

# 致远互联 (688369)

证券研究报告

2021年08月16日

## 受益行业信创，OA 领军有望进入高增长通道

### 1、致远互联作为协同管理软件行业领军企业，经营指标良好

致远互联是中国领先的协同管理软件提供商，自 2002 年成立以来，始终专注于企业级管理软件领域。公司主要产品为基于协同管理平台 V5 研发的针对大中型企业、中小型企业 and 政府组织与事业单位的协同管理软件产品 A8、A6 和 G6。公司自主研发的 PaaS 平台 Formtalk 可提供人力资源云、数据采集云服务，与 V5 实现混合云部署。公司经营状况良好，2020 年营业收入 7.61 亿元，疫情下保持持续增长。高产品化程度使得公司毛利率较高，2016 年至 2010 年始终保持在 75%以上。现金流体现了公司的高质量经营。

### 2、面向企业全域全员的协同应用，协同管理软件行业增长空间广阔

协同管理软件是面向企业全员的、覆盖全部业务流程和应用场景的产品。其核心价值在于互联互通、提升政企运行效率。从 OA 软件发展为全领域、全员的业务协同应用，功能范围仍在不断拓展。行业持续增长有三大驱动力：1. 企事业单位数量保持增长，数字化转型需求广阔；2. 行业信创 OA 改造规模可观，且有望首先受益于信创加速，仅三类银行的协同管理软件信创转型空间就超过 16 亿元；3. 新一代信息技术推动行业发展，云+平台化趋势明确。

### 3、信创与云、渠道、战略三大核心竞争力，致远互联头部优势持续

协同管理和移动办公行业整体竞争格局分散，市场集中度较低，大部分厂商规模较小。少数在产品研发、品牌建设、运营体系等方面具有先发优势的全国性厂商具有先发优势和规模效应。处在行业领先地位的致远互联，产品体系完整，不仅实现各类客户全覆盖，在信创领域布局较早，产品体系与配套服务完善，使得信创业务成为全新增长点；基于自主研发的 PaaS 平台，以 HR 和数据采集业务为切入点开启云化布局；公司在渠道建设方面大力发展生态伙伴，通过建设“云营销平台”提高实施效率；坚定“平台化”和“云转型”战略，下一代云原生协同管理技术平台 V8 进行中。

### 4、估值与投资建议

考虑到致远互联在协同管理软件行业的领先地位，企事业单位数字化转型需求、政策以及新一代信息技术带来的行业发展，信创业务、云服务和渠道建设为公司带来的增长，以及战略布局方面的核心竞争力，我们给予致远互联 2022 年 45X PE，公司 21/22 年营收有望达到 10.38/14.12 亿元，21/22 年净利润有望达到 1.30/1.79 亿元，目标价 104.85 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**疫情反复带来的不确定性风险；市场竞争加剧风险；新技术研发进度不及预期风险；研发人员及业务人员流失风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	699.84	763.29	1,038.46	1,412.30	1,949.26
增长率(%)	21.06	9.07	36.05	36.00	38.02
EBITDA(百万元)	164.81	201.03	136.56	216.86	291.68
净利润(百万元)	97.47	107.60	129.93	179.34	238.42
增长率(%)	33.56	10.40	20.75	38.03	32.95
EPS(元/股)	1.27	1.40	1.69	2.33	3.10
市盈率(P/E)	53.08	48.08	39.82	28.85	21.70
市净率(P/B)	4.23	3.95	3.67	3.36	3.02
市销率(P/S)	7.39	6.78	4.98	3.66	2.65
EV/EBITDA	18.14	21.30	22.24	16.01	8.19

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	71.55 元
目标价格	104.85 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	76.99
流通 A 股股本(百万股)	58.37
A 股总市值(百万元)	5,508.60
流通 A 股市值(百万元)	4,176.35
每股净资产(元)	17.12
资产负债率(%)	22.40
一年内最高/最低(元)	84.20/49.92

### 作者

缪欣君 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《致远互联-年报点评报告:云与信创快速推进，一季度业绩超预期》2021-04-28
- 《致远互联-首次覆盖报告:新产品新客户，21 年有望迎来增长拐点》2020-12-29

## 内容目录

1. 协同管理软件行业领军企业 .....	4
2. 三大驱动力推动行业增长 .....	7
2.1. 协同管理软件：覆盖企业全场景、互联互通提升运营效率 .....	7
2.2. 三大驱动力推动行业增长 .....	8
2.2.1. 驱动力一：企事业单位数量保持增长，数字化转型需求明确存在 .....	8
2.2.2. 驱动力二：政策助力市场发展，信创 OA 改造规模可观 .....	9
2.2.3. 驱动力三：新一代信息技术推动行业发展，云+平台化趋势明确 .....	10
3. 竞争分析 .....	10
3.1. 行业整体集中度低，头部企业先发优势和规模效应凸显 .....	10
3.2. 与友商的对比分析 .....	10
3.3. 核心竞争力 .....	11
3.3.1. 产品体系：信创与云业务成为全新增长点 .....	11
3.3.2. 渠道建设：大力发展生态伙伴，“云营销平台”提高实施效率 .....	12
3.3.1. 战略布局：“平台化”+“云转型”，下一代 V8 云原生研发进行中 .....	14
4. 结论与投资建议 .....	14
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1：致远互联发展历程 .....	4
图 2：致远互联协同管理软件产品对比 .....	4
图 3：致远互联主要业务流程 .....	5
图 4：致远互联各行业重点客户 .....	5
图 5：主营业务营收及毛利率 .....	6
图 6：2020 年致远互联收入比例（单位：千万元） .....	6
图 7：净利润及扣非归属母公司的净利润（单位：千万元） .....	7
图 8：经营性现金流量净额（单位：千万元） .....	7
图 9：协同管理软件功能 .....	7
图 10：协同管理平台应用与企业的架构示例 .....	7
图 11：2014-2019 年中国各类法人单位数（单位：千万） .....	8
图 12：2005-2019 年中国数字经济规模及占 GDP 比重 .....	8
图 13：中国信创生态市场规模及发展趋势 .....	9
图 14：政策重点关注的信创领域分布情况 .....	9
图 15：致远互联和泛微网络的扣非净利润率比较 .....	11
图 16：致远互联和泛微网络的销售费用率比较 .....	11
图 17：致远互联政务客户保有量居行业领先 .....	12
图 18：致远互联协同生态图谱 .....	13
表 1：协同管理软件发展阶段 .....	8
表 2：银行业信创改造空间测算 .....	10

