



## 买入（首次）

所属行业：计算机/软件开发  
当前价格(元)：66.33

### 证券分析师

陈涵泊

资格编号：S0120524040004

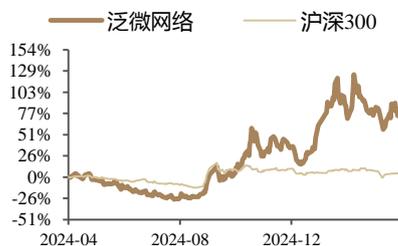
邮箱：chenhb3@tebon.com.cn

### 研究助理

王思

邮箱：wangsi@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.33	2.61	12.42
相对涨幅(%)	7.03	7.18	13.21

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

### 股票数据

总股本(百万股):	260.60
流通A股(百万股):	260.60
52周内股价区间(元):	26.58-81.50
总市值(百万元):	17,285.80
总资产(百万元):	3,753.80
每股净资产(元):	8.40

资料来源：公司公告

# 泛微网络：OA强卡位，AI Agent新空间

## 投资要点

- 协同管理软件龙头，现金流健康打造安全边界。**公司专注OA的研发创新二十余年，为客户提供优质软件产品，逐步得到市场认同。目前，公司在全国设有200多家分支机构，同时在新加坡等海外地区也逐步设立服务网点，成功服务87个细分行业、8万多家客户。IDC数据显示，2023上半年中国企业团队协同软件市场在本地部署模式市场中，泛微以25.7%的市场份额位居市场第一。从经营来看，公司绑定老客提升经营韧性，技术服务收入占比逐年提升，成为公司营收增长的缓冲垫；现金流表现健康，助力公司未来可持续发展，2019至今，公司经营现金流流入占营收比重维持在110%左右，货币资金水平较高而应收账款占比较小。
- 信创+AI提升OA增长潜力，综合龙头市场角逐胜率高。**我国协同管理软件行业整体格局较为分散，产品主导型的综合龙头厂商具备相对优势。当前，信创政策的稳步推进加速提升国产OA软件下游替换需求，以及AI深度适配OA软件提升智能化功能水平，将进一步打开协同管理软件行业增长空间。1)从信创来看，2027年国央企100%信创国产化率时间节点将至，我们预计2027年信创OA有望达到319亿元，2023-2027CAGR预计为20.61%。2)从AI适配来看，AI Agent有望成为生产力工具在办公领域率先落地。Gartner评估，2024年只有不足1%的企业软件包含AI代理功能，到2028年这比率可望大增至33%，届时AI代理可自主完成人类日常工作决策中的15%。Salesforce和微软已在办公Agent发布多款产品，为我国协同管理软件发展Agent应用提供成功典范。
- 产品与渠道实现蝶变，信创+AI开启成长新篇。**公司在“七大引擎”和低代码开发平台e-builder支持下，产品高度模块化，满足组织各类业务的多样化需求，并相继发布了十四大专项产品，深度挖掘客户同质化高频需求，提升公司营收天花板。从渠道上来看，泛微在前期人员投入成本约束下，采用独特的EBU机制，助力营收快速增长，成为公司重要软实力。当前，公司紧跟信创与AI发展热潮，加大研发投入推出了系列信创产品与数智大脑Xiaoe.AI，抢占市场发展先机。信创方面，公司加速扩大信创生态适配，持续拓展多领域协同管理解决方案，目前已兼容国内100余种主流软硬件厂商产品，成为7000+党政机关单位共同选择；AI方面，数智大脑Xiaoe.AI还原了自然语言办公体验，同时公司凭借着“知识库+全接口+RPA”的优势，围绕数智大脑Xiaoe.AI开发了50多个开箱即用的智能体，并支持用户根据业务场景来搭建个性化智能体，助力业务系统智能化改造。
- 投资建议。**我们预计公司2025-2027年将实现营收26.07、28.96、32.07亿元，同比增长10.38%、11.09%、10.72%；实现归母净利润2.83、3.54、4.31亿元，同比增长39.69%、24.87%、21.74%；基于2025年4月25日股价，PE分别为61.0、48.8、40.1X。考虑到公司为协同管理软件龙头，未来有望持续受益于信创+AI市场红利，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品拓展不及预期；营销团队搭建不及预期；信创政策不及预期；AI技术研发不及预期等。

## 主要财务数据及预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,393	2,362	2,607	2,896	3,207
(+/-)YOY(%)	2.6%	-1.3%	10.4%	11.1%	10.7%
净利润(百万元)	179	203	283	354	431
(+/-)YOY(%)	-20.0%	13.6%	39.7%	24.9%	21.7%
全面摊薄EPS(元)	0.69	0.78	1.09	1.36	1.65
毛利率(%)	93.9%	93.2%	93.6%	93.5%	93.4%
净资产收益率(%)	8.6%	9.4%	11.8%	13.2%	14.2%

资料来源：公司年报(2023-2024)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 协同管理软件龙头，沉淀技术向上成长.....	5
1.1. 专注协同管理二十余年，研发创新提供优质产品.....	5
1.2. 创始人实际控制，高管任职多年.....	5
1.3. 绑定老客经营韧性强，现金流健康打造安全边界.....	6
2. 行业竞争格局改善，信创+AI 提升增长潜力.....	8
2.1. 行业五力高企壁垒，综合龙头胜率提升.....	8
2.2. 信创打开 OA 替换需求，2027 年信创 OA 市场或达 319 亿元.....	10
2.3. AI 与 OA 适配性强，办公领域 AI Agent 不断落地.....	13
3. 产品与渠道实现蝶变，信创+AI 开启新篇.....	15
3.1. 渠道独特绑定 EBU，专项产品抬升营收天花板.....	15
3.2. 加速扩大信创生态适配，持续拓展多领域协同管理解决方案.....	20
3.3. 知识库+全接口+RPA 优势，围绕数智大脑 Xiaoe.AI 做深办公 Agent.....	21
4. 盈利预测及估值.....	24
4.1. 盈利预测.....	24
4.2. 估值.....	25
5. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1: 泛微网络发展历程 .....	5
图 2: 泛微网络股权结构 (截至 2025Q1 底) .....	6
图 3: 公司营业收入 (亿元) 及增速 .....	6
图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及增速 .....	6
图 5: 泛微分业务收入 (亿元) 及增速 .....	7
图 6: 泛微分业务收入结构 .....	7
图 7: 公司毛利率及归母净利率 .....	7
图 8: 公司分业务毛利率 .....	7
图 9: 公司销售、管理、研发费用率 .....	8
图 10: 公司人均收入 (万元) 及增速情况 .....	8
图 11: 公司经营活动现金流入 (亿元) 及占比 .....	8
图 12: 公司货币资金、应收账款占流动资产比例 .....	8
图 13: 综合性厂商产品价值与增值空间大 .....	10
图 14: 中国企业团队协作软件市场份额--传统部署模式 (2023H1) .....	10
图 15: 信创产业发展进程和趋势变化 .....	10
图 16: 政策重点关注的信创领域分布情况 .....	11
图 17: 2023 年“2+8+N”行业信创进度 .....	11
图 18: AIGC 落地协同办公场景 .....	13
图 19: 大模型垂直应用行业部署与应用成熟度 .....	13
图 20: 泛微 EBU 独特销售渠道 .....	16
图 21: 泛微 EBU 数量及增速 .....	16
图 22: 泛微 EBU 营收贡献及占比 .....	16
图 23: 泛微网络和致远互联毛利率表现 .....	17
图 24: 泛微单家 EBU 平均创收及增速 .....	17
图 25: 泛微 EBU 项目实施费用及分成比例 .....	17
图 26: 泛微网络多层次营销体系 .....	18
图 27: 泛微网络合作伙伴联盟 .....	18
图 28: 泛微网络完善的产品体系覆盖差异化需求 .....	19
图 29: 泛微低代码构建平台 e-builder .....	20
图 30: 泛微全生态链适配的信创协同平台 .....	21
图 31: 数智大脑 Xiaoe.AI 智能底座: 大模型+小模型+智能体 .....	22
图 32: Xiaoe.AI 提供多场景开箱即用业务智能体 .....	22

图 33: Xiaoe.AI 四步即可完成智能体自定义搭建.....	22
图 34: 泛微旗下所有产品全面接入 DeepSeek.....	23
图 34: 采知连助力企业知识收集和管理 .....	23
图 35: 数智大脑 Xiaoe.AI 打破企业信息孤岛, 与企业内外资源集成.....	24
图 36: 千里聆通过 RPA+AI 两大引擎为企业 提供业务流程自动化平台 .....	24
表 1: 泛微网络高管情况 .....	6
表 2: 协同管理和移动办公软件产品主要厂商类型 .....	9
表 3: 协同管理软件行业发展趋势与竞争要素 .....	9
表 4: 2022-2027 年我国信创 OA 市场规模预测.....	12
表 5: Salesforce 的 AI Agent 可为各部门带来的效益.....	14
表 6: 微软十个 AI Agent 的功能 .....	15
表 7: 泛微强大七大引擎实现应用平台化配置 .....	19
表 8: 泛微网络主营业务收入拆分.....	25
表 9: 可比公司估值表.....	26

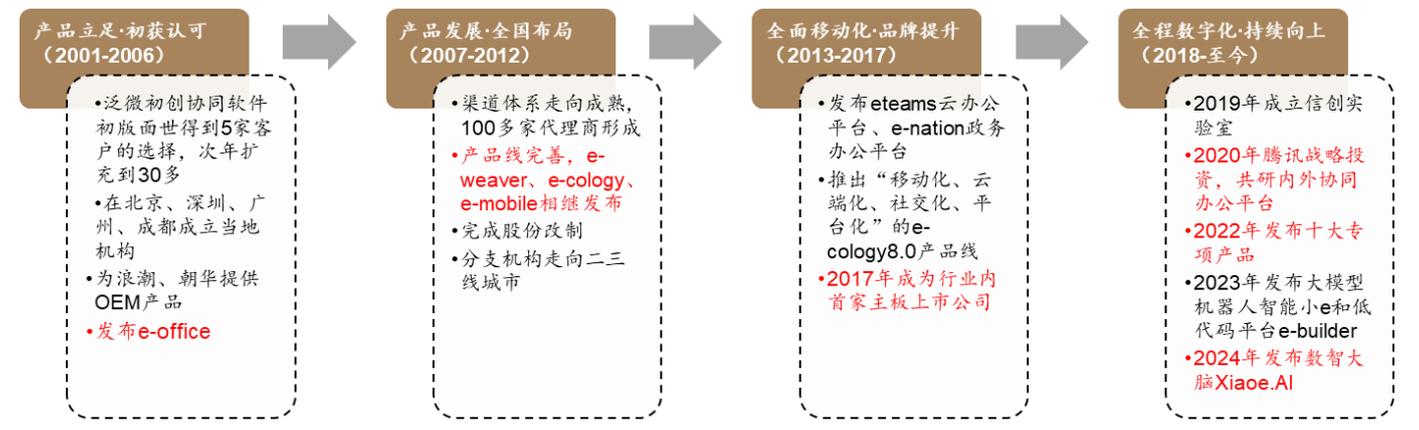
## 1. 协同管理软件龙头，沉淀技术向上成长

### 1.1. 专注协同管理二十余年，研发创新提供优质产品

泛微专注协同管理业务，逐步成为行业龙头。公司成立于2001年，专注于协同管理和移动办公软件产品的研发、销售及相关技术服务，客户全面覆盖B端和G端，提供统一的数字化办公平台。成立至今二十余年，公司专注OA的研发创新，为客户提供优质软件产品，逐步得到客户认同。2017年公司在上交所顺利上市，成为行业内首家主板上市公司；2020年公司携手腾讯企业微信，共研内外协同办公平台，助力组织数字化转型。根据公司官网，目前，公司在全国设有200多家分支机构，同时在新加坡等海外地区也已逐步设立服务网点，成功服务87个细分行业、8万多家客户。IDC数据显示，2023上半年中国企业团队协同软件市场在本地部署模式市场中，泛微以25.7%的市场份额位居市场第一。

