



Research and
Development Center

“产品+技术+生态+营销”四位一体， 赢协同管理云时代先机

— 致远互联（688369.SH）深度报告

鲁立 计算机行业分析师
执业编号：S1500520030003
邮箱：luli@cindasc.com

罗云扬 计算机行业分析师
执业编号：S1500521010001
邮箱：luoyunyang@cindasc.com

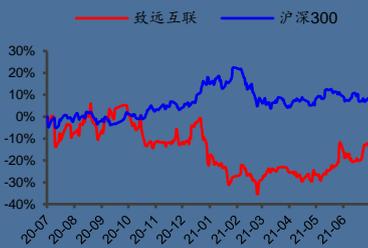
证券研究报告

公司研究

深度报告

致远互联 (688369. SH)

投资评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	66.99
52周内股价	49.55-89.16
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	1.50
总股本(亿股)	0.77
流通A股比例(%)	75.82
总市值(亿元)	51.58

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

“产品+技术+生态+营销”四位一体，赢协同管理云时代先机

2021年07月15日

本期内容提要：

◆国内协同管理软件龙头，产品“三横三纵”布局，构筑长期竞争优势。公司是国内协同管理软件龙头厂商，同泛微网络形成两强格局。产品形成横向“产品化-平台化-云化”发展，纵向“中小企业+大中型及集团企业+政府及事业单位”全面覆盖的“三横三纵”战略布局，不断创新的产品形态和差异化市场覆盖构筑公司长期竞争优势。2020年实施股权激励计划，彰显管理层对未来业绩的良好预期。

◆信创、数字化、SaaS云化驱动行业可持续增长，行业集中度有望进一步提升。2021年政府、事业单位信创渗透率有望加速提升，并逐步向行业延伸。伴随国产替代服务器、台式机、基础软件放量，适配的协同管理软件需求有望进一步释放，2021年我国信创市场规模有望达到约140亿元。SaaS在产品标准化及商业模式上重塑协同管理软件，伴随产业数字化，带来行业中长期增长动力。龙头厂商在品牌力、产品力、营销力及客户积累上优势明显，行业集中度有望进一步提升。

◆“产品+技术+生态+营销”四位一体，赢云时代发展先机。公司产品逐步向“产品化+平台化+云化+生态化”发展。产品化、平台化持续提升产品交付效率及客户黏性，产品毛利率有望进一步提升；云化战略紧跟行业发展趋势，提升公司持续盈利能力；平台、云技术积累，打造公司“平台化”、“云化”战略坚实基础；超600家销售伙伴、100家专业服务伙伴和众多行业伙伴的生态建设持续赋能公司产品化战略；覆盖全国100多个城市、30多个细分行业的营销渠道及超3万家客户资源和成功案例积累将进一步构筑公司在云时代的可持续竞争优势。

◆首次覆盖，给予“买入”评级：我们认为，公司凭借“产品+技术+生态+营销”的四位一体竞争优势，有望充分分享协同管理软件行业增长红利。预计2021-2023年EPS分别为1.92/2.73/3.81，对应PE为34.9/24.5/17.6倍。

◆风险提示：1.政企、事业单位信创推进速度不及预期；2.行业整体发展速度不及预期；3.行业竞争加剧，公司协同管理软件业务拓展不及预期。

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	700	763	1,064	1,388	1,882
增长率 YoY %	21.06%	9.07%	39.36%	30.44%	35.60%
归属母公司净利润(百万元)	97	108	148	210	293
增长率 YoY%	33.56%	10.40%	37.18%	42.59%	39.27%
毛利率(%)	76.07%	77.06%	76.91%	76.89%	76.64%
ROE(%)	7.98%	8.21%	10.46%	13.54%	16.71%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.40	1.92	2.73	3.81
P/E	46.41	54.95	34.86	24.45	17.56
P/B	3.70	4.51	3.65	3.31	2.93

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2021年07月07日收盘价

目录

一、国内协同管理软件龙头厂商，业绩稳健增长	6
1.1 国内协同管理软件龙头，近 20 载深耕协同办公	6
1.2 专注办公协同管理软件及云服务，业绩稳健增长	7
1.3 股权激励实施，注入公司持续增长新动能	9
二、信创、数字化及 SaaS 云化驱动行业持续增长	9
2.1 协同管理软件由文档和信息共享向全面协同管理演进	9
2.2 市场规模快速增长，细分领域玩家众多，行业集中度有望进一步提升	10
2.3 信创带来协同管理软件国产替代新增长点	14
2.4 产业数字化是驱动协同管理软件行业中长期增长的核心动力	16
2.5 SaaS 云化重塑协同管理软件，构筑行业全新增长动力	17
三、“产品+技术+生态+营销”四位一体，构筑公司长期竞争优势	19
3.1 与时俱进，产品向“产品化+平台化+云化+生态化”发展	19
3.2 核心技术打造“平台化+云化”战略坚实基础	22
3.3 生态建设打通产业链资源，赋能产品化战略	23
3.4 营销网络及客户基础构筑销售端竞争基石	24
四、盈利预测、估值与投资评级	25
盈利预测及假设	25
估值与投资评级	26
风险因素	27

表目录

表 1: 2020 年限制性股票激励计划主要信息	9
表 2: 协同管理软件行业主流厂商类型对比	12
表 3: 国内协同管理软件行业主流厂商对比	13
表 4: 协同办公信创市场规模预测	15
表 5: 公司平台及云产品特点	20
表 6: 公司自主研发核心技术及其先进性	22
表 7: 公司分业务营收预测	25
表 8: 公司期间费用率预测	26
表 9: PE 估值	26

图目录

图 1: 公司历史沿革	6
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 公司产品地图	7
图 4: 2016-2020 年营收及增速	8
图 5: 2016-2020 年归母净利润及增速	8
图 6: 公司营收构成	8
图 7: 公司毛利润构成	8
图 8: 各项业务毛利率情况	9
图 9: 期间费用率及净利率情况	9
图 10: 协同管理软件行业发展趋势	10
图 11: 中国协同办公市场规模	11
图 12: 中国办公协同软件市场用户结构	11
图 13: 国内协同办公软件行业领域及玩家	11
图 14: 协同办公软件产业生态图谱	11
图 15: 行业发展格局	14
图 16: 办公软件行业信创地图	14
图 17: G6-N 信创产品政务协同应用平台	15
图 18: 2020 年公司信创营收及合同金额情况	15
图 19: 我国数字经济增加值规模及占 GDP 的比重	16
图 20: 2019 年各国数字经济占 GDP 的比重	16
图 21: 我国产业数字化增加值规模及占数字经济比重	17
图 22: 我国政企等法人单位数	17
图 23: 全球云计算细分市场规规模及增速	17
图 24: 我国公有云细分市场规规模及增速	17
图 25: 2021 年美国各细分领域的标杆型 SaaS 企业	18

图 26: 2021 年中国各细分领域的标杆型 SaaS 企业	18
图 27: 中国企业级 SaaS 市场规模及在应用软件市场中的渗透率	19
图 28: 中国 SaaS 行业渗透率情况	19
图 29: 全球 SaaS 分领域份额 (2019)	19
图 30: 中国 SaaS 分领域份额 (2019)	19
图 31: 公司产品发展进程	20
图 32: 公司 V5 平台产品	21
图 33: Formtalk 云平台	22
图 34: A8+云协同平台	22
图 35: 公司协同生态图谱	24
图 36: 生态伙伴“蜂巢计划 3.0”发布仪式	24
图 37: 公司客户图谱	24
图 38: 公司竞争优势总结	24

与市场观点不同之处

同泛微网络形成国内协同管理软件两强格局，互有优势，价值长期被市场低估。公司是国内协同管理软件龙头厂商，同泛微网络共同构成国内协同管理软件领域第一梯队。经过对比分析，我们发现：（1）产品方面，致远 A6 产品对标泛微 e-office 产品，面向中小企业；致远 A8 产品对标泛微 e-cology 产品，面向大中型企业及集团企业；致远 G6 产品对标泛微 e-nation 产品，面向政府单位；致远 Formtalk 云平台对标泛微 eteams 云产品，从产品形态、发展规划及客户覆盖范围方面皆类似。（2）盈利能力方面，由于泛微网络采用独立的区域授权业务运营中心模式，业务运营中心获得项目由泛微网络签署合同确认收入，运营中心项目实施成本计入泛微网络销售费用，而致远互联通过经销商的实施交付和定制化开发部分由经销商确认收入，因此，泛微从账面看具有较高的毛利率和销售费用率，而净利率则是两间公司相对可比指标，致远互联逐年上升，2020 年达到 15.17%，同泛微的 15.48% 接近。（3）营销及客户累计数量上，致远销售渠道覆盖 100 多个城市，拥有超 600 家销售伙伴，服务客户 3 万多家；泛微网络同样布局全国 100 多城市，服务客户 5 万多家，略有优势。

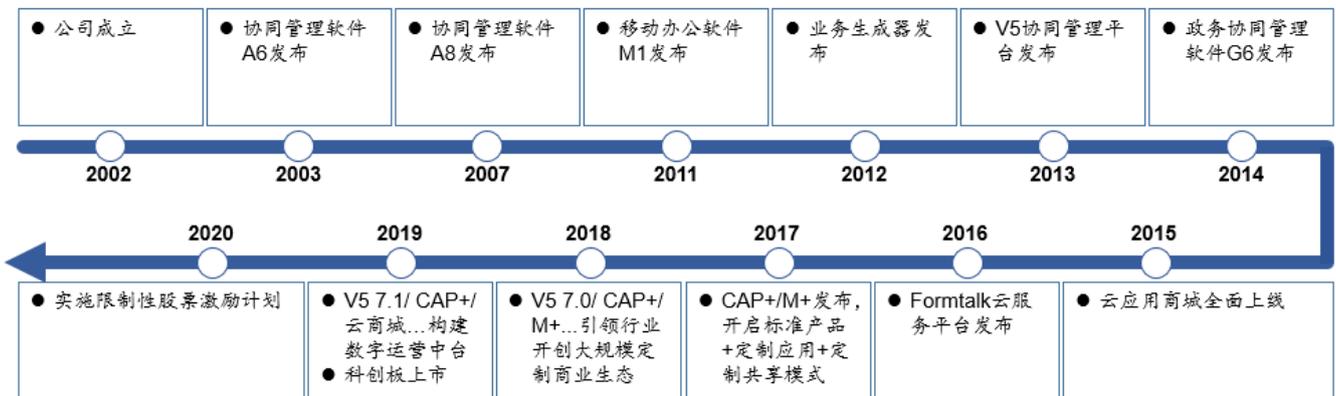
综上所述，致远互联整体实力同泛微网络相差不大，但参考 7 月 7 日股价以及 EPS 预测，2021 年泛微 PE 约在 82.81 倍，致远仅为 34.86 倍，公司价值被市场显著低估。