表 3: 致远互联及各友商对比 .....	10
表 4: 致远互联与泛微网络产品布局对比 .....	11
表 5: 致远互联云服务 .....	12
表 6: 致远互联生态伙伴类型 .....	12
表 7: 致远互联云营销平台功能 .....	13
表 8: 盈利预测 .....	14
表 9: 可比公司估值 .....	14

## 1. 协同管理软件行业领军企业

致远互联是中国领先的协同管理软件提供商。公司成立于 2002 年，自成立以来始终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。

公司的发展大致可以分为三个战略阶段：

1. **第一阶段（2002-2009 年）：产品化阶段，以协同工作为中心。**在这一阶段发布了公司最主要的协同管理软件产品 A6 和 A8。
2. **第二阶段（2010-2018 年）：产品化和平台化阶段，以协同管理为中心。**在这一阶段，企业需求从简单的流程化工作扩展到企业内部的协同管理，一个成熟的规模化平台可以用于快速构建适用于不同企业的协同管理软件产品。基于“平台化”战略，公司在这一时期发布了协同管理技术平台 V5 和 PaaS 平台 Formtalk，还发布了移动办公软件 M1 和政务协同软件 G6。
3. **第三阶段（2019 年至今）：产品化、平台化、数字化和生态化阶段，致力于打造协同运营中台，深度连接企业前台和后台。**企业数字化升级催生了“中台”需求，致远互联在这一阶段注重打造企业数字化运营中台，并通过发展协同生态提升行业解决能力。2020 年，公司开启新一代云原生协同管理平台 V8 的研发。

图 1：致远互联发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

致远互联的产品可以按客户类型分为三类，A8 主打大型企业、A6 主打中小型企业、G6 主要服务政府机关。A 系列面向企业市场，G 系列面向政务市场，均基于公司自主研发的协同管理技术平台 V5。除此之外，公司还推出了 PaaS 平台 Formtalk，基于该平台，公司提供人力资源云服务和数据采集云服务，丰富了现有功能体系。Formtalk 可与 V5 平台实现混合云部署，形成功能上的协同和补充。

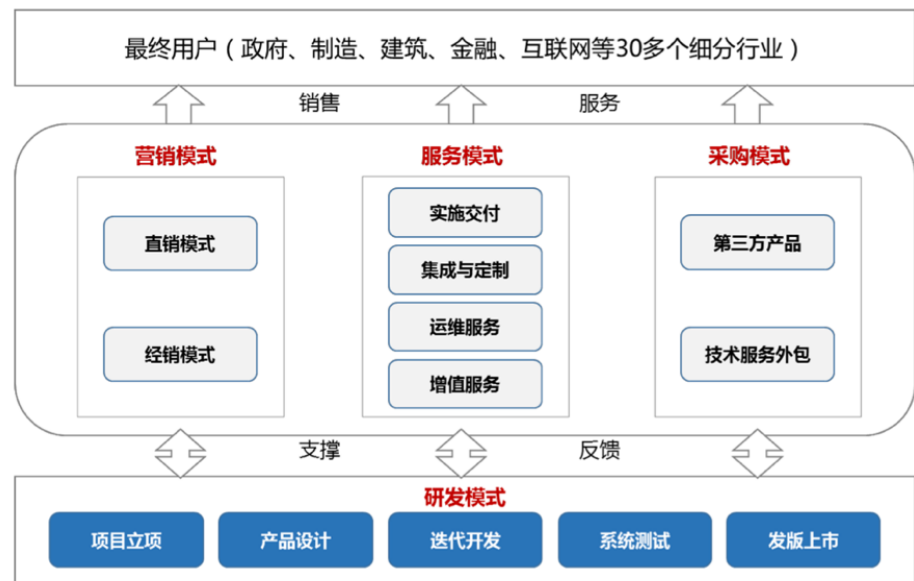
图 2：致远互联协同管理软件产品对比

	A8	A6	G6
• 收入占比	70.3%	3.8%	11.7%
• 信创环境	支持 (A8-N)	不支持	支持 (G6-N)
• 目标市场	中大型企业及集团化企业/组织	中小企业/组织	政府组织及事业单位
• 核心应用及功能	协同办公应用 协同业务应用 协同运营平台	协同办公应用 协同业务应用	政务办公应用 政务业务应用
• 低代码业务定制能力	支持	不支持	支持
• 部署方式	私有云	私有云、SaaS服务	私有云、专属云
• 收费模式	软件许可 业务包许可/定制	软件许可 业务包许可、订阅模式	软件许可、业务包许可/ 定制、专属云订阅模式

资料来源：2020 年公司年报、天风证券研究所

销售模式上，致远互联采取直销与经销相结合的销售模式，2020 年直销收入占比超过 75%。A8 系列产品、G6 系列产品以直销模式为主，重点定位在大中型企业以及政府机构。服务模式上，公司提供包括管理与业务咨询、产品实施交付、业务应用构建、客户化定制开发以及运维服务等专业服务，以满足客户在组织管理提升、业务流程优化、系统安装部署、应用扩展、系统持续优化以及技术支持服务等方面的需求。

图 3：致远互联主要业务流程



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

致远互联的客户分布于各个行业。经过多年专业协同软件市场的耕耘，公司软件产品已成功应用于 30 多个细分行业、超过 55,000 家的政府机构和企业级用户，包括 30 余家世界 500 强用户，在国内协同管理软件行业树立起了较高的品牌知名度和较为广泛的客户基础。

图 4：致远互联各行业重点客户

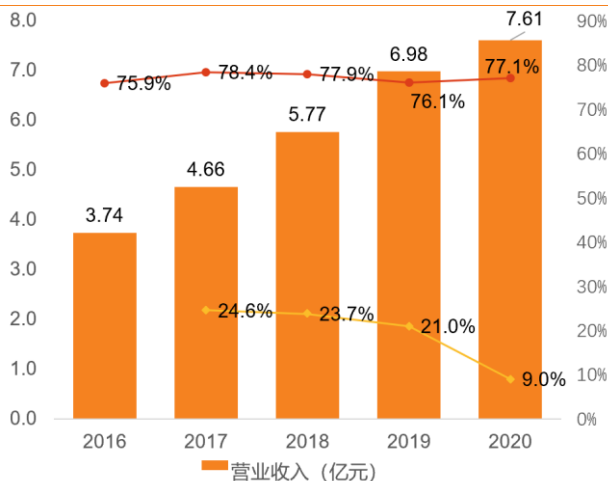


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

**致远互联营业收入持续增长。**2020 年营收 7.61 亿元，同比增长 9.0%，较 2019 年下降 12pct，主要系 2020 上半年新冠疫情的影响，增速有所下降。2016 年至 2020 年营业收入的复合增速为 19.4%，主要受益于国内企业、政府和事业单位的数字化升级转型。

