比 (%)	31.64%	26.34%	25.50%	23.84%
每股收益-最新摊薄 (元)	0.75	0.95	1.20	1.48
P/E	98.32	77.82	62.01	50.07
P/B	15.55	13.26	11.19	9.38
EV/EBITDA	66.41	45.00	35.78	28.85

数据来源：同花顺，公司公告，广证恒生

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
泛微网络	-12.26	34.11	17.30
申万计算机	-3.98	11.08	14.05
沪深 300	-6.52	-6.06	-6.29

基本资料

总市值 (亿元)	112.56
总股本 (亿股)	1.52
流通股比例	97.41%
资产负债率	52.48%
大股东	韦利东
大股东持股比例	33.11%

相关报告

目录

目录	2
图表目录	3
1.专业、扎实的优质协同管理软件企业.....	4
1.1 十九年精耕细作，专注发展协同管理软件领域.....	4
1.2 公司实控人控制权较强，产品线覆盖各类规模企业.....	5
1.3 公司业绩稳健增长，持续加强研发投入.....	6
2.行业发展前景广阔，移动办公大势所趋.....	7
2.1 行业保持稳中向好发展态势，软件业收入持续两位数增长.....	7
2.2 行业集中度将持续提升，公司行业影响力及竞争优势显著.....	8
2.3 行业潜在市场需求巨大，云计算及人工智能助力产品服务升级.....	10
3 公司产品线定位明确，持续积累海量优质客户.....	12
3.1 满足不同类规模客户个性化需求，推出针对性的产品服务.....	12
3.2 紧跟时代需求，推出特色化移动办公产品.....	14
3.3 产品开放性和包容性强，持续积累优质客户.....	15
4、盈利预测及估值	18
5、风险提示	19

图表目录

图表 1. 公司发展大事记	4
图表 2. 公司部分荣誉资质	5
图表 3. 公司股权结构 (2019 年三季报)	6
图表 4. 公司覆盖各类规模组织客户	6
图表 5. 公司 2015-2018 营业收入及增速	6
图表 6. 公司 2015-2018 归母净利润及增速	6
图表 7. 研发投入金额及营收占比变化	7
图表 8. 公司 2015-2018 员工人数情况	7
图表 9. 公司 2018 年员工构成	7
图表 10. 我国 2018-2019 年软件行业收入增速及利润增速	8
图表 11. 我国软件业 2018-2019 年分领域收入占比	8
图表 12. 协同管理和移动办公软件市场主要参与厂商类型及特点	9
图表 13. 公司行业影响力概况	9
图表 14. 公司的全国性营销服务网络	10
图表 15. 行业客户部分产品功能需求及涉及行业	10
图表 16. 国内使用 SaaS 应用排行榜	11
图表 17. 公司 e-cology 产品核心功能模块	12
图表 18. 公司 e-office 产品功能组成	13
图表 19. OA-eteams 产品的部分产品功能	13
图表 20. 公司 e-mobile 移动办公平台总体特色	14
图表 21. 移动政务 e-nation 产品主要应用	14
图表 22. 公司产品技术创新具体体现在“七大引擎”	15
图表 23. 内外协同办公核心功能	15
图表 24. 公司合作集成厂商范例	16
图表 25. 公司核心的合作伙伴名录	16
图表 26. 公司全面覆盖多行业及客户	16
图表 27. 公司覆盖的客户范例	17
图表 28. 电子签章产品应用场景	17
图表 29. 分业务收入预测 (收入单位: 百万元)	18
图表 30. 可比公司估值情况	18

1.专业、扎实的优质协同管理软件企业

1.1 十九年精耕细作，专注发展协同管理软件领域

泛微网络成立于2001年，十九年以来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，是该行业的领先企业。公司坚持“慎细行以立基业，求超达方成浩志”的经营理念，实践“志达宇泛、见著于微”的做事风格，专注于“为客户提供适用的协同管理软件产品”这一从创立之初至今未变的企业目标，在产品的研发、销售以及对客户的服务方面都不断提升、加强自身的积累，从而保障其在行业内的地位以及竞争力。

图表1. 公司发展大事记

时间	大事记
2001	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微初创； ● 泛微协同软件1.0面世； ● 泛微OA得到了5家客户的选择；
2002	<ul style="list-style-type: none"> ● 获得上海优秀软件产品，并连续4年获此荣誉； ● 泛微协同OA软件2.0发布； ● 泛微OA得到30多家客户的选择；
2003	<ul style="list-style-type: none"> ● 通过ISO900认证； ● 获得上海火炬计划项目证书；
2004	<ul style="list-style-type: none"> ● 在北京、深圳、广州、成都成立泛微当地机构服务客户； ● 泛微协同OA软件3.0发布；
2005	<ul style="list-style-type: none"> ● 为浪潮、朝华提供协同软件OEM产品； ● 国内首家CMM3评估认证的OA厂商；
2006	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微协同管理研究院正式运营； ● 手机无线版本正式发布； ● 推出泛微协同办公系统标准版e-office；
2007	<ul style="list-style-type: none"> ● 全面进入规模建设阶段：全国20多家机构成立； ● 全国渠道体系走向成熟：全国100多家代理商形成；
2008	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微协同管理应用平台e-weaver正式发布； ● 泛微在全国成立了30多家本地化服务机构；
2009	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微全新产品线发布； ● 实现销售合同突破亿元大关； ● 泛微完成50多个当地服务机构的建设；
2010	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微发布SAP联合解决方案；
2011	<ul style="list-style-type: none"> ● 建成75家分支机构，本地化服务体系布局完成； ● E-Mobile正式发布； ● 泛微股份改制完成；
2012	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微与IBM联合发布智慧云办公方案； ● 建立了第86家分支机构向二三线城市布局； ● 协同管理研究院提出组织的生命力课题；
2013	<ul style="list-style-type: none"> ● eteams云办公平台发布； ● 2012福布斯中国潜力上市前十强； ● 泛微发布20大行业方案； ● 2011-2012国家重点软件企业；

