致远互联（688369.SH） 协同管理领军，“平台+生态”战略开启广阔空间

2020 年 12 月 18 日

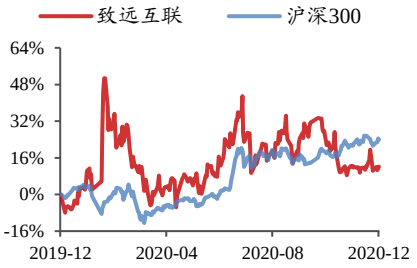
——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈宝健（分析师） 刘逍遥（分析师）
chenbaojian@kysec.cn liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520080001 证书编号：S0790520090001

日期	2020/12/18
当前股价(元)	69.89
一年最高最低(元)	98.29/57.57
总市值(亿元)	53.81
流通市值(亿元)	40.79
总股本(亿股)	0.77
流通股本(亿股)	0.58
近 3 个月换手率(%)	58.16

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 协同管理软件及云服务的领先厂商，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为协同管理软件及云服务的领先厂商，紧跟行业平台化、移动化、云端化、智能化的大趋势，坚持“平台+生态”的发展战略，收入有望明显提速。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.15、1.39、1.75 亿元，EPS 为 1.49、1.80、2.28 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 47、39、31 倍，公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

● 协同管理逐渐走向平台化、移动化、云端化、智能化

中国协同管理软件行业已从文档与信息共享、组织与流程化协作阶段步入全面的组织协同管理阶段。随着新一代信息技术的发展和企业数字化转型升级的速度的加快，协同管理软件开始向产品平台化、应用移动化、服务云端化、管理智能化等方向发展，成为企业、政府统一的工作入口和运营中台。

● 从 V5 协同管理平台到致远协同云，平台化战略持续升级

软件的产品化、标准化和规模化是协同管理软件厂商发展的基础，产品平台化是其核心竞争力。2013 年公司发布致远协同管理平台 V5，2020 年公司正式发布致远协同云，致远协同云是致远互联基于平台化战略向平台型企业持续升级的战略举措，定位于企业业务应用定制服务。基于低代码和零代码平台，打造企业数字化转型的协同运营中台；以协同云应用商城作为支撑，为企业数字化提供应用与定制一站式云服务。随着公司平台化战略的持续升级，公司的核心竞争力有望进一步提升。

● 携手合作伙伴，构建可持续发展生态体系

自成立以来公司一直将协同生态作为核心发展战略之一。基于协同生态发展战略，致远互联整合了第三方企业级管理软件、国产化产品、互联网及增值服务等上下游产业链资源，与华为、腾讯、中国移动形成良好的合作伙伴关系，进一步拓展了致远协同应用解决方案的广度和深度。

● 风险提示： 新产品开发不及预期；技术研发及业务人员流失的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	578	700	733	995	1,291
YOY(%)	23.8	21.1	4.8	35.7	29.7
归母净利润(百万元)	73	97	115	139	175
YOY(%)	63.4	33.6	17.8	20.9	26.4
毛利率(%)	77.9	76.1	76.0	76.1	76.6
净利率(%)	12.6	13.9	15.7	14.0	13.6
ROE(%)	24.4	8.3	9.1	10.0	11.4
EPS(摊薄/元)	0.95	1.27	1.49	1.80	2.28
P/E(倍)	73.2	54.8	46.5	38.5	30.5
P/B(倍)	17.3	4.4	4.1	3.7	3.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司是中国协同管理软件及云服务领先厂商 4
1.1、 收入与净利润规模快速扩大，经营质量逐渐提升 5
1.2、 股权结构稳定，员工激励到位 7
1.3、 营销服务体系成熟稳定，客户覆盖广泛 8
2、 协同管理软件市场规模持续扩大，逐渐向平台化、移动化、云端化、智能化发展 9
2.1、 协同管理软件行业稳健发展，市场规模持续扩大 9
2.2、 协同管理软件行业参与者众多，长期来看集中度有望进一步提升 10
2.3、 协同管理软件行业正在向平台化、移动化、云端化、智能化发展 13
3、 积极推进“平台+生态”战略，开创新业态与新模式 17
3.1、 从 V5 协同管理平台到致远协同云，平台化战略持续升级 17
3.2、 携手合作伙伴，构建可持续发展生态体系 18
4、 盈利预测与投资建议 19
4.1、 核心假设 20
4.2、 盈利预测与投资建议 20
5、风险提示 20
附：财务预测摘要 21

图表目录

图 1： 公司 18 年来一直专注于协同管理软件领域 4
图 2： 公司提供全域协同办公产品 5
图 3： 近三年公司营业收入稳定增长 5
图 4： 近三年公司归母净利润快速增长 5
图 5： 公司主要收入来源于 A8 协同管理软件产品 6
图 6： 公司毛利率相对稳定，净利率逐步提升 6
图 7： 公司期间费用率逐年下降 7
图 8： 公司控股股东和实际控制人为徐石先生 7
图 9： 公司市场营销体系布局完善、成熟 8
图 10： 公司业务覆盖众多行业及领域 9
图 11： 协同管理软件行业已步入全面的组织协同管理阶段 10
图 12： 庞大的企业数量规模为协同管理软件市场发展提供了需求敞口 10
图 13： 2018 年我国协同管理软件销售总额达 81.8 亿元 10
图 14： 致远互联以 29.3%的市场份额在传统部署模式市场中排名第一 11
图 15： 协同管理软件行业的市场集中度有望进一步提升 12
图 16： 协同管理软件行业逐渐走向万物互联阶段 14
图 17： 预计未来三年内中国企业级 SaaS 市场将保持快速增长 14
图 18： 泛微鲲鹏伙伴计划，共享亿元扶持基金 15
图 19： eteams 服务注册企业众多 15
图 20： 金蝶云之家领跑 SaaS 协同软件市场 15
图 21： 阿里钉钉与合作伙伴共建服务生态 16
图 22： 企业微信助力企业数字化转型 16
图 23： 管理智能化成为大势所趋 17

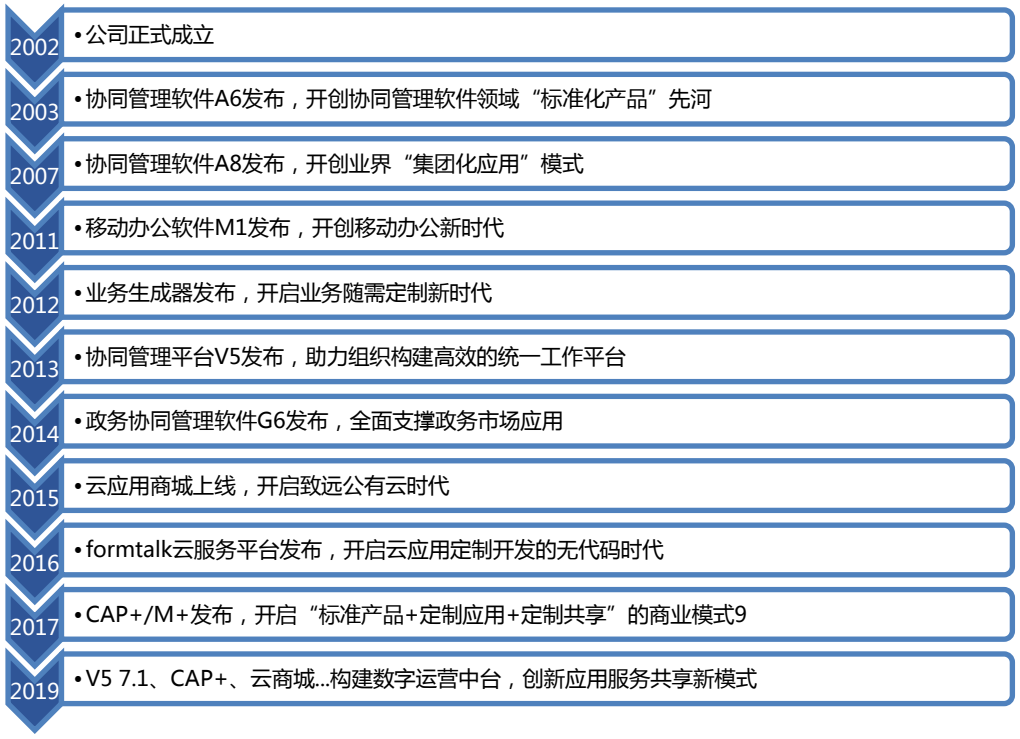
图 24: 致远协同管理平台 V5 由五大平台组件构成 17
图 25: 致远协同云是公司基于平台化战略向平台型企业持续升级的战略举措 18
图 26: 致远协同云定位于企业应用与定制服务平台 18
图 27: “协同·融合”生态合作发布 19
图 28: 公司联合合作伙伴推出基于 A6+Cloud 平台打造的“建筑云”解决方案 19