一、国内协同管理软件龙头厂商，业绩稳健增长

1.1 国内协同管理软件龙头，近 20 载深耕协同办公

公司成立于 2002 年，从成立之初一直专注于协同办公领域，是国内协同管理软件龙头厂商。2019 年 10 月于上交所科创板上市，成为国内协同办公领域科创板第一股。公司经过近 20 年发展，基于自研 V5 协同管理平台，陆续推出面向中小企业的 A6+ 产品，面向大中型及集团型企业的 A8+ 产品、A8-N 信创产品，面向政府及事业单位的 G6 产品和 G6-N 信创产品以及 Formtalk 云平台相关产品，在全国设有 30+ 分支机构，覆盖 100+ 城市，拥有 1800+ 名员工和 1000+ 生态合作伙伴，服务超 30,000 家政企客户。

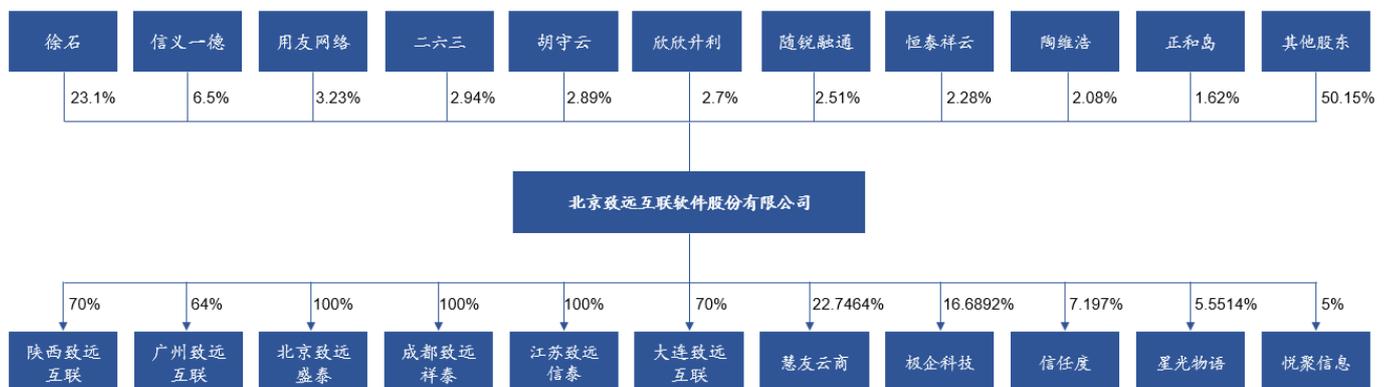
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

股东层面，公司控股股东、实际控制人为徐石，持股 23.1%。信义一德、随锐融通、欣欣升利、正和岛为私募基金投资人，用友网络及二六三为企业投资人，恒泰祥云为公司员工持股平台，胡守云及陶维浩为公司高管。子公司层面，控股子公司主营业务同母公司基本一致，参股子公司慧友云商主要为传统企业提供数字化商业模式转型的 SaaS 云平台；极企科技主要提供基于物联网智能办公环境的解决方案；信任度为移动身份认证与数字资产安全服务商；星光物语为员工关怀与生活服务技术系统提供商；悦聚信息主要提供在线咨询服务。

图 2：公司股权结构



资料来源：企查查，公司招股说明书，信达证券研发中心

1.2 专注办公协同管理软件及云服务，业绩稳健增长

公司产品系列齐全，覆盖面向大中型及集团型企业客户的 **A8+** 产品、**A8-N** 信创产品，面向中小企业客户的 **A6+** 产品以及面向政府及事业单位的 **G6** 产品和 **G6-N** 信创产品。此外，公司还在协同管理平台基础上进一步推出用于解决平台同第三方异构业务系统进行数据交换问题的协同应用中间件“数据交换引擎（DEE）”以及用于解决集团型、各级政府单位之间信息化分布式部署和跨组织业务协作问题的“信息交换中心”等。移动化方面，公司拥有 M3 移动协同管理平台，并通过微协同、微信小程序打通同企业微信、钉钉等移动办公软件接口，实现移动平台的无缝集成。云平台方面，公司于 2016 年推出公有云架构的 PaaS 协同云平台 Formtalk，可以实现同 V5 平台的混合云部署，打造面向企业级组织数字化应用与定制化一站式云服务的协同云平台。我们认为，公司产品正形成横向发展“产品化-平台化-云化”，纵向覆盖“中小企业+大中型及集团企业+政府及事业单位”的“三横三纵”格局，不断创新的产品形态和差异化的市场覆盖将进一步构筑公司在协同管理软件领域的竞争优势。

图 3：公司产品地图

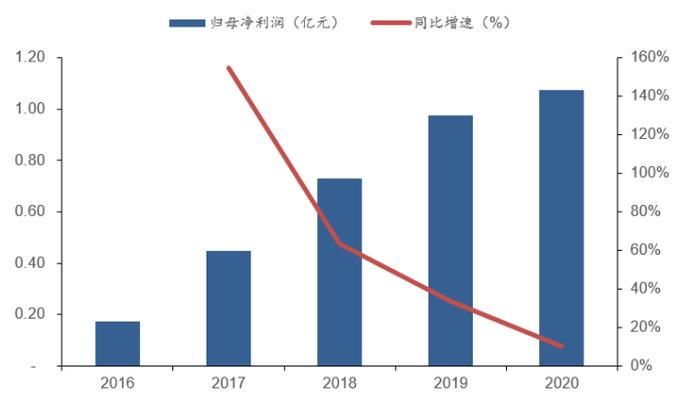
协同管理平台	政务协同平台	业务定制平台	移动办公平台	云平台
A8+协同管理软件	G6政务协同软件	应用定制平台	M3协同管理平台	Formtalk
A6+协同管理软件	G6-N政务协同软件		微协同	致远协同云
数据交换引擎	智慧党建管理平台		小程序	分析云
信息交换中心			致信	

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

营收及净利润稳步增长，**A8、G6 产品及技术服务**是业绩增长主要动力。受益于我国政企数字化转型加速，公司营收及净利润稳步增长。2020 年实现营收 7.63 亿元，同比增长 9.07%，2016-2020 年复合增速达 19.32%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 10.39%，2016-2020 年复合增速达 57.40%。归母净利润复合增速远超营收增速，主要因公司毛利率提升和管理效率提升带来的期间费用率不断下降所致。公司产品线主要包括 A8、A6、G6 产品及技术服务等，其中 A8 产品营收占比始终保持在 64% 以上，2020 年达到 70.11%，其次为 G6 产品、技术服务收入及 A6 产品。A6 产品收入近年有下滑趋势，A8、G6 产品及技术服务是驱动公司业绩增长的主要动力。

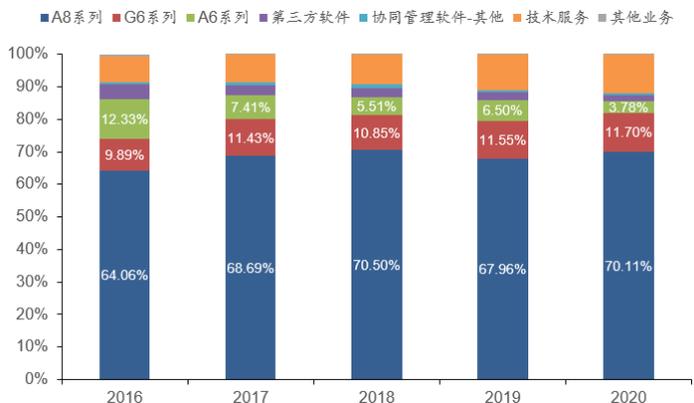
图 4：2016-2020 年营收及增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

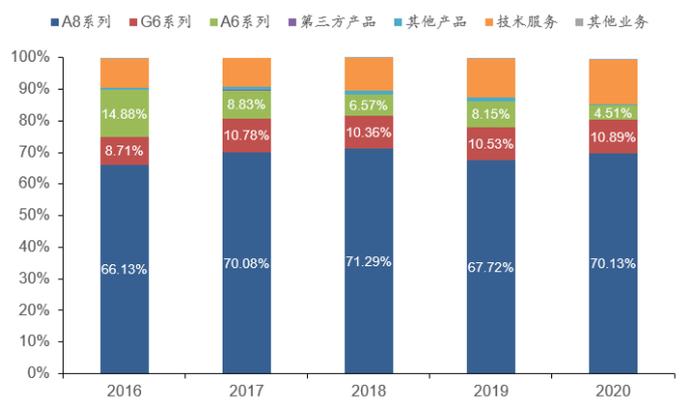
图 5：2016-2020 年归母净利润及增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

从营收及毛利构成看，A8 系列产品是公司营收及毛利支柱，其次为 G6 系列产品和技术服务。营收端，A8 系列产品占比近年来始终保持在 64% 以上，2020 年达到 70.11%；G6 产品也有逐步增长趋势，2020 年占比达 11.70%；其次是技术服务，占比达 11.70%，三条产品线合计占 93.51%。毛利端呈相同结构和变化趋势，A8 系列产品毛利占比近年始终保持在 66% 以上，2020 年达到 70.13%；G6 产品占比逐年增加，2020 年达到 10.89%；技术服务同样保持增加趋势，2020 年占比达到 14.14%，三条业务线合计占 95.15%。与此同时，A6 系列产品所占营收和毛利比重则呈逐年下降趋势。

