

深耕数字化办公领域，构建智能、协同、高效的信创产品体系

增持(首次)

——泛微网络(603039)首次覆盖

2023年12月28日

报告关键要素:

泛微网络科技股份有限公司成立于2001年，深耕协同软件领域二十余年，2018年至今公司紧跟行业发展，迈入全程数字化阶段。公司股权结构较为集中，业绩稳健增长，在组织规模、服务地域、销售业绩、客户总量方面均具有较强的行业竞争力。

投资要点:

产品矩阵健全，本地化服务能力较强。公司产品面向大中小型各类规模组织，基于特色化的授权中心运营模式，公司进一步巩固及提升覆盖全国所有省区的2小时服务圈，并开拓海外本地化服务团队。

发布十大专项产品，拓宽产品边界增加市场空间。公司目前的产品已不再是传统意义上的纯OA软件，而是持续拓展新功能的泛协同办公管理产品。目前，公司成立了独立的十大专项产品事业部，深入发展各领域的专项产品技术和经营服务团队。产品边界的拓宽有望为公司开拓新的市场发展空间，带动公司业绩加速增长。

践行“智能化、平台化、数字化、全栈国产化”战略，强化产品体系。公司研发推出了基于大语言模型构建的7*24小时智能办公助手小e，其智能平台拥有十大核心能力，融合五大智能化技术，赋能办公、运营、采集领域多个应用场景，配备丰富智能工具；立足“七大引擎”，公司构建低代码平台e-Builder，满足客户定制化需求；公司持续打造全生态信创平台，已经能够兼容国内100余种主流软硬件厂商产品；公司研发多个数字可信技术组件，支撑数字化进程推进，持续优化数字化运营平台，打通客户数字化建设的最后一公里。

盈利预测与投资建议：考虑股权激励费用摊销的短期影响，预计公司2023-2025年的营业收入分别为26.15/32.31/38.89亿元；归母净利润分别为1.48/2.22/3.41亿元；对应EPS分别为0.57/0.85/1.31元；对应2023年12月26日收盘价PE分别为78.99/52.84/34.41倍。参考可比公司估值水平，考虑公司作为行业龙头的估值溢价，首次覆盖，给与公司“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；信创需求不及预期；子公司业务经营表现不及预期；新产品拓展进度不及预期。

基础数据

总股本(百万股)	260.60
流通A股(百万股)	260.60
收盘价(元)	45.14
总市值(亿元)	117.64
流通A股市值(亿元)	117.64

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师:

夏清莹

执业证书编号:

S0270520050001

电话:

075583223620

邮箱:

xiaqy1@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2331.48	2614.70	3230.80	3889.37
增长比率(%)	16.41	12.15	23.56	20.38
归母净利润(百万元)	223.23	148.47	221.95	340.83
增长比率(%)	-27.69	-33.49	49.49	53.56
每股收益(元)	0.86	0.57	0.85	1.31
市盈率(倍)	52.53	78.99	52.84	34.41
市净率(倍)	6.14	5.66	5.11	4.45

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

正文目录

1 深耕行业二十余年，多维度提升公司竞争力	3
1.1 迈入全程数字化阶段，建设生态高端联盟.....	3
1.2 产品矩阵健全，全面覆盖大中小微企业客户.....	4
1.3 业绩稳健增长，授权运营模式提升本地化服务能力.....	6
1.4 多方面成绩亮眼，产品边界持续拓宽.....	9
2 深入践行“四化”战略，强化产品业务体系	11
2.1 智能化：打造智能办公助手，AI 赋能多个应用场景.....	11
2.2 平台化：持续迭代升级，推出低代码平台 e-Builder.....	13
2.3 全栈国产化：e-nation 专注政务领域，信创生态适配扩大.....	14
2.4 数字化：解决数字可信问题，优化新一代数字运营平台.....	15
3 盈利预测与投资建议	17
4 风险提示	18
图表 1: 公司发展历程的四个阶段及部分重要事件.....	3
图表 2: 公司股权结构（截止 2023 年三季度末）.....	4
图表 3: 公司高端生态联盟一览.....	4
图表 4: 公司的核心产品体系.....	5
图表 5: 产品覆盖不同规模及各行业客户.....	6
图表 6: 公司历年营收及归母净利润情况.....	6
图表 7: 公司历年分业务收入构成情况.....	6
图表 8: 公司历年期间费用率情况.....	7
图表 9: 公司历年研发人员数量及占比.....	7
图表 10: 公司特色化经营管理模式.....	8
图表 11: 公司历年授权中心运营模式收入及占比情况.....	8
图表 12: 公司的部分成绩.....	9
图表 13: 国内协同办公软件市场规模.....	9
图表 14: 公司市场占有率.....	9
图表 15: 公司的十个专项产品.....	10
图表 16: 公司的专项产品介绍.....	10
图表 17: 公司智能平台技术架构体系.....	11
图表 18: 公司智能平台十大核心能力.....	12
图表 19: 智能工具.....	12
图表 20: 公司集成平台逻辑框架整体介绍.....	13
图表 21: e-Builder 平台示意图.....	14
图表 22: e-nation 覆盖的业务范围.....	14
图表 23: 公司信创生态实验室.....	15
图表 24: 公司信创生态图谱.....	15
图表 25: 公司可信数字化基础介绍.....	16
图表 26: 支撑数字化运营平台平稳运行的九大技术体系.....	16
图表 27: 公司数字化运营平台架构总图.....	17
图表 28: 分业务收入预测（收入单位：百万元）.....	17
图表 29: 可比公司估值.....	18

1 深耕行业二十余年，多维度提升公司竞争力

1.1 迈入全程数字化阶段，建设生态高端联盟

深耕协同软件领域二十余年，紧跟行业发展革新产品。泛微网络科技股份有限公司成立于2001年，总部设立于上海，主要从事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。二十余年以来，公司一直专注协同管理软件领域，发展历程大致可分为四个阶段：1) 2001-2006年，公司初创，协同软件产品从1.0版本迭代到3.0版本，并推出了标准版e-office，产品获得了更多客户的认可；2) 2007-2012年，公司进入规模化建设阶段，在全国多地成立了数十个分支机构，完成了本地化服务体系的布局；公司发布了全新产品线，并完成了股份改制；3) 2013-2017年，公司紧跟行业云化、移动化发展趋势，向着全面移动化发展，推出了e-cology8.0产品线和e-nation，并形成大中型OA事业群（EBU）和中小型OA事业群（SME）战略布局。此外，正式上市也让公司的品牌力有了进一步提升；4) 2018年至今，公司进入全程数字化阶段，先后发布了智能办公平台小e、低代码平台e-bulider、数字化运营平台和十大数字化专项产品。此外，公司发布鲲鹏伙伴计划，引入腾讯战略投资，信创产品与国产主流厂商完成适配，产品的生态布局愈发健全。