表 1: 公司 4 大员工持股平台合计持有公司 6.5%股份 8
表 2: 公司采取直销与经销相结合的销售模式 8
表 3: 协同管理软件行业厂商类型及特点对比 11
表 4: 行业内主要专业协同软件管理厂商情况对比分析 12
表 5: 协同管理软件行业正在向平台化、移动化、云端化、智能化发展 13
表 6: 公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平（截止 2020.12.18 收盘） 20

1、 公司是中国协同管理软件及云服务领先厂商

致远互联成立于 2002 年，始终专注于企业级管理软件领域，是一家集产品的设计、研发、销售及服务为一体高新技术企业，为客户提供专业的协同管理软件产品、解决方案、平台及云服务，是中国领先的协同管理软件提供商。公司自主研发了 V5 协同管理平台，开发了面向中小企业组织的 A6+产品，面向中大型企业和集团性企业组织的 A8+产品，以及面向政府组织及事业单位的 G6 产品。历经 18 年发展，致远互联从协同办公到协同业务，再从协同运营中台到协同云平台，完成了协同大生态经营客户的发展路径，持续助力企业及政府提高协同运营管理效率，实现数智化转型升级。

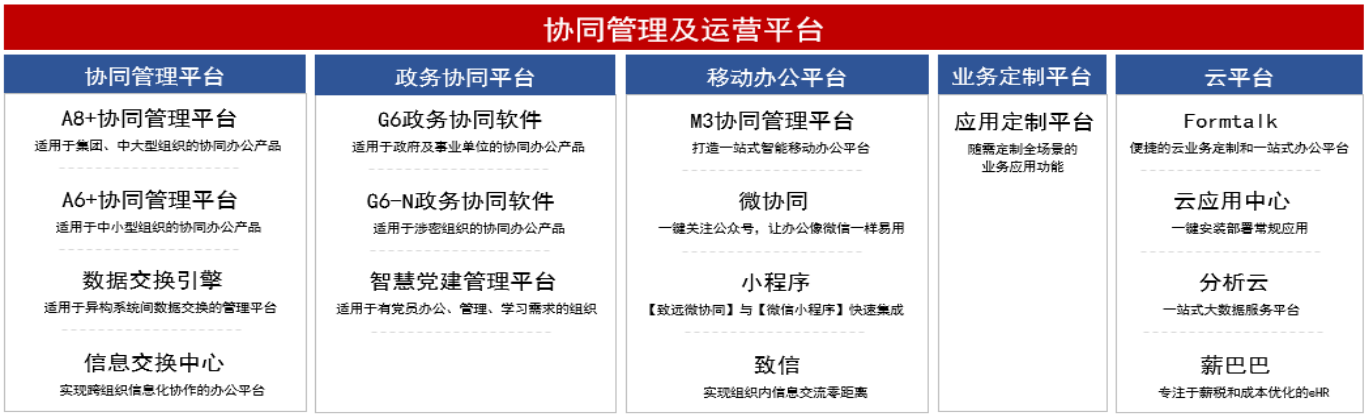
图1：公司 18 年来一直专注于协同管理软件领域



资料来源：公司官网、公司招股说明书、开源证券研究所

公司能够提供覆盖私有云、公有云、混合云的全域协同办公产品。自成立以来公司推出了适用于中小型、中大型与集团型组织、以及政府部门的不断升级迭代的 A6、A8、G6 产品系列。此外，公司 PaaS 云平台 Formtalk，以云服务模式满足客户协同应用需求。

图2：公司提供全域协同办公产品

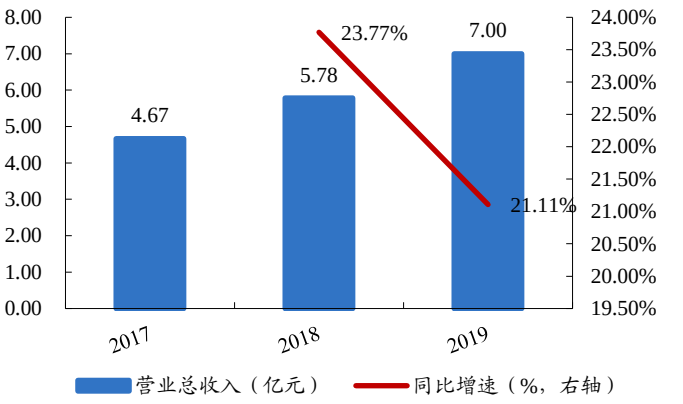


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、 收入与净利润规模快速扩大，经营质量逐渐提升

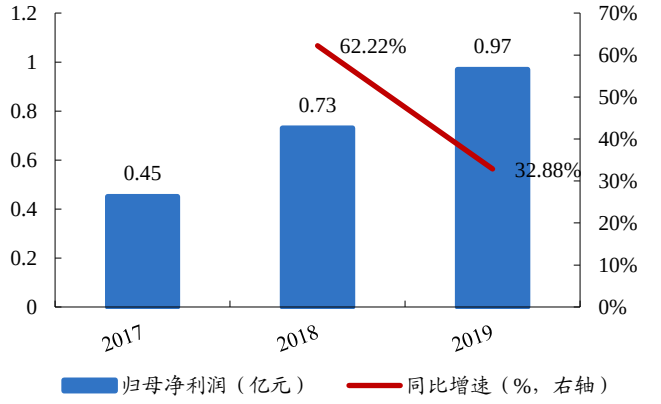
公司营业收入与净利润持续快速增长。2017 年至 2019 年，公司收入从 4.67 亿元增长至 7.00 亿元，年复合增长率为 22.4%；归母净利润从 0.45 亿元增长至 0.97 亿元，年复合增长率为 29.2%。归母净利润增速高于收入增速，主要由于公司经营效率提升，期间费用率有所降低。