图 6：公司营收构成


资料来源：Wind，信达证券研发中心

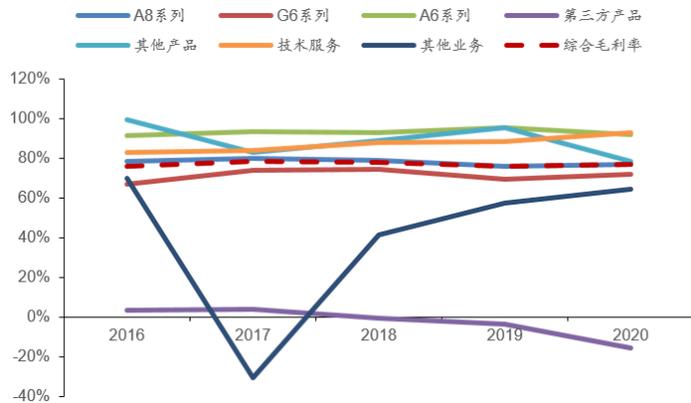
图 7：公司毛利润构成


资料来源：Wind，信达证券研发中心

产品毛利率高，期间费用率保持在较高水平，但呈逐年下降趋势。公司产品毛利率较高，2020 年综合毛利率达到 77.06%。其中，A8 系列产品毛利率为 77.08%；A6 系列产品达到 92.02%；G6 系列产品虽相对较低，但也达到 71.75%。期间费用端，销售费用率相对较高，2020 年达到 43.09%，但受益于管理效率提升以及云营销服务平台的在线赋能，公司销售费用率和管理费用率都呈逐年下降趋势，进而带来净利率的逐年上升，2020 年达到 14.10%。公司一直重视研发投入，研发费用率始终保持在 12% 以上，2020 年因持续加大对 V5 平台的升级、云业务研发以及启动 V8 平台研发，公司研发费率达到 15.67%。我们认为，随着公司产品标准化和复用率的不断提升，加之云营销等服务平台带来管理和营销效率的进一步提升，公司期间费用率仍有下降空间，净利率有望进一步提升；持续加大的研发投入和协

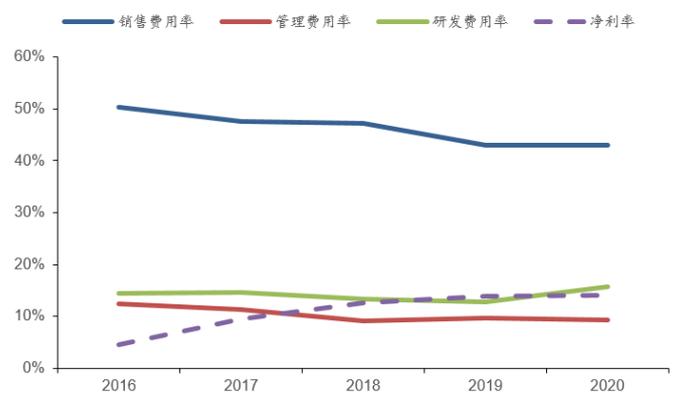
同管理平台的升级换代也将进一步构筑公司产品的竞争优势。

图 8：各项业务毛利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：期间费用率及净利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 股权激励实施，注入公司持续增长新动能

2020 年，公司推出限制性股票激励计划，并于 2020 年 11 月完成首次授予。此次股票激励计划共授予 128 人，约占公司员工总数的 6.98%，其中包括公司高管 1 人及其他董事会认为需要激励的人员 127 人；共授予限制性股票 120 万股，约占公司总股本的 1.56%；授予价格 30 元/股；分为三个归属期，并附公司业绩考核目标和个人绩效考核目标。根据公司业绩考核目标计算估测，限制性股票实际归属需达到的营收目标触发值分别为 2021 年 8.40 亿元、2022 年 10.08 亿元、2023 年 12.04 亿元；目标值分别为 2021 年 8.75 亿元、2022 年 10.92 亿元、2023 年 13.65 亿元。我们认为，此次限制性股票激励计划的实施能够深度捆绑公司核心骨干员工与公司利益，为公司持续增长注入新动能，同时进一步彰显了管理层对公司未来业绩增长的良好预期。

表 1：2020 年限制性股票激励计划主要信息

归属期	归属时间	归属比例	业绩考核目标	营收目标测算 (亿元)	
				触发值	目标值
第一个归属期	2022.05	30%	以 2019 年营收为业绩基数，2021 年营收增长率触发值 20%，目标值 25%	8.40	8.75
第二个归属期	2023.05	30%	以 2019 年营收为业绩基数，2022 年营收增长率触发值 44%，目标值 56%	10.08	10.92
第三个归属期	2024.05	40%	以 2019 年营收为业绩基数，2023 年营收增长率触发值 72%，目标值 95%	12.04	13.65

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

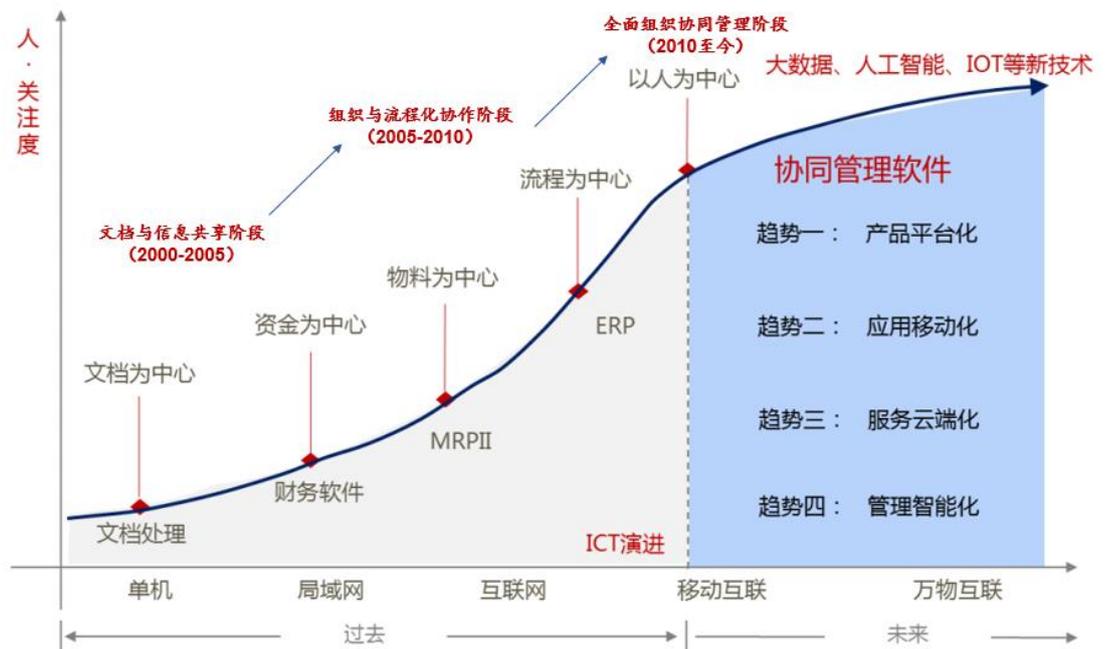
二、信创、数字化及 SaaS 云化驱动行业持续增长

2.1 协同管理软件由文档和信息共享向全面协同管理演进

协同管理软件是在 OA 软件的基础上发展起来的新兴企业管理软件，其将 OA 系统原有的工作沟通、文档管理等功能延伸到工作管理和业务管理。不同于 ERP 软件以物料和财务为

核心，协同管理软件关注员工和组织内外协作，同 ERP 软件形成交叉互补。目前企业往往将两类系统打通集成使用。在我国，协同管理软件经历了文档与信息共享、组织与流程化协作以及全面组织协同管理三个阶段。文档与信息共享阶段，主要以 Office、WPS 等办公文档为主，功能相对独立；随着互联网的全面普及，企业 ERP 软件、OA 软件等逐渐趋向成熟，进入组织与流程化协作阶段；近 10 年移动互联技术的发展进一步拓宽了协同管理应用边界和功能内涵，进入全面组织协同管理阶段，随着大数据、人工智能、IoT 等新技术的逐渐成熟落地，协同管理软件正朝着产品平台化、应用移动化、服务云端化以及管理智能化的方向演进。

图 10：协同管理软件行业发展趋势

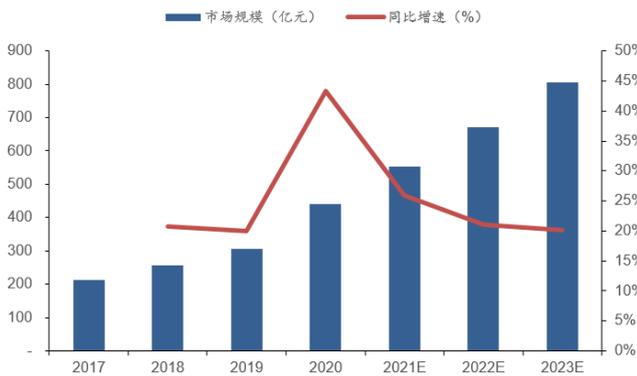


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2.2 市场规模快速增长，细分领域玩家众多，行业集中度有望进一步提升

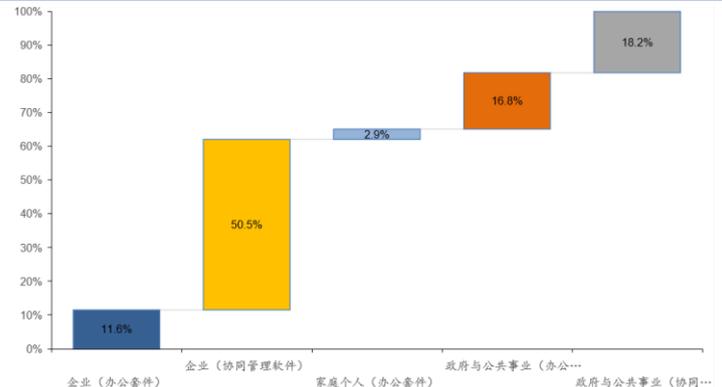
市场规模快速增长，企业协同管理软件构成协同办公软件市场主要需求。随着我国政企数字化转型加速，加之新冠疫情对远程办公需求的催化，我国协同办公市场规模快速增长。根据艾瑞咨询《2021年中国协同办公市场研究报告》数据，2020年我国协同办公市场规模达到440亿元，同比增长43.5%，预计2023年将达到806亿元，三年复合增速达22.36%。协同办公软件市场中，企业协同管理软件构成主要需求。根据赛迪顾问报告统计数据，我国办公协同软件市场中，客户层面，企业占62.1%，政府及公共事业单位占35.0%；产品层面，办公套件约占31.3%，协同管理软件占68.7%，其中企业协同管理软件占比最高为50.5%。按此市场规模及结构计算，2023年我国政企单位协同管理软件市场规模有望超过550亿元。

