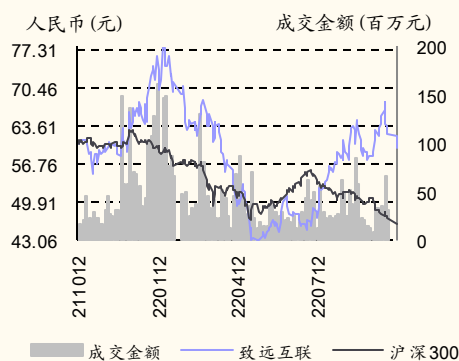


市场价格(人民币): 59.83元

目标价格(人民币): 70.62元

市场数据(人民币)

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 0.77 |
| 已上市流通A股(亿股) | 0.59 |
| 总市值(亿元) | 46.23 |
| 年内股价最高最低(元) | 79.92/44.16 |
| 沪深300指数 | 3728 |
| 上证指数 | 2980 |



信创驱动短期增长，低代码打开长期空间

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 763 | 1,031 | 1,267 | 1,578 | 1,931 |
| 营业收入增长率 | 9.07% | 35.10% | 22.90% | 24.54% | 22.36% |
| 归母净利润(百万元) | 108 | 129 | 147 | 184 | 227 |
| 归母净利润增长率 | 10.40% | 19.69% | 14.05% | 25.14% | 23.36% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.398 | 1.673 | 1.901 | 2.379 | 2.935 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.62 | 1.68 | 2.01 | 2.85 | 3.58 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 8.21% | 9.00% | 9.36% | 10.55% | 11.61% |
| P/E | N.A | N.A | 31.47 | 25.15 | 20.39 |
| P/B | N.A | N.A | 2.95 | 2.65 | 2.37 |

来源: 公司年报、国金证券研究所。

投资逻辑

- OA 市场集中度提升是公司过往及现在增长的重要驱动力；近年政务及行业信创需求旺盛，为公司市占率提升提供了新的契机。2022 年上半年信创业务营收为 0.7 亿元，同比增长 359%，占整体营收比重提升至 16.6%。行业信创于 2021 年接棒政务信创成为未来的重要增长方向。2021 年，公司直销业务中信创合同金额为 2.3 亿元，同比增长 103%；其中政务信创为 1.4 亿元，同比增长 37%；行业信创为 0.9 亿元，同比增长 631%。信创业务的高速发展使得公司的客户结构进一步向大型企业及政府客户倾斜。
- 协同管理软件未来的增长主要依靠模块的泛化及功能深化。低代码平台 CAP 能够解决传统开发模式下成本高昂、开发速度慢、系统灵活性差等问题，相关合同金额增长迅速。2021 年公司直销合同中，低代码平台关联金额为 6.0 亿元，同比增长 44.3%。目前，公司重点推动项目管理、资产管理、费控管理、供应商管理、合同管理和采购管理 6 大高频应用的标准化。经销体系的变化也为公司增长动力从市占率提升走向模块拓展奠定初步基础。公司于 2022 年 4 月发布“蜂巢计划 4.0”，提出 2022 年发展超过 100 家城市专营伙伴的目标，并推出新的合伙人模式；同时引入 20 多款产品、加强打造 100 多个产品解决方案，并提供亿元发展津贴。
- 云业务增长迅速，以薪事力为代表的云产品渐趋成熟。2022 年上半年云业务营收为 0.4 亿元，同比增长 86%，占整体营收比重达 9.8%，较上年同期提升 3.7pct。近年公司陆续推出数智人力云（薪事力）、数据采集云（智联云）、协同政务云、营销服务云等产品。全新一代技术平台 V8 的发布为公司云战略提供了有力支撑，基于 V8，公司发布了面向大型集团的 COP-A9 产品，目前已成功落地某大型企业。

投资建议

- 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 12.7/15.8/19.3 亿元，归母净利润分别为 1.5/1.8/2.3 亿元，EPS 分别为 1.90/2.38/2.94 元。我们采用市盈率法对公司进行估值。选取 3 家企业服务可比公司，给予公司 2022 年 37.2 倍 PE 估值，目标价 70.62 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 模块拓展或经销体系建设不及预期；宏观环境影响客户需求；解禁风险；股东及董监高解禁风险

王倩雯 分析师 SAC 执业编号: S1130522080001
wangqianwen@gjzq.com.cn

孟灿 分析师 SAC 执业编号: S1130522050001
mengcan@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. 短期关注市占率提升，长期关注模块拓展..... | 3 |
| 1.1 信创为当前市占率提升提供发展新机遇..... | 3 |
| 1.2 低代码平台及蜂巢计划为模块拓展奠定技术和营销基础..... | 5 |
| 1.3 成熟云产品增长强劲，V8 为云战略提供平台支撑..... | 8 |
| 2. 大客户为稳健增长压舱石，销售及研发投入主要为其服务..... | 9 |
| 3. 盈利预测及投资建议..... | 10 |
| 4. 风险提示..... | 12 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 用友对公司的持股比例持续下降..... | 3 |
| 图表 2: 中国协同管理软件市场增长平缓..... | 4 |
| 图表 3: 龙头公司的增长主要依靠市占率提升..... | 4 |
| 图表 4: 公司产品已实现与多种产品的信创适配..... | 4 |
| 图表 5: 公司信创业务近年保持高速增长..... | 5 |
| 图表 6: 行业信创接成为主要增长动力（亿元）..... | 5 |
| 图表 7: 公司直销百万以上的合同金额增长迅速..... | 5 |
| 图表 8: 公司直销百万以上合同收入增长迅速..... | 5 |
| 图表 9: 公司软件授权许可营收占比逐年下降（亿元）..... | 6 |
| 图表 10: 泛微自有产品营收占比也呈下降趋势（亿元）..... | 6 |
| 图表 11: 公司非 OA 营收占比呈上升趋势..... | 6 |
| 图表 12: 公司 CAP 低代码平台已积累了丰富的场景、领域及行业应用..... | 6 |
| 图表 13: 直销合同中低代码平台关联金额持续增长（亿元）..... | 7 |
| 图表 14: 经销营收保持稳健增长（亿元）..... | 7 |
| 图表 15: 公司的“蜂巢计划 4.0”为伙伴提供多项扶持..... | 8 |
| 图表 16: 公司云服务业务增长迅速（亿元）..... | 8 |
| 图表 17: 云产品体系逐渐丰富..... | 8 |
| 图表 18: 公司新一代协同技术平台 V8 采用三层架构..... | 9 |
| 图表 19: 公司营收增长稳健..... | 9 |
| 图表 20: 公司毛利率略有下滑..... | 9 |
| 图表 21: 公司产品全面覆盖大中小企业及政府客户..... | 10 |
| 图表 22: 公司营收以大中型企业及政府机构为主..... | 10 |
| 图表 23: 公司扣非归母净利率（经调整）近年略有下滑..... | 10 |
| 图表 24: 销售费用率持续下滑，研发费用率持续提升..... | 10 |
| 图表 25: 盈利预测核心假设..... | 11 |
| 图表 26: 可比公司估值比较（市盈率法）..... | 12 |