图3：近三年公司营业收入稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

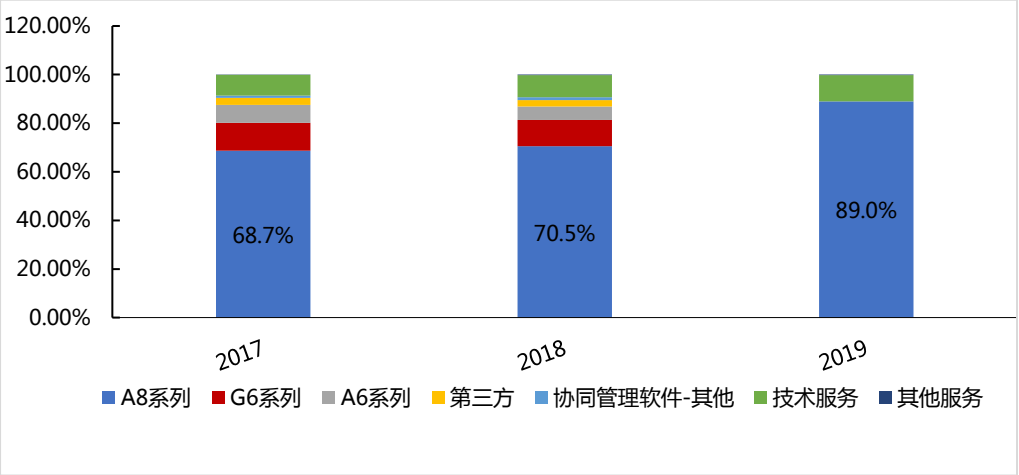
图4：近三年公司归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主营业务收入主要来自于面向中大型企业和集团企业组织的 A8 协同管理软件产品。2017 年至 2019 年，公司协同管理软件产品收入分别为 4.26 亿元、5.25 亿元和 6.23 亿元，占主营业务收入的比例分别为 91.33%、90.76%和 89.03%，成为公司营业收入的主要构成部分。其中，2017 年至 2018 年 A8 系列产品收入分别为 3.21 亿元和 4.08 亿元，占主营业务收入的比例分别为 68.69%和 70.50%。

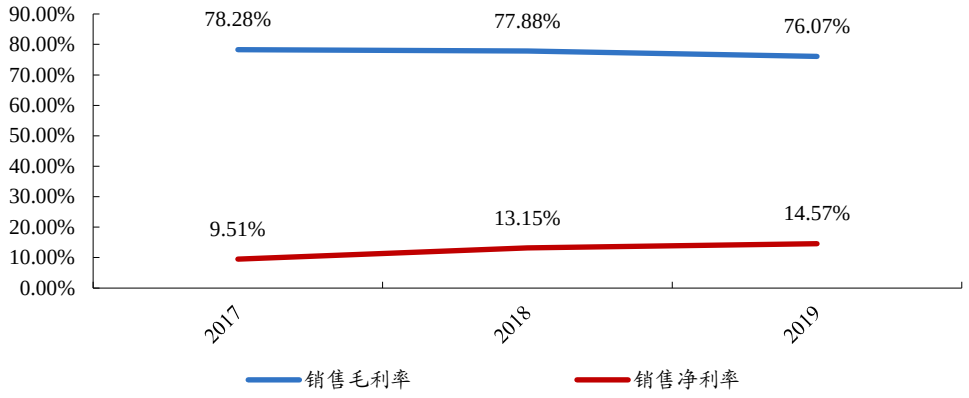
图5：公司主要收入来源于 A8 协同管理软件产品



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司毛利率相对稳定，净利率逐步提升。2017 年至 2019 年，公司销售毛利率分别为 78.28%、77.88%和 76.07%，相对保持稳定；同时，公司销售净利率分别为 9.51%，13.15%和 14.57%，呈稳步上升趋势。

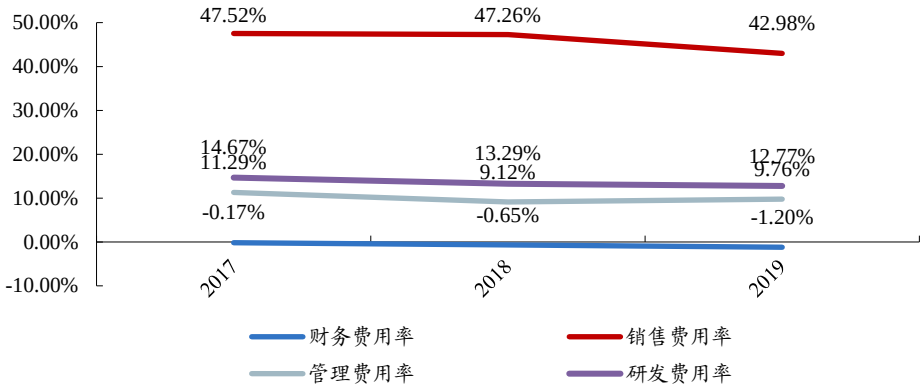
图6：公司毛利率相对稳定，净利率逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司期间费用率逐年下降。2017 年至 2019 年，销售费用率分别为 47.52%、47.26%和 42.98%；管理费用率分别为 11.29%、9.12%和 9.76%；研发费用率分别为 14.67%、13.29%和 12.77%。得益于公司经营效率的提升，公司各项费用率均有所下降。

图7：公司期间费用率逐年下降

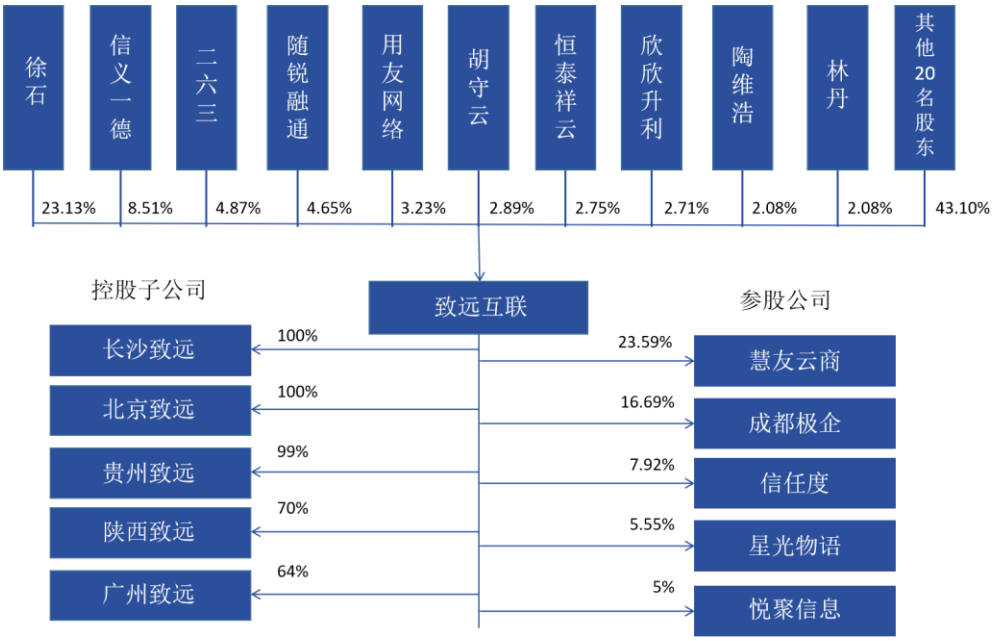


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 股权结构稳定，员工激励到位

公司控股股东和实际控制人为徐石先生，直接持有公司 23.13%的股份。自 2002 年起，徐石先生与张屹先生、用友网络共同创办了发行人前身致远有限，专注于协同管理软件的理论研究和应用创新，参与公司协同技术平台（CTP）、协同应用平台（CAP）、协同移动平台（CMP）、协同集成平台（CIP）以及 A6、A8、G6 产品等的设计与研发。自公司成立至今，徐石先生一直担任公司董事长、总经理及核心技术人员。

图8：公司控股股东和实际控制人为徐石先生



资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：持股比例数据截止至 2020.9.30）

员工激励到位，为长期发展提供充足动力。上市之前，公司共有恒泰祥云、开泰祥云、仁泰祥云、明泰祥云 4 大员工持股平台，合计持有公司 6.5%股份，激励对象为公司的核心技术人员、业务骨干及中层以上管理干部。2020 年 10 月，公司发布 2020 年限制性股票激励计划草案，拟向 128 名激励对象授予 120 万股限制性股票，