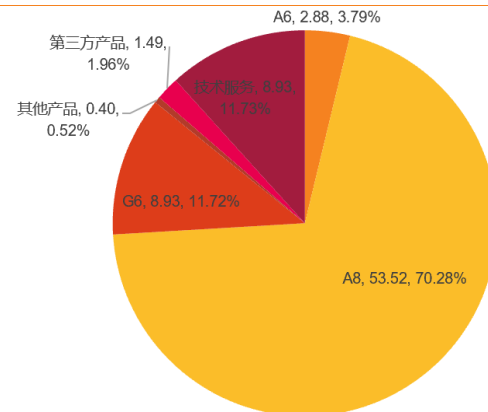
**产品化程度较高使得公司毛利率在 2016 年至 2020 年始终保持在 75%以上。**2020 年，公司营收 88%来自协同管理软件产品，其余来自技术服务。在所有产品中，面向大中型企业和组织的 A8 占据收入的 70%，A6 和 G6 销售收入占比分别为 3.8%和 11.7%。

图 5：主营业务营收及毛利率



资料来源：招股说明书、2019-2020 年公司年报、天风证券研究所

图 6：2020 年致远互联收入比例 (单位：千万元)



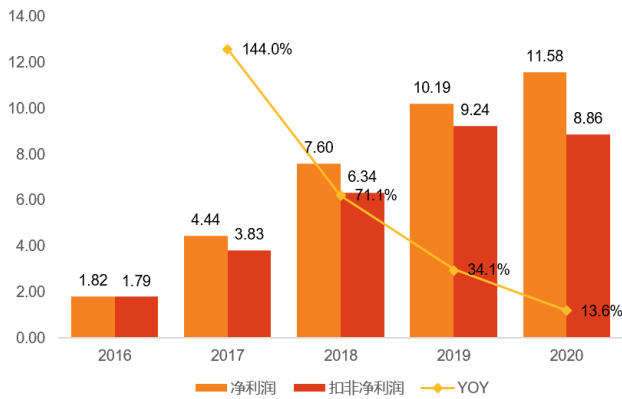
资料来源：2020 年公司年报、天风证券研究所

说明：其他产品主要为单独销售的 Formtalk 云平台及服务；第三方产品主要是客户委托公司代为采购的非本公司生产的软硬件，主要包括服务器、数据库、网络与存储设备、扩展应用软件等；公司的技术服务为公司为客户提供的运维服务和驻场服务。

公司 2020 年净利润为 1.16 亿元，同比增长 13.6%。扣非归母净利润为 8.86 千万元，同比下降了 0.1%。净利润增长部分来自于理财收入的增长。2020 年经营性现金流量净额为 1.25 亿元，同比增长 29.7%，2019 年由于公司经营费用增加以及经销商预付款减少，导致现金流较上一年有所下降。公司经营性现金流量净额历年均高于扣非归母净利润，体现了公司较高的经营质量。

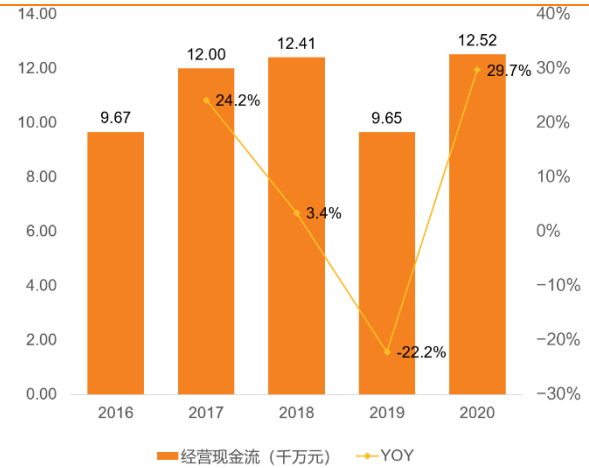


图 7：净利润及扣非归属母公司的净利润（单位：千万元）



资料来源：招股说明书、2019-2020 年公司年报、天风证券研究所

图 8：经营性现金流量净额（单位：千万元）



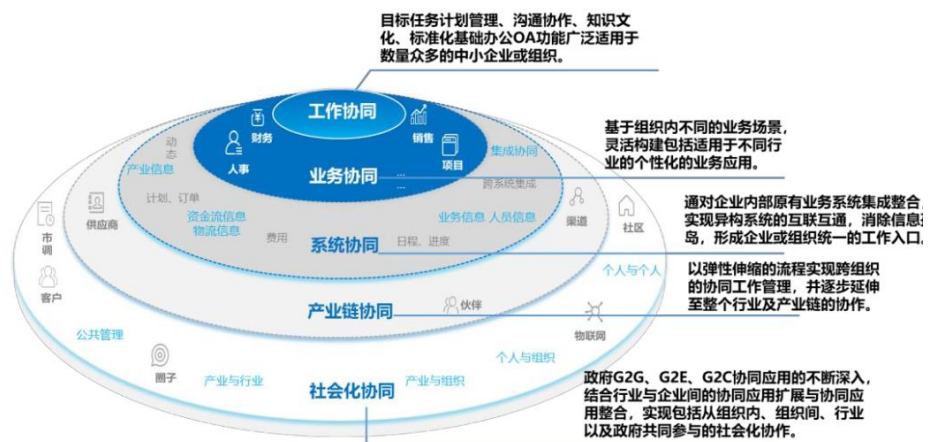
资料来源：招股说明书、2019-2020 年公司年报、天风证券研究所

## 2. 三大驱动力推动行业增长

### 2.1. 协同管理软件：覆盖企业全场景、互联互通提升运营效率

协同管理软件是面向企业全员的、覆盖全部业务流程和应用场景的产品。它使用信息技术对组织中的人、事、物以数字化手段进行有效连接，促进企业各环节的有序、高效运转，确保组织取得最优的绩效，达成企业战略目标。相比于以无纸化办公为目的的 OA，协同管理软件覆盖企业沟通、办公和业务的全领域，以提升企业运营管理效率为目的。协同管理平台可与后台 ERP 系统，以及前台业务进行对接。

