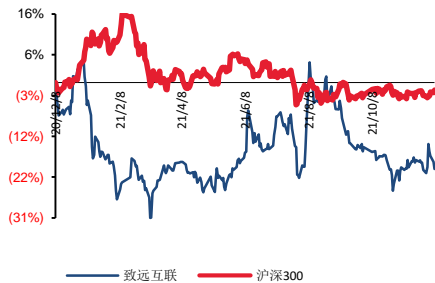


信息技术 软件与服务

被低估的专业化协同软件领先厂商，行业增长有望加速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	77/77
总市值/流通(百万元)	4,585/4,585
12个月最高/最低(元)	78.48/51.10

相关研究报告:

证券分析师: 曹佩

电话: 13122223631

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

报告摘要

- **行业增长有望提速。**2020年是信创市场元年，开启了产业的高速增长之路，未来行业信创将进一步催化行业增长。通过大型企业进行试点、技术深耕和经验积累是第一步，紧接着伴随着产业集聚和生态联盟，逐渐将产品从“可用”到“好用”实现技术完善。协同管理软件居于信创产业中应用软件的类别，公司是直接受益者。行业信创催化下，我们预计未来有望加速公司的增长。
- **国内领先的专业化协同软件厂商。**以 IDC 的数据，在 2020 年传统部署模式市场中，致远互联以 27.2% 的市场份额排名第一；泛微和慧点科技分别以 26.7% 和 22.5% 排在第二、三位。公司的客户包括诸多世界 500 强，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。
- **产品矩阵丰富。**公司的产品平台主要分为协同管理平台 V5 和 PaaS 平台 Formtalk，V5 平台是在 V5 平台基础上，公司开发出了面向中小企业组织的 A6 产品、面向中大型企业和集团性企业组织的 A8 产品，以及面向政府组织及事业单位的 G6 产品。以此为基础，公司与主流的信创操作系统中标麒麟、银河麒麟，CPU 龙芯、飞腾，数据库人大金仓、武汉达梦均展开了合作，全面适配国产软件体系。
- **与飞书合作，提供 HR SaaS 服务。**2021 年 4 月，公司推出的 HR SaaS 云服务平台“薪事力”正式与飞书达成战略合作，上架飞书应用目录，共同为企业人力资源管理带来全新的一体化解决方案。
- **投资建议：**公司作为国内领先的专业化协同软件厂商，在享受信创的行业浪潮下，不断扩展协同软件生态，提升产品能力。我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 1.64 元、3.08 元、4.48 元，首次覆盖给与“买入”评级。

➤ 风险提示：信创落地不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	763.29	1030.44	1463.23	2077.79
(+/-%)	9.07%	35.00%	42.00%	42.00%
净利润(百万元)	107.60	126.19	237.41	344.63
(+/-%)	10.40%	17.28%	88.14%	45.16%
摊薄每股收益(元)	1.40	1.64	3.08	4.48
市盈率(PE)	43	36	19	13

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 协同管理软件老牌领军企业	5
(一) 协同管理软件及云服务厂商	5
(二) 营收及净利润稳健增长，研发投入逐渐增加	5
(三) 创始人持股比例高，股权激励绑定核心员工利益	8
二、 协同软件市场发展正当时	9
(一) 需求引领协同软件市场增长	9
(二) 国产替代引领信创行业加速发展	10
(三) 传统部署模式下协同软件市场呈现三足鼎立格局	14
(四) SAAS 化和智能化将成为协同管理软件的发展趋势	15
三、 领先的专业化协同软件厂商	17
(一) 公司拥有完整的产品矩阵	17
(二) 诸多大型客户彰显公司实力，信创造配完善	17
(三) PAAS 平台支撑公有云架构，探索协同软件生态	19
四、 盈利预测	21
五、 风险提示	21

图表目录

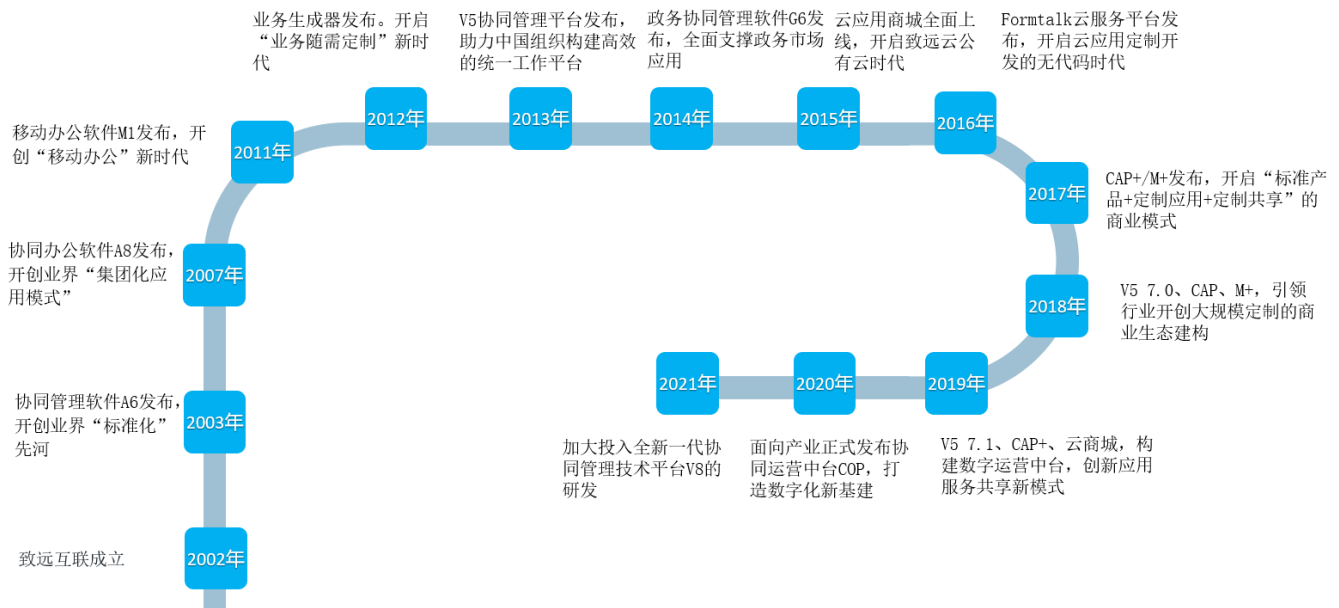
图表 1: 公司发展历史	5
图表 2: 2016-2021 前三季度营业收入及增长	6
图表 3: 2016-2021 前三季度现金流及归母净利润	6
图表 4: 2016-2021 前三季度毛利率与净利率	6
图表 5: 2016-2021 前三季度期间费用率	6
图表 6: 协同管理业务收入占比约 90%	7
图表 7: 2020 年协同管理软件收入拆分	7
图表 8: 公司股权结构	8
图表 9: 公司员工股权激励计划及考核目标	8
图表 10: 协同管理软件的发展历程	9
图表 11: OA 市场规模	10
图表 12: 信创产业类别	10
图表 13: 近期国家层面信创相关政策	11
图表 14: 国产替代浪潮下海内外生态对比	12
图表 15: 信创行业发展路径	13
图表 16: 中国信创市场规模	13
图表 17: 传统部署模式下协同软件厂商市场份额	14
图表 18: 致远、泛微、慧点产品布局情况	15
图表 19: 协同管理软件的发展趋势	16
图表 20: 2015-2019 年中国企业数量及增速	16
图表 21: 2017-2019 年中国企业云计算使用率	16
图表 22: 公司产品序列	17
图表 23: 公司客户包含诸多世界 500 强	18
图表 24: 公司与主流的信创公司均完成了兼容性测试	18
图表 25: FORMTALK 平台方便搭建场景化服务	19
图表 26: 薪事力提供全模块人力资源管理	20
图表 27: 公司的低代码开发平台	20