占总股本的 1.56%。公司员工激励到位，有利于调动员工积极性、增强团队凝聚力、实现员工个人利益与公司长远利益的一致性。

表1：公司 4 大员工持股平台合计持有公司 6.5%股份

持股平台	持股比例
恒泰祥云	2.75%
开泰祥云	1.42%
仁泰祥云	1.24%
明泰祥云	1.09%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、 营销服务体系成熟稳定，客户覆盖广泛

采取直销与经销相结合的销售模式，客户覆盖面更广。公司采取直接销售与经销商销售相结合的销售模式，公司的直销模式主要以 A8 系列产品、G6 系列产品的销售为主，重点定位在大中型企业组织以及政府机构或部门。公司的分销模式主要以 A6 系列产品的销售为主，重点行为在中小型企业组织。

表2：公司采取直销与经销相结合的销售模式

销售模式	A6 产品	A8 产品	G6 产品
直销		✓	✓
经销	✓	✓	✓

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

市场营销体系布局完善、成熟。公司在全国建立了超过 30 个分支机构，发展了超过 600 家销售伙伴，有效实现了对不同区域、不同行业、不同规模企业组织的营销覆盖，构建起了成熟、稳定、多层次的营销服务体系。此外，公司针对协同管理软件行业的特点，在全国范围内发展和建立了超过 100 家包括咨询、实施交付、定制开发、运维服务等在内的专业服务合作伙伴，所有专业服务伙伴均需取得公司专业化认证和培训，进一步充实完善了公司在专业服务体系方面的资源和覆盖能力。

图9：公司市场营销体系布局完善、成熟



资料来源：公司招股说明书

用户积累深厚，覆盖行业广泛。得益于全面的产品布局以及完善的营销体系，公司目前已经拥有超过 3 万家用户，业务覆盖全国大部分省、自治区及直辖市，涵盖了制造、建筑、能源、金融、电信、互联网及政府机构等众多行业及领域。公司

成为贵州省政府、中粮集团、联想控股、招商银行、滴滴出行、奇虎 360、湖南卫视等世界 500 强、中国 500 强及各领域优秀企业的共同选择。

图10：公司业务覆盖众多行业及领域



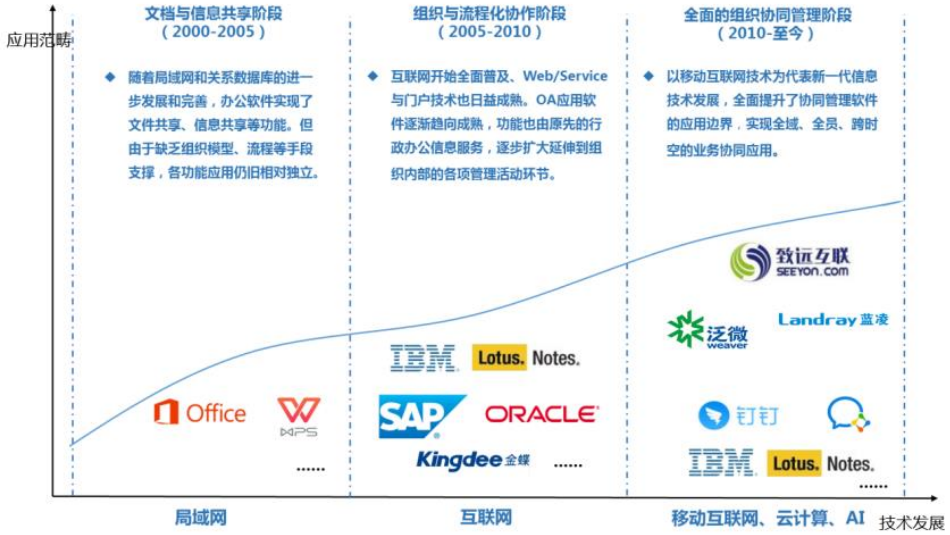
资料来源：公司招股说明书

2、 协同管理软件市场规模持续扩大，逐渐向平台化、移动化、云端化、智能化发展

2.1、 协同管理软件行业稳健发展，市场规模持续扩大

协同管理软件行业十多年的发展历史中主要经历了文档与信息共享、组织与流程化协作、全面的组织协同管理等三个阶段。（1）文档与信息共享阶段，企业级的工作沟通、文档管理、信息共享等应用开始发展；（2）组织与流程化协作阶段，财务软件、企业 ERP 管理软件等进入快速发展阶段，OA 办公协同软件逐渐成熟；（3）全面的组织协同管理阶段，将企业工作协同扩展到业务与应用协同。

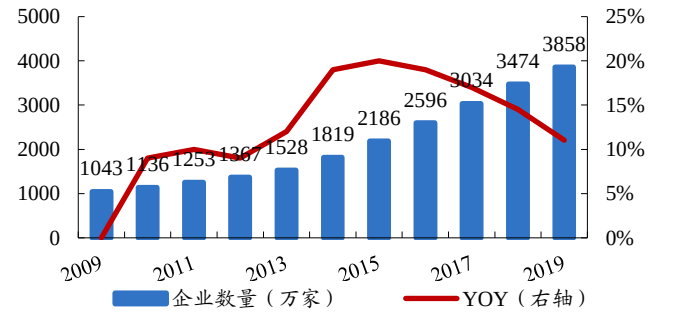
图11：协同管理软件行业已步入全面的组织协同管理阶段



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

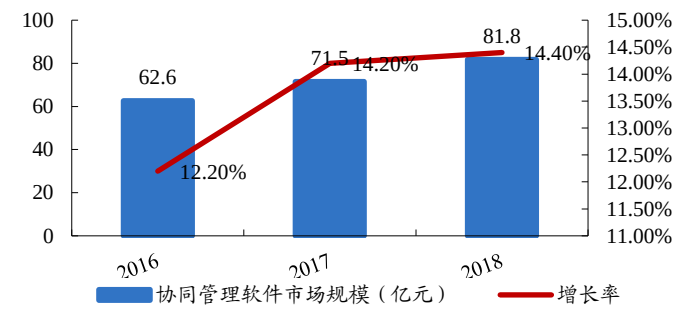
面向企业及政府的协同管理软件市场发展空间广阔。根据国家市场监督管理总局数据显示，截至 2019 年底我国共有将近 0.39 亿户企业，大多数企业的信息化建设已开始转向简约、高效、弹性的企业级管理软件，庞大的企业数量规模为协同管理软件市场发展提供了需求敞口，此外，协同管理软件在高效服务型政府建设的发展领域也具备广阔空间。根据中国软件行业协会发布的《2018 中国软件和信息服务业发展报告》，2018 年我国协同管理软件销售总额达 81.8 亿元，同比增长 14.4%。目前我国协同管理软件厂商已接近 500 家，自有品牌超过 40 个，泛微网络、致远互联、蓝凌软件、华天动力等占据市场主导地位。

图12：庞大的企业数量规模为协同管理软件市场发展提供了需求敞口



数据来源：国家市场监督管理局、公司招股说明书、开源证券研究所

图13：2018 年我国协同管理软件销售总额达 81.8 亿元



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2.2、 协同管理软件行业参与者众多，长期来看集中度有望进一步提升