图 9：协同管理软件功能



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

协同管理软件的核心价值在于互联互通、提升政企运行效率。在大型企业中，协同管理软件起到运营中台的作用，以业务中台、数据中台，连接中台和技术中台为核心；对于成长型中小企业来说，协同管理软件建立了统一的办公入口和覆盖全员的工作空间，可以规范管理、提升效率、控制风险，帮助中小企业持续发展；对于党政机关，协同管理软件在安全可信的基础上建立电子政务平台，解决公文管理等政务场景下的关键问题。

图 10：协同管理平台应用与企业的架构示例



资料来源：《致远 A8+协同管理软件-新一代智慧协同运营平台》、天风证券研究所

协同管理软件从 OA 软件发展为全领域、全员的业务协同应用，功能范围不断拓展。第一阶段的办公自动化软件(OA)主要针对企业内部文件流转的问题。第二阶段，流程化的需求丰富了功能，软件覆盖的业务范围扩大。第三阶段，随着厂商对业务的理解加深，协同管理平台的功能范围和应用边界进一步拓展，覆盖了所有办公场景，使用者通常为企业中所有人员。

表 1：协同管理软件发展阶段

所处阶段	技术基础	功能范围	发展情况
文档与信息共享阶段 (2000-2005)	局域网和关系数据库的进一步发展和完善	Office/WPS 等办公软件在文档电子化处理基础上实现了文件共享、信息共享等功能	由于缺乏组织模型、流程等手段支撑，各功能应用仍旧相对独立。以 OA 为代表的协同管理软件初具雏形，但尚未产生规模化成熟的产品模式和商业应用
组织与流程化协作阶段 (2005-2010)	互联网开始全面普及；Web/Service 与门户技术日益成熟	功能由原先的沟通协作、行政办公、信息共享等，逐步扩大延伸到组织内部的各项管理活动环节	拥有组织模型、流程表单技术的 OA 软件逐渐趋向成熟，成为组织运营管理的重要工具和手段
全面的组织协同管理阶段 (2010 至今)	移动互联网技术为代表新一代信息技术，包括云计算、大数据、AI 等	全域、全员、跨时空的业务协同应用	进一步提升了协同管理软件的功能内涵和应用边界，实现全域、全员、跨时空的业务协同应用，进一步推动协同管理软件的应用深度和广度

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 三大驱动力推动行业增长

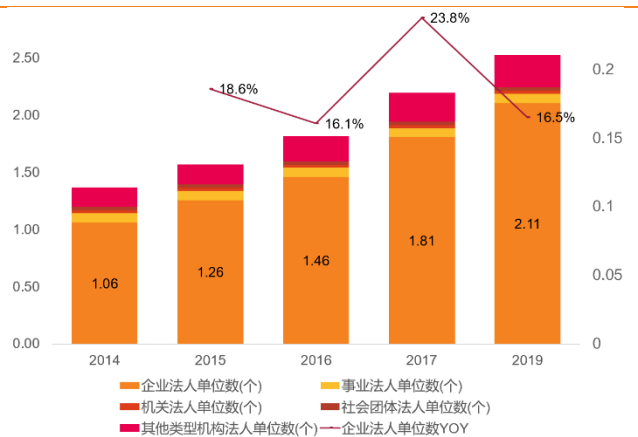
### 2.2.1. 驱动力一：企事业单位数量保持增长，数字化转型需求明确存在

企事业单位数量不断增加，数字化转型需求广阔。在 2014 年至 2019 年间，企业法人数量从 1.06 千万增加至 2.11 千万个，复合增长率为 14.7%。快速扩充了潜在用户规模，并且仍处在增长期。另一方面，企业数字化转型需求强烈，数字经济发展迅速。在全球经济与商业环境变革背景下，国内企业正步入经营模式转型时期，供给侧改革、原材料与劳动成本的上升、高效服务型政府建设等，促使企业、政府进一步提高信息化水平，降低管理成本、提升管理水平和服务效率。

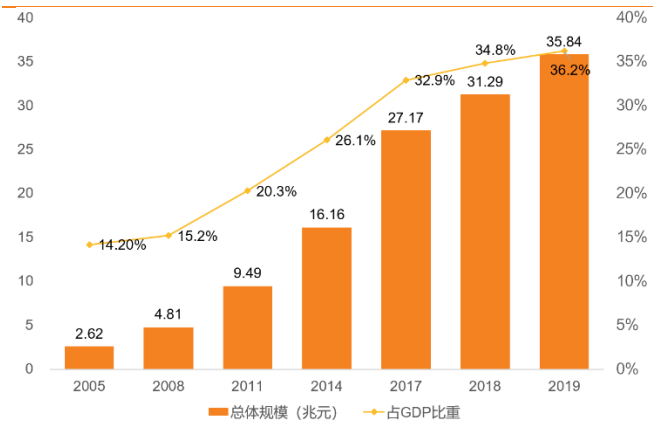
图 11：2014-2019 年中国各类法人单位数（单位：千万）

图 12：2005-2019 年中国数字经济规模及占 GDP 比重





资料来源：国家统计局、天风证券研究所



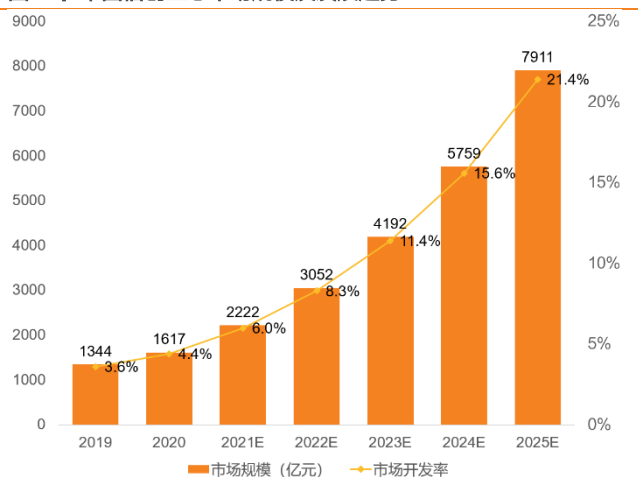
资料来源：中国信息通信研究院《中国数字经济发展白皮书(2020年)》、天风证券研究所

**外部政策与内部需求共同推动企业管理信息化。**2020 年新冠疫情对国内经济发展影响深远，国务院旨在通过数字经济来带动其他产业发展，以此应对疫情的负面影响，“新基建”鼓励加强数字经济发展所需的基础设施建设。中国数字经济占 GDP 比重已从 2005 年的 14.2% 增长到 2019 年的 36.2%。目前企业管理信息化的需求已经开始由外部推动型向企业内生自主需求转变，以适应数字经济时代的诸多变化，协同管理软件已经逐步成为国内企业以及政府数字化转型升级的重要战略工具。