公司保持新技术敏锐性，产品边界持续拓展，覆盖客户差异化需求。二十余年，公司持续沉淀核心技术，紧跟行业移动化、云端化、智能化等发展趋势，目前拥有自主知识产权的产品包括：面向大中型企业的平台型产品 e-cology、面向小型企业的应用型产品 e-office、一体化的移动办公云OA平台 eteams、面向政府单位的数智化政务办公平台 e-nation、以及信创办公平台、电子签章及印控平台。此外，公司近年来持续拓展OA边界，深入研究新老客户应用需求，从协同移动办公管理延伸至客户的业务管理，发展人事管理、文档管理、营销管理、采购管理等十四项专项产品，实现更广义的协同，打通信息数据链，助力客户数字化建设与提高经营效率。

图 1：泛微网络发展历程

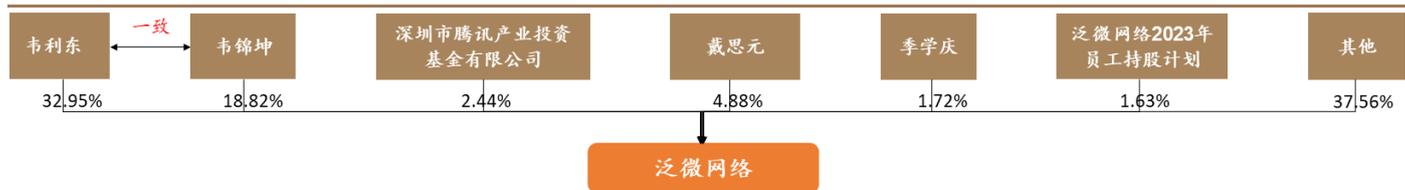


资料来源：泛微网络官网，德邦研究所

### 1.2. 创始人实际控制，高管任职多年

泛微实控人为公司创始人韦利东，管理层在公司任职多年，与公司绑定长期利益。公司第一大股东为创始人韦利东，第二大股东韦锦坤为其一致行动人，二者合计持股51.77%（截至2025Q1底），系公司实际控制人。腾讯依托深圳市腾讯产业投资基金持股2.44%（截至2025Q1底），借助企业微信与泛微取长补短发挥协同优势，开展深度合作。从高管背景来看，公司高管兼有管理与技术经验，并均在公司任职10年以上，与公司长期发展深度绑定。

图 2: 泛微网络股权结构 (截至 2025Q1 底)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

表 1: 泛微网络高管情况

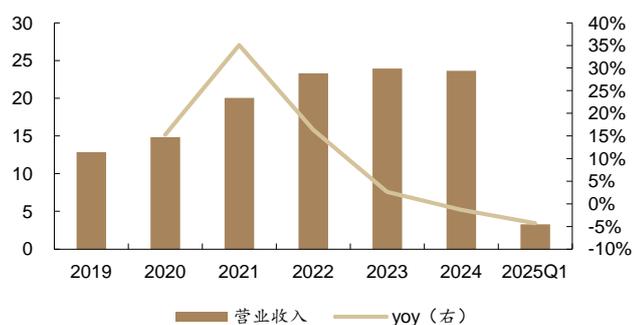
姓名	职务	任职日期	个人履历
韦利东	董事长、总经理	2014-07-18	毕业于浙江大学工业外贸专业; 2001 年创立了泛微有限并担任执行董事、总经理, 股份公司成立后担任公司董事长、总经理职务。
金戈	董事、副总经理	2014-07-18	浙江大学工业外贸专业; 自 2011 年起在公司任职, 现担任公司董事、副总经理职务。
隋清	副总经理	2014-07-18	毕业于哈尔滨工程大学计算机及应用专业; 自 2003 年起在公司任职, 现担任副总经理职务。
王晨志	董事、副总经理	2014-07-18	毕业于美国威斯康星协和大学高阶工商管理专业; 自 2003 年起在公司任职, 现担任公司董事、副总经理职务。
杨国生	副总经理	2015-03-31	毕业于电子科技大学; 自 2010 年起在公司任职, 现担任公司副总经理职务。
严玥宸	副总经理	2023-07-27	毕业于复旦大学计算机信息管理专业; 自 2011 年起在本公司任职, 现担任公司项目总监职务。
包小娟	董事、财务总监	2014-07-18	毕业于中国人民大学工商管理专业; 自 2010 年起在公司任职, 现担任公司董事、财务总监职务。
周琳	董事会秘书	2023-07-27	毕业于上海交通大学工商管理专业; 自 2005 年起在公司任职, 现担任公司工会主席、职工代表监事及证券事务代表职务。

资料来源: Wind, 德邦研究所

### 1.3. 绑定老客经营韧性强, 现金流健康打造安全边界

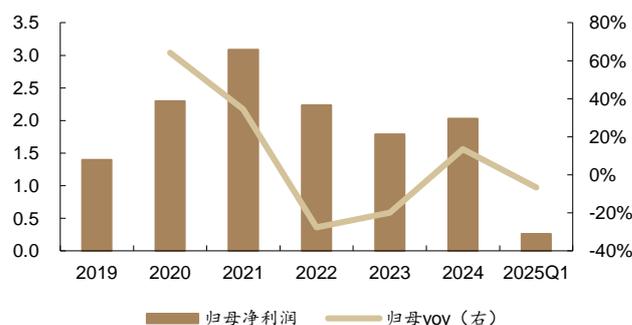
公司营收整体稳健增长, 近两年受宏观经济波动影响利润短期受损。2024 年, 公司实现营收和归母净利润分别为 23.62 / 2.03 亿元, 同比变化-1.3% / +13.6%; 2019-2024 年, 公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 12.9% / 7.7%, 除近几年受宏观经济复苏不及预期影响, 整体保持较高增速。2025Q1, 公司实现营收和归母净利润分别为 3.29 / 0.26 亿元, 同比变化-4.3% / -6.7%; 扣非归母净利润为 0.24 亿元, 同比增长 37%, 主要系 25Q1 降本增效及联营企业投资收益变动所致。

图 3: 公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 公司各年报, 2025 年季报, 德邦研究所

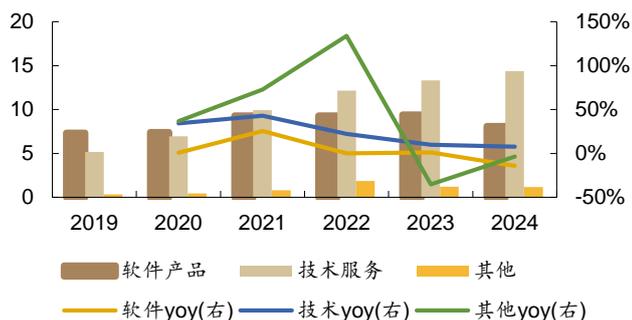
图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 公司各年报, 2025 年季报, 德邦研究所

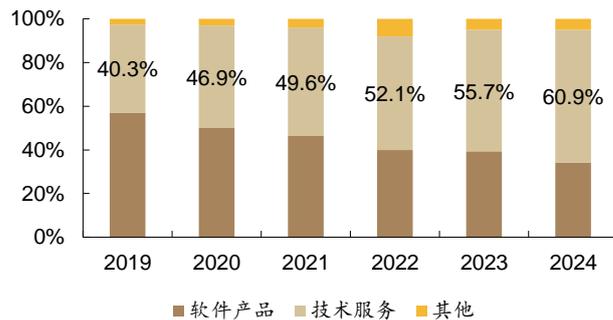
优质产品深受老客户认可，技术服务收入占比逐年提升，成为公司营收增长的缓冲垫。从营收结构来看，公司主营业务主要由软件销售和技术服务收入构成，其中技术服务系在销售软件产品基础上，提供年度维护服务系统升级、二次开发等。我们认为，随着公司产品逐步为市场认可，老客户粘性得以提升，使得公司尽管在宏观经济面临下行压力时新客发展受限，而老客经营起到公司营收增长缓冲垫的作用，技术服务收入占比逐年提升。2021年，技术服务已跃迁为公司第一大营收项目；2024年，公司技术服务收入占比为60.9%。从收入增速来看，2022年以来，公司软件销售营收同比增速承压，2024年同比下滑14.04%，而技术服务同比增速保持韧性，2024年同比增长7.88%。

图 5：泛微分业务收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，公司各年报，德邦研究所

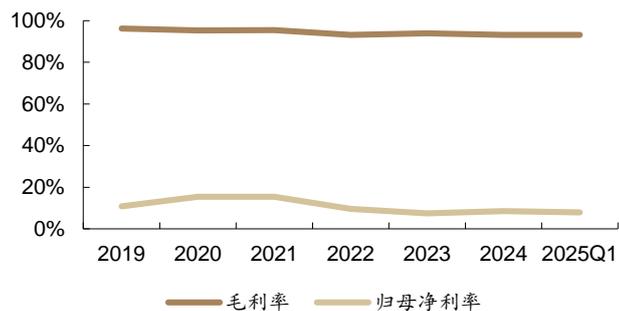
图 6：泛微分业务收入结构



资料来源：Wind，公司各年报，德邦研究所

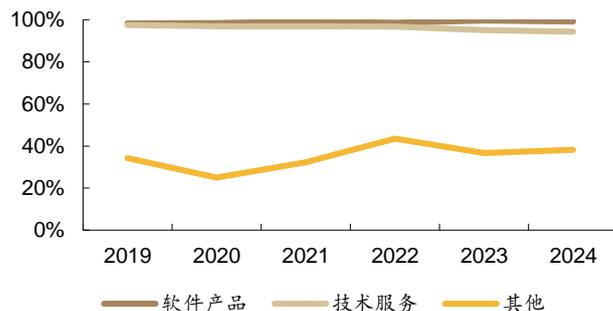
从毛利率来看，公司独特 EBU 机制将营业成本转移至授权运营商，从而助力公司毛利率长期维持在 93% 以上；分业务来看，2024 年，软件产品和技术服务毛利率分别为 99.26%、94.30%。归母净利率有所回升，2024 年，公司分别实现毛利率和归母净利率为 93.2%、8.6%。