协同管理软件市场参与者包括专业协同管理软件厂商、系统集成商及独立软件开发商、部分互联网厂商等。其中专业协同管理软件厂商基本覆盖中小企业与大型企业，拥有较高的品牌知名度和市场竞争力，未来将进一步提高市场占有率；系统集成商（SI）及独立软件开发商（ISV）占据以项目化为主的协同管理软件市场份额，扩展空间有限，中小型厂商将退出市场；部分互联网厂商以为低端群体客户提供协

同工具为主。

表3：协同管理软件行业厂商类型及特点对比

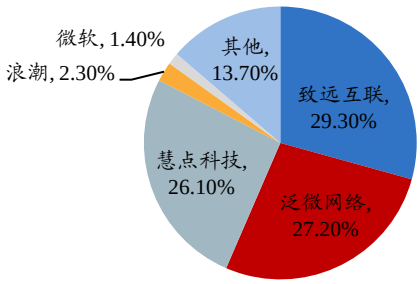
	专业协同管理软件厂商	系统集成商 SI 及独立软件开发商 ISV	部分互联网厂商
产品特点	1.产品标准化程度较高； 2.交付成本较低； 3.具有可复制性	1.产品标准化程度较低； 2.交付成本高； 3.可复制性弱	产品功能简单、工具型（电话、即时通讯 IM、考勤、审批等）
盈利模式	提供标准化协同产品+定制化协同解决方案	项目定制开发，以系统集成项目销售为主	提供基础协同工具
主要客户	1.产品覆盖高、中、低各个细分领域和市场行业； 2.客户涵盖中小企业、大中型企业、集团企业与市场部门	客户主要以大型央企和政府机构为主	产品主要面向小微型企业，覆盖低端海量客户群体，目前以获取免费使用用户为主
具体特点	较高的品牌知名度、较强的市场竞争力	1.分布较广、数量较多； 2.可满足客户多样化、个性化的协同应用需求； 3.实施周期长，难以实现规模化扩张	1.具备资金、品牌以及 SaaS 运营等方面的优势； 2.无法满足中大型客户多样化、个性化的协同应用需求，在中高端市场不具备竞争能力
市场份额	未来将提高市场占有率	1.占据以项目化为主的协同管理软件市场份额； 2.中小型集成商及独立软件开发商开始逐步退出市场	在协同工具市场占据较大市场份额
代表公司	泛微网络、致远互联、华天动力、蓝凌软件	铭悦软件、叮当科技、渔果科技	阿里钉钉、企业微信

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

- **专业协同管理软件企业对比**

在专业协同管理软件领域，泛微网络、致远互联等厂商占据市场主导地位。根据 IDC 数据，在传统部署模式市场中，致远互联以 29.3%的市场份额排名第一。泛微和慧点科技分别以 27.2%和 26.1%排在第二、三位。

图14：致远互联以 29.3%的市场份额在传统部署模式市场中排名第一



资料来源：IDC、开源证券研究所

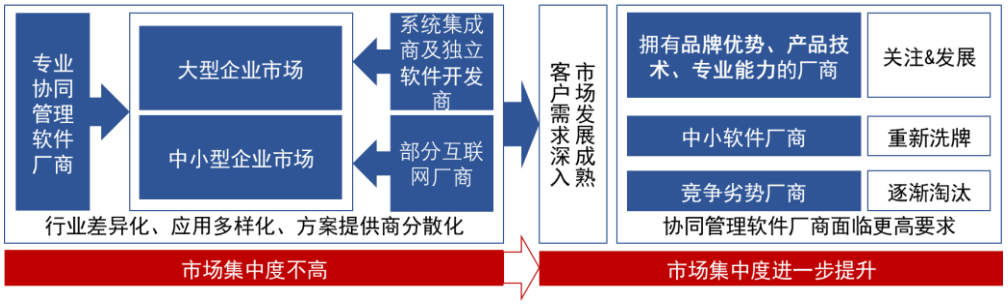
表4：行业内主要专业协同软件管理厂商情况对比分析

公司名称	泛微网络	致远互联	华天动力	蓝凌软件
成立时间	2001	2002	2002	2001
公司定位	专注于协同管理软件领域，致力于以协同 OA 为核心帮助企业构建全新的一点办公平台	集产品研发、市场拓展、渠道销售、技术支持为一体的、为组织级客户提供协同管理产品、解决方案和云服务的全案服务商	专注在软件研发、IT 系统集成等领域，主要从事呼叫中心软件的研发和销售，专业提供智能呼叫中心和智能客户关系管理系统产品与解决方案	知识管理与协同办公领域的第一家专业服务商，为企业提供融合“知识管理、协同办公、移动门户、费用控制”等应用的移动化、平台化、社会化和智慧化整体解决方案
主要产品	1.面向大中型企业的平台型产品 e-cology; 2.面向中小型企业的应用型产品 e-office; 3.面向小微型企业的云办公产品 eteams; 4.帮助企业对接移动互联的移动办公平台 e-mobile; 5.帮助快速对接微信、钉钉等平台的移动集成平台	1.面向中小企业组织的 A6 系列产品; 2.面向中大型集团企业组织的 A8 系列产品; 3.以及面向政府行业和事业单位的 G6 系列产品; 4.移动应用服务统一入口平台 M3	1.华天动力协同办公系统旗舰版; 2.华天动力协同办公系统专业版; 3.华天动力协同办公系统政务版	1.面向大中型企业知识管理需求的 KMS 平台; 2.流程与门户需求的 EKP 平台; 3.统一移动办公需求的 KK 平台; 4.面向成长型企业 OA 需求的 EIS 平台
客户数量	超过 3 万家客户，170 多家区域运营机构，86 个细分行业	超过 3 万家企业和组织级客户，30 多家分支机构；600 多家经销商；市场占有率十三年保持第一	1.3 万家客户	超过 1 万家中大型企业客户，其中 30%的中国五百强企业

资料来源：公司官网、艾瑞网、开源证券研究所

长期来看，行业中的中小软件厂商将重新洗牌，协同管理软件行业的市场集中度有望进一步提升。随着协同管理软件市场的不断发展及客户专业化需求的不断深入，协同管理软件厂商在产品技术、实施交付、本地支持、咨询服务等方面面临更多挑战，已建立好品牌优势或拥有较强市场竞争力的企业将进一步得到客户的认可和市场的关注，而处于竞争劣势的厂商将逐渐被淘汰，行业市场集中度将进一步提升。

图15：协同管理软件行业的市场集中度有望进一步提升



资料来源：前瞻网、开源证券研究所

2.3、 协同管理软件行业正在向平台化、移动化、云端化、智能化发展

云计算、移动互联、大数据以及人工智能等新一代信息技术的快速更新迭代为协同管理注入新动能。新技术、新产业、新业态、新模式的发展对数字化转型升级中的企业和组织适应新经济环境变化、推动组织变革、提升运营效率提供了技术手段，对企业级管理软件及协同管理软件产业在技术产品、服务模式等方面的创新变革产生了重要影响。