图表1: 公司发展历程的四个阶段及部分重要事件

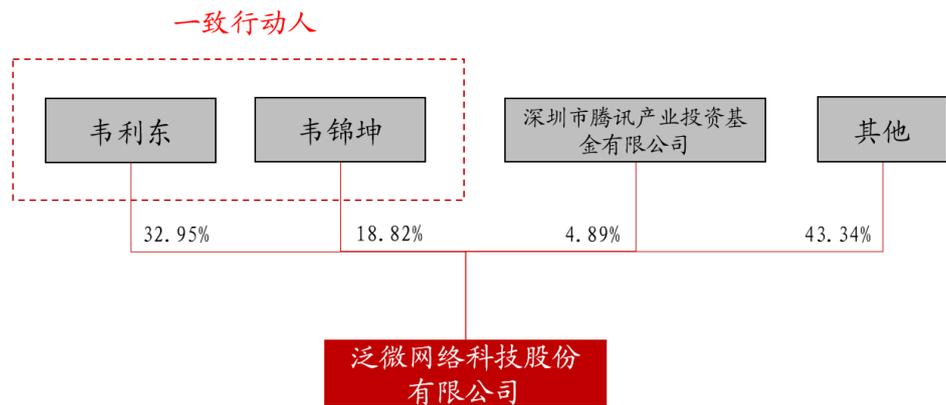
第一阶段（产品立足，初获认可），2001-2006年	第二阶段（产品发展，全国布局），2007-2012年	第三阶段（全面移动化，品牌提升），2013-2017年	第四阶段（全程数字化，持续向上），2018-2023年
2001年: 泛微初创； 泛微协同软件1.0面世； 泛微OA得到了5家客户的选择	2007年: 全面进入规模建设阶段，全国20多家机构成立；全国渠道体系走向成熟，全国100多家代理商形成	2013年: eteams云办公平台发布； 泛微发布20大行业方案	2018年: 泛微鲲鹏伙伴计划发布； 泛微全国机构服务网点突破160座城市； 泛微智能办公平台小e对外发布
2002年: 泛微协同OA软件2.0发布； 泛微OA得到30多家客户的选择	2008年: 泛微协同管理应用平台e-weaver正式发布； 泛微在全国成立了30多家本地化服务机构	2014年: 推出全新移动融合平台； 推出“移动化、云端化、社交化、平台化”的e-cology8.0产品线	2019年: 泛微“智能化、平台化、全程数字化”体验大会全国开启； 泛微与契约锁产品全面融合； 信创实验室成立，信创办公平台与国产主流厂商完成适配
2003-2004年: 通过ISO9000认证； 在北京、深圳、广州、成都成立当地机构； 泛微协同OA软件3.0发布	2009-2010年: 全新产品线（e-weaver、e-cology、e-office）发布； 实现销售合同突破亿元大关；	2015年: 大中型OA事业群（EBU）和中小型OA事业群（SME）战略布局； 泛微云桥——第三方异构系统集成平台发布	2020年: 腾讯战略投资、企业微信战略伙伴； 泛微与企业微信共研内外协同数字化办公平台
2005年: 为浪潮、朝华提供协同软件OEM产品； 国内首家CMM3评估认证的OA厂商	2011年: 建成75家分支机构，本地化服务体系布局完成； 移动办公平台e-mobile正式发布； 泛微股份改制完成	2016年: 全国建成超过100家服务机构； 全新一代移动门户解决方案发布并启动全国巡展； 泛微“云商店”正式发布； 泛微发布政务办公平台e-nation	2021年: 泛微数字化办公体验大会全国巡展启动； 泛微信创办公平台荣获数字化优秀产品奖； 低代码平台e-bulider发布

2006年:	2012年:	2017年:	2022年:
泛微协同管理研究院正式运营; 推出泛微协同办公系统标准版 e-office	泛微与 IBM 联合发布智慧云办公方案; 建立了第 86 家分支机构 向二三线城市布局	泛微正式上市, 成为行业内首家主板上市公司 (股票代码: 603039)	推出数字化运营平台; 发布十大数字化专项产品

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所整理

股权控制较为集中, 腾讯战略入股提升公司产品竞争力。截止2023年9月末, 公司的控股股东、实际控制人为董事长韦利东先生, 直接持有公司32.95%的股权; 韦利东先生与第二大股东韦锦坤先生为一致行动人, 合计持有公司51.77%的股权, 超过一半。

图表2: 公司股权结构 (截止 2023 年三季度末)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公司持续加强生态联盟建设, 与各生态头部企业达成战略合作。2020年, 公司通过股权协议转让的方式引入腾讯战略入股, 成为公司的第一大机构股东。公司与腾讯加强了在解决方案共研及联合推广方面的合作, 基于腾讯企业微信的用户连接能力及通讯能力, 公司产品及解决方案的竞争力得以进一步提升, 同时双方通过共享客户、渠道、品牌、信息方面的资源, 也拓展了业务商机, 增强了市场影响力。除腾讯及企业微信外, 公司与SAP、华为也达成了战略合作, 落地多项应用共同服务客户。

图表3: 公司高端生态联盟一览

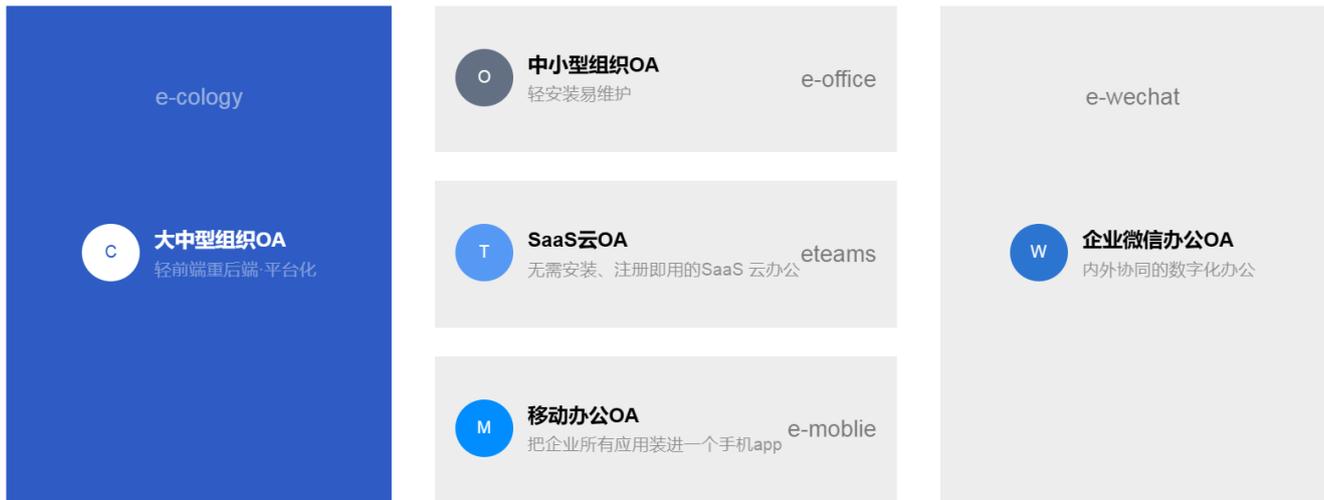


资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

1.2 产品矩阵健全, 全面覆盖大中小微企业客户

产品线齐全, 覆盖各类规模企业客户。公司的产品线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, 具体包括面向大中型企业的平台型产品e-cology、面向中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等。