一、 协同管理软件老牌领军企业

(一) 协同管理软件及云服务厂商

致远互联成立于 2002 年，是国产化协同管理软件的老牌领军企业。公司发展主要分为三个阶段，即产品化阶段（2002 年-2009 年）专注协同软件的开发；平台化阶段（2010 年-2018 年）专注协同管理软件产品及服务升级的同时，进行云化转型；数字化+生态化阶段（2019 年至今）专注协同管理数字化云平台的建设。公司产品研发遵循“一体两翼（服务企业及政务两大市场）、双模驱动（支持混合云部署）、云端共生（广泛多端连接与服务云化）、服务增值（定制化与应用整合）”的策略，为客户提供协同管理软件产品、解决方案、协同管理平台及云产品。

图表 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

(二) 营收及净利润稳健增长，研发投入逐渐增加

公司归母净利润增速高于营收增速。2016-2020 年公司营业收入分别为 3.77/4.67/5.78/7.00/7.63 亿元，CAGR 为 19.27%，2021 年前三季度营收为

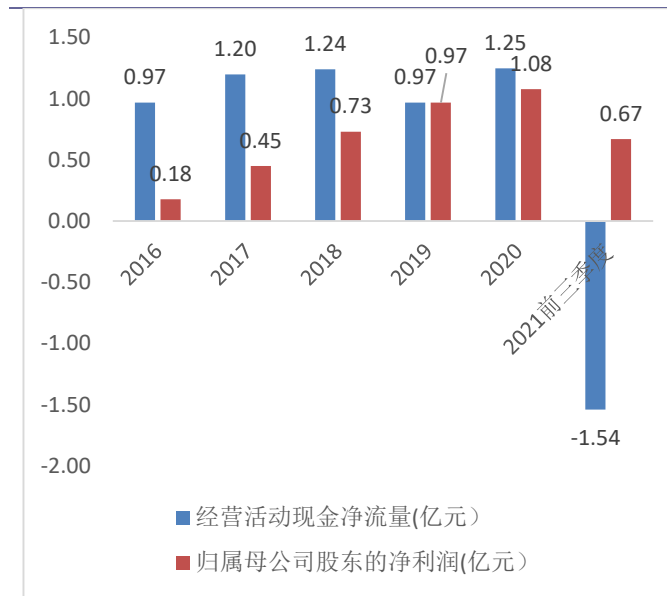
5.52 亿元，同比增长 41.20%。2016-2020 年公司归母净利润分别为 0.18/0.45/0.73/0.97/1.08 亿元，CAGR 为 56.51%，2021 年前三季度归母净利润为 0.67 亿元，同比增长 16.47%。营收复合增速高于归母净利润体现了公司规模效应下内部效率的提升。2016-2020 年现金流较为稳健，能够保证对净利润的全覆盖。

图表 2：2016-2021 前三季度营业收入及增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：2016-2021 前三季度现金流及归母净利润