1. 短期关注市占率提升，长期关注模块拓展

公司是协同管理软件行业龙头之一，增长依靠 3 大因素驱动：过去及现在的增长动力主要来源于行业集中度提升，未来的增长主要来源于模块扩展以及云转型带来的市场空间拓宽。

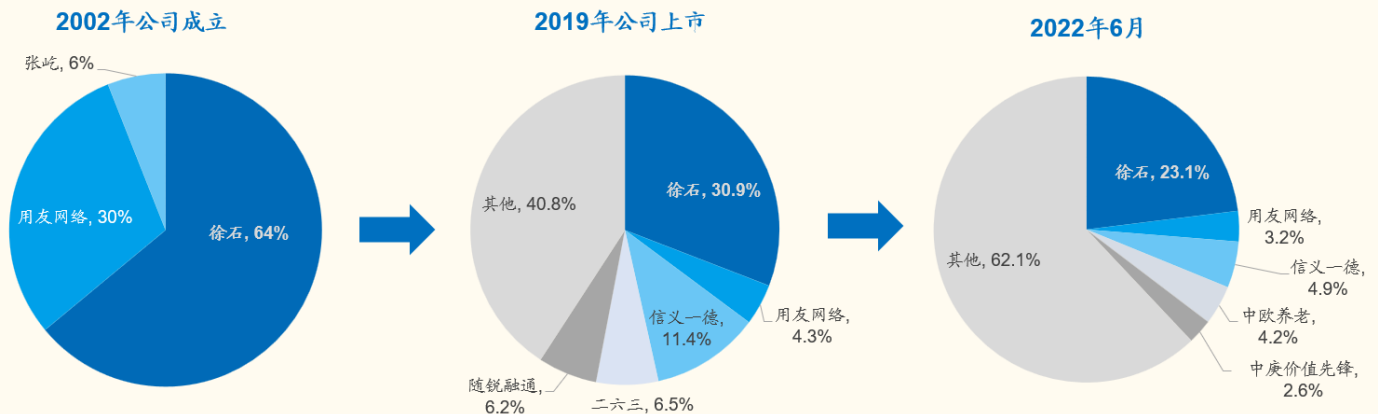
1.1 信创为当前市占率提升提供发展新机遇

过去 20 年来，公司的增长主要受益于协同管理软件市场集中度持续提升。

- 2010 年以前，公司市占率提升主要依托于用友遍布全国的营销网络以及较早推出成熟产品。2002 年公司成立之初，用友持股比例高达 30%；通过参加用友或行业内其他机构组织的经销商大会，公司在发展初期成功树立了品牌知名度、并积极进行了经销渠道的拓展。

2003 及 2007 年，公司分别推出了面向中小企业和大型集团企业的产品“A6”、“A8”。打磨出较为成熟的产品后，公司于 2008 年开始建设独立的直销渠道，形成了“直销为主、经销为辅”的营销体系；近年直销与经销的营收比例大致保持在 3:1 的水平。由于转让及引入新的投资者，用友对公司的持股比例也降至了 2022 年上半年的 3.22%。

图表 1：用友对公司的持股比例持续下降



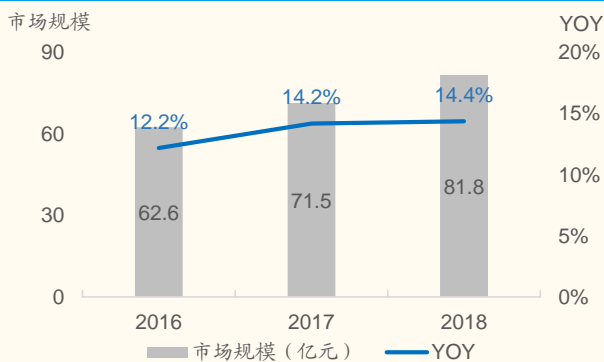
来源：wind，公司招股说明书，公司年报及中报，国金证券研究所

然而并非所有公司都有产品化的机遇和能力。根据公司微信公众号，只有常年保持连续付费的用户超过 1,000 家时，企业服务应用提供商才可能进行持续研发投入，从而形成与时俱进的产品。事实上，2017 年我国协同管理软件厂商近 500 家，仅 40 多家公司拥有自有品牌，多数公司以项目制为主。我们认为项目制公司依然处于出清期，这使得产品型公司存在市占率持续提升的空间。

- 2011 年至 2019 年，公司市占率提升主要依托于移动互联网的兴起。2011 年，公司发布移动办公软件 M1，拓宽了协同办公的应用场景、也使得协同管理软件前端化、全员化的优势愈发凸显。

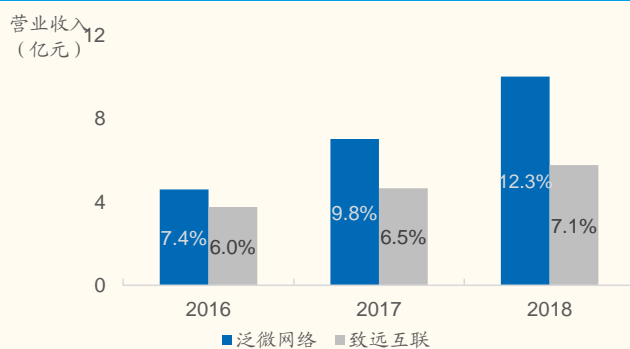
飞书、钉钉、企业微信等互联网背景的移动办公平台分别与致远、蓝凌、泛微等头部协同管理软件公司开展深度合作，C 端流量入口格局基本已定。

图表 2: 中国协同管理软件市场增长平缓



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 3: 龙头公司的增长主要依靠市占率提升



来源: 巨潮资讯网, 公司招股说明书, 泛微网络公告, 国金证券研究所
说明: 图中百分比为市占率

- 近年政务及企业信创的兴起为公司市占率提升带来了新一轮发展机遇。公司早在 2014 年就已开始进入信创领域, 2016 年推出政务信创协同软件 G6-N, 并于 2021 年发布 A8-N 产品, 进入企业信创领域。目前公司信创产品已与 150 多款产品完成技术互认, 全面支持国产硬件、数据库、操作系统、中间件等信创产品的适配。

与各类信创产品的全面适配需要投入较高的人力以及时间成本, 小型项目制公司难以进行相应投入, 这也为头部公司在地方政务及大型企业的市占率提升提供了新的契机。

图表 4: 公司产品已实现与多种产品的信创适配

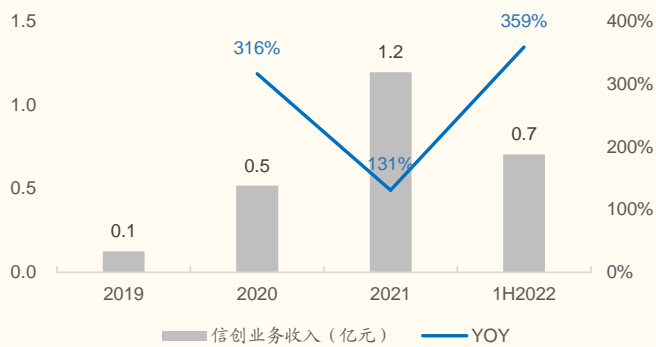


来源: 公司公众号, 国金证券研究所

从营收及合同的角度看, 信创相关业务保持着健旺的发展势头。2021 年公司信创业务营收为 1.2 亿元, 同比增长 131%, 占整体营收比重达 11.6%; 2022 年上半年信创业务营收为 0.7 亿元, 同比增长 359%, 占整体营收比重进一步提升至 16.6%。