图 11：中国协同办公市场规模



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

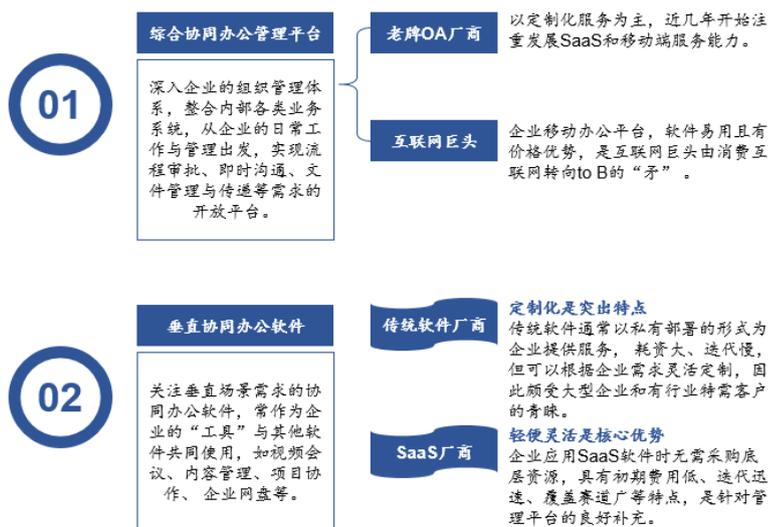
图 12：中国办公协同软件市场用户结构



资料来源：赛迪顾问，信达证券研发中心

协同办公软件市场玩家众多，根据产品不同可分为综合协同办公管理平台厂商及垂直协同办公软件厂商。其中垂直协同办公软件包括即时通信、文档协作、任务管理、视频会议、项目管理等，按其服务模式不同又可具体分为传统软件厂商和 SaaS 厂商。协同管理软件属综合协同办公管理平台，国内厂商已近 500 家，其中自有品牌超过 40 个，传统代表厂商包括致远互联、泛微网络、蓝凌软件等，近年该类厂商逐步注重发展产品平台化、移动化和 SaaS 云化等服务能力，客户覆盖大中型、集团型及中小型客户。互联网巨头企业是协同管理软件领域的新晋玩家，如腾讯企业微信、阿里钉钉等，通过企业移动办公平台实现由 C 端向 B 端的推进，但目前多为工具型产品，主要面向小微企业。

图 13：国内协同办公软件行业领域及玩家



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 14：协同办公软件产业生态图谱



资料来源：赛迪顾问，信达证券研发中心

我国协同管理软件领域竞争厂商具体又可细分为三类，即专业协同管理软件厂商、系统集成商及独立软件开发商、互联网厂商。其中，专业协同管理软件厂商业务模式为标准化产品+定制化解决方案，其产品标准化程度高，可复制性高，规模化效应强，且能满足客户个性化需求，交付成本较低，客户广泛覆盖中小型企业、大中型企业、集团型企业以及政府事业单位等，竞争优势较为明显，代表厂商如致远互联、泛微网络等。系统集成商及独立软件开发商则主要提供定制化开发和系统集成开发，虽然可满足客户个性化需求，但产品标准化程度较低、可复制性弱，交付成本也较高，客户主要定位于大型央企和政府机构。互联网厂商则主要提供工具型产品，如腾讯企业微信、阿里钉钉等，主要从组织轻量级及移动端入口出发，客户面向小微企业，交付成本低，目前同传统厂商处于合作竞争状态，相互开放接口进行数据打通，预计未来会抢占部分小微企业市场，但在中高端市场竞争力较弱。

表 2: 协同管理软件行业主流厂商类型对比

	专业协同管理软件厂商	系统集成商(SI)及独立软件开发商(ISV)	部分互联网厂商
产品标准化程度	高	低	高
业务模式	标准化产品+定制化解决方案	项目定制开发+系统集成开发	工具型产品
可复制性	高	低	高
规模化效应	强	弱	强
交付成本	低	高	低
满足个性化需求	是	是	否
客户类型	涵盖中小企业、中大型企业、集团企业与政府部门等	主要以大型央企和政府机构为主	主要面向小微型企业，中高端市场不具备竞争能力
代表厂商	致远互联、泛微网络、蓝凌软件等	铭悦软件等	腾讯企业微信、阿里钉钉等

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

专业协同管理软件厂商方面，泛微网络及致远互联是国内龙头厂商，但所占市场份额比例不高，行业市场较为分散。2020年，泛微网络实现营收14.82亿元，致远互联实现营收7.63亿元，根据前述艾瑞咨询及赛迪顾问报告数据，2020年我国协同办公市场规模为440亿元，假设当年协同管理软件占比仍为68.7%，则协同管理软件市场规模约为302亿元（440×68.7%）。依此计算，泛微网络市场份额约为4.91%，致远互联约为2.53%，进一步说明行业市场集中度不高。此外，两公司在销售模式上也有一定差异，致远互联主要通过直销+经销商模式开展，经销收入体现为软件产品授权使用许可收入，实施交付、定制化开发主要由经销商负责，体现为经销商的收入；而泛微网络主要通过直营+区域授权业务运营中心模式开展，区域授权业务运营中心为独立于泛微网络之外的法人机构，但其所带来项目由泛微网络签署合同并确认收入。

表 3: 国内协同管理软件行业主流厂商对比

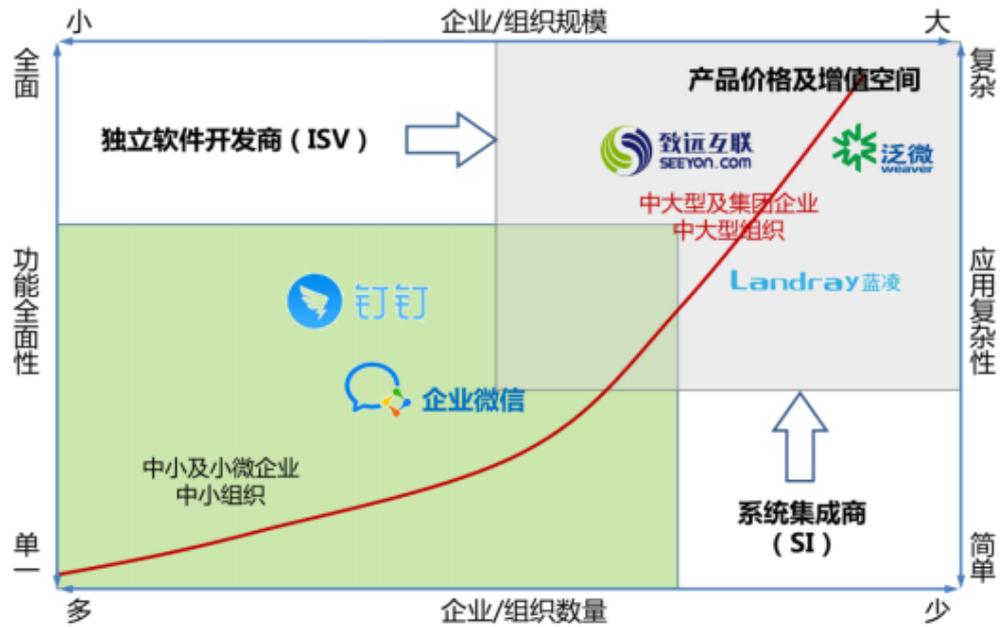
项目	致远互联(688369.SH)	泛微网络(603039.SH)	蓝凌软件	华天动力
成立时间	2002 年	2001 年	2001 年	2002 年
营业收入	2020 年: 7.63 亿元	2020 年: 14.82 亿元	2015 年: 1.76 亿元	/
员工人数	2020 年: 1,833 人	2020 年: 6,800 人	2015 年: 646 人	/
人均营收	41.64 万元/人/年	21.80 万元/人/年	27.19 万元/人/年	/
市场份额	2.53%	4.91%	/	/
研发投入	2020 年: 1.20 亿元; 研发费率: 15.67%	2020 年: 1.99 亿元; 研发费率: 13.44%	2015 年: 0.17 亿元; 研发费率: 9.65%	/
主要产品	A6 系列产品: 面向中小企业; A8 系列产品: 面向大中型企业、集团企业; G6 系列产品: 面向政府、事业单位; Formtalk: 云平台	e-office 产品: 面向中小企业; e-cology 产品: 面向大中型企业、集团企业; e-nation 产品: 面向政府等单位; eteams 产品: SaaS 云产品	EIS: 成长型企业 OA; EKP: 大中型企业 OA; 蓝凌政务协同平台	华天动力协同办公系统(旗舰版); 华天动力协同办公系统(专业版); 华天动力协同办公系统(政务版); 云 OA
客户数量	30 多个细分行业, 超 30,000 家企业和政府客户	50,000 多家客户, 覆盖 87 个行业	超过 20,000 家大中型企业客户, 50+ 细分行业定制	13,000 多家客户
营销布局	直销+经销; 全国超 30 个分支机构; 超 600 家销售伙伴; 包括合作伙伴在内超 1500 人营销服务队伍, 覆盖全国 100 多个城市	直销+授权区域业务中心+经销, 总部-大区-本地化服务团队营销体系; 在全国 100 多个城市建立服务网点; 全国九大区域已建立超过 400 个服务团队	直销+授权业务单元+渠道分销等; 1000 多人的服务团队, 150 家服务机构, 覆盖全国 30 多个城市。	全国 25 省市布局销售服务中心

资料来源: 致远互联招股说明书, 各公司官网, 信达证券研发中心

注: 市场份额按 2020 年营收除以协同办公市场规模 $440 \times 68.7\% = 302$ 亿元计算; 人均营收为 2020 年数; 泛微网络员工人数按官网披露数据计算。

品牌力、产品力、营销力是协同管理软件厂商竞争的关键要素, 龙头企业竞争优势明显, 未来行业集中度有望进一步提升。协同管理软件属 to B 业务, 且随企业业务的不断变化有升级换代需求, 完全替换供应商成本较高, 因此客户更倾向于选择有一定品牌知名度的厂商。此外, 客户特别是大中型企业客户往往具有较强的定制化需求, 过往知名成功案例对项目获取起到重要推动作用。同时, 由于协同管理软件客户集中度不高, 因此营销渠道的建设尤为重要, 泛微网络及致远互联即一直保持较高的营销费用率。我们认为, 未来规模较小的协同管理软件厂商受到产品技术、营销网络、专业服务能力和资金等方面的制约, 市场竞争力将进一步降低, 系统集成商与独立软件开发商从项目开发成本、客户体验等方面考虑, 也将优先选择实力较强的专业协同管理软件厂商产品, 未来行业集中度有望进一步提升, 出现强者恒强局面。

图 15: 行业发展格局



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

2.3 信创带来协同管理软件国产替代新增长点

近年, 随着中美在科技领域的摩擦日益加深, 加之新冠疫情带来的各国对全球供应链安全的重新思考, 信创国产替代加速推进。国家陆续出台一系列支持信创产业发展的政策和指导意见, 政府、事业单位及部分国有企业已陆续开启信创国产替代进程, 产业链端也陆续涌现出一批优质的信创产业厂商。我们认为, 信创的本质在于从底层硬件到中间层基础软件再到上层应用软件的生态建设, 随着政企用户底层硬件和基础软件国产替代渗透率的进一步提升, 对适配国产软硬件系统的协同管理软件更新换代需求将逐步释放, 带来协同管理软件国产替代全新增长点。