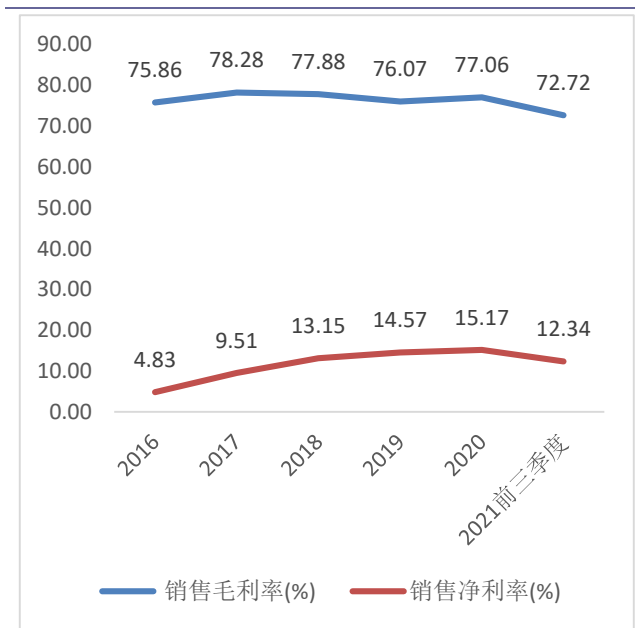


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

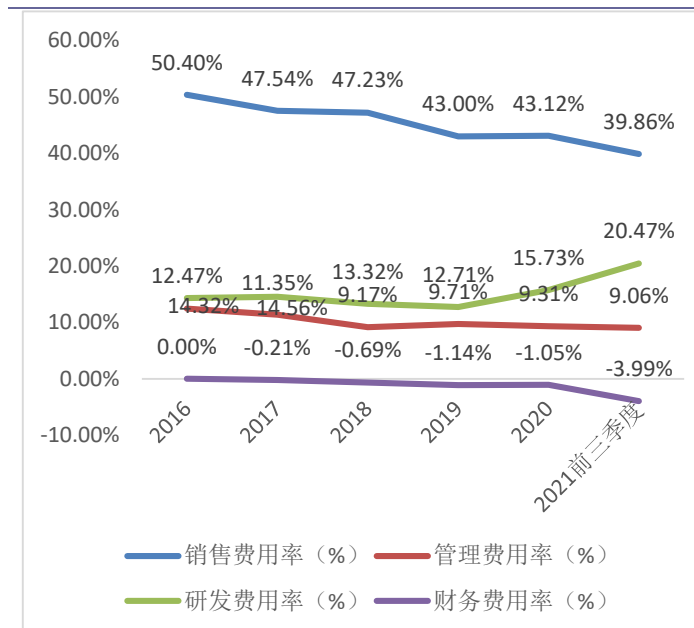
公司毛利率与净利率均较为稳定。近 5 年毛利率维持在 76%左右，净利率在 13%左右。销售费用率逐渐下降至 40%以下，研发费用率提升至 20%，2021 年前三季度公司研发投入 4225 万元，同比增长 75.97%，占营业收入比重为 22.64%。持续投入全新一代协同管理技术平台 V8 的研发，同时对现有协同管理技术平台 V5 的性能优化升级。

图表 4：2016-2021 前三季度毛利率与净利率

图表 5：2016-2021 前三季度期间费用率



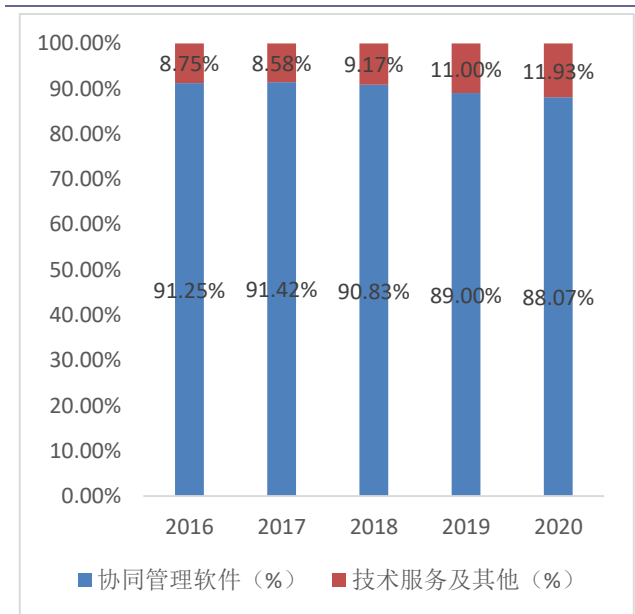
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院



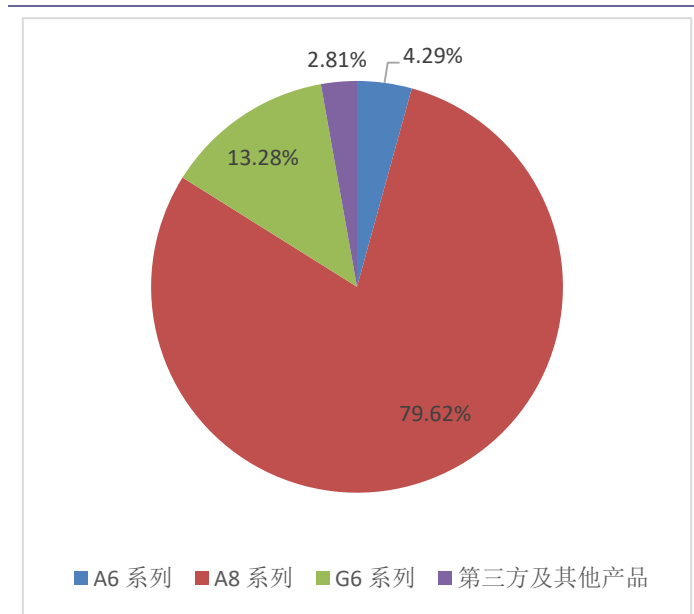
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

主营业务协同管理软件收入占比 90%。其中 A8 系列贡献最高，为公司面向中大型企业的协同管理软件产品，占 2020 年协同管理软件营收的 79.62%；其次为面向政务用户的协同管理软件产品，占 2020 年协同管理软件营收的 13.28%；面向中小企业用户的协同管理软件产品 A6 占比为 4.29%。公司持续聚焦大中型企业及政府机关单位，具有较强的客户认可度。

图表 6: 协同管理业务收入占比约 90%



图表 7: 2020 年协同管理软件收入拆分



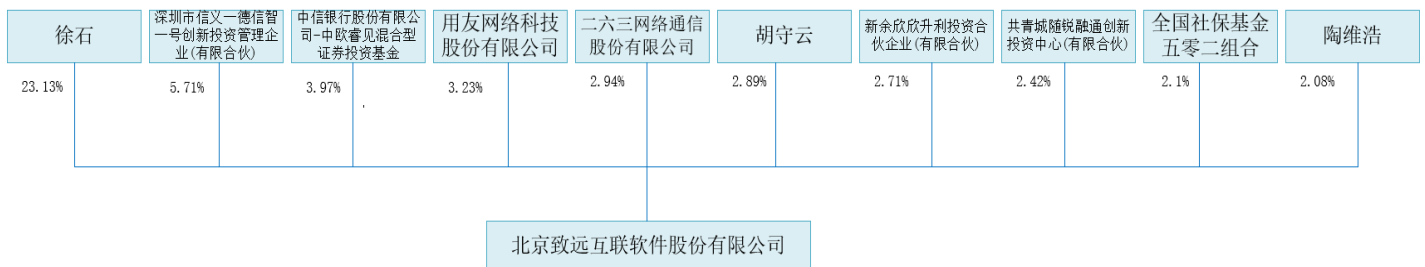
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