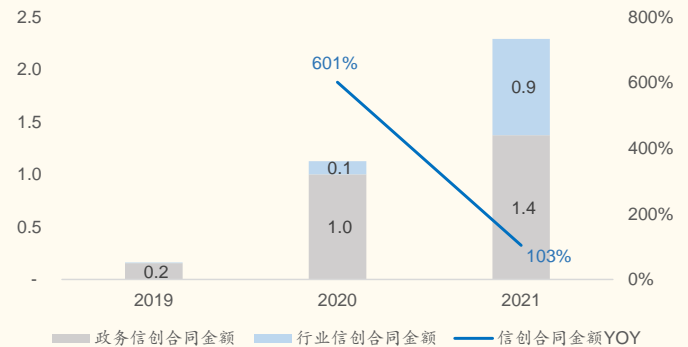
合同方面, 直销业务中信创合同金额持续增长, 且行业信创于 2021 年成功接棒政务信创, 成为公司信创业务未来的重要增长方向。2021 年, 公司直销业务中信创合同金额为 2.3 亿元, 同比增长 103%。其中政务信创合同金额为 1.4 亿元, 同比增长 37%; 行业信创合同金额为 0.9 亿元, 同比增长 631%。从产品结构来看, 2021 年公司来自大型企业产品的营收为政务产品的 4.8 倍; 随着大型企业信创的逐步深入, 预计依然有较大的成长空间。

图表 5: 公司信创业务近年保持高速增长



来源: 巨潮资讯网, 公司年报及中报, 国金证券研究所

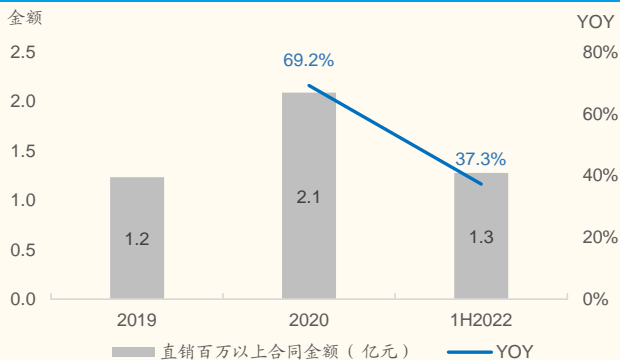
图表 6: 行业信创成为主要增长动力 (亿元)



来源: 巨潮资讯网, 公司年报, 国金证券研究所

信创业务的高速发展使得公司的客户结构进一步向大型企业及政府客户倾斜。2018年, 公司协同管理软件单合同价值约为 20.6 万元; 而 2021 年直销业务中百万以上的合同收入金额达到 2.2 亿元, 同比增长 74.5%, 占公司营收比重达 21.1%, 较 2020 年提升 4.8pct。2022 年上半年, 即使在疫情影响下, 直销业务中百万以上的合同金额依然达到 1.3 亿元, 同比增长 37.3%。

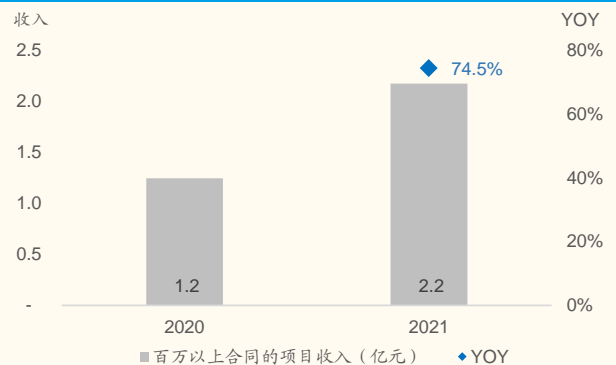
图表 7: 公司直销百万以上的合同金额增长迅速



来源: 巨潮资讯网, 公司年报及中报, 国金证券研究所

说明: 公司未披露 2021 年相关数据

图表 8: 公司直销百万以上合同收入增长迅速



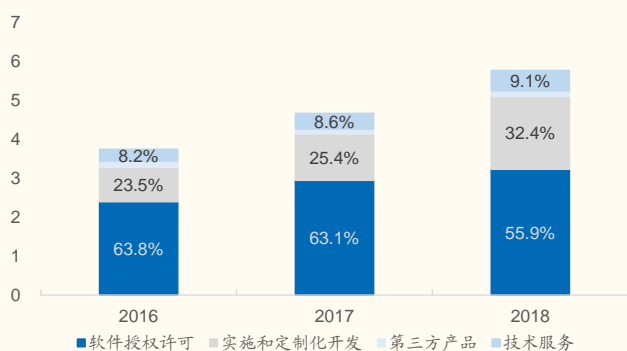
来源: 巨潮资讯网, 公司年报, 国金证券研究所

1.2 低代码平台及蜂巢计划为模块拓展奠定技术和营销基础

协同管理软件的深化应用促进整个行业从传统意义上的 OA 向更丰富的模块进行拓展, 因而成熟、标准的 OA 产品占比持续下滑, 更复杂多样的产品需求逐年增长。由于协同管理软件没有明显的功能边界和下游应用行业边界, 整个行业未来的增长主要依靠模块的泛化及功能深化。

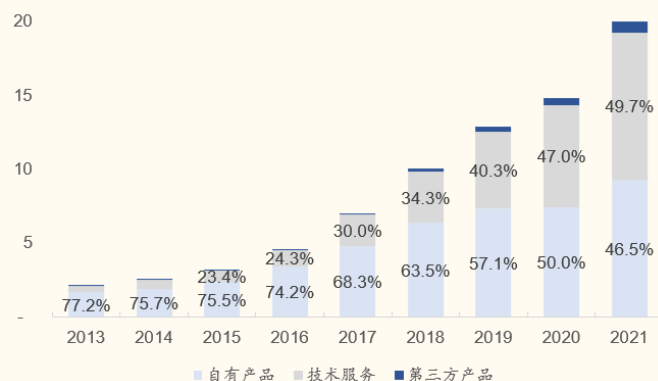
行业龙头公司产品营收占比持续下降, 而实施的营收占比持续提升, 为上述论点提供了有力佐证。公司软件授权许可营收占比从 2016 年的 63.4% 降至 2018 年的 55.8%, 而实施和定制开发的营收占比从 2016 年的 23.3% 提升至 2018 年的 32.3%。另一家行业龙头泛微网络的财务数据也能管窥类似趋势: 泛微自有产品的营收占比从 2013 年的 77.2% 降至 2021 年的 46.4%, 而技术服务的营收占比从 2013 年的 20.2% 提升至 2021 年的 49.6%。

图表 9: 公司软件授权许可营收占比逐年下降 (亿元)



来源: 巨潮资讯网, 公司招股说明书, 国金证券研究所
说明: 2018年后公司未披露相应细项

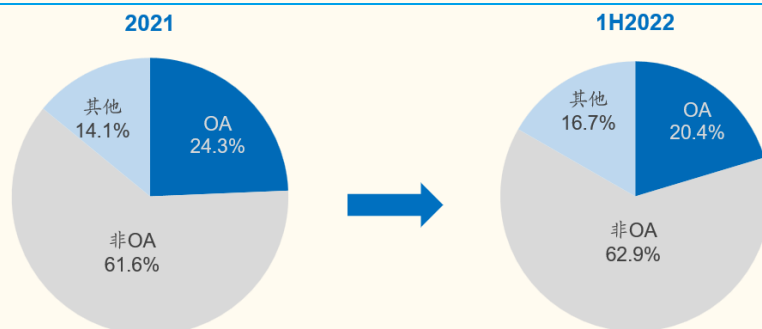
图表 10: 泛微自有产品营收占比也呈下降趋势 (亿元)



来源: 巨潮资讯网, 泛微网络招股说明书及年报, 国金证券研究所

公司直销收入中, OA 相关的营收占比由 2021 年的 24.3% 降至 2022 年上半年的 20.4%, 非 OA 的营收占比相应提升。

图表 11: 公司非 OA 营收占比呈上升趋势



来源: 巨潮资讯网, 公司年报及中报, 国金证券研究所

■ 公司不断丰富 CAP 低代码平台的场景、领域及行业应用, 以满足客户日益泛化和深化的业务需求。2012 年公司发布了业务生成器, 支持个性化表单关联和数据查找, 成为低代码平台的雏形。经过 10 年迭代, 目前公司的低代码平台 CAP 可提供费用控制、人事管理、客户管理、招投标管理等标准化业务包, 支持用户一键调用和拉拽式开发, 能够帮助非技术人员实现快速功能搭建。

目前, 公司重点推动项目管理、资产管理、费控管理、供应商管理、合同管理和采购管理 6 大高频应用的标准化管理。

图表 12: 公司 CAP 低代码平台已积累了丰富的场景、领域及行业应用

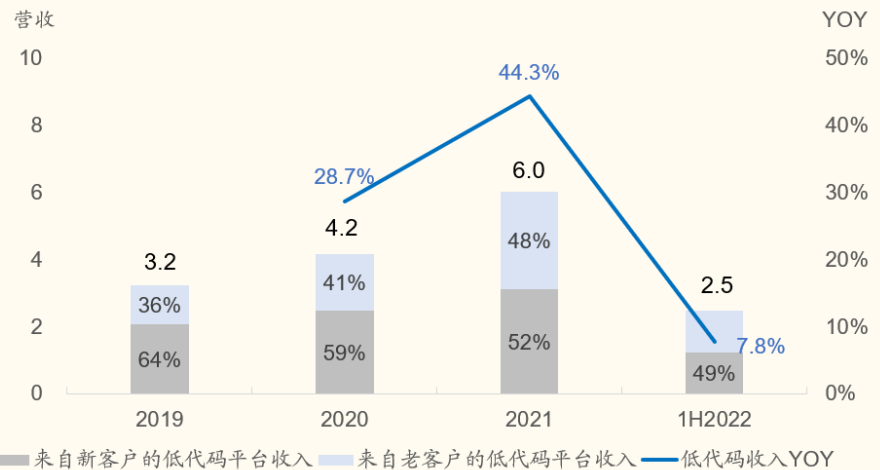
| 场景应用 | | 领域应用 | | 行业应用 | |
|-------|-------|------|------|------|------|
| 借还款管理 | 日报/周报 | 人事管理 | 资产周报 | 建筑行业 | 国资体系 |
| 文件管理 | 民主测评 | 合同管理 | 议题管理 | 教育行业 | 金融行业 |
| 招聘管理 | 报销管理 | 客户管理 | 费控管理 | 地产行业 | IT行业 |
| 工单管理 | 其他 | 项目管理 | 其他 | 零售行业 | 其他 |

致远C.CAP协同云设计中心

来源: 公司公众号, 国金证券研究所

低代码平台 CAP 能够解决传统开发模式下成本高昂、开发速度慢、系统灵活性差等问题，相关合同金额增长迅速。2021 年公司直销合同中，低代码平台关联金额为 6.0 亿元，同比增长 44.3%。老客户复购是低代码平台近年增长的主要驱动力，2021 年老客户 CAP 关联合同金额为 2.9 亿元，同比增长 70.5%，占直销合同 CAP 关联金额的 48.0%，较上年提升 7.4pct。2022 年上半年的疫情使得新客户拓展略显疲软，新客户 CAP 关联合同金额为 1.2 亿元，同比下滑 19.6%；但老客户复购需求依然强劲，CAP 关联合同金额达 1.3 亿元，同比增长 61.9%，使得整体直销合同的 CAP 关联金额在疫情之下依然取得 7.8% 的增长。

图表 13: 直销合同中低代码平台关联金额持续增长 (亿元)

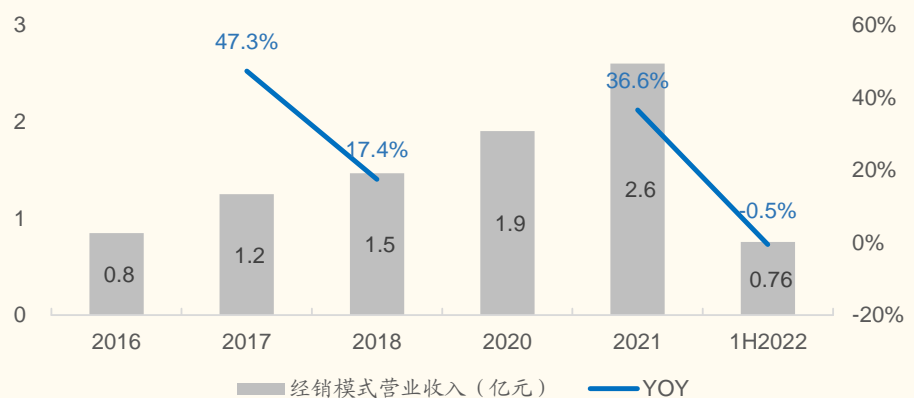


来源: 巨潮资讯网, 公司公告, 国金证券研究所

■ 经销体系的变化也为公司增长动力从市占率提升走向模块拓展奠定初步基础。2018 年, 公司经销商数量为 549 家; 为进一步提升中小客户市占率, 公司于 2019 年首次提出“蜂巢计划”, 通过数字化营销、中台推广、商机支持等举措全面赋能渠道生态伙伴, 截至 2022 年 5 月, 公司已新拓系统集成商和行业伙伴 400 余家, 精准赋能商业生态伙伴超过 3.5 万人次。

至 2021 年, 公司经销营收为 2.6 亿元, 同比增长 36.6%, 占营收比重达 25.2%, 较上年微增 0.3pct。2022 年上半年中小企业受疫情影响较大, 公司经销营收为 0.76 亿元, 同比略下滑 0.5%; 由于同期大型企业依然保持稳健增长, 经销收入占总营收比重降至 17.9%。

图表 14: 经销营收保持稳健增长 (亿元)



来源: 巨潮资讯网, 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

说明: 公司未公布 2019 年经销收入

为了更好地获取终端客户需求、以及提升中型客户的标准化经营效率, 公司于 2022 年 4 月发布“蜂巢计划 4.0”, 提出 2022 年发展超过 100 家城

市专营伙伴的目标，并推出新的合伙人模式，为伙伴打造基于 COP 价值营销的分润模式和面向终端客户的租赁模式。同时，引入 20 多款产品、加强打造 100 多个产品解决方案，并提供亿元发展津贴。

图表 15：公司的“蜂巢计划 4.0”为伙伴提供多项扶持

| 经营模式 | 产品共融 | 专业赋能 | 专项扶持 |
|--|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 发展100家城市专营伙伴 全新的合伙人模式+伙伴客户经营租赁模式 打造COP价值营销分润模式 | <ul style="list-style-type: none"> 引入20+款产品 拓展50+个营销通路 加强100+个产品解决方案 | <ul style="list-style-type: none"> 加强伙伴交付资源中心建设 人才培养&工信部联合认证 打造100家成功伙伴+100家伙伴经营成功客户 | <ul style="list-style-type: none"> 建设城市专营公司，区域团队裂变扩张 考察30家创业公司，战投3-5家 加力产品创新，进行联合开发 |

蜂巢计划4.0

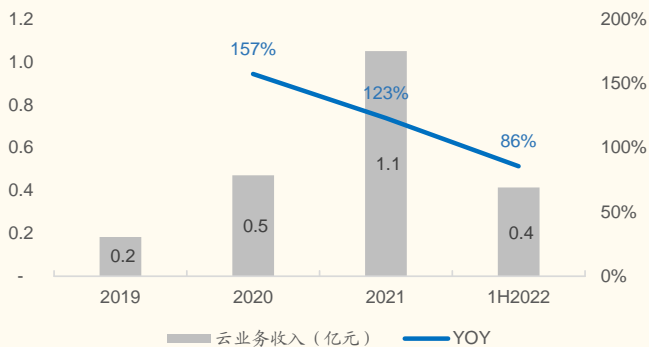
来源：公司公众号，国金证券研究所

1.3 成熟云产品增长强劲，V8 为云战略提供平台支撑

- 云业务增长迅速，以薪事力为代表的云产品渐趋成熟。公司 2021 年云业务营收为 1.1 亿元，同比增长 123%，占整体营收比重达 10.2%，较上年提升 4.0pct；2022 年上半年云业务营收为 0.4 亿元，同比增长 86%，占整体营收比重达 9.8%，较上年同期提升 3.7pct。

近年公司陆续推出数智人力云（薪事力）、数据采集云（智联云）、协同政务云、营销服务云等产品。其中数智人力云服务是公司重点发展的领域业务；2022 年上半年，数智人力云的客户规模、DAU（工作日）均实现 100% 增长。

图表 16：公司云服务业务增长迅速（亿元）



来源：巨潮资讯网，公司年报及中报，国金证券研究所

图表 17：云产品体系逐渐丰富

| 云服务 | 服务内容 |
|------------|--|
| 数智人力云（薪事力） | 提供组织人事、薪酬社保、招聘管理、绩效管理六大应用场景，支持低代码PaaS平台 |
| 数据采集云（智联云） | 基于公司Formtalk平台打造，提供数据采集和数据流转的自定义搭建、智能报表分析等能力 |
| 协同政务云 | 全面覆盖党政机关多层组织管理、公文管理、会议管理、行政审批等应用，提供智慧党建、政府数据服务、拟态安全等解决方案 |
| 营销服务云 | 提供云营销、云交付、云生态服务，帮助客户提升交付效率，有效控制营销和交付成本 |

来源：巨潮资讯网，公司中报，国金证券研究所

- 全新一代技术平台 V8 的发布为公司云战略提供了有力支撑。2022 年上半年，公司发布 V8 的 1.0 版本，支持专属云、公有云和混合云形式，并支持与 V5 产品的融合发展，实现了公司底层平台的统一。基于 V8，公司发布了面向大型集团的 COP-A9 产品，目前已成功落地某大型企业，覆盖集团 90 多个下属机构、超 70 万员工，支持多云适配等需求。

V8 作为公司上市后最重大的创新举措，有望支撑批量化 SaaS 转型和全云定制化服务，实现商业模式和客户服务模式的升级。

图表 18：公司新一代协同技术平台 V8 采用三层架构

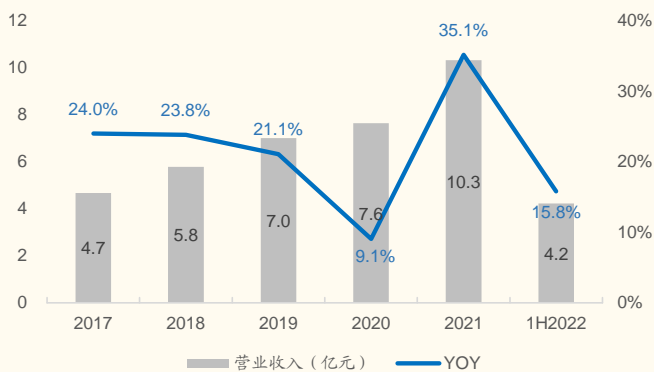


来源：公司公众号，首席信息官公众号，国金证券研究所

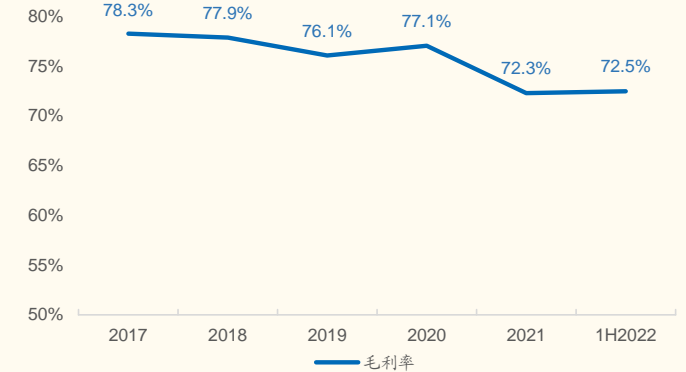
2. 大客户为稳健增长压舱石，销售及研发投入主要为其服务

- 公司营业收入增长稳健，2017 至 2021 年营收 CAGR 为 21.9%。2021 年，公司实现营收 10.3 亿元，同比增长 35.1%，主要因 2020 年部分需求受疫情影响、递延至 2021 年。2022 年上半年公司实现营收 4.2 亿元，同比增长 15.8%；得益于云端交付成熟度提升以及市场对线上办公的迫切需求，公司受疫情影响程度弱于 2020 年。
- 信创带来的大客户以及高合同金额推升了项目交付成本，公司毛利率有所下滑。2021 年及 2022 年上半年公司毛利率分别为 72.3%、72.5%，较上年同期下滑 4.8pct、2.8pct，主要系公司大项目增多、产品定制化比例提升、加大服务体系建设投入所致。2021 年技术服务人员大幅增加 128% 至 861 人，相应推升了营业成本。

图表 19：公司营收增长稳健



图表 20：公司毛利率略有下滑



来源：wind，巨潮资讯网，公司年报及中报，国金证券研究所

来源：wind，巨潮资讯网，公司年报及中报，国金证券研究所

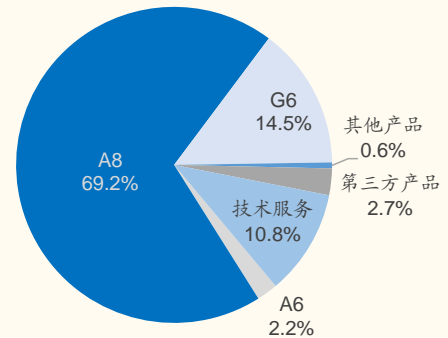
大中型企业以及政府机构是公司最主要的客户群体。公司的协同管理软件产品主要包括面向大中型企业的 A8、面向中小型企业的 A6、面向政府机构的 G6 以及第三方产品等。2021 年 A8 营收达 7.1 亿元，占公司整体营收比重为 69.1%；G6 营收达 1.5 亿元，占公司整体营收比重为 14.5%，受益于信创，该比例近年呈现上升趋势。

图表 21: 公司产品全面覆盖大中小企业及政府客户

| 产品服务 | 目标市场 | 部署方式 | 收费模式 |
|------|-------------|-------------|-----------------------------|
| A8 | 大中型集团化企业/组织 | 私有云 | 软件许可 业务包许可/定制 |
| A6 | 中小企业/组织 | 私有云 SaaS | 软件许可 业务包许可 订阅模式 |
| G6 | 政府组织及事业单位 | 私有云 专属云 | 软件许可 业务包许可/定制 专属云订阅模式 |

来源: 巨潮资讯网, 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

图表 22: 公司营收以大中型企业及政府机构为主



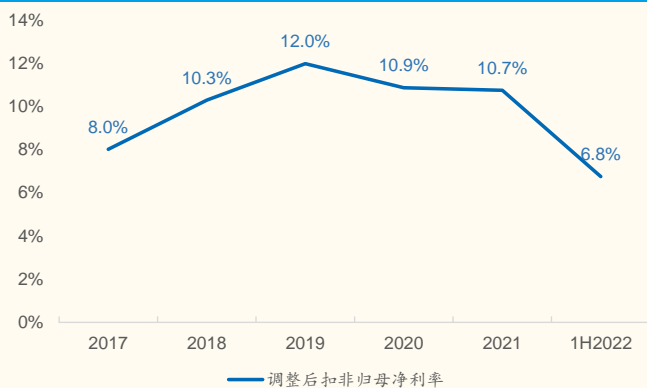
来源: 巨潮资讯网, 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

- 公司净利润除了受到经营因素影响之外, 还受到利息收入及股份支付费用的影响。剔除利息收入及股份支付费用影响后, 公司 2021 年及 2022 年上半年扣非归母净利润分别 1.11 亿元、0.29 亿元, 同比增长 33.6%、-25.6%; 对应的扣非归母净利率分别为 10.7%、6.8%, 较上年同期分别下滑 0.2pct、3.7pct。

2021 年及 2022 年上半年, 公司销售费用率分别为 38.9%、37.9%, 较上年同期分别下滑 4.2pct、2.8pct; 近年销售费用率保持下滑态势, 体现了明显的规模效应。2022 年 Q1, 为加强头部客户经营, 公司营销人数同比增长 37%以上, 因而 2022 年销售费用率下滑趋势有所放缓。

2021 年及 2022 年上半年, 公司研发费用率分别为 17.6%、22.9%, 较上年同期分别提升 1.9pct、3.5pct, 主要系近年公司加大了对 V8、A9、信创适配等研发方向的投入, 预计随着新一代产品的逐步成熟, 研发费用增速可能趋缓。

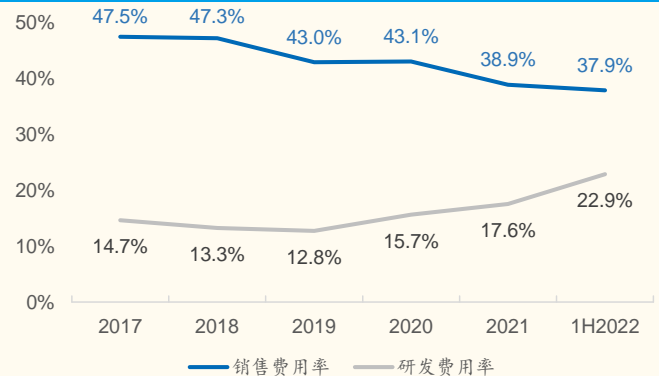
图表 23: 公司扣非归母净利率(经调整)近年略有下滑



来源: 巨潮资讯网, 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

说明: 调整后扣非归母净利润=扣非归母净利润+股份支付费用-利息收入

图表 24: 销售费用率持续下滑, 研发费用率持续提升



来源: 巨潮资讯网, 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

- 核心假设:

1) 营收&毛利:

- 协同管理软件产品:

- A8: 公司百万以上的合同金额和行业信创需求增长较好, 推知大中型客户需求相对健旺。同时考虑今年上半年受到疫情影响, 部分需求可能递延至下半年及 2023 年。因而假设 2022~2024 年 A8 营收增速分别为 22%/25%/23%。毛利率预计略有下滑, 假设均为 72%。

- ② A6: 近年小客户需求呈现下滑态势, 2020 年及 2021 年分别下滑 36.7%、23.0%。假设未来这种下滑趋势延续, 2022~2024 年 A6 营收增速均为-20%。A6 毛利率相对稳定, 假设均为 95%。
- ③ G6: 2021 年直销信创合同金额增速快于直销营收增速, 因而假设 2022 年与信创关联度较高的政务产品增速略快于通用产品; 随着政务信创合同金额基数增大, 合同金额增速近年呈下滑趋势。预计 2022~2024 年 G6 营收增速分别为 27%/25%/23%。毛利率预计略有下滑, 假设均为 67%。
- ④ 其他产品及第三方产品: 近年增速波动较大、且营收占比相对较低, 保守假设 2022~2024 年其他产品及第三方产品增速均为 0%; 毛利率分别为 79%、-13%。
- 技术服务收入: 一般而言, 技术服务收入增速应与协同管理软件增速近似持平。考虑到近年云业务增长迅速、部分云业务营收计入技术服务收入, 因而预计技术服务收入快于协同管理软件整体增速。假设 2022~2024 年技术服务收入增速分别为 40%/32%/25%; 技术服务收入毛利率较为稳定, 假设均为 87%。

2) 销售/管理/研发费用率:

- 销售费用率: 由于公司当前战略为深耕大客户, 销售费用有较为明显的规模效应, 因而假设销售费用率逐年递减, 2022~2024 年分别为 37.0%/36.0%/35.5%。
- 管理费用率: 公司管理费用增速相对缓慢, 费用率也呈现出较为明显的规模效应。假设 2022~2024 年管理费用率分别为 7.0%/6.7%/6.5%。
- 研发费用率: 近年公司加大了 V8、A9、信创适配、云产品等方面的投入, 因而研发费用增速较快, 费用率呈现上升趋势。2022 年上半年公司发布 V8 的 1.0 版本, 预计后续仍需进行打磨迭代, 因而假设研发费用率逐年提升, 2022~2024 年分别为 18.5%/19.5%/20.0%。

■ 盈利预测:

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 12.7/15.8/19.3 亿元, 归母净利润分别为 1.5/1.8/2.3 亿元, EPS 分别为 1.90/2.38/2.94 元。

图表 25: 盈利预测核心假设

| 单位: 亿元 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 10.3 | 12.7 | 15.8 | 19.3 |
| YOY | 35.1% | 22.9% | 24.5% | 22.4% |
| 毛利率 | 72.3% | 71.6% | 72.0% | 72.3% |
| ——A6 | 0.22 | 0.18 | 0.14 | 0.11 |
| YOY | -23.0% | -20% | -20% | -20% |
| 毛利率 | 95.3% | 95% | 95% | 95% |
| ——A8 | 7.12 | 8.69 | 10.86 | 13.36 |
| YOY | 33.1% | 22% | 25% | 23% |
| 毛利率 | 73.5% | 72% | 72% | 72% |
| ——G6 | 1.49 | 1.90 | 2.37 | 2.92 |
| YOY | 67.5% | 27% | 25% | 23% |
| 毛利率 | 68.1% | 67% | 67% | 67% |
| ——其他产品 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| YOY | 57.1% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利率 | 79.5% | 79% | 79% | 79% |

| | | | | |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| —第三方产品 | 0.28 | 0.28 | 0.28 | 0.28 |
| YOY | 88.3% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利率 | -13.2% | -13% | -13% | -13% |
| —技术服务收入 | 1.11 | 1.56 | 2.06 | 2.57 |
| YOY | 24.5% | 40% | 32% | 25% |
| 毛利率 | 86.8% | 87% | 87% | 87% |
| 销售费用率 | 38.9% | 37.0% | 36.0% | 35.5% |
| 管理费用率 | 7.7% | 7.0% | 6.7% | 6.5% |
| 研发费用率 | 17.6% | 18.5% | 19.5% | 20.0% |
| 净利润 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 2.3 |
| YOY | 19.7% | 14.1% | 25.1% | 23.4% |
| 净利润率 | 12.5% | 11.6% | 11.6% | 11.7% |
| 现价对应 PE | N.A | 31.5 | 25.2 | 20.4 |

来源：wind，公司年报，国金证券研究所

说明：以 2022 年 10 月 10 日收盘价计算现价对应 PE

■ 投资建议及估值：

我们采用市盈率法对公司进行估值。选取 3 家企业服务可比公司，给予公司 2022 年 37.2 倍 PE 估值，目标价 70.62 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 26：可比公司估值比较（市盈率法）

| 代码 | 名称 | 股价 (元) | EPS | | | | | PE | | | | |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 603171.SH | 税友股份 | 24.15 | 0.83 | 0.57 | 0.66 | 0.84 | 1.02 | - | 61.91 | 36.34 | 28.91 | 23.61 |
| 300525.SZ | 博思软件 | 16.24 | 0.58 | 0.57 | 0.50 | 0.66 | 0.86 | 49.80 | 40.80 | 32.56 | 24.48 | 18.87 |
| 300348.SZ | 长亮科技 | 11.87 | 0.33 | 0.17 | 0.28 | 0.38 | 0.49 | 57.88 | 89.56 | 42.54 | 31.53 | 24.27 |
| 平均值 | | | | | | | | 53.84 | 64.09 | 37.15 | 28.31 | 22.25 |
| 688369.SH | 致远互联 | 59.83 | 1.40 | 1.67 | 1.90 | 2.38 | 2.93 | 54.95 | 42.53 | 31.47 | 25.15 | 20.39 |

来源：wind，国金证券研究所

说明：以 2022 年 10 月 10 日收盘价计算现价对应 PE。

4. 风险提示

■ 模块拓展或经销体系建设不及预期

公司未来的增长主要依赖于模块拓展。若公司未能很好地打磨低代码平台、推出符合市场需求的标准化高频应用、或当前销售体系未能为新模块提供有效的市场渠道及用户需求反馈，公司有可能面临未来增长乏力的风险。

■ 宏观环境影响客户需求

若宏观经济增长不及预期，可能会影响企业的数字化投入意愿，进一步传导影响公司的终端客户需求。

■ 解禁风险

公司有 1,781 万股首发原股东限售股份将于 2022 年 10 月 31 日上市流通，预计占解禁前流通股的 29.95%、占解禁后流通股 23.05%、占总股本 23.05%。该解禁事项可能对公司股价表现产生影响。

根据公司上市公告书，2022 年 10 月 31 日即将解禁的 1,781 万股首发原股东限售股份均为公司董事长徐石所持有。

■ 股东及董监高减持风险

上市前持股 5%以上的股东信义一德、二六三网络通信、随锐融通近年先后对公司进行减持。其中：

信义一德原持有 655.5 万股公司股份，占总股本的 8.51%（IPO 发行后）；并先后于 2020 年 11 月~2021 年 3 月减持 154.5 万股公司股份、2021 年 7 月~12 月减持 123.18 万股公司股份。至 2022 年 6 月 30 日，信义一德仍持有公司 377.82 万股股份，占总股本的 4.89%。

二六三网络通信原持有 375 万股公司股份，占总股本的 4.87%（IPO 发行后）；并先后于 2020 年 12 月~2021 年 5 月减持 148.3 万股公司股份、2021 年 11 月~2022 年 1 月减持 226.7 万股公司股份。至 2022 年 1 月 12 日，二六三网络不再持有公司股份。

随锐融通原持有 358 万股公司股份，占总股本的 4.65%（IPO 发行后）；并先后于 2020 年 11 月~2021 年 5 月减持 164.52 万股公司股份、2021 年 10 月~2022 年 4 月减持 160.78 万股公司股份。至 2022 年 8 月 25 日，公司公告随锐融通仍持有 25.62 万股公司股份，占总股本的 0.33%；随锐融通将于公告披露日起 15 个交易日后的 6 个月内减持不超过 25.62 万股公司股份，当前仍处于减持期内。

部分公司董监高近年也先后对公司进行减持。其中：

原董事、副总经理、董事会秘书黄涌在公司上市前持有公司 45 万股股份，占总股本的 0.58%（IPO 发行后），其于 2021 年 4 月~6 月减持 11.25 万股公司股份。