### 2.2.2. 驱动力二：政策助力市场发展，信创 OA 改造规模可观

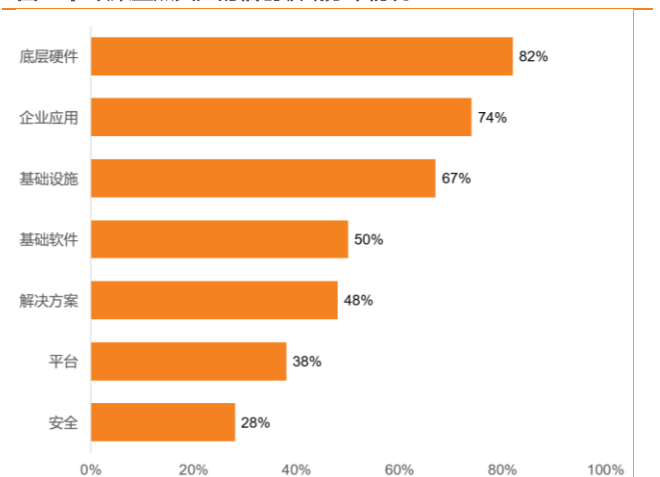
**需求+政策共同推动信创市场高速发展。**随着国家信息化总体战略布局的推进，特别是数字化转型升级速度的加快，下游行业的信息化建设需求不断扩大，这将有助于推动公司所在行业的发展。据《2021 年中国信创生态报告》，中国信创生态市场实际规模 2020 年为 1617 亿元，预计未来五年复合增长率将达到 37.4%，2025 年将达到近 8000 亿元规模，持续保持增长。从政策关注的信创领域来看，企业应用（包括企业应用软件、工业软件 and 办公套件在内）是仅次于底层硬件的支持力度最大的领域。

图 13：中国信创生态市场规模及发展趋势



资料来源：《2021 年中国信创生态报告》、天风证券研究所

图 14：政策重点关注的信创领域分布情况



资料来源：《2021 年中国信创生态报告》、天风证券研究所

**行业信创 OA 改造规模可观，且有望首先受益于信创加速，仅以银行业为例，信创 OA 改造空间保守估计为 16 亿元。**根据采招网数据，城商行平均采购金额为 78.1 万元，其中涉及国产化替代的平均改造金额为 71.9 万元，信创化改造比例达到 92.1%。以当前 15 家政策性/股份制银行、133 家城商行和 1529 家农商行的数量计算，若信创化改造比例均为 92.1%，仅这三类银行的信创改造空间至少为 16 亿元。而银行业目前登记的法人数量为 4604，采招网可查询订单数量有限，成长空间远远不止于此。

表 2：银行业信创改造空间测算

银行类别	银行数量	平均采购金额（万元）	平均改造金额（万元）	改造金额/采购金额	对应改造空间（万元）
政策性/股份制银行	15	634.5	-	92.1%（假设）	8,769.43
城商行	133	78.1	71.92	92.1%	9,564.92
农商行	1539	102.1	-	92.1%（假设）	144,819.31
				小计	163,153.66

资料来源：中国银保监会、采招网，天风证券研究所

### 2.2.3. 驱动力三：新一代信息技术推动行业发展，云+平台化趋势明确

移动互联网技术云计算、大数据、AI 等新一代信息技术发展推动了协同管理软件发展，使得协同管理软件具备更加丰富功能内涵。云计算技术的快速发展加快了行业和企业 IT 基础架构方面向 IaaS 架构迁移，同时也推动着 SaaS/PaaS 模式的协同管理软件与服务在企业中的应用。移动互联网的发展为企业组织的工作管理模式、运营效率提升带来了新的机遇。

## 3. 竞争分析

### 3.1. 行业整体集中度低，头部企业先发优势和规模效应凸显

协同管理和移动办公行业整体竞争格局分散，市场集中度较低。目前厂商较多，但大多数厂商规模不大。随着竞争日趋激烈，客户倾向于经验丰富、已经使用过的成熟品牌，少数在产品研发、品牌建设、运营体系等方面具有先发优势的全国性厂商将进一步提升市场占有率。另一方面，对于大中型企业来说服务类软件更换成本较高，先进入市场、先完善产品体系、先布局的品牌将具有先发优势。

目前，公司在移动办公市场的主要友商包括泛微科技、蓝凌软件和慧点科技等。根据各公司披露的客户数量规模，可以看出致远互联和友商泛微网络处在行业领先地位，且作为目前行业内唯二两家上市公司，公开信息较为丰富，接下来将着重对比致远互联与友商泛微网络。

表 3：致远互联及各友商对比

	成立时间	客户规模
致远互联	2002 年	超过 30000 家政企用户、超过 30 家世界 500 强用户、超过 100 家中国 500 强企业用户、省级政务市场占有率>18%
泛微网络	2001 年	超过 50000 家政企用户、超过 44 家世界 500 强用户、超过 160 家中国 500 强企业用户
蓝凌软件	2001 年	超过 30000 家客户，3000 万企业用户使用
慧点科技	1998 年	以近 70 家央企和超过半数的中国百强企业为代表的数千余家大型客户

资料来源：致远互联及友商官网，天风证券研究所

### 3.2. 与友商的对比分析

致远互联与泛微网络的产品体系都实现了各类客户全覆盖，并各有拓展。致远互联面向政府机关推出专门产品，基于协同管理拓展到 HR 业务。致远互联和泛微网络针对大中型企业、中小型企业、政府组织和事业机关均推出了专门产品，此外研发了 PaaS 平台 Formtalk，可以协同其他管理软件产品实现混合云部署。针对政府组织和事业机关推出了专门的 G6 产品，针对“三重一大”等特色业务需求，深度匹配政府机关和事业单位的应用需求，此外 A8 产品也支持信创业务。泛微则在电子签产品方向有所发展。

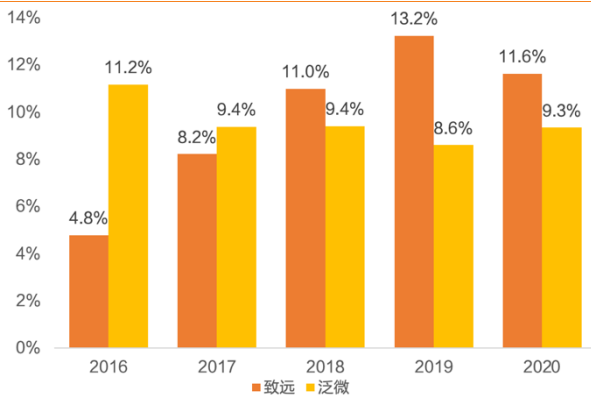
表 4：致远互联与泛微网络产品布局对比

功能类型	致远互联	泛微网络
大中型企业	A8	e-cology
中小型企业	A6	e-office
政府组织和事业机关（信创）	专用产品 G6、A8-N	e-nation
云计算应用	A6（SaaS 模式）； Formtalk（PaaS 平台）	移动办公云 eteams（SaaS 订阅模式）