图表4: 公司的核心产品体系



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

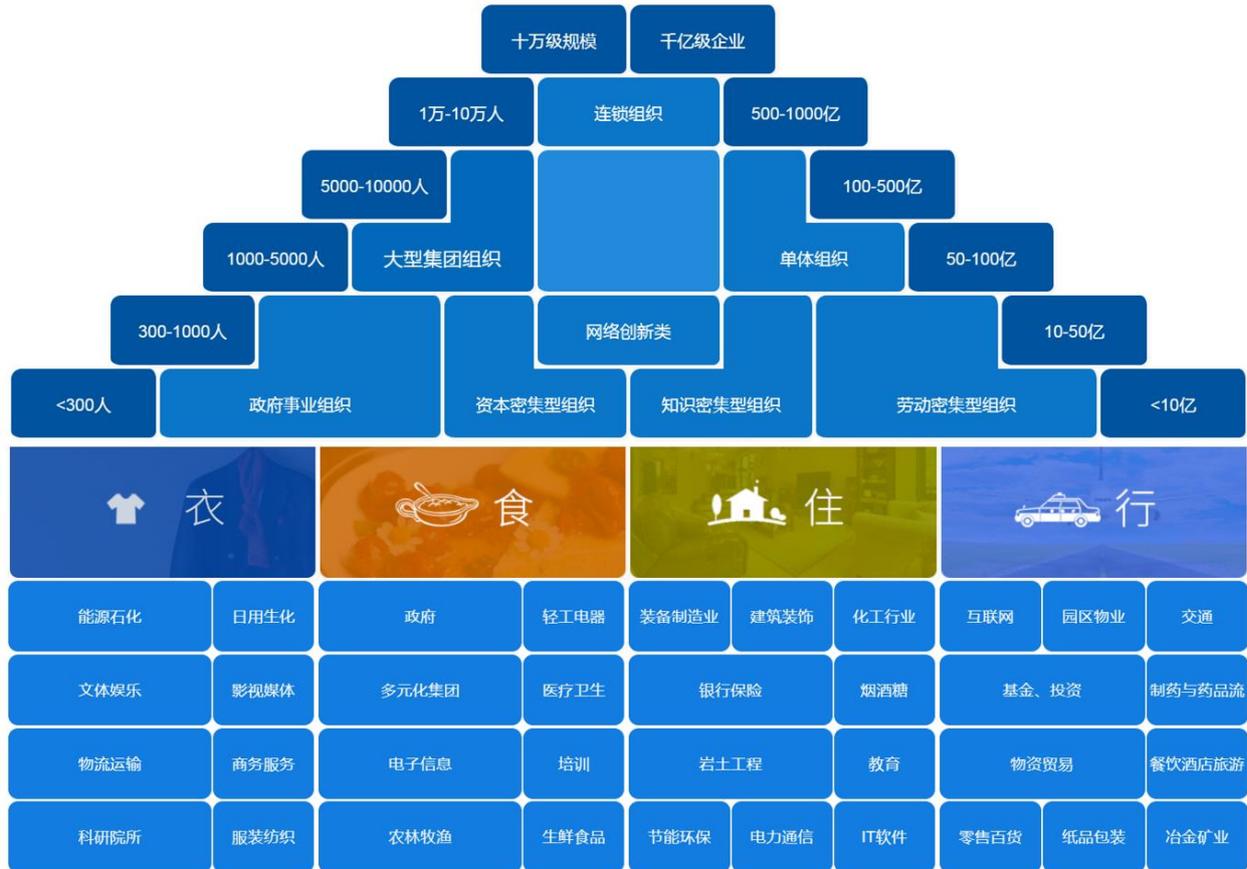
e-cology面向中大型组织, 强调产品的通用性和模块化。e-cology产品以组织行为管理为核心, 面向组织结构中的各个参与者, 通过工作流引擎串联组织内各项工作事务, 最终为组织打造基于互联网的、覆盖全组织的、统一的全程电子化移动协同办公平台, 从而满足用户跨时间、跨区域、跨部门的协同管理要求, 打造协同高效的组织管理环境。e-cology主要面向广泛的大中型客户群体, 强调产品的通用性和模块化, 突出模块选择高度灵活、模块之间可集成性良好、模块内部高度封装的产品特性, 附加售前咨询、售中实施、售后服务等多重价值环节形成个性化应用实施方案, 从而全面覆盖各行业大中型客户多样化需求, 低成本、高效、快速响应组织结构和业务流程的动态变化调整。

e-office面向中小型组织, 产品化程度较高。e-office是高度产品化的协同移动办公软件, 面向中小型客户, 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, 帮助组织在较低投入成本的基础上, 迅速提升管理和信息化应用水平, 充分实现规范管理、加强管控、提升沟通、提高工作效率的应用目标。针对中小型客户需求特点, e-office实行通用化的产品设计, 在覆盖组织协同管理核心需求的基础上, 突出性价比高、简单易用、方便维护的产品特性, 通过基础的实施和培训即可实现快速应用, 在功能上全面普及网络办公、实现对组织人员事务的统一有效管理、加强信息共享和人员沟通, 从而在短期内有效提升组织的办公效率和管理水平。

eteams产品由云端部署及运营, 提供个性化服务。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线, 是基于SAAS云架构的移动办公云OA产品。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, 不需要购置服务器硬件及配备系统管理员, 适合系统部署没有特殊要求的组织。由于所服务的客户类型涉及各种不同的行业及规模, 且提供针对客户个性化需求的解决方案, 因此eteams在功能上也同样提供复杂组织的深度应用。

公司提供87个细分领域解决方案, 拥有雄厚的客户积累。公司经过二十余年在协同管理和移动办公软件领域技术研发和项目经验的积累, 产品覆盖87个细分领域, 涵盖衣食住行多个行业, 落地1000多个应用场景和规模、不同市值, 不同组织类型的客户都可以享受到公司的产品服务。公司的客户积累深厚, 在全国拥有超过70,000家用户, 包括众多世界500强企业、中国500强企业、民营500强企业、上市公司、跨国集团、政府高校等知名客户。

图表5: 产品覆盖不同规模及各行业客户

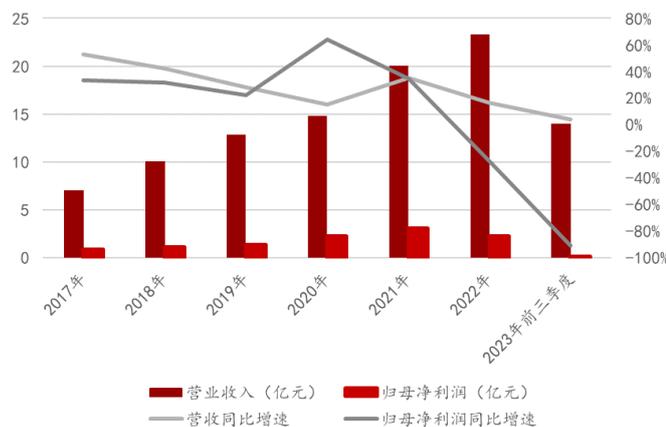


资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

1.3 业绩稳健增长, 授权运营模式提升本地化服务能力

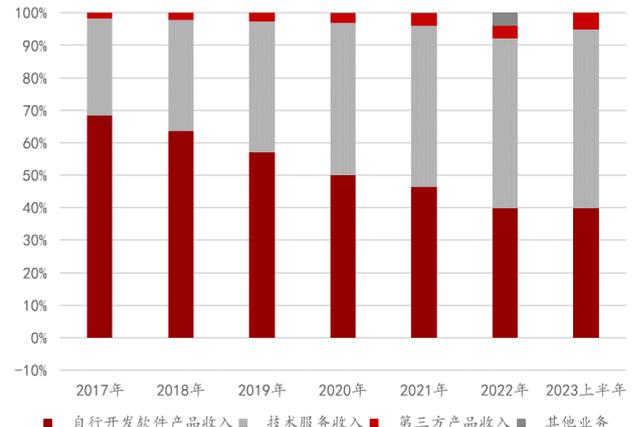
营业收入维持稳定增长, 股权激励摊销短期拖累利润。公司2017-2022年营业收入CAGR约27%, 保持稳健增长。2023年前三季度公司实现营收13.98亿元, 同比仅增长3.95%, 主要是由于2022年三季度公司出售了固定资产产生了其他业务收入所致, 若剔除出售资产的影响, 2023年前三季度营收同比增速约11.84%, 维持稳定增长。公司2023年前三季度实现归母净利润约1138万元, 主要是受到股权激励费用摊销的影响, 根据公司《2023年员工持股计划(草案)》, 预计2023-2024每年摊销股权激励费用约7815.36万元, 占2022年归母净利润约35%比重, 将会拖累2023-2024年的净利润表现。

