



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

协同办公龙头，AI Agent 打开第二成长曲线

— 泛微网络（603039.SH）深度报告

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

深度报告

泛微网络（603039.SH）

投资评级： 买入

上次评级： 买入



资料来源：iFinD、信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	59.26
52周内股价	26.36-85.18
波动区间（元）	
最近一月涨跌幅（%）	12.73%
总股本（亿股）	2.61
流通A股比例（%）	100%
总市值（亿元）	154.43

资料来源：iFinD、信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编：100031

协同办公龙头，AI Agent 打开第二成长曲线

2025 年 6 月 12 日

报告内容摘要：

◆**核心看点：**①AI Agent 广泛快速落地，为公司打开第二成长曲线。②协同办公内容几乎涵盖 ERP 以外的所有企业管理类软件，行业空间大；随着企业发展，会持续有企业管理软件的新建和改造需求，行业持续增长性好。③公司作为行业龙头，在产品研发和市场覆盖上均具备优势，市占率有望持续提升。④信创使得客户换新需求加速释放，且有利于公司市占率进一步提升。

◆**公司简介：**泛微网络是国内协同管理软件行业龙头，在全国拥有 80000 多家用户，覆盖 87 个细分行业，拥有广泛的客户实践积淀。公司的主要产品包括：1) 面向大中型客户群体的数智化运营平台（e-cology）；2) 面向中小型客户的协同办公平台（e-office）；3) 通过协同企业微信的数智化办公云平台（e-teams）；4) 针对政府客户的核心产品 e-nation；5) 采用“大模型+小模型+智能体”的技术架构的泛微·数智大脑 Xiaoe.AI。

◆**AI Agent 智能体市场空间广阔，OA 软件为 B 端优势应用落点。**根据观研天下数据，预计至 2028 年有望达 8,520 亿元，且以 B 端应用为主。在 ToB 端，预计在未来 AI agent 将会实现整个 SaaS 应用的重构。AI agent 主要从提升运营效率、降低成本、个性化服务等多方面给企业带来价值。**OA 软件作为交互中心连接企业内外部信息系统，适合作为 AI Agent 的应用落点。**

◆**公司坚持“RPA + LLM + Agent”AI 发展路径，围绕数智大脑前瞻布局办公 Agent。**公司在 AI 数智化方面相继推出千里聆（RPA 业务流程自动化平台）、智能小 e（LLM 版）-智能中间件平台、数智大脑 Xiaoe.AI。同时公司全面接入 DeepSeek 大模型，显著提升泛微各项产品智能化效果以及智能体构建能力。**另外公司新推出数智大脑 Xiaoe.AI 是由“大模型+小模型+智能体”结合而成，泛微 AI 智能体通过智能化任务处理来重构标准化作业流程的潜力备受期待，产品未来应用前景广阔。**

◆**公司凭借自身丰富的产品生态优势有望持续扩大市场份额。**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，行业空间大；随着企业发展，会持续有企业管理软件的新建和改造需求，行业持续增长性好。公司技术服务收入占比 61%，该收入主要来自老客户二次开发等需求，反映公司客户粘性高，且有不断新增的客户需求。公司作为行业龙头，在产品研发和市场覆盖上均具备优势，市占率有望持续提升。

◆**政企数字化转型叠加信创，加速公司业务增长。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，公司作为行业龙头，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。**

◆**盈利预测与投资建议：**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；公司率先将 AI Agent 与协同办公领域相结合，AI+办公产品落地开启智能办公新浪潮，打开公司业务长期发展空间。**我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.94/1.13/1.34 元，对应 P/E 分别为 62.83/52.48/44.08 倍，维持“买入”评级。**

◆**风险因素：**AI 产品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险；下游需求增速降低风险；信创政策不及预期风险。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,393	2,362	2,552	2,813	3,146
增长率 YoY %	2.6%	-1.3%	8.0%	10.3%	11.8%
归属母公司净利润(百万元)	179	203	246	294	350
增长率 YoY%	-20.0%	13.6%	21.1%	19.7%	19.0%
毛利率(%)	93.9%	93.2%	93.1%	93.0%	92.9%
ROE(%)	8.6%	9.4%	10.4%	11.2%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.78	0.94	1.13	1.34
市盈率 P/E (倍)	86.43	76.10	62.83	52.48	44.08
市净率 P/B (倍)	7.43	7.15	6.51	5.88	5.26

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 6 月 11 日收盘价

目录

核心观点	6
一、主营业务和财务分析	7
1.1 协同管理软件领军者，专注行业二十余年	7
1.2 主营业务和产品：产品生态多元，赋能 B、G 双端	8
1.2.1 e-cology：多应用紧密集成，轻前端重后端	10
1.2.2 e-office：面向中小型客户的标准化产品	12
1.2.3 e-teams：面向小微企业的一体化移动办公云平台	13
1.2.4 e-nation：全生态链适配的信创协同平台	14
1.2.5 Xiaoe.AI：大模型+小模型+智能体，助力业务全程数智化运营	15
1.3 财务分析	16
1.3.1 历史业绩增速减缓，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、协同管理软件：多因素共振推动发展，行业格局持续改善	19
2.1 行业趋势一：AI Agent 赋能协同办公领域	19
2.1.1 AI Agent 未来空间广阔，OA 软件为 B 端优势应用落点	19
2.1.2 “RPA + LLM + Agent” 发展路径，公司围绕数智大脑前瞻布局办公 Agent	21
2.2 行业趋势二：协同业务边界不断扩展	24
三、政企数字化转型叠加信创，加速公司业务增长	26
3.1 政策端发力，办公信创有望加速渗透	26
3.2 国央企与政府机构为办公信创主力军，OA 龙头厂商优势彰显	28
四、盈利预测和估值	30
4.1 盈利预测	30
4.2 估值	31
五、风险因素	32

表目录

表 1：AI 交互模式	19
表 2：分业务营收和利润	30
表 3：可比公司估值（截至 2025.06.11）	31

图目录

图 1：公司发展历程	7
图 2：公司股权结构	8
图 3：公司主要产品体系	9
图 4：OA 办公系统收费模式	10
图 5：e-cology 整体技术架构	11
图 6：e-cology 功能	11
图 7：e-cology 的应用场景	12
图 8：e-cology 数智化运营三大能力	12
图 9：e-office 技术架构和功能	13
图 10：e-office 应用场景和功能	13
图 11：e-teams 功能	13
图 12：e-teams 的优势	13
图 13：e-nation 功能	14
图 14：e-nation 信创协同平台框架	15

图 15: Xiaoe.AI 智能业务框架图	15
图 16: 智能体技术实现的五大步骤	16
图 17: 收入和净利润 (亿元)	16
图 18: 公司主营业务收入 (亿元)	16
图 19: e-cology 和 e-office 产品收入和毛利率 (亿元)	17
图 20: 公司费用支出 (亿元)	17
图 21: 公司主营业务毛利率	18
图 22: AI agent 行业市场规模 2023-2028E (亿元)	20
图 23: 千里聆平台架构	21
图 24: 智能小 e 平台架构	21
图 25: 数智大脑 Xiaoe.AI 核心技术	22
图 26: 泛微智能体多场景应用	23
图 27: 四步可完成自定义搭建智能体	23
图 28: Xiaoe.AI 让 DeepSeek 安全有效落地	23
图 29: 协同管理软件行业发展趋势	24
图 30: 协同办公平台市场规模 (亿元)	25
图 31: 中国线上办公用户规模和使用率	25
图 32: 办公信创相关政策梳理	26
图 33: 2021-2027 年协同办公信创市场规模及增速	27
图 34: 2023 年“2+8+N”行业信创进度	27
图 35: 办公信创升级招标需求及评估标准	28
图 36: 公司信创实验室打造全栈式信创	29
图 37: 公司信创办公平台满足政企各项需求	29

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；公司利用 AI 大模型+小模型+智能体构建泛微数智大脑 Xiaoe.AI，让业务全程数智化运营，率先将 AI Agent 与协同办公领域相结合，开启智能办公新浪潮，打开公司业务长期发展空间。

公司的增长逻辑主要由长期以及短中期两条主线支撑：

长期：

1) **AI Agent 智能体市场空间广阔**，根据观研天下数据，2023 年中国 AI Agent 市场规模为 554 亿元，预计至 2028 年有望达 8,520 亿元，其年均复合增长率为 72.7%。且以 B 端应用为主，在 ToB 端，AI agent 将会实现整个 SaaS 应用的重构，主要从提升运营效率、降低成本、个性化服务等多方面给企业带来价值。

掌握高质量数据的平台有望在 AI Agent B 端应用落地时具备优势。OA 软件作为交互中心连接企业内外部信息系统，可以调用其他组织的功能，适合作为 AI Agent 的应用落脚点。

公司围绕“RPA + LLM +Agent”的 AI 发展路径，相继推出千里聆（RPA 业务流程自动化平台）、智能小 e（LLM 版）-智能中间件平台、数智大脑 Xiaoe.AI。同时公司全面接入 DeepSeek 大模型，显著提升泛微各项产品智能化效果以及智能体构建能力。