图 7：公司毛利率及归母净利率



资料来源：Wind，公司各年报，2025 年季报，德邦研究所

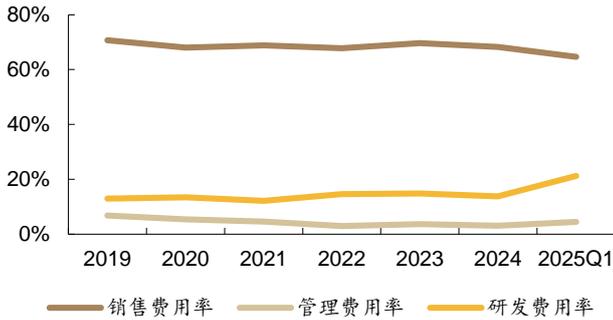
图 8：公司分业务毛利率



资料来源：Wind，公司各年报，德邦研究所

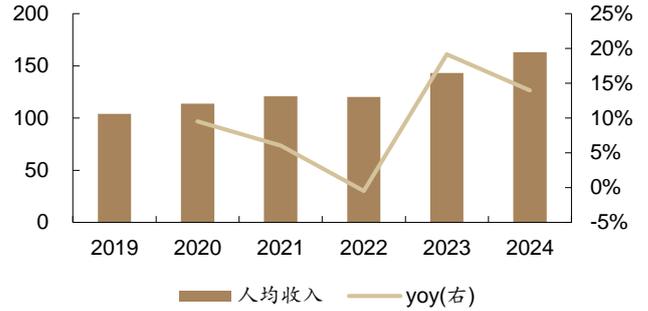
公司注重经营质量和费用管控，降本增效取得成效，2024 年人均收入同比增长近 14%。近些年，随着公司营收增长突出规模效应，销售费用率和管理费用率呈下滑趋势。2024 年，公司分别实现销售费用率和管理费用率 68.3%、3.1%。另一方面，公司注重研发投入，持续加大技术投入，为产品创新迭代打下基础，研发费用率呈上升趋势，2025Q1 上升至 21.2%，同比提升 0.2pct。从人均收入来看，2020-2024 年，除 2022 年略有下滑外，其余年度维持正向增长。2024 年，公司实现人均收入 163.11 万元，同比增长 13.96%。

图 9：公司销售、管理、研发费用率



资料来源：Wind，公司各年报，2025 年季报，德邦研究所

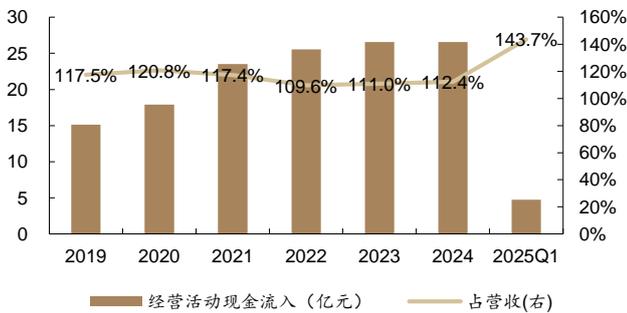
图 10：公司人均收入（万元）及增速情况



资料来源：Wind，公司各年报，德邦研究所

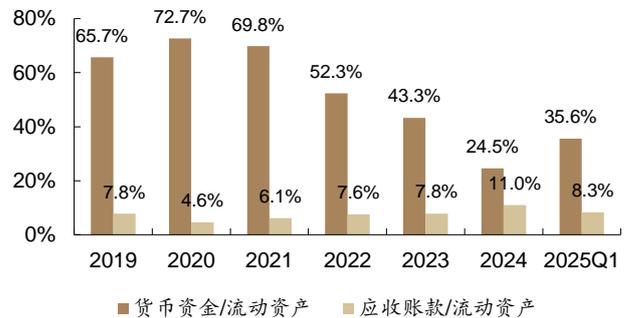
**公司现金流表现健康，助力公司未来可持续发展。**2019 至今，公司经营活动现金流入占营收比重维持在 110%左右，2024 年提升至 112.4%，为公司构筑安全边界，助力公司业绩规模持续稳健。从货币资金来看，公司货币资金/流动资产在 2019-2024 年平均为 54.7%，维持在较高水平；应收账款/流动资产在 2019-2024 年平均值为 7.5%。应收账款占比相对较小，说明公司具备较强的下游议价能力。2022-2024 年，公司经营活动现金流入占营收、货币资金/流动资产相比 2021 年有所下滑，而应收账款/流动资产有所上升。我们认为，上述变化可能系宏观经济波动影响，客户付款周期有所拉长。未来伴随着宏观经济好转，下游需求逐步释放，公司有望提高应收账款周转率，进一步优化公司现金流表现。

图 11：公司经营活动现金流入（亿元）及占比



资料来源：Wind，公司各年报，2025 年季报，德邦研究所

图 12：公司货币资金、应收账款占流动资产比例



资料来源：Wind，公司各年报，德邦研究所

## 2. 行业竞争格局改善，信创+AI 提升增长潜力

### 2.1. 行业五力高企壁垒，综合龙头胜率提升

我国协同管理软件正处于快速发展时期，但行业整体竞争格局较为分散，市场集中度较低。协同管理和移动办公软件市场近年来发展较快，目前我国从事协同管理和移动办公软件行业的厂商较多，除去互联网新势力，大多数厂商规模不大。这是因为一方面协同管理软件行业仍在发展中，另一方面行业需求差异化、应用多样化，导致整体竞争格局较为分散，市场集中度较低。目前，协同管理和移动办公软件市场已基本形成包括产品主导型厂商、项目定制型厂商以及 SaaS 服务型厂商在内的竞争格局。产品主导型厂商以产品标准化、全国覆盖广规模优势突出，项目定制型厂商满足大型企业定制化需求但难于复制，SaaS 降低了 OA 使

用门槛，但应用开发深度相对较弱。

**表 2: 协同管理和移动办公软件产品主要厂商类型**

厂商类型	特点
产品主导型	1、少数规模较大的领导厂商，综合实力强； 2、以标准化、通用化的成熟软件产品实施服务交付为主，规模化程度很高； 3、跨区域经营，覆盖范围很广，具有较完善的全国性服务网络，业务快速扩张。
项目定制型	1、以项目定制化开发为主，单个项目收费较高，规模化程度低； 2、早期很多小厂商基于中间件平台进行定制化开发，系统拓展性和移植性能受限。
SAAS 服务型	1、通过 SAAS 方式提供标准化轻量级的应用，用户的一次性投入较低，同时降低了用户的应用门槛，用户能够快速上线，因此市场推广速度快，业务增长速度也较快； 2、标准系统对于用户复杂的深度应用需求处理能力相对较弱；3、由于收费较低，目前阶段厂商收入水平和盈利能力相对较低。

资料来源：泛微网络 2024 年半年报，德邦研究所

整体而言，随着协同管理软件市场发展与市场竞争的日趋激烈，行业“五力”高筑壁垒下，综合龙头优势突出有望在市场角逐中胜出。由于用户的协同管理需求日益复杂，对厂商的技术水平、产品质量、综合服务能力要求越来越高，客户需求开始更倾向于具有一定品牌知名度的企业，以保障产品的持续更新迭代，以及在应用扩展、专业服务等方面的持续性支持；同时系统集成商与独立软件开发商从项目开发成本、应用交付、客户体验等方面考虑，也开始在集成项目中使用品牌较好的协同管理软件。因而，部分规模小、竞争力较弱的区域性小厂商面临市场淘汰风险，少数全国性厂商凭借产品研发、品牌建设、运营体系构建等方面的先发优势取得了一定的领先地位，未来将进一步提高市场占有率，扩大领先优势。

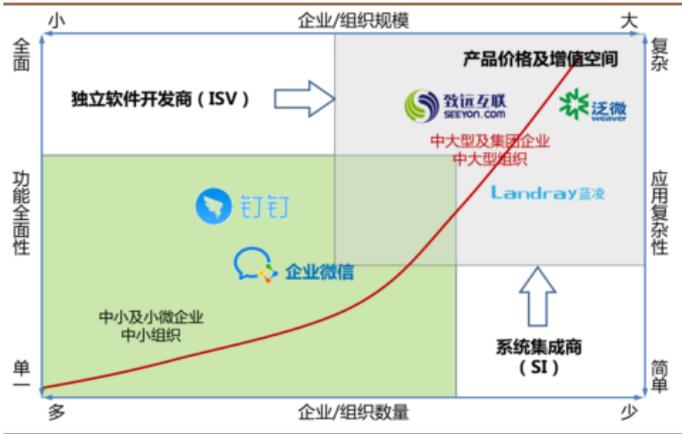
**表 3: 协同管理软件行业发展趋势与竞争要素**

发展趋势	详情
产品力	产品体系完善，覆盖多样化需求；产品功能丰富，用户体验良好
技术力	规模效应使得头部公司在研发上呈现出优势，对新技术的探索上更有竞争力
客户力	头部企业客户数量多且覆盖面广泛，付费能力更强，积累的客户更有黏性
服务力	头部公司服务体系更加完善，营销服务网点的下沉能够更快的响应客户需求，提高客户的满意度
品牌力	与第三方应用集成，头部选择头部；互联网头部巨头选择头部企业战略投资；客户基于品牌知名度选择头部厂商

资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

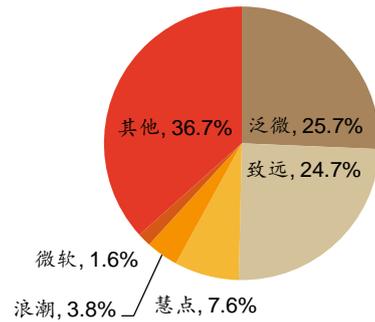
综合性厂商产品价值与增值空间大，协同软件市场份额未来有望向龙头倾斜。IDC 数据显示，2023 上半年中国企业团队协同软件市场在本地部署模式市场中，排名前五的厂商占据整个市场 63.3% 的份额。2023 年 H1，泛微以 25.7% 的市场份额排名第一，其产品系列涵盖了针对大中小不同规模组织的协同管理和移动办公平台，并推出智能业务助手为终端用户赋能，2022 年市场份额为 23.8%；致远互联以 24.7% 的市场份额排名第二，全链路、全场景服务企业、政企客户，其协同技术平台通过低代码搭建能力实现定制化业务和应用整合，2022 年市场份额为 22.2%。

图 13: 综合性厂商产品价值与增值空间大



资料来源：致远互联招股书，德邦研究所

图 14: 中国企业团队协同软件市场份额--传统部署模式(2023H1)

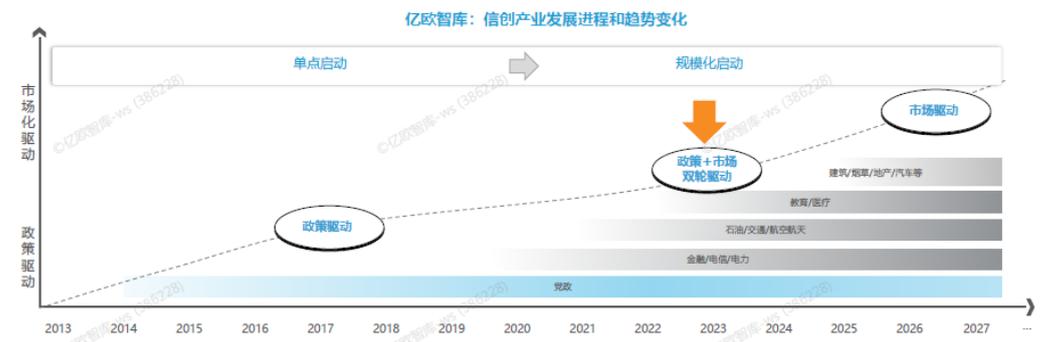


资料来源：IDC，德邦研究所

## 2.2. 信创打开 OA 替换需求，2027 年信创 OA 市场或达 319 亿元

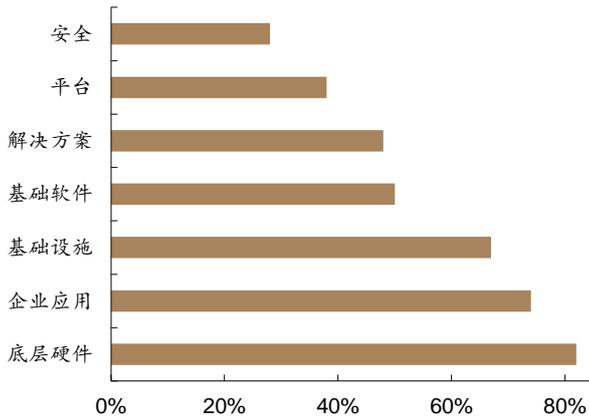
“2+8+N”信创持续推进，企业应用为信创重点关注领域之一，仍存在较大替代空间。从主体来看，我国信创建设整体呈现出“2+8+N”的行业态势，信创建设从党政局部起步，在应用实践中迭代产品性能，逐步扩展至金融、电信、电力等对国计民生有重要影响的关基行业，基础产品正在从可用向好用提升、日益成熟，支撑起行业信创常态化采购；从领域来看，政策重点关注底层硬件（服务器、整机、芯片）和企业应用（办公软件、工业软件、应用软件），我们认为，底层硬件技术难度相对较高，企业应用领域相对能实现较快的信创替代；从办公管理系统国产替代节奏来看，党政信创开始向区县乡镇下沉，替代核心由电子公文系统转移到电子政务，国产化替代基本完成，金融、电信、电力等行业信创替换节奏快，但仍存在较大替代空间，其他行业有少数案例落地，是未来国产化替代的重点领域。

图 15: 信创产业发展进程和趋势变化



资料来源：亿欧智库，德邦研究所

图 16：政策重点关注的信创领域分布情况



资料来源：海比研究院，中国软件网等，德邦研究所

图 17：2023 年“2+8+N”行业信创进度



资料来源：第一新声研究院，东方网，中国日报官网，德邦研究所

国央企 OA 办公系统信创全面替代节奏确定，政企办公需求正迎来新一轮增长，有望带动行业信创 OA 需求增长。党政信创中，规定是电子公文先行，OA 先替换，为办公软件的国产化打下良好基础。到目前行业信创，任何一个行业领域，都需要基础办公和协同办公，所以其在日常应用系统里面位置很高。根据亿欧智库，2022 年 9 月底国资委下发 79 号文，全面指导并要求国央企落实信息化系统的信创国产化改造，要求央企、国企、地方国企全面落实信创国产化。总体目标是重点推进行业央、国企 2027 年底实现 100%信创替代。替换要求涵盖“全面替换”、“应替就替”、“能替就替”三个层面，OA 作为企业组织管理、内部审批、文档制发、电子签章等关键应用环节，是信创环节简单且高频使用的核心办公软件。

我们认为，协同管理软件信创市场增量主要来源于两大推动力：①各行业使用 OA 系统渗透率增长；②行业内 OA 系统的信创替换率提升。据此，我们估算 2022-2027 年党政、企事业单位 OA 系统信创规模。据此，我们做出如下假设：

1) OA 客户群体数量。根据国家统计局，2022 年我国机关法人、事业单位法人、国有和集体企业、其他企业分别为 22.5、74.4、55.7、3130.2 万个。我们认为，OA 市场竞争格局较为分散，随着云计算、移动和网络的普及应用，阿里（钉钉）以及腾讯（企业微信）等和物流企业凭借自身在电子商务、云计算等方面的优势，一般依靠免费和低价策略吸引大量客户，因而 OA 软件购买群体或为规模以上企业。对于其他企业，根据工信部，2021 年年底全国企业数量中有 99%以上是中小企业，因而 OA 的受众范围或为剩下 1%。因此，我们分别假设机关法人、事业单位法人、国有和集体企业、其他企业 OA 使用率为 30%、30%、30%、20%，而其余的企业可能未设置 OA 或应用免费软件进行替代。

2) OA 渗透率。根据立鼎产业研究中心 2017 年数据，协同管理软件各行业渗透率普遍不足 20%。我们假设 2017 年我国机关法人、事业单位法人、国有和集体企业、其他企业 OA 渗透率分别为 18%、13.2%、16%、10%。随着企业数字化转型的渗透，预计 2018-2022 年每年渗透率提升 0.5%，而 2023 年 AI 大模型的出现使得企业数据管理过程更为复杂，预计 2023-2027 年渗透率每年提升 1%。

3) 信创 OA 渗透率。参考第一新声研究院 2023 年“2+8+N”办公管理系统的信创进程图，2023 年党政信创基本完成，金融、电信、电力信创替换节奏较快，

基本完成一半左右，而其他行业仍在持续渗透当中。考虑到央、国企 2027 年底实现 100% 信创替代，我们假设机关法人、事业单位、国有和集体企业、其他企业在 2022 年 OA 国产化率分别为 80%、80%、30%、5%，2027 年 OA 国产化率分别达到 100%、100%、100%、20%。

**4) OA 单价假设。**根据中国政府采购网当中机关法人、国有企业等对 OA 采购单价数据，假设 2022 年机关法人、事业单位法人、国有和集体企业、其他企业 OA 单价分别为 30、25、20、20 万元，随着企业 OA 购买意愿提升以及 AI 加持下功能丰富，我们假设 2023-2027 年 OA 单价每年提升 5%。

经过测算，我们认为，2027 年我国 OA 市场规模有望达到 342 亿元，2023-2027CAGR 预计为 10.42%。其中，2027 年信创 OA 有望达到 319 亿元，2023-2027CAGR 预计为 20.61%，占我国 OA 市场比重高达 93.45%。

表 4：2022-2027 年我国信创 OA 市场规模预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
OA 客户群体数量 (万)						
机关法人	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
事业单位法人	22.33	22.33	22.33	22.33	22.33	22.33
国有、集体企业	16.72	16.72	16.72	16.72	16.72	16.72
其他企业	6.26	6.26	6.26	6.26	6.26	6.26
OA 渗透率假设						
机关法人	21%	22%	23%	24%	25%	26%
事业单位法人	16%	17%	18%	19%	20%	21%
国有、集体企业	19%	20%	21%	22%	23%	24%
其他企业	13%	14%	15%	16%	17%	18%
OA 国产化率假设						
机关法人	80%	85%	90%	95%	100%	100%
事业单位法人	80%	85%	90%	95%	100%	100%
国有、集体企业	30%	40%	55%	80%	90%	100%
其他企业	5%	8%	11%	14%	17%	20%
OA 单价假设 (万元)						
机关法人	30.0	31.5	33.1	34.7	36.5	38.3
事业单位法人	25.0	26.3	27.6	28.9	30.4	31.9
国有、集体企业	20.0	21.0	22.1	23.2	24.3	25.5
其他企业	20.0	21.0	22.1	23.2	24.3	25.5
OA 细分市场规模 (亿元)						
机关法人	41.5	45.7	50.2	55.1	60.3	65.9
事业单位法人	87.6	97.9	108.9	120.8	133.7	147.5
国有、集体企业	61.9	68.5	75.6	83.2	91.5	100.3
其他企业	15.7	17.7	20.0	22.5	25.1	28.0
OA 市场结构分析						
OA 市场规模测算 (亿元)	206.69	229.84	254.79	281.65	310.57	341.68
yoy (右轴)		11.20%	10.85%	10.55%	10.27%	10.02%
<b>信创 OA 市场规模测算 (亿元)</b>	<b>122.68</b>	<b>150.88</b>	<b>187.04</b>	<b>236.89</b>	<b>280.58</b>	<b>319.30</b>
yoy (右轴)		22.99%	23.96%	26.65%	18.45%	13.80%
<b>信创 OA 占比</b>	<b>59.35%</b>	<b>65.65%</b>	<b>73.41%</b>	<b>84.11%</b>	<b>90.34%</b>	<b>93.45%</b>

资料来源：国家统计局，立鼎产业研究中心，工信部，中国政府采购网，第一新声研究院，东方网等，德邦研究所（注：以上假设数据均为研究员自行假设，此处仅为示意性测算，可能与实际情况存在一定程度的差异，具体数据以各公司公布的数据为准；企业的数量较难预测，整体来看企业数量逐年提升，我们在这保守估计企业数量维持在 2022 年水平，实际数据以官方统计为主）

### 2.3. AI 与 OA 适配性强，办公领域 AI Agent 不断落地

OA 与 AI 具有较强的适配性，OA 行业汇集了大量流程、管理、业务数据为 AI 落地提供充分“基础燃料”，大模型能够进行足够的训练与微调。钛媒体数据显示，在行业数据支持下，国内外大模型已在办公、教育、医疗、金融等领域落地应用。办公场景凭借着适配大语言模型能力强、覆盖用户数量多、用户付费率高等特点，成为了大模型率先落地的场景之一。AI 在办公领域有广泛的应用场景，能够重塑办公模式，目前在内容创作、智能助手、知识管理、视频会议、应用开发等场景均可落地，能有效整合企业数据和资源、简化管理流程、大幅提升办公效率。具体到 OA 领域，我们认为，在自然语言技术支持下，员工可通过简单的指令即可生成 workflow/应用、查询/生成文档等，实现人与机器的良好交互，从而解放办公系统生产力。例如，智能语音助手可以帮助用户快速安排会议、设置提醒和搜索文档。