图 16: 办公软件行业信创地图

应用 软件	办公系统	致远互联	泛微网络	蓝凌软件	华天动力	用友	金蝶	SaaS
	中间件	东方通	普元信息	宝兰德	金蝶天燕	阿里云	华为云	PaaS
基础 软件	数据库	武汉达梦	南大通用	阿里巴巴 OceanBase	腾讯 TDSQL	华为 GaussDB	中兴通讯 GoldenDB	
	操作系统	中标麒麟	银河麒麟	统信UOS	普华软件	华为鸿蒙	中科方德	
硬件	服务器	中国长城	华为	中科曙光	浪潮信息	联想	宝德	IaaS
	CPU	天津飞腾 ARM	华为鲲鹏 ARM	中科海光 x86	上海兆芯 x86	成都申威 Alpha	龙芯中科 MIPS	中复宏芯 Power	

资料来源: 信达证券研发中心整理

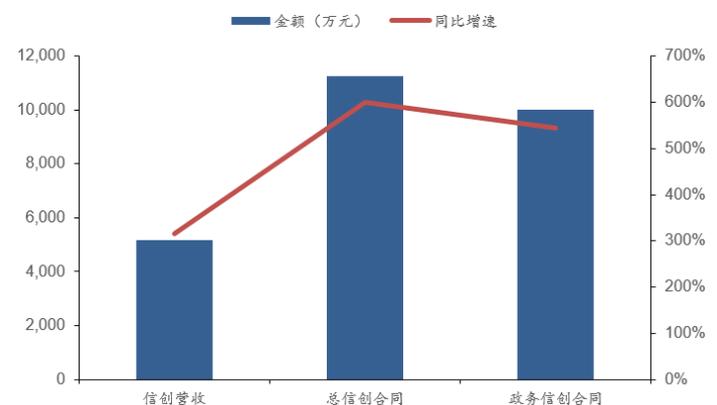
公司推出信创产品 A8-N 及 G6-N，2020 年信创业绩快速增长。针对信创带来的行业增量市场，致远互联在 A8 及 G6 产品基础上进一步推出信创产品 A8-N 及 G6-N，全面支持国产软硬件环境，包含国产服务端、国产客户端，对流式文件（WPS 专业版）、版式文件 OFD（支持数科、点聚）、签章软件（金格专业电子签章、点聚专业电子签章）进行优化；服务端支持龙芯、飞腾、鲲鹏服务器；终端完全适配麒麟、统信 UOS 桌面系统，移动端可适配鸿蒙操作系统；中间件完全适配东方通、金碟天燕、中创等主流厂商；数据库支持达梦、人大金仓、神通等主流数据库适配。2020 年，公司信创业务取得快速发展，实现信创营收 5,174.45 万元，同比增长 316.31%；直销成交客户中信创合同额 11,267 万元，同比增长 601.23%，其中，政务信创合同额 10,013 万元，同比增长 545.14%；金融、烟草等行业也实现信创业务零突破。我们认为，随着信创逐步由党政向电信、金融等其他行业领域延伸，公司信创业务有望继续保持快速增长。

图 17: G6-N 信创产品政务协同应用平台



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 18: 2020 年公司信创营收及合同金额情况



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

根据我们测算，参考 2020 年中国统计年鉴法人机构统计数，截至 2019 年，我国共有机关法人 23.72 万个，事业单位法人 81.64 万个，国有及集体控股企业 43.89 万个。参考立鼎产业研究中心统计协同管理软件在我国各行业的渗透率，2017 年政府机构为 18%，假设每年增加 2%；教育、医疗等事业单位约为 8%，假设每年增加 2%；其他行业平均为 16%，假设每年增加 3%。参考国产台式机整机国产替代渗透进度估计信创适配的协同管理软件在各类型法人单位每年的渗透率如下表。假设信创协同管理软件平均价格在 30 万元/套，预计 2021 年，我国协同管理软件行业仅信创市场规模即有望达到近 140 亿元，2023 年有望达到约 350 亿元。

表 4: 协同办公信创市场规模预测

项目	2021E	2022E	2023E
机关法人数量 (万个)		23.72	
事业单位法人数量 (万个)		81.64	
国有及集体企业数量 (万个)		43.89	
机关法人单位协同管理软件渗透率 (累计)	26%	28%	30%
事业单位法人协同管理软件渗透率 (累计)	16%	18%	20%
国有及集体企业协同管理软件渗透率 (累计)	28%	31%	34%
机关法人潜在替换总量 (累计, 万套)	6.17	6.64	7.11

事业单位潜在替换总量 (累计, 万套)	13.06	14.70	16.33
国有及集体企业潜在替换总量 (累计, 万套)	12.29	13.61	14.92
党政一期 (机关法人) 替换每年新增渗透率 (%)	55%	15%	10%
党政二期 (事业单位) 替换每年新增渗透率 (%)	5%	25%	35%
行业信创 (国有及集体企业) 替换每年新增渗透率 (%)	5%	20%	35%
党政一期 (机关法人) 替换量 (万套)	3.39	1.00	0.71
党政二期 (事业单位) 替换量 (万套)	0.65	3.67	5.72
行业信创 (国有及集体企业) 替换量 (万套)	0.61	2.72	5.22
平均单价 (万元/套)		30.00	
信创市场规模 (亿元)	139.77	221.74	349.49

资料来源: 信达证券研发中心

2.4 产业数字化是驱动协同管理软件行业中长期增长的核心动力

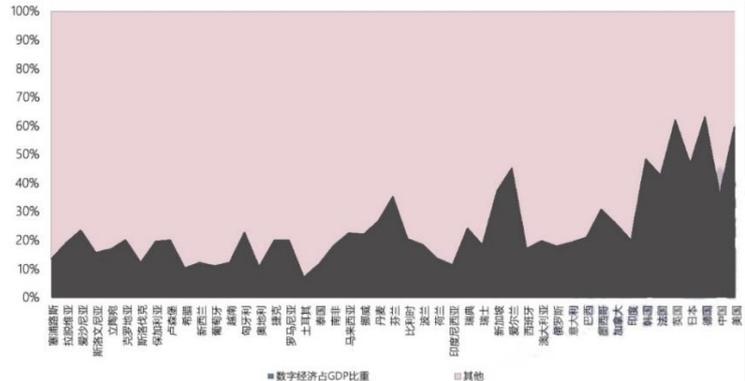
数字经济作为能够加速重塑经济发展与治理模式的新型经济形态得到世界各国的普遍高度重视。我国“十四五”规划和2035远景目标纲要指出, 要推动数字经济和实体经济深度融合, 加快构建以国内大循环为主体, 国内国际双循环相互促进的新发展格局, 进一步将数字经济置于国家战略高度。近年, 我国数字经济发展迅速, 根据信通院《中国数字经济发展白皮书》数据, 2019年, 我国数字经济增加值总体规模达到35.84万亿元, 同比增长14.54%, 占GDP的比重达到36.2%, 近3年复合增速达到16.65%。但从全球来看, 我国数字经济渗透率相比德、英、美国等发达国家还较低。2019年, 德国、英国、美国数字经济占GDP比重分别达到63.4%、62.3%及61.0%, 韩国、日本、爱尔兰、法国等占比均超过40%。我国数字经济发展仍有巨大空间。

图 19: 我国数字经济增加值规模及占 GDP 的比重



资料来源: 中国信通院, 信达证券研发中心

图 20: 2019 年各国数字经济占 GDP 的比重

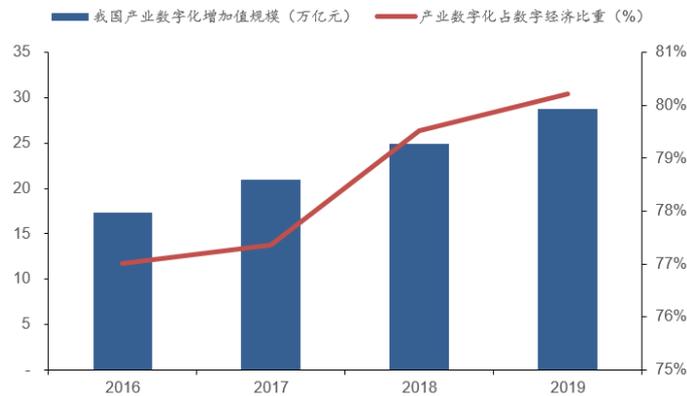


资料来源: 中国信通院, 信达证券研发中心

产业数字化是指传统产业应用数字技术带来生产效率的提升, 是数字经济的核心组成部分。近年, 我国产业数字化发展迅速, 根据信通院数据, 2019年, 我国产业数字化增加值规模达到28.75万亿元, 占数字经济的比重达到80.2%。我们认为, 数字经济的快速发展和产业数字化的快速推进, 将进一步释放企业协同管理软件市场需求空间。与此同时, 我国政企法人单位数量近年也呈较快增长趋势, 2019年达到2,528.02万个, 2016-2019年复合增速达11.59%, 法人单位的快速增加进一步扩充了协同管理软件市场的潜在用户规模, 带来全新增量空间。

此外，今年4月份，工信部发布《“十四五”智能制造发展规划》(征求意见稿)，提出到2025年，规模以上制造业企业基本普及数字化，重点行业骨干企业初步实现智能转型；到2035年，规模以上制造业企业全面普及数字化，骨干企业基本实现智能转型。根据《中国统计年鉴2020》数据，2019年我国规模以上制造业企业共有约35.39万个，假设每个企业协同管理软件上线或升级换代价格平均在30万元，则仅规模以上制造业企业市场空间即超过1,000亿元。

图 21：我国产业数字化增加值规模及占数字经济比重



资料来源：中国信通院，信达证券研发中心

图 22：我国政企等法人单位数



资料来源：中国统计年鉴2020，信达证券研发中心

2.5 SaaS 云化重塑协同管理软件，构筑行业全新增长动力

SaaS 云化从产品及商业模式上重塑协同管理软件，其发展趋势已成为业界共识。产品上，SaaS 产品标准化程度进一步提升，随着销售规模的扩张，成本将进一步降低，产品毛利率有望持续提升；商业模式上由传统的交付付款模式转变为订阅模式，进一步提升协同管理软件厂商可持续盈利能力。受企业信息化发展程度、云服务水平及软件市场情况差异等影响，我国 SaaS 市场发展相较全球整体市场成熟度差距明显，发展空间巨大。从 SaaS 市场规模看，根据信通院《云计算发展白皮书》统计数据，2019 年，全球 SaaS 市场规模达到 1,095 亿美元，占云计算市场总规模的 58.15%；而我国公有云 SaaS 市场规模为 194.8 亿元，仅占公有云总体市场规模的 28.26%，具有巨大发展潜力。