泛微新推出数智大脑 Xiaoe.AI 是由大模型+小模型+智能体结合而成，近些年 AI Agent 相关应用或将迎来规模化落地浪潮，公司数智大脑通过智能化任务处理来重构标准化作业流程的潜力备受期待，产品未来应用前景广阔。

2) 目前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；同时，根据不同规模、类型的企业需求，公司拥有丰富的产品业务线，能够满足不同企业客户的产品需求。随着业务的不断扩展，有望迎来快速发展。

中短期：

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；在政策和资金扶持下，信创基础设施发展迅速，为上层办公应用的信创适配创造环境。目前协同办公信创成熟度较高，市场规模保持稳定增长。根据艾瑞咨询的数据，预计到 2027 年协同办公信创市场规模将达到 21 亿元。

信创首要关注厂商的技术方案和服务能力。国央企和政府机构是办公信创升级的主力军，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。

针对政府端：公司有专注于数智政府协同领域的 e-nation。目前拥有 600+政务应用，覆盖 60 余个业务条线，已经为 7000 余家党政客户提供数字化转型方案。**针对央国企**：公司的信创一体化办公平台，兼容国内各种主流软硬件厂商产品。预计公司有望在信创持续推进的进程中持续受益。

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 80000 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**；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。

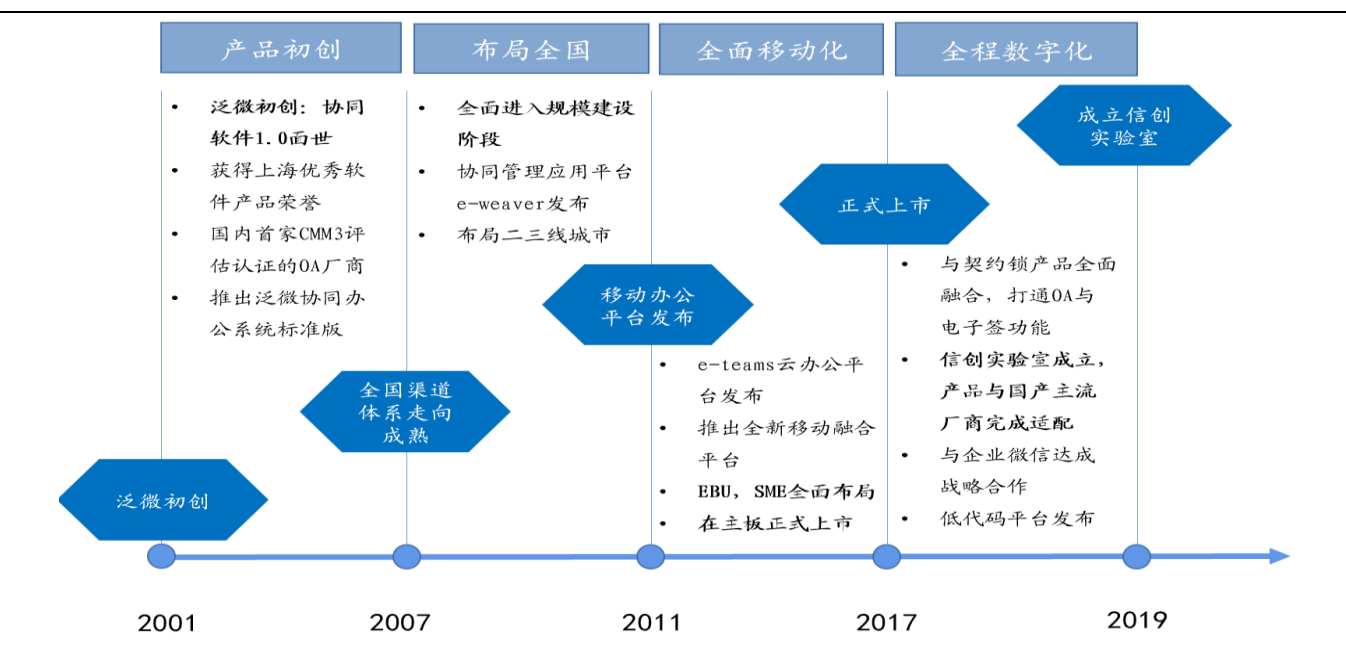
1) **产品初创 (2001-2006)**：2001 年公司成立，并推出 e-cology 1.0 产品，签下各大知名用户；在不断进行产品迭代的同时，公司也开始进行标准化产品的研发，推出了协同办公系统标准版 e-office，为产品的快速推广打下了坚实基础。

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；2023 年和 2024 年分别发布全新低代码平台 e-builder 和泛微数智大脑 Xiaoe.AI。

图 1：公司发展历程

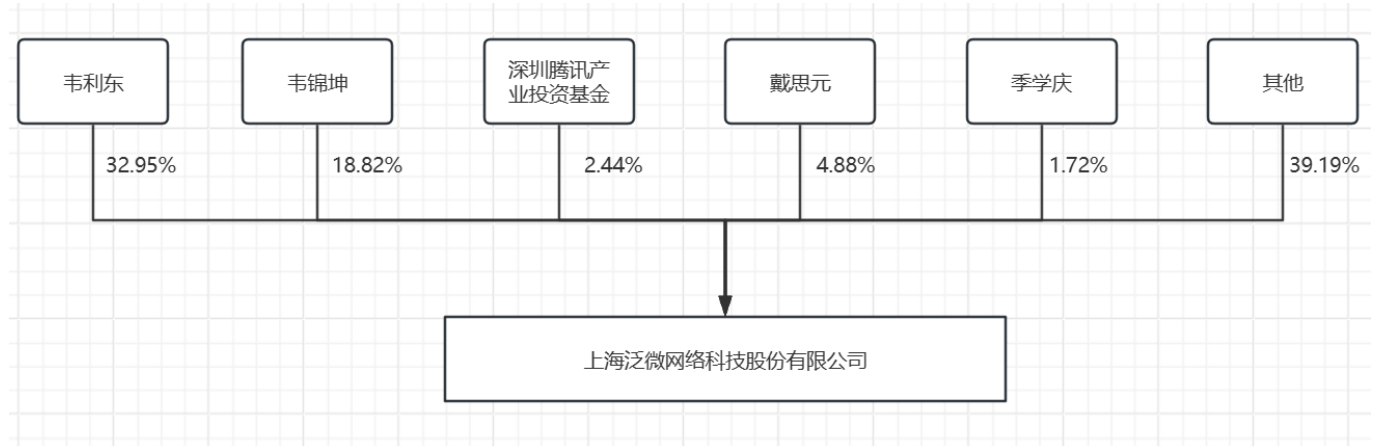


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

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，且兼具管理与技术经验。

图 2：公司股权结构



资料来源：iFinD，信达证券研发中心；数据截至：2025 年一季度

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；公司利用 AI 大模型+小模型+智能体构建泛微数智大脑 Xiaoe.AI，让业务全程数智化运营。

公司的主要产品包括：1) 面向大中型客户群体的数智化运营平台 (e-cology)；2) 面向中小型客户的协同办公平台 (e-office)；3) 通过协同企业微信的数智化办公云平台 (e-teams)；

1) e-cology (数智化运营平台) 是公司最核心的产品，至今经历了 10 个大版本，90 多个小版本的迭代更新，最新产品为 E10。系统支持信创全栈适配，融合千余种成熟应用，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；

2) **e-office (协同办公平台)** 面向中小型客户，是高度产品化的协同移动办公软件，满足人事、行政、财务等不同部门协作需求。

3) **e-teams (数智化办公云平台)** 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。

4) **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。同时基于大模型，提供政务公文的自动生成、精确校对、任务智能分解和精确分发等服务。

公司持续布局 AI+协同办公领域。2023 年公司推出小 e-智能中间件平台，是基于大语言模型构建的智能办公助手；在 AI 开发领域，2023 年 10 月，公司基于大语言模型推出低代码平台 e-builder，支持无代码、低代码、全代码三种构建模式，内置 300+表单控件以及 1000+应用模块可随时调用；2024 年 12 月，公司发布数智大脑 Xiaoe.AI，产品基于“大模型+小模型+智能体”构建而成，可以应用市场、销售、采购等十余种场景，并且配置了 50+智能体服务和 100+智能业务组件。