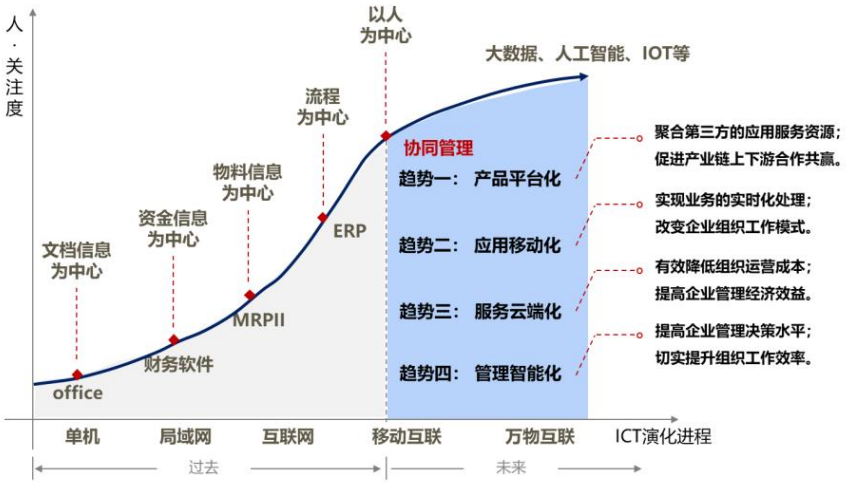
表5：协同管理软件行业正在向平台化、移动化、云端化、智能化发展

	新技术、新产业方面			新业态、新模式方面		
	云计算技术	**移动互联技术**	**大数据及人工智能技术**	**新一代企业级管理软件**	**组织内协同到产业链一体化协作**	**新技术催生新模式**
行业情况	1.以“标准化产品+个性化定制”为主； 2.各行业普及化应用； 3.中小型企业均加速部署。	1.实现员工、管理者的连接协作和协同工作； 2.“微协同”工作入口便捷工作管理和协作； 3.CAP 业务定制平台建立移动协同应用场景； 4.集成整合第三方企业级移动应用	1.产生业务运营数据和行为大数据；	1.继 ERP 管理软件之后的主流企业级管理软件； 2.成为企业级管理软件行业新兴产业	1.实现全域、全员、跨时空的业务协同应用； 2.实现全面的组织协同工作管理； 3.形成跨组织、跨行业的一体化产业协作	1.服务模式：SaaS、PaaS
发展趋势	1.加快 IT 基础架构向 IaaS 架构迁移； 2.推动 SaaS 架构及 PaaS 架构的应用	1.构建新的移动协同应用产业态	1.形成商业智能和专家系统； 2.形成人工智能业务协作系统		1.“大协同”新业态； 2.提升产业链关联体之间的协同效率	1.营销模式：O2O 模式； 2.平台化定制模式：“公有云+私有云”

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

随着新一代信息技术的发展和企业数字化转型升级的速度的加快，协同管理软件开始向产品平台化、应用移动化、服务云端化、管理智能化等方向发展，成为企业、政府统一的工作入口和运营中台。

图16：协同管理软件行业逐渐走向万物互联阶段



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

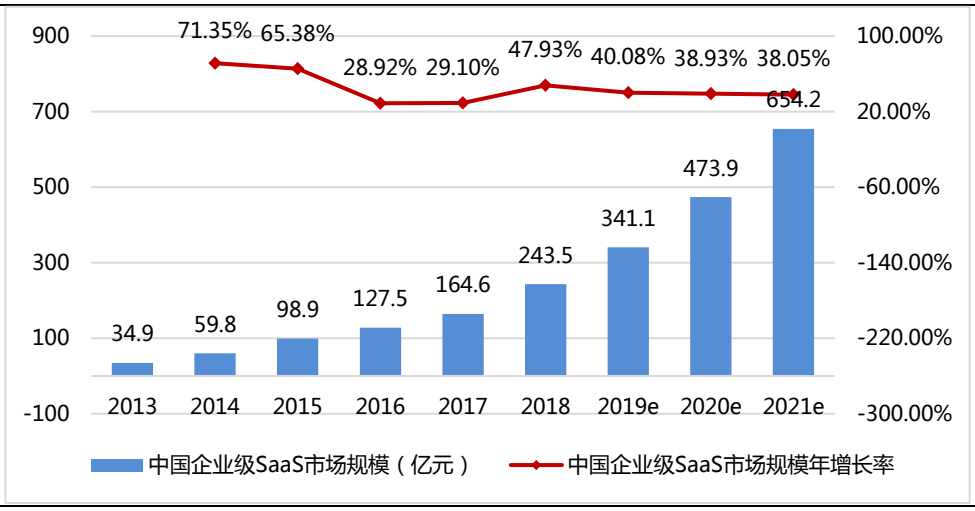
- **服务云端化**

基于 SaaS、PaaS 模式的产品和服务将是协同管理软件的重要发展方向。

1）随着信息化整体水平逐步提高，SaaS 产品提供了更优秀的移动办公体验，降低成本、提高效益的优势愈发凸显，企业客户的付费意愿不断提升，潜在需求主体数量稳步增长。

2）以金蝶、用友为代表的传统厂商纷纷转云，激活高端存量市场；阿里、腾讯等 2C 互联网巨头相继进行组织架构的调整，推出钉钉、企业微信等 SaaS 产品，并积极开展投资并购与生态合作，刺激 SaaS 行业加速发展。根据艾瑞网发布的《2019 年中国企业级 SaaS 行业研究报告》显示，2018 年中国企业级 SaaS 市场规模为 243.5 亿元，同比增长 47.9%，预计未来三年内中国企业级 SaaS 市场将保持 39.0%的年复合增长率，到 2021 年整体市场规模将达到 654.2 亿元。

图17：预计未来三年内中国企业级 SaaS 市场将保持快速增长



数据来源：艾瑞网《2019 年中国企业级 SaaS 行业研究报告》、开源证券研究所

把握云转型市场先机，多家企业率先出击。

（1）泛微鲲鹏伙伴计划，共享亿元扶持基金，大力加强渠道建设。2018 年 3 月 21 日，泛微发布“鲲鹏伙伴计划”，拓展针对 SaaS 产品线 eteams 的推广模式，全面普及移动办公 OA 软件，公司出资亿元设立伙伴基金，携手行业精英合作伙伴，在全国范围内建立管理软件同盟圈共享资源，并将 eteams 第一年的云 SaaS 收入都给渠道伙伴，在推广产品的同时加强了渠道建设，同时渠道的强化也有助于推动云 SaaS 产品快速增长。

图18：泛微鲲鹏伙伴计划，共享亿元扶持基金



资料来源：泛微网络官网

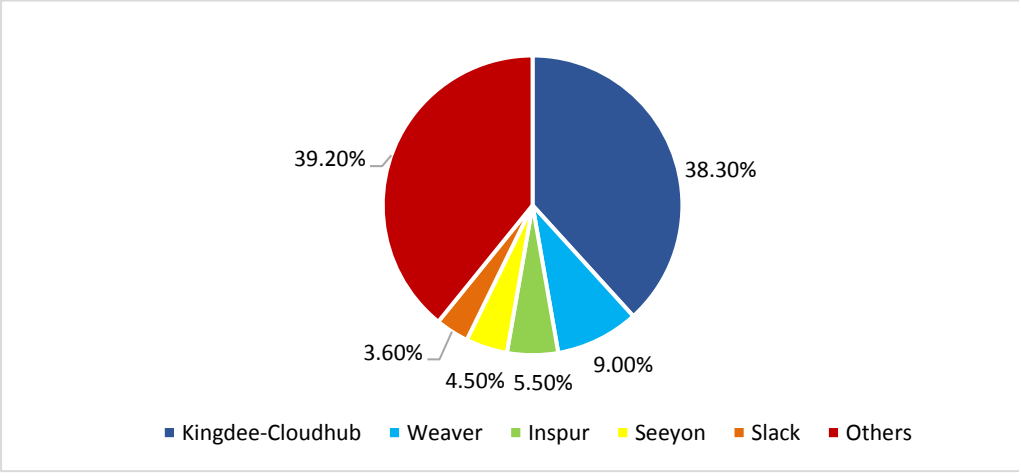
图19：eteams 服务注册企业众多



资料来源：泛微网络官网

（2）金蝶云之家领跑 SaaS 协同软件市场。根据 IDC 发布的《2018 年下半年中国企业团队协同软件市场跟踪报告》显示，云之家以 38.3%的市场份额占居中国企业团队协同 SaaS 软件市场榜首，从 2011 年开始为海尔、立白、安踏等行业龙头企业提供协同办公服务。