图 23：全球云计算细分市场规规模及增速

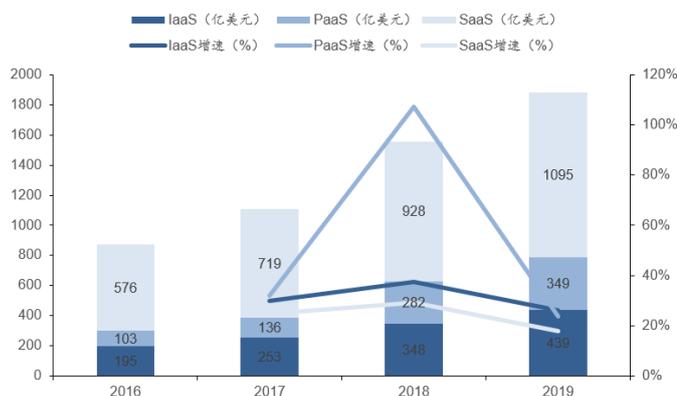
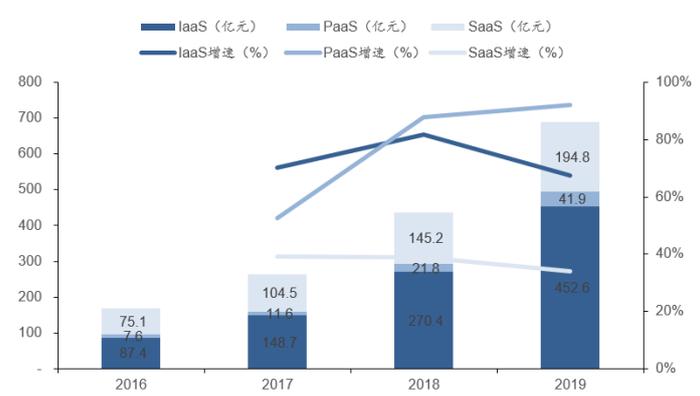


图 24：我国公有云细分市场规规模及增速



资料来源：中国信通院，信达证券研发中心

资料来源：中国信通院，信达证券研发中心

从主流 SaaS 厂商看，我国 SaaS 厂商同美国相比也仍有很大差距。根据艾瑞咨询《中国企业级 SaaS 行业研究报告》统计数据，中美两国都诞生了一些标杆型 SaaS 企业，但美国标杆型 SaaS 企业分布细分领域较广，我国则主要集中于 ERP、办公协同及零售等领域。此外，美国拥有多家超千亿美元市值 SaaS 企业，而我国市值最高的用友也仅超千亿人民币。在协同办公领域，美国的 Slack 公司市值也远超国内泛微网络、致远互联等主流厂商。因此，从公司本身角度来看，我国 SaaS 领域厂商远未达到发展天花板。

图 25：2021 年美国各细分领域的标杆型 SaaS 企业

公司	所属领域	市值
Salesforce	客户运营	2,298.33亿美元
Zoom	视频通信	1,145.85亿美元
Shopify	零售电商	1,794.74亿美元
ServiceNow	ITSM	1,089.31亿美元
Square	金融	1,097.80亿美元
WorkDay	HRM	588.60亿美元
Veeva Systems	医疗	483.41亿美元
Twilio	视频通信	671.23亿美元
DocuSign	电子签名	543.24亿美元
Datadog	数据分析	328.34亿美元
Coupa	采购与供应链	194.87亿美元
Slack	协同办公	262.03亿美元

资料来源：艾瑞咨询，Wind，信达证券研发中心

备注：市值按 2021 年 07 月 02 日收盘价计算。

图 26：2021 年中国各细分领域的标杆型 SaaS 企业

公司	所属领域	市值
用友	ERP	1,031.85亿人民币
广联达	地产	779.63亿人民币
浪潮信息	ERP	389.60亿人民币
有赞	零售电商	241.64亿港元
泛微网络	协同办公	166.80亿人民币
致远互联	协同办公	48.58亿人民币
微盟	零售电商	386.62亿港元
光云科技	零售电商	72.98亿人民币
二六三	视频通信	58.32亿人民币
鼎捷软件	工业	62.27亿人民币
畅捷通	财税管理	44.52亿港元

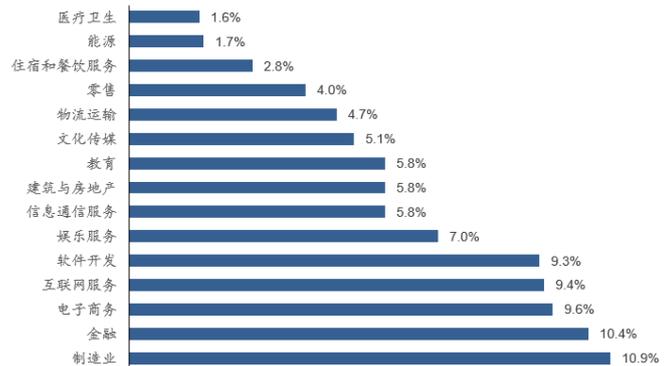
资料来源：艾瑞咨询，Wind，信达证券研发中心

我国企业级 SaaS 市场发展迅速，通用性强、易标准化及规模化的细分领域云化进展较快。根据艾瑞咨询报告数据，2019 年，我国 SaaS 市场规模为 243.5 亿元，占企业级应用软件总体市场的比例为 13.3%，较 2015 年的 8.3% 提升了 5 个百分点。预计 2023 年，我国企业级 SaaS 市场的规模有望达到 1,358.1 亿元，在企业级应用软件市场中的比重达到 38.7%，SaaS 渗透率稳步提升。从 IDC 统计全球及中国 SaaS 市场分领域市场份额数据来看，通用性强、更易标准化和规模化的细分领域，如 CRM、ERP、协同办公等管理类业务云化进展较快。

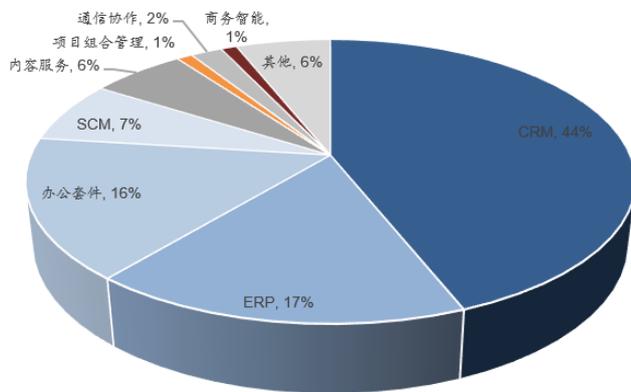
我们认为，国内 SaaS 已逐步实现由供给端驱动向需求端驱动发展。供给端，国内各垂直领域大厂，如 ERP 领域用友、金蝶，协同办公领域泛微网络、致远互联等都陆续推出 SaaS 产品，在客户运营、营销、HRM、云视频通信等其他细分领域陆续涌现出许大量 SaaS 厂商，供给侧产品丰富程度进一步提升；政策端，工信部等陆续出台《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》、《云计算服务安全评估办法》等一系列支持企业上云的政策和指导意见，规范云服务市场；需求端，随着我国政企数字化转型程度的进一步加深，企业业务模式和需求的不断变化，加之新冠疫情带来的客户对远程办公需求黏性的进一步提升，用户侧 SaaS 需求有望持续释放。协同管理软件行业本身具有培养 SaaS 的肥沃土壤，有望通过 SaaS 云化构筑全新增长动能。

图 27：中国企业级 SaaS 市场规模及在应用软件市场中的渗透率

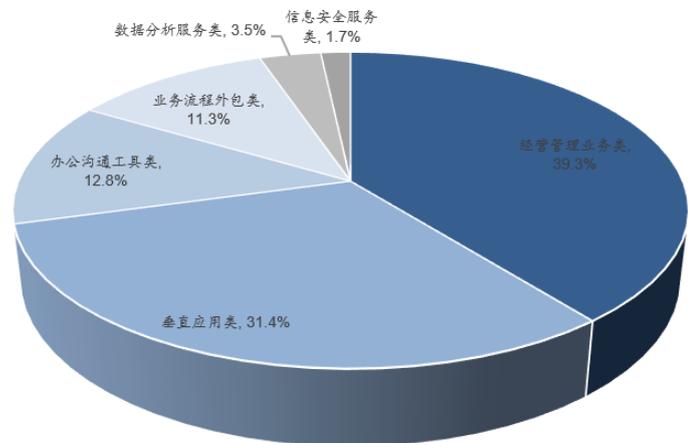

资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 28：中国 SaaS 行业渗透率情况


资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 29：全球 SaaS 分领域份额（2019）


资料来源：IDC，信达证券研发中心

图 30：中国 SaaS 分领域份额（2019）


资料来源：IDC，信达证券研发中心

三、“产品+技术+生态+营销”四位一体，构筑公司长期竞争优势

3.1 与时俱进，产品向“产品化+平台化+云化+生态化”发展

公司产品主要经历三个发展阶段，第一阶段为 2002-2009 年的产品化阶段，这一阶段公司先后推出针对中小型企业的 A6 产品及面向大中型企业、集团化企业的 A8 产品；第二阶段为 2010-2018 年，公司陆续发布支撑应用定制、弹性应用部署的开放式数字化协同管理平台 V5 及 PaaS 协同云平台 Formtalk，同时可与 V5 平台整合实现混合云部署，进入“产品化+平台化+云化”阶段；第三阶段为 2019 年后，公司通过联合协同管理软件上下游产业链资源，强化协同产业生态建设，构建起包括 600 多家活跃稳定销售伙伴、100 多家专业服务伙伴等在内的协同生态体系，逐步进入“产品化+平台化+云化+生态化”协同发展阶段。

图 31：公司产品发展进程


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

目前,公司产品线已形成以协同管理平台 V5 为基础的,包括面向大中型及集团化企业的 A8、中小企业的 A6 及政府和事业单位组织的 G6 等标准化软件产品和以 Formtalk PaaS 云平台为基础的人力薪税云、数据采集云等 SaaS 服务为主的,涵盖传统产品型软件和 SaaS 服务、支持信创环境的全方位产品体系。我们认为,公司产品横向“产品化-平台化-云化”的“三横”发展布局能够紧跟行业和技术发展趋势,保证产品旺盛生命力;纵向“中小企业+大中型及集团企业+政府及事业单位”的三纵覆盖,能够针对性满足差异化客户的实际需求,“三横三纵”布局将全面构筑公司产品竞争优势。

表 5：公司平台及云产品特点

协同技术平台	软件产品及 SaaS 服务	目标市场	核心应用及功能	低代码业务定制能力	信创环境	部署方式	收费模式
协同管理平台 V5	A8	中大型及集团化企业/组织	协同办公应用 协同业务应用 协同运营平台	支持	支持	私有云	软件许可 业务包许可/定制
	A6	中小企业/组织	协同办公应用 协同业务应用	不支持	不支持	私有云 SaaS 服务	软件许可 业务包许可 订阅模式
	G6	政府组织及事业单位	政务办公应用 政务业务应用	支持	支持	私有云 专属云	软件许可 业务包许可/定制 专属云订阅模式
Formtalk PaaS 平台	人力薪税云	通用	数智人力资源 云服务	支持	支持	SaaS 服务 私有云	订阅模式 软件许可
	数据采集云	通用	组织级数据采集 云服务	支持	支持	SaaS 服务 私有云	订阅模式 软件许可

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

平台化战略: 打造 V5 平台, 集成低代码应用开发平台, 以平台化支撑产品化及规模化交付, 满足客户个性化及新增业务需求。 V5 平台是公司基于 J2EE 和微服务架构自主研发和持续迭代发展的核心产品技术平台, 包括协同技术平台 CTP、协同应用平台 CAP、协同移动平台 CMP、协同集成平台 CIP 以及协同数据平台 CDP 等 5 大组件, 可实现产品的底层基础技术支撑、业务定制、移动开发与应用、集成连接以及数据应用等核心功能应用与扩展, 支持产品的快速迭代升级和开发, 公司目前的 A6、A8、G6 产品均是基于此平台开发。V5 平台进一步集成公司自研低代码应用开发平台。自 2012 年发布业务生成器, 公司通过大量成功业务案例实施经验的积累, 持续迭代和平台化发展, 形成低代码开发平台, 以高效率、低成本方式满足客户个性化及新增业务需求。**我们认为, V5 平台支撑的标准化产品+低代码个性化应用开发模式能够有效满足老客户新增业务需求, 提升新业务需求交付效率, 降低交付成本, 从而进一步提升客户黏性。**

启动新一代 V8 平台研发, 进一步升级平台化战略。2020 年, 公司基于客户分层理念和公有云多租户模式着手启动全新一代协同管理技术平台 V8 的研发, 采用云原生、微服务架构等技术, 支持大型组织专属云部署和中小组织公有云 SaaS 在线订阅商业模式。V8 平台私有云、公有云均可部署的模式, 进一步覆盖超大型客户及小微客户上云需求。**我们认为, 配合私有化部署 V5 平台的持续精品化、低代码平台带来的客户复购率提升, 新一代云原生平台将客户覆盖范围进一步延伸, 拓宽增量客户覆盖边界, 有望带动公司业绩持续提升。**

图 32: 公司 V5 平台产品



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

“云化”战略: Formtalk+致远协同云, 持续打造云战略。Formtalk 是公司以云技术架构为基础构建的公有云协同 PaaS 平台, 可提供从前端数据采集到轻量级业务应用的云计算服务, 以低代码方式快速搭建行业与企业场景化应用, 并支持与 V5 平台及全系产品形成高效组合, 打造致远协同云。基于 Formtalk 云平台, 公司推出 SaaS 产品人力薪税云, 提供数智人力资源云服务, 并满足客户“协同+HR”整合需求; SaaS 产品数据采集云, 提供数据采集云服务, 满足客户内外数据采集的社会化协同需求。此外, 公司还设立云营销服务平台, 支持“云+端”的销售、交付和生态建设, 进一步提升公司运营效率; 启动云原生 V8 平台的研发, 持续打造公司云战略。**我们认为, 平台化和云化是将是协同管理软件行业发展的主流**

趋势，公司提前布局并持续升级产品平台化及云化战略，将进一步获得未来行业竞争的先机。

图 33: Formtalk 云平台



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 34: A8+云协同平台



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

3.2 核心技术打造“平台化+云化”战略坚实基础

公司重视技术研发投入，通过多年创新积累，在协同技术平台、协同应用平台、协同移动平台、协同集成平台、协同数据平台等平台技术，以及组织权限引擎、工作流引擎、智能表单引擎、门户技术等协同关键技术，及信创和 PaaS 云平台技术等领域取得了丰富的技术积累，进一步奠定了公司“平台化”和“云化”战略发展的技术基石。截至 2020 年底，公司已累计获得专利批准 31 项，获得软件著作权认证 144 项。持续的技术研发投入和创新也将持续推动公司产品力提升，进一步构筑其产品竞争优势。

表 6: 公司自主研发核心技术及其先进性

分类	名称	成熟度	价值、行业水平与贡献
技术平台	协同技术平台 (CTP)	规模化商业应用	平台支持构建不同的协同管理软件产品系列，支持各种软硬件环境及移动设备，具备高度开放性、扩展性、稳定性、安全性和可维护性。 通过业务设计、封装、运行的快速交付，满足私有云、公有云及混合云多种部署，降低业务搭建成本，扩展业务应用规模。以低代码方式满足客户场景化应用定制部署，具有高可用、高性能及稳定性，业务支持多端运行。随需定制扩展业务管理信息化的应用范围和应用场景，有工具、业务包和业务模式的创新性。
应用平台	协同应用平台 (CAP)	规模化商业应用	实现统一移动门户整合展现和交互，是移动应用运行、管理和开发与集成的开放、性能、安全平台，支持微信、企业微信、钉钉接入。CMP 平台技术及企业级移动应用规模目前处于国内及行业前列。
移动平台	协同移动平台 (CMP)	规模化商业应用	CIP 全面贯通 V5 协同平台内外，提供各种级别多种系统的集成服务，帮助企业实现主数据统一、消息/待办统一、门户统一、业务流程统一、业务报表统一、身份认证统一，构建统一的企业信息化管理平台。
集成平台	协同集成平台 (CIP)	规模化商业应用	CDP 对个人和组织协同行为数据和协同业务数据制定标准，对协同行为和协同业务数据进行统一存储、融合与管理、为基于大数据的数据分析和智能化应用提供基础数据支撑。
数据平台	协同数据平台 (CDP)	部分商业应用	

协同关键技术	组织权限引擎	规模化商业应用	组织权限引擎能够支持政府、事业、大型集团化企业以及各种中小型组织的描述，为协同管理软件的业务场景、项目场景和工作场景提供了基础支撑，确保通过实施完成业务流程、工作流程的支持。系统支持矩阵模型、动态业务团队和项目团队的描述。
	工作流引擎	规模化商业应用	提供对制度的完整解析运转，支持基于组织架构和人员的任意随机流程流转，对刚性制度和柔性、灵活业务诉求和问题解决协作的完整支持，该项技术获得国家发明专利。
	智能表单引擎	规模化商业应用	支持各类表单定义设计和运行流转，高效率构建企业或组织不同业务场景，为企业工作管理、业务应用的弹性定制提供基础技术支持，是公司产品化发展、平台化突破的关键技术。
	门户技术 (EIP)	规模化商业应用	是协同管理及业务应用的统一门户，支持多种个性化皮肤和信息内容及窗体自定义组合，满足各类组织和角色信息呈现的要求；同时支持桌面及移动端门户构建。
多级信息交换	开放协同互联技术 (OCIP)	规模化商业应用	通过 OCIP 完成以 OFD 为主的国家电子公文规范信息交换；通过 OCIP+G6 部署，实现与产品部署无关的业务处理与信息聚合。可应用于跨组织及产业链协同应用场景，具有行业创新性。
信息技术应用创新	G6-N 信息技术应用创新技术	规模化商业应用	国产软硬件、内网环境下性能、稳定性优化的协同产品。在信息安全状态下性能达到互联网行业标准。G6-N 是通过国家安全可靠认证的、成功部署应用的协同软件产品。
协同 PaaS 平台	PaaS 平台技术 Formtalk	规模化商业应用	创新性的公有云 PaaS 平台，可快速实现行业轻量级 SaaS 部署应用。扩展私有化部署模式下的应用边界，为跨组织、跨行业大协同体系建设与应用提供技术支撑。

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

3.3 生态建设打通产业链资源，赋能产品化战略

公司通过联合协同管理软件上下游产业链资源，不断强化协同产业生态建设。供应端，通过整合第三方软硬件、国产产品、互联网及增值服务等厂商，构建起包括腾讯、华为、阿里、中国移动等在内的合作生态，进一步扩大企业级协同应用解决方案的广度和深度。客户端，除 600 多家活跃、稳定的销售伙伴外，还在全国范围内发展和建立超过 100 家包括咨询、实施交付、业务构建、定制开发、运维服务等在内的专业服务合作伙伴，所有专业服务伙伴将取得公司专业化认证和培训，进一步充实公司在专业服务体系方面的资源和覆盖能力。2020 年，公司新拓展伙伴 153 家，其中系统集成商 33 家，行业伙伴 20 家；全年通过致远专业认证的伙伴从业人员为 2,253 人，其中新增伙伴通过认证的从业人员为 1,050 人，进一步提升伙伴经营专业性。我们认为，公司行业伙伴和专业服务合作伙伴生态的建设，能够有效补充产品标准化建设后无法覆盖的部分客户个性化需求，持续赋能公司产品化战略发展。

图 35：公司协同生态图谱



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 36：生态伙伴“蜂巢计划 3.0”发布仪式



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

3.4 营销网络及客户基础构筑销售端竞争基石

目前，公司软件产品已成功应用于 30 多个细分行业，服务超过 30,000 家企业客户和政府组织，在国内协同管理软件行业树立起较高的品牌知名度和较为广泛的客户基础，收入中老客户复购占比过半，客户黏性强。此外，公司在全国建立了超过 30 个分支机构，发展超过 600 家销售伙伴，有效实现了对不同区域、不同行业、不同规模企业组织的营销覆盖。目前公司拥有包括合作伙伴在内的超过 1,500 人的营销与服务队伍，覆盖全国 100 多个城市，构建起成熟、稳定、多层次的营销服务体系。我们认为，协同管理软件行业属于典型的 To B 业务，客户黏性相对较强，营销渠道的大规模覆盖和巨量的客户基础及成功实施案例将进一步构筑公司在销售端的核心竞争力。

图 37：公司客户图谱



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 38：公司竞争优势总结



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

收入及毛利率假设：

协同管理软件业务：公司协同管理软件业务主要包括 A8 产品、G6 产品、A6 产品以及第三方软件及其他产品。考虑到国内协同办公市场规模增长及集中度有望进一步向头部厂商集中，我们预计 A8 产品 2021-2023 年营收增速将分别达到 29.69%、27.18%及 26.13%；考虑到公司产品化战略的持续深入，产品毛利率有望进一步提升，分别达到 77.20%、77.30%和 77.40%。G6 产品方面，考虑到 2021 年信创在党政单位的快速放量，我们预计 G6 产品增速有望达到 144.63%；2022 年随着党政信创渗透率趋于饱和，事业单位信创刚刚开始放量，增速将有一定回落，预计为 53.95%；2023 年随着事业单位快速放量，增速将开始回升，预计为 72.02%；G6 产品毛利率预计分别为 72.00%、72.10%和 72.20%。随着公有云模式的推出，A6 产品规模将逐渐下降，毛利率分别为 92.10%、92.20%和 92.30%。综合各类产品，我们预计 2021-2023 年公司协同管理软件业务营收将分别达到 9.55 亿元、12.59 亿元及 17.29 亿元，增速分别达到 42.14%、31.76%及 37.31%，毛利率为 75.13%、75.28%和 75.22%。

技术服务业务及其他业务：受益于协同管理软件业务销售额的增长，我们预计 2021-2023 年公司技术服务业务也将保持稳定增长，营收分别达到 1.06 亿元、1.26 亿元和 1.51 亿元，增速保持在 19%，毛利率保持在 93.20%；其他业务占比较小，总体略有上涨，分别达到 200 万元、220 万元和 240 万元。

表 7：公司分业务营收预测

营收预测	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
协同管理软件（百万元）	623.06	672.18	955.44	1,258.89	1,728.63
同比增速（%）	18.75%	7.88%	42.14%	31.76%	37.31%
毛利率（%）	74.65%	74.96%	75.13%	75.28%	75.22%
A8 产品（百万元）	475.58	535.17	694.04	882.65	1,113.24
同比增速（%）	16.68%	12.53%	29.69%	27.18%	26.13%
毛利率（%）	75.81%	77.08%	77.20%	77.30%	77.40%
G6 产品（百万元）	80.81	89.28	218.40	336.24	578.38
同比增速（%）	28.86%	10.48%	144.63%	53.95%	72.02%
毛利率（%）	69.40%	71.75%	72.00%	72.10%	72.20%
A6 产品（百万元）	45.51	28.83	26.00	24.00	22.00
同比增速（%）	42.80%	-36.65%	-9.82%	-7.69%	-8.33%
毛利率（%）	95.33%	92.02%	92.10%	92.20%	92.30%
第三方软件及其他（百万元）	21.16	18.90	17.00	16.00	15.00
同比增速（%）	-6.04%	-10.68%	-10.05%	-5.88%	-6.25%
毛利率（%）	24.29%	4.29%	5.00%	5.00%	5.00%
技术服务（百万元）	75.26	89.31	106.28	126.47	150.50
同比增速（%）	43.85%	18.67%	19.00%	19.00%	19.00%
毛利率（%）	88.20%	93.11%	93.20%	93.20%	93.20%
其他业务（百万元）	1.52	1.80	2.00	2.20	2.40
同比增速（%）	39.45%	18.42%	11.11%	10.00%	9.09%
毛利率（%）	57.24%	64.44%	60.00%	60.00%	60.00%

总营收 (百万元)	699.84	763.29	1,063.72	1,387.56	1,881.53
同比增速 (%)	21.06%	9.07%	39.36%	30.44%	35.60%
毛利率 (%)	76.07%	77.06%	76.91%	76.89%	76.64%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

期间费用率假设:

销售费用率: 考虑到公司“云营销”平台等管理措施的在线赋能, 公司营销管理效率有望持续提升, 加之营业收入的快速增长, 我们认为公司销售费用率将保持下降趋势, 预计 2021-2023 年公司销售费用率分别为 42.5%、42%和 41.5%。

管理费用率: 近年, 公司管理费用率整体呈逐年下降趋势。我们认为, 伴随营收的快速增长, 2021-2023 年, 公司管理费用率有望继续保持下行趋势, 分别为 9.0%、8.8%和 8.6%。

研发费用率: 公司重视研发投入, 近年研发费用率始终保持在 12%以上, 考虑到 2020 年开始启动 V8 新一代平台等新产品技术研发, 预计 2021 年公司研发费用率将有一定提升, 2021-2023 年研发费率分别保持在 16%、15%和 15%。

表 8: 公司期间费用率预测

期间费用率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	42.98%	43.09%	42.50%	42.00%	41.50%
管理费用率	9.76%	9.33%	9.00%	8.80%	8.60%
研发费用率	12.77%	15.67%	16.00%	15.00%	15.00%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

根据以上假设, 我们预计公司 2021-2023 年将分别实现营收 10.64 亿元、13.88 亿元及 18.82 亿元, 同比增速分别达到 39.36%、30.44%及 35.60%; 实现归母净利润 1.48 亿元、2.10 亿元及 2.93 亿元, 增速分别达到 37.18%、42.59%及 39.27%, 对应每股盈余分别为 1.92、2.73 和 3.81。

估值与投资评级

公司主营业务为协同管理软件, 行业较为成熟, 我们采用 PE 估值法对其进行估值, 选取同行业泛微网络及相关行业用友网络、太极股份及赛意信息作为可比公司, 参考可比公司平均 PE, 同时考虑到公司作为国内协同管理软件龙头厂商的竞争地位, 给予其 2022 年 45x PE 估值, 2022 年盈利预测 EPS 为 2.73 元, 对应 2022 年目标股价为 123 元/股。

表 9: PE 估值

股票代码	公司名称	收盘价	总股本	总市值	EPS (万得一致预测)			P/E		
		2021/07/07	(亿股)	(亿元)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603039.SH	泛微网络	79.50	2.61	207.19	0.96	1.19	1.45	82.81	66.81	54.83
600588.SH	用友网络	31.49	32.71	1,029.89	0.34	0.43	0.57	92.62	73.23	55.25
002368.SZ	太极股份	20.78	5.80	120.45	0.84	1.04	1.30	24.74	19.98	15.98
300687.SZ	赛意信息	22.56	3.53	79.56	0.71	1.00	1.41	31.77	22.56	16.00

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 26

			平均值					57.99	45.65	35.51
688369.SH	致远互联	66.84	0.77	51.46	1.92	2.73	3.81	34.86	24.45	17.56

资料来源：Wind，信达证券研发中心

首次覆盖，给予“买入”评级。公司是国内协同管理软件龙头厂商，产品端形成“三横三纵”发展布局，客户覆盖面广，产品形态先进；技术端持续研发投入打造平台化核心技术底座，支撑公司产品平台化、云化战略；产业链生态伙伴建设持续支撑公司产品化战略；营销网络全国布局，积累丰富的渠道及客户资源。受益于信创、产业数字化及 SaaS 云化带来的行业景气度持续提升，公司有望凭借其龙头竞争优势抢占更多市场份额，持续分享行业增长红利。预计公司 2021-2023 年每股盈余分别为 1.92、2.73 和 3.81，参考 PE 估值，给予 2022 年 45x PE，目标股价 123 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素

1. 政企、事业单位信创推进速度不及预期；
2. 行业整体发展速度不及预期；
3. 行业竞争加剧，公司协同管理软件业务拓展不及预期。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,640	1,766	2,072	2,435	2,999
货币资金	768	1,573	1,543	1,838	2,298
应收票据	6	12	13	18	25
应收账款	96	121	158	208	284
预付账款	8	12	14	19	26
存货	5	4	7	9	12
其他	756	44	336	343	353
非流动资产	44	76	93	94	94
长期股权投资	0	12	27	27	27
固定资产(合计)	16	16	19	21	22
无形资产	0	0	0	0	0
其他	27	48	47	46	45
资产总计	1,683	1,842	2,164	2,528	3,094
流动负债	454	518	731	938	1,286
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	59	67	92	120	165
其他	395	451	639	819	1,121
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	454	518	731	939	1,286
少数股东权益	7	13	22	35	54
归属母公司股东权益	1,222	1,311	1,411	1,554	1,754
负债和股东权益	1,683	1,842	2,164	2,528	3,094

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	700	763	1,064	1,388	1,882
同比(%)	21.1%	9.1%	39.4%	30.4%	35.6%
归属母公司净利润	97	108	148	210	293
同比(%)	33.6%	10.4%	37.2%	42.6%	39.3%
毛利率(%)	76.1%	77.1%	76.9%	76.9%	76.6%
ROE(%)	8.0%	8.2%	10.5%	13.5%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.40	1.92	2.73	3.81
P/E	46.41	54.95	34.86	24.45	17.56
P/B	3.70	4.51	3.65	3.31	2.93
EV/EBITDA	52.39	66.18	39.13	23.47	14.31

利润表

单位：百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	700	763	1,064	1,388	1,882
营业成本	167	175	246	321	440
营业税金及附加	7	7	12	15	21
销售费用	301	329	452	583	781
管理费用	68	71	96	122	162
研发费用	89	120	170	208	282
财务费用	-8	-8	-11	-12	-15
减值损失合计	0	0	-1	-2	-3
投资净收益	4	17	17	23	32
其他	29	39	53	69	94
营业利润	109	126	168	240	335
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	109	124	168	240	335
所得税	7	9	11	16	23
净利润	102	116	156	224	312
少数股东损益	4	8	9	13	19
归属母公司净利润	97	108	148	210	293
EBITDA	72	66	92	141	199
EPS(当年)(元)	1.27	1.40	1.92	2.73	3.81

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	97	125	308	343	526
净利润	102	116	156	224	312
折旧摊销	5	5	4	2	3
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-4	-17	-17	-23	-32
营运资金变动	-6	22	163	137	240
其它	1	0	1	2	3
投资活动现金流	-731	713	-290	20	29
资本支出	-4	-5	-6	-3	-4
长期投资	-731	700	-301	0	0
其他	4	18	17	23	32
筹资活动现金流	816	-33	-47	-67	-94
吸收投资	856	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-18	-33	-47	-67	-94
现金净增加额	182	804	-30	295	460

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016年加入海通证券，17、19年所在团队新财富第四，2020年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

宋黎超，帝国理工学院，研究方向金融。三年咨询经验，曾担任TMT行业研究员，2020年加入信达证券，担任计算机行业分析师。

罗云扬，北京科技大学，研究方向应用物理。曾担任世纪证券研究所，计算机行业研究员，三年行业经验。2020年加入信达证券，担任计算机行业分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。