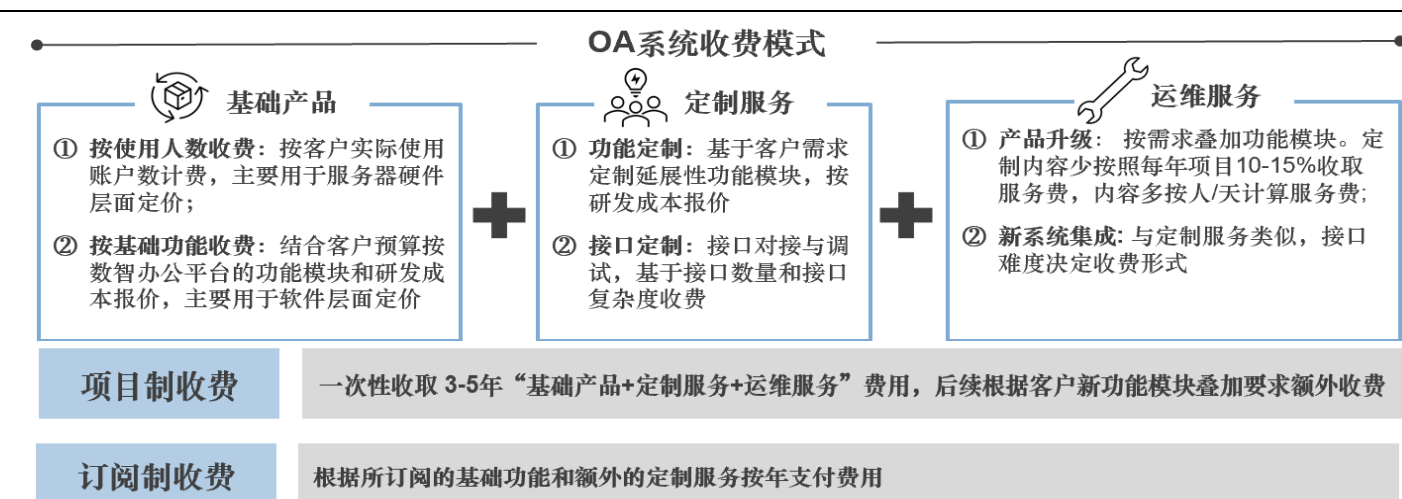
图 3：公司主要产品体系



资料来源：艾瑞咨询，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。目前服务商收费有两种形式：第一种是项目制收费，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；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是新客户签单，带基础产品的订单；技术服务收入主要来自老客户模块叠加、更新、维护等需求。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。

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，进一步提升公司业绩天花板。此外，公司新推出的数智大脑 Xiaoe.AI 采用“大模型+小模型+智能体”的技术架构，率先将 AI Agent 与协同办公领域相结合，开启智能办公新浪潮，打开公司业务长期发展空间。

1.2.1 e-cology：多应用紧密集成，轻前端重后端

自 2001 年公司发布 e-cology 1.0 版本以来，产品经历了 10 个大版本，90 多个小版本的迭代更新，目前已拥有 1000+个成熟应用和超过 8 万家客户，提供 35 个行业、87 个细分领域方案经验，是新一代数智化运营平台。

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。

产品依托全新的技术理念：前端组件化、后端微服务架构、数据库多租户设计等。1) 前端分为终端层、展现层、应用层。其中终端层自适应手机和 PC 端；展现层支持组件化，提供了上万种开发组件；应用层支持低代码和无侵入开发等技术。2) 后端：微服务架构，深度融合了市面上的五大智能化技术能力，主要包括注册中心、服务网关、配置中心、日志

收集、调用链追踪、性能监控等功能。3) 数据库采用多租户设计、数据读写分离、去中心化等设计。前端、后端、数据库等通过集成中心实现统一入口、灵活连接、持续拓展等功能。

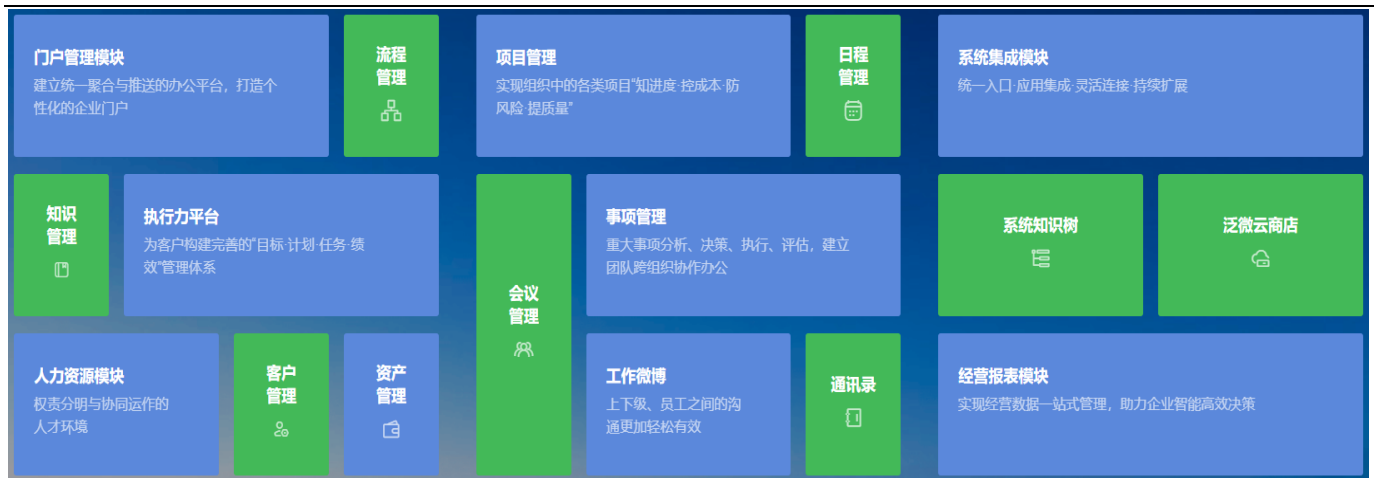
e-cology 提供数智化运营平台所需的丰富功能组件。主要包括门户管理、流程管理、知识管理、执行力平台、人力资源、客户管理、资产管理等 17 项功能。主要提供面向组织运营类、个人办公类、业务管理类、政务办公类等场景应用，拥有 1000+ 的成熟应用，帮助客户快速构建数智化运营场景。

图 5：e-cology 整体技术架构



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 6：e-cology 功能



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

e-cology 的数智化运营能力加速推进以客户为中心的数字化建设，让财务、业务、管理一体化运作。1) 智能化：语音一键实现智能办公，提供全业务平台智能化运营，信息自动采集、智能分析，AI 提供大纲自动生成、文本智能续写等内容；2) 平台化：轻量化代码搭建应用，拥有自主可控的数字化建设能力；3) 全程数字化：数字身份+印章管控+电子签章+数据存证，提供数字可信基础能力。

图 7：e-cology 的应用场景



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 8：e-cology 数智化运营三大能力



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 年，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 11.0 版本，应用场景不断丰富的时候，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。

产品为包含企业人事管理、合同管理、采购管理、费控管理等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，有效提升组织管理与协同效率。

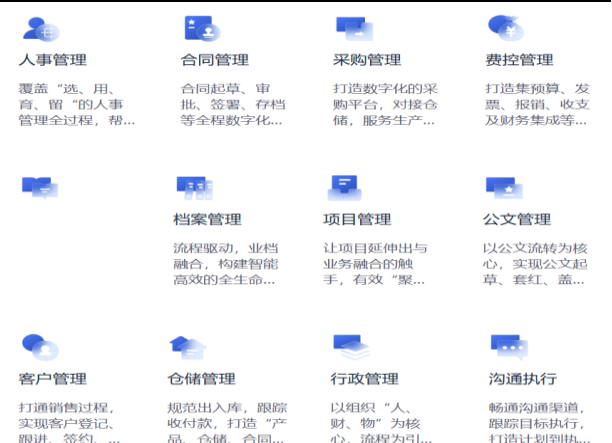
e-office 拥有海量成熟模板，目前已集成 50+的场景模板，200+的应用模板。通过一键导入各类表单模板、流程模板、案例模板、业务场景模板，快速落地人事、行政等不同部门的办公目标。

图 9：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 10：e-office 应用场景和功能



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 11：e-teams 功能



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 12：e-teams 的优势



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 7000 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。

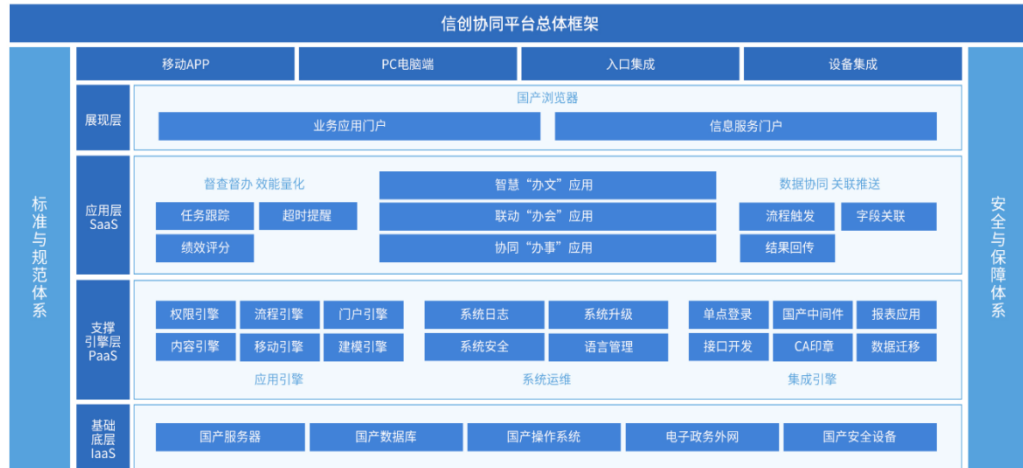
图 13：e-nation 功能



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

此外，产品可以兼容国内各大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 14: 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

1.2.5 Xiaoe.AI：大模型+小模型+智能体，助力业务全程数智化运营

2024 年 12 月，公司正式发布泛微·数智大脑 Xiaoe.AI，产品采用智能化技术，融合组织、业务、财务一体，解决传统办公与运营过程中的挑战，提供从办公、人事、合同等多种场景下的智能化场景应用，让业务全程数智化。

图 15: Xiaoe.AI 智能业务框架图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

数智大脑基于“大模型+小模型+智能体”构建而成，将组织沉淀的数据、信息等训练成为数智化底座，助力各场景的智能化改造。1) 平台支持连接不同厂商的大模型，结合泛微自研的功能、算法提供 24 小时的智能办公助手服务；2) 专业化小模型：产品集成各种不同智能的小模型，在垂类业务场景和大模型分工配合，实现意图识别、表格识别、多轮改写等功能；3) 智能体：提供标准化的接口，随时调用丰富的智能组件，目前泛微已经在各业务场景实现了 50 多个智能体应用。

Xiaoe.AI 主要包括智能办公、智能运营、智能采集三大平台以及泛微 AI 智能体，其中泛微 AI 智能体是数智大脑的核心关注点。智能体不仅继承了丰富成熟的 AI 智能体，并且可以通过大模型和专业化小模型来自主搭建。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，还可以通过后台编辑和语料喂养，实现智能体自我成长。

图 16：智能体技术实现的五大步骤



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

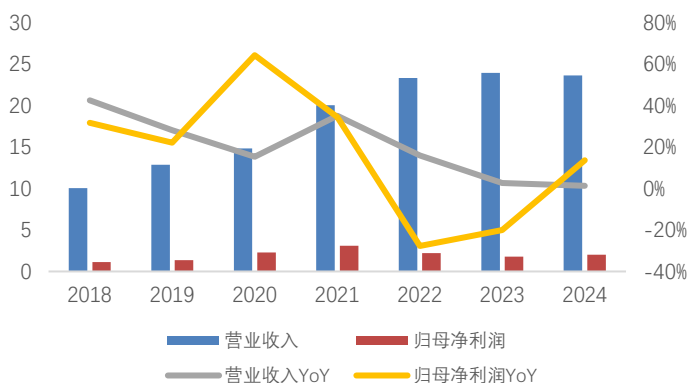
1.3 财务分析

1.3.1 历史业绩增速减缓，老客户收入贡献不断提升

公司主营业务收入由技术服务、软件开发、第三方产品构成，其中技术服务业务所贡献的收入逐渐超过软件开发业务，2024 年占比 60.88%。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 10.09%和 15.33%。受疫情以及下游需求减少影响，公司 2022 年以来收入和净利润下滑，2024 年业绩在一定程度上有所修复，利润增速转正。

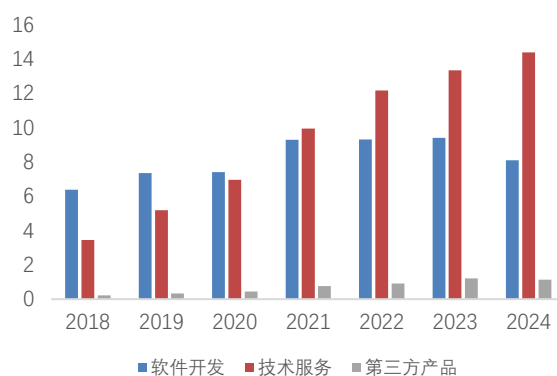
公司软件开发业务收入主要包括 e-cology 和 e-office 两款产品收入，产品的毛利率高，2018-2024 年均保持 95%以上的水平。其中 e-cology 所创造的收入逐年提高，2024 年营收达到 7.89 亿元，在软件开发业务收入占比则维持在 96%以上。

图 17：收入和净利润（亿元）

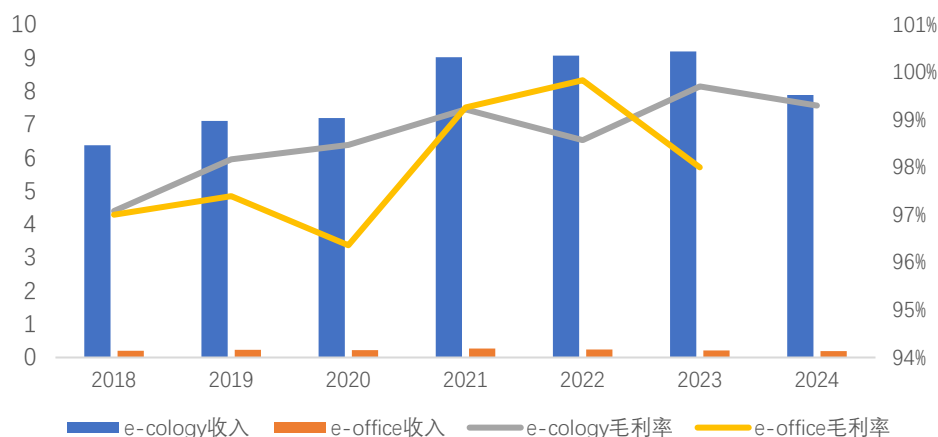


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 18：公司主营业务收入（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 19：e-cology 和 e-office 产品收入和毛利率（亿元）


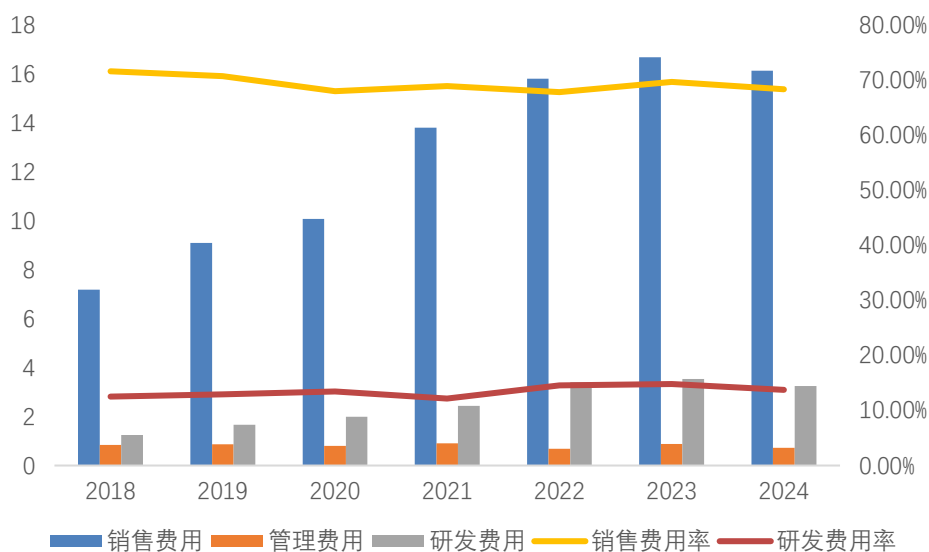
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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，其中销售费用率接近 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；研发费用率逐年提高，近年来公司持续加大 AI 产品的开发力度，2024 年研发费用率达到 13.75%。

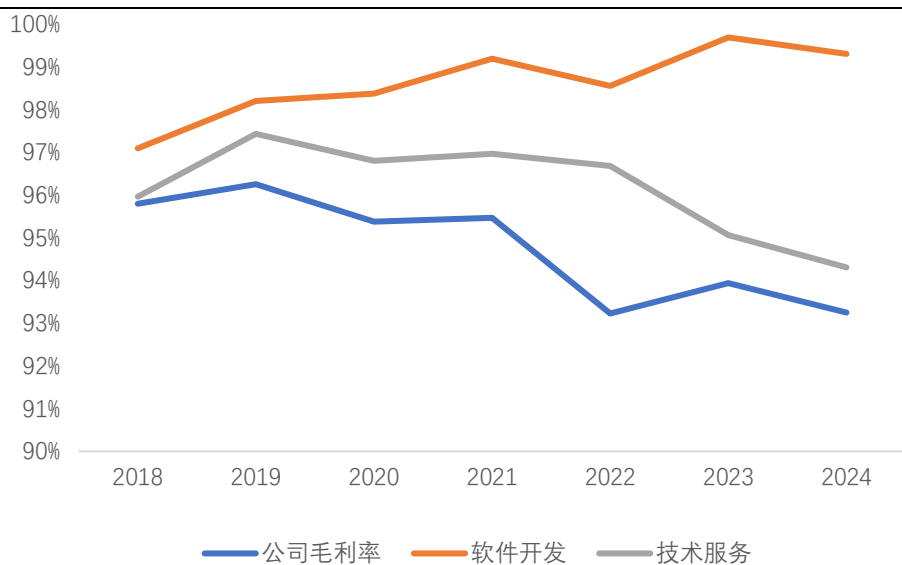
公司毛利率保持较高水平，主要是将项目的落地实施委托授权运营中心所致，项目实施成本计入销售费用；经营性现金流稳定增长，2024 年经营性现金流为 2.93 亿元，同比增长 21.62%。

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 20：公司费用支出（亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 21：公司主营业务毛利率



资料来源：iFind，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：AI Agent 智能体市场空间广阔，且以 B 端应用为主，从提升运营效率、降低成本、个性化服务等多方面带来价值。OA 等协同办公平台掌握高质量数据，适合作为 AI Agent 的应用落点；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。

2.1 行业趋势一：AI Agent 赋能协同办公领域

2.1.1 AI Agent 未来空间广阔，OA 软件为 B 端优势应用落点

人类与 AI 协同的三种模式包括嵌入模式 (Embedding)、副驾驶模式 (Copilot) 和智能体 (agent)。AI agent (人工智能体) 是一种能够感知环境、进行决策和执行动作的智能实体。不同于传统的人工智能，AI agent 具备通过独立思考、调用工具去逐步完成给定目标的能力。AI 智能体相较于前两种模式，AI 的参与度更高、智能体模式更为高效，或将成为未来人机协同的主要模式。

表 1：AI 交互模式

AI 交互模式	简介
嵌入式模式	用户通过语言与 AI 交流，以提示的方式设定目标，然后 AI 协助用户实现这些目标。这种模式下，用户完成绝大部分工作，其中某几个任务由 AI 提供信息或建议；
副驾驶模式	AI 根据用户设定的流程执行任务。2021 年，微软在 GitHub 上首次引入 Copilot 概念。并于 2023 年 5 月，在大模式的加持下，Microsoft Copilot 迎来全面升级。在这种模式下，人类和 AI 协同工作，AI 从提供建议到协助完成流程的各个阶段，发挥各自的作用。
智能体模式	人类设定目标并提供必要的资源(如算力)，而后由 AI 独立承担大部分工作，最后由人类监督整个过程并评估最终结果。在这种模式下，AI 体现出互动性和自主适应性，接近于独立的行动者，人类更多扮演监督和评估者。

资料来源：观研报告网、信达证券研发中心

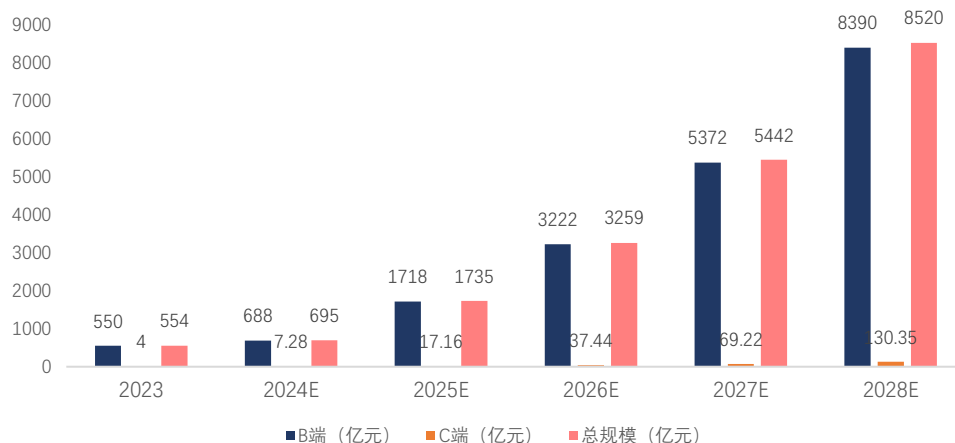
全球数据量高速增长，为 AI agent 发展提供数据资源。根据观研天下数据，2022 年，全球数据规模已达到 103ZB，预计 2027 年，全球数据规模可达到 284.3ZB，2023-2027 年 CAGR 可达到 22%。**中国数据量增长速度超过全球**，2022 年中国数据规模达到 23.9ZB，占比 23.2%。2027 年中国数据量规模可达到 76.6ZB，占比 26.9%，2023-2027 年中国数据规模 CAGR 为 26%。

中国 AI agent 市场空间广阔，其中以 B 端应用为主，C 端成长潜力大。AI agent 市场规模包括 To C 端和 To B 端的应用价值。在 To B 端，AI agent 将逐渐把 SaaS 应用全面进行改写重构；而在 ToC 端，AI agent 作为生成式 AI 的商业化应用。

AI agent B 端应用占比大，根据观研天下数据，2023 年中国 AI Agent 市场规模为 554 亿元，预计至 2028 年有望达 8,520 亿元，其年均复合增长率为 72.7%。其中，预计 2028 年 B 端 AI agent 市场规模为 8390 亿元，占比 98.5%；C 端 AI Agent 市场规模为 130.35 亿元，占比 1.53%。

在 ToB 端，预计在未来十年内，AI agent 将会实现整个 SaaS 应用的重构，并其市场规模将达 SaaS 应用的十倍。与传统知识库基于文本的结构化管理模式相比，AI agent 的向量数据库能自动学习和理解各种文档格式，实现更高效的知识管理和问题解答，所以掌握高质量数据的平台有望在 AI Agent B 端应用落地时具备优势。

图 22：AI agent 行业市场规模 2023-2028E（亿元）



资料来源：观研天下、信达证券研发中心

AI agent 主要从提升运营效率、降低成本、个性化服务等多方面给企业带来价值。 1) AI Agent 具有自动化流程和智能协作功能，可以低错误率、高效率地完成重复性、规律性的业务流程；2) 通过自动化任务减少简单重复的人力投入，利用 AI 数据分析能力，精准配置和管理资源；3) AI Agent 基于数据分析和业务流程中的实时反馈，可以覆盖更多细分领域和个性化服务。

2024 年 12 月海外厂商 Salesforce 推出 Agentforce 2.0 平台，产品覆盖客户服务、销售、金融等多个业务场景。 企业在融合 AI Agent 之后，其业务在开发速度、准确性等方面均得到较大提升：Agentforce 通过预构建的工具、模板使得模型设置速度比传统 DIY 方法快 7.5 倍；预优化模型和简化的优化流程使得 AI 代理的准确性提高了 75%。

企业服务软件是组织交互中心，有望率先应用 AI Agent。 AI Agent 的垂类能力取决于数据的数量和质量，办公、OA 等企业服务软件是企业数据的载体，对于定制和训练企业专属的 AI Agent 具有重要意义。**OA 软件作为交互中心连接企业内外部信息系统，可以调用其他组织的功能，适合作为 AI Agent 的应用落点。**

2.1.2 “RPA + LLM +Agent”发展路径，公司围绕数智大脑前瞻布局办公 Agent

公司以智能化、自动化为战略导向，持续投入千里聆自动化信息采集 RPA 平台、用于训练千里聆的 AI 大模型、汇聚智能体的数智大脑等技术向业务数智化发展。

2022 年，公司推出泛微·千里聆信息采集 RPA 平台，通过机器人流程自动化（RPA）、自然语言处理（NLP）、知识图谱等智能化技术，为组织构建“采集+提炼”一体化平台。泛微千里聆平台具有四大核心优势：指令库、设计器、机器人、执行器。千里聆适用于包括市场、销售、采购、生产等各类应用场景，通过 PRA+AI 两大引擎能力、可视化配置等满足组织中各类角色和部门信息采集需求。

图 23：千里聆平台架构



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

2023 年，公司以千里聆模型为核心推出智能小 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，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。语料算法中台引擎通过结合 PRA，实现语料的自动化采集做为算法语料的拓展训练，持续拓展应用场景并进一步训练千里聆模型；同时公司在小 e 平台上，为用户提供无门槛式构建自然语言交互(LUI)的数据应用，以覆盖特定领域和场景的 AI 应用需求。2024 年 12 月，智能小 e 升级为泛微数智大脑 Xiao.AI。

图 24：智能小 e 平台架构

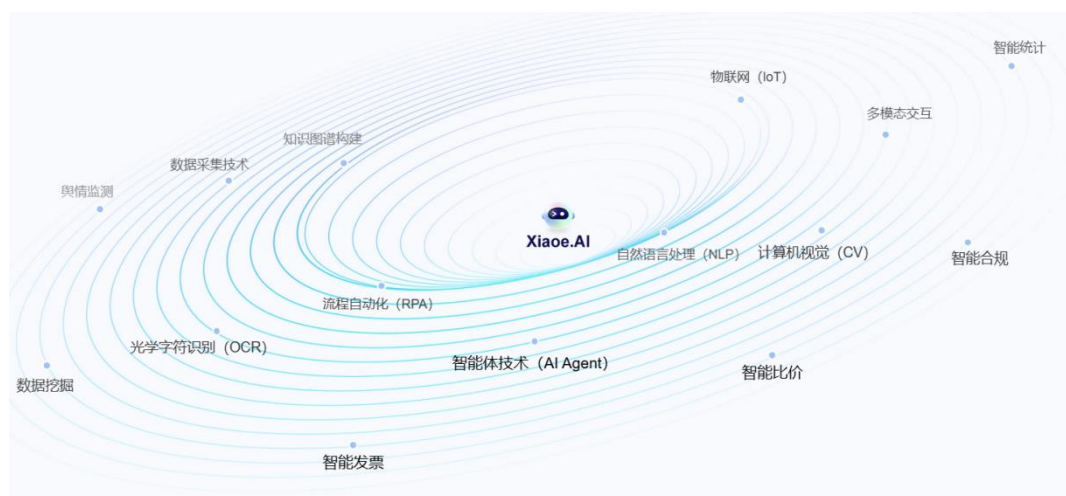


资料来源：公司官网、信达证券研发中心

泛微数智大脑 Xiaoe.AI 让业务全程数智化运营。公司以“大模型+小模型+智能体”为架构推出智能化底座，由大模型作为底层基础支持进行深度学习与训练；专业化小模型深入提供 100+智能组件服务，可定制化开发与优化；智能体开箱即用，供应各类应用随需随用，可与各类业务 OA、ERP、HR 等系统集成，实现业务过程智能化。

数智大脑赋能办公、运营、采集业务。泛微智能办公平台在行政办公、知识问答、数据查询、流程审批、公文办理上实现智能化，在各类日常办公融入智能化技术；智能运营平台通过融入语音识别、语义识别、OCR 图文识别、大语言模型等技术，平台可提供从市场、销售、合同、采购、财务、人事等全业务平台的智能化运营服务；智能采集继承千里聆 RPA+AI 能力，自动抓取识别价值信息。

图 25：数智大脑 Xiaoe.AI 核心技术



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

数智大脑 Xiaoe.AI 提供开箱即用和可自定义的 Agent 智能体。智能体平台提供了种类丰富多样的智能体：AI 审批助手、合同风控助手、发票识别助手等 50 多个智能体应用，开箱即用，也可以根据用户需求自定义开发。平台可根据自己的业务场景来搭建智能体，并能集成到第三方系统，支持在各个业务系统中集成或通过 API 接口进行快速调用，多场景赋能办公领域。**基于大数据+小模型+通用小范式大模型的 AI Agent 或成为发展趋势。**2025 年，AI Agent 或将迎来规模化落地浪潮，公司数智大脑通过智能化任务处理来重构标准化作业流程的潜力备受期待，产品未来应用前景广阔。

图 26：泛微智能体多场景应用



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

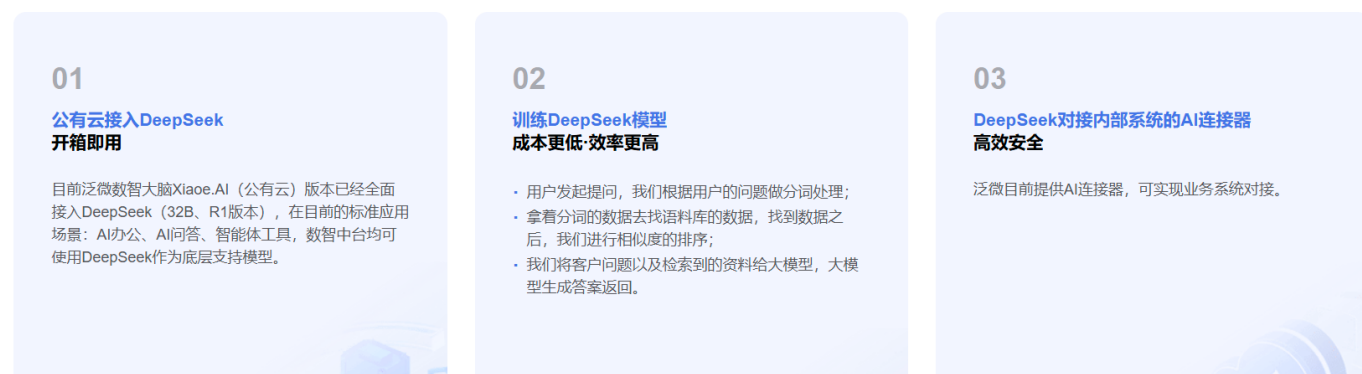
图 27：四步可完成自定义搭建智能体



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

泛微全面接入 DeepSeek 大模型，数智化应用场景再升级。2025 年 2 月，泛微公司旗下所有产品全面接入 DeepSeek 大模型，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：**帮助组织在各业务场景中，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，助力业务场景全环节智能化升级。**2) 用户可在泛微智能小 e 中直接使用 DeepSeek：**将显著提升回答的准确性，帮助用户提升工作自动化处理效率。**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 28：Xiaoe.AI 让 DeepSeek 安全有效落地



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

2.2 行业趋势二：协同业务边界不断扩展

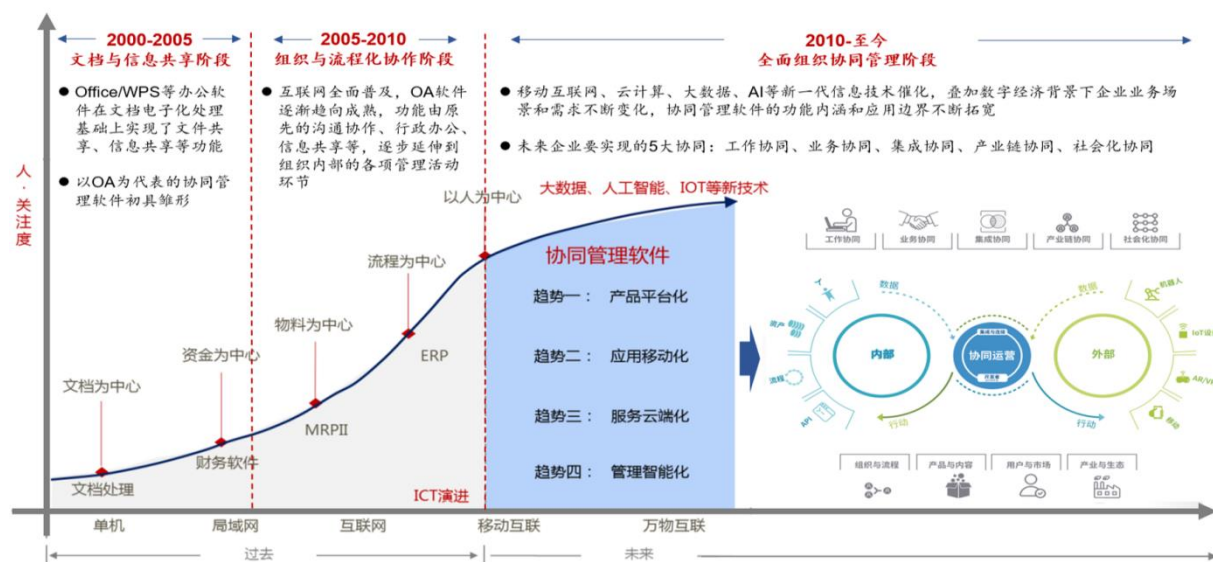
小结：目前我国的协同管理行业已进入全面组织协同管理阶段，产品的业务边界不断扩展，有望带来更广阔的增量市场空间，行业增速快，保持在 15%-20% 左右。公司的产品布局已经涵盖非传统 OA 业务，并覆盖了移动端和云端多种场景，随着业务的不断扩展，有望迎来快速发展。

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。

目前我国协同管理软件行业处于**全面组织协同管理阶段（2010-至今）**，该阶段受益于大模型技术的演进，探索其与协同办公产品的融合，在移动互联网、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，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 29：协同管理软件行业发展趋势



资料来源：致远互联招股说明书，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

公司的主营产品拥有面向中大型企业的 e-cology 与面向中小企业的 e-office。产品属

于综合协同办公管理平台，已涵括非传统 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，有望进一步提升业务天花板。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。

艾瑞咨询的数据显示，中国协同办公平台办 2023 年规模达到 102 亿元，同比增长 28.1%。而疫情提高了用户对办公平台的依赖程度（从线上办公用户规模和使用率可以看出），整体的市场增速较快。未来，叠加大模型应用将可能赋予行业更多的附加价值。通过付费客户数量与客单价的双重提升，**协同办公平台的市场增速将有望保持在 15%-20% 水平左右，预计到 2026 年整体市场规模将增长至 163 亿元。**

图 30：协同办公平台市场规模（亿元）

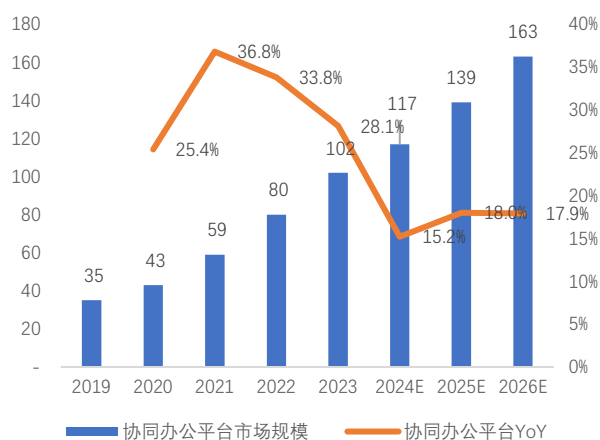


图 31：中国线上办公用户规模和使用率



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

资料来源：艾瑞咨询，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；政策要求党政及国央企的应用软件系统适配国产基础软硬件，催生系统办公的信创改造，OA 系统是办公信创核心的办公软件。公司作为龙头厂商，在产品、市场覆盖面等各方面均有优势，市场份额有望持续提升。

3.1 政策端发力，办公信创有望加速渗透

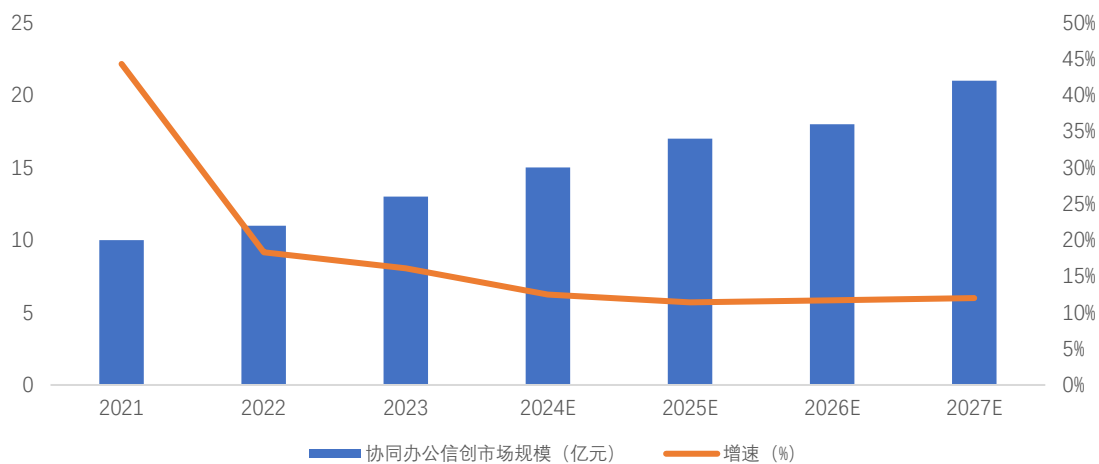
协同办公信创的含义。信创，即信息技术应用创新，产业涉及 IT 基础设施、基础软件、应用软件及信息安全等 IT 全栈架构，核心在于国产替代。**信创体系大概可分为三层：底层基础硬件、中间基础软件、上层应用软件，其中 OA 软件属于上层应用软件。**具备信创属性的办公软件，需满足两个条件：(1) 办公产品须实现国产化，其内核需要是自研的技术标准或拥有海外软件内核的长期授权；(2) 办公软件须与信创环境兼容互认，需具备权威机构颁发的信创产品证书。虽然 OA 系统是国内独有的，但是之前的 OA 系统所适配的操作系统、中间件以及软件等都不是完全国产的，而这些基础硬件进行国产化替代后，OA 系统也需要进行重新适配改造，因此催生出了对已有系统的存量替换需求。

图 32：办公信创相关政策梳理

	时间	政策	主要内容	
面向供给侧	2021.11	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	提出壮大信息技术应用创新体系 开展软件、硬件、应用和服务的一体化适配 ，逐步完善技术和产品体系；加大对软件的知识产权保护力度。	国资委79号文件 STEP1 2022年11月底 完成信创改造方案规划并报送国资委 STEP2 2023年1月起 每季度报送信息化系统信创改造的最新进度 STEP3 2027年底 全部国企央企须完成信息化系统的信创改造工作 全面替换 OA、门户、邮箱、纪检、党群、档案等 应替就替 战略决策、ERP、风控管理、CRM等 能替就替 生产制造、研发系统等
	2021.11	《湖北省关于全面推进数字湖北建设的意见》	加快国产操作系统、数据库、工业软件和信息安全软件的推广应用，力争到2025年建成国际一流的网络安全和信创产业发展高地。	
	2021.08	《北京市关于加快建设全球数字经济标杆城市的实施方案》	在打造“全球数字技术创新策源地”中表示，聚焦突破高端芯片、基础软硬件、开发平台、基本算法、量子科技、脑机科学等“卡脖子”和前沿核心技术。	
	2021.07	《云南省“十四五”云上云行动计划（征求意见稿）》	做大信创产业。依托云南省数字经济开发区、云南信创(大理)产业园等，加快信创软硬件产品研发、生产、销售和服务， 构建信创产业生态链，培育信创产业集群。	
面向需求侧	时间	政策	主要内容	
	2022.09	《国资委79号文件》	5年内完成国企全部完成信创替换，总体目标是要在 2027 年底实现 100%信创替代，其中邮箱系统要全面替换。	
	2022.06	《广东省贯彻落实国务院〈扎实稳住经济的一揽子政策措施〉实施方案》	提升信创产品和政务服务在党政机关日常办公、业务系统和重要基础设施应用的广度深度； 进一步发挥广东省信创产业联盟作用，构建标准统一的信创保障服务体系，搭建全链条信创生态发布和供需对接渠道，形成集群规模效应。	
	2022.05	《深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施》	原则上新增办公系统、业务系统中信创产品的采购比例，金融、能源、教育、医疗、电信、交通等重点领域不低于20%； 新增关键信息基础设施中信创产品的采购比例，党政机关、国资国企不低于40%。	
	2022.01	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	2025 年国家电子政务网要基本实现政务信息化的安全可靠应用，建立安可应用推进长效机制，确保政务信息化建设和应用的全流程安全可靠。	
	2022.01	《“十四五”数字经济发展规划》	到 2025 年在线政务要翻一倍，行政办公及电子政务要全部完成国产化替代。	
	2021.11	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	协同 攻关应用软件 ，面向金融、建筑、能源、交通等重点行业领域应用需求加快突破金融核心业务系统、建筑信息建模和建筑防火模拟、智慧能源管理、智能交通管理、智能办公等应用软件。	

资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

政策端发力催生大量信创协同办公需求。信创服务的客户是以党政及大型国央企为主的“2+8+N”行业客户（“2”是指党、政，“8”是指关于国计民生的八大行业：金融、电力、电信、石油、交通、教育、医疗、航天航空，“N”则是指，把信创产品全面应用到消费市场）。目前信创升级渗透率较高的是党政和金融，其他行业也在加速推进。由于国务院 79 号文要求 2027 年底，全部国企央企必须完成信息化系统的信创改造工作，因此预计在 2026-2027 年，协同办公信创市场将会有国央企驱动的稳定增长。根据艾瑞咨询的数据，预计到 2027 年协同办公信创市场规模将达到 21 亿元。

图 33：2021-2027 年协同办公信创市场规模及增速


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 34：2023 年“2+8+N”行业信创进度

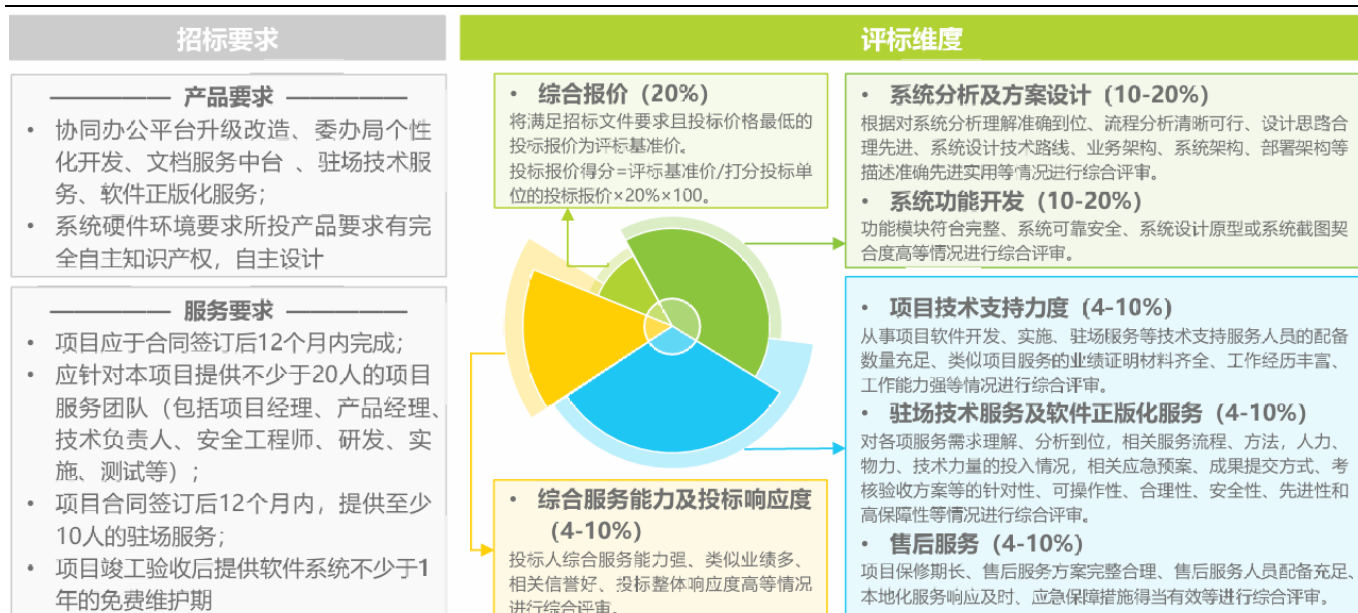

资料来源：第一新声研究院，东方网、中国日报中文网、信达证券研发中心

3.2 国央企与政府机构为办公信创主力军，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。

信创首要关注厂商的技术方案和服务能力。国央企和政府机构是办公信创升级的主力军，通常会以招标的形式传递基本诉求。协同办公系统信创升级需求复杂，通常包含对信创底座的兼容、对具体功能的细节说明和后续持续性服务的要求。从企业评标维度看，协同办公产品的信创兼容性是基本要求，厂商基本的技术方案及服务能力依旧是企业选型的首要关注点，在完成产品和服务的综合筛选后，才是项目性价比与厂商口碑的考察。

图 35：办公信创升级招标需求及评估标准



资料来源：艾瑞咨询，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；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，在原有供应商的产品下直接替换信创版本。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。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。

泛微网络是 OA 软件的龙头厂商，在政企、央国企信创方面拥有丰富的产品和成熟的业务模块。公司已经推出智慧政务、信创办公、央国企办公三大信创产品。1) 针对政府端，公司有专注于数智政府协同领域的 e-nation。目前拥有 600+政务应用，覆盖 60 余个业务条线，已经为 7000 余家党政客户提供数字化转型方案。信创实验室支持技术自主创新，适配从后端芯片、操作系统到前端浏览器等百余种信创软硬件，打造全生态信创平台。

图 36：公司信创实验室打造全栈式信创



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

2) **针对央国企**，公司的信创一体化办公平台，兼容国内各种主流软硬件厂商产品，拥有协同办公、风控合规、业务运营等百余种应用场景满足政企各项需求，一个平台涵盖统一门户、业务运营、组织内控等多场景，全面助力业务数智化。公司已为军工、烟草、金融等行业的央国企客户提供数智化运营平台方案。

图 37：公司信创办公平台满足政企各项需求



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

四、盈利预测和估值

4.1 盈利预测

我们预计，泛微网络 2025-2027 年营业收入分别为 25.52、28.13、31.46 亿元，同比增长 8.0%、10.3%、11.8%。

开发软件产品：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-offcie。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，伴随着信创以及 AI Agent 落地，企业数字化管理需求有望释放，软件产品营收增速有望上移。预计 2025-2027 年开发软件产品收入增速分别为 4.02%、4.50%、4.85%。

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。公司客户粘性高、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。我们预计 2025-2027 年公司技术服务收入的营收增速分别为 10%、13%、15%。

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 13%、14%、15%。

利润端：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。我们认为，公司推出的 Xiaoe.AI 有望随着产品的成熟应用，实施交付成本或将下降；从综合毛利率来看，随着公司技术服务占比提升，毛利率将一定程度下降。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.46、2.94、3.50 亿元，同比增长 21.1%、19.7%、19.0%。

表 2：分业务营收和利润

营收预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
开发软件产品（百万元）	939.59	808.52	841.05	879.2	921.87
同比增速（%）	0.95%	-13.94%	4.02%	4.54%	4.85%
毛利率（%）	99.70%	99.31%	99.35%	99.38%	99.41%
技术服务（百万元）	1332.82	1437.71	1581.48	1787.08	2055.14
同比增速（%）	9.67%	7.87%	10.00%	13.00%	15.00%
毛利率（%）	95.07%	94.31%	94.36%	94.42%	94.48%
第三方产品（百万元）	120.78	114.27	129.13	147.21	169.29
同比增速（%）	19.27%	-5.39%	13.00%	14.00%	15.00%
毛利率（%）	36.59%	37.47%	38%	38%	38%
其他业务（百万元）		1.27	1.40	1.54	1.69
同比增速（%）			10%	10%	10%

毛利率 (%)		43.49%	44%	44%	44%
总营收 (百万元)	2393.19	2361.77	2551.66	2813.48	3146.29
同比增速 (%)	2.65%	-1.31%	8.04%	10.26%	11.83%
归母净利润 (百万元)	178.68	202.94	246	294	350
同比增速 (%)	-20%	13.6%	21.10%	19.70%	19.0%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

4.2 估值

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; 公司率先将 AI Agent 与协同办公领域相结合, AI+办公产品落地开启智能办公新浪潮, 打开公司业务长期发展空间。

选取在协同办公领域具有相似业务的顶点软件、致远互联、金蝶国际和金山办公进行对比。基于 2025 年 6 月 11 日股价, **我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.94/1.13/1.34 元, 对应 P/E 分别为 62.83/52.48/44.08 倍。**考虑到公司未来有望持续受益于“信创+AI”的发展策略, **维持“买入”评级。**

表 3: 可比公司估值 (截至 2025.06.11)

代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元)					市盈率 (PE)				
			23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
603039.SH	泛微网络	154.43	0.69	0.78	0.94	1.13	1.34	86.43	76.10	62.83	52.48	44.08
可比公司												
603383.SH	顶点软件	81.21	1.36	0.94	1.14	1.39	1.69	36.18	39.70	34.77	28.55	23.35
688369.SH	致远互联	31.80	-0.43	-2.05	-0.55	0.03	0.24	-79.7	-9.81	-49.82	908.58	113.57
0268.HK	金蝶国际	496.22	-0.06	-0.04	0.04	0.10	0.18	-179.61	-203.10	367.36	139.35	78.95
688111.SH	金山办公	1296.21	2.85	3.56	4.15	5.01	6.09	110.79	80.52	67.59	55.90	46.00
平均值		476.36	0.93	0.60	1.20	1.63	2.05	-28.09	-23.17	104.98	283.10	65.47

资料来源: iFinD、信达证券研发中心

注: 估值情况截至 2025.06.11, 可比公司数据采用 iFind 一致预期

五、风险因素

1. **市场竞争加剧风险**：行业竞争加剧，产品拓展不及预期，公司市场份额下降；
2. **下游需求降低风险**：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. **信创政策不及预期风险**：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. **AI 技术研发不及预期**：企业组织对协同办公的智能化、自动化需求提升，公司推出的数智大脑等 AI 产品若不能紧跟市场主流技术、迭代升级不及预期，可能降低老客户粘性与新客户的吸引力。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,311	2,554	2,825	3,200	3,694
货币资金	1,434	627	857	1,139	1,507
应收票据	10	9	12	11	15
应收账款	260	282	286	312	340
预付账款	478	505	544	602	674
存货	68	63	73	78	91
其他	1,060	1,069	1,052	1,058	1,066
非流动资产	593	1,370	1,484	1,601	1,713
长期股权投资	134	98	93	93	93
固定资产(合计)	239	354	412	464	508
无形资产	88	86	98	105	114
其他	132	832	881	940	998
资产总计	3,904	3,923	4,309	4,801	5,407
流动负债	1,817	1,753	1,930	2,167	2,462
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	553	598	660	743	847
其他	1,265	1,155	1,270	1,424	1,615
非流动负债	7	10	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	10	8	8	8
负债合计	1,824	1,763	1,938	2,175	2,470
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,079	2,161	2,371	2,626	2,938
负债和股东权益	3,904	3,923	4,309	4,801	5,407

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,393	2,362	2,552	2,813	3,146
同比(%)	2.6%	-1.3%	8.0%	10.3%	11.8%
归属母公司净利润	179	203	246	294	350
同比(%)	-20.0%	13.6%	21.1%	19.7%	19.0%
毛利率(%)	93.9%	93.2%	93.1%	93.0%	92.9%
ROE(%)	8.6%	9.4%	10.4%	11.2%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.78	0.94	1.13	1.34
P/E	86.43	76.10	62.83	52.48	44.08
P/B	7.43	7.15	6.51	5.88	5.26
EV/EBITDA	52.56	48.14	45.39	37.44	30.99

利润表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,393	2,362	2,552	2,813	3,146
营业成本	145	160	176	197	225
营业税金及附加	16	17	18	20	22
销售费用	1,668	1,613	1,730	1,885	2,083
管理费用	88	73	77	82	88
研发费用	354	325	344	374	415
财务费用	-39	-34	-12	-15	-18
减值损失合计	-1	-27	0	0	0
投资净收益	-45	-21	-23	-25	-28
其他	50	44	53	56	57
营业利润	165	205	250	301	360
营业外收支	8	8	8	8	8
利润总额	173	213	258	309	368
所得税	-6	10	13	15	18
净利润	179	203	246	294	350
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	179	203	246	294	350
EBITDA	205	252	321	382	450
EPS(当年)(元)	0.69	0.78	0.94	1.13	1.34

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	241	293	374	497	588
净利润	179	203	246	294	350
折旧摊销	33	34	35	42	49
财务费用	-36	-32	0	0	0
投资损失	45	21	23	25	28
营运资金变动	9	26	66	129	153
其它	11	40	4	6	7
投资活动现金流	-646	-27	-106	-177	-181
资本支出	-116	-91	-146	-152	-153
长期投资	-412	-27	63	0	0
其他	-118	91	-23	-25	-28
筹资活动现金流	113	-318	-38	-39	-39
吸收投资	0	0	3	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-38	-58	-39	-39	-39
现金净增加额	-292	-52	231	282	368

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。

傅晓琅，计算机行业分析师，上海外国语大学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖信创、AI 算力等领域。

姜佳明，计算机行业研究员，南安普顿大学经济学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖工业软件、智能驾驶等领域。

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15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	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。