时间	大事记
2014	<ul style="list-style-type: none"> ● 推出“移动化、云端化、社交化、平台化”的 e-cology8.0 产品线； ● 荣获国家五部委颁发“2013-2014 国家重点软件企业”； ● “未来·已来”——泛微移动办公体验会全国启动
2015	<ul style="list-style-type: none"> ● 大中型 OA 事业群(EBU) 和中小型 OA 事业群(SME)战略布局； ● 泛微“云桥”——第三方异构系统集成平台发布； ● 荣获“2015 年度中国协同管理领域领军企业奖”；
2016	<ul style="list-style-type: none"> ● 推出全新移动门户解决方案，开启全国巡回体验活动； ● 泛微“云商店”正式发布，推动“云端化”及“平台化”战略； ● 泛微 e-cology8.0 荣获“2016 年度中国 IT 行业最佳产品奖”；
2017	<ul style="list-style-type: none"> ● 2017 年 1 月 13 日在上交所正式上市，成为行业内首家主板上市公司（股票代码：603039）。 ● 泛微 OA 携手阿里云、携程、SAP 共同普及移动 OA 方案
2018	<ul style="list-style-type: none"> ● 新一代产品 e-cology9.0——全程电子化新 OA 系统 ● “智能化、平台化、全程电子化”的新 OA 发布
2019	<ul style="list-style-type: none"> ● “电子签章”时代已来，泛微加速推进全程电子化 ● 泛微 OA 推出工程数据管理平台：精准分析直击薄弱环节，全面提升管理

资料来源：公司官网、广证恒生

公司凭借扎实的积累、专业的技术，获得了众多客户及合作伙伴的认可，成为了 OA 行业内的优质领先企业，并且是该行业内唯一一家上交所主板上市公司。近 20 年来，公司每年都获得了许多资质荣誉，最新的，公司获得了“2019 上海民营服务业企业 100 强”、“2019 上海成长性企业 50 强”、“上海市守合同重信用企业”、“2019 上海软件核心竞争力企业”、“上海软件和信息技术服务业百强”、“2018 年度优秀移动办公 OA 软件厂商”等多项荣誉资质。

图表2. 公司部分荣誉资质

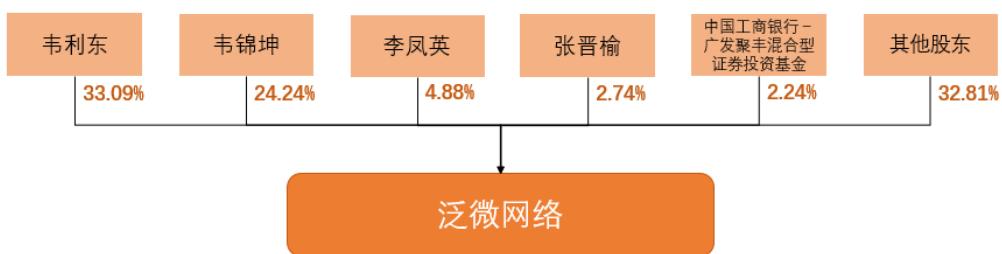


资料来源：公司官网、广证恒生

1.2 公司实控人控制权较强，产品线覆盖各类规模企业

公司的实际控制人为董事长韦利东先生，控制公司近 60% 的投票权。根据 2019 年三季报披露数据，韦利东先生持有公司 33.09% 的股权，公司的第二大股东韦锦坤先生持有公司 24.24% 的股权。韦锦坤先生与韦利东先生是父子关系，同时还签署了协议成为投票一致行动人，因此韦利东实际拥有公司 57.33% 的投票权，是公司的实际控制人。

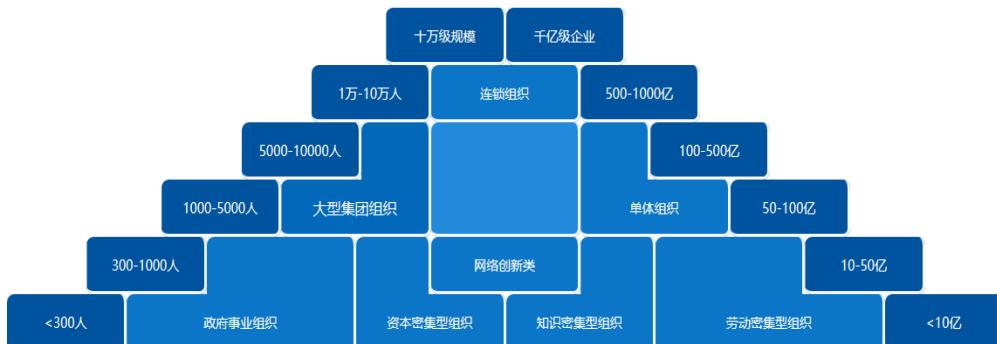
图表3. 公司股权结构 (2019年三季报)



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

公司以“智能化、平台化、全程电子化”为战略导向，形成以协同应用、云应用、集成应用、移动应用、电子签应用等融合发展的业务体系，产品线覆盖了大、中和小微型各类规模组织的客户。具体地，公司的产品全面服务于企业和各类组织的管理、业务和IT建设，致力于帮助企业构建全面协同的运营管控体系。公司具备覆盖各类规模组织的全系列协同管理和移动办公软件产品，总体可以分为三类：分别为e-ecology、e-office和eteams。

图表4. 公司覆盖各类规模组织客户



资料来源：公司官网、广证恒生

1.3 公司业绩稳健增长，持续加强研发投入

近几年，随着公司产品的不断研发升级以及销售服务能力的有效提升，公司的营业收入和归母净利润均实现了稳步增长。其中，2015到2018年的营业收入复合增长率约为46.86%，归母净利润的复合增长率约为31.46%。2018年公司实现营业收入10.04亿元，较去年同期增长42.51%；实现归母净利润1.14亿元，较去年同期增长31.64%；2019年前三季度公司营业收入增速为26.11%，归母净利润增速为20.91%，虽整体有所放缓，但仍然保持稳健增长态势。