资料来源：致远互联及友商官网，天风证券研究所

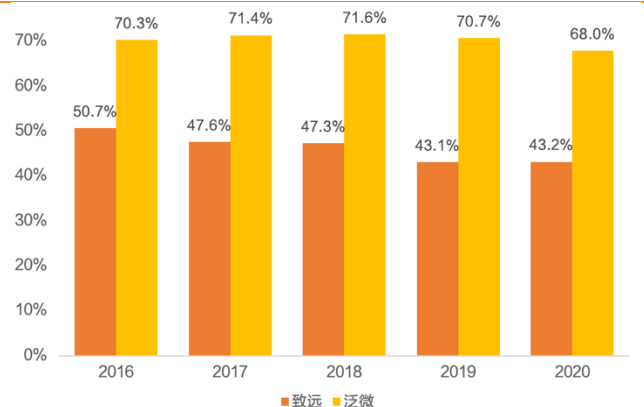
致远互联扣非净利润率较高，主要原因为销售费用率低于友商。2018 年、2019 年和 2020 年致远扣非净利润率分别为 11.0%、13.2%和 11.6%，均高于友商的 9.4%、8.6%和 9.3%。主要原因包括销售费用率的差异，2018 年、2019 年和 2020 年致远的销售费用率分别为 47.3%、43.1%和 43.2%，远低于友商的 71.6%、70.7%和 68.0%。

图 15：致远互联和泛微网络的扣非净利润率比较



资料来源：致远互联招股说明书、年报、泛微网络年报、天风证券研究所

图 16：致远互联和泛微网络的销售费用率比较



资料来源：致远互联招股说明书、年报、泛微网络年报、天风证券研究所

致远互联与泛微网络都采用直销与经销相结合的方式。应用于大中型企业的产品采用直销，针对中小型企业产品采用经销模式，但具体方式上存在区别。致远互联的直销产品由公司直接与客户签约并交付产品，经销产品采取经销商模式，将产品以买断方式销售给经销商，由经销商与终端用户签署合同、交付产品和服务。公司与经销商按折扣结算产品额，并辅助经销商进行业务培训和业务支持。这种方式以较低的成本拓展了销售渠道，但对客户可控性较弱，所以仅作为补充方式。

泛微网络采用“总部-大区-本地化服务团队”的体系。在全国各地设有区域授权业务运营中心，负责本地化的客户服务。占据营收绝大部分的直销产品由公司负责签约，各区域机构完成最终交付并提供服务。而软件产品的销售和技术服务收入均计入年报。

### 3.3. 核心竞争力

#### 3.3.1. 产品体系：信创与云业务成为全新增长点

致远互联在信创领域布局较早，产品体系与配套服务完善，针对政务信息化市场建立公司级独立事业部“致远政务”，围绕政府部门“办文、办会、办事”等核心业务推出专用产品 G6 及配套服务。公司成功抓住了政府组织与事业机关国产化软硬件替代的趋势，服务于超过 5000 家政府单位，省级和市级客户占有率超过 19%和 25%。

公司注重信创产品的开发与升级。2020 年升级政务信创产品 G6-N 至 V5.0 版本，增加公文定制平台、督察督办能力，针对企业和事业单位应用，发布了行业信创产品 A8-NV8.0，对主流信创基础软硬件和网络环境做了全面适配。积极组织 and 参与信创生态联盟，入选信创图谱。公司的信创解决方案及应用通过了国家电子公文标准符合认证，通过了国家信息中心等保 2.0 应用安全测试。

信创业务已经成为致远互联全新增长点。2020 年，公司信创业务实现收入 5,174.45 万元，

同比增加 3,931.51 万元，增幅为 316.31%。直销成交客户中信创合同金额 11,267 万元，同比增长 601.23%，其中，政务信创合同金额 10,013 万元，同比增长 545.14%；围绕金融行业、烟草行业和军工行业等重点行业，行业信创从零突破，实现合同金额 1,254 万元。

图 17：致远互联政务客户保有量居行业领先



致远互联的云服务涵盖 HR 和数据采集业务。公司基于自主研发的 Formtalk PaaS 平台提供数智人力资源云服务，并满足客户“协同+HR”的整合需求。数据采集云服务则满足客户内外数据采集的社会化协同需求。2020 年，公司云业务转型取得高速发展，实现云业务收入 4,714.97 万元，同比增加 2,883.32 万元，增幅为 157.42%。

表 5：致远互联云服务

云服务	应用场景	服务特性
人力薪税云 (薪事力)	组织人事、薪酬社保、招聘管理、绩效管理、考勤管理、成本管理等	深度连接协同管理平台，实现组织架构打通、数据双向同步，支持在协同管理平台中直接使用 HR 应用，赋能协同；打通 HR “软件+服务”的生态，为组织提供灵活用工、人才盘点等专业 HR 服务，帮助企业实现 DHR 数智化转型
数据采集云	<p><b>企业客户：</b>资产/设备/产品报修、客户服务工单提交、处理和评价反馈、供应商准入和询价报价等；</p> <p><b>政府客户：</b>防疫上报、信访投诉、服务申请等</p>	数据采集和数据流转的自定义搭建、智能报表分析等能力，满足客户数据采集的个性化需求，面向组织内部或上下游的多层级的数据采集、流转、处理场景等

资料来源：公司 2020 年年报，天风证券研究所

### 3.3.2. 渠道建设：大力发展生态伙伴，“云营销平台”提高实施效率

致远互联注重生态伙伴发展，伙伴类型包括授权经营、营销、解决方案、战略合作、实施交付和咨询等。2020 年，新拓展伙伴 153 家，其中系统集成商 33 家，行业伙伴 20 家，丰富伙伴类别，优化伙伴结构；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，提升伙伴经营专业性。2020 年，有近 200 家咨询、实施交付伙伴通过其专业服务围绕致远云营销服务平台为客户提供服务。