图20：金蝶云之家领跑 SaaS 协同软件市场



数据来源：IDC《2018 年下半年中国企业团队协同软件市场跟踪报告》、开源证券研究所

（3）阿里钉钉专注办公场景服务，与 SaaS 供应商合作构建服务生态。独立的 SaaS 供应商在与钉钉的合作中获得高效的获客渠道，提升自己的业务营收；钉钉在开发商的帮助下，也不断完善平台的底层能力。钉钉正在成为一个“被集成”的平台，阿里云、淘宝等众多阿里系产品为钉钉注入客户资源，与众多 ISV 和硬件厂商合作，共同构建触达中小企业客户的场景化解决方案。

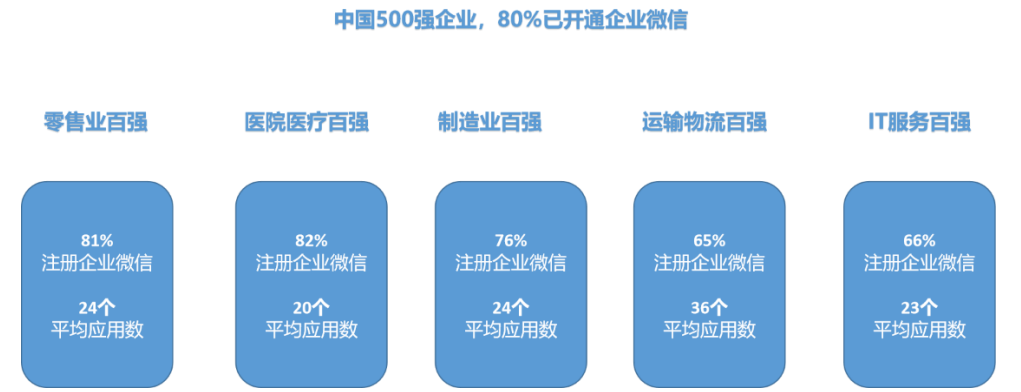
图21：阿里钉钉与合作伙伴共建服务生态



资料来源：阿里钉钉官网

（4）企业微信助力企业数字化转型，顺应 SaaS 协同软件市场增长热潮。企业数字化转型大势所趋，SaaS 模式的协同软件更能满足客户对云服务、移动化、终端多样化以及快速部署的产品使用需求。企业微信专注于做企业的专属连接器，内部打通与个人微信的互通，帮助规模企业上下一体便捷沟通；外部加强与客户公司的互联，使每一个企业员工都成为企业服务的窗口。

图22：企业微信助力企业数字化转型

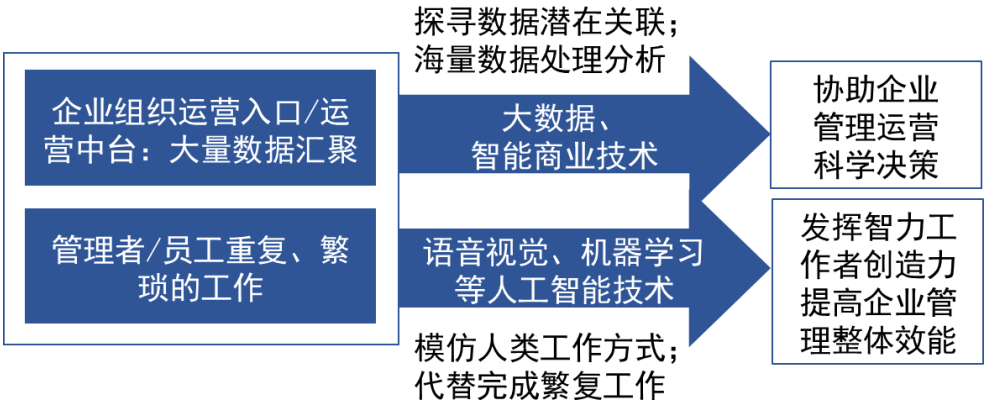


资料来源：王宏岩《企业微信：深耕细作 激活产业释放价值》演讲 PPT、开源证券研究所

- **管理智能化**

以人工智能等为代表的新一代信息技术变革加速协同管理进入组织管理新时代的步伐。协同管理软件企业需顺应趋势，把握机遇，推进移动办公从技术整合型向管理整合型转变，提高企业管理决策水平，提高组织工作效率。

图23：管理智能化成为大势所趋



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、 积极推进“平台+生态”战略，开创新业态与新模式

3.1、 从 V5 协同管理平台到致远协同云，平台化战略持续升级

公司逐渐由产品型公司向平台型公司转型。2013 年公司发布致远协同管理平台 V5，V5 由协同技术平台 CTP、协同应用平台 CAP、协同移动平台 CMP、协同集成平台 CIP、协同数据平台 CDP 五大平台组件构成。在 V5 平台基础上，公司开发出了面向中小企业组织的 A6 产品、面向中大型企业和集团性企业组织的 A8 产品，以及面向政府组织及事业单位的 G6 产品。公司还开发了支持云计算技术的 PaaS 协同云平台 Formtalk，为企业和组织提供搭建场景化协同业务应用和云服务，同时可以与公司 V5 平台整合实现混合云部署。

图24：致远协同管理平台 V5 由五大平台组件构成



资料来源：公司招股说明书

从 V5 协同管理平台到致远协同云，公司平台化战略继续升级。致远协同云是致远互联基于平台化战略向平台型企业持续升级的战略举措，从 V5 协同管理产品平台到致远协同云，通过“客户在线、生态在线、营销在线、实施在线、定制在线、运营在线”六大在线，实现生态伙伴从单一产品及营销解决方案合作升级为协同共生合作。

图25：致远协同云是公司基于平台化战略向平台型企业持续升级的战略举措



资料来源：公司官网

致远协同云定位于企业应用与定制服务平台，以 A6+Cloud、A8+Cloud 作为支撑，以互联网 O2O 模式为企业数字化提供应用与定制一站式云服务。其中，A6+Cloud 适用于成长型中小企业的数字化管理运营平台，主要解决企业从协同办公到业务管理的需求；而 A8+Cloud 是适合大中型企业的数字化管理运营平台，解决了企业从协同办公、业务运营、集成应用、数字化分析的管理难题。

致远协同云已形成从办公到业务、从数据采集到数据分析、从人力薪税到电子政务的准闭环体系，参与其中的各类生态伙伴多达 700+，而致远互联与各类生态伙伴通力协作，深度融合各行业、各领域业务场景，共创出 10000+企业应用服务，如人事管理、合同管理、费控管理、项目管理、采购管理、客户管理、档案管理、党建管理等等，全方位满足企业数智化转型需求。

图26：致远协同云定位于企业应用与定制服务平台



资料来源：公司官网

3.2、 携手合作伙伴，构建可持续发展生态体系

基于生态发展模式，公司不断完善伙伴合作运营机制。自成立以来公司一直将协同生态作为核心发展战略之一。基于协同生态发展战略，致远互联整合了第三方

企业级管理软件、国产化产品、互联网及增值服务等上下游产业链资源，与华为、腾讯、中国移动形成良好的合作关系，进一步拓展了致远协同应用解决方案的广度和深度。公司在 2020 年 3 月 18 日通过在线方式成功召开了“2020 协同生态伙伴大会”，发布“蜂巢计划-生态共生亿元支持计划”，从人才、产品、营销等方面为生态伙伴全面开启共享模式，赋能伙伴业务发展，深化生态命运共同体的打造，实现与伙伴的生态共生。