图 18: AIGC 落地协同办公场景



资料来源: 艾媒咨询, 德邦研究所

图 19: 大模型垂直应用行业部署与应用成熟度



资料来源: 钛媒体, 德邦研究所

步入 2024 年，随着大模型推理能力提升和算力成本下降，AI Agent 已成为产业落地的重要方向。Gartner 评估，2024 年只有不足 1% 的企业软件包含 AI 代理功能，到 2028 年这比率可望大增至 33%，届时 AI 代理可自主完成人类日常工作决策中的 15%。AI Agent 是一种能够感知环境、进行决策和执行动作的智能实体，具备通过独立思考、调用工具去逐步完成给定目标的能力，有望成为生产力工具重塑生产流程，大幅提升工作效率。目前，Open AI o1 掀起大模型推理时代的革命，通过多步推理的方式初步形成思维链 (CoT)，能够实现复杂任务规划，为 AI Agent 发展建立了技术根基。另一方面，国内外算力供需错配现象改善，算力部署成本有望下降，AI Agent 迎来规模化部署产业发展条件。

高频应用的办公 Agent 有望成为产业变化最前沿的领域。我们认为，办公 Agent 带来的生产力提升可大幅改善企业员工办公体验，从而实现客户使用粘性和付费意愿的提升。从产业进展来看，美股 Salesforce 和微软已围绕办公 Agent 开展实践并取得一定成效，为国内应用推广提供了典范。

Salesforce 推出 Agentforce 平台自主 AI Agent 套件，起到增强员工能力和扩大员工队伍的作用，FY25 第三财季超预期增长。Salesforce 的 CEO 马克·贝尼奥夫直言，AI Agent 正重塑全球劳动市场及各行业运作方式，驱动一场突破性的变革。2024 年 9 月 12 日，Salesforce 推出了 Agentforce 平台，这是一套突破

性的自主 AI Agent 套件，此平台能帮用户在客户支持、服务、销售、营销等领域部署生成式 AI。具体来看，企业可通过点击的方式轻松布置医疗、银行、零售、操作、CX、分析、IT、财务等领域的代理。Agent 成为 Salesforce 突破性转型的核心，一定程度上帮助其 FY25 Q3 业绩超预期。具体来看，该公司 FY25 Q3 实现营收同比增长 8.3% 至 94.4 亿美元，高于分析师平均预期的 93.5 亿美元；调整后运营利润率 33.1%，高于上年同期的 31.2%，也高于预期的 32.2%。

目前，Agentforce 用户反馈良好，Salesforce 计划加大员工投入推动 AI 产品销售。2024 年 10 月 29 日，Salesforce 正式推出 Agentforce 平台，OpenTable、Saks 和 Wiley 等公司目前正在使用 Agentforce 来增强员工队伍、扩大劳动力队伍并改善客户体验。据彭博，Salesforce 首席执行官 Marc Benioff 于 2024 年 11 月宣布，公司计划招聘超过 1000 名员工，以强化其革命性的 AI 产品 Agentforce 的推广。

表 5: Salesforce 的 AI Agent 可为各部门带来的效益

部门类别	受益方式
销售	为您的销售组织提供所需的工具和数据，通过 AI 生成的针对您的潜在客户和现有客户的成交计划更快地完成交易，以便您的销售代表可以花更多的时间与客户进行审慎的沟通。
服务	通过 AI 生成的服务回复和自动审批，在客户首选渠道（从联系中心到现场）提供一致的个性化支持体验，帮助客服人员提高效率。
营销	通过 AI 生成的服务回复和自动审批，在客户首选渠道（从联系中心到现场）提供一致的个性化支持体验，帮助客服人员提高效率。
商务	通过超越客户期望并增加销售额的定制产品推荐，构建无缝的数字商务体验并更快地将新产品推向市场。
IT	为 IT 团队、管理员和开发人员提供可扩展的 AI 平台，将您的 CRM、AI、数据、开发 and 安全性统一到一个综合平台中，从而促进生成式应用程序和自动化的快速开发。
所有团队	为 IT 团队、管理员和开发人员提供可扩展的 AI 平台，将您的 CRM、AI、数据、开发 and 安全性统一到一个综合平台中，从而促进生成式应用程序和自动化的快速开发。

资料来源：Salesforce Trailhead 官网，德邦研究所

继 Salesforce 之后，微软拟推出 10 款 AI Agent，涵盖销售、运营、服务三类，打造全套 AI 工具。十个 AI Agent 主要分为销售、运营、服务三类。1) 销售资格 Agent: 自动筛选和分析潜在客户，为销售人员锁定最具价值的商机，并提供个性化的客户沟通建议。2) 供应商通讯 Agent: 实时监控供应商表现并智能处理延迟问题，预防供应链中断，让采购团队从日常监控中解放出来。3) 客户意图与客户知识管理 Agent: 结合客户意图分析和知识库管理，在高压的服务环境中协助客服人员快速响应，同时自动积累和推广解决方案。

除了以上发布的 10 个新的 Agent 之外，微软还发布了 Copilot Studio 创建和定制自主 Agent 的一系列功能，已有客户使用取得产生降本增效效果。根据智东西微信公众号，自 Copilot Studio 发布以来，已有超过 10 万家企业使用该平台创建或编辑 AI Agent。微软的 Copilot Studio 能够与 1400 多个企业系统和数据源集成，包括 SAP、ServiceNow 和 SQL 数据库等，覆盖 IT 支持、员工入职到销售服务等多种场景。据微软介绍，Clifford Chance、麦肯锡、Pets at Home 和汤森路透等团队已经在通过创建自主 Agent 来降本增效。

**表 6: 微软十个 AI Agent 的功能**

类别	产品名称	功能
销售	销售资格 Agent	会分析和研究潜在客户，确定哪些销售机会应该被优先关注和跟进，并通过个性化邮件和回复引导客户沟通。
	销售订单 Agent	会通过与客户互动，捕捉他们的偏好，自动化从订单输入到确认的整个订单接收流程。
运营	供应商沟通 Agent	通过自主跟踪供应商的表现，检测供应链延迟并做出响应，帮助企业优化供应链，让采购团队摆脱耗时的手动监控，减少供应链中断带来的额外成本。
	财务对账 Agent	帮助团队清理用于财务报告和对账过程中的原始数据，并准备和整理结构化、标准化的数据集，从而简化并减少财务期末关账过程中最耗时的部分，为财务报告奠定基础。
	账户对账 Agent	专为会计师和财务主管设计，自动匹配和清除分账和总账之间的交易，帮助加速财务关账过程。这增强了现金流的可见性，并有助于更快速做出推动业务表现的决策。
	时间和费用 Agent	可自主管理时间录入、费用跟踪和审批流程。它可以快速向客户开具发票，防止收入流失，并确保项目按计划进行且保持在预算范围内。
服务	客户意图 Agent	从过去和当前客户在所有渠道的对话中发现新的客户意图，支持持续的无人工自助服务。它将问题与对应的解决方案进行映射，并由 Agent 在一个知识库中维护。
	客户知识管理 Agent	通过分析人工辅助案件中的案例笔记、对话记录、摘要和其他文档，帮助确保知识库始终保持最新状态。
	客户服务案例管理 Agent	通过自动化整个案例生命周期的关键任务——包括创建、解决、跟进和关闭，减少处理时间，减轻服务代表的工作负担。
	现场服务调度操作 Agent	使调度员能够为技术人员提供优化的日程安排，即使在工作日内的情况发生变化时也能应对。例如，处理交通延误、重复预订或临时取消等问题，避免冲突或空档的出现。

资料来源：新智元微信公众号，德邦研究所

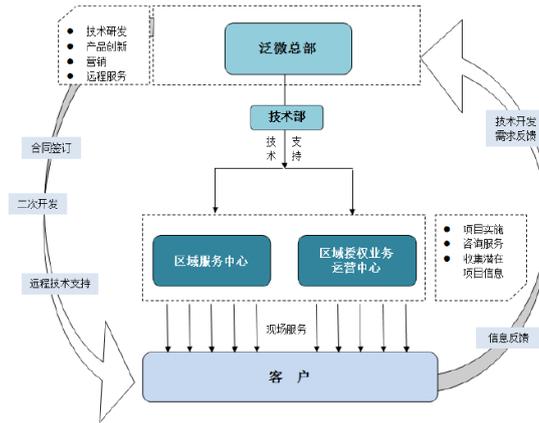
### 3. 产品与渠道实现蝶变，信创+AI 开启新篇

#### 3.1. 渠道独特绑定 EBU，专项产品抬升营收天花板

我们认为，当前我国从事协同管理和移动办公软件行业的厂商较多，市场格局较为分散，管理水平的高低已成为决定 OA 行业格局的重要因素，渠道的选择与产品升级节奏均为 OA 厂商管理能力反馈的结果。

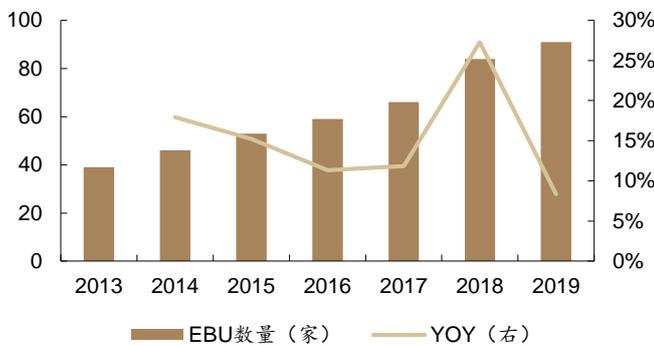
**泛微独特市场渠道 EBU 激发产品销售活力，提升本地化服务效率。**OA 通常需要快速响应并深入客户所在地提供本地化服务，因而需要前期投入大量项目实施人员。公司早期缺乏有效市场渠道，在人员投入成本约束下，借鉴阿米巴模式发展授权业务运营中心模式 (EBU)，从各区域筛选能够长期合作的企业独家代理公司产品。EBU 负责公司产品售前市场需求调研、开拓、实施方案确定以及售后增值服务等本地化服务，公司总部则能专注于技术研发、产品创新等核心业务。EBU 效果显著打开公司营收增长空间，是公司近些年发展迅速核心原因之一，2021 年公司新增客户超过 70% 是由 EBU 开拓。EBU 营收贡献快速增长，营收占比也从 2013 年的 47% 增长至 2019 年的 93%。

图 20: 泛微 EBU 独特销售渠道



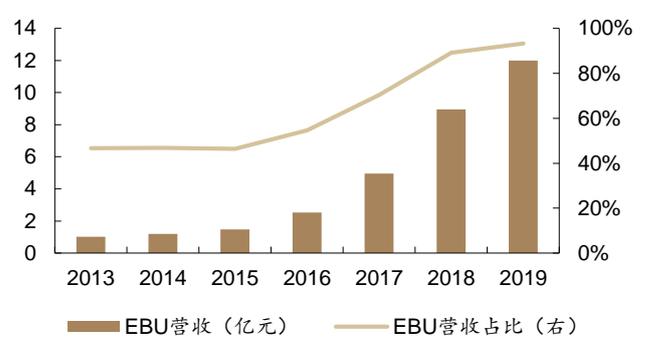
资料来源: 泛微网络招股书, 德邦研究所

图 21: 泛微 EBU 数量及增速



资料来源: 泛微网络招股书, 泛微网络《关于上海证券交易所对公司 2019 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》, 德邦研究所