表 6：致远互联生态伙伴类型

伙伴类型	描述
城市专营伙伴	基于致远互联品牌授权的合作伙伴，具有授权经营城市的独家经营权，享有致远互联全线产品的经销与服务权利，逐步成为致远互联城市经营合伙人。
营销服务伙伴	致远互联签约授权，是对外提供致远产品的售卖、展示、咨询、服务、解决方案的合作伙伴。



产品及方案伙伴	提供基于致远产品的第三方集成，形成一体化产品、应用和解决方案的伙伴产品合作伙伴，并形成一体化解决方案的伙伴。
战略合作伙伴	建立在共同利益基础上，在发展方向、组织目标、客户资源等基础上深度合作，形成产业联盟或是客户联盟的合作伙伴。
实施交付伙伴	提供基于致远产品的实施、客开等客户服务而展开的相关合作。
咨询服务伙伴	具备专业咨询机构依托信息和专业知识优势的伙伴，运用协同管理思维，为解决客户各类管理上的复杂问题，向客户提供决策依据和优化方案。

资料来源：致远互联官网，天风证券研究所

2021 年发布的“蜂巢计划 3.0”，以“生态经营战略投资计划”为核心，通过政策、产品、人才、机制、资本五大支持保障，发展 100 家城市专营伙伴、100 家产品及解决方案伙伴、30 家行业专营伙伴，并推出亿元生态经营战略投资基金。

图 18：致远互联协同生态图谱



资料来源：公司微信公众号、天风证券研究所

致远互联还推出云营销平台，支持“云+端”的销售、交付和生态建设，提升了协同应用解决方案的丰富度和复用率。平台上提供了更加丰富的应用组件、行业/领域业务包和解决方案，增强了应用产品的在线预览和体验、在线需求验证（POC）环境，新增了在线应用设计等服务。2020 年，云营销服务平台提供了各类应用组件 2,337 个、行业/领域业务包 247 个、行业/领域协同管理方案 136 个；支持客户的应用体验 18.7 万次。2020 年协同管理软件产品收入同比增长为 7.88%，是公司推动云营销服务平台建设，降低实施成本，提高实施效率所致。

表 7：致远互联云营销平台功能

服务	功能介绍
云销售服务	为客户提供从云端访问、云端业务体验、云端业务试用的一体化云营销服务。客户可体验各行业/领域的解决方案，也可以基于 POC 为客户提供个性化解决方案，直接在线试用并验证需求。云营销服务将为未来业务提供新的运营模式。
云交付服务	构建云端低代码设计中心，实现客户需求的精准分析、业务应用的快速搭建，并通过快速认证中心，辅助业务人员直接将业务应用交付到客户环境。云交付服务将线下部署与线上设计结合，构建了新的交付模式，缩减交付流程，提高规模化交付效率。
云生态服务	供给侧生态伙伴基于云端低代码设计中心，结合自身在行业或领域的能力，构建多样化的聚焦行业领域协同业务应用，将其构建的业务应用推广至用户和营销侧生态伙伴，结合线下商务和交付服务，完成交易和交付环节，资料来源：天风证券研究所提升生态伙伴竞争力。



资料来源：2020 年公司年报，天风证券研究所

### 3.3.1. 战略布局：“平台化” + “云转型”，下一代 V8 云原生研发进行中

2020 年致远互联开启了新一代协同管理技术平台 V8 的研发，充分满足国资央企和政府机关的国产化需求。平台采用云原生、微服务架构等技术，满足中大型及集团型企业的数字化转型需求，支持大型组织的专属云部署和支持中小组织的 SaaS 在线订阅的商业模式，是公司转型上云的重要支撑。V8 平台还将同时支持公有云 SaaS 订阅客户和私有化、大型集团等复杂组织的应用。

在其他方面，公司继续建设 Formtalk 平台，提供从前端数据采集到轻量级业务应用的云计算服务，为协同运营平台提供技术支撑和功能补充。还将业务拓展到与 OA 系统天然结合的 HR 系统。

## 4. 结论与投资建议

考虑到致远互联在协同管理软件行业的领先地位，企事业单位数字化转型需求、政策以及新一代信息技术带来的行业发展，公司近年来信创业务、云服务和渠道建设带来的增长，以及战略布局方面的核心竞争力，我们预计公司 21/22/23 年营收有望达到 10.38/14.12/19.49 亿元，21/22/23 年净利润有望达到 1.30/1.79/2.38 亿元。

我们采用 PE 估值法，基于可比公司估值，给予公司 2022 年 45 倍 PE，对应 104.85 元的目标价，维持“增持”的评级。

#### 关键假设：

**收入增速假设：**公司 2020 年业绩受到 2020 年上半年疫情影响，增速较为缓慢。但从公司 21 年第一季度业绩增速来看，公司已经恢复正常经营，并在信创和云业务上有所突破，所以我们认为 2021-2023 年营业收入增速将达到 35%以上，2021/2022/2023 年营业收入分别为 10.38/14.12/19.49 亿元。

**利润增速假设：**公司 2019 年净利润增速为 33.56%，2020 年受新冠疫情影响，增速放缓至 10.40%。考虑到公司所处行业的发展、规模效应和三大核心竞争力为公司带来的稳健增长和公司经营效率的提升，我们认为 2021 年公司净利润将达到 1.30 亿元，2022-2023 年净利润也将保持 30%-40%的增长速度，净利润分别达到 1.79/2.38 亿元。

表 8：盈利预测

盈利预测	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	699.84	763.29	1038.46	1412.30	1949.26
增长率（%）	21.06	9.07	36.05	36.00	38.02
净利润（百万元）	97.47	107.60	129.93	179.34	238.42
增长率（%）	33.56	10.40	20.75	38.03	32.95

资料来源：wind，天风证券研究所

表 9：可比公司估值

PE	2021E	2022E	2023E
泛微网络	70	57	47
赛意信息	39	28	20
宝信软件	59	45	35
平均值	56	43	34

资料来源：wind，天风证券研究所

说明：上述估值基于 wind 一致预测，统计截至 2021 年 8 月 8 日

## 5. 风险提示

### 1、疫情反复带来的不确定性风险

新冠肺炎疫情虽然在我国得到了一定程度的控制，但在全球范围内仍存在不确定性，新的变异毒株也在加大防疫难度，疫情反复可能会导致宏观经济发展减慢，消费紧缩，进而导致公司下游行业预算减少，对公司业务开展及回款产生一定影响。