图表6: 公司历年营收及归母净利润情况



资料来源: iFind, 公司公告, 万联证券研究所

图表7: 公司历年分业务收入构成情况

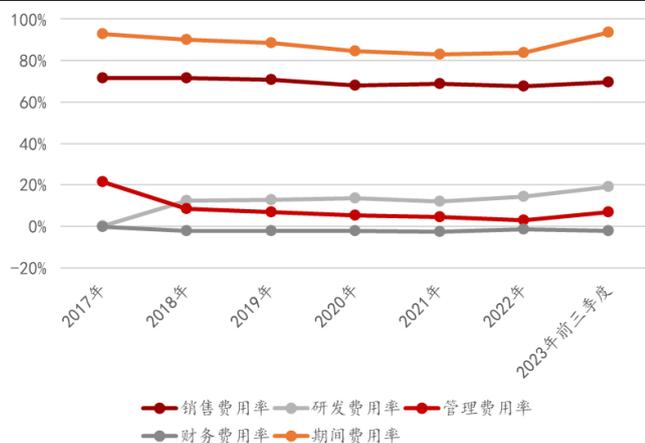


资料来源: iFind, 公司公告, 万联证券研究所

技术服务收入占比持续提升，老客户贡献过半收入。分业务看，公司的技术服务收入占比持续提升，由2017年的29.98%提升至2022年的52.13%。技术服务收入是在销售自行开发软件产品的基础上，提供年度维护服务系统升级服务、二次开发服务等产生的收入，公司2023年上半年技术服务收入占比进一步提升至55.06%，体现出公司的核心收入构成从新客户、新项目贡献的软件销售收入逐步向老客户贡献的技术服务收入转换。

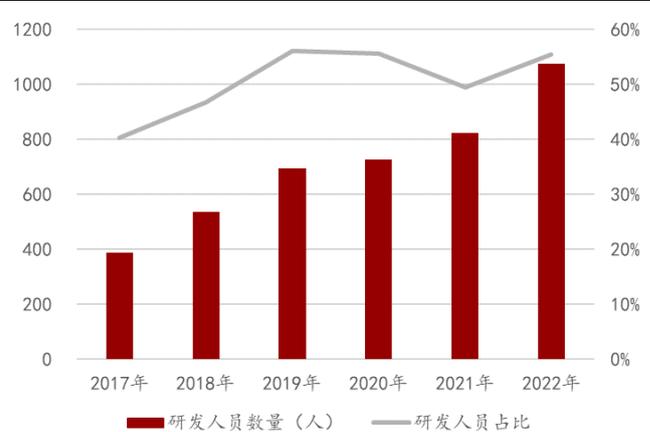
销售、管理费用率逐年下滑，研发投入持续增强。公司近几年的销售费用率略有下滑，但仍然保持在近70%的高费用率水平，主要是由于委托授权运营中心进行项目实施的相关费用。其中2022年和2023上半年项目实施费分别为1.33亿元和4.90亿元，占当期销售费用的比例分别为83.92%和78.68%。公司管理费用率近几年持续下滑，是公司精细化费用管理的成果显现。公司2018-2021年研发费用率持续维持在12%以上的较高水平，2022年研发费用率大幅提升至14.59%，主要是由于公司持续加强智能化、数字化等方向的研发投入。公司的研发人员数量也持续增长，由2017年的387人增长至2022年的1075人，占员工总数比例由40.27%增长至55.38%。

图表8: 公司历年期间费用率情况



资料来源: iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

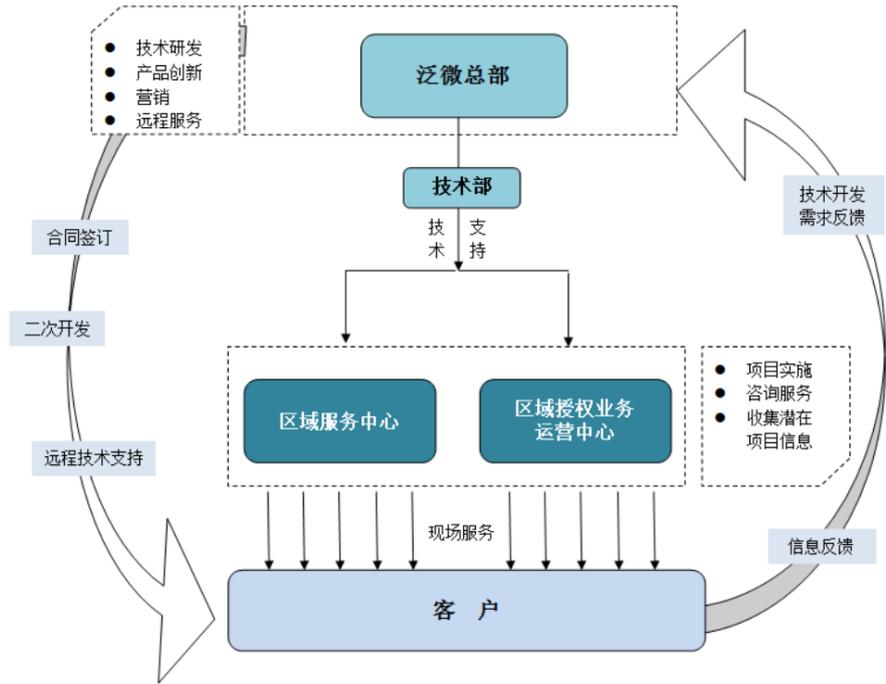
图表9: 公司历年研发人员数量及占比



资料来源: iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

授权运营特色化经营管理模式，提升本地化服务能力。授权运营中心为公司从各区域筛选，符合公司各方面资质认定、愿意遵守公司业务运营政策并长期合作的企业。授权业务运营中心通过公司相关培训和资格认证，主要负责授权区域内相关产品实施服务过程中所涉及的需求调研、客户需求沟通、实施方案确定、客户培训、使用支持等相关增值服务工作。公司总部则专注于技术研发、产品创新等核心业务，必要时给予实施服务人员一定的技术支持。此经营管理模式能够拓广公司的服务覆盖面，提高了本地化服务程度，满足了客户多样化需求，有助于公司市场占有率的提升和人均效益的增长。公司与授权业务运营中心均会签署《授权业务运营中心合作协议》，规定授权业务运营中心在授权区域内拥有对公司约定产品相关的增值服务和品牌使用权，且只能专营本公司指定软件产品，不得以任何方式经营与发行人无关的业务或者有直接冲突的业务，并按照公司规定提供服务并保证质量。

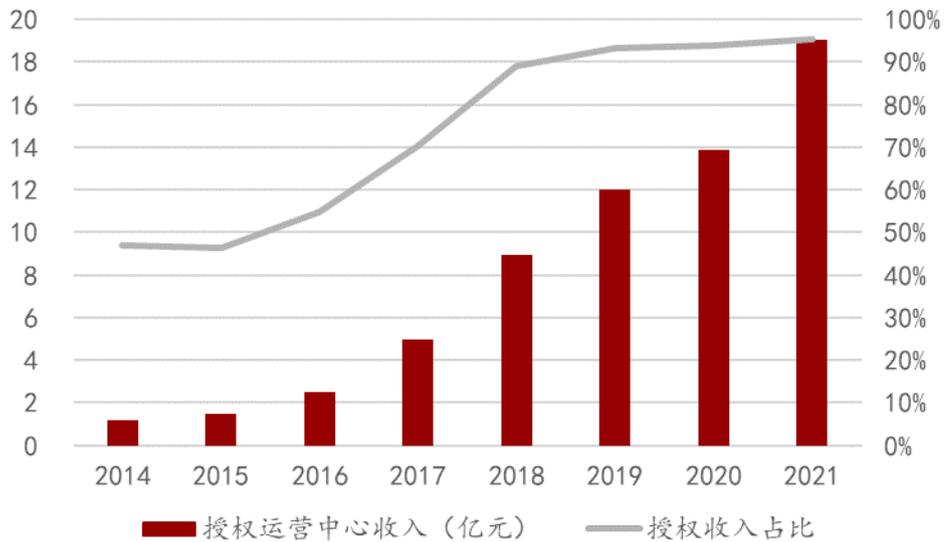
图表10: 公司特色化经营管理模式



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

授权运营中心收入占比超过95%，成为公司核心经营管理模式。与普通代理商不同的是，公司能够掌握授权运营中心的客户资源，有效保障客户满意度，更具稳定性和持续性。公司授权运营中心模式的收入占比已经从2014年不到一半的46.82%，提升至2021年高达95.36%的水平，成为公司目前的核心理经营模式。

图表11: 公司历年授权中心运营模式收入及占比情况



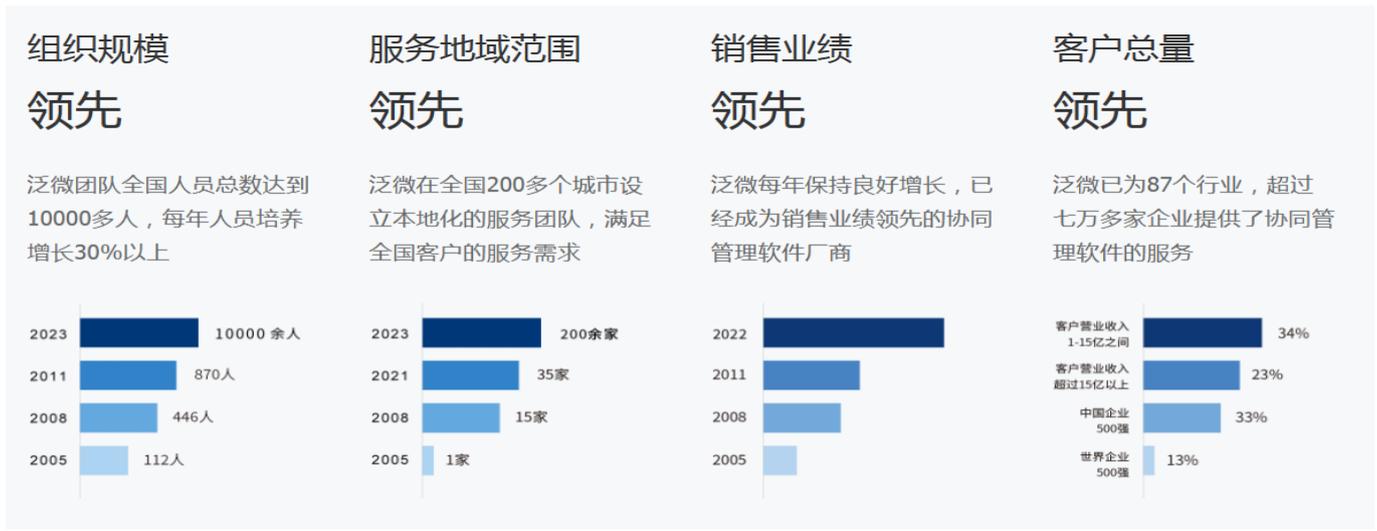
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

本地化服务团队数量持续增长，巩固提升“2小时服务圈”覆盖。针对e-cology产品，公司以“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2023年上半年，已在全国九大区域近200个城市建立超过500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。同时，公司还通过发布“全球合伙人招募计划”拓展海外市场，目前已拥有包括新加坡、马来西亚、日本等六个区域海外服务团队。

1.4 多方面成绩亮眼，产品边界持续拓宽

公司多方面表现亮眼，体现公司竞争优势。组织规模方面，公司全国团队人员总数超过1万人，每年的人员培养增长30%以上；服务地域方面，公司在全国九大区域近200个城市建立超过500个服务团队来提供本地化的服务，同时还拓展了多个海外服务团队；销售业绩方面，公司保持收入的稳健增长，2017-2022年营业收入CAGR约27%；客户总量方面，公司已为87个行业、超过七万多家企业提供了协同管理软件的服务。公司在多维度的亮眼成绩体现了公司的行业竞争力。

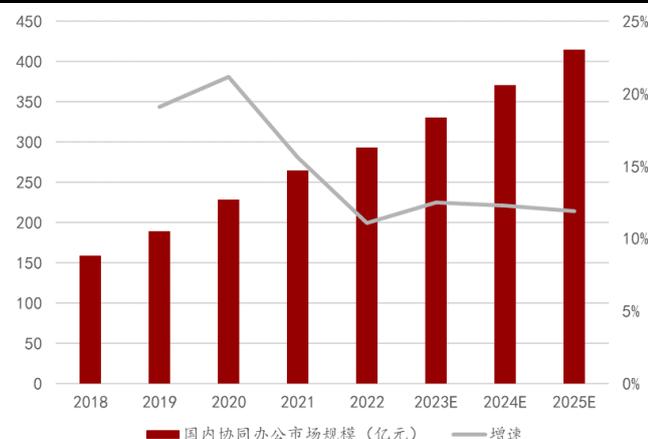
图表12: 公司的部分成绩



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

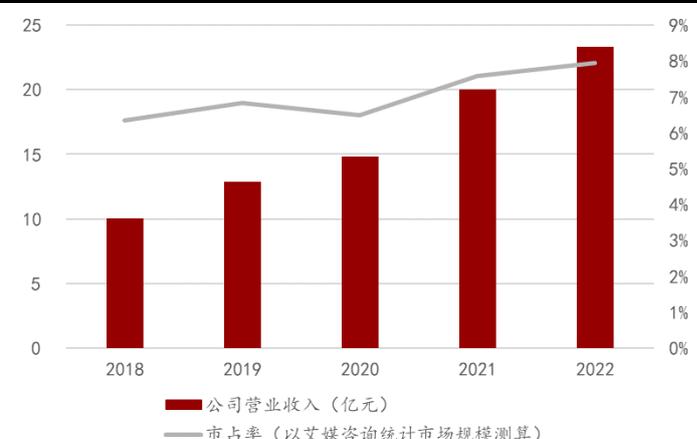
行业市场规模稳定增长，公司市占率逐步提升。根据iiMedia Research (艾媒咨询) 数据显示，2022年中国协同办公市场规模达293.4亿元，同比增长11.1%，持续稳定增长。艾媒咨询预计未来中国协同办公市场将保持稳定的增长态势，2023年的市场规模预计达330.1亿元。假设以公司总体营收规模以及艾媒咨询统计的国内市场规模做为计算基准，可以看到公司2018-2022年的市场占有率逐步提升，2022年市占率约7.9%。公司作为行业领先的头部企业，2022年市占率未超过10%，说明国内协同办公市场的竞争格局较为分散，同时也说明公司的业务规模仍然有较大的提升空间。

图表13: 国内协同办公软件市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表14: 公司市场占有率

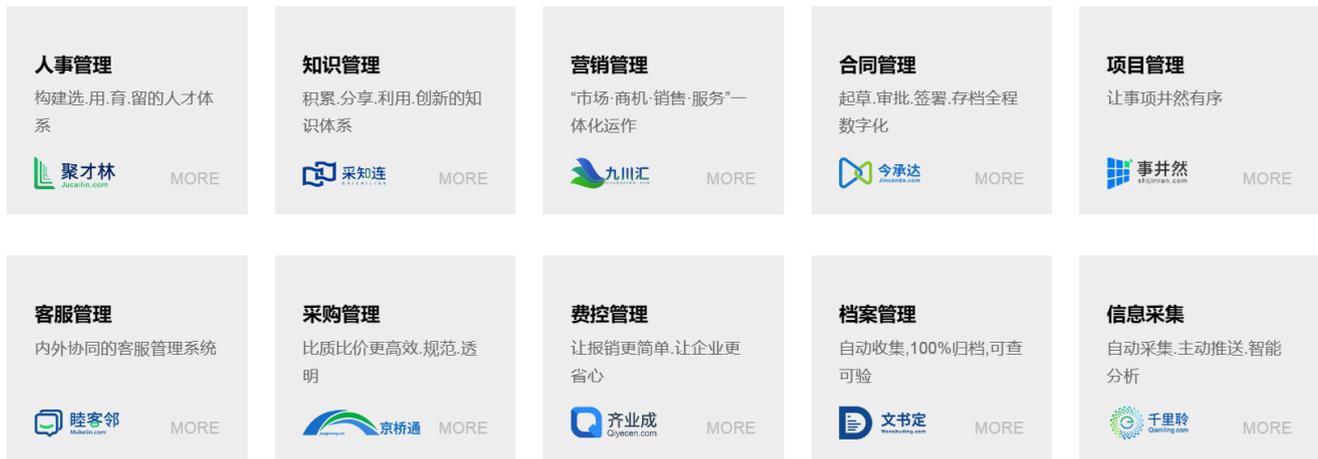


源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

注: 该测算以公司总体营收及艾媒咨询统计的国内协同办公市场规模计算所得, 未考虑公司营收所包含的其他业务收入情况。

发布十大专项产品，拓宽产品边界增加市场空间。公司目前的产品已不再是传统意义上的纯OA软件，而是持续拓展新功能的泛协同办公管理产品。目前，公司成立了独立的十大专项产品事业部，深入发展各领域的专项产品技术和经营服务团队，构建了“人事管理、文档管理、采购管理、合同管理、费控管理、信息采集、档案管理、营销管理、客服管理、项目管理”十大专项应用场景。产品边界的持续拓宽有望为公司开拓新的市场发展空间，带动公司业绩加速增长。

图表15:公司的十个专项产品



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表16: 公司的专项产品介绍

专项产品名称	主要功能介绍
聚才林人事管理软件	主要为客户提供人力资源应用领域的专项产品及解决方案落地，重点服务客户在组织权限、人员角色管理、考勤管理、薪酬管理、招聘管理、绩效管理、培训管理、综合人事、员工自助等人力资源方面的管理应用需求。
采知连知识管理软件	主要为客户提供知识管理领域的专项产品及解决方案落地，重点服务客户在文档管理、知识仓库、专家体系、知识门户、知识资产、知识运营、企业云盘等知识管理方面的管理应用需求。
九川汇营销管理软件	主要为客户提供数字化的营销管理解决方案，通过智能线索获取、自动提醒、营销内外协同、多角色多维营销门户等一系列功能，帮助企业实现从市场、线索、客户、商机、合同与回款的全生命周期营销闭环管理，为企业建立真正以客户为中心的数字化客户运营体系。
今承达合同管理软件	主要为客户提供合同起草、审批、签订、执行、归档、统计等合同全生命周期管理的专项产品解决方案，并提供为客户提供合同目录、合同分类、合同模板预制、智慧核、合同台账、合同结算、合同数据管理、合同订单集成、电子化签署、合同履行、合同档案等合同管理方面的应用需求。
事井然项目管理软件	主要为客户构建全程数字化的项目管理平台，通过管理平台可以实现各项目组织单位业务协同、沟通协同、信息协同，同时开放的 API 接口实现各类异构系统灵活对接，从而形成覆盖项目全过程中进度、任务、执行反馈、交付物、成本、验收等，形成全生命周期的项目管理体系。
睦客邻客服管理软件	主要为客户提供内外协同的客户管理系统，通过项目移交流程、一站式客户服务入口、问题自助查询、智能 AI 助手、群诉预警、风险上报等功能，实现以客户为中心、客户第二次生命周期线上管理的数字化管理体系。

京桥通采购管理软件	件主要为客户提供采购管理应用领域的专项产品解决方案落地，服务客户的供应链管理、采购寻源管理、比质比价、招投标管理、采购订单管理、采购需求管理、采购合同管理、供应链管理等方面的管理应用需求。
齐业成费控管理软件	主要为客户提供费控管理、预算管理、财务共享、资金管理、成本管理、电子报销、电子发票、银企直连、财税集成、商旅集成等费控预算领域的专项产品解决方案。
文书定档案管理软件	主要为客户提供数字资产管理，包括档案、文件、用户系统行为、系统数据、音视频等需要长期妥善保存的电子信息数据及纸质文件，包括档案门户、档案检索、电子档案文件收集、整理、归档、保管、利用、销毁、审批等全生命周期的管理，提供档案管理全程数字化的专项产品及解决方案落地。
千里聆信息采集软件	主要为客户提供各类信息的采集服务，通过 RPA 机器人流程自动化和 NLP 自然语言处理等前沿技术，为客户提供可自定义配置化的信息采集工具，解决客户信息数据收集、信息数据归集、信息数据清洗、信息数据展示、订阅信息提醒等信息自动化采集方面的应用需求。

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

2 深入践行“四化”战略，强化产品业务体系

2.1 智能化：打造智能办公助手，AI 赋能多个应用场景

研发推出智能办公助手，AI 赋能业务实现高效管理。公司研发推出了小 e (LLM 版)-智能中间件平台。智能小 e 是基于大语言模型构建的 7*24 小时智能办公助手，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、API 智能化处理引擎及算法中台的架构体系。

图表 17: 公司智能平台技术架构体系



资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司的智能平台拥有十大核心能力，融合五大智能化技术，助力组织业务和管理智能化。公司的智能管理平台深度融合了市面上主流的五大智能化技术能力：1) 智能语音识别能力，以自然语言与软件进行交互和沟通：在智能办公前端，公司通过与自然语音的接入，利用语音识别，准确识别和转换语音为文字，将需求快速与 OA 场景应用库、智能问答库、人员专家库、场景开发接口连接起来；2) 智能语义分析能力，智能化的文本理解和语义推理：通过深度学习和自然语言处理技术，理解文本的语义信息，包括情感、意图、关系等，实现智能化的文本理解和语义推理，为应用提供更加准确和智能的分析和处理能力；3) 智能文本处理，让文本的处理更便捷、更智能：具备完整的 OCR 技术体系，包含文字识别、动态模板、结构化识别、文字理解等能力，可将

文档、图片中的信息扫描、识别并还原，并结合业务规则，实现自动填单、文本比对、内容智能审阅等应用场景；4) 智能RPA机器人，让信息采集自动化、更高效、更准确：通过融合AI技术，可实现信息的自动化采集及业务流程的自动化处理。让机器人按照既定规则定向采集组织舆情、商品价格、采购招标等信息，并自动完成预设的处理动作，让数据可自动化流转；5) 大语言模型，让软件更理解人的意图，减少工作量：基于大语言模型LLM框架，通过海量数据的深度学习，让系统具备自然语言的理解能力。并进行识别与解析，形成系统指令，帮助客户实现智能场景，如应用智能构建、AI智能问答、文本智能撰写等场景。

图表18: 公司智能平台十大核心能力



资料来源：公司官网，万联证券研究所

AI赋能办公、运营、采集领域多个应用场景，配备丰富智能工具。在办公领域，公司智能化产品能够实现行政服务、知识问答、数据查询、流程审批等日常办公的全面智能化，主要应用场景包括智能办事、智能查询、智能请假、智能行政、智能商旅、智能报表、智能公文、智能流程、智能知识等；在运营领域，公司在各类业务运营应用中融入智能技术，为组织配备AI业务助理，构建丰富的智能化业务工作场景，主要应用场景包括智能市场、智能销售、智能合同、智能项目、智能采购、智能客服、智能财务、智能人事、智能风控、智能档案等；在采集领域，公司能够提供7*24小时工作的信息采集机器人，利用RPA+AI能力自动抓取识别价值信息，主要应用场景包括招标投标信息、政策法规、商品价格、竞品信息、舆情信息、岗位/简历、商旅比价、广告投放、市场动态、供应商动态等。此外，智能小e配备了丰富且开箱即用的智能工具。

图表19: 智能工具



资料来源：公司官网，万联证券研究所

2.2 平台化：持续迭代升级，推出低代码平台 e-Builder

立足“七大引擎”，配置平台持续迭代升级。公司的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，可以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成本地添加新的模块功能，从而有效提高了产品的易用性、灵活性和可维护性，同时可以全面响应客户组织架构、流程体系的变化，以及集团公司、异地办公的分布式部署需求。公司的产品技术多立足“七大引擎”，分别是流程引擎、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。在七大引擎的统一平台解决方案的支撑下，系统可以敏捷地支撑企业业务拓展带来的组织变化、人员变化、以及随之而来的大量应用场景变化。公司对“七大引擎”构成的配置平台进行了持续的迭代升级。此外，公司的集成平台是业内领先的一站式ESB集成平台，能够通过统一入口、统一待办、应用集成、数据集成、报表集成等帮助客户实现数据、应用等的敏捷集成、持续扩展与灵活流转。

图表20: 公司集成平台逻辑框架整体介绍



资料来源：公司官网，万联证券研究所

构建低代码平台 e-Builder，满足客户定制化需求。低代码平台 e-Builder 在融合了七大引擎能力的基础上，从表单、流程、业务建模、集成、页面、权限的全程搭建过程可视化，无需复杂操作，拖拉拽的方式即可搭建，即搭即用，可以便捷地搭建更多、更丰富的业务场景，满足客户的个性化需求。e-Builder 不仅能提供丰富的开箱即用的应用，满足各类业务场景所需，还具备数字化的应用构建能力，融合了无代码、低代码配置化的能力，降低数字化要求，使得人人都能构建数字应用。同时，公司基于大语言模型持续优化 e-Builder，通过大模型解析用户输入的对话及上下文内容，自动生成 e-Builder 的基本框架及功能，具体已实现功能包括新建应用、新建表单、新建页面、新建流程、修改表格视图及页面等。目前，e-Builder 具备智能构建、零代码构建、低代码构建、全代码构建等多种构建方式，全面支持各类业务需求。通过 e-Builder 搭建的应用可发布到企业微信，实现内部员工与外部客户、供应商、经销商等的一体化协同运作。通过 e-Builder，客户所需的所有应用都可以在一个平台搭建，同时搭建的各个应用之间还能够紧密串联，数据之间可关联。

图表21: e-Builder 平台示意图



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

2.3 全栈国产化: e-nation 专注政务领域, 信创生态适配扩大

公司的e-nation产品专注政务领域, 拥有丰富服务经验。公司推出了专注于政务领域的数字化政务办公平台e-nation, 目前已经累计拥有超过4000家党政机关单位的丰富服务经验, 实现了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, 能够为客户提供好用、易用的政务协同平台。

图表22: e-nation 覆盖的业务范围



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

成立信创生态实验室, 自主研发e-code开放平台。公司2017年创立了泛微信创生态实验室, 除与国内各大生态伙伴进行产品兼容适配外, 还承接国家级信创试点项目, 同时对信创办公领域中的重要业务场景进行技术创新。公司是首家进行去插件公文研发攻坚的厂商, 自主研发了e-code开放平台, 对国产全CPU链路进行技术适配。

图表23:公司信创生态实验室



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

信创生态体系持续建设, 满足客户多样化需求。公司持续打造全生态信创平台, 客户主要涵盖党政机关、事业单位、央国企及金融机构, 已经能够兼容国内100余种主流软硬件厂商产品, 具体包括海光/龙芯/兆芯/华为等国产CPU产品、人大金仓/达梦/巨杉/神州通用等国产数据库产品、麒麟/中科方德/UOS等国产操作系统、东方通/宝兰德/中创等国产主流中间件产品、WPS/福昕/数科/书生等国产文档管理产品以及统信浏览器/360安全浏览器/宏衫科技/南天信息等产品。公司2023上半年完成了4个数据库、3款中间件及2个外设的信创产品适配, 截至2023年6月末, 公司全线产品已完成超过150家信创伙伴的适配互认工作, 进一步扩大了公司信创生态的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, 持续提升客户满意度。其中, 公司的新产品e-cology10.0平台已全面完成信创底层软硬件的生态适配, 公司的低代码开发平台e-Builder也能够基于全栈信创环境, 为客户提供了数字化应用的自主建设能力。

图表24: 公司信创生态图谱

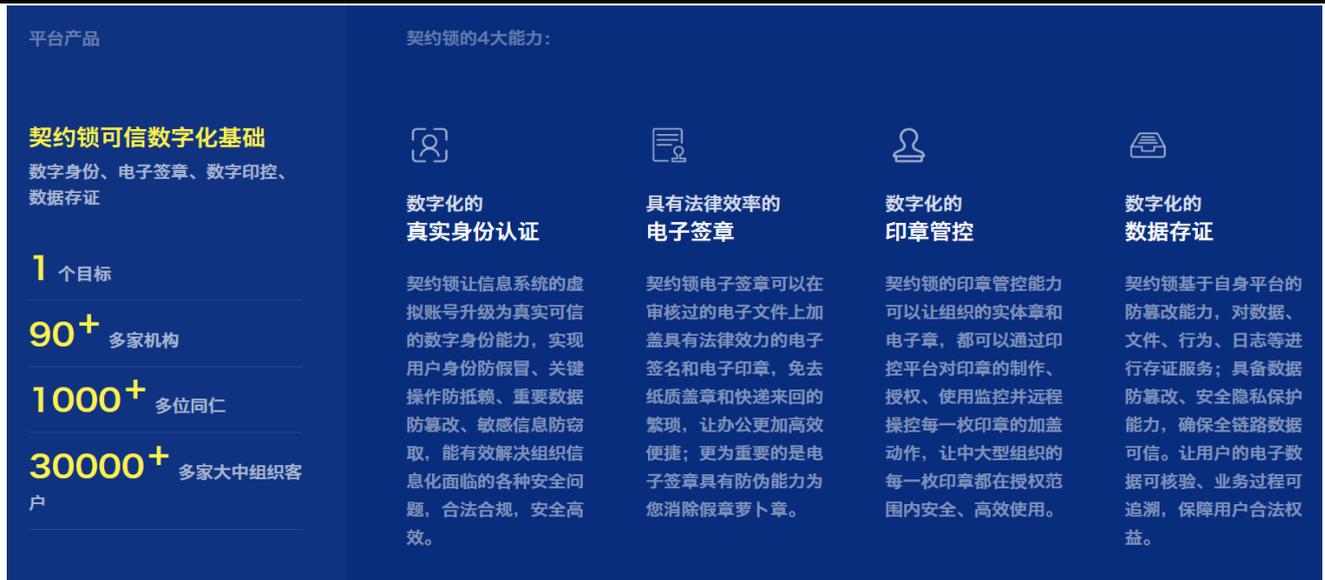


资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

2.4 数字化: 解决数字可信问题, 优化新一代数字运营平台

数据可信是数字化的基础, 公司研发多个数字可信技术组件。公司通过预制数字身份、电子签名、电子印章、数字档案等数字可信技术组件, 让搭建的业务应用实现全程数字化。通过可信数字身份签章、数字印控、数字档案等, 可以让数字化变得安全、可信、有效、可查。具体而言, 身份认证管理能够确保数字化的可信性; 电子签章和电子合同能够让数字化签署具备法律效力; 数字化印控管理能够实现实体章与电子章的一体化管理; 数字化档案管理能够确保数字化成果可查可验。