(三) 创始人持股比例高，股权激励绑定核心员工利益

股权结构稳定，股权激励绑定核心员工利益。公司第一大股东为创始人兼董事长、董事、总经理徐石先生，持股 23.02%，用友网络作为其前五大股东，持股 3.23%，为公司提供一定的客户资源。公司通过股权激励绑定核心员工利益，2020 年 10 月 14 日，公司审议通过了 2020 年限制性股票激励计划，计划向 128 位核心骨干人员授予 21.8 万股公司股票，占计划发行时公司总股本的 0.28%，授予价格最终为 29.55 元/股，人数为 38 人，21/22/23 年公司层面行权业绩触发值为营业收入分别不低于 8.4/10.08/12.04 亿元，目标值分别为 8.75/10.92/13.65 亿元。

图表 8：公司股权结构



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 9：公司员工股权激励计划及考核目标

归属期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2021	以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率 (20%-25%)
第二个归属期	2022	以 2019 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 (44%-56%)
第三个归属期	2023	以 2019 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 (72%-95%)

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

二、 协同软件市场发展正当时

(一) 需求引领协同软件市场增长

协同管理软件的需求在不断扩张。对协同管理软件的发展历史划分各有不同，协同管理软件某种程度上亦与 OA (Office Automation, 办公自动化) 软件意义相同，按照需求的增加可分为六代发展历程：

- 第一代：主要以单项事务的处理为中心，以无纸化办公作为主要目的，主要提供文档电子化等服务；
- 第二代：主要面向个人或者团体的事务处理，包含收发文、档案管理，加入一些辅助功能，例如 BBS、名片夹、日程管理等功能。
- 第三代：协同管理软件的雏形已经初步出现，流程管理的功能得到加强，实现了公文流转、流程审批、会议管理等功能。
- 第四代：从架构上来说，从 C/S (Client/Server, 服务器-客户机) 架构转变为 B/S (Browser/Server, 服务器-浏览器) 架构，并且增加了财务、库存、生产、人力等管理系统。
- 第五代：新增加了工作流和知识管理，更加强调协同功能，整合组织内的信息和资源，实现数据的协同和信息的协同。
- 第六代：以新一代的人工智能、大数据为核心，提供决策支持、知识挖掘、商业智能，更强调智能化的需求，提高组织的工作效率。

图表 10：协同管理软件的发展历程

所处阶段	发展情况
文档与信息共享阶段 (2000-2005)	随着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。但由于缺乏组织模型、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 与门户技术也日益成熟。拥有组织模型、流程表单技术的 OA 软件逐渐趋向成熟，功能也由原先的沟通协作、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，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)	以移动互联网技术为代表新一代信息技术发展，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，同时云计算、大数据、AI 等新一代信息技术进一步推动协同管理软件的应用深度和广度，开始进入全面的组织协同管理阶段。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券

市场规模庞大。根据艾媒咨询的数据显示，2020年中国协同管理（OA）市场规模达到228.5亿元，预计市场将继续保持增长，2022年预计接近300亿元市场。随着其在移动端渗透加强以及智能化程度提高，以及疫情催化下企业对于远程办公使用需求提升，协同管理行业市场规模未来仍将继续扩大。

图表 11: OA 市场规模

2020年中国OA市场规模超220亿元



数据来源：艾媒数据中心 (data.iimedia.cn)

艾媒报告中心: report.iimedia.cn ©2021 iMedia Research Inc

资料来源：艾媒咨询，太平洋证券

(二) 国产替代引领信创行业加速发展

国产替代持续引领信创行业发展。2016年3月4日，24家专业从事软硬件关键技术研究及应用的国内单位，成立了“信息技术应用创新工作委员会”，简称信创，随后各地先后成立产业基地，发展关键点在通过行业应用构建从硬件底层架构到软件生态体系的全国产化，着力解决核心技术环节“卡脖子”的问题，推动数字经济的发展。从产业链角度看，信创主要由IT基础设施、基础软件、应用软件、信息安全4部分构成，OA居于信创产业中应用软件的类别。

图表 12: 信创产业类别

产业类别	具体产业
IT 基础设置	芯片、服务器、存储、交换机、路由器、打印机等
基础软件	操作系统、数据库、中间件、BIOS 等
应用软件	OA、ERP、办公软件、政务应用、流版签软件等
信息安全	边界安全产品、终端安全产品等

资料来源：鲜枣课堂，太平洋证券研究院

政策是短中期内推动信创行业发展的主要因素。中国避免关键领域“卡脖子”问题，需要做到核心科技自主可控。自 2016 年至今，国务院、发改委、科技部相继出台多项政策，力度持续加大，“十四五”规划中同样强调加强数字化发展，建设数字中国的战略。从国家层面的政策出台到各省市地区的相关实施，可以看出我国坚持核心技术领域自主可控的决心，从硬件到信息系统及软件的全生态国产化替代将持续利好信创产业链。