### 2、市场竞争加剧风险

公司所处的协同管理软件及企业服务软件行业竞争激烈，随着市场规模不断扩大，越来越多的企业开始涉足这一行业，行业内的中小型企业也在不断成长，市场竞争必将进一步加剧。如果公司不能适应激烈竞争的市场，及时根据市场动态调整战略，乃至产品和服务，公司将存在丧失竞争优势地位的风险。

### 3、新技术研发进度不及预期风险

公司所处行业属于技术创新型产业，具有技术进步、产品升级迭代较快等特点，新兴技术的快速发展使得基于云计算、大数据、人工智能等新一代信息技术的产业新应用、新模式层出不穷。公司若未能准确把握新产品技术和行业应用的发展趋势，并及时开发出符合市场最新需求的产品，公司的生产经营将受到不利影响。

### 4、研发人员及业务人员流失风险

公司所处的协同管理软件行业是融合管理思想和前沿信息技术的企业级管理软件，属于技术及智力密集型行业，对人才队伍素质有较高要求。公司核心技术产品的研发迭代、主营业务的运营推广，有赖于公司关键技术人员、销售人员及管理人员的配合。关键研发人员及业务人员的流失将对公司的业务发展造成不良影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	768.09	1,572.64	1,869.43	1,357.97	2,587.06	营业收入	699.84	763.29	1,038.46	1,412.30	1,949.26
应收票据及应收账款	102.84	133.35	162.34	165.29	286.91	营业成本	167.45	175.08	238.19	323.94	447.11
预付账款	7.76	11.68	13.30	19.64	27.69	营业税金及附加	6.80	7.44	11.12	14.21	19.83
存货	4.90	4.26	10.39	8.64	18.61	营业费用	300.82	328.88	552.77	577.63	643.26
其他	756.14	43.68	286.00	368.59	252.83	管理费用	68.33	71.24	108.52	131.34	136.45
<b>流动资产合计</b>	<b>1,639.73</b>	<b>1,765.61</b>	<b>2,341.46</b>	<b>1,920.13</b>	<b>3,173.11</b>	研发费用	89.37	119.64	235.42	247.58	292.39
长期股权投资	0.00	12.00	12.00	12.00	12.00	财务费用	(8.40)	(8.21)	(12.21)	(11.45)	(14.00)
固定资产	16.10	16.35	38.34	80.42	121.54	资产减值损失	0.00	0.00	1.18	0.39	0.53
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.96	0.12	233.32	85.38	(134.69)
无形资产	0.09	0.02	(0.00)	(0.00)	(0.00)	投资净收益	4.30	17.04	9.95	9.95	9.95
其他	27.45	47.91	30.78	32.95	34.69	其他	(38.73)	(73.58)	(486.55)	(190.66)	249.48
<b>非流动资产合计</b>	<b>43.64</b>	<b>76.28</b>	<b>117.12</b>	<b>194.96</b>	<b>239.98</b>	<b>营业利润</b>	<b>108.94</b>	<b>125.65</b>	<b>146.74</b>	<b>223.99</b>	<b>298.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,683.37</b>	<b>1,841.89</b>	<b>2,458.58</b>	<b>2,115.09</b>	<b>3,413.09</b>	营业外收入	0.00	0.22	0.08	0.10	0.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.10	1.48	0.56	0.71	0.92
应付票据及应付账款	58.98	66.99	95.76	125.50	185.36	<b>利润总额</b>	<b>108.84</b>	<b>124.39</b>	<b>146.26</b>	<b>223.38</b>	<b>298.18</b>
其他	395.05	450.68	932.01	419.89	1,469.91	所得税	6.90	8.58	9.27	33.51	44.73
<b>流动负债合计</b>	<b>454.03</b>	<b>517.67</b>	<b>1,027.77</b>	<b>545.39</b>	<b>1,655.27</b>	<b>净利润</b>	<b>101.95</b>	<b>115.81</b>	<b>136.99</b>	<b>189.87</b>	<b>253.45</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	4.48	8.21	7.07	10.53	15.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>97.47</b>	<b>107.60</b>	<b>129.93</b>	<b>179.34</b>	<b>238.42</b>
其他	0.10	0.29	0.13	0.17	0.20	每股收益(元)	1.27	1.40	1.69	2.33	3.10
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.10</b>	<b>0.29</b>	<b>0.13</b>	<b>0.17</b>	<b>0.20</b>						
<b>负债合计</b>	<b>454.13</b>	<b>517.96</b>	<b>1,027.90</b>	<b>545.57</b>	<b>1,655.47</b>						
少数股东权益	7.47	13.04	19.75	30.11	44.81	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	76.99	76.99	76.99	76.99	76.99	<b>成长能力</b>					
资本公积	968.18	970.91	970.91	970.91	970.91	营业收入	21.06%	9.07%	36.05%	36.00%	38.02%
留存收益	1,152.11	1,231.64	1,333.94	1,462.43	1,635.82	营业利润	32.56%	15.35%	16.78%	52.64%	33.47%
其他	(975.50)	(968.64)	(970.91)	(970.91)	(970.91)	归属于母公司净利润	33.56%	10.40%	20.75%	38.03%	32.95%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,229.25</b>	<b>1,323.94</b>	<b>1,430.68</b>	<b>1,569.52</b>	<b>1,757.62</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,683.37</b>	<b>1,841.89</b>	<b>2,458.58</b>	<b>2,115.09</b>	<b>3,413.09</b>	毛利率	76.07%	77.06%	77.06%	77.06%	77.06%
						净利率	13.93%	14.10%	12.51%	12.70%	12.23%
						ROE	7.98%	8.21%	9.21%	11.65%	13.92%
						ROIC	-30.53%	-35.06%	-39.45%	-24.89%	-148.69%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	26.98%	28.12%	41.81%	25.79%	48.50%
						净负债率	-62.48%	-118.79%	-130.67%	-86.52%	-147.19%
						流动比率	3.61	3.41	2.28	3.52	1.92
						速动比率	3.60	3.40	2.27	3.50	1.91
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.45	6.46	7.02	8.62	8.62
						存货周转率	133.96	166.66	141.76	148.44	143.05
						总资产周转率	0.57	0.43	0.48	0.62	0.71
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.27	1.40	1.69	2.33	3.10
						每股经营现金流	1.25	1.63	10.80	-3.00	13.65
						每股净资产	15.87	17.03	18.33	20.00	22.25
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	53.08	48.08	39.82	28.85	21.70
						市净率	4.23	3.95	3.67	3.36	3.02
						EV/EBITDA	18.14	21.30	22.24	16.01	8.19
						EV/EBIT	18.49	21.65	22.58	16.33	8.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

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

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

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

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

## 特别声明

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

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com