



Research and
Development Center

EBU+高研发稳定优势，信创加速增长

— ST 泛微 (603039.SH) 深度报告

2023年3月13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

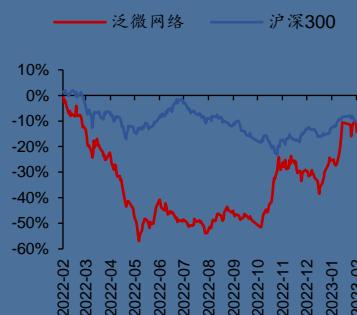
证券研究报告

公司研究

深度报告

ST 泛微 (603039. SH)

投资评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	62.65
52 周内股价	29.98-66.07
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	4.07
总股本(亿股)	2.61
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	163.26

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

EBU+高研发稳定优势，信创加速增长

2023年3月13日

本期内容提要：

◆**核心看点：**公司是国内协同管理软件行业龙头，产品线生态丰富，客户端同时覆盖政企用户，产品端支持桌面、移动、云端多种办公场景。随着协同管理软件业务边界不断拓宽，加之信创催化，行业有望迎来快速增长，公司作为行业龙头，市占率有望持续提升。两家头部厂商(致远互联和ST 泛微)在OA市场的总占有率从2018年的13%提升到了2021年的15%，市场份额呈现逐渐集中的趋势，头部公司有研发、销售、品牌等优势，行业马太效应明显。

◆**协同管理软件行业业务边界不断拓宽，打开更加广阔的增量市场空间，行业增速较快，保持在15%-20%左右。**公司的产品布局已经涵盖非传统OA业务，如HRM、CRM，并覆盖了移动端和云端多种场景，随着业务的不断扩展，有望迎来快速发展。目前行业的整体市场竞争格局比较分散，但头部厂商相较于中小厂商在研发和营销上有比较明显的优势，再加上软件行业的马太效应，未来市场份额有望持续朝头部公司集中。

◆**公司凭借自己在研发以及营销上的优势有望持续扩大市场份额。**主要体现在：公司产品生态丰富，通过从客户高频使用的模块入手，开发了信息采集、费用管理等专项业务模块；独特的**EBU**销售模式在激励员工不断挖掘用户的同时，还兼容了直销和经销优点。此外，EBU模式的推广需要优秀研发能力以及大量优秀的代理商支撑，难以被竞争对手简单复制。

◆**信创是公司业绩中短期增长的核心驱动力之一。**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，公司凭借研发适配以及项目实施经验等各方面的优势有望在信创推进过程中持续受益。据我们测算，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、76.3亿元**，行业增速接近**50%**，公司作为行业龙头，信创收入增速有望高于行业增速。

◆**首次覆盖，给予“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、信创催化以及行业集中度不断提升的背景下，公司业绩有望继续保持快速增长，预计2022-2024年**EPS**为**1.18/1.48/1.93元**，对应**PE**为**53.15/42.46/32.41倍**。参考**PCF**估值，2023年预计公司经营性现金流**4.97亿元**，考虑到公司的成长性以及行业地位，给予**40倍PCF**，对应**2023年市值200亿元**。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**1.竞争风险：行业竞争加剧，产品拓展不及预期，公司市场份额下降；2.下游需求风险：若企业客户受环境影响经营不理想，数字化建设的预算下滑，市场需求会进一步受影响；3.政策风险：信创政策推进进展不及预期，党政机关和国央企信息化预算不足，公司相关订单数量受影响而下滑；4.治理风险：公司因信息披露不及时、整改未到位再次被处罚或延迟摘帽，影响企业客户对公司的信心，订单数量下滑。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,482	2,003	2,423	3,284	4,271
增长率 YoY %	15.3%	35.1%	21.0%	35.5%	30.1%
归属母公司净利润(百万元)	230	309	307	384	504
增长率 YoY %	64.3%	34.5%	-0.5%	25.2%	31.0%
毛利率%	95.4%	95.5%	94.4%	94.4%	94.4%
净资产收益率ROE%	17.0%	16.4%	14.3%	15.4%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	0.88	1.18	1.18	1.48	1.93
市盈率 P/E(倍)	71.13	52.89	53.15	42.46	32.41
市净率 P/B(倍)	12.12	8.69	7.60	6.55	5.52

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年3月10日收盘价

目录

核心观点	7
一、主营业务和财务分析	8
1.1 OA 领军者，专注行业二十年	8
1.2 主营业务和产品：产品生态多元，赋能 B, G 双端	9
1.2.1 e-cology：多应用紧密集成，轻前端重后端	12
1.2.2 e-office：面向中小型客户的标准化产品	14
1.2.3 e-teams：面向小微企业的一体化移动办公云平台	14
1.2.4 e-nation：全生态链适配的信创协同平台	15
1.3 财务分析	16
1.3.1 历史业绩增速快，老客户收入贡献不断提升	16
1.3.2 研发投入占优，经营性现金流情况良好	17
二、协同办公行业：多因素共振推动发展，行业格局持续改善	18
2.1 行业趋势一：协同办公业务边界不断扩展	18
2.2 行业趋势二：云化是未来趋势	21
2.3 竞争格局：格局分散，未来有望持续向头部厂商集中	24
2.3.1 市场集中度低，龙头厂商份额持续提升	24
2.3.2 泛微网络：研发优势+EBU 模式巩固行业地位	26
三、政企数字化转型叠加信创，加速公司业务增长	29
3.1 信创带来 OA 的重新建设，OA 龙头厂商优势彰显	31
3.2 信创有望持续放量，加速公司业务增长	32
四、盈利预测和估值	35
4.1 盈利预测	35
4.2 估值	37
五、风险因素	38

图目录

图 1: 公司发展历程	8
图 2: 公司股权结构	9
图 3: 公司主要产品	10
图 4: OA 办公系统收费模式	10
图 5: 公司主营业务收入占比	11
图 6: 公司各产品收入	11
图 7: 公司产品发展历程	11
图 8: e-cology 整体架构	12
图 9: e-cology 系统设计思想	12
图 10: 齿轮联动模型	13
图 11: 协同矩阵模型	13
图 12: 1248 协同管控体系	13
图 13: e-office 技术架构和功能	14
图 14: e-office 技术架构和功能	14
图 15: e-teams 功能	15
图 16: 携手企业微信打造内外协同平台	15
图 17: e-nation 功能	15
图 18: e-nation 信创协同平台框架	16
图 19: 收入和净利润	16
图 20: 公司主营业务收入	16
图 21: 公司费用支出	17
图 22: 公司费用率	17
图 23: 公司主营业务毛利率	17
图 24: 公司经营性现金流	17
图 25: 协同办公行业概念界定	19
图 26: 我国协同办公软件产业生态图谱	19
图 27: 协同管理软件行业发展趋势	20
图 28: 协同办公和 OA 市场规模 (亿)	20
图 29: 在线协同办公软件用户数量和渗透率 (亿户)	20
图 30: 企业使用云计算降低 IT 成本情况	22
图 31: 企业使用云计算带来的效果	22
图 32: Adobe 转型后盈利质量提高	22
图 33: Adobe 主营收入	22
图 34: Adobe 产品 SaaS 转型前后用户增速	23
图 35: 全球云计算细分市场规模及增速	23
图 36: 我国公有云细分市场规模及增速	23
图 37: 泛微低代码平台	25
图 38: 头部公司 OA 市场所占份额	26
图 39: 数字办公系统渗透率 (2022)	26
图 40: 公司提炼高频模块, 开发精细化业务专项	26
图 41: e-teams 扩大组织办公边界, 打造内外协同平台	26
图 42: 独特的 EBU 经营模式	27
图 43: EBU 收入占比和增速	27
图 44: EBU 和代理商形成事业共同体	28
图 45: 授权运营中心贡献收入集中度低	28
图 46: 政企数字化办公发展历程	29
图 47: 信创推进路线	30
图 48: 党政机关信创办公发展历程	30
图 49: 中央及地方政府出台信创相关政策数量	31
图 50: 信创客户要求	32
图 51: 公司信创项目经验优势, 客户遍布全国	32
图 52: 公司信创平台全栈适配国产	32
图 53: 龙头 OA 厂商信创业务收入	33
图 54: 公司历史 PCF	37

表目录

表 1: 数字化办公相关政策	21
表 2: 国内专业协同管理软件主流厂商对比	24
表 3: EBU 模式和直销、经销对比	27
表 4: 协同管理软件信创市场规模预测	34
表 5: 分业务盈利预测	35
表 6: 信创业务和非信创业务收入预测 (百万)	36

核心观点

公司是国内协同管理软件行业龙头，产品条线生态丰富，同时覆盖政企用户，并支持桌面端、移动端、云端多种部署模式。随着协同管理软件业务边界扩展、信创加速客户更新换代，公司作为行业龙头，有望迎来快速增长，且市占率有望持续提升。

公司的增长逻辑主要由长期以及短中期两条主线支撑：

1.长期：协同管理软件产品业务边界不断扩展，行业成长空间进一步打开。公司产品布局已经涵盖非传统 OA 业务，可以实现满足客户对本地端、云端、移动端多种部署形式的要求。随着业务的不断扩展，有望迎来快速发展。而行业的竞争格局目前比较分散，公司凭借产品以及独特的 EBU 销售优势有望持续扩大市场份额。

目前我国的协同管理软件行业已进入全面组织协同管理阶段，产品的业务边界和应用场景不断扩展，有望带来更广阔的增量市场空间，行业增速快，保持在 **15%-20%** 左右。公司的产品布局已经涵盖非传统 OA 业务，并覆盖了移动端和云端多种场景，随着业务的不断扩展，有望迎来快速发展。

目前整体市场竞争格局比较分散，但头部厂商相较于中小厂商在研发以及营销方面有比较明显的优势。再加上软件行业的马太效应，未来市场份额有望持续朝头部公司集中。从数据上可以直观看出，两家头部厂商市场总占有率为 **2018 年的 13% 提升到了 2021 年的 15%**，市场份额呈现逐渐集中的趋势。

而公司凭借自己在研发以及营销上的优势有望持续扩大市场份额。公司产品生态丰富，通过从客户高频使用的模块入手，开发了信息采集、费用管理等专项业务模块；独特的 EBU 销售模式在激励员工不断挖掘用户的同时，还兼容了直销和经销优点，且 EBU 模式难以被竞争对手简单复制的特点使得公司的优势地位短期内难以被动摇。

2.短中期：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，公司凭借研发适配以及项目实施经验等各方面的优势有望在信创推进过程中持续受益。

信创政策催生了政企用户对协同管理软件进行适配改造的需求，龙头厂商在技术、项目经验等各方面的优势有望使得市场份额进一步向头部公司集中，公司在产品适配以及项目实施经验等方面都有比较明显的优势，预计公司有望在信创持续推进的进程中持续受益。

头部厂商在 2020-2022 年信创业务收入实现了高速增长；据我们测算，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、76.3 亿元**，公司的信创业务收入有望达到 **7.26 亿元、10.90 亿元、16.36 亿元**；预计在信创订单释放完后，办公系统伴随业务持续升级的特点或将使得客户对系统的再改造以及运维持续付费，公司业绩有望持续受益。

一、主营业务和财务分析

1.1 协同管理软件领军者，专注行业二十余年

上海泛微网络科技股份有限公司成立于 2001 年，总部设立于上海，专注于协同管理软件领域，并致力于以协同 OA 为核心帮助企业构建全员统一的移动办公平台，公司在全国拥有 70000 多家用户，覆盖 87 个细分领域，拥有广泛的客户实践积淀。

公司总共经历四个发展阶段：2001 年成立，历时 10 余年实现全国推广；2011 年后产品开始朝移动化、云端化、平台化方向发展，**2017 年在上交所主板上市，成为 OA 行业内唯一的主板上市公司**；2019 年成立信创实验室；**2020 年获腾讯战略投资**，携手企业微信丰富协同办公生态。

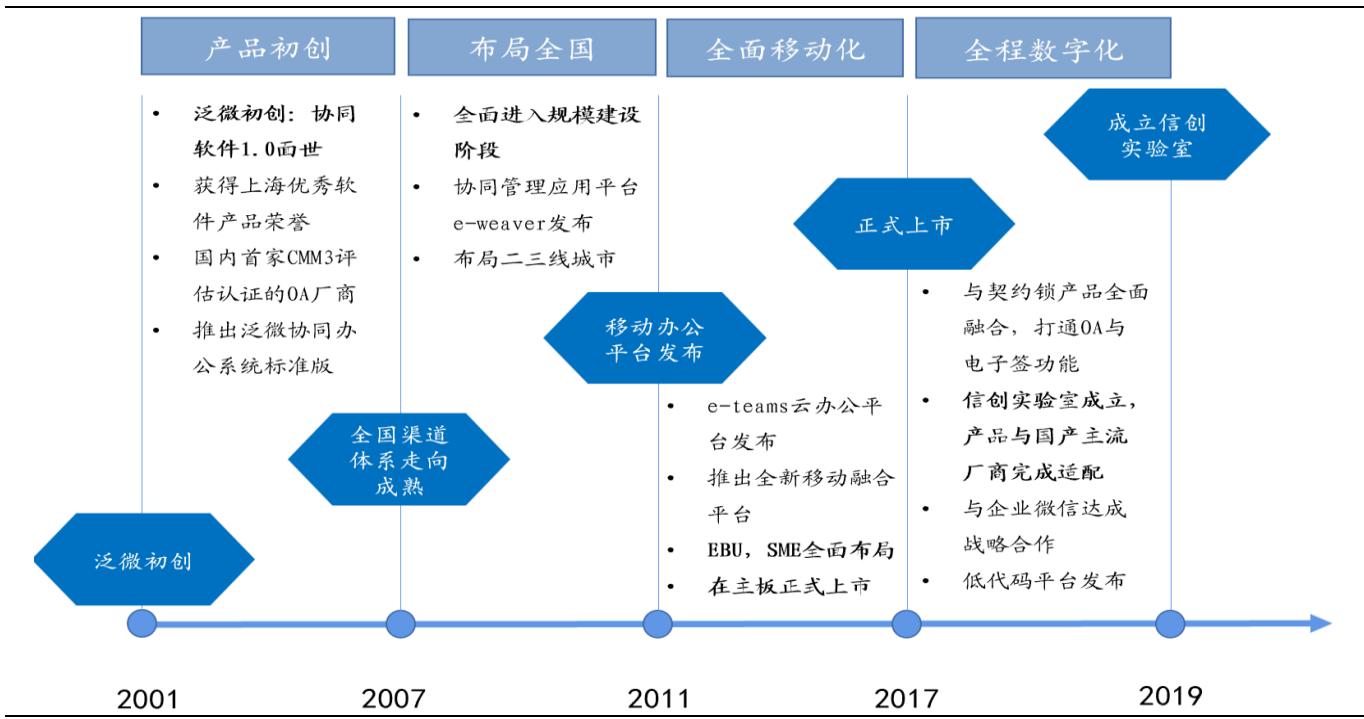
1) **产品初创（2001-2006）**：2001 年公司成立，并推出 e-cology 1.0 产品，签下各大知名用户；在不断进行产品迭代的同时，公司也开始进行标准化产品的研发，推出了协同办公系统标准版 e-office，为产品的快速推广打下了坚实基础。

2) **布局全国（2007-2012）**：公司开始在全国进行产品的推广；2011 年，公司的全国布局初步完成，30 个省级分公司形成。

3) **全面移动化（2013-2017）**：公司产品开始向移动化、云端化、平台化方向进行布局，推出了 e-cology 8.0；公司根据客户的规模进行运营模式的战略布局，成立大中型 OA 事业群（EBU）和中小型 OA 事业群（SME）；**2017 年 1 月 13 日在上交所上市**。

4) **全程数字化（2018-至今）**：积极响应国家政策，2019 年成立信创实验室，并与国产主流厂商完成适配；2020 年获腾讯战略投资，与企业微信共研协同数字化办公平台，推出 e-wechat。

图 1：公司发展历程

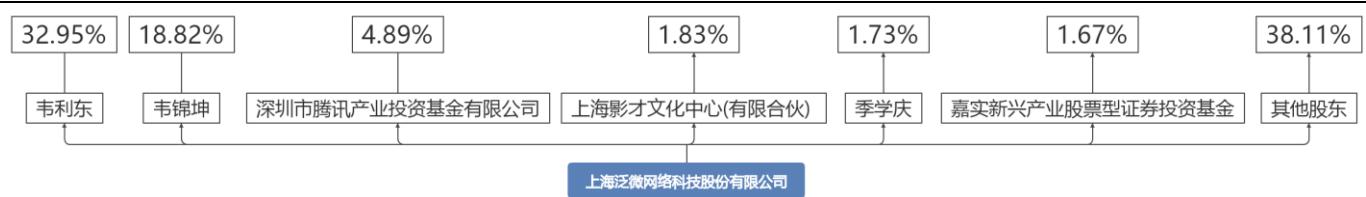


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

回顾公司发展历程，我们可以发现公司始终专注协同管理软件的研发，在面对移动互联网、云计算等新技术的冲击时，积极投入研发，对产品进行迭代升级，保障公司的产品优势。同时公司不断地丰富产品布局，实现对**B**端和**G**端客户多平台产品的覆盖，并在全国各地持续推广**EBU**运营模式以此来不断挖掘客户。

公司股权结构清晰，高管具备复合背景。公司实际控制人韦利东，韦利东和韦锦坤为一致行动人，腾讯的产业基金为持股最大的机构投资者。公司大部分高管加入泛微已有十余年，且具备一定技术背景，凌旭峰（独立董事）、唐星坤（副总经理）等人具备多年IT行业从业经验。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind, 信达证券研发中心；数据截至：2022年三季度

1.2 主营业务和产品：产品生态多元，赋能**B**、**G**双端

小结：公司产品条线丰富，覆盖了企业和政府客户，可以实现满足客户对本地端、云端、移动端多种部署形式的要求，并实现了对多种应用的集成。在协同管理软件业务扩展的同时，公司核心产品**e-cology** 涵括非传统**OA**功能，如人力资源管理、财务管理。此外，公司的信创办公平台有望在党政信创下沉到区县乡并在全行业推开的过程中持续受益，为公司发展提供加速动力。

针对商业客户的核心产品为**e-cology**、**e-office**、**e-teams**。**e-cology**是公司最核心的产品，也是公司发布的第一款产品，至今经历了9个大版本，70多个小版本的迭代更新，功能也由原来传统的流程审批向外不断扩展，目前已涵盖了人力资源管理、客户关系管理、资产管理等多种功能，其主要面向广泛的大中型客户群体，强调产品的通用性和模块化，用于解决复杂组织的深度应用，支持私有云和公有云两种交付环境；**e-office**面向中小型客户，是高度产品化的协同移动办公软件。**e-teams**通过协同企业微信，在移动端形成一系列增值应用场景与方案，并享受了企业微信所带来的大量流量，形成共赢的业务拓展延伸。

针对政府客户的核心产品为**e-nation**。产品融合了个人办公、公文管理、会议管理、流程审批、信息采编、督查督办、建议提案集**CA**、大数据图表等应用功能，实现了多端适配以及对国内40余种主流软硬件的兼容。

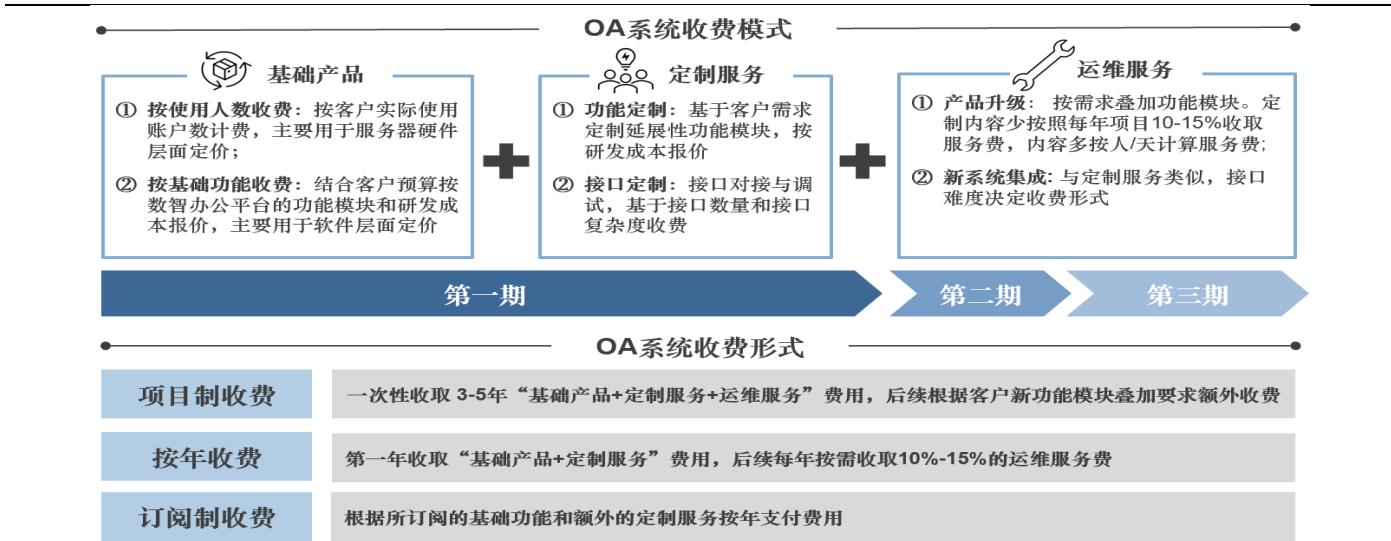
图 3: 公司主要产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

一般情况下，办公系统的收费模式可以具体分为基础产品、定制服务和运维服务。其中基础产品费用占比较高，定制服务和运维服务基于客户具体需求和业务系统情况有浮动空间。目前服务商收费有三种形式：一种是项目制收费，一次性收取基础产品、定制服务和产品的基础运维服务，若客户有新需求再具体收费；一种是按年收费，即先收取基础产品和定制服务费用，后续每年按照产品金额的一定比例收取服务费；另一种是订阅制，这种一般是 SaaS 产品，每年根据使用的功能支付费用。

图 4: OA 办公系统收费模式

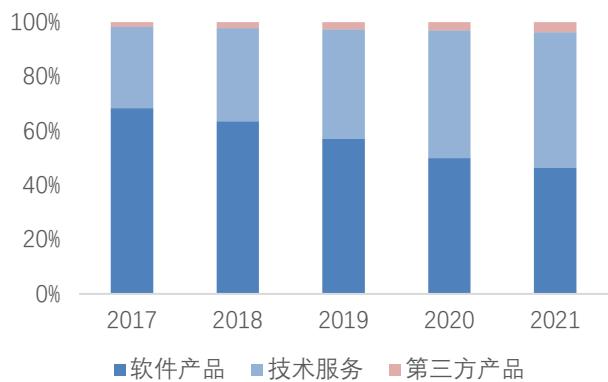


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

而公司的主营业务收入主要来自于软件产品和技术服务业务；软件产品的收入大致对应收费模式里面的第一期，主要来自包含 e-cology 的订单；技术服务收入大致对应收费模式里的第二期和第三期，多来自老客户对产品的维护、更新、模块叠加等需求。

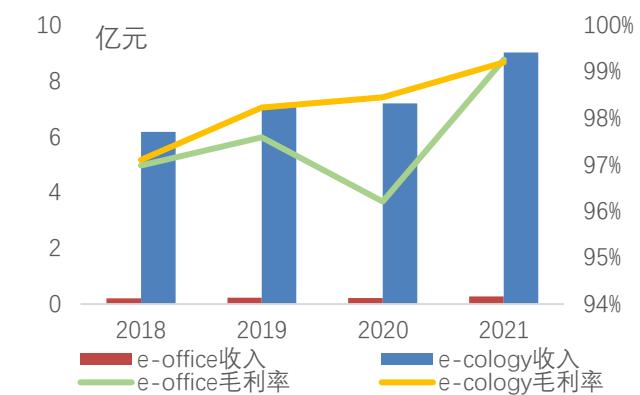
技术服务的收入占比呈现不断上升的趋势反应出客户粘性高、且客户的持续性需求好，随着新客户的沉淀以及老客户的需求不断开发，未来技术服务收入占比有望持续上升。公司的产品收入主要来自 e-cology 和 e-office 产品的销售，产品毛利率高，2018-2021 年都保持 95%以上的水平，其中 e-cology 所创造的收入占比在 95%以上。

图 5：公司主营业务收入占比



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 6：公司各产品收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前协同管理软件行业进入了全面组织协同管理阶段，OA 的管理范畴开始横向延伸，连接/渗透企业内部各个业务系统，公司把产品中非传统 OA 业务进行提炼，开发出了专项业务产品，包括信息采集、费控管理等应用，进一步提升公司业绩天花板。此外，公司的信创办公平台有望随着信创在全行业推开的过程中持续受益，为公司业绩提供加速动力。

图 7：公司产品发展历程



资料来源：公司官网，亿欧智库，T 研究，信达证券研发中心

1.2.1 e-cology: 多应用紧密集成, 轻前端重后端

小结: **e-cology** 主要采用以人为核心, 工作流程为血脉的设计理念, 体现为齿轮联动模型、协同矩阵模型和 1248 协同管控体系, 实现信息和应用紧密集成和统一管理; 架构上采用“轻前端重后端”的设计方式, 以强劲的后端引擎赋能前端的应用开发。

自 2001 年公司发布 **e-cology 1.0** 版本以来, 产品经历了 9 个大版本, 70 多个小版本的迭代更新, 在以人为核心的设计理念下, 功能也由原来传统的流程审批向外不断扩展, 涵盖了 **HRM、CRM** 等非传统 **OA** 业务。

产品主要用户为大中型企业组织, 其模块选择高度灵活、集成性强的特征使得其在面临用户多变的业务场景时也能实现快速部署。目前产品的研发正朝着多方向进行扩展, 包括复杂应用场景的需求提炼、系统配置工具的可视化、前瞻技术的部署等。

产品根据以组织人员为核心的功能设计理念, 构建整个系统的权限架构体系, 通过流程作为血脉带动所有应用的运转, 从而为企业、为不同角色用户提供协同管理的应用。主要功能为八大主要模块组成, 分别是 **e-Portal 信息门户**、**e-Workflow 工作流程管理**、**e-Document 知识文档管理**、**e-HRM 人力资源管理**、**e-CRM 客户关系管理**、**e-Project 项目管理**、**e-Logistics 资产管理**、**e-Financials 财务管理**。

e-cology 整体架构分为前端用户中心及后端引擎应用中心, 前端应用是指 **PC** 应用及移动应用, 而后端主要由各个引擎组成。

图 8: **e-cology** 后端架构



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 9: **e-cology** 系统设计思想



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

齿轮联动模型是泛微自主设计和开发的软件技术模型, 主要功能是为提升系统各个功能模块的绞合作用。当启动某一个模块的时候, 其他的关联模块便可以随之启动, 并一起协同工作, 产生强大的齿轮联动效用, 大大加强单一模块的功能, 达成协同的功效。

泛微协同矩阵模型提供了企业信息网状管理的解决方案。在系统中, 如果用户找到一个信息点, 与这个信息点相关联的所有信息都被找到。

图 10: 齿轮联动模型



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

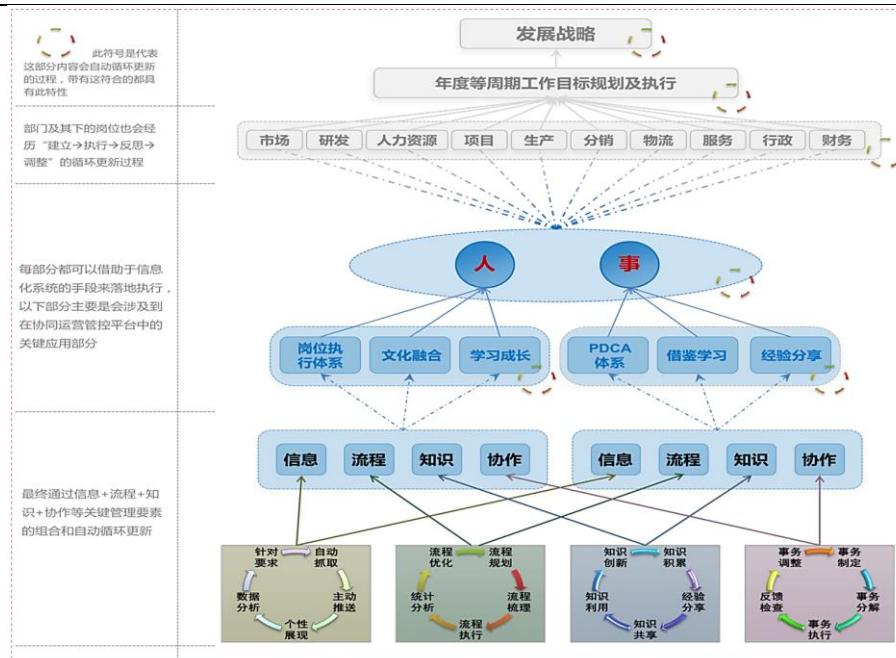
图 11: 协同矩阵模型

协同矩阵图	知识文档	人力资源	客户关系	流程管理	产品资产	项目管理	财务管理
知识文档	文档与文档协同	员工与文档协同	客户与文档协同	流程与文档协同	产品与文档协同	项目与文档协同	财务与文档协同
人力资源	文档与员工协同	员工与员工协同	客户与员工协同	流程与员工协同	产品与员工协同	项目与员工协同	财务与员工协同
客户关系	文档与客户协同	员工与客户协同	客户与客户协同	流程与客户协同	产品与客户协同	项目与客户协同	财务与客户协同
流程管理	文档与流程协同	员工与流程协同	客户与流程协同	流程与流程协同	产品与流程协同	项目与流程协同	财务与流程协同
产品资产	文档与产品协同	员工与产品协同	客户与产品协同	流程与产品协同	产品与产品协同	项目与产品协同	财务与产品协同
项目管理	文档与项目协同	员工与项目协同	客户与项目协同	流程与项目协同	产品与项目协同	项目与项目协同	财务与项目协同
财务管理	文档与财务协同	员工与财务协同	客户与财务协同	流程与财务协同	产品与财务协同	项目与财务协同	财务与财务协同

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

泛微的 1248 协同管理体系是指一个闭环、两个基本点、四大要素及八大应用平台，即实现从目标、执行、核查、绩效目标调整的一个闭环管控，以“管事”和“理人”二者为主线的模式指引员工有效办公，结合制度执行、互动沟通、知识体系及门户推送的四个要素，建立统一的“信息发布、门户应用、流程管理、知识管理、事务处理、通讯整合、智能报表、异构整合”平台。

图 12: 1248 协同管控体系



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2.2 e-office: 面向中小型客户的标准化产品

2006, 公司推出了标准版 OA 产品——e-office, 主要面向中小型客户, 支撑公司布局全国的战略, 目前已经迭代到了 10.0 版本, 应用场景不断丰富的同时, 功能也从 PC 端扩展到了移动端。其功能主要包括知识类管理、流程协助类管理、行政类管理等三大类数十个功能模块, 在低成本的投入基础上帮助企业实现高效办公。

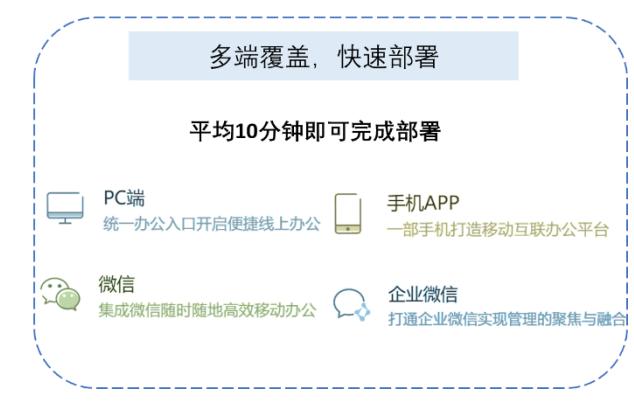
产品为包含企业信息门户、知识文档管理、工作流程管理、人力资源管理、客户关系管理、项目管理、资产管理、任务管理、数据中心功能的企业中小型协同管理平台, 并可形成一系列的通用解决方案和行业解决方案。产品可以实现快速部署以及多端覆盖, 降低了中小企业的办公系统搭建成本。

图 13: e-office 技术架构和功能



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 14: e-office 技术架构和功能



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

1.2.3 e-teams: 面向小微企业的一体化移动办公云平台

泛微移动办公云服务平台 (eteams), 是公司结合移动互联技术、公有云技术和社交应用技术开发的新产品。eteams 由云端部署及运营, 所有用户均通过登录统一的云端入口进行日常办公协助操作, 和企业微信携手打造了内外协同办公平台, 主要以收取年度服务费的方式获得收入, 其营销及服务模式均以互联网在线的方式为主。

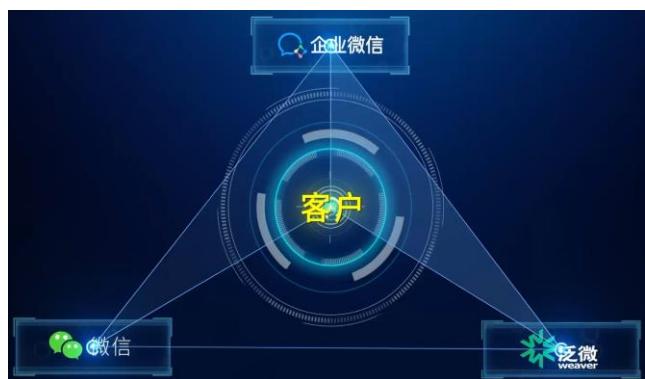
主要的功能应用如下: 目标管理、任务协作、工作日报、文档共享、客户管理、流程审批、企业微信、移动考勤、语音指令、日程管理、绩效报告、自定义模块等。系统可以与企业内部现有的 ERP、CRM、HRM、SRM、财务软件、工单等业务系统一键集成。

图 15: e-teams 功能



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

图 16: 携手企业微信打造内外协同平台



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2.4 e-nation: 全生态链适配的信创协同平台

在信创和数字化政策的加速推动下，OA 产品由原来的商用场景逐渐向政府端扩展，而两类场景间的用户需求差异如软硬件适配等问题也对公司原有的产品体系提出了挑战。2016 年，公司发布了 e-nation 移动政务办公平台，2019 年成立了信创实验室，完成了信创办公平台与国产主流厂商的适配。e-nation 融合个人办公、公文管理、会议管理、流程审批、信息采编、督查督办、建议提案集 CA、大数据图表等应用于一体。目前服务了 4000 多家党政机关单位，实现从省级单位到乡镇街道的四级覆盖，并具有部厅局委办业务条线服务实施经验。在框架上自底向上地实现了对国产 CPU 服务器、操作系统、中间件以及网络安全设备的适配。

功能上，产品包含了多种高频使用的政务办公应用，并利用大数据、云计算等技术，整合各信息系统资源，实现工作、服务、支撑一网融合，将办文、办会、审批、内部服务等八类应用融合到一个平台，形成移动化的统一应用融合平台。

图 17: e-nation 功能



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

此外，产品可以兼容国内 40 余种主流软硬件厂商产品，打造全生态信创平台，满足各级党政机关政务协同办公需求，自主创新、安全稳定。平台按照“平台 + 应用 + 数据”的建设模式，采取数据集中的系统结构；采用客户端浏览器 - Web 应用服务器 - 数据库服务器三层结构。自底向上地实现了对国产 CPU 服务器、操作系统、中间件以及网络安全设备的适配。

图 18: e-nation 信创协同平台框架



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

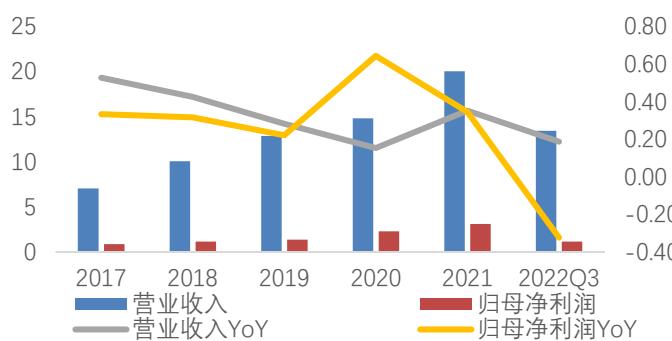
1.3 财务分析

小结：公司的收入和利润近年来保持持续增长的趋势，老客户所贡献的收入比例不断提升，接近 50%；EBU 模式在提高销售费用率的同时，转嫁了项目实施成本，提高了公司产品毛利率；体量优势带来了领先同行的研发支出，经营性现金流充裕。

1.3.1 历史业绩增速快，老客户收入贡献不断提升

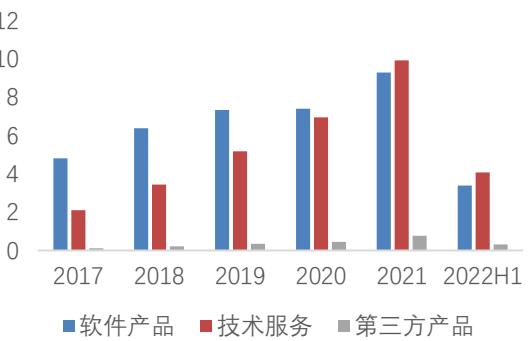
公司主营业务收入由软件产品、技术服务、第三方产品构成，其中技术服务业务所贡献的收入有逐渐超过软件产品贡献收入的趋势，2021 年占比 49%。这是由于公司客户的快速增长并沉淀所带来的办公系统维护和升级需求所致。公司归母净利润和收入保持稳定增长，近 5 年复合增速分别为 37% 和 34%。受 2022 上半年疫情影响，公司 2022H1 净利润下滑接近 50%，三季度业绩在一定程度上有所修复，利润增速转正，四季度有望出现业绩明显修复的迹象。

图 19: 收入和净利润（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 20: 公司主营业务收入（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

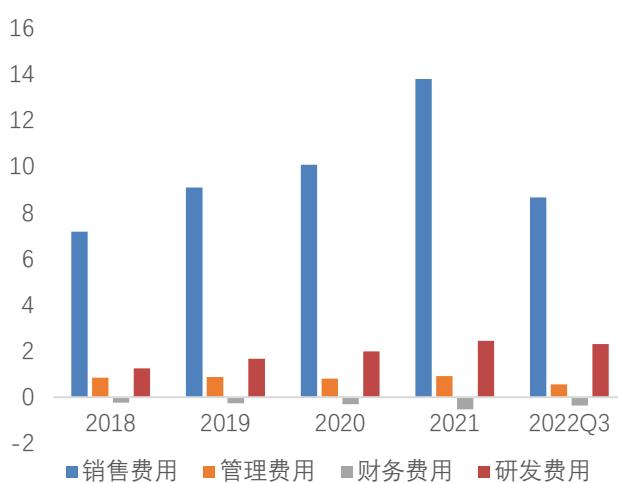
1.3.2 研发投入占优，经营性现金流情况良好

公司所产生费用主要来自销售费用和研发费用，其中销售费用率在 70%左右的水平，这是由于公司独特的授权运营中心模式（EBU）所致；研发费用率在 12%左右的水平，而公司在收入体量上的优势使得公司的研发投入遥遥领先于行业内的其他竞争者。

公司毛利率保持较高水平，主要是将项目的落地实施委托授权运营中心所致，项目实施成本计入销售费用；经营性现金流稳定增长，和净利润比例保持在 120%左右的水平。

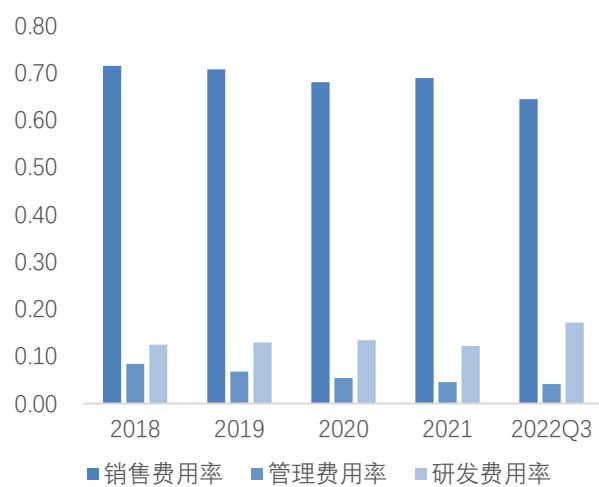
授权运营中心模式指的是公司在局部地区选择技术实力强、具有客户资源优势并且与公司有共同经营理念和长期合作意愿的 IT 服务企业作为泛微网络公司业务拓展的代理商，按合同数额的一定比例向代理商支付销售费用。

图 21：公司费用支出（亿元）



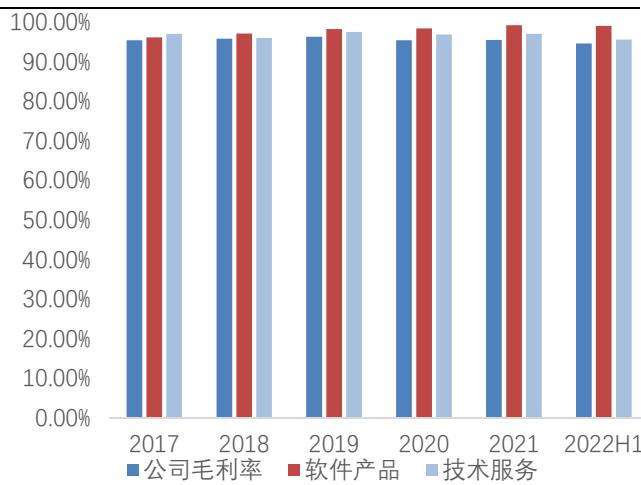
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 22：公司费用率



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 23：公司主营业务毛利率



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 24：公司经营性现金流



资料来源：wind，信达证券研发中心

二、协同管理软件：多因素共振推动发展，行业格局持续改善

小结：协同管理软件产品的业务边界和应用场景不断扩展，有望带来更广阔的增量市场空间，行业保持较快的发展速度。公司的产品布局已经涵盖非传统 OA 业务，支持多种部署形式，随着业务的不断扩展，有望迎来快速发展。而行业的竞争格局目前比较分散，公司凭借产品以及独特的 EBU 销售优势有望持续扩大市场份额。

2.1 行业趋势一：协同业务边界不断扩展

小结：目前我国的协同管理行业已进入全面组织协同管理阶段，产品的业务边界不断扩展，有望带来更广阔的增量市场空间，行业增速快，保持在 15%-20%左右。公司的产品布局已经涵盖非传统 OA 业务，并覆盖了移动端和云端多种场景，随着业务的不断扩展，有望迎来快速发展。

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。根据产品体系，提供协同办公软件的厂商可分为综合协同办公管理平台和垂直协同办公软件两类，而根据服务模式的不同，也可以分为传统软件厂商和 SaaS 厂商。

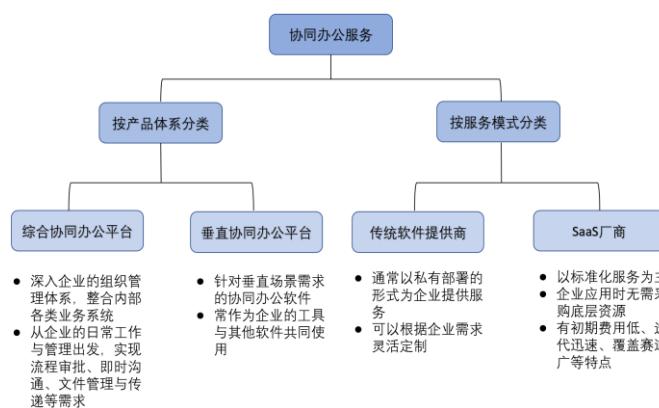
垂直协同办公软件包括即时通信、文档协作、任务管理、视频会议、项目管理等垂直应用领域；协同管理软件属综合协同办公管理平台，从企业的日常工作与管理出发，实现流程审批、即时沟通、文件管理与传递等需求。

传统软件提供商主要以私有化部署的形式向客户提供软件服务，SaaS 厂商则是以公有云、私有云、混合云等方式为客户提供产品服务。OA 办公系统（协同管理软件）在产品分类体系上属于综合协同办公平台，OA 厂商在服务模式分类体系上属于传统软件提供商。但是近年来传统 OA 厂商逐步注重发展产品平台化、移动化和 SaaS 云化等服务能力，客户覆盖大中型、集团型及中小型客户。互联网巨头（属于 SaaS 厂商）则是协同办公领域的新兴者，互联网巨头在 C 端消费互联网领域取得成功后，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。

国内的协同办公 SaaS 厂商所覆盖的客户偏中小型，付费能力相对较差，而这些厂商所提供的产品多为免费或是按年付费，价格上更容易被接受，传统 OA 厂商想再去挖掘这部分长尾用户需要直面这些流量巨头的竞争。但正如之前所提到的，传统 OA 厂商也已经开始探索和互联网 SaaS 厂商的合作，共同去挖掘下沉市场。以泛微网络为例，公司开发了 e-teams，与企业微信携手打造了内外协同办公平台，企业微信所集成的泛微的功能模组有望潜移默化地培养用户的使用习惯，形成对泛微 OA 的粘性，而伴随中小企业的发展壮大，产生更深度的办公需求后，或将逐步开始使用公司更专业的 OA 产品如 e-cology 和 e-office。

公司的主营产品 e-cology 属于综合协同办公管理平台，已涵盖非传统 OA 功能。而公司通过对这些非传统 OA 业务进行提炼，开发出了专项业务产品，包括信息采集、费控管理等应用，有望进一步提升公司业绩天花板。此外，公司在移动端和云端同时发力，既有和互联网巨头腾讯的移动端产品企业微信进行联动开发的 e-wechat，也有研发自己的 SaaS 产品——e-teams，并实现了 e-cology 和 e-teams 的整合，丰富云端产品生态。

图 25: 协同办公行业概念界定



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 26: 我国协同办公软件产业生态图谱

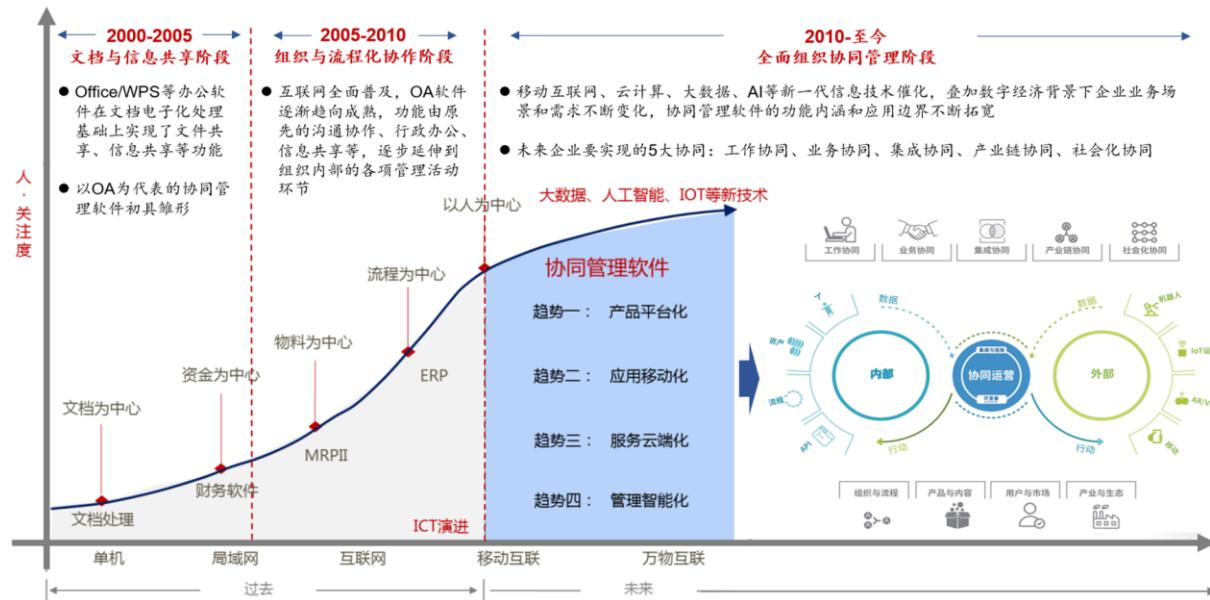


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

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；(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 等新技术和企业数字化转型的双重驱动下，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。

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《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，有望带来更广阔的增量市场空间。

图 27: 协同管理软件行业发展趋势

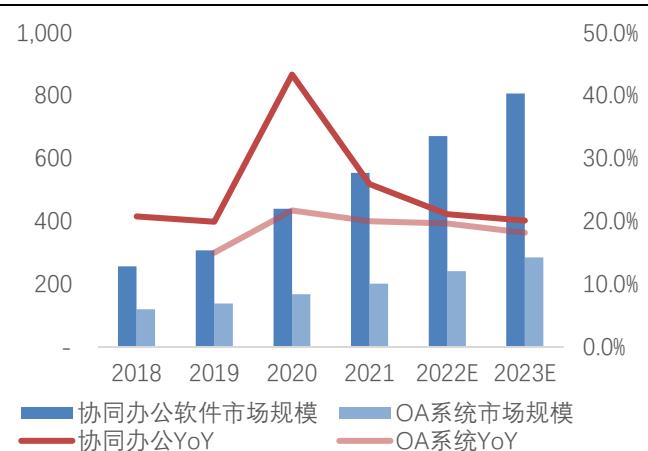


资料来源：致远互联招股书，致远互联公告，IDC 及致远互联《COP 协同运营平台白皮书》，信达证券研发中心

亿欧智库的数据显示，中国 OA 办公系统 2021 年规模达到了 201 亿元，预计 2023 年达到 285 亿元。而疫情提高了用户对办公平台的依赖程度（从效率办公类 App 月独立设备活跃数以及同比增长率可以看出），整体的市场增速较快，保持在 15-20% 左右的水平。

而近年来政府陆续出台了数字化办公的相关政策。“十三五”规划以来，信创、数智化、新基建、物联网及网络安全等逐渐上升为时代主题，OA、办公软件受到国家和企业的关注。大数据、云计算、AI、5G 及区块链等创新技术的全方位发展与成熟，也充分奠定了数字化办公氛围环境、基础设施及底层技术的基础，成功助推数字化办公的创新应用。

图 28: 协同办公和 OA 市场规模 (亿元)



资料来源：亿欧智库，艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 29: 效率办公类 App 月独立设备活跃数与同比增长率



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

表 1：数字化办公相关政策

时间	政策	具体内容
2019 年 3 月	《关于解决形式主义突出问题为基层减负的通知》	多用电视电话、网络视频会议等形式提高开会时效
2019 年 10 月	《浙江省数字化转型暨政务钉钉专题发布会》	借助数字化方式打造全天候在线政府，提升政府工作能效，促进政务公开
2020 年 3 月	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	鼓励发展算法产业和数据产业，培育一批中小数字化服务商
2020 年 7 月	《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》	鼓励发展便捷化线上办公，支持远程办公应用推广
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标规划纲要》	加快数字化发展，建设数字中国

资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

2.2 行业趋势二：云化是未来趋势

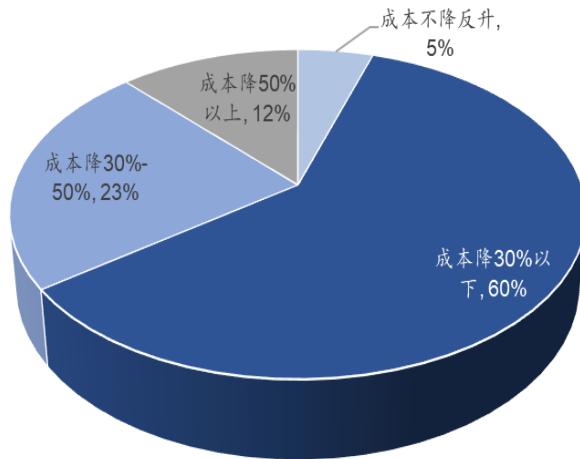
小结：**SaaS** 模式的优势使得其成为了现在传统软件公司探索转型的路径之一。公司目前研发了针对小微企业的 **SaaS** 产品，随着小微企业付费意识的觉醒，远期有望能为公司带来可观的收入。此外，受企业信息化发展程度、云服务水平及软件市场情况差异等因素影响，我国 **SaaS** 市场发展相较全球整体市场成熟度差距明显，发展潜力大，但是国内的 **SaaS** 厂商目前还面临一系列发展困境，而如何优化客户结构以提升客户质量，增加客户粘性，降低获客成本这些问题都是国内 **SaaS** 厂商需要进行不断探索的。

SaaS (Software as a service) 指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，该模式主要有两方面的优势。对于用户而言，在 **SaaS** 模式下，其无需自行管理任何 **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以及部署成本。对于厂家而言，**SaaS** 模式具备规模效应的特性能提高公司经营质量。

用户端：云计算助力企业平滑 **IT** 资源，降低 **IT** 成本。

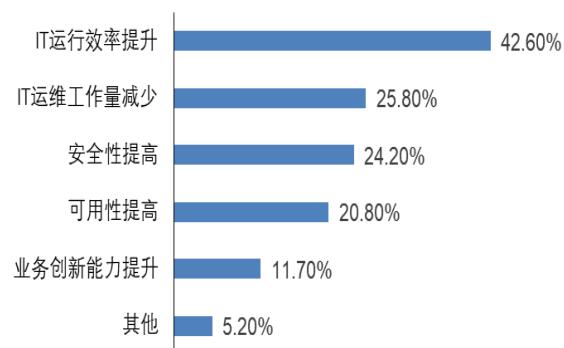
传统 **IT** 部署模式下，**ICT** 设备及系统均由用户自行购建和维护，分散的部署模式导致建设和运维成本高昂，且 **IT** 架构复杂，应用开发难度大，需要大量的 **IT** 人员，人工成本上扬。云计算通过分布式计算、虚拟资源管理以及云原生等技术，将分散的 **ICT** 资源池化，强调用户主导、需求驱动、按需服务、即用即付、弹性扩容，具有规模化效应和显著的成本优势。根据中国信息通信研究院调查数据，在被调查样本中，95% 的企业认为使用云计算有效降低了企业的 **IT** 成本，其中 12% 的用户成本降低 50% 以上。此外，超 42% 的企业表示使用云计算提升了 **IT** 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 30: 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 31: 企业使用云计算带来的效果



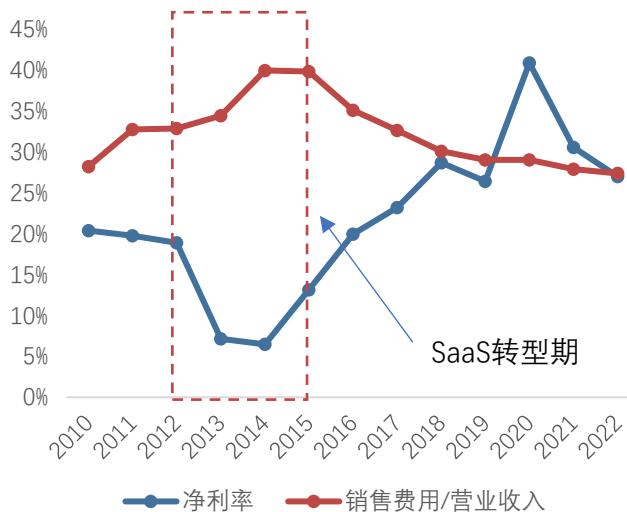
资料来源：中国信息通信研究院，信达证券研发中心

厂商端：SaaS 模式不仅降低了使用门槛，扩大了客群，还能削减销售环节成本，推升净利率，有效提高了公司经营质量。

参考转型 SaaS 的标杆公司 Adobe 的表现，相较于授权费而言，更低廉的月费吸引了大量的新用户。从 2003 年到 2013 年，Adobe 用 10 年时间积累起 1280 万 CS (Creative Suite, 传统软件形式) 各套软件用户，而在 2013 年向云转型之后，到 2016 年仅 3 年多时间，Adobe CC (Creative Cloud) 就已经积累起 900 万用户，到了 2021 年订阅用户已达到 2600 万。

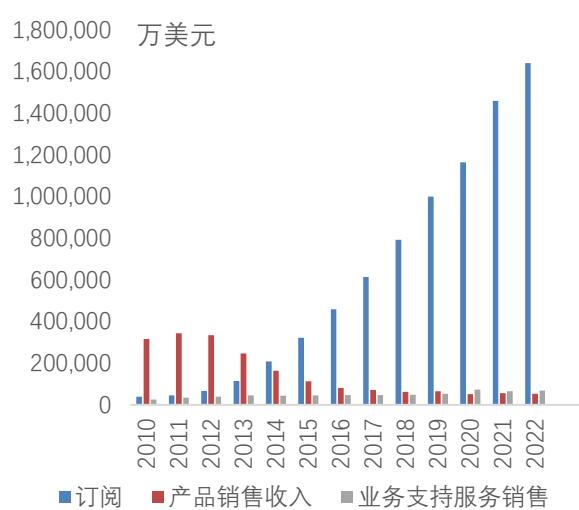
云化从长远来讲将有望降低 Adobe 销售成本支出，提升净利率。从销售模式上看，云化前 Adobe 主要通过第三方渠道销售 CS 软件，这部分成本占总销售成本很大比例。而 Adobe 云化之后，用户可以通过 Adobe 主页自助订阅 Adobe CC，减少对渠道商依赖。我们可以发现在 2015 年完成云化转型之后，Adobe 的销售费用率持续下降，净利率持续提升。

图 32: Adobe 转型后盈利质量提高



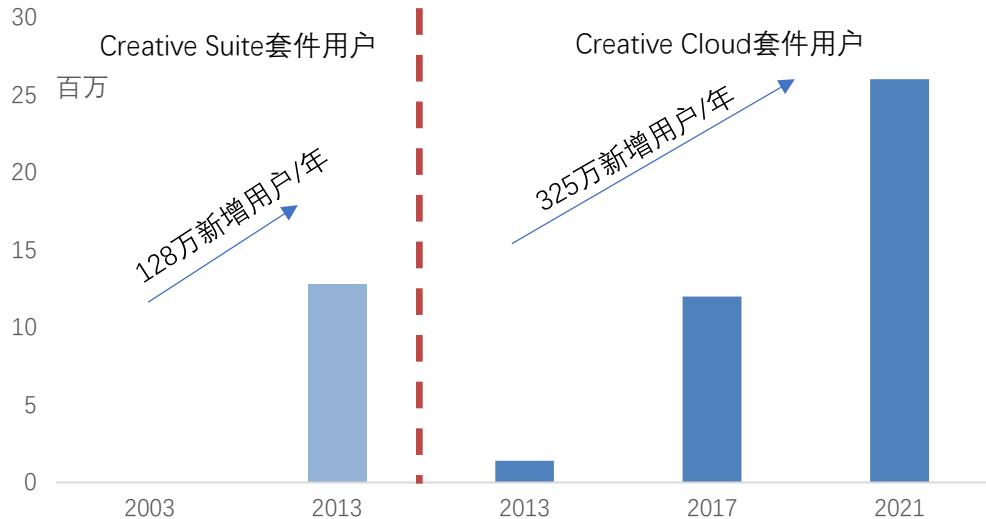
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 33: Adobe 主营收入



资料来源：wind，信达证券研发中心

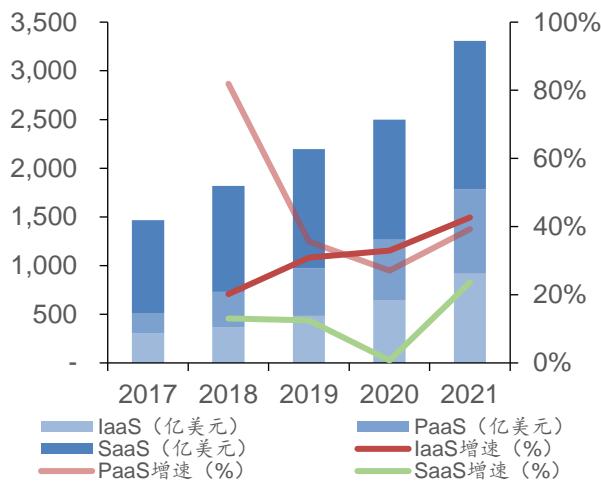
图 34: Adobe 产品 SaaS 转型前后用户增速



资料来源: ifnxi, stockphotosecrets, 信达证券研发中心

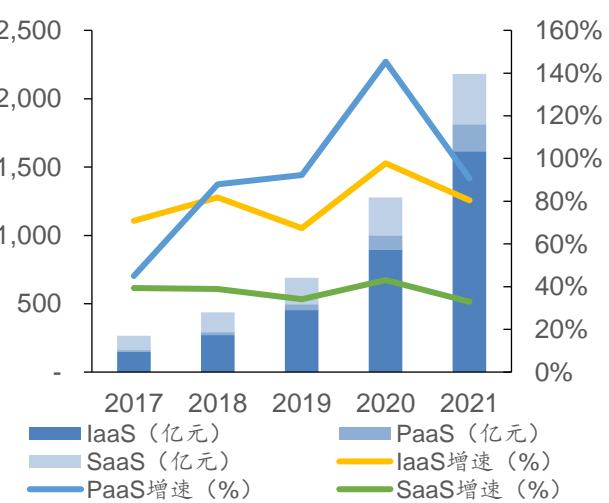
受企业信息化发展程度、云服务水平及软件市场情况差异等因素影响，我国 SaaS 市场发展相较全球整体市场成熟度差距明显，发展潜力大。从云计算细分市场结构来看，根据中国信息通信研究院及 Gartner 统计数据，2021 年全球云计算市场规模约为 3,307 亿美元，其中 SaaS 市场规模约为 1,522 亿美元，约占云计算整体市场的 46%；同期，我国公有云整体市场规模约为 2,181 亿元，其中 SaaS 市场规模约为 370.4 亿元，仅占公有云整体市场规模的 17%，较全球来看，可提升空间大。

图 35: 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 36: 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

但是国内的 SaaS 厂商目前也面临着发展困境，即订阅制收费资金回笼慢、中小企业续费率低、标准化产品难以满足大型企业定制化需求等问题。主要问题除了中国的企业信息化程度低于美国以外还有中国的中小企业生存时间太短的原因。中国中小企业平均存活时间 2-3 年，而美国中小企业平均存活时间 7-8 年，这也导致了很多 SaaS 厂商前期获客上付出了大量成本，但后续却由于中小企业的倒闭，难以通过长期稳定的订阅费来平滑费用和创造利

润。而在未来,如何优化客户结构以提升客户质量,增加客户粘性,降低获客成本是国内 SaaS 厂商所需要进行不断探索的。

公司的 SaaS 产品是 e-teams, 主要面向小微企业, 目前客户遍布全国 30 个省份以及直辖市。但是目前由于小微企业付费意愿较差, 整体贡献收入比例较小, 公司暂未披露。公司提供的 e-teams 既有含基础功能的免费版本又有含进阶功能的付费版本, 目前是企业微信的应用商城中强烈推荐的办公产品。通过提供免费产品的策略逐渐培养起用户的使用习惯以后, 随着小微企业的付费意愿提升, e-teams 在远期有望创造较可观的收入。

2.3 竞争格局: 格局分散, 未来有望持续向头部厂商集中

两家头部厂商泛微和致远在 2021 年市场占有率分别为 9.94% 和 5.12%, 市场格局较为分散, 但是相较于中小厂商, 龙头厂商目前在技术、品牌、营销方面都有优势, 再加上软件行业的马太效应, 我们认为未来市场份额有望持续朝头部公司集中。从数据上可以直观看出, 两家头部厂商市场总占有率从 2018 年的 13% 提升到了 2021 年的 15%, 市场份额呈现逐渐集中的趋势。

公司凭借产品以及独特的 EBU 销售优势有望持续扩大市场份额。公司产品生态丰富, 通过从客户高频使用的模块入手, 开发了信息采集、费用管理等专项业务模块; 独特的 EBU 在激励员工不断挖掘用户的同时, 还兼容了直销和经销优点, 且 EBU 模式难以被竞争对手简单复制的特点使得公司的优势地位短期内难以被动摇。

2.3.1 市场集中度低, 龙头厂商份额持续提升

小结: 目前市场的集中度较低, 两家头部厂商泛微和致远在 2021 年市场占有率分别为 9.94% 和 5.12%。随着用户管理信息化及协同管理需求的越来越复杂, 对协同 OA 厂商的技术水平、产品质量、服务能力要求也越来越高。优质龙头厂商凭借强大的产品化能力、品牌影响力、完善的运营体系等方面的优势持续扩大市场份额。从数据上可以直观看出, 两家头部厂商市场总占有率从 2018 年的 13% 提升到了 2021 年的 15%, 市场份额呈现逐渐集中的趋势。

公司及致远互联是国内龙头厂商, 目前二者在行业内的份额占比还较低, 泛微占比 9.94%, 致远占比 5.12% (以公司收入除以目前 OA 市场的行业规模, 根据亿欧智库的数据, 2021 年 OA 系统的市场规模达 201 亿元), 整体市场集中度较低。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, 由经销商负责的实施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 (EBU) 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。在研发费用投入和客户数量上, 公司目前占有优势。

表 2: 国内专业协同管理软件主流厂商对比

项目	致远互联(688369.SH)	ST 泛微(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-ecology 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

相较于中小厂商, 龙头厂商目前在产品、品牌、运营方面都有优势。产品上, 龙头标准化产品的功能更加丰富, 定制化产品部署速度更快: 以公司为例, 目前核心产品 **ecology** 涵盖了非传统 OA 业务, 如 HRM, CRM; 如果遇到了客户的定制需求, 公司通过自研低代码平台来实现应用的快速部署, 服务落地速度更快。品牌上, 由于 OA 系统推倒重建的成本高, 因此客户会倾向于选择品牌知名度高的厂商。营销上, 各大厂商在全国各地建立了服务中心, 在不断挖掘客户的同时做到及时响应客户需求。

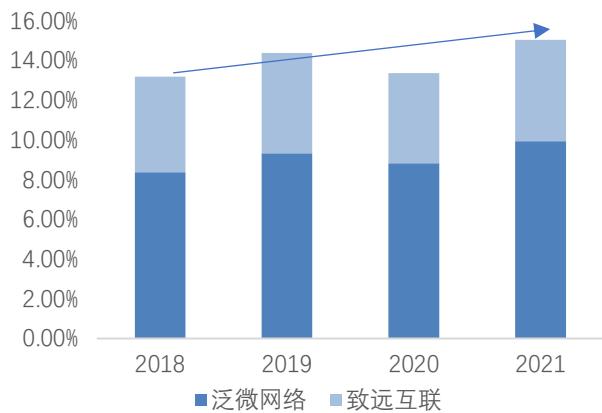
综上所述, 龙头厂商相较中小厂商优势明显, 而考虑到软件行业的马太效应, 头部厂商的优势或更加明显, 因此我们认为未来市场份额有望朝头部公司集中。两家头部厂商总占有率从 2018 年的 13% 提升到了 2021 年的 15%, 市场份额呈现逐渐集中的趋势。此外, 目前 OA 在各行业的渗透率均属于较低水平, 我们预计未来随着渗透率的提升以及公司份额的持续扩大, 公司业绩还有比较大的潜在提升空间。

图 37: 泛微低代码平台



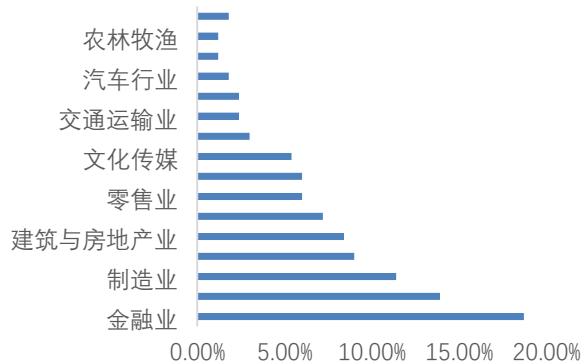
资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 38: 头部公司 OA 市场所占份额



资料来源: 亿欧智库, wind, 信达证券研发中心

图 39: 数字办公系统渗透率 (2022)



资料来源: T 研究, 信达证券研发中心

2.3.2 泛微网络: 研发优势+EBU 模式巩固行业地位

小结: 产品、营销是协同管理软件厂商竞争的关键要素。公司研发投入上的优势保障了产品竞争力: 产品生态丰富, 将高频模块提炼, 开发精细化业务专项。而在营销模式上, 公司独特的“管理本部-九厂区-省机构-地市机构-BU 团队”经营模式在激励员工不断挖掘用户的同时, 还兼容了直销和经销模式的优点, 主要体现在 EBU 扩张速度更快, 和客户关系更紧密, 能为公司带来持续的售后收入。此外, EBU 模式的推广则需要优秀研发能力以及大量优秀的代理商支撑, 难以被竞争对手简单复制, 这一特点使得公司的优势地位短期内难以被动摇。

公司对客户需求的提炼程度高, 通过从客户高频使用的模块入手, 进行专项业务布局, 包括信息采集、费控管理, 并成立了专项团队, 往精细化方向发展, 更快更全更深地满足各行业的用户个性化需求。

此外, 公司通过和企业微信携手, 打造了可供组织内外进行协同办公的移动平台, 提前抢占了小微企业的办公流量入口, 为后续小微企业的渗透打下了基础。

图 40: 公司提炼高频模块, 开发精细化业务专项



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 41: e-teams 扩大组织办公边界, 打造内外协同平台

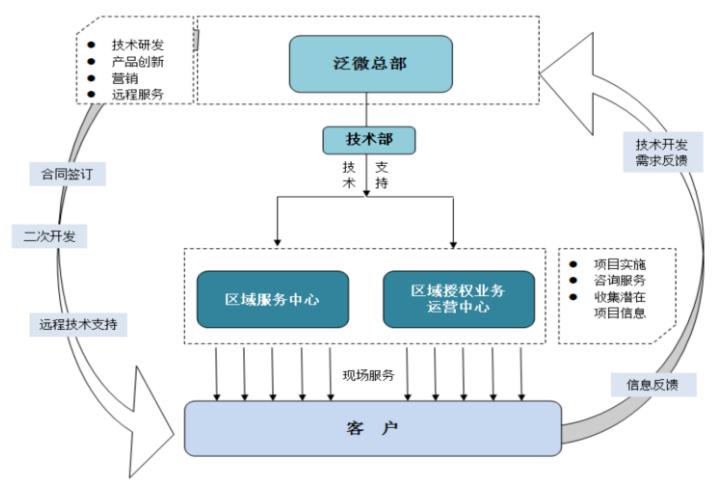


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

在盈亏自负且只允许专营公司产品的制度下，EBU 团队员工的积极性高。在销售模式上，公司所采用的 EBU 模式本质上和稻盛和夫的阿米巴模式一致，通过和各地具备资质的企业进行合作，合作企业负责指定区域内的公司产品的销售、实施以及经销商管理。授权运营中心（EBU 团队）在授权区域内拥有约定产品的销售代理权、品牌的使用权及对区域市场的管理权，并且只能与泛微网络公司进行协同管理软件产品的业务合作。公司总部和最终的客户直接签订合同，按一定比例进行抽成并扣除业务相关的成本和费用后，公司根据项目的成交情况向授权运营中心按月支付项目实施费，授权运营中心的日常运维费用由自身承担，盈亏自负。这一模式较大程度上激发了授权运营中心管理者的积极性，以此不断提高团队盈利水平。

目前来看，该模式实施效果良好，从 2021 年新增的客户个数来看，超过 70% 的客户由授权运营中心开拓，而公司营业收入大部分也由授权运营中心所创造，自 2016 年公司开始大力发展 EBU 模式后，其收入占比不断提升，而公司的营收增速在 EBU 模式不断壮大的同时也进入了高速增长区间。

图 42：独特的 EBU 经营模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 43：EBU 收入占比和增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司的 EBU 模式在激励员工不断挖掘用户的同时，还兼容了直销和经销模式的优点，主要体现在 EBU 的扩张速度快，和客户关系更紧密，能为公司带来持续的售后收入。

直销模式的优点在于和客户关系紧密，客户的收入粘性高，缺点是团队扩张速度慢，因为要从总部孵化培养团队。经销模式的优点在于扩张速度快，但是客户的售后服务由第三方经销商负责，大部分收入与公司无关。

EBU 模式可以像经销商一样做到快速扩张（将区域代理商发展为 EBU 团队，节省建设团队时间），并且提供和直销模式一样的售后服务（EBU 团队和公司总部一起服务客户），和客户保持紧密联系，为公司提供持续的售后收入。

表 3：EBU 模式和直销、经销对比

销售模式	EBU	直销	经销
结算方式	公司总部直接与最终用户签订合同，根据项目来源和项目实施方的不同按约定向 EBU 支付一定比例的项目实施费。	直接与客户签订产品与服务销售合同，并进行相关软件产品交付和服务的模式。	将产品以买断方式销售给经销商并由经销商直接面向终端用户签署产品服务合同

运营模式	总部负责产品的研发，授权运营中心负责区域市场的挖掘以及售后服务	公司与客户直接交流，外派总部或区域分部人员进行深度沟通以及售后服务	公司仅销售产品，后续的沟通由第三方经销商负责，后续产生的收入计入经销商，与公司无关
与客户关系	紧密	紧密	疏远
扩张速度	快	慢	快
厂商	泛微	致远	致远

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

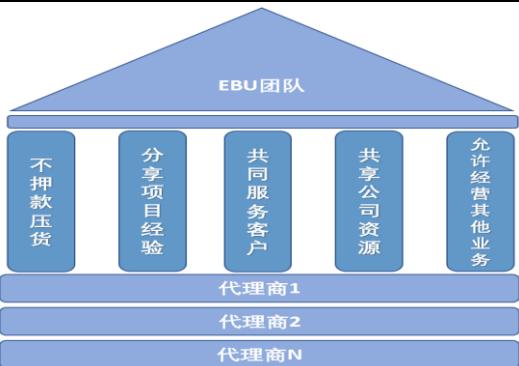
EBU 模式的推广则需要优秀研发能力以及大量优秀的代理商支撑，难以被竞争对手简单复制，这一特点使得公司的优势地位短期内难以被动摇。

对于中小厂商而言，其欠缺的优秀的标准化产品与定制应用的快速开发能力使得其较难进行 **EBU** 模式的推广。**EBU** 模式的推广需要优秀的标准化产品进行支撑，即使遇到了定制需求，**EBU** 团队也可以通过公司的 e-bulider 低代码平台来进行应用的开发。无论是可以快速部署的优秀标准化产品还是高效率的低代码开发平台，这些都是中小厂商短时间内难以企及的优势。

对于大型厂商而言，**EBU** 模式难以在短时间内形成规模效应，公司所占有的先发优势地位短期内难以动摇。公司虽然在发展上依靠 **EBU** 模式，但不依赖某个特定的 **EBU** 团队。**2021** 年前十大授权业务运营中心贡献收入占授权业务的 **27%**，前五十大授权业务运营中心贡献收入占授权业务的 **66%**。上述分布特点显示在公司授权模式下，各授权业务运营中心影响力较分散，这一特点也使得竞争对手难以通过和某个特定的大代理商进行合作来实现对 **EBU** 模式的复制，而是需要花费多年时间挖掘各区域优秀的代理商来开展业务，然而公司目前已经分批次、分区域地在全国约 **100** 多个城市建立了授权业务运营中心，计划在 **2023** 年全国新增 **100** 个本地化服务机构，具有短期内难以动摇的先发优势。

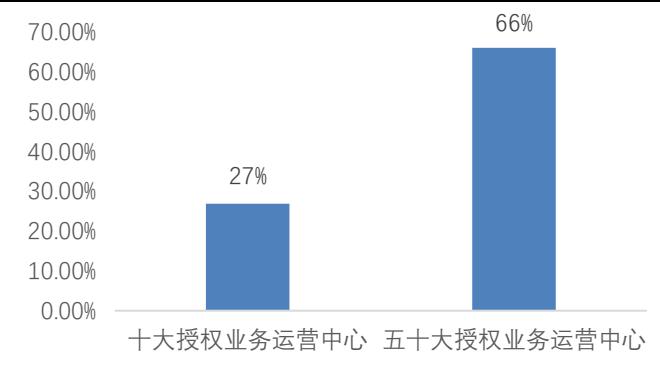
截至 **2021** 年，公司的 **EBU** 团队已经达到了 **500** 多个，同时与全国 **400** 多个合作伙伴建立了“不压货不押款”的代理合作模式。随着 **EBU** 模式的发展不断壮大，公司也发现以往只允许 **EBU** 团队专营公司产品的限制使得他们错过很多具有优质资源的合作伙伴，于是公司开始积极地和这些企业开展合作，由 **EBU** 团队去维护和发展各区域的代理商，这些代理商会享受和 **EBU** 一样的资源。此外，除了和公司有竞争的产品外，这些代理商可以经营除公司产品外的其他业务。这样的制度使得公司可以在原来的基础上利用代理商资源去挖掘更多的潜在用户，持续扩大市场份额。

图 44：EBU 和代理商形成事业共同体



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 45：授权运营中心贡献收入集中度低



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、政企数字化转型叠加信创，加速公司业务增长

小结：信创以及数字化转型政策推动政府办公系统的迭代更新，产品形态向移动化和智能化方向发展；最早启动信创的是党政机关，目前电子公文的替代进入了下沉扩展阶段，继续向区县乡各级政府渗透，行业信创也逐渐向金融等重点行业铺开。

龙头厂商在技术、项目经验等各方面的优势预计或将使得市场份额进一步向头部公司集中，公司在产品适配以及项目实施经验等方面都有比较明显的优势，预计公司有望在信创持续推进的进程中持续受益。据我们测算，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、76.3亿元，公司的信创业务收入有望达到7.26亿元、10.90亿元、16.36亿元；预计在信创订单释放完后，办公系统伴随业务持续升级的特点或将使得客户对系统的再改造以及运维持续付费，公司业绩有望持续受益。

由于政企规模增长和业务线扩张，单功能模块的应用软件无法满足政企内部复杂的办公场景和日益膨胀的沟通需求。同时，受数字化转型和信创政策推动，办公自动化厂商（OA厂商）、移动办公厂商和通信技术厂商纷纷入局，以办公自动化或即时通讯产品为基础，逐步发展出流程管理、内部通讯、内部系统集成与接口开放等功能，全方位赋能政企办公。办公管理系统的产品形态也从基础办公软件向信息门户系统再向数智办公平台的方向演进。2020年疫情催化了跨区域、跨终端沟通和办公协同需求，数智办公平台得到进一步普及和应用，也推进其产品形态朝着移动化和智能化方向发展。

图 46：政企数字化办公发展历程



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

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，国央企及教育医疗事业单位等行业信创有望开启加速模式。

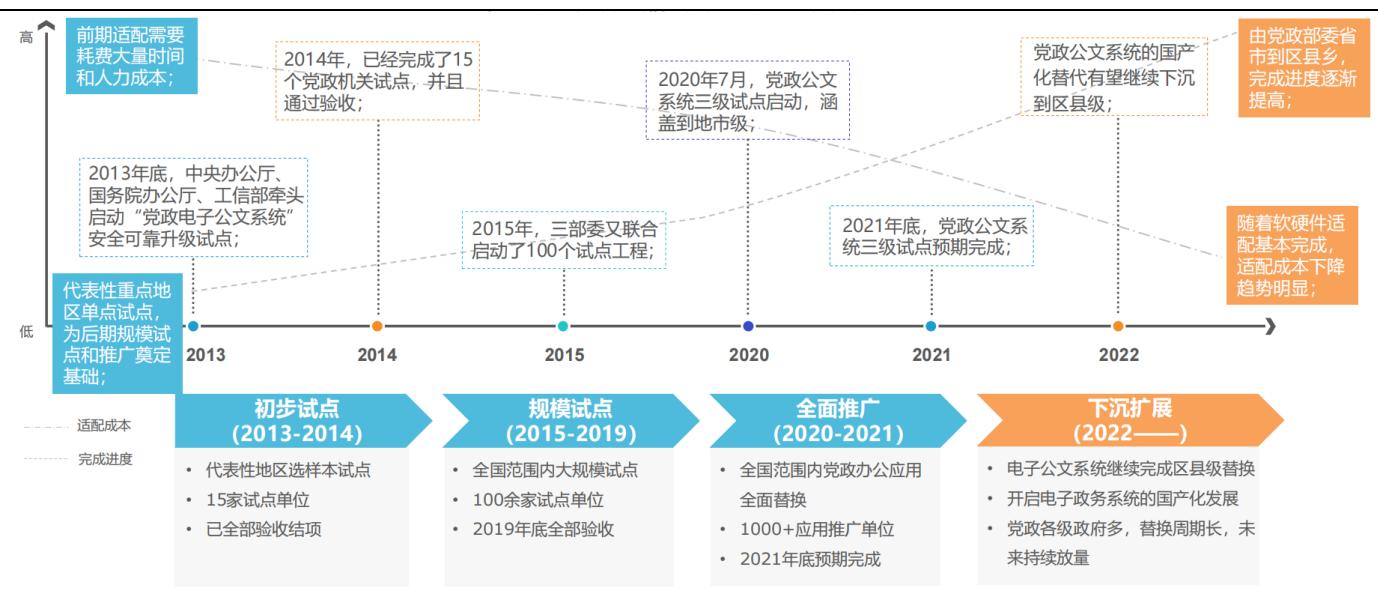
图 47：信创推进路线



资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

党政机关最早启动信创，行业信创里金融、电信、电力启动较快，电子公文系统则是优先重点替代的方向。根据亿欧智库的数据，党政的核心是公文系统，所以党政信创中，电子公文的自主可控替代是第一步，经历了试点到推广的发展阶段，党政公文系统的国产化替代有望继续向区县乡各级政府渗透，同时伴随着软硬件适配基本完成，适配成本有望明显下降，利润空间有望提高，利于生态的良性发展和行业信创的推进。在电子公文的基础上，电子政务的信创改造将会有序开展。

图 48：党政机关信创办公发展历程



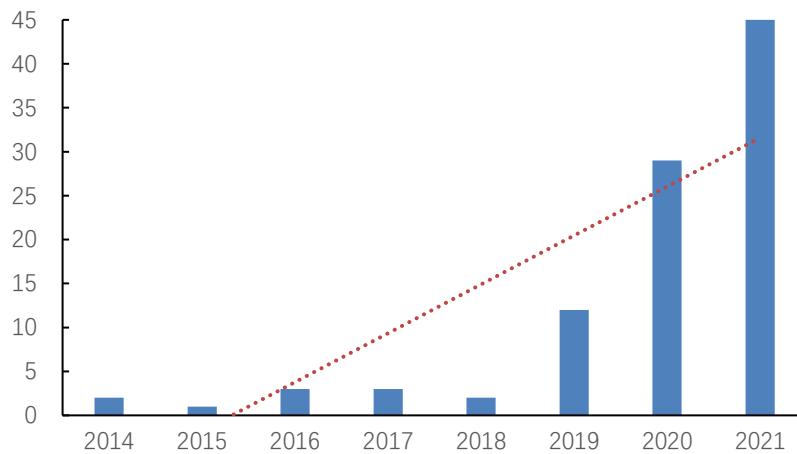
资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

3.1 信创带来 OA 的重新建设，OA 龙头厂商优势彰显

小结：信创政策催生了政企用户对 OA 进行适配改造的需求，龙头厂商在技术、项目经验等各方面的优势预计或将使得市场份额进一步向头部公司集中，公司在产品适配以及项目实施经验等方面都有比较明显的优势，预计公司有望在信创持续推进的进程中持续受益。

信创政策的持续推出，彰显着政府对软硬件进行国产替代化的需求日益强烈。虽然 OA 系统是国内独有的，但是之前的 OA 系统所适配的操作系统、中间件以及软件等都不是完全国产的，而这些基础硬件进行国产化替代后，OA 系统也需要进行重新适配改造，因此催生出了对已有系统的存量替换需求。

图 49：中央及各地方政府出台信创相关政策数量

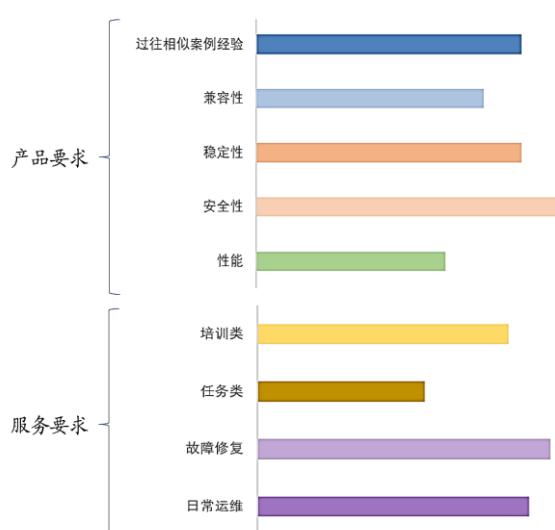


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

龙头 OA 厂商所具备的优势有望使得政企客户的市场份额进一步向头部公司集中，公司在产品适配以及项目实施经验等方面都有比较明显的优势。

结合信创客户的需求以及商用和公用的要求差异来看，可以发现客户对厂商的项目实施经验、长期运维能力、系统的安全性、软件适配做出了较高要求。而这些要求都是中小厂商难以同时满足的，龙头厂商的话以泛微网络为例：公司深耕行业二十余年，对接大量政企客户，拥有丰富的项目实施经验；公司在全国各地发展了 500 个 EBU 团队，这些 EBU 团队凭借地域优势得以快速响应各地政企客户需求，长期运维能力强；公司持续且大量的研发投入保障了系统的安全性；在软件的适配上，公司深入构建和支持国产化体系，适配多个国产化技术平台。这些龙头厂商所具备的优势都是中小厂商在人力上以及研发投入上短期内难以企及的，因此我们预计相较于商业客户市场，在政企客户市场，未来的份额会相对地更加集中于龙头厂商。

图 50: 信创客户要求



资料来源: 亿欧智库, 信达证券研发中心

图 51: 公司信创项目经验丰富, 客户遍布全国



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 52: 公司信创平台全栈适配国产



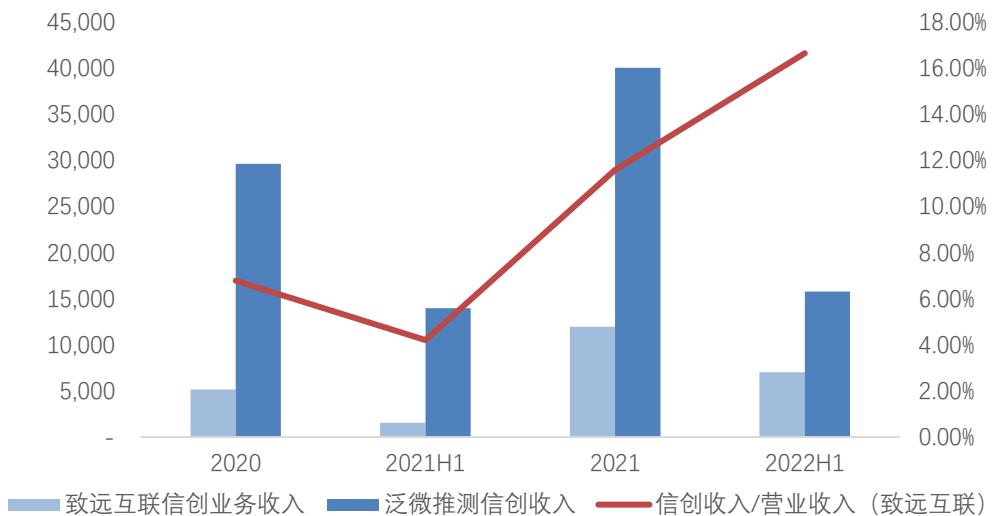
资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

3.2 信创有望持续放量, 加速公司业务增长

小结: 头部 OA 厂商信创业务收入实现了高速增长; 据我们测算, 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, 76.3 亿元, 公司的信创业务收入有望达到 7.26 亿元, 10.90 亿元, 16.36 亿元; 预计在信创订单释放完后, 办公系统伴随业务持续升级的特点或将使得客户对系统的再改造以及运维持续付费, 公司业绩有望持续受益。

从两家头部公司 2020-2022 年信创业务收入来看 (假设泛微网络信创业务占营业收入的比例为 20%), 都呈现高速增长的趋势。

图 53: 龙头 OA 厂商信创业务收入 (万元)



资料来源：公司公告，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，协同管理软件迎来国产替代全新增长点。

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 个百分点，2025 年增加至 26%；其他行业平均为 16%，假设每年增加 1.5 个百分点，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），行业增速在 45% 左右。假设公司 2022 年信创业务占总营收的 20%，考虑到 OA 的信创市场未来增速有望保持 45%，公司作为行业龙头，这部分的业务增速有望能达到 50% 左右，预计 2023-2025 年，公司在信创市场的收入有望达到 7.26 亿元，10.90 亿元，16.36 亿元。

在信创订单释放完后，办公系统伴随业务持续升级的特点或将使得客户对系统的再改造以及运维持续付费。这意味着公司所拿下的信创订单后续有望持续为公司创造收入。此外，随着政企数字化转型的推进，未来系统升级需求有望更加稳定，按年付费的收费形式有望更加普遍，有望为公司带来相对于项目制更稳定的收入。

表 4：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
<hr/>							
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
		41.36%	45.66%	44.59%	48.34%	46.02%	

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

四、盈利预测和估值

4.1 盈利预测

软件产品：软件产品收入主要来自标准化产品的销售以及定制化产品的安装，大部分收入来自 e-cology 和 e-office。我们预计随着行业渗透率的提升，市场份额有望逐渐向龙头厂商集中，再加上公司的 EBU 团队+代理商模式的持续扩张，预计 2022-2024 年 e-office 产品收入增速分别为 9%，22%，22%，e-cology 软件产品收入增速分别 11%，24%，23%。

技术服务：技术服务收入主要由已采购公司产品的用户对系统维护、升级、二次开发等需求所创造。考虑到公司的用户快速增长，并带来的再改造和系统运维需求，再加上信创政策下沉到区县乡级单位并在全行业推开和数字化转型的要求，政企单位对办公系统有着强烈的再改造需求，我们预计 2022-2024 年公司技术服务收入的营收增速分别为 28%，45%，35%。

通过将公司业务拆分为信创与非信创业务，我们预测公司未来信创业务增速在 50%左右，非信创业务增速在 20%左右，均高于行业增速。

非经常性损益：2022Q3 非经常性损益 7579.43 万，预计全年达 1 亿元，主要来自于非流动资产处置损益、政府补贴、以及其他项目。假设 2023-2024 年非经常性损益达 4000 万，主要来自政府补贴（2000 万）以及非流动资产处置损益（2000 万）。

表 5：分业务盈利预测

营收预测	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
软件产品（百万元）	740	929	1031	1278	1571
同比增速（%）	0.96%	25.44%	9.85%	10.94%	23.94%
毛利率（%）	98.38%	99.20%	98.22%	98.22%	98.22%
e-cology 产品（百万元）	718	902	1002	1242	1528
同比增速（%）	1.13%	25.50%	11.00%	24.00%	23.00%
毛利率（%）	98.45%	99.20%	98.25%	98.25%	98.25%
e-office 产品（百万元）	21	27	30	36	44
同比增速（%）	-4.31%	23.38%	9.00%	22.00%	22.00%
毛利率（%）	96.21%	99.26%	97.51%	97.51%	97.51%
技术服务（百万元）	695	994	1273	1845	2491
同比增速（%）	34.1%	42.9%	28.00%	45.00%	35.00%
毛利率（%）	96.81%	96.97%	97.05%	97.05%	97.05%
第三方产品（百万元）	44	76	13	17	22
同比增速（%）	32.41%	71.10%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率（%）	24.29%	32.94%	32.84%	32.84%	32.84%
其他业务（百万元）	1	3	13	17	22
同比增速（%）		122.0%	300.00%	30.00%	30.00%
毛利率（%）	55.01%	31.83%	43.42%	43.42%	43.42%
总营收（百万元）	1482	2003	2423	3284	4271
同比增速（%）	15.27%	35.11%	20.98%	35.52%	30.07%

归母净利润（百万元）	230	309	307	384	504
同比增速（%）	64.30%	34.50%	-0.58%	25.16%	31.03%
扣非净利润（百万元）	138	207	207	344	464
同比增速（%）	25.27%	49.35%	0.06%	66.18%	34.88%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 6: 信创业务和非信创业务收入预测 (百万)

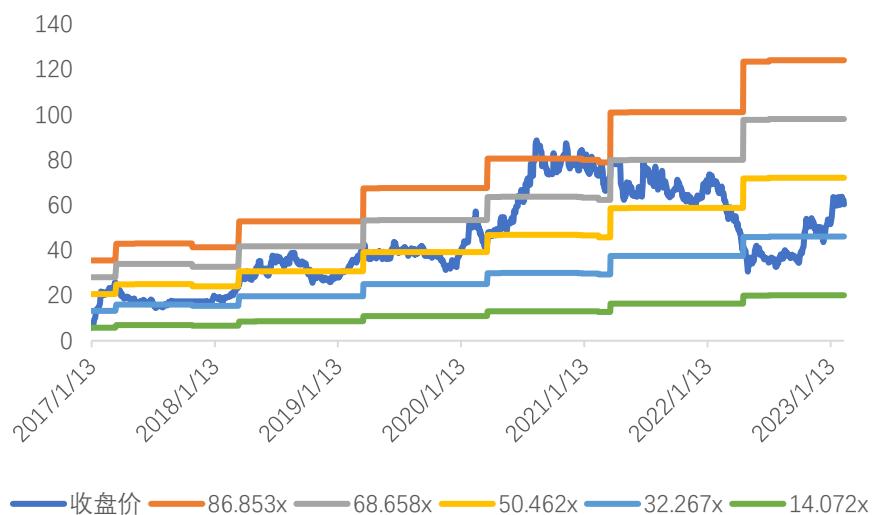
	2022E	2023E	2024E	2025E
总营收	2423	3284	4271	5499
同比增速（%）	20.98%	35.52%	30.07%	25.84%
信创业务	484.6	726	1090	1636
同比增速（%）		49.81%	50.14%	50.09%
非信创业务	1938.4	2558	3181	3863
同比增速（%）		31.96%	24.35%	21.44%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

4.2 估值

市现率适用于产品属于“订购类”的企业，也就是由于产品的特殊性，客户需要先付钱，才能获得完整的产品或服务。公司 EBU 的业务模式就比较符合上述特征，可以使用 PCF 估值法。2023 年预计公司经营性现金流达 4.97 亿元，而考虑到公司业务成长性、行业地位以及公司历史 PCF 表现（在 30-50 倍之间），给予 40 倍 PCF，对应 2023 年市值 200 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 54：公司历史 PCF



资料来源：wind，信达证券研发中心

五、风险因素

-
1. **竞争风险**: 行业竞争加剧, 产品拓展不及预期, 公司市场份额下降;
 2. **下游需求风险**: 若企业客户受环境影响经营不理想, 数字化建设的预算下滑, 市场需求会进一步受影响;
 3. **政策风险**: 信创政策推进进展不及预期, 党政机关和国央企信息化预算不足, 公司相关订单数量受影响而下滑;
 4. **治理风险**: 公司因信息披露不及时、整改未到位再次被处罚或延迟摘帽, 影响企业客户对公司的信心, 订单数量下滑;

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,227	2,844	3,341	4,035	4,944	营业收入	1,482	2,003	2,423	3,284	4,271
货币资金	1,619	1,985	2,252	2,638	3,182	营业成本	69	91	135	183	239
应收票据	9	9	13	17	22	营业税金及附加	7	13	19	26	34
应收账款	102	174	189	248	321	销售费用	1,008	1,380	1,662	2,223	2,870
预付账款	367	448	620	807	1,006	管理费用	80	91	92	117	143
存货	18	56	64	94	126	研发费用	199	244	331	438	560
其他	113	172	202	231	288	财务费用	-31	-53	-39	-38	-42
非流动资产	486	533	591	645	701	减值损失合计	-2	-1	0	0	0
长期股权投资	225	210	191	173	155	投资净收益	38	11	0	10	10
固定资产(合计)	90	77	75	69	65	其他	57	79	110	75	75
无形资产	19	49	67	89	110	营业利润	244	327	333	419	552
其他	153	197	259	314	371	营业外收支	6	8	8	8	8
资产总计	2,713	3,377	3,932	4,680	5,646	利润总额	250	335	341	427	560
流动负债	1,200	1,488	1,777	2,181	2,682	所得税	20	26	34	43	56
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	229	309	307	384	504
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	312	459	515	606	725	归属母公司净利润	230	309	307	384	504
其他	889	1,030	1,262	1,575	1,958	EBITDA	194	276	309	406	533
非流动负债	165	9	7	7	7	EPS(当年)(元)	0.92	1.20	1.18	1.48	1.93
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	165	9	7	7	7						
负债合计	1,366	1,497	1,784	2,188	2,689						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
归属母公司股东权益	1,347	1,880	2,148	2,493	2,956						
负债和股东权益	2,713	3,377	3,932	4,680	5,646						
重要财务指标					单位:百万元	现金流量表					单位:百万元
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,482	2,003	2,423	3,284	4,271	经营活动现金	305	372	374	497	655
同比(%)	15.3%	35.1%	21.0%	35.5%	30.1%	净利润	229	309	307	384	504
归属母公司净利润	230	309	307	384	504	折旧摊销	17	30	40	45	43
同比(%)	64.3%	34.5%	-0.5%	25.2%	31.0%	财务费用	-27	-50	0	0	0
毛利率(%)	95.4%	95.5%	94.4%	94.4%	94.4%	投资损失	-38	-38	-11	0	-10
ROE(%)	17.0%	16.4%	14.3%	15.4%	17.0%	营运资金变动	116	97	59	96	136
EPS(摊薄)(元)	0.88	1.18	1.18	1.48	1.93	其它	8	-2	-33	-18	-18
P/E	71.13	52.89	53.15	42.46	32.41	投资活动现金流	-410	-402	-65	-71	-71
P/B	12.12	8.69	7.60	6.55	5.52	资本支出	-67	-48	-62	-80	-79
EV/EBITDA	104.05	58.69	45.58	33.78	24.70	长期投资	128	26	-3	0	-1
						其他	-472	-379	0	10	10
						筹资活动现金流	257	-49	-41	-40	-40
						吸收投资	0	0	0	0	0
						借款	316	0	0	0	0
						支付利息或股息	-23	-33	-39	-40	-40
						现金净增加额	152	-78	268	386	544

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	hanqiyue@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	wuguo@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、意见及推论仅供参考，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； 增持： 股价相对强于基准5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。