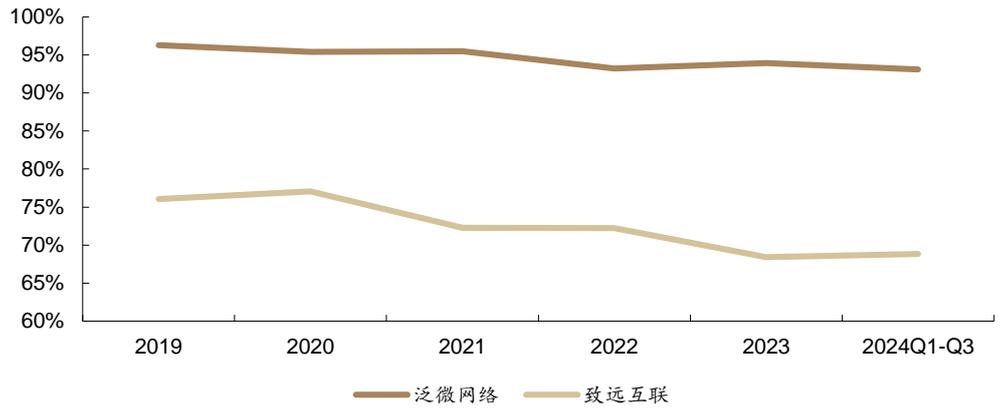
图 22: 泛微 EBU 营收贡献及占比



资料来源: 泛微网络招股书, 泛微网络《关于上海证券交易所对公司 2019 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》, 德邦研究所

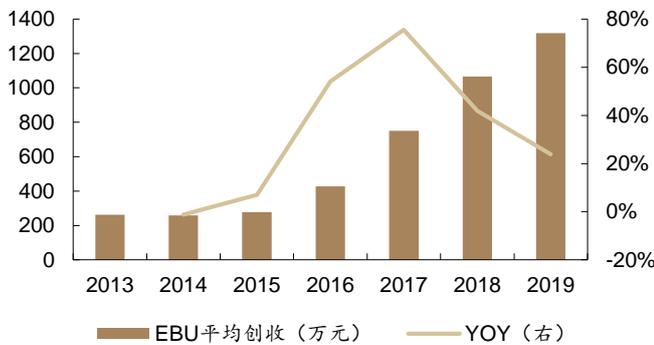
**产品力+利益共享双轮驱动保障 EBU 模式成功。**一方面, 公司产品体系完善, 覆盖 e-cology、e-office、eteams 三类主要产品, 满足大中小型企业多层次需求, 兼具标准化与个性化, 同时 EBU 机制使得公司与客户联系较为紧密, 为优化产品性能打下基础。从毛利率来看, 泛微毛利率维持在 93% 以上, 相较于致远稳定性较高, 主要系公司产品力支撑, 并通过 EBU 机制将交付实施成本转移至授权运营商。另一方面, 授权运营模式系通过利益共享机制提高授权运营中心开拓业务的积极性、客户需求和问题的快速响应能力、本地化服务效率。我们认为, 公司虽然整体 EBU 分成比例随着产品力提升以及规模扩张有所下滑, 但自 2016 年开始, 公司合作的授权运营中心分成比例保持不变, EBU 会随着公司营收规模做大, 收取到的项目实施费绝对值仍保持可观增长, 具备充足的盈利激励。自 2015 年开始, 公司单家 EBU 创收增长迅速, 已由 2015 年的 277 万元增长至 2019 年的 1319 万元, 涨幅将近 4 倍。

图 23: 泛微网络和致远互联毛利率表现



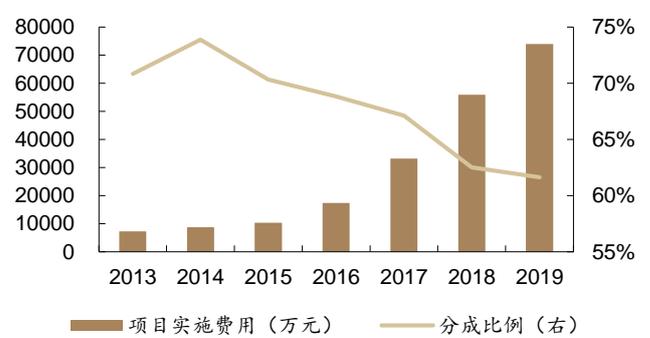
资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 24: 泛微单家 EBU 平均创收及增速



资料来源: 泛微网络招股书, 泛微网络《关于上海证券交易所对公司 2019 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》, 德邦研究所 (注: 2016 年 EBU 平均创收= (2016 年 EBU 总收入/2016H1 底 EBU 数量), 其他年份均为 EBU 当年总收入/当年年底 EBU 数量)

图 25: 泛微 EBU 项目实施费用及分成比例



资料来源: 泛微网络招股书, 泛微网络《关于上海证券交易所对公司 2019 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》, 公司 2017 年年报, 德邦研究所

**区域内优质 EBU 数量发展有限, 公司招募代理商与发展合伙人打造多层次营销体系与产品生态联盟, 并通过发布“全球合伙人招募计划”拓展海外市场, 提升业务预期空间。**

代理商方面, 泛微发布较为宽松的代理商政策, 保证代理商利润空间的同时提高公司营收上限。

合作伙伴方面, 泛微选择能与协同管理软件优势互补的伙伴, 整合管理软件产业链上下游的外部资源, 提供一体化解决方案形成泛微产品生态联盟。公司加强腾讯云、企业微信、腾讯支付、腾讯会议方面的产品合作, 积极参与腾讯生态伙伴大会, 产品进入腾讯生态伙伴体系, 与腾讯企业微信共研内外协同办公平台, 构建 20 余种成熟应用场景。

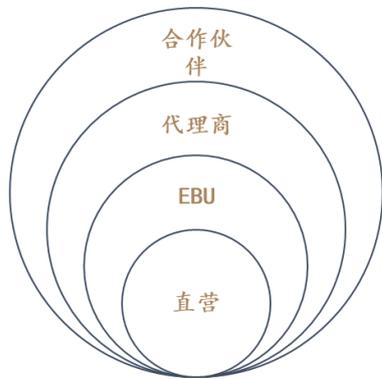
海外方面, 通过发布“全球合伙人招募计划”拓展海外市场, 已初步建立国际化的运营体系来支撑海外机构业务的发展, 目前已在澳大利亚、阿联酋、新加坡、马来西亚、印尼、越南、日本 7 个国家设立本地化的服务团队。

**我们认为, 泛微从直营到 EBU 再到多层次营销体系, 每一次的渠道变更均打破公司营收天花板, 为增长注入持续动力, 合作伙伴为泛微产品提供可观流量入**

口，代理商进一步提升公司区域获客能力与本地市场份额。

目前，泛微网络渠道建设已成熟，形成规模化客户体量，下游应用场景广阔。对于 e-cology 产品形成了以“管理本部-九大区-省机构-地市机构-BU 团队”的营销服务架构为基础，截至 2024H1，已在全国九大区域 200 多个城市建立超过 600 个服务团队来提供本地化的服务，进一步巩固及提升覆盖全国所有省区的 2 小时服务圈；对于 e-office 产品，通过提供基于云端部署的用于演示与模拟的自助平台，继续发展合作伙伴与事业合伙人，便于潜在客户及业务伙伴能够远程进行产品体验与实施准备；针对 OA-eteams 产品，公司与企业微信协作打造云聚平台合作伙伴体系，延伸业务生态范围。此外，通过发布“全球合伙人招募计划”拓展海外市场，已初步建立国际化的运营体系来支撑海外机构业务的发展。根据公司官网，泛微在全国拥有 80000 多家用户，覆盖 87 个细分领域，拥有广泛的客户实践积淀。

图 26：泛微网络多层次营销体系



资料来源：泛微网络官网，德邦研究所

图 27：泛微网络合作伙伴联盟



资料来源：泛微网络官网，德邦研究所

泛微具有完善产品体系覆盖差异化需求，包含了针对大中小型各类规模组织的全系列协同管理和移动办公软件产品。e-cology 采用组件化设计方式开发，实现模块化的同时兼具灵活性，能够覆盖大中型用户的多样化需求，是公司具有竞争优势的核心产品，同时 eteames 结合移动互联技术、云技术和社交应用技术持续研发 SaaS 应用模式，满足客户的协同云办公管理需求。基于 e-cology 产品的成熟经验，公司持续研发高度产品化的 e-office，凭借其可快速复制的特性，可面向小中型客户群进行规模化产品销售。

在原有产品体系基础上，泛微陆续推出十四大专项产品，深度挖掘客户同质化高频需求，提升公司营收天花板。泛微深入研究新老客户应用需求，发展人事管理、文档管理、采购管理、合同管理、费控管理、信息采集管理、档案管理、营销管理、项目管理、客服管理、即时通讯与移动门户、统一身份认证、资产管理、发票管理十四个专业产品的深入应用开发，从协同移动办公管理延伸到客户的业务管理，全方位地为客户的业务发展进行数字化助力。我们认为，公司深耕协同管理软件二十余年，通过 EBU 充分了解客户需求变化。十四大专项产品能够满足客户个性化、精细化管理需求，同时展现出公司较强的产品开发能力和经验复制水平，为公司打破原有 OA 行业天花板，提升收入增长空间起到重要作用。

图 28：泛微网络完善的产品体系覆盖差异化需求

OA产品	业务专项		数字可信	平台产品	政务信创
大中型组织OA	人事管理-聚才林	客服管理-睦客邻	数字身份	工作流引擎	智慧政务
中小型组织OA	知识管理-采知连	采购管理-京桥通	电子签章	门户平台	
SaaS云OA	合同管理-今承达	流程自动化-千里聆	印控管理	集成平台	信创办公
移动办公OA	项目管理-事井然	档案管理-文书定	数据存证	低代码构建平台	
企微办公OA	统一身份-令信通	资产管理-资管家		智能化平台	央国企办公
	发票管理-业票通	即时通讯与移动门户软件-易秒办			

资料来源：泛微网络官网，公司 2024 年半年报，德邦研究所

从底层架构来看，泛微轻前端重后台设计支撑业务功能高度模块化，灵活便捷满足组织各类业务的多样化、个性化需求，构建一个将企业的沟通、管理、业务、财务、应用一体化的平台。协同管理和移动办公软件行业对技术水平的要求主要强调软件产品的易用性、模块化、灵活性、稳定性、开放性、安全性和兼容性。公司协同管理和移动办公软件产品全面采用元素组件化设计方式，各子系统设计开发高度模块化，根据用户需求对功能模块进行自由组合、即插即用，并能够在需求变化和扩张时快速低本地添加新的模块功能，产品技术设计体现出“轻前端、重后台”的特点。轻前端体现在业务功能简洁、可操作性强；重后台体现为“七大引擎”，即流程引擎、内容引擎、门户引擎、组织引擎、消息引擎、建模引擎和集成引擎的持续研发、应用和迭代，从而满足组织灵活变化需求，实现业务功能按需应变。

表 7：泛微强大七大引擎实现应用平台化配置

引擎名称	详细功能
集成引擎	接口组件、轻 ESB 总线、数据队列、数据权限、基础数据整合
建模引擎	业务构建、封装组件、H5 控件库、外部应用导入、无代码设计
内容引擎	多级目录权限、多种格式、模板管理、全文检索、信息整合
消息引擎	整合消息入口，终端管理，消息规则，消息类型，流量管理
组织引擎	统一组织管理，组织权限调用，灵活组织授权，统一用户管理
流程引擎	全流程体系，图形化设计，条件管理，版本管理，数据集成
门户引擎	样式布局配置，元素库，多级权限，数据集成，向导式开发

资料来源：泛微网络官网，德邦研究所

从技术层面来看，泛微低代码构建平台 e-builder 立足于“七大引擎”，降低数字化应用构建难度，让每一个组织都具备自主可控的应用构建能力。公司 e-builder 低代码构建平台，在融合了表单引擎、页面引擎、流程引擎、数据引擎、消息引擎、集成引擎等多个引擎能力的基础上，可以便捷地搭建更多、更丰富的业务场景，从而实现组织的更多个性化需求。2023 年，公司持续优化低代码平台 e-builder，系统强化了动作流及集成中心的功能，并通过对接大模型的能力实现 AI 智能搭建，提升了核心引擎的功能及搭建效率，为客户提供统一融合的可视化构建工具。其中，2024H1 公司可视化组件数量已超过 300 个，在丰富应用展现形式并使数据的关联协同更简单灵活的同时，实现从表单、流程、业务模型、集成、页面、权限的搭建全过程可视化。

图 29：泛微低代码构建平台 e-builder



资料来源：泛微网络官网，德邦研究所

### 3.2. 加速扩大信创生态适配，持续拓展多领域协同管理解决方案

泛微较早布局信创产品，打造全生态链适配的信创协同平台。起初泛微 OA 更多应用于商业场景，2016 年发布政务办公平台 e-nation，2017 年成立信创生态实验室，与国内主流厂商完成适配，从而客户由 2B 拓展至 2G，应用场景更加广泛。

公司信创业绩持续增长，积极参与信创适配工作。2024H1，公司信创客户主要涵盖党政机关、事业单位、央国企及金融机构；公司加深在行业领域的深耕，与中交信科、万里红、新华三等行业头部的科技公司达成战略合作，同时上半年完成多款信创产品适配，截至 2024H1 底已完成超过 150 家信创伙伴的适配互认工作，进一步扩大平台的信创生态适配能力及产品交付范围，为客户的信创选型提供多样化支持。根据公司官网，目前，泛微从底层 CPU、操作系统、中间件、数据库、浏览器到各种文档环境进行全面信创支持，打造全生态信创平台，已兼容国内 100 余种主流软硬件厂商产品，成为 7000+ 党政机关单位共同选择。

公司持续专注于信创的产品研发，已推出智慧政务、信创办公、央国企办公三大信创产品，同时积极完成信创低代码开发平台的适配和大模型先进技术的融入。公司围绕全新的 E10 平台深化信创适配，与东方通、金蝶天燕等信创伙伴持续合作，推出基于微服务、容器化的信创技术方案，可支持单体多机、微服务组合等不同部署模式，满足不同规模、不同类型客户的信创部署需求。此外，公司推出了基于全栈信创环境的低代码开发平台 e-builder，为客户提供了数字化应用的自主建设能力。同时系统基于大模型、数字可信技术优化了信创产品的公文管理模块和会议管理模块，实现集成范文推荐、智能拟稿、智能纠错、敏感词提醒、语音批示等功能，并通过信息化需求的集中化管理及落实平台运维管理制度，为客户提供需求收集、工单流转、用户行为监管等服务，从而实现建设、运营、管理一体化的政务信息化运营平台。

图 30：泛微全生态链适配的信创协同平台



资料来源：泛微网络官网，德邦研究所

### 3.3. 知识库+全接口+RPA 优势，围绕数智大脑 Xiaoe.AI 做深办公 Agent

泛微以智能化为战略导向之一，持续投入 AI 大模型等前沿技术向智能化应用发展过渡，2024 年数智大脑 Xiao.AI 正式发布，打造业务数智化底座。2023 年，公司研发并推出小 e (LLM 版)-智能中间件平台，是基于大语言模型构建的 7\*24 小时智能办公助手。智能小 e 以千里聆模型为核心，在其与大语言模型分工配合的基础上，形成了以文本结构化处理引擎、意图智能化处理引擎及语料算法中台引擎构建的架构体系。2024 年 12 月，智能小 e 升级为泛微数智大脑 Xiaoe.AI。

数智大脑 Xiaoe.AI 还原自然语言办公，让业务全程数智化运营。 Xiaoe.AI 基于大模型+小模型+智能体构建，将组织内部沉淀的数据、信息和文档通过深度学习和训练成为组织的数智化底座，让每一个组织都有一个“百事通”的数智大脑，帮助各类业务场景实现数智化改造，为每位员工提供“7\*24”小时不间断工作的智能助理，还原智能语言办公。具体来看，Xiaoe.AI 通过学习训练组织内部已有的业务知识和业务数据，训练意图指令，构建智能体，通过自然语言交互方式来实现：找功能、找资料、知识问答和办理事务等工作，它不仅准确识别工作意图，也无需繁琐的操作和复杂流程，语音对话即可轻松完成事项办理。通过这些功能，能够让软件理解人的意图，让软件处理重复性工作，用语音操作软件，解放员工生产力。

图 31: 数智大脑 Xiaoe.AI 智能底座: 大模型+小模型+智能体



资料来源: 泛微网络官网, 德邦研究所

数智大脑 Xiaoe.AI 提供开箱即用和可自定义的 Agent 智能体, 助力各业务场景智能化。通过各类智能化技术, Xiaoe.AI 改造现有管理·业务·财务等应用系统, 让各个应用场景更加智能化运作。通过融入多模态交互、NLP、OCR、RPA 等技术, 泛微已提供从市场、销售、合同、项目、采购、客服、财务、资产、人事、档案等 50 多个开箱即用的智能体。同时, 通过大模型和专业化小模型, 泛微数智大脑也可以通过自己的业务场景来搭建个性化智能体, 只需“多轮对话、在线编辑、权限设置、业务集成”四步即可实现智能体的搭建, 搭建好的智能体还可以通过个性化后台编辑和语料喂养, 实现智能体的自我成长, 助力业务系统智能化改造。

图 32: Xiaoe.AI 提供多场景开箱即用业务智能体



资料来源: 泛微网络官网, 德邦研究所

图 33: Xiaoe.AI 四步即可完成智能体自定义搭建



资料来源: 泛微网络官网, 德邦研究所

泛微全面接入 DeepSeek 大模型, 数智化应用场景再升级。2025 年年初, DeepSeek 系列模型以开源、低成本、高性能在国内持续出圈, 点燃 AI 应用热情。2025 年 2 月, 泛微宣布旗下所有产品全面接入 DeepSeek 大模型, 借助数智大脑 Xiaoe.AI, 可快捷方便为客户搭建“DeepSeek 大模型+专业小模型+智能体”的数智底座, 并可量身定制更安全、高效、国产化的数智化解决方案, 助力组织管理与业务、财务一体化数智运营升级。

在接入 DeepSeek 大模型后, 泛微将借助 DeepSeek 强大的自然语言处理、机器学习、推理等能力, 显著提升泛微各项产品智能化效果以及智能体构建能力:

1) 泛微产品的各个应用模块能够快速调用 DeepSeek 的智能化能力：帮助组织在市场、销售等场景中，提升文本处理、意图识别、智能问答、数据分析、智能决策等能力。2) 用户可在泛微智能小 e 中直接使用 DeepSeek：能够更高效地进行智能对话、智能写作等。3) 泛微提供统一的 AI 大模型连接底座支撑：助力将 AI 能力与具体业务场景打通，助力组织快速构建智能化应用。4) 支持私有化部署 DeepSeek 大模型：对于注重数据安全的政企客户，可私有化部署，搭建训练内网环境下的智能体应用。

图 34：泛微旗下所有产品全面接入 DeepSeek



资料来源：泛微数智化运营平台微信公众号，德邦研究所

我们认为，泛微网络具备“知识库+全接口+RPA”三大优势，围绕数智大脑 Xiaoe.AI 打造的垂类 Agent 可表现出较强的竞争力。

**知识库：**存储企业各种知识和信息的集合，大模型训练的重要语料库，使得 Agent 能够理解企业的业务场景并做出合理的决策。泛微知识管理专项产品采知连，可为客户提供知识管理领域的专项产品及解决方案落地，这为企业积累垂类数据打下基础。我们认为，泛微网络在协同管理软件深耕二十余年，并处于 OA 市场龙头地位，具备充分的行业 know-how，在企业内部沉淀了海量的信息文档数据，可纳入到统一的知识库进行管理，为大模型提供深度的学习和训练的基础，也让数智大脑 Xiaoe.AI 打造的 Agent 更好地了解协同管理领域的业务知识、经验和规则。

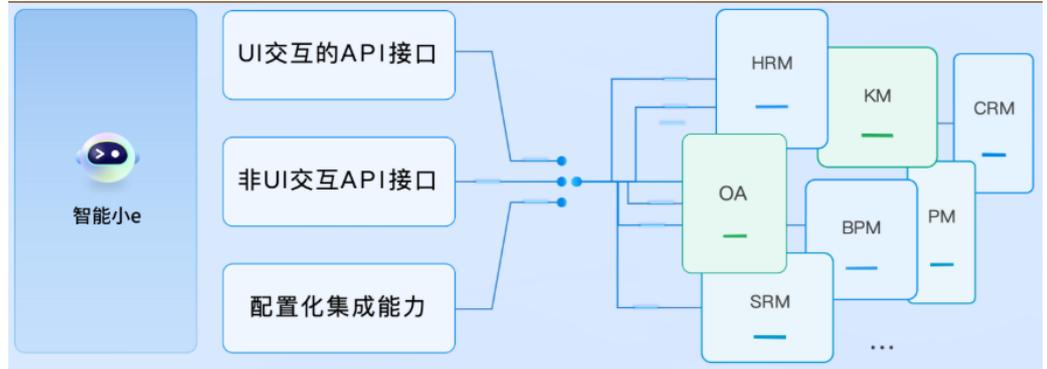
图 35：采知连助力企业知识收集和管理



资料来源：采知连官网，德邦研究所

**全接口：打破信息孤岛，整合企业内外部的各种资源。**泛微数智大脑 Xiaoe.AI 开放平台提供方便的被集成的能力，即将各类智能技术能力供业务系统调用，也可以与各类业务 OA、ERP、HR、CRM 等系统集成，无缝接入智能技术，让相关业务管理过程更加智能化。

图 36：数智大脑 Xiaoe.AI 打破企业信息孤岛，与企业内外资源集成



资料来源：采知连官网，德邦研究所

**RPA（机器人流程自动化）：通过软件机器人执行人类重复性工作，解放企业员工双手，实现业务流程的真正智能化与自动化。**公司专项产品业务流程自动化软件机器人千里聆，致力于通过先进的 RPA、NLP、知识图谱等智能化技术，为组织提供业务流程自动化平台。我们认为，泛微经过多年研发和实践，对企业业务规则和流程较为熟悉，在已建立规则前提下，结合人工智能和 RPA 工具可根据自定义的规则，自动执行业务，无需人工的介入，让组织运营更加智慧和敏捷。

图 37：千里聆通过 RPA+AI 两大引擎为企业提供业务流程自动化平台



资料来源：采知连官网，德邦研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1. 盈利预测

我们预计，泛微网络 2025-2027 年营业收入分别为 26.07、28.96、32.07 亿元，同比增长 10.38%、11.09%、10.72%。

1) 自主软件产品：公司自主软件产品主要由 e-cology、e-office 和 eteams 等

产品线组成，满足大中型各类企业多样化协同管理需求。我们认为，2024 年由于宏观经济扰动，公司新客拓展或有难度，从而导致公司自主软件产品营收增速承压；2025-2027 年伴随着经济向好预期，信创和 AI 助力，企业数字化管理需求有望释放，自主软件产品营收增速或将上移。由此，我们预期 2025-2027 年自主软件产品收入增速分别为 3.46%、2.98%、2.98%。

2) 技术服务：公司技术服务主要为向客户提供的年度维护、二次开发、授权购买等多种形式在内的增值服务。我们认为，随着品牌力提升以及独特的 EBU 渠道与客户保持紧密交流，时刻关注客户需求变化并相应升级产品模块，因而客户粘性较高，老客户对技术服务需求越加频繁，技术服务收入逐步成为公司第一大营收并较软件产品销售增速更高，起到公司营收增长缓冲垫的作用。由此，我们预计 2025-2027 年技术服务收入增速分别为 14%、15%、14%。

3) 第三方产品：公司第三方产品主要为根据合同执行需要代客采购销售的第三方软、硬件产品。该业务营收占比较小，与公司销售自主软件产品和技术服务相关，预计 2025-2027 年营收增长分别为 15%、14%、14%。

4) 毛利率：公司由于主要产品与服务以 EBU 形式进行销售推广，整体毛利率维持在较高水平。2024 年，公司实现毛利率 93.2%，同比减少 0.7pct，主要系外包成本的增加。我们认为，2024 年公司推出的新品 Xiaoe.AI 有望随着产品的成熟，实施交付成本或将下降，未来公司主要产品与服务毛利率水平有望回到过往较高水平。从综合毛利率来看，随着技术服务占比提升，一定程度上综合毛利率有下降趋势。由此，我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 93.61%、93.51%、93.41%。

表 8：泛微网络主营业务收入拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	23.31	23.93	23.62	26.07	28.96	32.07
yoy	16.41%	2.65%	-1.31%	10.38%	11.09%	10.72%
毛利率	93.23%	93.94%	93.25%	93.61%	93.51%	93.41%
自主软件产品 (亿元)	9.31	9.40	8.08	8.37	8.61	8.87
yoy	0.15%	0.95%	-13.95%	3.46%	2.98%	2.98%
毛利率	98.56%	99.70%	99.31%	99.41%	99.46%	99.51%
技术服务 (亿元)	12.15	13.33	14.38	16.39	18.85	21.49
yoy	22.25%	9.67%	7.87%	14.00%	15.00%	14.00%
毛利率	96.69%	95.07%	94.31%	95.10%	95.20%	95.30%
第三方产品 (亿元)	0.91	1.21	1.14	1.31	1.50	1.71
yoy	18.87%	33.33%	-5.39%	15.00%	14.00%	14.00%
毛利率	34.76%	36.59%	37.47%	38.00%	38.00%	38.00%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所预测（注：其他业务营收体量较小暂不作列示）

## 4.2. 估值

我们认为，公司是协同管理软件市场的龙头，未来可凭借产品力、品牌力、渠道力等优势满足大中小不同规模组织的协同管理和移动办公需求，进一步提升自身市场份额。企业在数智化发展过程中，OA 或为其降本增效最佳工具，伴随着宏

观经济恢复向好,协同管理需求有望进一步提升,对泛微网络成长注入发展动力。此外,信创与 AI 将协同管理软件市场驶入“快车道”,公司经过不断的研发投入,已具备完善的信创与 AI 产品系列,未来有望利用龙头优势持续享受 AI 与信创行业红利。

我们选取在协同办公领域具有相似业务的致远互联、金山办公和金蝶国际作为可比公司。我们预计公司 2025-2027 年将实现营收 26.07、28.96、32.07 亿元,同比增长 10.38%、11.09%、10.72%;实现归母净利润 2.83、3.54、4.31 亿元,同比增长 39.69%、24.87%、21.74%;基于 2025 年 4 月 25 日股价,PE 分别为 61.0、48.8、40.1X。考虑到公司为协同管理软件龙头,未来有望持续受益于信创+AI 市场红利,相对于可比公司估值水平仍有提升空间。首次覆盖,给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值表

代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)					市盈率 PE				
			23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
603039.SH	泛微网络	66.3	0.7	0.8	1.1	1.4	1.7	68.4	62.9	61.0	48.8	40.1
可比公司												
688369.SH	致远互联	27.3	-0.4	-2.0	0.3	0.6	-	-79.7	-9.8	94.2	46.7	-
688111.SH	金山办公	284.8	2.9	3.6	4.1	5.1	6.1	110.8	80.5	68.9	56.3	46.5
0268.HK	金蝶国际	11.8	-0.06	-0.04	0.04	0.10	0.16	-178.4	-199.4	272.6	108.3	68.4
平均值									-42.89	145.2	70.4	57.5

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所预测 (注: 可比公司数据来源于 Wind 一致预期, 泛微网络数据为德邦预测; 股票收盘价为 2025 年 4 月 25 日; 致远互联 27 年暂无预测值)

## 5. 风险提示

**产品拓展不及预期:** 公司营收已转变为技术服务为主,产品拓展背后的持续升级迭代是技术服务收入可持续增长的重要支撑,若公司不能有效开发新模块、升级新产品,将对营收增长产生一定牵制。

**营销团队搭建不及预期:** 公司 EBU 发展存在限制情况下,渠道已转变至多层次营销网络,打通产品销售“最后一公里”。若公司不能有效转变渠道发展战略,区域营销团队构建速度缓慢,将对公司产品营销以及品牌影响力产生负面影响。

**信创政策落地不及预期:** 行业信创为协同管理软件中长期下游需求重要来源,若信创政策落地不及预期,将导致公司信创产品采购不及预期,不利于公司创收。

**AI 技术研发不及预期:** 步入数字经济时代,组织对协同办公的智能化、自动化需求逐步提升,若公司不能紧跟近期 AI 大模型发展出更为智能化的产品,将可能降低老客户粘性与新客户吸引力,对下游需求开拓产生负面作用。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.78	1.09	1.36	1.65
每股净资产	8.29	9.18	10.28	11.62
每股经营现金流	1.12	1.84	1.99	2.58
每股股利	0.15	0.21	0.26	0.32
价值评估(倍)				
P/E	62.82	60.97	48.83	40.11
P/B	5.91	7.22	6.45	5.71
P/S	5.41	6.63	5.97	5.39
EV/EBITDA	48.14	49.45	41.65	33.46
股息率%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	93.2%	93.6%	93.5%	93.4%
净利润率	8.6%	10.9%	12.2%	13.4%
净资产收益率	9.4%	11.8%	13.2%	14.2%
资产回报率	5.2%	6.5%	7.3%	7.9%
投资回报率	9.6%	11.1%	11.8%	13.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-1.3%	10.4%	11.1%	10.7%
EBIT 增长率	26.7%	27.2%	19.2%	24.1%
净利润增长率	13.6%	39.7%	24.9%	21.7%
偿债能力指标				
资产负债率	44.9%	45.0%	44.4%	44.2%
流动比率	1.5	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.1	1.4	1.5	1.5
现金比率	0.4	0.7	0.6	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	41.3	40.0	39.5	39.7
存货周转天数	147.9	145.9	143.4	142.4
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	8.0	6.8	6.5	6.4

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	203	283	354	431
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	77	45	52	60
非经营收益	-14	29	44	63
营运资金变动	26	123	68	118
经营活动现金流	293	481	518	672
资产	-91	-87	-107	-100
投资	-27	-180	-272	-226
其他	91	514	-52	-71
投资活动现金流	-27	247	-431	-396
债权募资	0	-1	-1	-1
股权募资	0	3	0	0
其他	-318	-54	-68	-82
融资活动现金流	-318	-53	-69	-83
现金净流量	-52	675	18	192

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日  
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,362	2,607	2,896	3,207
营业成本	160	167	188	211
毛利率%	93.2%	93.6%	93.5%	93.4%
营业税金及附加	17	18	20	22
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	1,613	1,742	1,882	2,032
营业费用率%	68.3%	66.8%	65.0%	63.4%
管理费用	73	77	82	87
管理费用率%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%
研发费用	325	351	386	424
研发费用率%	13.7%	13.5%	13.3%	13.2%
EBIT	219	278	332	412
财务费用	-34	-19	-39	-40
财务费用率%	-1.4%	-0.7%	-1.3%	-1.2%
资产减值损失	-27	0	0	0
投资收益	-21	-36	-52	-71
营业利润	205	289	363	443
营业外收支	8	8	8	8
利润总额	213	297	371	451
EBITDA	252	323	383	472
所得税	10	13	17	20
有效所得税率%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	203	283	354	431

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	627	1,302	1,320	1,512
应收账款及应收票据	291	308	349	383
存货	63	72	78	89
其它流动资产	1,573	1,823	2,192	2,533
流动资产合计	2,554	3,504	3,939	4,517
长期股权投资	98	78	50	26
固定资产	354	409	480	529
在建工程	74	73	68	69
无形资产	86	84	83	81
非流动资产合计	1,370	848	883	907
资产总计	3,923	4,352	4,822	5,424
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	598	630	707	796
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,155	1,321	1,428	1,593
流动负债合计	1,753	1,951	2,135	2,390
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	10	8	7	6
非流动负债合计	10	8	7	6
负债总计	1,763	1,960	2,143	2,396
实收资本	261	261	261	261
普通股股东权益	2,161	2,393	2,679	3,028
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,923	4,352	4,822	5,424

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

**陈涵泊：**德邦证券计算机行业首席分析师，上海交通大学信息安全本科，电子与通信工程硕士，曾任职于中信证券研究部、天风证券研究所，多年计算机行业研究经验，具备成熟的计算机研究框架、自上而下产业前瞻视野，云计算领域深入研究。2022-2023年新财富最佳分析师入围（团队），2023年新浪金麒麟最佳分析师第五名（团队）。

**王思：**德邦证券计算机行业研究助理，湖南大学金融学学士，武汉大学金融学硕士，主要覆盖工业软件、云计算、网安等方向。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。