图表 13：近期国家层面信创相关政策

时间	部门	政策名称	相关内容
2021 年 11 月	中共中央政治局会议	总书记召开	确保重要基础设施安全，提升网络安全、数据安全、人工智能安全等领域的治理能力
2021 年 5 月	院士大会	总书记重要讲话	加强原创性、引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战，解决“卡脖子”技术的基础理论和技术原理，加大基础研究财政投入力度。
2021 年 3 月	中共中央国务院	十四五规划	坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势，深入制造强国战略，发展壮大战略的新兴产业。加快数字化建设发展，提高数字政府建设水平，打造良好的数字生态。
2021 年 3 月	国务院	政府工作报告	用税收优惠机制激励企业加大研发投入。运用市场化机制激励企业创新。强化企业创新主体地位，鼓励领军企业组建创新联合体，拓展产学研用融合通道，健全科技成果产权激励机制，完善创业投资监管体制和发展政策，纵深推进大众创业万众创新。
2020 年 9 月	发改委、科技部 工信部、财政部	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长级的指导意见》	加大 5G 建设投资，加快 5G 商用发展步伐，加快基础材料、关键芯片、高端元器件、新型显示器件、关键软件等核心技术攻关，大力推动重点工程和重大项目建设，积极扩大合理有效投资。

2020年8月	国务院	《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面政策措施。进一步创新体制机制，鼓励集成电路产业和软件产业发展，大力培育集成电路领域和软件领域企业。加强集成电路和软件专业建设，加快推进集成电路一级学科设置，支持产教融合发展。
2020年4月	公安部、国家安全部、财政部等	《网络安全审查办法》	关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的，应当按照办法进行网络安全审查。
2020年3月	科技部	《关于推进国家技术创新中心建设的总体方案（暂行）》	到2025年，布局建设若干国家技术创新中心，突破制约我国产业安全的关键技术瓶颈。
2020年1月	国务院	《国家政务信息化项目建设管理办法》	政务信息化项目在报批阶段，需要对产品的安全可靠情况进行说明

资料来源：中国政府网。公开信息，太平洋证券研究院

随着全球IT技术向多元异构计算、开源趋势发展，Wintel联盟将逐步被打破，未来IT行业有望形成多种IT标准生态并存的格局。国产操作系统、CPU、数据库、中间件、信息安全将在政策的催化下逐渐完成对海外Wintel联盟的替代。

图表 14：国产替代浪潮下海内外生态对比

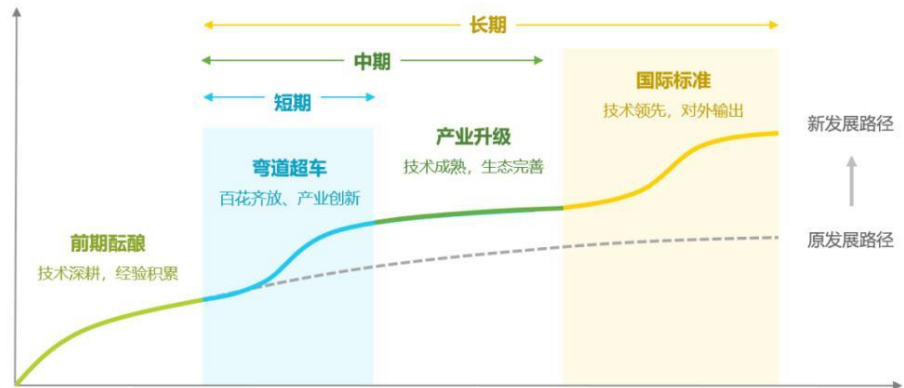
	操作系统	CPU 平台	数据库	中间件	信息安全	应用软件	主要客户
Wintel 联盟	Microsoft	Intel	Oracle	Weblogic	KnowBe4	Oracle	Amazon
	Windows	AMD	DB2	Websphere	Raytheon	Autodesk	GE
			MariaDB	Tuxedo	FireEye	Adobe	WalMart
			MySQL	Jboss	RSA
			Tomcat	Symantec			
国内体系	麒麟	龙芯	武汉达梦	东方通	启明星辰	金山软件	中共中央办公室
	统信	飞腾	人大金仓	中创软件	奇虎 360	慧点科技	商务部
	中科方德	申威	神州通用	金蝶天燕	星网锐捷	致远互联	发改委
	红旗	鲲鹏	南大通用		奇安信	泛微软件	中国石油
	普华	海光			中孚信息	...	中国联通
		兆芯		

资料来源：《中国双创产业发展白皮书（2021）》，太平洋证券研究院

信创有望实现弯道超车。从信创的发展路径来看，通过大型企业进行试点、技术深耕和经验积累是第一步，紧接着伴随着产业集聚和生态联盟，逐渐将产品从“可用”到“好用”实现技术完善。根据海比研究院数据，2020年我国双创行业市场规模为1617亿元，预计2025年实现7911亿元的规模，CAGR为37.4%，信创行业未来5年将迎来高速发展。

图表 15：信创行业发展路径

信息技术应用创新产业发展与展望

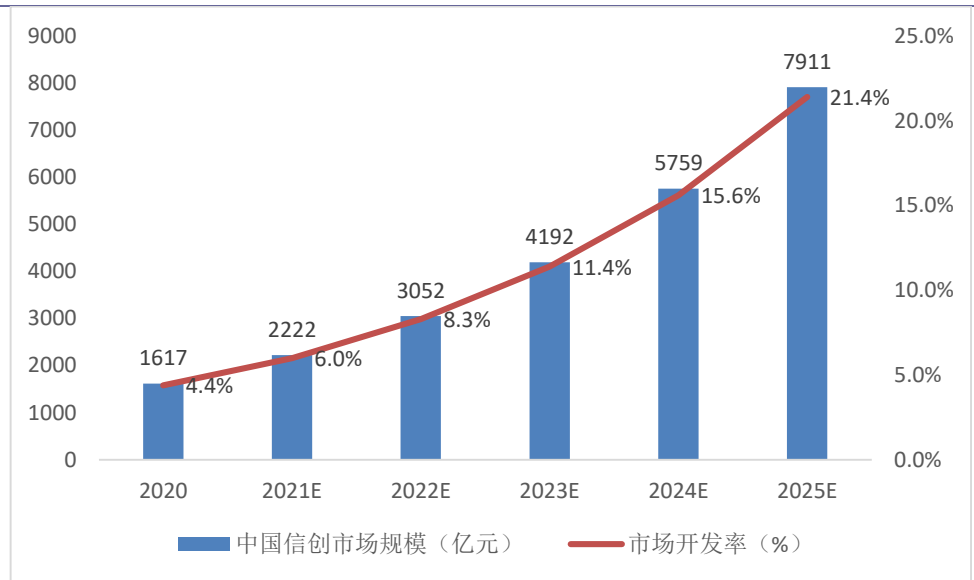


来源：艾瑞咨询研究院自主研究及绘制。
©2021.7 iResearch Inc.

www.iresearch.com.cn

资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券研究院

图表 16：中国信创市场规模



资料来源：海比研究院，太平洋证券研究院

(三) 传统部署模式下协同软件市场呈现三足鼎立格局

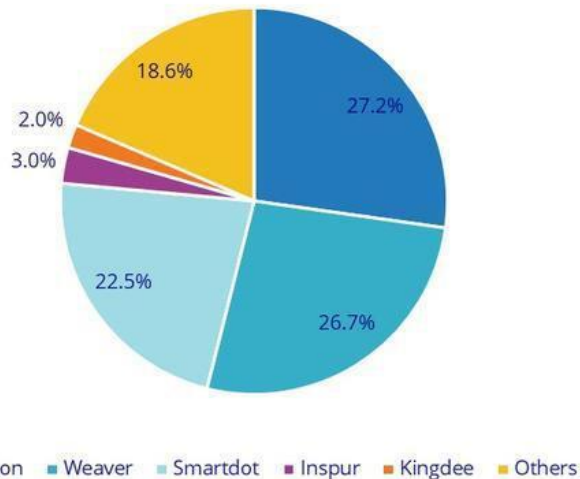
协同软件市场国内企业格局三足鼎立。根据 IDC 的报告，致远互联 (Seeyon)、泛微 (Weaver) 和慧点科技 (Smartdot) 都是中国本土老牌的协同厂商，近几年不断完善产品结构，使产品能满足大、中、小型等不同企业类型的的需求。在 2020 年传统部署模式市场中，致远互联以 27.2% 的市场份额排名第一；泛微和慧点科技分别以 26.7% 和 22.5% 排在第二、三位。

图表 17：传统部署模式下协同软件厂商市场份额



中国企业团队协同软件市场厂商份额，2020

—— 传统部署模式



来源：IDC中国，2021

资料来源：IDC，太平洋证券研究院

图表 18：致远、泛微、慧点产品布局情况

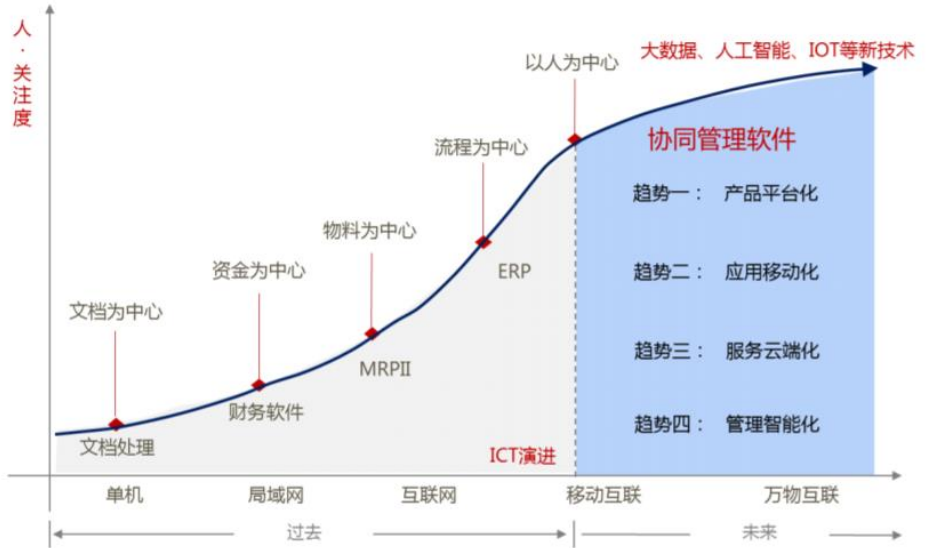
客户类型	致远互联	泛微网络	慧点科技
大中型企业	A8	e-cology	-
中小型企业	A6	e-office	-
政府及事业机关	G6	e-nation	WE.Office 协同办公云平台
云业务	Formtalk PaaS 平台	Eteams SaaS 服务	WEP 数字化应用云平台

资料来源：公司招股说明书，公司官网，太平洋证券研究院

(四) SaaS 化和智能化将成为协同管理软件的发展趋势

SaaS 化和智能化将成为协同管理软件的发展趋势。随着大数据、人工智能等技术的不断发展，未来协同管理软件有望沿着产品平台化、应用移动化、服务云端化、管理智能化等方向发展。我们认为，SaaS 化和智能化尤为关键，前者是行业趋势，后者是产品能力的重要体现。

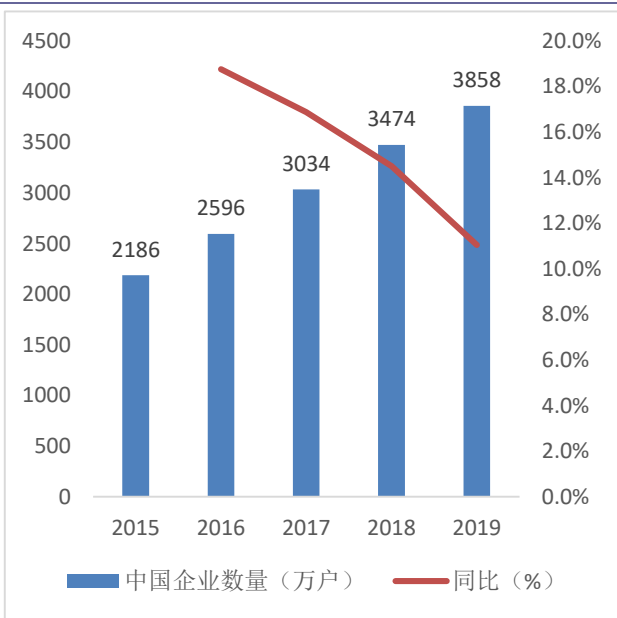
图表 19：协同管理软件的发展趋势



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

企业云化需求催生协同管理软件发展。根据国家工商总局数据，中国企业总户数由 2015 年的 2186 万户增长至 2019 年的 3858 万户，企业用户数量的增加催生协同办公市场需求，2017-2019 年中国企业云计算使用率提升了 11.4%，企业云化需求将带动协同管理软件厂商进一步加深云化程度。

图表 20：2015-2019 年中国企业数量及增速



资料来源：国家工商总局，太平洋证券研究院

图表 21：2017-2019 年中国企业云计算使用率



资料来源：艾媒咨询，太平洋证券研究院

知识管理成为协同软件的重要功能。在移动互联网时代，移动化是协同软件的重要载体。现在知识管理则成为提供组织效率，挖掘组织内部信息的重要功能。在集成的协作环境中，用户可以了解自己的工作任务、工作组成员以及所需要的信息和处理流程，进行有效协作。办公中所涉及的各种非结构化文档使得内容管理成为知识管理不可缺少的部分。两者结合，在海量的信息中，知识发现和知识管理通过创建和分析上下文的关系帮助用户找到有用的文档。

三、 领先的专业化协同软件厂商

(一) 公司拥有完整的产品矩阵

完善的协同软件产品系列。公司的产品平台主要分为协同管理平台 V5 和 PaaS 平台 Formtalk，V5 平台是在 V5 平台基础上，公司开发出了面向中小企业组织的 A6 产品、面向中大型企业和集团型企业组织的 A8 产品，以及面向政府组织及事业单位的 G6 产品。

- 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。
- A8 协同管理软件是公司核心的中高端协同管理软件产品系列，主要客户为中大型、集团型企业及组织。
- 公司面向不同层级的政府机构和组织提供专业的 G6 政务协同管理软件产品，包括 G6 产品系列和国产化自主可控产品 G6-N，分别适用于省（部）、市（地区）、县（区）各级政府机关及政府直属单位、中大型国有企业与事业单位。

图表 22：公司产品序列

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	混合云	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	数智人力云	通用	数智人力资源云服务	支持	支持	混合云	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	混合云	订阅模式 软件许可

资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

(二) 诸多大型客户彰显公司实力，信创适配完善

诸多大客户彰显公司实力。公司的客户包括诸多世界 500 强，广泛应用于制造、建筑、能源、金融、电信、互联网及政府机构等众多行业和领域，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。

图表 23：公司客户包含诸多世界 500 强



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

与主流的信创公司均以完成适配。公司拥有面向党政事业单位的 G6 和 G6-N 信创产品，以此为基础，公司与主流的信创操作系统中标麒麟、银河麒麟，CPU 龙芯、飞腾，数据库人大金仓、武汉达梦均展开了合作，全面适配国产软件体系。

图表 24：公司与主流的信创公司均完成了兼容性测试

多元组合的信创客户实践积累



产品全面适配信创环境软硬件 具备多种组合信创环境调优能力

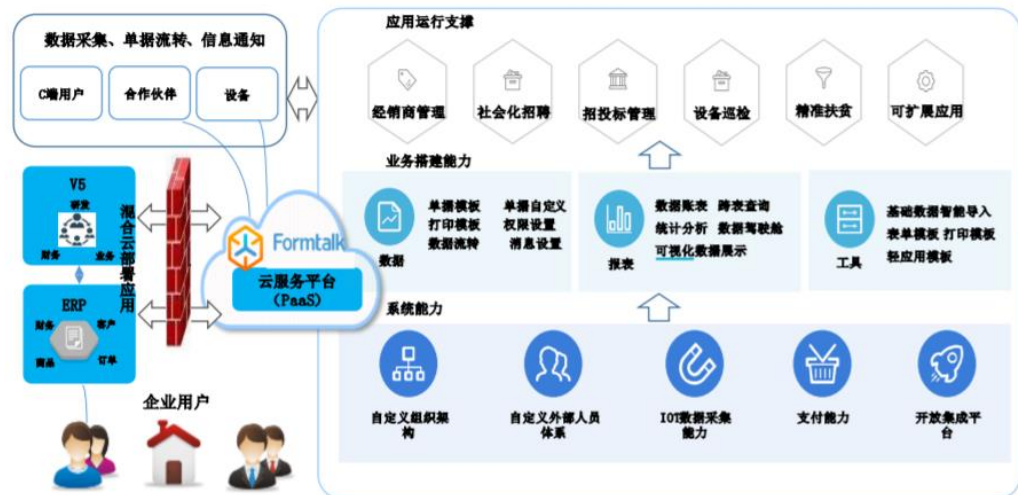
类型	网络	建设规模	环境组合	应用范围
部委	内网	13个周期、953终端	龙芯+中标+金仓+金耀+金山+福昕	公文+审批+发布
部委	外网	金报社、60终端	龙芯+中标+金山+数科	公文改造、office混用
部委	外网	技术局、80终端	龙芯+中标+神通+中创+金山+数科	系统升迁、后台改版、office混用
省级	内+外	办公厅、1000终端	龙芯+中标+金仓+金耀+金山+数科	公文+门户+专题+会议+值班+短信等
省级	外网	办公厅、100终端	飞腾+银河+金山+书生	系统升迁、office混用
省级	外网	全省200终端	飞腾+银河+达梦+金耀+金山+数科	公文+审批+流程贯通等
省级	外网	全省200终端	飞腾+银河+达梦+金耀+金山+数科	公文+信息报送
地市	外网	市两办+区+工商 500终端	服务器：飞腾+银河+金仓+金耀 客户端：龙芯+中标+金山+数科	公文+多组织+值班+会议+移动等
地市	外网	市、县、乡、村 5467终端	龙芯+中标+神通+东方通+金山+数科	公文+多组织+会议+信息+移动等
地市	外网	市政府相关单位 2000终端	龙芯+中标+金仓+金耀+金山+数科	公文传输
地市	外网	全市单位、263终端	龙芯+中标+达梦+金耀+金山+福昕	公文处理

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

(三) PaaS 平台支撑公有云架构，探索协同软件生态

Formtalk 云平台采用公有云架构。Formtalk 云平台采用高可用、高性能、可扩展的公有云技术架构进行部署，拥有高可用数据流处理能力的后台和前端渲染框架及丰富的控件库，为企业和组织提供搭建场景化协同业务应用和云服务。

图表 25：Formtalk 平台方便搭建场景化服务



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

生态探索 1：与飞书合作，提供 HR SaaS 服务。2021 年 4 月，公司推出的 HR SaaS 云服务平台“薪事力”正式与飞书达成战略合作，上架飞书应用目录，共同为企业人力资源管理带来全新的一体化解决方案。

图表 26：薪事力提供全模块人力资源管理



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

生态探索 2：低代码开发平台探索生态伙伴体系。公司的低代码开发平台 C.CAP 基于“组织模型、基础数据、表单、业务流程、业务关系、数据报表、统一门户、权限”八大引擎，不仅提供了全程可视化的设计器、零代码/低代码开发模式、“拖拽式”业务搭建方式等低代码开发的“标配功能”。

图表 27：公司的低代码开发平台



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

与合作伙伴的关系更进一步。利用 C.CAP 平台，公司与伙伴从供需关系转向共生关系：1) 面向营销端，公司依托于 C.CAP 的丰富资源为伙伴提供所见即所得的体验和 POC 支持；2) 面向供给端，公司建立伙伴收益体系和长期激励机制，鼓励伙伴参与打造丰富化和精品化的组件资源库。

四、 盈利预测

公司作为国内领先的专业化协同软件厂商，在享受信创的行业浪潮下，不断扩展协同软件生态，提升产品能力。我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 1.64 元、3.08 元、4.48 元，首次覆盖给与“买入”评级。

五、 风险提示

信创落地不及预期；行业竞争加剧。

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	763.29	1030.44	1463.23	2077.79
营业成本	175.08	247.31	336.54	477.89
营业税金及附加	7.44	1.03	1.46	2.08
销售费用	328.88	443.09	614.56	851.89
管理费用	71.24	97.89	131.69	187.00
财务费用	-8.21	-46.13	-48.98	-59.02
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	17.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	126.38	131.47	251.15	366.28
其他非经营损益	-1.99	0.06	-0.40	-0.39
利润总额	124.39	131.53	250.75	365.89
所得税	8.58	8.94	16.93	24.85
净利润	115.81	122.59	233.81	341.03
少数股东损益	8.21	-3.60	-3.60	-3.60
归属母公司股东净利润	107.60	126.19	237.41	344.63
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1572.64	1481.79	1734.64	2103.10
应收和预付款项	156.54	200.80	286.74	408.81
存货	4.26	6.02	8.19	11.63
其他流动资产	32.17	27.95	30.10	33.17
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	15.79	15.79	15.79	15.79
固定资产和在建工程	16.35	14.23	12.12	10.01
无形资产和开发支出	0.02	-0.01	-0.04	-0.08
其他非流动资产	-243.04	-247.11	-247.11	-247.11
资产总计	1841.89	1786.63	2127.59	2622.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	279.59	345.68	481.72	693.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	238.36	30.69	41.66	59.04
负债合计	517.96	376.37	523.39	752.26
股本	76.99	76.99	76.99	76.99
资本公积	970.91	970.91	970.91	970.91
留存收益	260.73	352.93	550.47	820.09
归属母公司股东权益	1310.90	1400.82	1598.37	1867.99
少数股东权益	13.04	9.44	5.84	2.24

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	115.81	122.59	233.81	341.03
折旧与摊销	4.56	6.21	2.15	2.15
财务费用	-8.21	-46.13	-48.98	-59.02
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	18.51	-183.38	56.75	100.30
其他	-5.47	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流净额	125.20	-100.71	243.74	384.46
资本支出	-0.25	0.00	0.00	0.00
其他	712.85	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	712.61	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.73	0.00	0.00	0.00
支付股利	-30.80	-34.00	-39.87	-75.01
其他	-5.40	43.86	48.98	59.02
筹资活动现金流净额	-33.47	9.86	9.11	-15.99
现金流量净额	804.34	-90.85	252.84	368.47
财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	9.07%	35.00%	42.00%	42.00%
营业利润增长率	14.34%	4.03%	91.04%	45.84%
净利润增长率	13.60%	5.86%	90.73%	45.86%
EBITDA 增长率	14.96%	-25.40%	123.18%	51.43%
获利能力				
毛利率	77.06%	76.00%	77.00%	77.00%
期间费率	67.02%	67.02%	63.15%	62.16%
净利率	15.17%	11.90%	15.98%	16.41%
ROE	8.75%	8.69%	14.58%	18.23%
ROA	6.29%	6.86%	10.99%	13.00%
ROIC	-64.04%	138.65%	255.46%	292.66%
EBITDA/销售收入	16.08%	8.88%	13.96%	14.89%
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.57	0.75	0.87
固定资产周转率	47.05	67.39	111.03	187.75
应收账款周转率	7.02	7.52	7.85	7.79
存货周转率	38.23	48.11	47.36	48.21
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.82%	—	—	—
资本结构				

股东权益合计	1323.94	1410.26	1604.20	1870.23	资产负债率	28.12%	21.07%	24.60%	28.69%
负债和股东权益合计	1841.89	1786.63	2127.59	2622.49	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	3.41	4.56	3.94	3.40
EBITDA	122.73	91.55	204.32	309.40	速动比率	3.40	4.55	3.92	3.38
PE	42.61	36.33	19.31	13.30	每股指标				
PB	3.46	3.25	2.86	2.45	每股收益	1.40	1.64	3.08	4.48
PS	6.01	4.45	3.13	2.21	每股净资产	17.20	18.32	20.84	24.29
EV/EBITDA	23.74	32.82	13.47	7.70	每股经营现金	1.63	-1.31	0.00	0.00

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liy@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。