图表5. 公司2015-2018营业收入及增速



资料来源：Wind、广证恒生

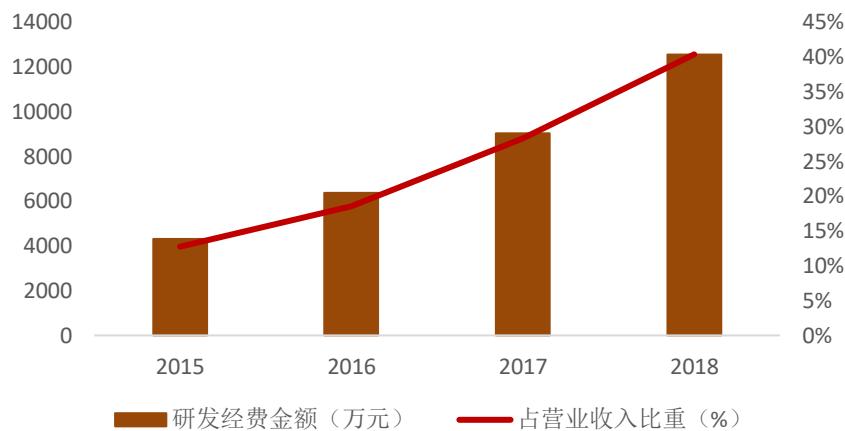
图表6. 公司2015-2018归母净利润及增速



资料来源：Wind、广证恒生

对产品进行持续的研发升级是软件类企业保障公司核心竞争力的重要手段。公司近几年持续加大研发投入的金额，提升产品的质量，创新升级新的产品模式，从而及时的满足了市场上不断变化的、个性化的产品需求。持续加大的研发投入保障了公司产品的核心竞争力以及公司在行业内的领先地位。

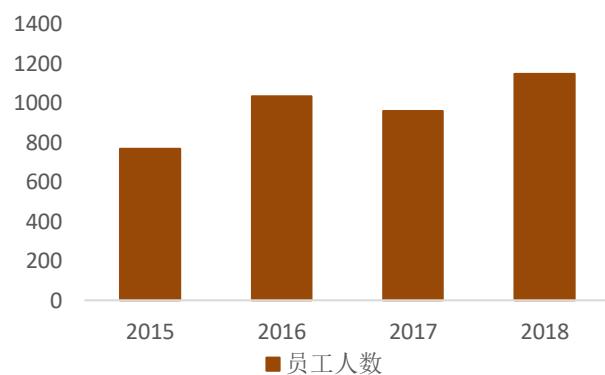
图表7. 研发投入金额及营收占比变化



资料来源：公司公告、广证恒生

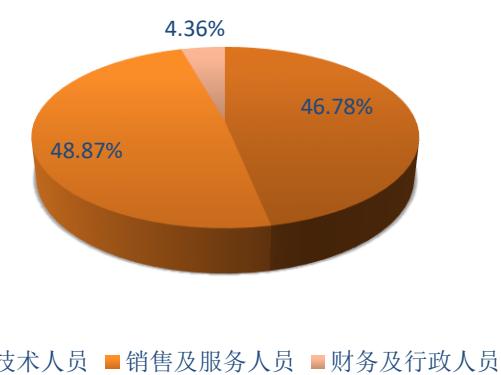
截止2018年底公司共有1148名员工，较2017年增长了19%。其中，销售及服务人员和研发人员是公司员工的主要构成和核心竞争力，分别为561和537人，共占比约96%。

图表8. 公司2015-2018员工人数情况



资料来源：公司公告、广证恒生

图表9. 公司2018年员工构成



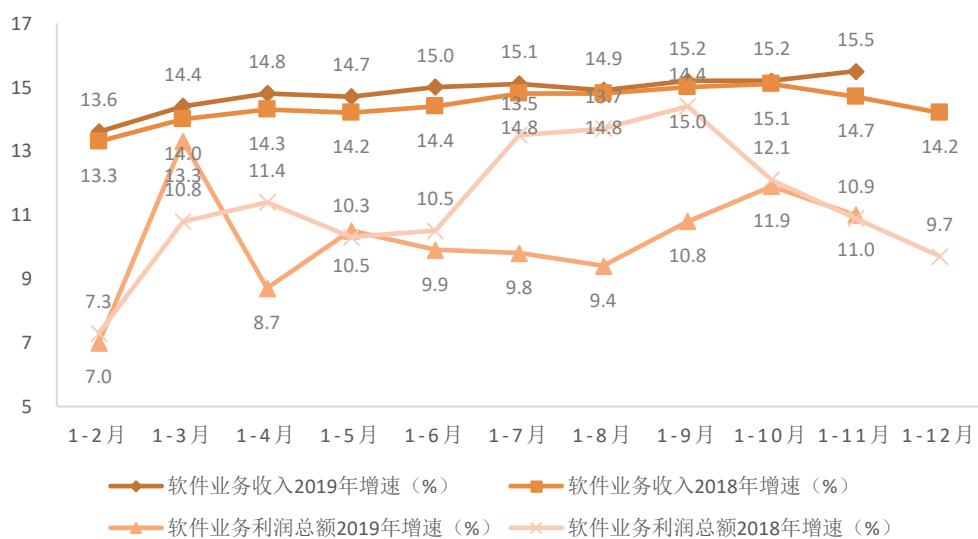
资料来源：公司公告、广证恒生

2. 行业发展前景广阔，移动办公大势所趋

2.1 行业保持稳中向好发展态势，软件业收入持续两位数增长

长期以来，我国一直大力推进信息化建设、优化产业内部结构，从而促使了中心城市软件业保持领先增长态势，推动了软件行业的稳健发展。2019年，我国软件业的盈利状况持续良好，收入维持两位数的增长。根据国家工信部《2019年1-11月全国软件业经济运行快报》统计的具体数据显示，截止2019年11月国内软件业实现收入6.5万亿元，同比增长15.5%，增速同比提高0.8个百分点，较1-10月提高0.3个百分点；全行业实现利润总额8260亿元，同比增长11.0%，增速同比提高0.1个百分点，较1-10月回落0.9个百分点。根据最新快报数据信息，2019年全国软件和信息技术服务业规模以上企业超4万家，累计完成软件业务收入7.18万亿元，同比增长15.4%。2019年软件和信息技术服务业实现利润总额9362亿元，同比增长9.9%；人均实现业务收入106.6万元，同比增长8.7%。

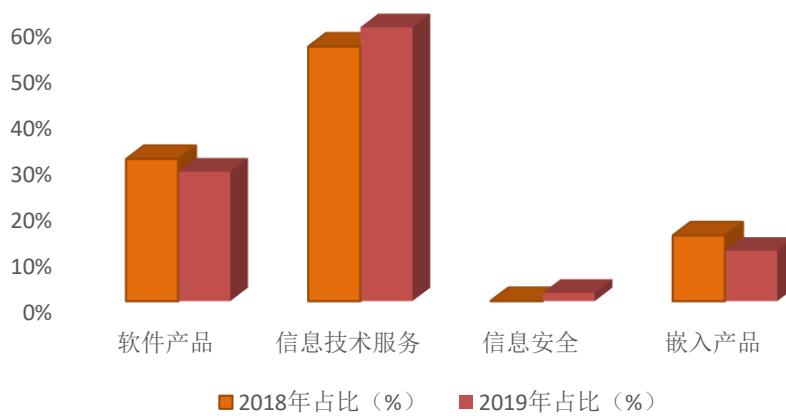
图表10. 我国 2018-2019 年软件行业收入增速及利润增速



资料来源：工信部官网、广证恒生

分领域看，信息服务技术和信息安全领域的收入比重有所提升。2019年我国软件产品实现收入2.01万亿元，同比增长12.5%，占全行业收入比重为28.0%。其中，工业软件产品实现收入1720亿元，增长14.6%，为支撑工业领域的自主可控发展发挥重要作用；信息技术服务实现收入4.26万亿元，同比增长18.4%，增速高出全行业平均水平3个百分点，占全行业收入比重为59.3%。其中，电子商务平台技术服务收入7905亿元，同比增长28.1%；云服务、大数据服务共实现收入3460亿元，同比增长17.6%；信息安全产品和服务实现收入1308亿元，同比增长12.4%；嵌入式系统软件实现收入7820亿元，同比增长7.8%，占全行业收入比重为10.9%。

图表11. 我国软件业 2018-2019 年分领域收入占比



资料来源：工信部官网、广证恒生

2.2 行业集中度将持续提升，公司行业影响力及竞争优势显著

行业未来集中度将进一步提升，具备竞争优势的企业将强者愈强。近几年，协同管理和移动办公软件市场发展较快，但市场集中度仍然处于较低水平，从事该领域业务的厂商较多，且大多数规模不大，行业整体竞争格局较为分散。目前，协同管理和移动办公软件市场已基本形成包括产品主导型厂商、项目定制型厂商以及 SaaS 服务型厂商在内的竞争格局。随着竞争日趋激烈，少数全国性厂商凭借产品研发、品牌建设、运营体系构建等方面的优势取得了一定的领先地位，未来将进一步提高市场占有率，扩大领先优势，而区域性小型厂商将在竞争中将逐渐被淘汰，行业整体市场集中度将持续提升。

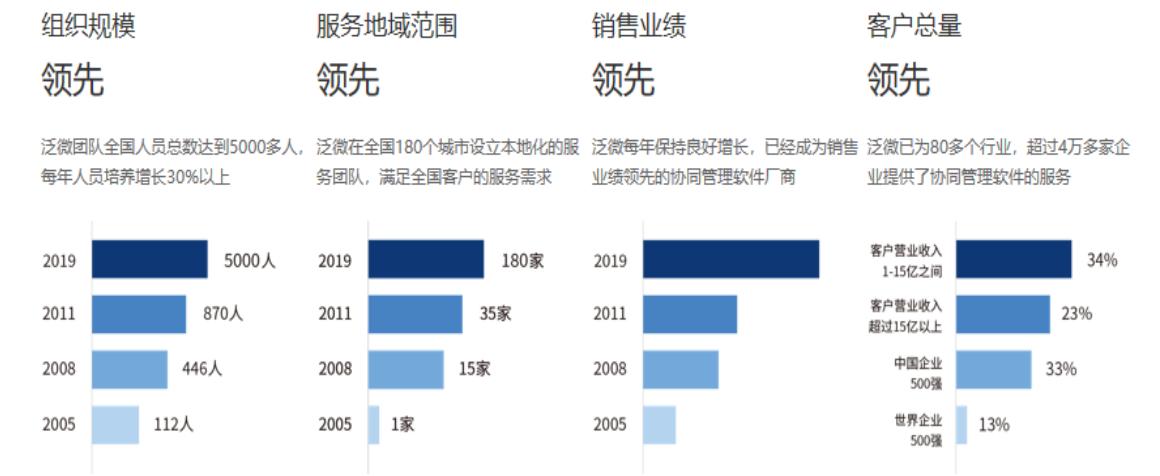
图表12. 协同管理和移动办公软件市场主要参与厂商类型及特点

厂商类型	特点
产品主导型厂商	1、少数规模较大的领导厂商，综合实力强； 2、以标准化、通用化的成熟软件产品实施服务交付为主，规模化程度很高； 3、跨区域经营，覆盖范围很广，具有较完善的全国性服务网络，业务快速扩张。
项目定制型厂商	1、以项目定制化开发为主，单个项目收费较高，规模化程度低； 2、早期很多小厂商基于中间件平台进行定制化开发，系统拓展性和移植性能受限。
SAAS 服务型厂商	1、通过 SAAS 方式提供标准化轻量级的应用，用户的一次性投入较低，同时降低了用户的应用门槛，用户能够快速上线，因此市场推广速度快，业务增长速度也较快； 2、标准系统对于用户复杂的深度应用需求处理能力相对较弱； 3、由于收费较低，目前阶段厂商收入水平和盈利能力相对较低。

资料来源：公司公告、广证恒生

公司行业影响力显著，有望不断提升市场占有率。随着市场竞争的日趋激烈，市场开始向一些全国性知名厂商聚集。由于用户的协同管理需求日益复杂，对厂商的技术水平、产品质量、综合服务能力要求越来越高，客户不仅考核协同管理厂商的品牌信誉和服务能力，而且看重其行业成功经验。因此，一些规模小、竞争力较弱的厂商将面临被市场淘汰的风险。而少数全国性知名厂商凭借长期的市场开拓、持续的研发投入和大量案例实施经验的积累，其未来市场份额将进一步拓宽，协同管理和移动办公软件行业将逐步呈现集中化趋势。

图表13. 公司行业影响力概况



资料来源：公司官网、广证恒生

完善的多层次分布式运营体系是公司拓展客户、销售产品过程中的核心竞争力。基于协同管理和移动办公软件行业用户需求多元化的特性，以及行业整体服务化的发展趋势，协同管理和移动办公软件厂商需要在售前、售中、售后各个环节直接接触最终用户，具备快速响应并提供现场服务的能力。因此，运营体系的覆盖广度和本地化程度，成为协同管理和移动办公软件厂商的重要竞争力。

公司通过“区域授权业务模式”这一特色的经营管理模式，构建了多层次分布式运营体系，快速的扩张了营销服务网点，是公司的核心竞争力之一。区域授权业务模式通过本地化的服务团队，能够为客户提供高效及时的技术服务，满足客户多样化的需求，增强了客户的满意度和忠诚度。同时，本地化的服务团队还避免了咨询和技术人员长期出差的情况，降低了公司的费用支出，分担了总部及区域服务中心的工作，可以让总部专注于技术研发和产品创新，大大提高了公司的人均产值。此外，获得授权的业务运营中心还可以完成新客户的开拓，提升公司的市场占有率。经过多年的发展和持续的渠道建设，公司已经成功建立了多层次分布式营销服务体系，在全国范围覆盖180多个城市区域，客户遍布全国各省市。

图表14. 公司的全国性营销服务网络

180多个

180多个泛微区域运营机构为提供客户便捷的本地化服务



资料来源：公司官网、广证恒生

公司进一步完善各市场区域的多层次营销服务体系，强化客户服务水平。最新的，针对面向中大型组织系统移动办公 OA 应用的 e-cology 产品，目前全国九大区域已建立超过 300 个服务团队提供本地化的服务，巩固及提升覆盖全国所有省区的 2 小时服务圈；针对面向中小型组织标准化移动办公 OA 应用的 e-office 产品，重点在一线城市发展合作伙伴和事业合伙人，成立按区域负责产品支持、销售支持的专职团队；针对基于 SAAS 云架构的移动办公云 OA-eteams 产品，重点招募线上销售和区域销售团队，打造强有力的营销网络体系。

2.3 行业潜在市场需求巨大，云计算及人工智能助力产品服务升级

行业潜在市场需求不断增加，客户遍布各行各业。由于协同管理需求源于组织管理的内在要求，只要有企业、事业、政府机构等社会性组织的存在，就需要对资源进行有序协调，建立实时、动态、开放的协同运营体系，因此，协同管理和移动办公软件几乎可以应用于所有行业领域。另外，不同类型及规模的组织对协同管理和移动办公软件有着不同的需求，组织通过信息化建设来提高管理效率和规范化程度逐步成为提升组织核心竞争力的重要途径。因此，随着各类组织的个性化深度需求不断凸显、协同管理和移动办公软件功能的专业化程度提高，以及国内信息化建设不断推进，协同管理的需求被逐步激发，市场容量将不断增加。

图表15. 行业客户部分产品功能需求及涉及行业

衣		食		住		行			
能源石化	日用生化	政府	轻工电器	装备制造业	建筑装饰	化工行业	园区物业	交通	基金、投资
文体娱乐	影视媒体	多元化集团	医疗卫生	银行保险	烟酒糖	制药与药品流通	物资贸易		
物流运输	商务服务	电子信息	培训	教育	节能环保	餐饮酒店旅游	零售百货		
科研院所	服装纺织	农林牧渔	生鲜食品	电力通信	IT软件	互联网	纸品包装	冶金矿业	传媒行业



资料来源：公司官网、广证恒生

移动应用成为协同管理软件未来发展的必然趋势，基于 SaaS 的云化产品是未来重要发展方向。随着移动互联网时代的到来，移动应用成为协同管理软件未来发展的必然趋势。特别的，以 SaaS 云计算和移动应用为代表的新模式，注重按照用户需求动态提供计算资源、存储资源、数据资源、软件应用等服务，逐步成为软件服务的主要模式。以 SaaS 云计算模式提供的协同管理和移动办公软件将会有效降低组织的运营成本、提高组织的工作效率。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，客户可以以相对低廉的“月费或年费”方式在线使用协同管理和移动办公软件服务，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。因此，基于 SaaS 云计算模式的产品和服务将是未来管理软件的重要发展方向。此外，随着语音识别、指令交互、搜索引擎、深度学习等人工智能基础技术逐步成熟完善，协同管理及移动办公软件领域也将同时向智能化应用方向逐步发展过度。

图表16. 国内使用 SaaS 应用排行榜

国内使用SaaS应用排行榜 (TOP10)			
	2017年	2018年	2019年
NO.1	HR	协同OA	协同OA
NO.2	协同OA	CRM/SCRM	云客服
NO.3	云存储	云存储	DSP
NO.4	CRM/SCRM	微信营销	HR
NO.5	云代账	HR	云存储
NO.6	云客服	云客服	BI (商业智能)
NO.7	知识管理	MICE	DMP
NO.8	ERP	DSP	CRM/SCRM
NO.9	BI (商业智能)	DMP	微信营销
NO.10	电子合同/电子签名	BI (商业智能)	TMS (运输管理)

资料来源：T 数据、广证恒生

3 公司产品线定位明确，持续积累海量优质客户

3.1 满足不同类规模客户个性化需求，推出针对性的产品服务

公司推出了 e-cology、e-office 和 eteams 三大类产品针对性覆盖不同规模类的企业客户。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，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持续研发 SaaS 应用模式的产品 eteams，满足企业客户的协同云办公管理需求。

公司的 e-cology 产品是当前公司的核心产品，具备模块化、通用性强的优点。e-cology 主要面向广泛的大中型客户群体，强调产品的通用性和模块化，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、快速响应组织结构和业务流程的动态变化调整。

图表17. 公司 e-cology 产品核心功能模块



资料来源：招股说明书、广证恒生

公司的 e-office 产品具备高度产品化的特征，具备性价比高、简单易用的产品优点。具体的，e-office 产品主要包括知识类管理、流程协助类管理、行政类管理等三大类数十个功能模块，帮助组织在较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 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，通过基础的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。

图表18. 公司 e-office 产品功能组成



资料来源：公司官网、广证恒生

公司的移动办公云 OA-eteams 产品，是基于 SaaS 基础上一款易用性很强的轻量级产品。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一体化移动办公云平台。从界面的简洁清新设计，操作的极致体验，到支持 PC、移动、OpenAPI、第三方应用等多端口对接同步，eteams 可谓是一款满足企业所有基本办公应用需求、实现不同行业深度诉求的、易用性很强的 SaaS 企业级应用平台。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。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、自定义模块等。此产品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。

图表19. OA-eteams 产品的部分产品功能

汇报	CRM	审批	HRM	更多
· 目标管理	· 市场活动	· 审批流程	· 绩效考核	· 统计报表
· 工作日报	· 客户	数据协作	· 人事档案	· 消息引擎
· 计划报告	· 商机		· 出勤	· 通知公告
协作	· 线索	· 业务表单	· 工资单	· 团队分享
· 项目管理	· 合同	自定义	个性化应用	· 企业微信
· 任务协作	· 产品			· 微信服务号
· 日程安排	· 竞争对手	CRM统计	个性化应用	· 邮件
· 知识文档	· CRM统计			· 短信
· 电子签	· 订单	· 价格	个性化应用	· 会议室管理
	· 价格			

资料来源：公司官网、广证恒生

3.2 紧跟时代需求，推出特色化移动办公产品

公司紧随移动互联的时代大趋势，推出了 e-mobile 移动办公产品。移动办公能够让用户快速、及时的接受组织信息、了解业务情况，提高各项业务的工作效率。e-mobile 遵循以客户为中心，以企业中的事务为导向的出发点，帮助企业构建以员工为核心的移动统一办公平台。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；同时 e-mobile 可帮助企业实现面向不同用户量身定制的移动办公入口，包括企业员工、供应商、代理商、合作伙伴、投资方以及终端客户等整个供应链条上的关系主体，满足为企业全方位的移动办公需求；此外，e-mobile 还可以为企业提供成熟 APP 应用库，各应用组件之间通过信息调用实现高效协同，实现移动应用前台统一展现操作，后台多个系统支持，用户无需切换登陆，即可在移动终端实现 跨平台、跨系统的统一操作。移动办公平台技术特点具备六大技术特点，分别是：Hybrid 模式（兼具跨平台开发与用户体验优势）、移动建模工具（支撑设计、配置、开发、管理完整过程）、接口与连接适配器（帮助处理外部系统集成）、Runtime-Engine（运行时引擎负责实现插件模式与基础架构）、原生组件（e-mobile 与微信 JS-SDK 提供原生组件）和安全加密（加密交互为移动应用提供安全保障）。

图表20. 公司 e-mobile 移动办公平台总体特色

 <p>简单 只要会用手机就能够轻松操作e-Mobile，完美支持触摸、无级缩放、原笔迹保留、语音审批等操作。</p>	 <p>自适应 不同终端不同界面展示，支持iPhone、iPad、Android、Windows Mobile等多种智能终端。</p>	 <p>成熟 建立企业云应用平台，面向不同行业、不同领域、不同用户提供丰富的移动应用，开箱即用，帮助企业快速实现各类常见移动端应用需求。</p>
 <p>集成 让所有应用在一台手机上展现，让用户可以充分利用会议、出差、在家等自由时间处理工作事宜。</p>	 <p>安全 https协议传输、动态密码、唯一身份认证等多重安全保障，做到终端安全、传输安全、应用安全。</p>	 <p>平台 无代码实现从应用开发、后端集成、安全控制到运营管理的全生命周期解决方案，平台插件化设计理念，复用、共享、解决升级困扰。</p>
 <p>性能 采用大数据量运算支撑的架构设计，遵循REST标准，能够支撑大数据量的访问和运算。</p>	 <p>极简开发 内置独特的移动开发引擎，无需开发人员，只需按照业务逻辑简单配置，即可轻松实现。</p>	 <p>一次开发、多平台部署 基于业界领先的混合模式移动引擎，一次开发，多平台适配，支持企业自主插件式扩展。</p>

资料来源：公司官网、广证恒生

公司针对政府行业推出了一体化移动政务办公平台 e-nation 产品。移动政务 e-nation 产品融合了公司十九年政务办公经验、4000 多家政务案例，覆盖政府办及发改委等 47 条业务线，为政务群体量身打造的一体化移动办公平台，实现在一个平台上一网通办，让政务“融慧贯通”。政务办公具备智能化、平台化、全程电子化和内外协同社交化等技术特性。具体的，智能化可以实现智能填写、流程自动审批、语音工作交办、智能办理提醒、智能语音查询、智能会议预定等功能；平台化包含七大引擎（移动引擎、门户引擎、内容引擎、建模引擎、权限引擎、建模引擎、集成中心）、300+功能组件，可以实现 PC 与移动一体化平台，快速构建丰富应用；全程电子化能够帮助组织解决各类用印需求，提升组织的用章效率和合规合法性，企业或者市民可以远程办理相关事项，实现政务服务完全电子化；内外协同社交化可以将组织的业务应用直接联通到社会用户，快速信息采集与收发，如：精准扶贫、移动证明签发、应急事件报送、市长直通车等。

图表21. 移动政务 e-nation 产品主要应用

 <p>个人办公 智能地把有价值的、我已办的、跟我的、关注的会议、日程...</p>	 <p>信息门户 信息门户的核心在于分类化信息推送，是应用信息整合平台</p>	 <p>公文管理 最大程度地提高撰写、拟办、转办、办理、交办...</p>	 <p>信息采编 智能化、网络化的信息采编系统包含采、编、审、发全部流程...</p>	 <p>会议管理 系统化的开闭会务管理，会前：会议申请、会议室预约...</p>	 <p>流程审批 包含了请假的流程、如会、抄送、转办、加班、会签等传统的方式</p>
 <p>督查督办 对重点工作的工作目标、结果、责任、时效等进行跟踪下适当督办</p>	 <p>效能管理 效能管理系统贯穿于泛微e-nation全系统</p>	 <p>建议提案 实现建议的提交、交办、承办、审核、答复、督办、答复...</p>	 <p>党建管理 全系统采用“互联网+”模式，从传统的文件向科学党建的方式转变</p>	 <p>知识文档 知识文档管理系统可对文件的存放、阅读和查找进行有效的组织与控制</p>	 <p>综合事务 综合事务平台囊括党委、政府、机关单位、事业单位的常用功能...</p>

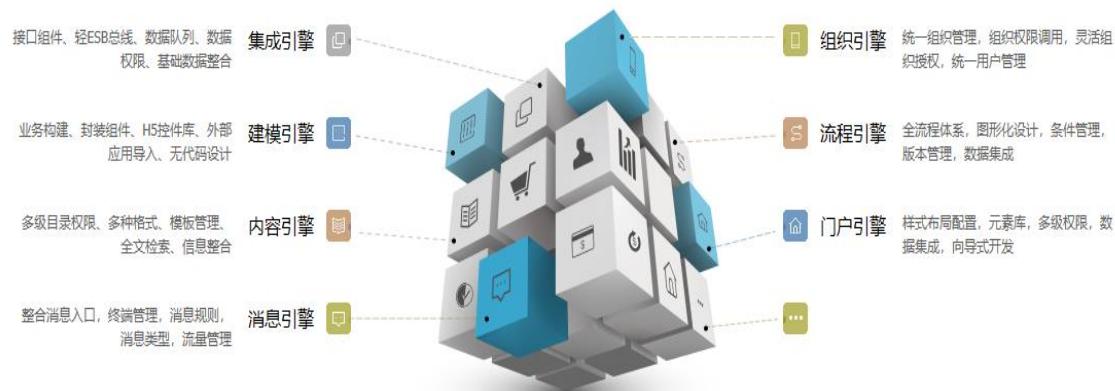
资料来源：公司官网、广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

公司均充分应用了其“七大引擎”技术研发，保障产品在业内具备竞争优势。公司通过“七大引擎”（流程引擎、内容引擎、门户引擎、组织引擎、消息引擎、建模引擎和集成引擎）的持续研发、应用和迭代，实现产品技术的创新。协同管理和理和移动办公软件行业对技术水平的要求主要强调软件产品的易用性、模块化、灵活性、稳定性、开放性、安全性和兼容性。此外，公司协同管理和移动办公软件产品全面采用元素组件化设计方式，各子系统设计开发高度模块化，根据用户需求对功能模块进行自由组合、即插即用，并能够在需求变化和扩张时快速低成本地添加新的模块功能，从而有效提高了产品的易用性、灵活性和可维护性，同时全面响应客户组织架构、流程体系的变化，以及集团公司、异地办公的分布式部署需求。

图表22. 公司产品技术创新具体体现在“七大引擎”



资料来源：公司官网、广证恒生

3.3 产品开放性和包容性强，持续积累优质客户

公司产品具备很强的开放性和包容性，推出了与微信协同的 e-wechat 微信办公 OA 产品。e-wechat 是企业微信与泛微内外协同的新一代移动办公产品，能够根据行业特点及企业的实际需求，提供有针对性的移动应用及行业解决方案与消息互通，打通企业内外组织边界，让 OA 具有连接微信生态的能力。具体的，该产品可以实现企业号、服务号、订阅号和小程序等全方面的打通。

图表23. 内外协同办公核心功能



资料来源：公司官网、广证恒生

此外，公司与微信、ERP 厂商等也均实现了良好的集成。公司的集成平台可以让 ERP 等业务管理软件与 OA 无缝集成，让用户在 OA 中完成所有事项处理和信息数据查阅。其中，公司与 SAP2007 年便达成了合作意向，2010 年正式结盟，在公司最新产品 E9 平台上与 SAP 产品形成集成套件。除产品、客户案例协同外，双方在营销方面也有所合作。

图表24. 公司合作集成厂商范例



资料来源：公司官网、广证恒生

此外，公司持续构建包括各行业最终客户、高校联盟、通信厂商、硬件厂商、系统集成商、行业软件厂商、培训机构、管理咨询机构等众多市场参与者在内的战略联盟，进一步实现市场的开拓和推广。

图表25. 公司核心的合作伙伴名录



资料来源：公司官网、广证恒生

目前，公司的产品业务已经覆盖了 87 个细分行业，与 40000 多家客户达成合作，积累了丰富的优质客户资源。公司在多个行业中形成了自己的代表客户，在 1000 多个应用场景中都有丰富的客户案例，为公司在行业内树立了良好的品牌形象，也有利于公司未来的持续发展和市场份额的进一步提升。

图表26. 公司全面覆盖多行业及客户



资料来源：公司官网、广证恒生

公司持续积累优质客户，拥有广泛的客户实践积淀。公司积累了大量优质客户，包括33+的世界五百强客户、超过160+的中国500强客户，230+的信息化500强客户以及1000+的上市公司客户。公司的产品解决方案覆盖87个细分行业、20种企业类型、180多家服务网点覆盖全国各省市区域，拥有广泛的客户实践积淀。

图表27. 公司覆盖的客户范例

世界500强客户 Fortune Global 500	中国500强客户 FORTUNE CHINA 500	信息化500强客户 CHINA INFORMATIONIZATION 500	上市客户 PUBLIC COMPANIES
33+	160+	230+	1000+
 	 	 	 
 	 	 	 
 	 	 	 
 	 	 	 

资料来源：公司官网、广证恒生

公司举办了多个产品活动会，进一步提升客户粘性，扩大市场影响力。公司依托全面覆盖的多层次分布式运营体系，及全面整合产业链上下游的战略联盟，通过产品体验会、产品推广会、老客户交流会、CIO俱乐部等多种推广方式，精准面向目标客户群，进行全方位品牌营销，积极扩大市场影响力。最新的，公司新一代移动办公平台·E9 体验大会在全国召开 60 余场。同时，公司联合上海 CA、契约锁举办的“电子签章—助力业务全程电子化”体验大会于上海顺利举行，全面加速组织全程电子化办公进程。外部联盟方面，公司与全国各地 CIO 协会、信息化联盟组织展开合作，积极拓展外部活动。

公司通过专业的电子签约及印章管理平台，助力客户的业务全程电子化。公司深耕电子签章领域多年、经历众多客户的产品打磨，契约锁能够为客户提供便捷、安全、有效的电子化签约产品和服务，具体包括身份认证服务、数字证书服务、电子签名服务、文件加密服务、时间戳服务、存证服务等。同时“电子章+实体章”的一体化管理可以实现兼顾电子化签约和传统纸质签约的混合使用，契约锁支持实体印章、电子印章、数字签名、数据存证等所有类型印章的授权与管控，且其所有软件均按照银行安全级别进行设计开发，所有硬件均经过国家相关安全机构检测，具有与纸质签署同等法律效力。

图表28. 电子签章产品应用场景



资料来源：公司官网、广证恒生

4、盈利预测及估值

关键假设：

- 1、移动办公及云化产品的行业需求持续增强；
- 2、公司持续研发创新，产品在行业内保持竞争优势；
- 3、公司与各生态联盟伙伴及积累的客户可以保持长期良好的合作关系。

核心产品营业收入拆分及预测：

软件产品：该业务是公司核心组成，包括 e-cology 等各类产品销售后的直接收入，考虑到公司大力推广新一代 e-cology9.0 产品及移动办公及云办公行业红利对 e-mobile 及 e-steams 等产品的催化，预计 2019-2021 年软件产品收入增速分别为 28%、27% 和 26%；

技术服务：该业务是公司的传统业务之一，主要包括后续为客户提供维护、升级等服务带来的收入，考虑到公司积累的客户持续增加，预计 2019-2021 年技术服务收入增速分别为 40%、38% 和 37%；

第三方产品：该业务主要为根据客户需求通过代采购等方式提供的第三方产品，绝对金额较小对公司整体影响有限，预计 2019-2021 年第三方产品收入增速分别为 30%、28% 和 26%；

图表29. 分业务收入预测 (收入单位：百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,003.60	1,326.37	1,737.80	2,262.82
增速	42.51%	32.16%	31.02%	30.21%
毛利率	95.80%	95.79%	95.82%	95.86%
软件产品	637.62	816.16	1,036.52	1,306.02
增速	32.69%	28.00%	27.00%	26.00%
技术服务	344.39	482.14	665.36	911.54
增速	63.12%	40.00%	38.00%	37.00%
第三方产品	21.59	28.06	35.92	45.26
增速	40.33%	30.00%	28.00%	26.00%

资料来源：iFind、广证恒生

预计 19-21 年营收分别为 13.26、17.38 和 22.63 亿元，归母净利润分别为 1.45、1.82 和 2.25 亿元，对应 EPS（最新摊薄）分别为 0.95、1.20 和 1.48 元，对应 PE 分别为 77.82、62.01 和 50.07 倍，对比可比公司估值及公司当前估值，给予 20 年 75 倍 PE，对应 6 个月目标价 77.60 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表30. 可比公司估值情况

股票代码	股票简称	最新股价	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
688369.SH	致远互联	68.88	1.60	1.43	1.75	46.27	48.11	39.26
688111.SH	金山办公	210.2	1.09	1.46	2.14	187.47	143.83	98.11
600588.SH	用友网络	41.55	0.37	0.44	0.56	112.28	95.52	74.13
平均			/	/	/	/	95.82	/
603039.SH	泛微网络	74.23	0.95	1.20	1.48	77.82	62.01	50.07

资料来源：Wind 一致预期 (20200316)、广证恒生

5、风险提示

- 行业竞争加剧；
- 产品创新及研发进度不及预期；
- 宏观环境影响下行业整体需求不及预期。

附录：公司财务预测表

资产负债表				利润表					
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	796.18	1029.78	1355.34	1753.52	营业收入	1003.60	1326.37	1737.80	2262.82
应收票据及账款	79.81	94.41	123.70	161.07	营业成本	42.19	55.79	72.61	93.68
预付账款	260.90	347.51	455.30	592.86	营业税金及附加	6.80	10.88	14.26	18.56
其他应收款	14.37	14.86	19.47	25.36	销售费用	718.44	931.11	1216.46	1579.45
存货	13.29	18.74	24.39	31.46	管理费用	84.36	107.44	139.02	181.03
其他流动资产	63.05	153.85	201.57	262.47	研发费用	125.47	164.47	212.01	273.80
流动资产总计	1227.60	1659.15	2179.78	2826.74	财务费用	-23.33	-25.11	-32.80	-42.75
长期股权投资	189.20	199.86	212.12	226.22	其他经营损益	-19.40	-5.00	-3.00	-3.00
固定资产	131.75	111.12	90.49	69.85	投资收益	9.27	10.66	12.26	14.10
在建工程	0.07	0.06	0.05	0.04	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	6.13	5.11	4.09	3.07	营业利润	39.55	87.45	125.49	170.14
长期待摊费用	7.52	3.76	0.00	0.00	其他非经营损益	74.85	61.47	61.47	61.47
其他非流动资产	45.36	45.36	45.36	45.36	利润总额	114.40	148.92	186.96	231.61
非流动资产合计	380.04	365.27	352.10	344.53	所得税	6.21	8.16	10.31	12.83
资产总计	1607.64	2024.42	2531.88	3171.27	净利润	108.19	140.76	176.66	218.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-6.30	-3.88	-4.87	-6.04
应付票据及账款	172.33	196.42	255.64	329.84	归属母公司股东净利	114.49	144.65	181.53	224.82
其他流动负债	687.58	959.14	1255.35	1632.27	EBITDA	104.20	149.24	179.60	210.54
流动负债合计	859.91	1155.55	1510.99	1962.11	NOPLAT	15.34	59.29	87.95	120.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	0.75	0.95	1.20	1.48
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	859.91	1155.55	1510.99	1962.11	成长能力				
股本	102.52	102.52	102.52	102.52	营收增长率	42.51%	32.16%	31.02%	30.21%
资本公积	195.54	195.54	195.54	195.54	EBIT增长率	0.73%	35.96%	24.52%	22.51%
留存收益	426.03	551.05	707.95	902.25	EBITDA增长率	3.57%	43.22%	20.34%	17.23%
归属母公司权益	724.09	849.11	1006.01	1200.31	净利润增长率	25.92%	30.11%	25.50%	23.84%
少数股东权益	23.64	19.76	14.88	8.85	盈利能力				
股东权益合计	747.73	868.87	1020.89	1209.16	毛利率	95.80%	95.79%	95.82%	95.86%
负债和股东权益合计	1607.64	2024.42	2531.88	3171.27	净利率	10.78%	10.61%	10.17%	9.67%
现金流量表					ROE	15.81%	17.04%	18.04%	18.73%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROA	7.12%	7.15%	7.17%	7.09%
税后经营利润	99.01	72.26	106.55	146.84	ROIC	-32.53%	171.11%	-193.17%	-67.84%
折旧与摊销	13.13	25.43	25.43	21.67	估值倍数				
财务费用	-23.33	-25.11	-32.80	-42.75	P/E	98.32	77.82	62.01	50.07
其他经营资金	110.93	97.69	160.37	202.34	P/S	11.22	8.49	6.48	4.97
经营性现金净流量	199.75	170.27	259.56	328.10	P/B	15.55	13.26	11.19	9.38
投资性现金净流量	-489.29	57.84	57.84	57.84	股息率	0.14%	0.17%	0.22%	0.27%
筹资性现金净流量	-10.39	5.48	8.16	12.24	EV/EBIT	75.99	54.24	41.68	32.16
现金流量净额	-299.93	233.59	325.56	398.18	EV/EBITDA	66.41	45.00	35.78	28.85
					EV/NOPLAT	451.09	113.25	73.06	50.32

数据来源：同花顺 iFind，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（中信证券华南股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。