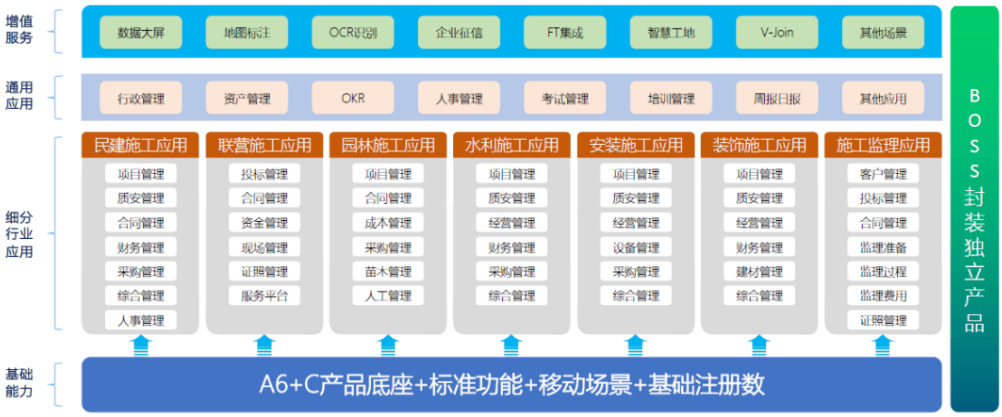
图27：“协同·融合”生态合作发布



资料来源：公司官网

公司聚合宜昌金铭、四川中曼、上海浪洪、重庆远友、天津聪友、杭州首大等生态伙伴基于致远协同管理平台构建了建筑施工领域的专业解决方案，基于 A6+Cloud 平台发布了建筑云 SaaS 服务，开创了公司与生态伙伴合作开展在线客户服务的新模式。

图28：公司联合合作伙伴推出基于 A6+Cloud 平台打造的“建筑云”解决方案



资料来源：公司官网

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 核心假设

（1）收入端：政府、企业事业单位等组织对构建信息系统需求的深度和广度逐渐提升，公司作为协同管理软件领先企业，以“产品型公司向平台型公司转型”为核心发展路径，公司有望实现稳健增长。

按照产品线来看，A8 和 G6 产品分别面向大中型企业、政府和事业单位，相比小微企业，其在信息化建设方面的投入较多，A8 和 G6 系列产品的需求持续增加。预计 2020-2022 年，A8 收入增速分别为 5.6%、37%、32%；G6 收入增速分别为-2%、35%、28%；同时预计 A6 收入增速分别为-13.4%、20%、12%。

（2）费用端：公司将持续加大销售体系建设及研发投入，预计 2020-2022 年公司期间费用率分别为 49.93%、50.82%、50.87%。

（3）毛利率：预计公司毛利率较为稳定，2020-2022 年，毛利率分别为 76.02%、75.95%、76.49%。

4.2、 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.15、1.39、1.75 亿元，EPS 为 1.49、1.80、2.28 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 47、39、31 倍，公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平（截止 2020.12.18 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值	归母净利润			PE			PS		
		（亿元）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600588.SH	用友网络	1,463	8.55	10.8	13.49	171	136	109	16	14	12
002410.SZ	广联达	853	4.03	6.14	8.13	212	139	109	23	19	16
603039.SH	泛微网络	202	1.68	2.25	3.03	120	90	67	13	10	7
	行业平均					168	122	95	17	14	12
688369.SH	致远互联	54	1.15	1.39	1.75	47	39	31	7	5	4

资料来源：Wind、开源证券研究所（泛微网络盈利预测来自 wind 一致预期）

5、风险提示

1）新产品开发不及预期。若公司未能准确把握产品技术和行业应用的发展趋势并根据市场变化及时开发出符合市场需求的新产品或新服务，进行持续创新，则会给公司的生产经营造成不利影响。

2）技术研发及业务人员流失的风险。未来随着公司产品的不断更新迭代，公司对各类高素质人才的需求还将继续增加。如果公司关键技术人员、销售人员及管理人员流失或不能得到及时补充，公司的业务发展将受到不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	709	1640	1766	2090	2310
现金	586	768	857	1107	1322
应收票据及应收账款	85	103	88	171	164
其他应收款	11	11	14	19	24
预付账款	7	8	9	14	15
存货	6	5	7	9	11
其他流动资产	14	746	792	771	774
非流动资产	50	44	38	41	43
长期投资	0	0	-0	-0	-1
固定资产	16	16	14	17	20
无形资产	0	0	0	-0	-0
其他非流动资产	34	27	24	24	24
资产总计	760	1683	1805	2132	2353
流动负债	448	454	486	683	739
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	49	59	58	100	101
其他流动负债	398	395	428	583	638
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	448	454	486	683	739
少数股东权益	4	7	13	19	27
股本	58	77	77	77	77
资本公积	147	968	968	968	968
留存收益	104	184	285	403	551
归属母公司股东权益	308	1222	1306	1429	1587
负债和股东权益	760	1683	1805	2132	2353

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	124	97	110	266	235
净利润	76	102	120	145	184
折旧摊销	4	5	3	4	5
财务费用	-4	-8	-4	-1	1
投资损失	-9	-4	-5	-6	-7
营运资金变动	49	-6	-6	123	51
其他经营现金流	8	9	1	1	1
投资活动现金流	238	-731	6	-2	-1
资本支出	7	4	-2	2	2
长期投资	235	-731	0	0	0
其他投资现金流	480	-1458	4	1	1
筹资活动现金流	-20	816	-26	-14	-19
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	19	0	0	0
资本公积增加	-0	821	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-25	-26	-14	-19
现金净增加额	341	182	89	250	215

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	578	700	733	995	1291
营业成本	128	167	176	238	302
营业税金及附加	7	7	7	10	13
营业费用	273	301	301	423	548
管理费用	53	68	70	88	119
研发费用	77	89	93	124	161
财务费用	-4	-8	-4	-1	1
资产减值损失	-4	0	0	0	0
其他收益	33	30	33	36	43
公允价值变动收益	0	1	-1	-1	-1
投资净收益	9	4	5	6	7
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	82	109	128	155	196
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	82	109	128	155	196
所得税	6	7	8	10	12
净利润	76	102	120	145	184
少数股东损益	3	4	5	6	8
归母净利润	73	97	115	139	175
EBITDA	68	90	107	130	165
EPS(元)	0.95	1.27	1.49	1.80	2.28

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	23.8	21.1	4.8	35.7	29.7
营业利润(%)	68.5	32.6	17.8	20.9	26.4
归属于母公司净利润(%)	63.4	33.6	17.8	20.9	26.4
获利能力					
毛利率(%)	77.9	76.1	76.0	76.1	76.6
净利率(%)	12.6	13.9	15.7	14.0	13.6
ROE(%)	24.4	8.3	9.1	10.0	11.4
ROIC(%)	19.4	6.6	7.4	8.2	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	58.9	27.0	26.9	32.1	31.4
净负债比率(%)	-187.9	-62.5	-65.0	-76.4	-81.9
流动比率	1.6	3.6	3.6	3.1	3.1
速动比率	1.5	3.6	3.5	3.0	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	7.2	7.5	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	2.9	3.1	3.0	3.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.27	1.49	1.80	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	1.25	1.43	3.45	3.05
每股净资产(最新摊薄)	4.00	15.87	16.96	18.56	20.61
估值比率					
P/E	73.2	54.8	46.5	38.5	30.5
P/B	17.3	4.4	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	69.8	42.4	35.0	27.1	20.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn