



Research and
Development Center

乘风信创，腾云致远

— 致远互联（688369.SH）深度报告

2023年2月9日

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

郑祥 计算机行业研究助理

邮箱：zhengxiang@cindasc.com

证券研究报告

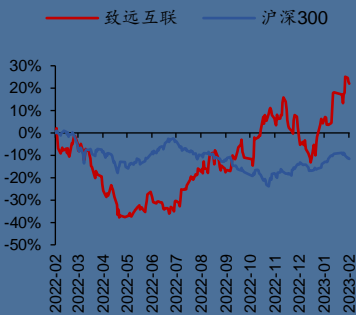
公司研究

深度报告

致远互联 (688369. SH)

投资评级 买入

上次评级 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)	87.20
52 周内股价	39.53-89.88
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅 (%)	16.27
总股本(亿股)	0.77
流通 A 股比例 (%)	100
总市值(亿元)	67.38

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

乘风信创，腾云致远

2023 年 2 月 9 日

本期内容提要：

◆**核心看点：**国内协同管理软件行业龙头，产品线由传统 OA 向协同业务解决方案、协同运营平台解决方案及协同云服务持续拓宽，不断打破成长天花板；信创带来协同管理软件行业国产替代增量市场；云转型战略顺利推进，SaaS 模式有望在增强公司盈利能力和业绩稳定性的同时提升公司估值。

◆**协同业务边界不断拓宽，打开公司更高成长天花板。**协同管理软件行业边界不断由传统 OA 向协同管理和协同运营延伸，不断增加的客户需求带来行业成长天花板持续提升。根据艾瑞咨询及赛迪顾问相关预测数据测算，2023 年我国政企协同管理软件市场规模有望达到 554 亿元。当前市场竞争格局分散，但头部厂商具有品牌力、产品力、营销力及客户资源积累优势，未来市场份额有望进一步向头部集中。

◆**信创是公司业绩中短期增长的核心驱动力之一。**协同管理软件属 IT 系统上层应用软件，需同底层服务器、PC 等硬件及操作系统、数据库等基础软件适配才能更好运行。伴随政企单位 IT 系统底层硬件和基础软件国产替代渗透率快速提升，对适配国产软硬件系统的协同管理软件更新换代需求将进一步释放。根据我们测算，2023 年我国机关单位及国央企协同管理软件信创市场规模有望达到约 35.2 亿元。

◆**SaaS 重塑协同软件，带来公司中长期增长新动能。**云产品方面，公司基于 Formtalk 云平台推出数智人力云及数据采集云等 SaaS 产品，并研发推出新一代协同云平台 V8，支持超大/大型组织专属云部署和中小组织 SaaS 在线订阅模式。对客户及厂商而言，SaaS 模式优点明显，对客户，SaaS 模式能够有效降低 IT 成本和使用门槛，并提升 IT 运维效率；对厂商，SaaS 模式有望在增强公司盈利能力和业绩稳定性的同时进一步提升公司估值。云转型战略的坚定推进带来公司云业务收入快速增长，SaaS 云化有望成为公司中长期业绩增长的核心动能之一。

◆**2022 年发布新一轮股权激励计划，22-24 年营收考核触发值分别为 12.38 亿元、14.89 亿元及 17.50 亿元，目标值分别为 13.01 亿元、16.15 亿元及 20.19 亿元，22-23 年营收考核目标值较 2020 年股权激励计划均有所提升；同时增加扣非归母净利润考核指标，目标值分别为 1.33 亿元、1.65 亿元及 2 亿元，进一步彰显管理层对公司未来业绩增长的良好预期。**

◆**维持“买入”评级：**我们认为，公司是国内协同管理软件行业龙头，在产品边界不断拓宽、信创催化及云转型带来的中长期增长动能驱动下，公司业绩有望继续保持快速增长，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.55/2.33/3.04，对应 PE 为 56.19/37.46/28.71 倍。按 PE 估值法，参考可比公司估值，给予公司 2024 年 40 倍 PE 估值，对应 2024 年总市值为 94 亿元，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**1.行业竞争加剧，新产品拓展不及预期；2.信创推进进展不及预期；3. SaaS 市场发展不及预期。

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	763	1,031	1,153	1,616	2,101
增长率 YoY %	9.1%	35.1%	11.8%	40.2%	30.0%
归属母公司净利润(百万元)	108	129	120	180	235
增长率 YoY%	10.4%	19.7%	-6.9%	50.0%	30.5%
毛利率(%)	77.1%	72.3%	71.4%	71.6%	71.5%
ROE(%)	8.2%	9.0%	7.9%	11.0%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	1.39	1.67	1.55	2.33	3.04
P/E	55.15	42.69	56.19	37.46	28.71
P/B	4.53	3.84	4.46	4.12	3.76

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 2 月 9 日收盘价

目录

核心观点	6
一、致远互联：不断突破协同业务边界的协同管理行业龙头	7
1.1 发展历程：国内协同管理领域龙头厂商，20 载深耕协同办公	7
1.2 主营业务：业务边界由传统协同软件向协同管理解决方案及协同云服务不断拓宽	7
1.3 财务分析：敦行而致远，历史业绩稳健增长	9
1.4 公司治理：股权结构清晰，新一轮股权激励奠定公司持续发展坚实基础	10
二、协同业务边界不断拓宽，打开公司更高成长天花板	13
2.1 协同管理软件由文档和信息共享向全面协同演进，业务边界不断拓宽	13
2.2 市场规模快速增长，下游需求以政企协同管理软件为主	14
2.3 当前市场竞争格局分散，未来有望向专业协同管理软件头部厂商集中	15
2.4 从 OA 到 COP，公司产品边界不断拓宽，打开更高成长天花板	18
2.5 上下游生态及营销渠道建设打通产业链资源，持续赋能公司产品战略	21
三、信创是公司业绩中短期增长的核心驱动力之一	23
3.1 信创带来协同管理软件国产替代新增长点	23
3.2 成功把握信创市场机遇，公司信创业务收入快速增长	24
四、云化重塑协同软件，带来公司中长期增长新动能	26
4.1 云计算是 IT 模式从底层架构到业务模式的全面升级	26
4.2 SaaS 重塑应用软件，云化部署优势凸显	27
4.3 我国 SaaS 市场相较全球成熟度差距明显，发展空间大	29
4.4 管理类软件具有 SaaS 转型天然优势，构成当前 SaaS 市场主体	30
4.5 坚定实施“云转型”战略，公司云业务收入快速增长	31
五、盈利预测、估值与投资评级	34
5.1 盈利预测及假设	34
5.2 估值与投资评级	35
风险因素	35

表目录

表 1：公司自上市以来实施股权激励情况	11
表 2：协同管理软件行业主流厂商类型	16
表 3：国内专业协同管理软件主流厂商对比	17
表 4：公司生态伙伴及营销网络建设情况	22
表 5：协同管理软件信创市场规模预测	24
表 6：公司目前主要云产品情况	31
表 7：公司分业务营收预测	34
表 8：PE 估值	35

图目录

图 1：公司历史沿革及营收和市值变动趋势	7
图 2：公司主要业务及产品构成	8
图 3：公司营收构成	9
图 4：公司毛利构成	9
图 5：公司营业收入及增速情况	9
图 6：公司归母净利润及增速情况	9
图 7：公司分业务毛利率情况	10
图 8：公司期间费用率及归母净利率情况	10
图 9：公司股权结构	11
图 10：协同管理软件同传统 OA 及 ERP 软件间的关系	13
图 11：协同办公行业发展趋势	14
图 12：我国协同办公软件市场规模及增速	15
图 13：我国协同办公软件市场用户结构	15
图 14：我国协同办公软件市场分类及主要厂商类型	16
图 15：我国协同办公软件产业生态图谱	16
图 16：协同管理软件行业发展格局	18
图 17：公司产品发展的三阶段及形成的产品家族体系	19
图 18：基于 COP 的企业数字化业务框架	20
图 19：致远新一代协同运营平台 COP 应用架构图	20
图 20：公司直销收入中 OA 和非 OA 收入构成	21

图 21: 公司合同额百万以上项目收入情况	21
图 22: 公司直销成交合同中低代码平台关联合同情况	21
图 23: 公司低代码平台老客户关联合同情况	21
图 24: 致远大协同生态伙伴	22
图 25: 信创“2+8+N”体系发展进程	23
图 26: 信创产业链重点环节全景图	24
图 27: 公司信创产品架构及适配生态	25
图 28: 公司信创业务收入情况	25
图 29: 公司直销成交客户信创合同额情况	25
图 30: 云计算技术架构及引发的 ICT 产业变革	26
图 31: 云计算包括 IaaS/PaaS/SaaS 三种服务类型	27
图 32: 企业使用云计算降低 IT 成本情况	28
图 33: 企业使用云计算带来的效果	28
图 34: Salesforce 营收、预收账款余额及经营活动现金流量净额情况	28
图 35: Salesforce、Zendesk 及 Workday 毛利率情况	29
图 36: 全球云计算细分市场规规模及增速	29
图 37: 我国公有云细分市场规规模及增速	29
图 38: 中国企业级 SaaS 市场规规模及渗透率	30
图 39: 中国 SaaS 行业渗透率 TOP5 (2019)	30
图 40: 全球 SaaS 行业细分产品结构 (2019)	31
图 41: 中国 SaaS 行业细分产品结构 (2020)	31
图 42: 致远 Formtalk 云平台	32
图 43: 致远新一代 V8 云平台	32
图 44: 公司云业务收入情况	33
图 45: 2022 年上半年营销服务云及数智人力云发展情况	33

核心观点

市场应重视公司产品边界不断由传统 OA 向协同业务解决方案、协同运营平台解决方案及协同云服务等领域持续延伸带来的成长空间拓宽、大客户个性化需求服务能力增强及老客户产品使用粘性提升。(1) 首先，从协同管理软件行业发展趋势来看，其产品功能边界不断由传统 OA 的沟通协作、行政办公、信息共享等向组织内部工作管理及业务管理等领域延伸，未来有望进一步打通企业内外部资源，实现工作协同、业务协同、集成协同、产业链协同及社会化协同的全方位协同，从而打开行业更加广阔的成长空间。根据艾瑞咨询及赛迪顾问相关预测数据测算，2023 年我国政企协同管理软件市场规模有望达到 554 亿元，同比增速保持在 20%。(2) 其次，以致远为代表的头部厂商凭借大量行业实施经验积累研发推出低代码平台，同时向个性化需求较多的大客户提供基于低代码平台的个性化业务解决方案，对大客户的的服务能力进一步提升。2021 年致远百万以上合同额对应项目收入达到 2.17 亿元，同比增长 74.51%，进一步表明大客户对公司产品的认可度持续增强。(3) 最后，基于低代码平台提供的协同业务解决方案及 COP 协同运营平台产品在提升客户个性化服务能力的同时，亦进一步带来老客户产品使用粘性的提升。2020 年以来，致远低代码关联合同中老客户关联合同金额增速一直保持在 44% 以上，2021 年高达 70.47%，其产品和服务的客户黏性不断增强。

市场应重视信创带来的协同管理软件国产替代市场空间。协同管理软件属 IT 系统上层应用软件，需同底层服务器、PC 等硬件及操作系统、数据库等基础软件适配才能更好运行，伴随政企单位 IT 系统底层硬件和基础软件国产替代渗透率快速提升，对适配国产软硬件系统的协同管理软件更新换代需求将进一步释放。根据我们测算，2023 年我国机关单位及国企协同管理软件信创市场规模有望达到约 35.2 亿元。致远信创产品全面覆盖党政及行业信创市场，且国产适配生态建设全面，在信创市场具有先发竞争优势。

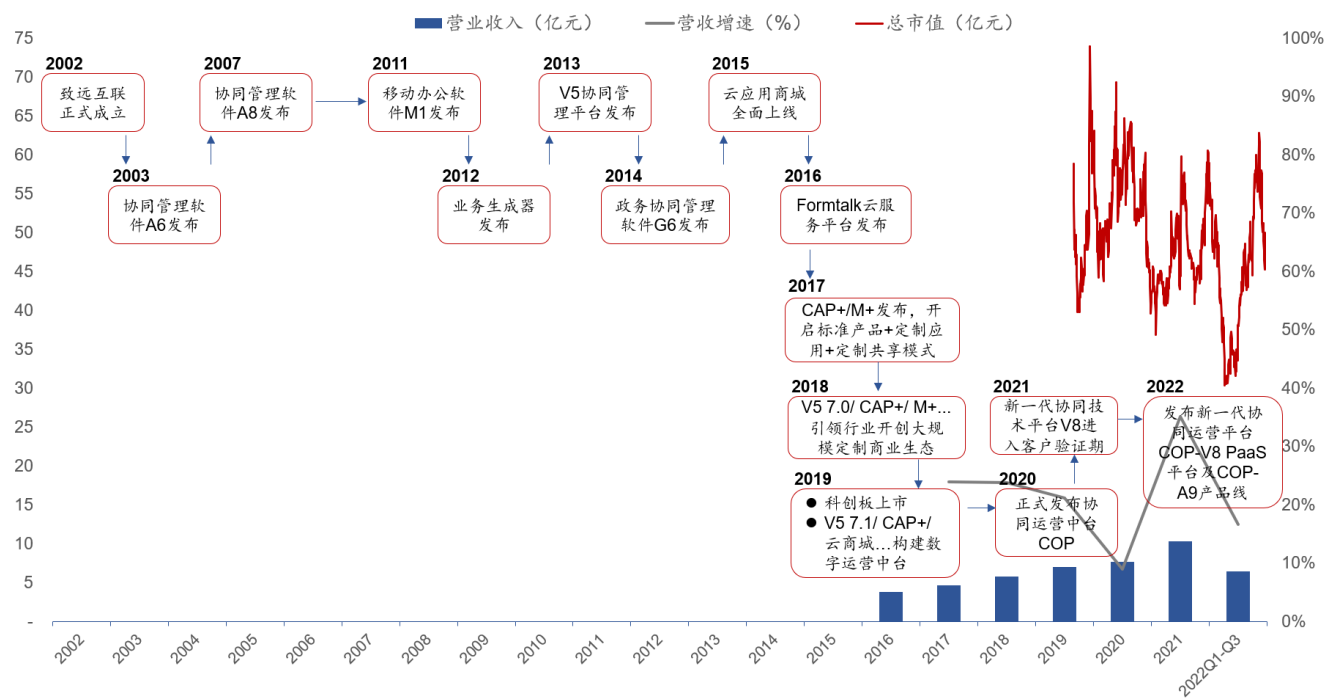
市场应重视 SaaS 云化从底层架构到商业模式上对协同管理软件的重构。对客户，SaaS 模式能够有效降低 IT 成本和使用门槛，并提升 IT 运维效率；对厂商，SaaS 模式有望在增强公司盈利能力和业绩稳定性的同时进一步提升公司估值，优势明显。而 SaaS 云端开发、订阅服务的模式特点决定了部分通用性强、较易标准化及规模化的企业管理类软件成为 SaaS 转型的最优选择，协同管理软件作为典型的企业管理类软件，本身具有培养 SaaS 的肥沃土壤，有望通过 SaaS 云化构筑全新增长动能。“云转型”一直是致远的重要战略，公司基于 Formtalk 云平台推出数智人力云及数据采集云等 SaaS 产品，并研发推出新一代协同云平台 V8，支持超大/大型组织专属云部署和中小组织 SaaS 在线订阅模式。云转型战略的坚定推进亦带来公司云业务收入快速增长，未来 SaaS 云化亦有望成为公司中长期业绩增长的核心动能之一。

一、致远互联：不断突破协同业务边界的协同管理行业龙头

1.1 发展历程：国内协同管理领域龙头厂商，20 载深耕协同办公

致远互联成立于 2002 年，2019 年于上交所科创板上市，自成立之初一直专注于协同管理领域，是国内协同管理行业龙头厂商。公司发展历程可大致分为三个阶段：（1）第一阶段（2002-2009），该阶段为公司协同软件产品化战略推进阶段，公司发布面向中小企业组织的 A6 产品，开创了业界“标准化产品”先河，发布面向中大型及集团型企业的 A8 产品，开创业界“集团化应用”模式；（2）第二阶段（2010-2018），该阶段为公司协同管理平台化及云化战略推进阶段，公司陆续发布业务生成器及 V5 协同管理平台，同时上线云应用商城并发布 Formtalk 云服务平台，开启平台化、云化发展新阶段；第三阶段（2019-至今），该阶段为公司产品化、平台化、云化及生态化战略全面推进阶段，公司陆续发布协同运营中台 COP 及新一代协同技术平台 V8，并于 2022 年发布 COP-A9 产品线，形成“协同管理软件+协同业务解决方案+协同运营平台解决方案+协同云服务”的全方位产品线布局。目前，公司已在全国设有 56+分支机构，覆盖 100+个城市，拥有 2500+名员工，1000+生态合作伙伴，服务超 5 万家政企客户。

图 1：公司历史沿革及营收和市值变动趋势



资料来源：Wind，公司官网，亿欧网，信达证券研发中心

1.2 主营业务：业务边界由传统协同软件向协同管理解决方案及协同云服务不断拓宽

在“产品化、平台化、云化及生态化”战略驱动下，公司业务不断突破传统协同软件产品边界，向协同管理解决方案及协同云服务延伸，目前已形成“协同管理软件+协同业务解决方案+协同运营平台解决方案+协同云服务”的全方位产品线布局。

协同管理软件方面，公司基于 V5 平台推出标准化产品，包括：面向中大型及集团化企业的 A8 产品及相应 A8-N 信创产品、面向政府组织及事业单位的 G6 产品及相应 G6-N 信创产品、面向中小企业组织的 A6 产品以及 M3 移动办公产品。

协同业务解决方案方面，以协同办公为底座，根据客户业务需求，通过低代码平台，构建面向企业客户、政府及国央企客户的一系列业务应用。

协同运营平台解决方案方面，通过建设协同运营平台，帮助客户实现统一信息入口、统一流程管理体系、统一系统集成整合、统一业务构建平台、统一报表和统一数据中心，为客户构建新的 IT 治理架构。

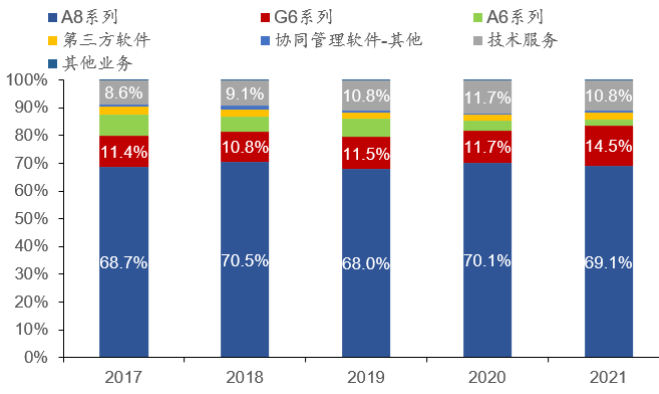
协同云服务方面，推出新一代协同云平台 V8，并基于 V8 平台推出面向超大型客户的 COP-A9 产品线，目前已进入原型客户验证期；基于 Formtalk PaaS 平台，推出数智人力云及数据采集云；同时，依托专属云部署的 G6 产品打造电子政务云平台。

图 2：公司主要业务及产品构成

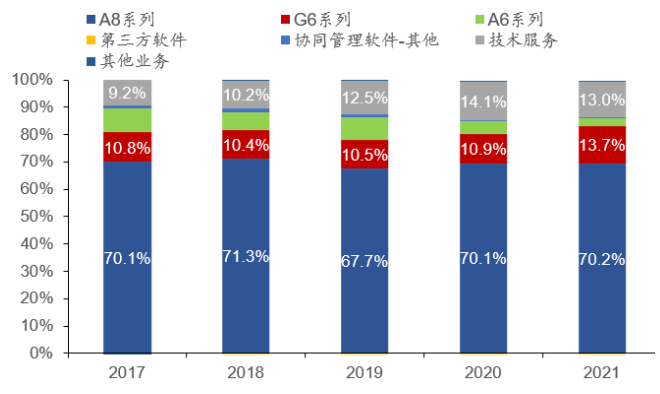


资料来源：公司 2022 年半年报，信达证券研发中心

从营收及毛利构成来看，A8 及 G6 系列产品一直是公司营收和毛利的支柱。A8 系列产品占比近年来始终保持在 68% 以上，2021 年为 69.1%；受益于党政信创推动，G6 系列产品占比逐年上升，由 2017 年的 11.4% 上升至 2021 年的 14.5%；技术服务收入 2021 年占比约为 10.8%；A6 系列产品占比则逐年减少，由 2017 年的 7.4% 下降至 2021 年的 2.2%。毛利呈相近构成和变化趋势，A8 系列产品 2021 年占比达到 70.2%；G6 系列产品占比由 2017 年的 10.8% 上升至 2021 年的 13.7%；技术服务毛利 2021 年占比约为 13%；A6 系列产品占比由 2017 年的 8.8% 下降至 2021 年的 2.8%。

图 3：公司营收构成


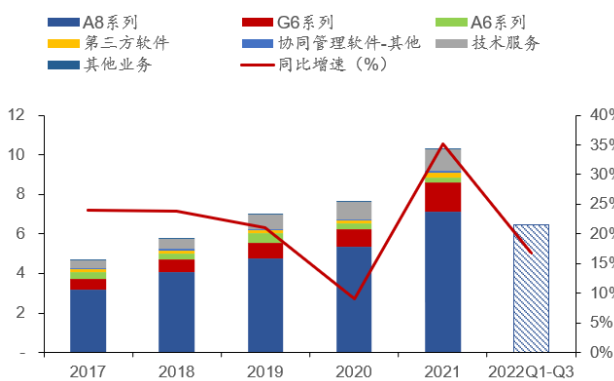
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司毛利润构成


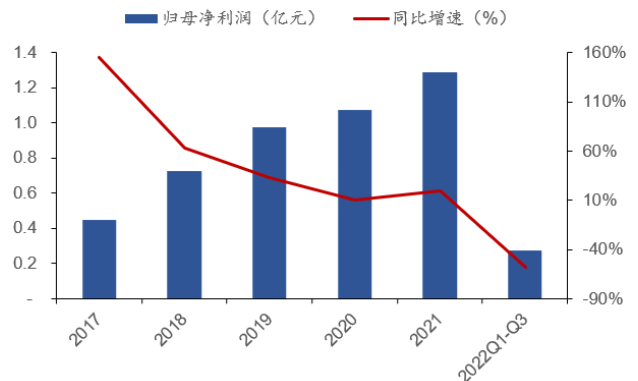
资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 财务分析：敦行而致远，历史业绩稳健增长

受益于我国政企数字化转型加速、信创驱动以及公司业务布局不断突破传统协同软件边界向协同业务解决方案、协同运营平台解决方案及协同云服务延伸带来的市场空间持续拓宽，近年公司营收及净利润整体均保持稳健增长趋势。营收端，2021 年实现营收 10.31 亿元，同比增长 35.1%，2017-2021 年复合增速约为 21.9%；2022 年受疫情等客观因素影响，营收增速略有下降，前三季度实现营收 6.44 亿元，同比增长约 16.7%。利润端，2021 年实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长约 19.7%，2017-2021 年复合增速约为 30.3%；2022 年前三季度实现归母净利润 0.28 亿元，同比下降约 58.3%，主要系公司人员扩张带来的销售和管理费用率增加，以及 V5 平台升级、V8 新一代协同技术平台及相应产品研发投入增加带来的研发费用率提升等因素综合所致。我们认为，人员扩张及研发投入增加均为公司长远发展所储备，伴随 V8 平台及相应产品陆续完成研发和上市，公司期间费用率有望逐步降低，净利润有望重回快速增长趋势。

图 5：公司营业收入及增速情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司归母净利润及增速情况


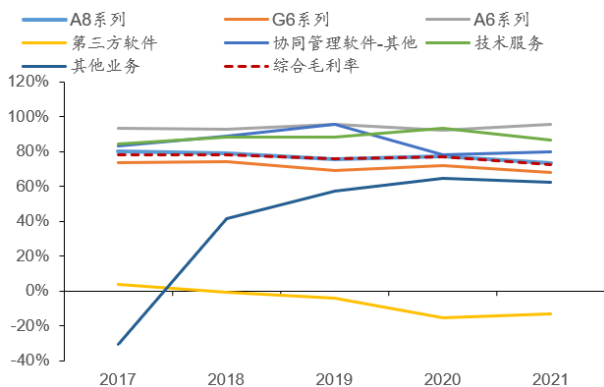
资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率方面，公司主要产品毛利率一直保持在较高水平。近 5 年，A8 系列产品毛利率一直保持在 73% 以上，2021 年约为 73.5%；G6 系列产品毛利率保持在 68% 以上，2021 年约为 68.1%；A6 系列产品毛利率一直保持在 92% 以上，2021 年约为 95.3%；技术服务毛利率一直保持在 84% 以上，2021 年约为 86.8%；公司整体综合毛利率一直保持在 72% 以上，2021

年约为 72.3%，同比下降约 4.8 个百分点，主要系：(1) 合同定制化内容增加导致交付成本增加；(2) 交付人员薪酬上涨；(3) 含集成内容的信创项目增加导致第三方产品成本增加，以及 (4) 低毛利的战略项目等因素综合所致。

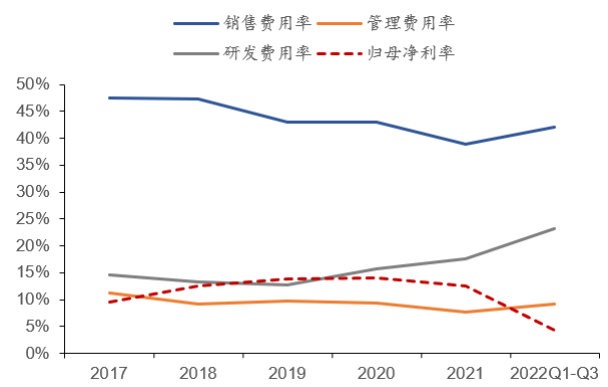
期间费用率方面，2021 年之前公司销售费用率及管理费用率均呈持续下降趋势，销售费用率从 2017 年的 47.5% 下降至 2021 年的 38.9%，2022 年前三季度因人员扩张等因素影响回升至 42%；管理费用率从 2017 年的 11.3% 下降至 2021 年的 7.7%，2022 年前三季度亦因人员扩张带来的管理费用支出增加等因素影响回升至 9.2%。研发费用率因 V5 平台持续升级及新一代协同技术平台 V8 研发投入增加等因素影响，由 2019 年的 12.8% 持续上升至 2022 年前三季度的 23.2%。受销售费用率、管理费用率及研发费用率增加的影响，2022 年前三季度公司归母净利率出现一定下滑，约为 4.3%，同比下降约 7.8 个百分点。我们认为，伴随公司 V8 平台及相应产品陆续完成研发和上市，加之人员扩张储备带来的业务扩张效果逐步显现，公司期间费用率有望重回下降趋势，净利率有望迎来回升。

图 7：公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

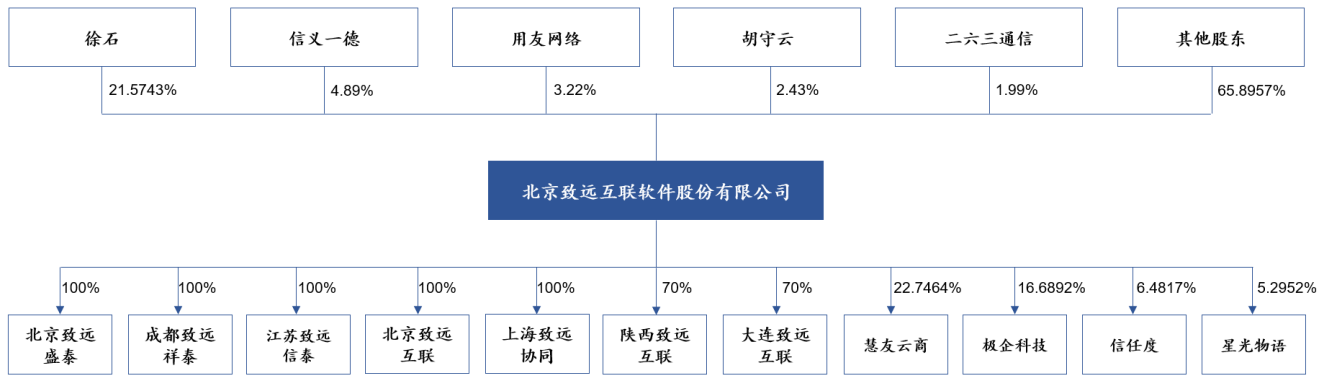
图 8：公司期间费用率及归母净利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.4 公司治理：股权结构清晰，新一轮股权激励奠定公司持续发展坚实基础

公司股权结构清晰。股东层面，控股股东、实际控制人为徐石，持股 21.57%，信义一德为私募基金投资人，用友网络及二六三通信为企业投资人。**子公司层面**，控股子公司主营业务同母公司基本一致，参股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。

图 9：公司股权结构


资料来源：企查查，信达证券研发中心；数据截至 2023 年 2 月 4 日

新一轮股权激励奠定公司持续发展坚实基础。2022 年 4 月，公司发布新一轮限制性股票激励计划，计划向授予对象 267 人授予限制性股票 160 万股，约占公告日公司总股本的 2.08%，首次授予价格 35 元/股。公司层面业绩考核要求为，以 2020-2021 年两年营收及净利润均值为业绩基数，2022 年营收增速触发值 38%，目标值 45%，净利润增速目标值 27%；2023 年营收增速触发值 66%，目标值 80%，净利润增速目标值 58%；2024 年营收增速触发值 95%，目标值 125%，净利润增速目标值 91%。依此计算，公司 2022-2024 年营收考核触发值分别为 12.38 亿元、14.89 亿元及 17.50 亿元，同比增速分别为 20.07%、20.29%及 17.47%，目标值分别为 13.01 亿元、16.15 亿元及 20.19 亿元，同比增速分别为 26.16%、24.14%及 25.00%；净利润考核目标值分别为 1.33 亿元、1.65 亿元及 2 亿元，同比增速分别为 10.22%、24.41%及 20.89%。同 2020 年限制性股票激励计划相比，本次股权激励计划设定 2022-2023 年营收考核目标值均有所提升，同时增加扣非归母净利润考核指标，进一步彰显了管理层对公司未来业绩增长的良好预期。此外，相较 2020 年，本次股票激励计划覆盖员工人数更多，授予股票数量更大，有利于进一步绑定核心骨干员工与公司利益，奠定公司持续发展坚实基础。

表 1：公司自上市以来实施股权激励情况

计划公告日	激励标的	授予数量	占公告日总股本比例	授予人数	授予价格	公司层面业绩考核目标	业绩考核目标值（亿元）			
							营收	同比增速	净利润	同比增速
2020/10/14	限制性股票	120 万股	1.56%	128 人	30 元/股	(1) 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%	8.75	25.00%	—	—
						(2) 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%	10.92	24.80%	—	—
						(3) 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%	13.65	25.00%	—	—
2022/4/26	限制性股票	160 万股	2.08%	267 人	35 元/股	(1) 以 2020-2021 年两年营收及净利润均值为业绩基数，2022 年营收增速触发值 38%，目标值 45%；净利润增速目标值 27%	13.01	26.16%	1.33	10.22%
						(2) 以 2020-2021 年两年营收及净利润均值为业绩基数，2023 年营收增速触发值 66%，目标值 80%；净利润增速目标值 58%	16.15	24.14%	1.65	24.41%

(3) 以 2020-2021 年两年营 收及净利润均值为业绩基数， 2024 年营收增速触发值 95%，目标值 125%；净利润 增速目标值 91%	20.19	25.00%	2.00	20.89%
---	-------	--------	------	--------

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

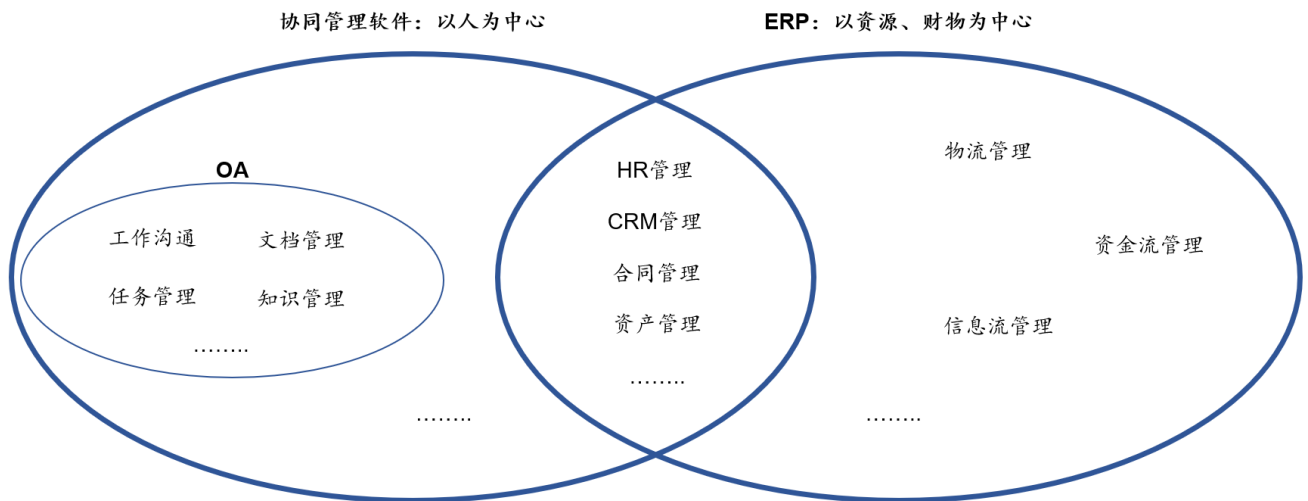
备注：2022 年限制性股票激励计划净利润考核口径为归母扣非净利润。

二、协同业务边界不断拓宽，打开公司更高成长天花板

2.1 协同管理软件由文档和信息共享向全面协同演进，业务边界不断拓宽

协同办公软件包括协同管理软件及文档、演示文稿等办公套件，其中协同管理软件是在 OA 软件的基础上发展起来的新兴企业管理软件。协同管理软件包含了传统 OA 软件的工作沟通、文档管理、任务管理、知识管理等功能，并将其应用边界从行政管理拓展至工作管理和业务管理。不同于 ERP 以企业物料、财务等资源以及业务流程为中心，协同管理软件以人为中心，更加关注员工和组织的内外协作。伴随协同管理业务边界逐渐向人力资源管理、供应商管理、经销商管理、合同管理等业务管理领域延伸，其与 ERP 中的人力、采购、销售等业务资源管理逐渐形成交叉互补。目前企业往往将两类系统打通集成使用，形成个人、团队、组织和企业的信息门户，实现企业和组织全局的信息聚合、展示和应用。

图 10：协同管理软件同传统 OA 及 ERP 软件间的关系



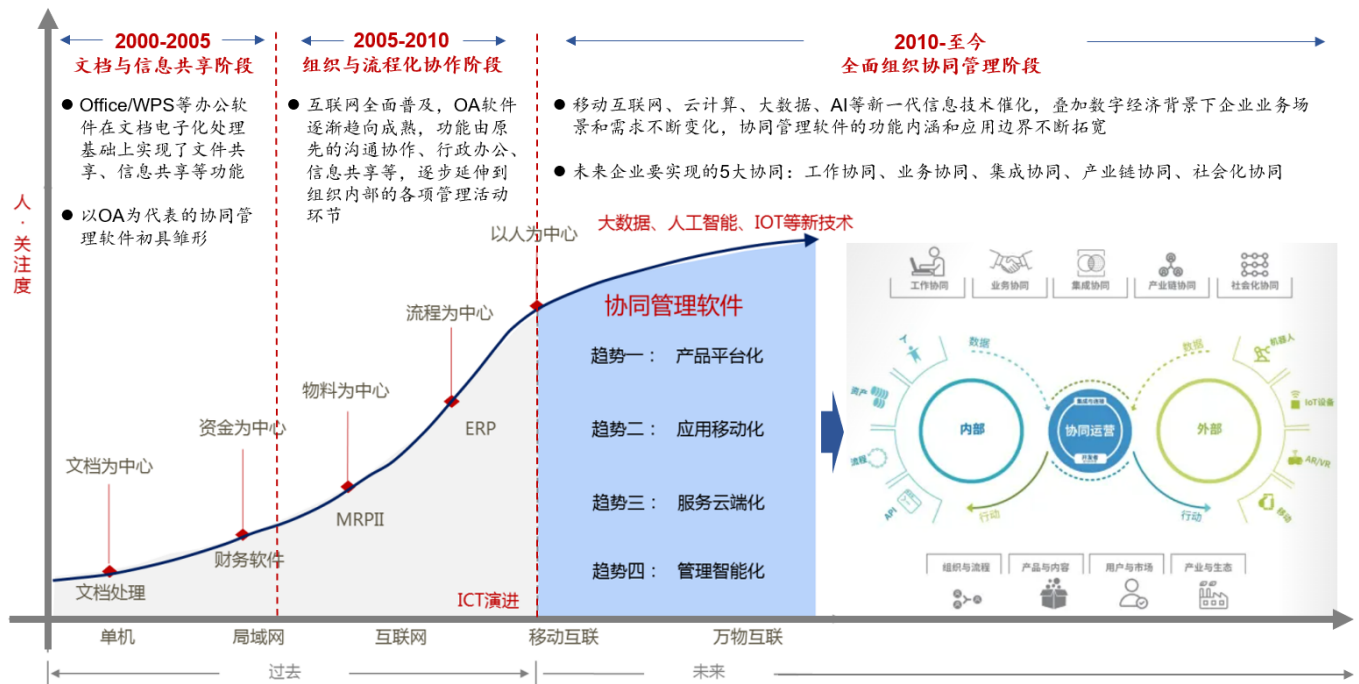
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

由文档信息共享到 OA、由 OA 到协同管理、由协同管理到协同运营，协同管理软件业务边界不断拓宽，行业成长天花板不断突破。我国协同管理软件行业发展可大致分为三个阶段：

(1) **文档与信息共享阶段（2000-2005）**，该阶段主要以 Office、WPS 等办公软件在文档电子化基础上实现文件和信息共享等功能为代表，同时 OA 软件初具雏形，但尚未产生规模化成熟的商业应用；(2) **组织与流程化协作阶段（2005-2010）**，该阶段互联网开始全面普及，OA 软件逐渐成熟，功能上由传统的沟通协作、行政办公、信息共享等向组织内部工作管理、业务管理等环节延伸，OA 的功能内涵逐步发展为协同管理，市场上陆续出现以致远 A8 为代表的产品化协同管理软件；(3) **全面组织协同管理阶段（2010-至今）**，该阶段在移动互联网、云计算、大数据、AI 等新一代信息技术催化以及数字经济背景下企业业务场景和数字化转型需求不断变化的双重驱动下，协同管理软件在功能和应用边界上进一步向供应商管理、经销商管理、合同管理等协同业务解决方案领域延伸，产品形态上向平台化、移动化、云化、智能化发展。而伴随企业数字化转型不断深入，跨部门信息查询不畅、与合作伙伴的协同需求无法满足等协同运营问题凸显，协同管理的功能内涵逐步发展为协同运营，根据致远互联及 IDC《COP 协同运营平台白皮书》，未来的企业协同将是包括工作协同、业务协同、集成协同、产业链协同和社会化协同的全方位协同，协同业务功能内涵和应用边界不断拓宽，也

将进一步助力协同办公行业不断突破成长天花板，带来更广阔的增量市场空间。

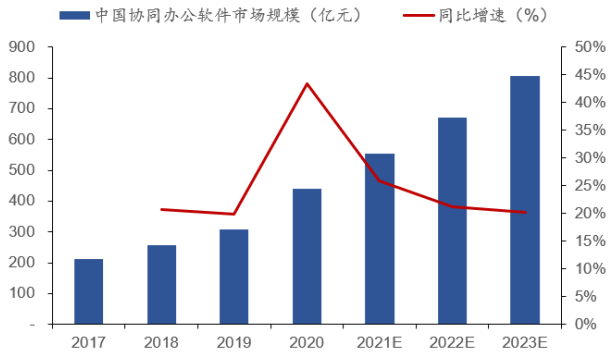
图 11：协同办公行业发展趋势



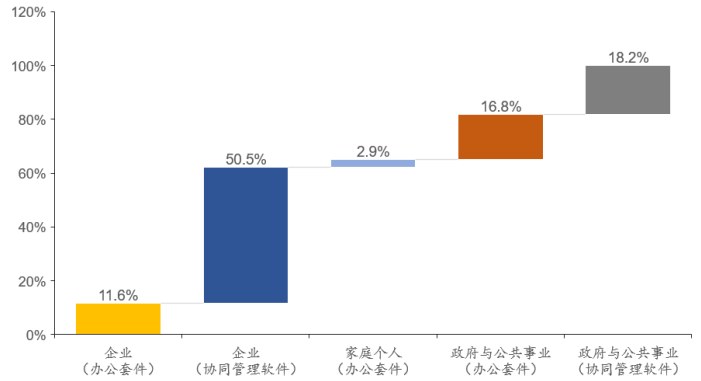
资料来源：公司招股说明书，公司公告，IDC 及致远互联《COP 协同运营平台白皮书》，信达证券研发中心

2.2 市场规模快速增长，下游需求以政企协同管理软件为主

伴随我国政企数字化转型加速，加之协同管理软件业务边界不断由传统 OA 向协同管理和协同运营延伸带来的市场空间扩大，我国协同管理软件市场规模保持快速增长趋势。根据艾瑞咨询《2021 年中国协同办公市场研究报告》预测数据，2023 年我国协同办公软件市场规模有望达到 806 亿元，2020-2023 年复合增速有望达到 22.4%。同时，如前文所述，协同办公软件包括协同管理软件及文档、演示文稿等办公套件，我国协同办公软件下游市场需求结构以政企协同管理软件为主。根据赛迪顾问统计数据，我国协同办公软件下游市场结构中，企业协同管理软件约占 50.5%，政府与公共事业协同管理软件约占 18.2%，企业办公套件约占 11.6%，政府与公共事业办公套件约占 16.8%，家庭个人办公套件约占 2.9%，依此计算，协同办公软件市场中政企协同管理软件合计约占 68.7%。按此占比结构测算，2023 年我国政企协同管理软件市场规模有望达到约 554 亿元（806×68.7%）。

图 12：我国协同办公软件市场规模及增速


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

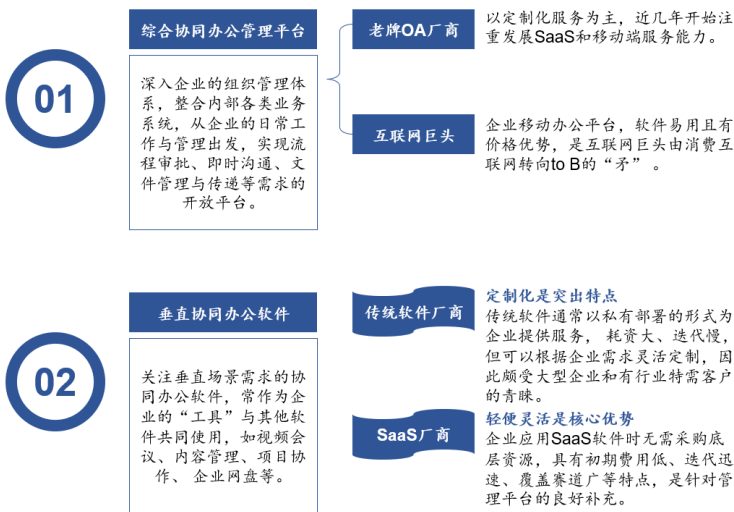
图 13：我国协同办公软件市场用户结构


资料来源：赛迪顾问，信达证券研发中心

2.3 当前市场竞争格局分散，未来有望向专业协同管理软件头部厂商集中

协同办公软件市场参与厂商众多，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、项目管理等垂直应用领域，其按厂商服务模式不同又可具体分为提供定制化开发服务的传统软件厂商和提供订阅制服务的 SaaS 厂商。协同管理软件属综合协同办公管理平台，根据致远互联招股说明书数据，国内协同管理软件厂商已近 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。系统集成商 (SI) 及独立软件开发商 (ISV) 亦是协同管理软件细分市场重要参与主体，主要面向大型央企和政府机构等，提供定制化开发和系统集成服务。互联网巨头则是协同办公领域的新晋者，阿里于 2015 年上线钉钉、腾讯于 2016 年发布企业微信、字节跳动于 2017 年推出飞书，互联网巨头在 C 端消费互联网领域取得成功，通过协同办公陆续切入 B 端产业市场，通过轻量级入口及免费方式汇聚流量，并逐步向平台化及生态化方向发展。

图 14：我国协同办公软件市场分类及主要厂商类型



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 15：我国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

如前文所述，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以及互联网厂商。专业协同管理软件厂商以致远互联、泛微网络等为代表，其业务模式为提供标准化产品+通过低代码平台提供协同管理解决方案，近年该类厂商亦逐步重视产品平台化、移动化、云化及生态化发展，不断突破产品功能边界，业务向协同管理及协同运营解决方案延伸，其产品标准化程度相对较高，低代码平台交付进一步降低交付成本，同时能满足客户个性化需求，凭借大量行业实施经验积累的低代码平台及行业 Know-how 优势，专业协同管理软件厂商有望在个性化需求较多的集团型、中大型客户及政府机构市场建立较强竞争优势。系统集成商(SI)及独立软件开发商(ISV) 主要提供定制化开发和系统集成开发服务，业务模式以项目制为主，产品标准化程度低，交付成本较高，主要面向大型央企和政府机构。互联网厂商是协同办公领域的新晋者，代表厂商及产品包括阿里钉钉、腾讯企业微信、字节跳动飞书等，其主要从组织轻量级及移动端入口出发建立平台型产品，通过开放接口方式由生态伙伴在其平台上开发垂直应用，未来有望凭借互联网巨头较强的生态建设和 SaaS 运营能力在中小企业及小微企业市场建立竞争优势。

表 2：协同管理软件行业主流厂商类型

	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+协同管理解决方案	项目定制开发+系统集成开发	平台型产品+垂直应用生态
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	主要面向中小企业及小微企业市场
代表厂商	致远互联、泛微网络、蓝凌软件等	太极股份、中国软件、铭悦软件等	腾讯企业微信、阿里钉钉、字节跳动飞书等

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。2021年，泛微网络实现营收 20.03 亿元，致远互联实现营收 10.31 亿元，根据前述艾瑞咨询及赛迪顾问报告数据，2021 年我国协同办公市场规模约为 554 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 380.60 亿元（554×68.7%），如依此计算行业整体市场集中度不高。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，经销方面收入体现为软件产品授权使用许可收入，由经销商负责的交付和定制化开发体现为经销商的收入；而泛微网络销售主要通过直营+区域授权业务运营中心模式开展，其中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，泛微应支付区域授权业务运营中心的实施成本通过“销售费用-项目实施费”确认。

表 3：国内专业协同管理软件主流厂商对比

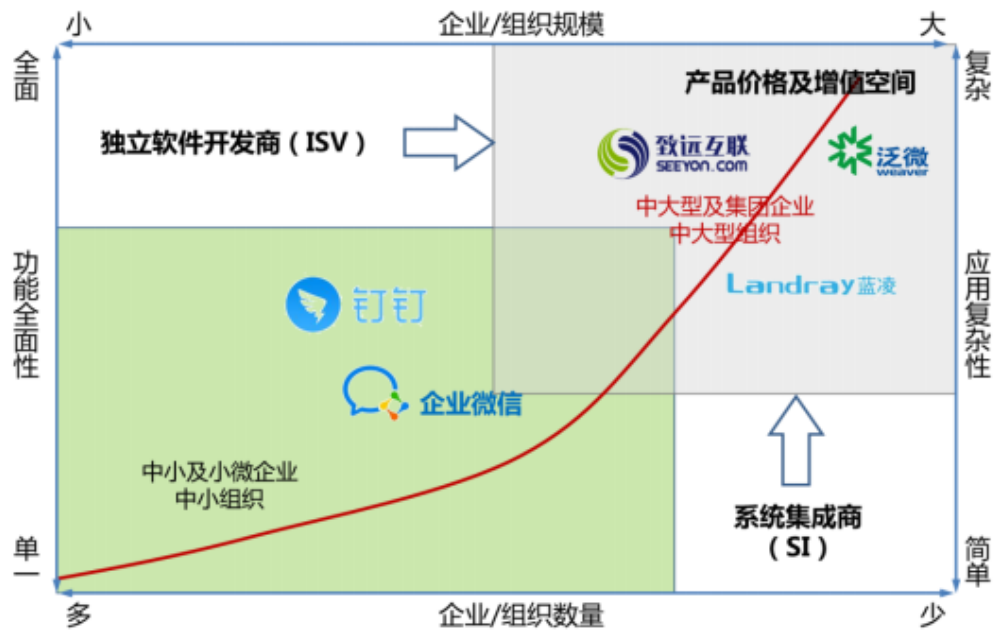
项目	致远互联(688369.SH)	泛微网络(603039.SH)	蓝凌软件
成立时间	2002 年	2001 年	2001 年
营业收入	2021 年：10.31 亿元	2021 年：20.03 亿元	—
研发投入	2021 年：1.81 亿元 研发投入占营收比重：17.56%	2021 年：2.44 亿元 研发投入占营收比重：12.16%	—
主要产品	A6 系列产品： 面向中小企业； A8 系列产品： 面向大中型企业、集团企业； G6 系列产品： 面向政府、事业单位； Formtalk： 云平台； COP-A9 产品： 面向超大型客户	e-office 产品： 面向中小企业； e-cology 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
客户数量	超 5 万家政企客户	超 7 万家客户	超 5 万家客户
营销布局	销售模式： 直销+经销； 服务团队： 全国超 50 个分支机构；超 600 家销售伙伴；包括合作伙伴在内超 2,500 人的营销服务队伍； 覆盖城市： 覆盖全国 100 多个城市	销售模式： 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； 服务团队： 200 多家服务网点；2,000 多位实施顾问，1 万多名泛微专业人士为客户提供全方位服务； 覆盖城市： 覆盖全国 100 多个城市	销售模式： 直销+授权业务单元+渠道分销等； 服务团队： 300 多个服务团队；全国 3,000 多名专业人士，为全国客户提供全方位服务； 覆盖城市： 覆盖全国 200+城市

资料来源：Wind，各公司年报及官网，信达证券研发中心

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，龙头厂商竞争优势明显，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，且伴随企业业务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，行业头部厂商泛微网络及致远互联一直保持较高的销售费用率。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 16：协同管理软件行业发展格局



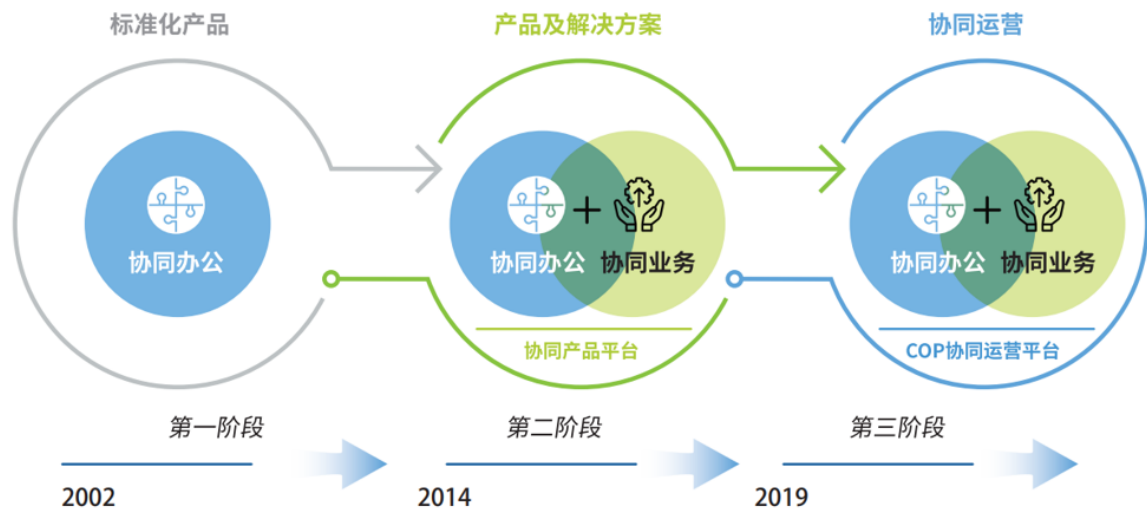
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2.4 从 OA 到 COP，公司产品边界不断拓宽，打开更高成长天花板

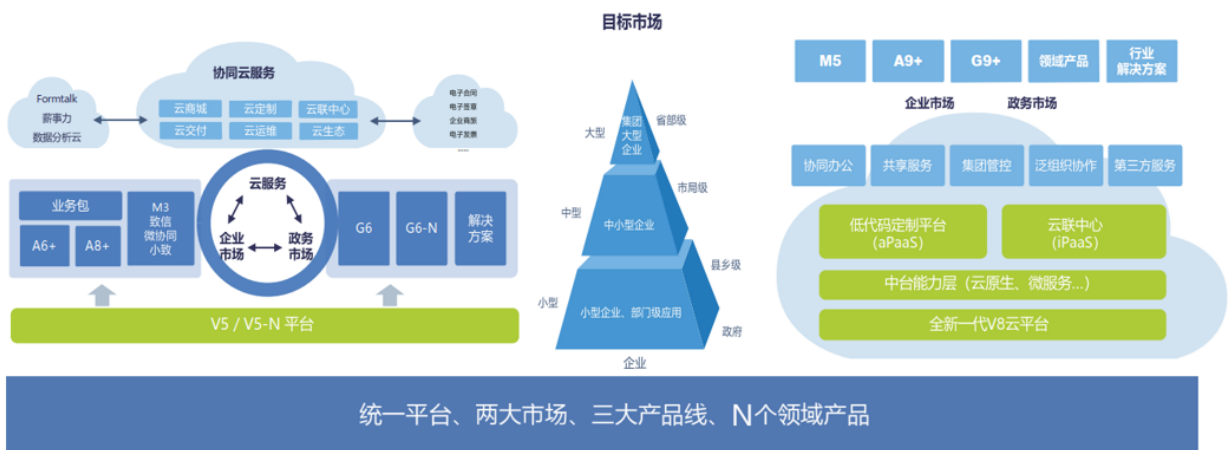
通过企业数字化转型服务实践中对客户协同需求的逐渐深化理解，同时不断融合云计算、大数据、移动互联网及人工智能等新一代数字技术，致远互联前瞻把握协同办公行业发展趋势，在“产品化、平台化、云化、生态化”战略持续推动下，产品发展经历三浪迭代升级，产品边界不断拓宽。第一阶段，公司主要向客户提供基于 V5 平台的 A6、A8 等标准化协同管理软件产品；第二阶段则以协同应用定制化为代表，通过研发低代码应用开发平台 (CAP)，以业务定制方式为客户提供各种协同业务管理解决方案，将应用边界从协同办公拓展到协同业务；第三阶段则是以协同运营平台 COP 和新一代 V8 技术平台为代表，公司将协同产品平台能力进一步提升、重构，并强化对外部系统的连接、开放和整合能力，打造 COP 协同运营平台，同时研发推出云原生的新一代 V8 技术平台，产品服务能力及应用边界进一步延伸，成长天花板不断突破。

图 17：公司产品发展的三阶段及形成的产品家族体系

● 致远互联产品发展的三个阶段

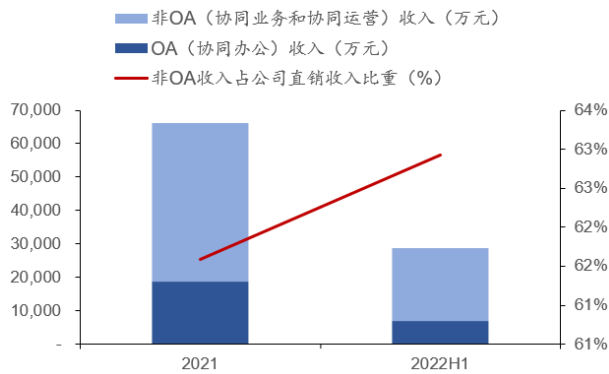


● 致远互联产品家族体系

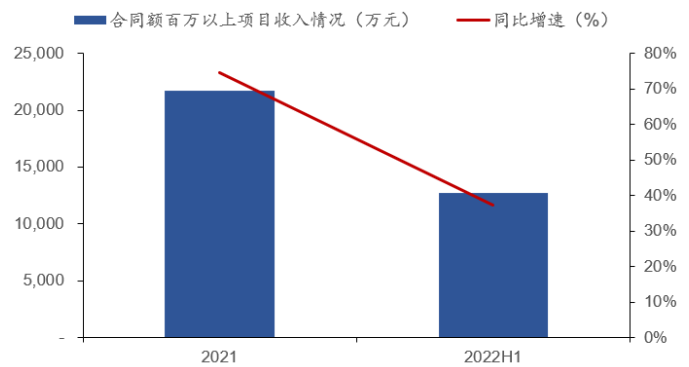


资料来源：公司公告，IDC 及致远互联《COP 协同运营平台白皮书》，信达证券研发中心

COP 协同运营平台，打破传统协同软件边界，助力企业构建从内到外的全方位协同。随着我国政企数字化转型逐步深入，跨部门信息查询不畅、同合作伙伴的协同需求无法满足等协同运营问题凸显。公司通过对下游客户协同需求的洞察和深刻理解，于 2020 年正式推出 COP 协同运营平台。通过有效连接前端业务场景和后端业务支撑系统，COP 协同运营平台构建起七大核心能力，即统一多端接入、统一门户和信息入口、统一流程管理、统一连接与集成、统一数据管理与智能化、统一业务定制、统一组织模型及权限控制和用户管理，将传统协同软件应用边界由工作协同拓展至业务协同、集成协同、产业链协同和社会化协同的企业由内到外的全方位协同。2022 年，公司基于新一代 V8 技术平台推出面向大型集团型企业客户的全新一代协同运营平台 COP-A9，充分应用新一代开放的云原生、人工智能等新技术，满足大型集团型企业客户对平台能力的要求，进一步提升了公司在大型集团型企业客户市场的覆盖能力和竞争优势。

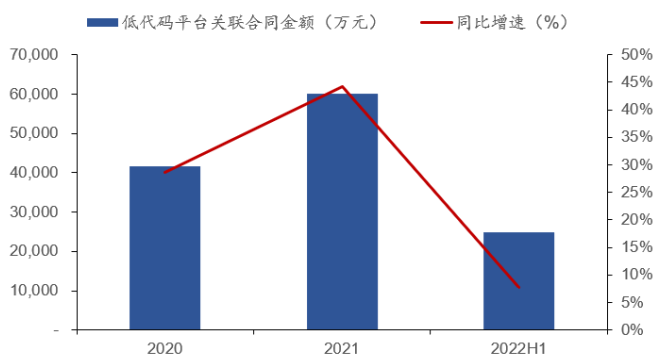
图 20：公司直销收入中 OA 和非 OA 收入构成


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

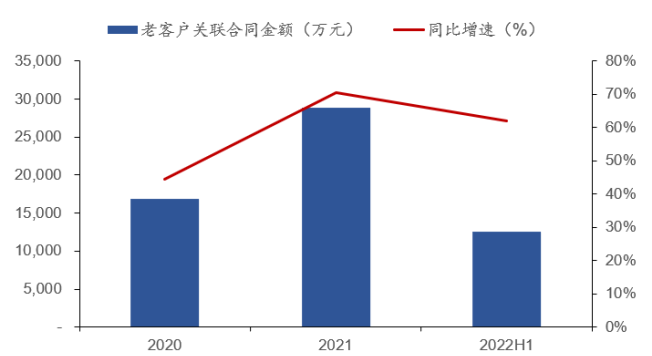
图 21：公司合同额百万以上项目收入情况


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

基于低代码平台提供的协同业务解决方案及 COP 协同运营平台产品在满足大客户个性化需求的同时，亦进一步提升了老客户粘性，为公司未来业绩的稳健增长奠定坚实基础。根据公司年报披露数据，2021 年公司直销成交合同中，低代码平台关联合同金额约为 6.01 亿元，同比增长约 44.28%，其中老客户关联合同约为 2.88 亿元，同比增长 70.47%；2022 年上半年低代码平台关联合同金额约为 2.49 亿元，同比增长 7.80%，其中老客户关联合同约为 1.26 亿元，同比增长 61.87%。低代码平台中老年客户关联合同额持续保持高速增长趋势，进一步表明公司产品客户粘性不断增强。

图 22：公司直销成交合同中低代码平台关联合同情况


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 23：公司低代码平台老客户关联合同情况


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

2.5 上下游生态及营销渠道建设打通产业链资源，持续赋能公司产品战略

公司通过联合产业链上下游资源不断强化协同生态建设，同时进一步加强营销网络建设。供应端，公司通过第三方企业级管理软件、应用集成、应用增值开发、应用增值服务、平台、行业/领域、信创产品、互联网 SaaS 服务及增值产品等上下游产业链资源，围绕 ISV 生态、产品内嵌、应用定制组件/接口、业务应用整合等层次，联合华为、阿里、百度、飞书、中国

联通等合作伙伴构建协同生态联盟，不断拓展公司协同产品及解决方案的广度和深度。2022年，公司先后同中移成研院及联通数科签订战略合作协议，协同生态建设更进一步。营销端，公司2021年进一步发力营销网络和生态伙伴建设，全国分支机构数由2020年的30+个增加至50+个，通过“蜂巢计划3.0”发展超60家城市专营销售伙伴，包含合作伙伴在内的营销服务队伍由1,500+人增加至2,500+人。营销网络的强化，有望进一步增强公司对不同区域、不同行业及不同规模客户的覆盖和服务能力，持续赋能公司产品推广和销售。

表 4：公司生态伙伴及营销网络建设情况

项目（累计数）	2019	2020	2021	2022H1
分支机构（个）	30+	30+	50+	50+
销售伙伴（家）	600+	600+	600+	600+
城市专营销售伙伴（家）	-	-	60+	60+
专业服务合作伙伴（家）	100+	100+	100+	100+
营销服务队伍（含合作伙伴）（人）	1,500+	1,500+	2,500+	2,500+

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 24：致远大协同生态伙伴

致远大协同生态伙伴



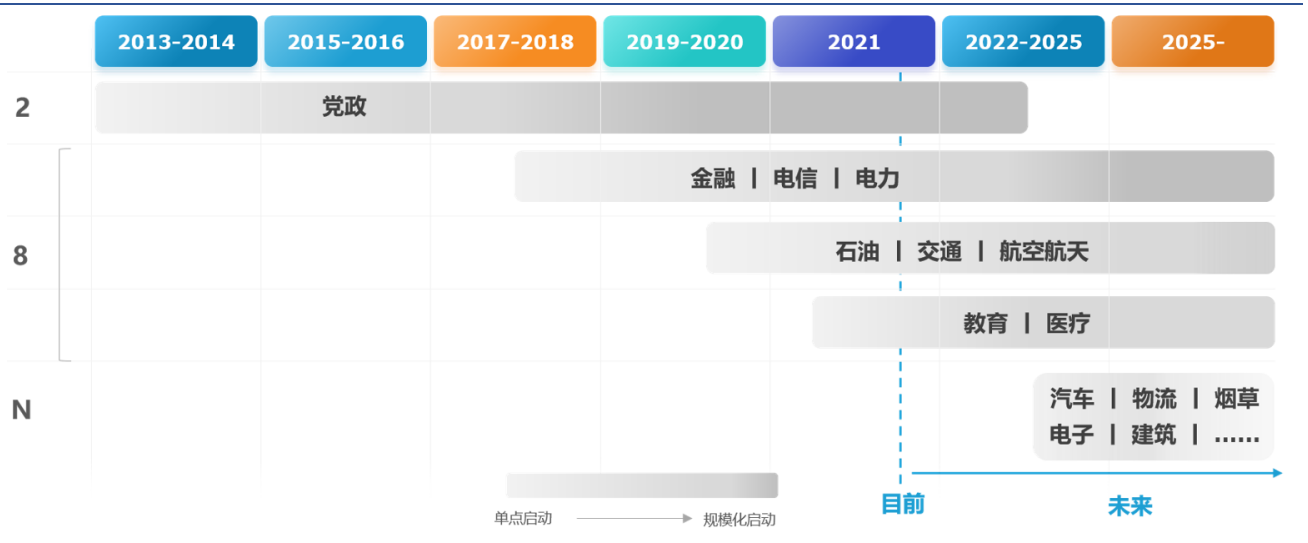
资料来源：公司社会责任报告，信达证券研发中心

三、信创是公司业绩中短期增长的核心驱动力之一

3.1 信创带来协同管理软件国产替代新增长点

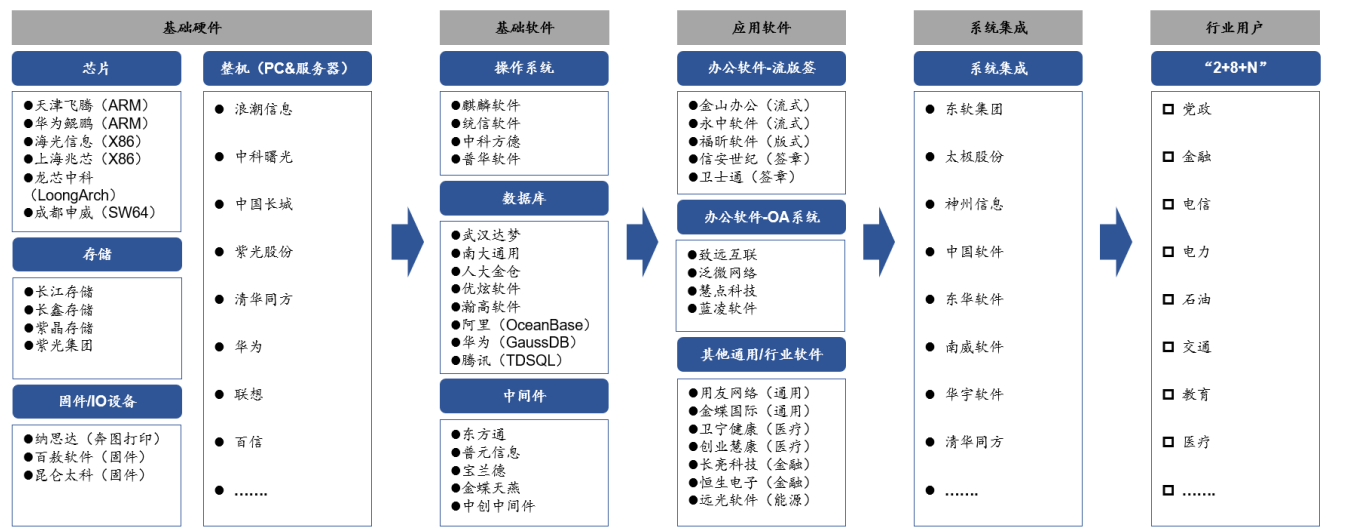
信创，即信息技术应用创新，产业涉及 IT 基础设施、基础软件、应用软件及信息安全等 IT 全栈架构，核心在于国产替代。伴随全球信息安全事件频发、美国对我国科技领域制裁力度日益加大，以及全球地缘政治格局紧张局势带来的各国对供应链安全的重新思考，信创产业国产替代再成热点。自上世纪 90 年代起，我国即开始进行信创领域相关探索，2013 年在中央办公厅、国务院办公厅及工信部牵头下开始试点“党政电子公文系统”安全可靠升级。2020 年，在党政办公应用替换全面推广带动下，信创迎来规模化发展元年，我国信创产业逐步进入“2+8+N”落地节奏。目前，党政信创存量替换已近尾声，逐步进入增量需求国产化下半场；而政策推动下，央企及教育医疗事业单位等行业信创有望开启加速模式。

图 25：信创“2+8+N”体系发展进程



资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

目前，信创领域我国已基本形成从包括芯片、存储、服务器及 PC 整机、打印机外设等在内的基础硬件，到包括操作系统、数据库、中间件在内的基础软件，以及包括 office 办公软件、PDF 阅读软件、电子签章软件、协同管理软件等在内的办公软件及行业应用软件的全栈信创生态。协同管理软件属 IT 系统上层应用软件，需同底层服务器、PC 等硬件及操作系统、数据库等基础软件适配才能得到更好运行，伴随政企单位 IT 系统底层硬件和基础软件国产替代渗透率快速提升，对适配国产软硬件系统的协同管理软件更新换代需求进一步释放，协同管理软件有望迎来国产替代全新增长点。

图 26：信创产业链重点环节全景图


资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

根据我们测算，参考2021年中国统计年鉴法人机构统计数，截至2020年，我国共有机关法人23.8万个，国有及集体企业47.4万个；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1%，2025年增加至26%；其他行业平均为16%，假设每年增加1.5%，2025年增加至28%；依此计算我国机关法人、国有及集体企业协同管理软件累计市场总容量，2023年机关法人约为5.7万套，国有及集体企业约为11.9万套。

根据上述计算所得机关法人、国有及集体企业协同管理软件市场总容量，假设机关法人2023-2025年每年协同管理软件国产替换比例均为8%，国有及集体企业2023-2025年协同管理软件每年国产替换比例分别为11%、17%及25%，则2023-2025年我国机关法人、国有及集体企业协同管理软件信创市场每年市场规模分别有望达到35.2亿元、52.2亿元及76.3亿元（注：本测算仅包含机关法人及国有及集体企业，暂未包含事业单位）。

表 5：协同管理软件信创市场规模预测

信创单位	公式	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
机关法人单位数量 (万个)	A						23.8
国有及集体企业数量 (万个)	B						47.4
协同管理软件机关法人单位渗透率 (累计)	C	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%
协同管理软件国有及集体企业渗透率 (累计)	D	20.5%	22.0%	23.5%	25.0%	26.5%	28.0%
机关法人单位协同管理软件市场总量 (累计, 万套)	E=AxC	5.0	5.2	5.5	5.7	5.9	6.2
国有及集体企业协同管理软件市场总量 (累计, 万套)	F=BxD	9.7	10.4	11.1	11.9	12.6	13.3
机关法人单位协同管理软件系统每年国产替换比例 (%)	G	6%	8%	8%	8%	8%	8%
国有及集体企业协同管理软件系统每年国产替换比例 (%)	H	3%	4%	7%	11%	17%	25%
机关法人每年替换量 (万套)	I	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
国有及集体企业每年替换量 (万套)	J	0.3	0.4	0.8	1.3	2.1	3.3
平均单价 (万元/套)	K	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
信创市场规模 (亿元)	L	11.8	16.7	24.3	35.2	52.2	76.3

资料来源：《中国统计年鉴 (2021)》，立鼎产业研究网，华为云商城，信达证券研发中心

3.2 成功把握信创市场机遇，公司信创业务收入快速增长

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

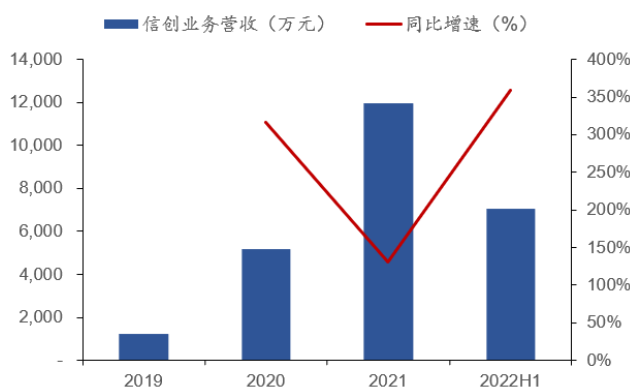
公司前瞻把握信创市场机遇，陆续推出党政信创产品 G6-N 及行业信创产品 A8-N，并持续加强信创生态建设，信创业务保持高速增长趋势。信创生态建设方面，公司信创产品全面支持国产软硬件环境，包含国产服务端、国产客户端，对流式文件（WPS 专业版）、版式文件 OFD（支持数科、点聚）、签章软件（金格专业电子签章、点聚专业电子签章）进行优化；服务端支持龙芯、飞腾、鲲鹏服务器；终端完全适配麒麟、统信 UOS 桌面系统，移动端可适配鸿蒙操作系统；中间件完全适配东方通、金碟天燕、中创等主流厂商；数据库支持达梦、人大金仓、神通等主流数据库适配。信创业绩表现方面，2020 年以来公司信创收入及新签合同额均保持高速增长趋势。2021 年实现信创业务收入约 1.20 亿元，同比增长 149.49%；2022 年上半年实现信创业务收入约 0.70 亿元，同比增长 358.68%。2021 年新签直销合同额中，信创合同约为 2.29 亿元，同比增长 103.37%，其中政务信创合同金额 1.37 亿元，同比增长 37.23%；行业信创合同金额 0.92 亿元，同比增长 631.41%。我们认为，随着 2023 年行业信创市场逐步开启，公司凭借在企业市场的大规模客户资源积累以及信创市场大量项目成功实施经验优势，信创业务有望继续保持高速增长趋势。

图 27：公司信创产品架构及适配生态



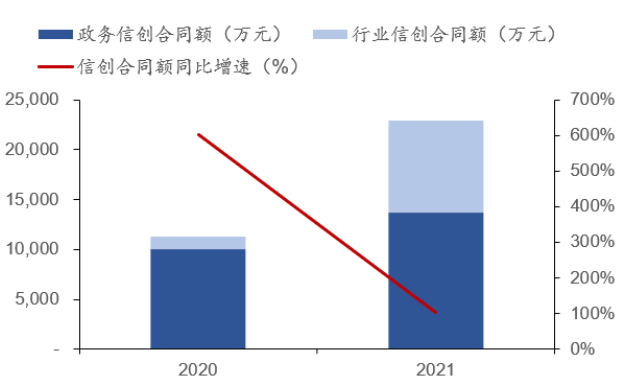
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 28：公司信创业务收入情况



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 29：公司直销成交客户信创合同额情况



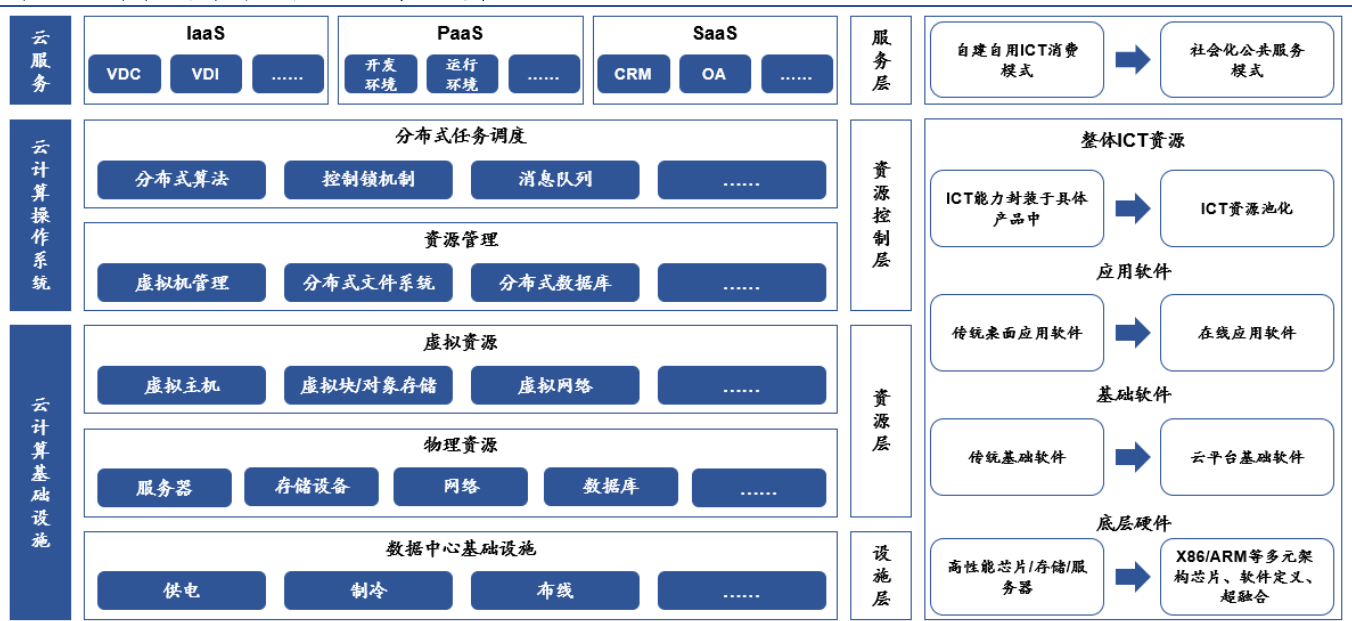
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

四、云化重塑协同软件，带来公司中长期增长新动能

4.1 云计算是 IT 模式从底层架构到业务模式的全面升级

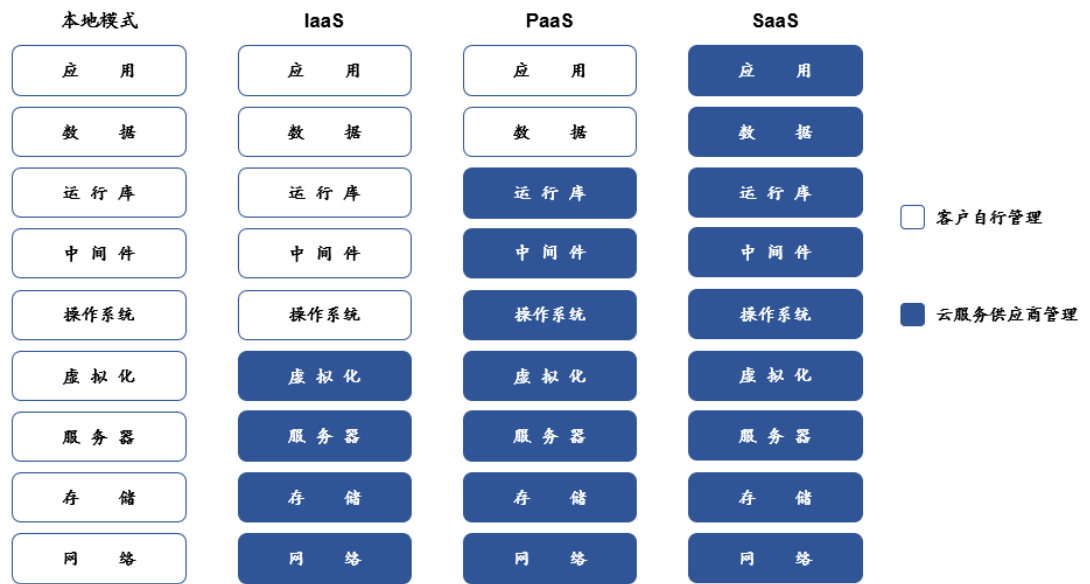
云计算是一种通过网络统一组织和灵活调用各种 ICT 资源，实现大规模计算的信息处理方式，是传统 IT 模式从底层架构到业务模式的全面变革。传统 IT 部署模式下，服务器、存储等 ICT 设备及系统均由用户自行购买、建设和维护，分散的部署模式造成高昂的建设、维护成本和较低的资源使用效率。云计算则以云数据中心为物理承载实体，通过分布式计算、虚拟资源管理以及云原生等技术，通过网络将分散的 ICT 资源（包括计算、存储、应用运行平台、软件等）汇聚成共享的资源池，并以动态按需和可度量的方式向用户提供服务。因此，云计算具有以下四方面的特征：（1）宽带网络连接；（2）用户对 ICT 资源的共享；（3）快速、按需、弹性服务；（4）服务可测量。

图 30：云计算技术架构及引发的 ICT 产业变革



资料来源：中国信通院，信达证券研发中心

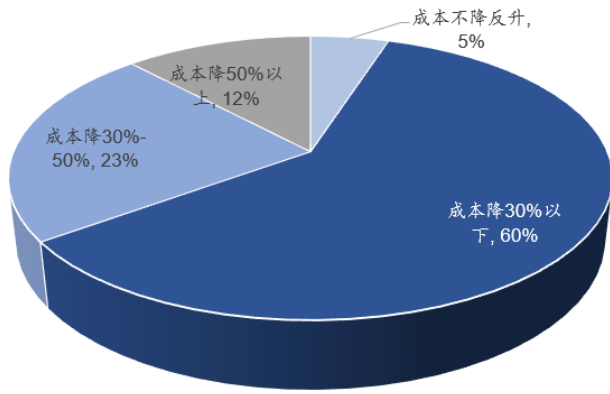
云计算服务模式主要包括 3 种类型，即基础设施即服务 (IaaS)、平台即服务 (PaaS) 和软件即服务 (SaaS)。在传统本地 IT 部署模式下，服务器、存储、网络等基础设施资源，操作系统、中间件等基础软件资源和上层数据及应用软件等均由用户自身进行建设、运维和管理。而在云计算模式下，IaaS 层由云服务商建设和运营包括机房、服务器、存储、网络、虚拟化等底层基础设施，并以服务形式向客户提供计算、存储、网络等基础计算资源；PaaS 层云服务商在底层 IT 资源的基础上搭建和运维软件开发平台，向客户提供丰富的应用开发工具、应用运行环境，以及应用托管、运维等服务；SaaS 层则是由云服务商在云端开发应用或将现有软件迁移上云，以订阅模式向客户提供应用程序服务。SaaS 模式下，用户无需自行管理任何 IT 基础设施、平台环境和应用程序，进一步降低了软件使用的技术门槛。

图 31：云计算包括 IaaS/PaaS/SaaS 三种服务类型


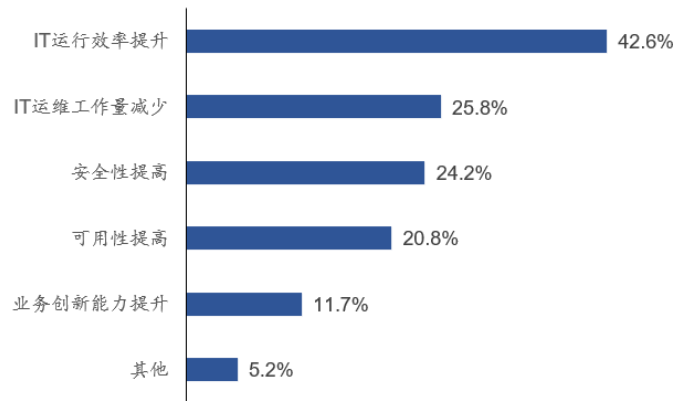
资料来源：Red Hat 官网，信达证券研发中心

4.2 SaaS 重塑应用软件，云化部署优势凸显

用户端：云计算助力企业平滑 IT 资源，降低 IT 成本。传统 IT 部署模式下，ICT 设备及系统均由用户自行购建和维护，分散的部署模式导致建设和运维成本高昂，且 IT 架构复杂，应用开发难度大，需要大量的 IT 人员，人工成本上扬。此外，传统 IT 部署模式下，ICT 能力封装于具体软硬件产品中，资源弹性小，无法随时扩容，而客户业务并发量往往存在高峰和低谷，特别是互联网等厂商，若按高峰时期并发量建设 IT 资源则成本高昂，按平时业务量建设则无法解决高峰时期业务需求。云计算通过分布式计算、虚拟资源管理以及云原生等技术，将分散的 ICT 资源池化，强调用户主导、需求驱动、按需服务、即用即付、弹性扩容，具有规模化效应和显著的成本优势，有效解决了用户 IT 资源平滑和 IT 成本高昂的痛点，降低 IT 使用门槛，使资金和 IT 实力相对较弱的中小企业获得“数字化平权”，成为企业数字化转型的关键要素。根据中国信息通信研究院调查数据，在被调查样本中，95%的企业认为使用云计算有效降低了企业的 IT 成本，其中 12%的用户成本降低 50%以上。此外，超 42%的企业表示使用云计算提升了 IT 运行效率，超 25%的企业表示云计算的使用有效降低了 IT 运维工作量，云化部署方式对用户降本增效成果显著。

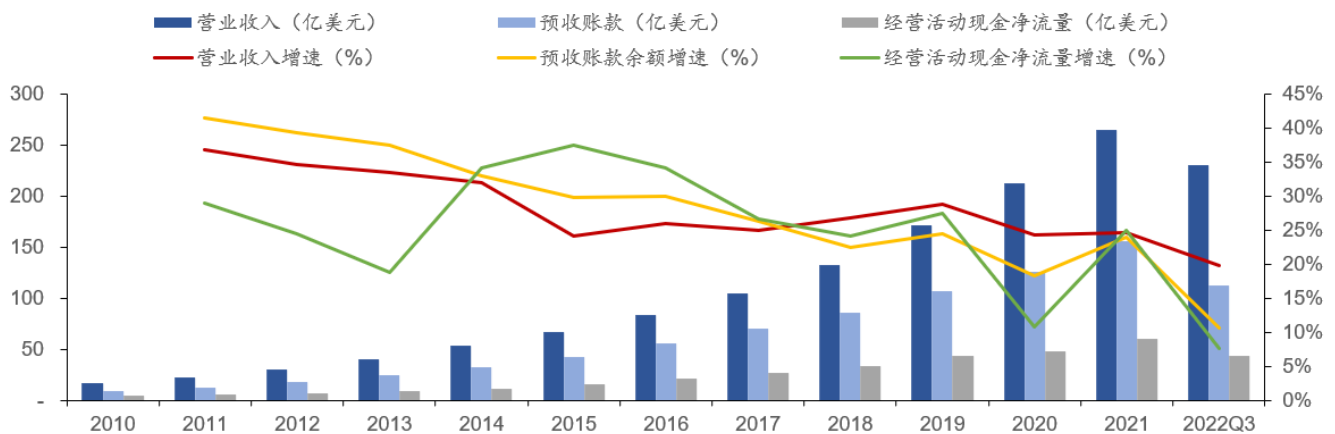
图 32：企业使用云计算降低 IT 成本情况


资料来源：中国信息通信研究院，信达证券研发中心

图 33：企业使用云计算带来的效果


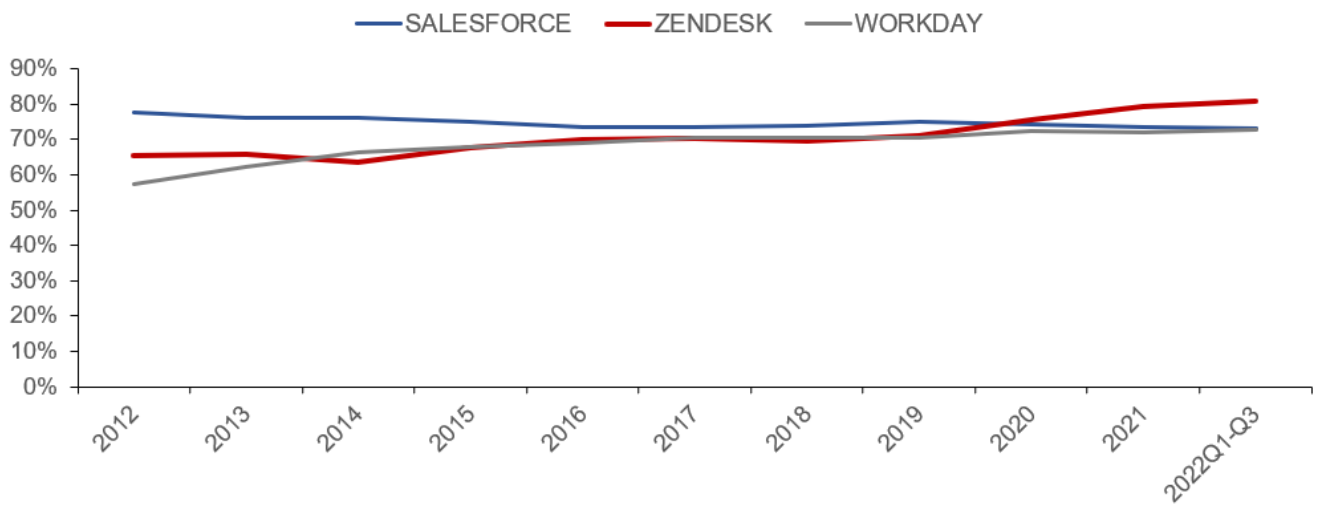
资料来源：中国信息通信研究院，信达证券研发中心

厂商端：SaaS 订阅模式使得云厂商收入增长更加平滑，现金流更加稳健，进一步提升其业绩可预测性。传统项目制软件开发模式下，软件厂商收入主要通过不断获取软件开发项目获得，不仅业务获取具有不稳定性、收入波动大，且往往回款进度及现金流亦不稳定。云计算 SaaS 模式通过提供在线软件服务方式收取订阅费用，将传统开发销售型的商业模式转变为租赁服务模式，收入更加平滑可预测，现金流更加稳定，收入的稳定和可持续性带来公司估值进一步提升。如 SaaS 领域典型代表企业全球 CRM 龙头厂商 Salesforce，其每年预收账款余额增速、营收增速及经营活动现金净流量增速整体趋势基本一致。

图 34：Salesforce 营收、预收账款余额及经营活动现金流量净额情况


资料来源：Wind，Salesforce 财报，信达证券研发中心

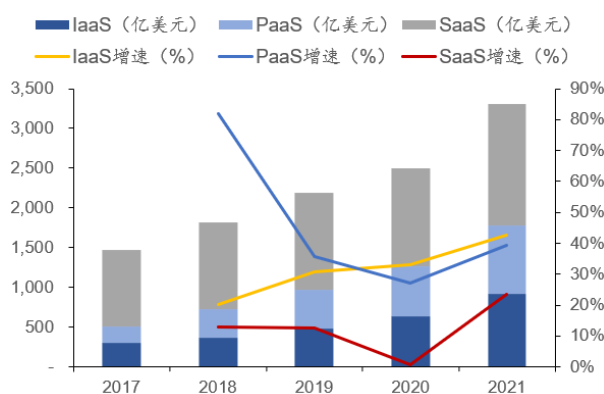
此外，SaaS 模式具有规模效应，厂商可通过“客户获取-留存付费-Up sell/Cross sell”方式不断提升客户黏性，有效提升公司盈利能力。SaaS 模式往往提供的是标准化或相对标准化产品，伴随客户规模不断扩张，毛利率有望持续提升。此外，首次获客后，软件厂商可在通过良好产品体验及服务增加客户黏性的同时，通过 Up sell 和 Cross sell 方式向客户提供增值服务，进一步提升老客户价值，从而不断提升公司盈利能力。我们选取全球 SaaS 领域具有代表性的领先厂商，CRM 领域服务商 Salesforce 和 Zendesk 以及 HRM 领域服务商 Workday 作参考分析，三家厂商毛利率均保持在 70% 左右的高水平，且 Zendesk 和 Workday 毛利率呈不断上升趋势，进一步证明 SaaS 模式对软件厂商盈利能力提升作用明显。

图 35: Salesforce、Zendesk 及 Workday 毛利率情况


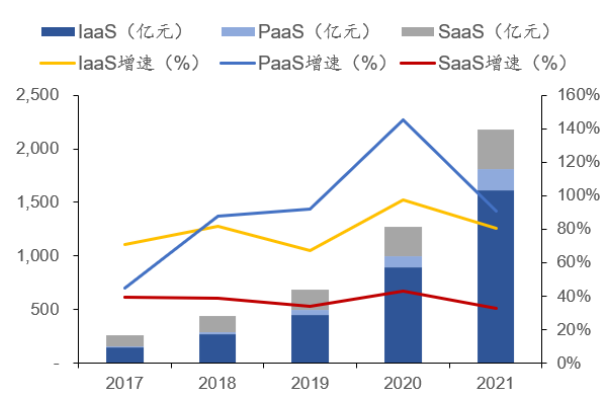
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.3 我国 SaaS 市场相较全球成熟度差距明显, 发展空间大

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因素影响, 我国 SaaS 市场发展相较全球整体市场成熟度差距明显, 发展潜力大。从云计算细分市场结构来看, 根据中国信息通信研究院及 Gartner 统计数据, 2021 年全球云计算市场规模约为 3,307 亿美元, 其中 SaaS 市场规模约为 1,522 亿美元, 约占云计算整体市场的 46%; 同期, 我国公有云整体市场规模约为 2,181 亿元, 其中 SaaS 市场规模约为 370.4 亿元, 仅占公有云整体市场规模的 17%, 较全球来看, 可提升空间大。

图 36: 全球云计算细分市场规模及增速


资料来源: 中国信息通信研究院, Gartner, 信达证券研发中心

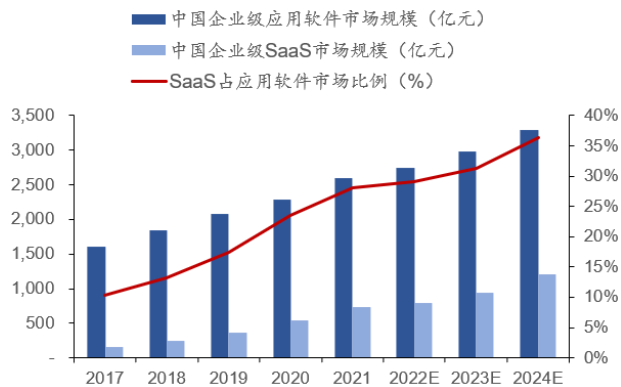
图 37: 我国公有云细分市场规模及增速


资料来源: 中国信息通信研究院, 信达证券研发中心

从市场渗透率来看, 我国企业级软件市场中 SaaS 模式渗透率仍然较低, 但持续保持增长趋势。根据艾瑞咨询《2022 年中国企业级 SaaS 行业研究报告》统计数据, 2021 年我国企业级 SaaS 市场规模约为 728 亿元, 约占我国企业级应用软件整体市场规模的 28.1%, 占比较 2020 年提升约 4.6 个百分点, 预计 2024 年这一比例有望提升至 36.4%。从垂直行业来

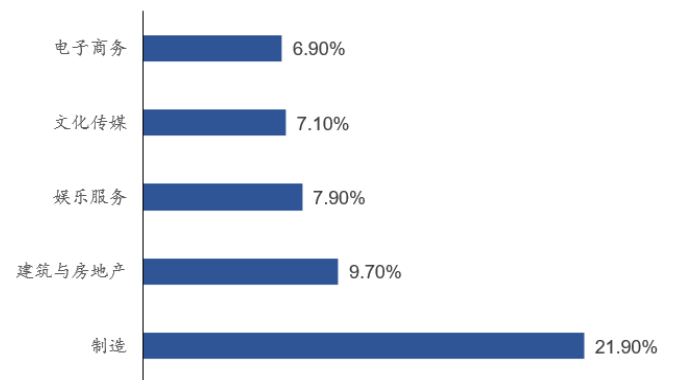
看，根据前瞻产业研究院及T数据统计数据，2019年我国SaaS渗透率最高的前五大行业中制造业渗透率最高，约为21.9%；其余建筑与房地产、娱乐服务、文化传媒及电子商务等行业均未超过10%，各行业渗透率仍处于较低水平，潜在成长空间较大。

图 38：中国企业级 SaaS 市场规模及渗透率



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 39：中国 SaaS 行业渗透率 TOP5 (2019)

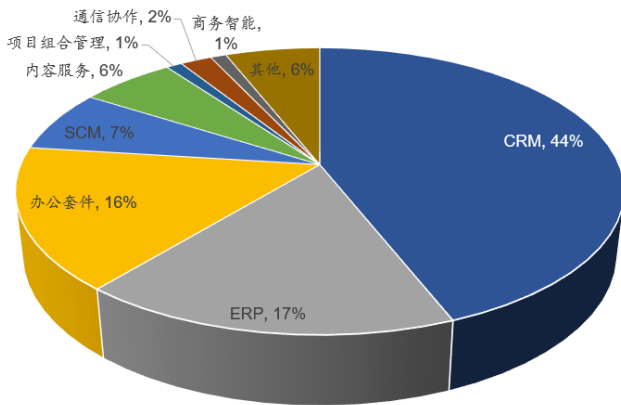


资料来源：前瞻产业研究院，T 数据，信达证券研发中心

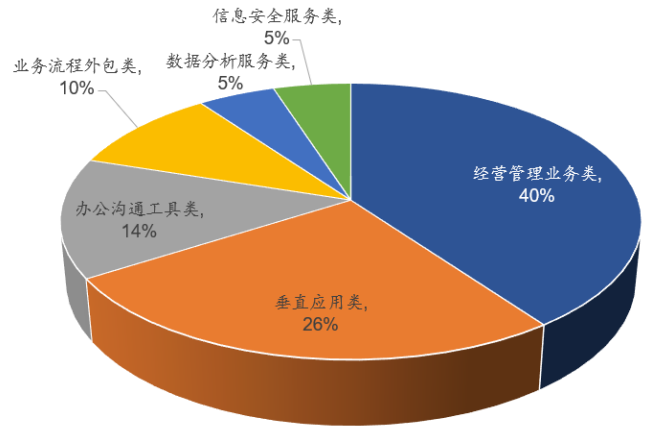
4.4 管理类软件具有 SaaS 转型天然优势，构成当前 SaaS 市场主体

SaaS 云端开发、订阅服务的模式特点决定了部分通用性强、较易标准化及规模化的企业管理类软件成为 SaaS 转型的最优选择。根据前瞻产业研究院及 IDC 统计全球及我国 SaaS 行业细分产品市场结构数据，部分通用性强、较易标准化及规模化的企业管理类软件，如 CRM、ERP、协同办公等细分领域 SaaS 云化进展较快，构成当前 SaaS 产品市场的主体。其中，2019 年全球 SaaS 行业细分产品市场结构中，CRM、ERP、企业办公套件、SCM 及通信协作等企业管理类软件合计占比约为 86%；2020 年中国 SaaS 市场中，企业经营管理及办公沟通工具类软件合计占比亦达到约 54%，相比海外，有较大的提升空间。

当前，我国企业管理类软件 SaaS 云化趋势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进一步深化，企业业务模式和需求不断变化，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。协同管理软件作为典型的企业管理类软件，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 40：全球 SaaS 行业细分产品结构（2019）


资料来源：前瞻产业研究院，IDC，信达证券研发中心

图 41：中国 SaaS 行业细分产品结构（2020）


资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

4.5 坚定实施“云转型”战略，公司云业务收入快速增长

“云转型”是公司重要战略之一，通过多年发展，目前已拥有数智人力云、数据采集云等 SaaS 产品以及基于专属云部署的协同政务云等产品，并研发推出新一代协同云平台 V8，推动主业上云，基于公有云及专属云为企业和政府客户提供业务、数据及连接等多态融合的云服务。2016 年，在“云转型”战略推动下，公司推出 PaaS 协同云平台 Formtalk，基于 Formtalk 云平台陆续推出数智人力云（薪事力）、数据采集云（智联云）等 SaaS 应用；基于专属云部署的 G6 产品打造电子政务云平台，全面覆盖党政机关多层级组织管理、公文管理、会议管理等政务办公与事务处理应用；此外，公司进一步推出“营销服务云”，以“云+端”方式提供云营销服务、云交付服务及云生态服务，打通从营销到交付到生态的线上营销闭环，持续赋能员工、生态伙伴和客户。2019 年，公司启动新一代协同云平台 V8 的研发，V8 平台采用云原生、微服务架构等主流技术栈，支持超大/大型组织的专属云部署和中小组织的 SaaS 在线订阅模式，进一步提升了公司对超大/大型组织及中小组织客户的覆盖和服务能力。目前 V8 平台的 V1.0 版本已发布，基于该平台公司已发布面向大型集团型企业客户的 COP-A9 产品线，目前产品整体已进入成长验证期。

表 6：公司目前主要云产品情况

协同技术平台	云产品	核心应用及功能	部署方式	收费模式
Formtalk PaaS 平台	数智人力云（薪事力）	聚合智能招聘引擎、大数据服务引擎和低代码 PaaS 平台能力的数智人力资源管理云服务，提供六大应用场景，包括组织人事、薪酬社保、招聘管理、绩效管理、考勤管理、成本管理等	SaaS 服务 私有云	订阅模式 软件许可
	数据采集云（智联云）	定位于多级、内外组织的大数据采集社会化协同，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，满足客户数据采集的个性化需求，实现业务和数据的互联互通、打造产业链上下游、客户和公众的内外协同	SaaS 服务 私有云	订阅模式 软件许可
协同管理平台 V5	协同政务云	依托专属云部署的 G6 打造电子政务云平台，围绕党政机关“办公、办会、办事”等核心管理工作，全面覆盖党政机关多层级组织管理、公文管理、会议管理、督查督办、行政审批、信息报送等政务办公与事务处理应用，并且针对政府业务特点，提供智慧党建、政务数据服务、互联网+政务、拟态安全等创新解决方案	专属云	专属云订阅模式
	营销服务云	以“云+端”方式提供云营销服务、云交付服务和云生态服务，打通从营销到交付到生态的线上营销闭环，持续赋能员工、生态伙伴和客户，提供多样化应用定制服务，满足客户个性化需求的规模化交付，提升交付效率，有效控制营销与交付成本	SaaS 服务 私有云	订阅模式 软件许可

新一代协同云平台 V8

新一代云原生协同运营平台 COP-A9C

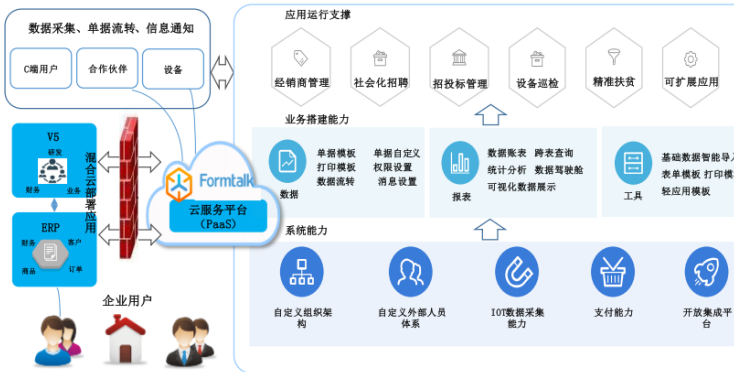
协同云平台 V8 采用新一代开放的云原生、数字 AI 等技术，以全新体验的移动化、智能化协同办公为强大底座和工作入口，基于多维组织和多级集团的组织架构模型，打造集组织中台、技术中台、业务中台、数据中台、集成中台、低代码定制平台和第三方社会化服务为一体的协同运营云平台，帮助客户构建可持续发展的组织运营管理平台

私有云

软件许可等

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 42：致远 Formtalk 云平台



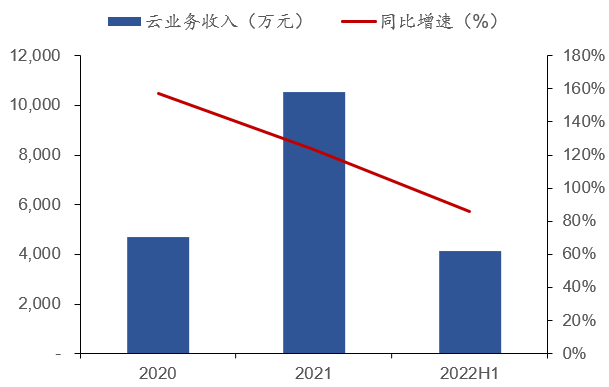
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 43：致远新一代 V8 云平台

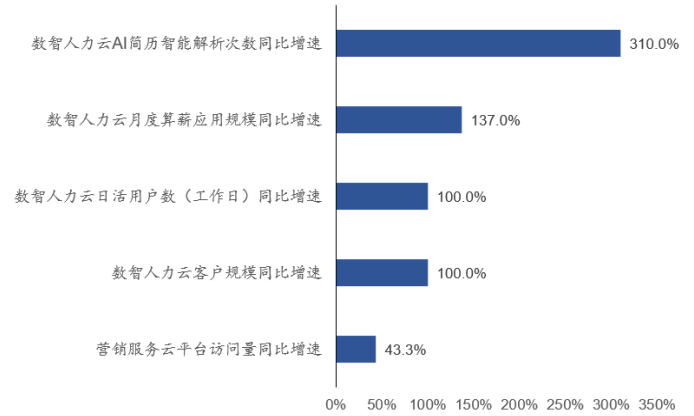


资料来源：公司公告，IDC 及致远互联《COP 协同运营平台白皮书》，信达证券研发中心

公司“云转型”进展顺利，云业务收入快速增长。根据公司年报披露数据，2021年，公司实现云业务收入约1.05亿元，同比增长123.16%；2022年上半年实现云业务收入0.41亿元，同比增长85.64%，继续保持高增长趋势。云业务发展各项指标亦保持良好增长势头，根据公司2022年半年报披露数据，2022年上半年，公司营销服务云平台累计访问量突破29万次，同比增长43.3%，其中体验中心上线体验次数增长26%，核心销售工具累计增长170.1%，推动商机转化率提升；云设计中心访问同比增长69.7%，资源复用率同比增长57.3%，在线交付项目占比逐步提升。数智人力云服务方面，2022年上半年客户规模、日活用户数（工作日）均实现100%增长，月度算薪应用规模同比增长137%，AI简历智能解析次数同比增长310%，保持快速增长趋势。我们认为，在协同办公软件SaaS化转型的大趋势下，随着公司现有数智人力云（薪事力）、数据采集云（智联云）等SaaS应用产品快速发展，加之基于新一代协同云平台V8相关云产品的陆续推出，公司云业务收入有望继续保持快速增长趋势。

图 44：公司云业务收入情况


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 45：2022 年上半年营销服务云及数智人力云发展情况


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

五、盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测及假设

收入及毛利率假设：

公司协同管理软件业务主要包括 A8、G6 系列产品（含相应信创产品、协同业务解决方案、协同运营平台解决方案及协同云服务）、A6 产品以及第三方软件等产品，考虑到公司协同业务解决方案及协同运营平台解决方案产品边界拓宽带来的市场天花板提升，以及信创带来的国产替代市场空间，加之国内协同办公市场集中度有望进一步向专业协同管理软件头部厂商集中，我们预计 A8 系列产品 2022-2024 年营收增速分别为 10.8%、52.1%和 35.5%，毛利率分别为 72.5%、72.3%和 72.0%；随着党政信创渗透率逐步达到高点，G6 系列产品增速将有一定回落，2022-2024 年营收增速分别为 14.0%、12.9%和 11.4%，毛利率分别为 67.5%、67.3%及 67.0%；A6 为主要面向中小企业的标准化产品，受 SaaS 等模式影响，规模将略有下降。综上我们预计，公司协同管理软件业务 2022-2024 年营收增速分别为 10.8%、42.9%及 31.1%，毛利率分别为 69.5%、70.0%及 70.0%。

公司技术服务业务主要为运维服务及订阅收入，考虑到 SaaS 转型推动，公司云收入有望保持较快增速，我们预计公司技术服务业务 2022-2024 年营收增速保持在 20.0%，毛利率保持在 86.0%。

综合上述各类产品情况，我们预计公司 2022-2024 年总营收分别为 11.53 亿元、16.16 亿元及 21.01 亿元，归母净利润分别为 1.20 亿元、1.80 亿元及 2.35 亿元。

表 7：公司分业务营收预测

营收预测	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
协同管理软件（百万元）	672	918	1,018	1,455	1,907
同比增速（%）	7.9%	36.6%	10.8%	42.9%	31.1%
毛利率（%）	75.0%	70.6%	69.5%	70.0%	70.0%
A8 产品（百万元）	535	712	790	1,201	1,627
同比增速（%）	12.5%	33.1%	10.8%	52.1%	35.5%
毛利率（%）	77.1%	73.5%	72.5%	72.3%	72.0%
G6 产品（百万元）	89	150	170	192	214
同比增速（%）	10.5%	67.5%	14.0%	12.9%	11.4%
毛利率（%）	71.8%	68.1%	67.5%	67.3%	67.0%
A6 产品（百万元）	29	22	20	20	20
同比增速（%）	-36.7%	-22.9%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利率（%）	92.0%	95.3%	95.0%	95.0%	95.0%
第三方软件及其他（百万元）	19	34	38	42	46
同比增速（%）	-10.7%	81.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率（%）	4.3%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
技术服务（百万元）	89	111	133	160	192
同比增速（%）	18.7%	24.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率（%）	93.1%	86.8%	86.0%	86.0%	86.0%
其他业务（百万元）	2	2	2	2	2
同比增速（%）	18.4%	-6.7%	-10.7%	0.0%	0.0%
毛利率（%）	64.4%	61.9%	61.0%	61.0%	61.0%
总营收（百万元）	763	1,031	1,153	1,616	2,101
同比增速（%）	9.1%	35.1%	11.8%	40.2%	30.0%
毛利率（%）	77.1%	72.3%	71.4%	71.6%	71.5%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

5.2 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、太极股份及中国软件为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 约为 52.55 倍，考虑到用友网络、太极股份及中国软件公司体量及其他业务对整体估值的影响，我们给予致远互联 2024 年 40 倍 PE 估值。根据我们盈利预测数据，致远互联 2024 年归母净利润为 2.35 亿元，对应 2024 年总市值 94 亿元，维持“买入”评级。

表 8: PE 估值

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (万得一致预测) (亿元)			P/E		
		2023/2/9	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603039.SH	泛微网络	158.13	3.58	4.54	6.08	44.17	34.83	26.01
600588.SH	用友网络	887.25	5.58	9.14	13.09	159.01	97.12	67.76
002368.SZ	太极股份	247.51	4.40	5.37	6.71	56.29	46.10	36.87
600536.SH	中国软件	517.96	1.88	3.88	6.51	274.79	133.62	79.57
	平均					133.57	77.92	52.55
688369.SH	致远互联	67.38	1.20	1.80	2.35	56.19	37.46	28.71

资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 致远互联归母净利润为信达证券研发中心预测值

风险因素

- 1.行业竞争加剧，新产品拓展不及预期；
- 2.信创推进进展不及预期；
- 3.SaaS 市场发展不及预期。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,766	1,764	1,926	2,312	2,698
货币资金	1,573	1,273	1,646	1,922	2,198
应收票据	12	14	16	23	29
应收账款	121	182	189	270	352
预付账款	12	8	15	20	25
存货	4	7	8	11	14
其他	44	280	52	67	80
非流动资产	76	306	378	425	476
长期股权投资	12	11	12	12	12
固定资产(合计)	16	96	138	186	237
无形资产	0	0	1	1	1
其他	48	199	228	227	226
资产总计	1,842	2,070	2,304	2,738	3,174
流动负债	518	581	727	1,028	1,292
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	67	117	129	182	238
其他	451	463	598	846	1,054
非流动负债	0	43	43	43	43
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	43	43	43	43
负债合计	518	623	769	1,071	1,335
少数股东权益	13	16	23	33	45
归属母公司股东权益	1,311	1,430	1,512	1,634	1,794
负债和股东权益	1,842	2,070	2,304	2,738	3,174

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	763	1,031	1,153	1,616	2,101
同比(%)	9.1%	35.1%	11.8%	40.2%	30.0%
归属母公司净利润	108	129	120	180	235
同比(%)	10.4%	19.7%	-6.9%	50.0%	30.5%
毛利率(%)	77.1%	72.3%	71.4%	71.6%	71.5%
ROE(%)	8.2%	9.0%	7.9%	11.0%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	1.39	1.67	1.55	2.33	3.04
P/E	55.15	42.69	56.19	37.46	28.71
P/B	4.53	3.84	4.46	4.12	3.76
EV/EBITDA	66.18	42.47	79.56	42.21	29.06

利润表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	763	1,031	1,153	1,616	2,101
营业成本	175	286	329	460	599
营业税金及附加	7	9	10	15	19
销售费用	329	402	450	624	811
管理费用	71	79	95	128	166
研发费用	120	181	210	280	353
财务费用	-8	-23	-22	-27	-31
减值损失合计	0	-1	-5	-5	-5
投资净收益	17	3	11	16	18
其他	39	38	46	52	63
营业利润	126	137	134	200	260
营业外收支	-1	2	0	0	0
利润总额	124	140	134	200	260
所得税	9	5	7	10	13
净利润	116	134	127	190	247
少数股东损益	8	6	7	10	12
归属母公司净利润	108	129	120	180	235
EBITDA	66	101	65	115	158
EPS(当年)(元)	1.39	1.67	1.55	2.33	3.04

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	125	135	251	369	387
净利润	116	134	127	190	247
折旧摊销	5	26	5	4	4
财务费用	0	2	0	0	0
投资损失	-17	-3	-11	-16	-18
营运资金变动	22	-27	125	186	149
其它	0	2	5	5	5
投资活动现金流	713	-378	161	-36	-37
资本支出	-5	-101	-47	-51	-55
长期投资	700	-277	201	0	0
其他	18	0	7	16	18
筹资活动现金流	-33	-58	-38	-58	-75
吸收投资	0	3	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-33	-40	-38	-58	-75
现金净增加额	804	-301	373	276	275

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队21年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21世纪金牌分析师第一名。

郑祥，计算机行业研究助理，北京大学工商管理硕士，武汉大学管理学学士，2021年7月加入信达证券研究所，从事计算机行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuquo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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。