公司董事、高级管理人员、核心技术人员胡守云于 2021 年 12 月减持 35 万股，减持后仍持有 187.5 万股公司股份。

公司副总经理兼董事会秘书陶维浩于 2021 年 12 月减持 25 万股，减持后仍持有 135.5 万股公司股份。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 主营业务收入 | 700 | 763 | 1,031 | 1,267 | 1,578 | 1,931 | 货币资金 | 768 | 1,573 | 1,273 | 1,565 | 1,710 | 1,930 |
| 增长率 | 9.1% | 35.1% | 22.9% | 24.5% | 22.4% | 22.4% | 应收账款 | 113 | 145 | 209 | 270 | 344 | 432 |
| 主营业务成本 | -167 | -175 | -286 | -359 | -442 | -536 | 存货 | 5 | 4 | 7 | 7 | 9 | 13 |
| %销售收入 | 23.9% | 22.9% | 27.7% | 28.4% | 28.0% | 27.7% | 其他流动资产 | 753 | 44 | 275 | 81 | 88 | 97 |
| 毛利 | 532 | 588 | 745 | 908 | 1,136 | 1,396 | 流动资产 | 1,640 | 1,766 | 1,764 | 1,922 | 2,152 | 2,472 |
| %销售收入 | 76.1% | 77.1% | 72.3% | 71.6% | 72.0% | 72.3% | %总资产 | 97.4% | 95.9% | 85.2% | 86.1% | 86.1% | 87.3% |
| 营业税金及附加 | -7 | -7 | -9 | -11 | -13 | -16 | 长期投资 | 22 | 54 | 123 | 122 | 121 | 120 |
| %销售收入 | 1.0% | 1.0% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 固定资产 | 16 | 16 | 96 | 105 | 141 | 153 |
| 销售费用 | -301 | -329 | -402 | -469 | -568 | -686 | %总资产 | 1.0% | 0.9% | 4.6% | 4.7% | 5.6% | 5.4% |
| %销售收入 | 43.0% | 43.1% | 38.9% | 37.0% | 36.0% | 35.5% | 无形资产 | 3 | 4 | 8 | 15 | 20 | 24 |
| 管理费用 | -68 | -71 | -79 | -89 | -106 | -126 | 非流动资产 | 44 | 76 | 306 | 311 | 348 | 359 |
| %销售收入 | 9.8% | 9.3% | 7.7% | 7.0% | 6.7% | 6.5% | %总资产 | 2.6% | 4.1% | 14.8% | 13.9% | 13.9% | 12.7% |
| 研发费用 | -89 | -120 | -181 | -234 | -308 | -386 | 资产总计 | 1,683 | 1,842 | 2,070 | 2,233 | 2,500 | 2,832 |
| %销售收入 | 12.8% | 15.7% | 17.6% | 18.5% | 19.5% | 20.0% | 短期借款 | 0 | 0 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 67 | 61 | 74 | 105 | 141 | 182 | 应付款项 | 71 | 80 | 131 | 135 | 155 | 173 |
| %销售收入 | 9.6% | 8.0% | 7.2% | 8.3% | 9.0% | 9.4% | 其他流动负债 | 383 | 438 | 423 | 473 | 548 | 646 |
| 财务费用 | 8 | 8 | 23 | 15 | 15 | 15 | 流动负债 | 454 | 518 | 581 | 608 | 703 | 819 |
| %销售收入 | -1.2% | -1.1% | -2.3% | -1.2% | -1.0% | -0.8% | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -2 | -1 | -7 | -5 | -5 | -5 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 43 | 32 | 24 | 18 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 | 负债 | 454 | 518 | 623 | 640 | 727 | 837 |
| 投资收益 | 4 | 17 | 3 | 3 | 3 | 3 | 普通股股东权益 | 1,222 | 1,311 | 1,430 | 1,570 | 1,742 | 1,953 |
| %税前利润 | 4.0% | 13.7% | 2.1% | 1.8% | 1.4% | 1.1% | 其中：股本 | 77 | 77 | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 营业利润 | 109 | 126 | 137 | 164 | 205 | 253 | 未分配利润 | 162 | 229 | 317 | 456 | 629 | 840 |
| 营业利润率 | 15.6% | 16.5% | 13.3% | 12.9% | 13.0% | 13.1% | 少数股东权益 | 7 | 13 | 16 | 23 | 31 | 41 |
| 营业外收支 | 0 | -1 | 2 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 1,683 | 1,842 | 2,070 | 2,233 | 2,500 | 2,832 |
| 税前利润 | 109 | 124 | 140 | 164 | 205 | 253 | | | | | | | |
| 利润率 | 15.6% | 16.3% | 13.6% | 12.9% | 13.0% | 13.1% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -7 | -9 | -5 | -11 | -13 | -16 | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税率 | 6.3% | 6.9% | 3.9% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 102 | 116 | 134 | 153 | 192 | 237 | 每股收益 | 1.266 | 1.398 | 1.673 | 1.901 | 2.379 | 2.935 |
| 少数股东损益 | 4 | 8 | 6 | 7 | 8 | 10 | 每股净资产 | 15.869 | 17.027 | 18.579 | 20.314 | 22.543 | 25.277 |
| 归属于母公司的净利润 | 97 | 108 | 129 | 147 | 184 | 227 | 每股经营现金净流 | 1.254 | 1.617 | 1.678 | 2.006 | 2.846 | 3.582 |
| 净利率 | 13.9% | 14.1% | 12.5% | 11.6% | 11.6% | 11.7% | 每股股利 | 0.530 | 0.100 | 0.100 | 0.100 | 0.150 | 0.200 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 7.98% | 8.21% | 9.00% | 9.36% | 10.55% | 11.61% |
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 总资产收益率 | 5.79% | 5.84% | 6.22% | 6.58% | 7.35% | 8.01% |
| 净利润 | 102 | 116 | 134 | 153 | 192 | 237 | 投入资本收益率 | 5.11% | 4.29% | 4.85% | 6.15% | 7.44% | 8.51% |
| 少数股东损益 | 4 | 8 | 6 | 7 | 8 | 10 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 6 | 5 | 27 | 22 | 27 | 32 | 主营业务收入增长率 | 21.06% | 9.07% | 35.10% | 22.90% | 24.54% | 22.36% |
| 非经营收益 | -5 | -17 | -5 | -3 | -3 | -3 | EBIT增长率 | 67.18% | -9.01% | 22.06% | 41.00% | 34.62% | 28.62% |
| 营运资金变动 | -6 | 22 | -29 | -17 | 4 | 11 | 净利润增长率 | 33.56% | 10.40% | 19.69% | 14.05% | 25.14% | 23.36% |
| 经营活动现金净流 | 97 | 124 | 127 | 155 | 220 | 277 | 总资产增长率 | 121.61% | 9.42% | 12.39% | 7.85% | 11.97% | 13.28% |
| 资本开支 | -4 | -5 | -101 | -23 | -60 | -40 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -731 | 700 | -277 | 202 | 2 | 2 | 应收账款周转天数 | 46.3 | 52.0 | 53.6 | 68.0 | 70.0 | 73.0 |
| 其他 | 4 | 18 | 0 | 3 | 3 | 3 | 存货周转天数 | 11.4 | 9.5 | 6.9 | 7.0 | 8.0 | 9.0 |
| 投资活动现金净流 | -731 | 713 | -378 | 182 | -55 | -35 | 应付账款周转天数 | 117.9 | 131.3 | 117.7 | 120.0 | 110.0 | 100.0 |
| 股权募资 | 856 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 8.4 | 7.8 | 33.8 | 30.2 | 32.6 | 28.9 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | -27 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -40 | -33 | -62 | -8 | -12 | -15 | 净负债/股东权益 | -123.14% | -120.51% | -103.12% | -101.10% | -98.99% | -99.04% |
| 筹资活动现金净流 | 816 | -33 | -58 | -35 | -12 | -15 | EBIT利息保障倍数 | -8.0 | -7.4 | -3.2 | -7.0 | -9.3 | -11.9 |
| 现金净流量 | 182 | 804 | -307 | 302 | 153 | 226 | 资产负债率 | 26.98% | 28.12% | 30.11% | 28.67% | 29.08% | 29.57% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 1 | 9 | 9 | 25 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402