图表25:公司可信数字化基础介绍



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

九大技术体系支撑数字化运营平台平稳运行。公司凭借低代码、ESB、RPA、信创、数据备份、系统安全、运维等九大技术体系, 为客户构建出协同、高效、智能、灵活的一体化运营平台。

图表26:支撑数字化运营平台平稳运行的九大技术体系



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

打通客户数字化建设最后一公里, 持续优化数字化运营平台。公司的数字化运营平台贯穿整个管理、业务、财务的全程数字化运营体系, 覆盖研发、市场、销售营销, 项目、合同, 采购, 项目, 客服、档案等各个业务应用, 以及支撑业务的人事、行政、财务、IT的共享服务, 加速推进以客户中心数字化建设, 让财务、业务、管理一体化运作。公司的数字化运营平台提供了丰富的业务应用和支撑业务全过程的共享中心, 构建出一体化的组织业务运营场景, 开箱即用, 无需开发, 有效帮助客户打通数字化建设最后一公里。公司基于智能化、平台化、内外系统、电子签章、信创办公等五方面能力, 持续优化数字化运营平台。最新的, 公司新一代数字运营平台e-cology10.0新增600多项功能点, 支持信创全栈适配, 重点完善发展了系统的技术架构体系, 以组件、API为核心, 在前后端分离的基础上增加了全新的微服务架构, 同时携有全新的低代码平台e-builder, 在融合了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, 从而实现客户更多的个性化需求。

图表27: 公司数字化运营平台架构总图



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

3 盈利预测与投资建议

分业务盈利预测:

1) **自行开发软件产品收入:** 该业务以自研软件产品销售为主, 考虑到公司发布十大专项产品, 持续拓宽产品边界, 加之信创需求的提振, 公司自研软件产品销售2024年有望恢复稳健增长。结合2023H1业绩表现情况, 预计公司自行开发软件产品2023-2025年的营收增速分别为8%/20%/15%, 毛利率保持约99%的水平。

2) **技术服务收入:** 该业务以老客户的收入贡献为主, 随着公司客户的积累, 加之公司深化智能化、平台化、数字化战略, 产品持续迭代更新, 将拉升老客户的产品升级及增值服务需求。结合2023H1业绩表现情况, 预计公司技术服务2023-2025年的营收增速分别为22%/25%/23%, 毛利率保持约95%的水平。

3) **第三方产品收入:** 公司的第三方产品收入通常是在自行研发的软件产品销售过程中根据合同需要下的附带销售, 波动性较大。结合2023H1业绩表现情况, 预计公司第三方产品2023-2025年的营收增速分别为40%/35%/30%, 毛利率水平约35%。

图表28: 分业务收入预测 (收入单位: 百万元)

	2022A	2023H1	2023E	2024E	2025E
自行开发软件产品收入	930.71	360.47	1005.17	1206.20	1387.13
同比增速	0.15%	6.26%	8%	20%	15%
毛利率	98.56%	99.43%	99%	99%	99%
技术服务收入	1215.34	498.46	1482.71	1853.39	2279.67
同比增速	22.25%	22.18%	22%	25%	23%
毛利率	96.69%	94.61%	95%	95%	95%
第三方产品收入	90.59	46.31	126.82	171.21	222.58
同比增速	18.87%	43.00%	40%	35%	30%
毛利率	34.76%	40.56%	35%	35%	35%
营业收入合计	2331.48	905.24	2614.70	3230.80	3889.37
同比增速	16.41%	14.72%	12.15%	23.56%	20.38%
毛利率	93.23%	93.77%	93.63%	93.31%	92.99%

资料来源: iFind, 公司公告, 万联证券研究所

我们认为公司会持续拓展本地化服务团队，其特色化的授权中心运营模式将继续贡献公司核心收入，支撑公司业绩稳健增长；此外，公司以“智能化、平台化、数字化、全栈国产化”为战略导向，持续优化产品体系，有望进一步带动公司的业绩提升。费用方面，预计公司持续保持较高的研发投入水平，同时考虑股权激励费用摊销的短期影响，预计公司2023-2025年的营业收入分别为26.15/32.31/38.89亿元；归母净利润分别为1.48/2.22/3.41亿元；对应EPS分别为0.57/0.85/1.31元；对应2023年12月26日收盘价PE分别为78.99/52.84/34.41倍。参考可比公司估值水平，考虑公司作为行业龙头的估值溢价，首次覆盖，给与公司“增持”评级。

图表29: 可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688369.SH	致远互联	38.08	0.94	1.20	1.76	2.40	40.48	31.81	21.64	15.85
600588.SH	用友网络	570.89	2.19	3.07	7.17	11.80	260.48	186.00	79.61	48.39
688111.SH	金山办公	1,420.72	11.18	13.80	18.56	24.84	127.13	102.93	76.55	57.19
300634.SZ	彩讯股份	87.38	2.25	3.66	4.04	5.12	38.83	23.87	21.64	17.05
300687.SZ	赛意信息	87.48	2.49	2.74	3.57	4.64	35.07	31.89	24.49	18.85
平均值						100.40	75.30	44.79	31.47	
603039.SH	泛微网络	117.27	2.23	1.48	2.22	3.41	52.53	78.99	52.84	34.41

资料来源: iFind, 公司公告, 万联证券研究所

注: 总市值为2023年12月26日收盘价对应市值; 可比公司2023-2025E归母净利润为iFind一致预期。

4 风险提示

行业竞争加剧; 信创需求不及预期; 子公司业务经营表现不及预期; 新产品拓展进度不及预期。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2331	2615	3231	3889
同比增速 (%)	16.41	12.15	23.56	20.38
营业成本	158	167	216	273
毛利	2174	2448	3015	3617
营业收入 (%)	93.23	93.63	93.31	92.99
税金及附加	18	16	22	27
营业收入 (%)	0.75	0.63	0.68	0.69
销售费用	1581	1778	2181	2625
营业收入 (%)	67.81	68.00	67.50	67.50
管理费用	69	183	201	136
营业收入 (%)	2.94	6.99	6.22	3.50
研发费用	340	418	485	583
营业收入 (%)	14.58	16.00	15.00	15.00
财务费用	-33	0	0	0
营业收入 (%)	-1.42	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
信用减值损失	-13	-10	-10	-10
其他收益	79	98	118	140
投资收益	-42	12	-8	-21
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	8	12	9
营业利润	223	159	237	362
营业收入 (%)	9.58	6.09	7.34	9.31
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	234	159	237	362
营业收入 (%)	10.02	6.09	7.34	9.31
所得税费用	10	11	15	21
净利润	223	148	222	341
营业收入 (%)	9.57	5.68	6.87	8.76
归属于母公司的净利润	223	148	222	341
同比增速 (%)	-27.69	-33.49	49.49	53.56
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.86	0.57	0.85	1.31

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.86	0.57	0.85	1.31
BVPS	7.33	7.95	8.80	10.11
PE	52.53	78.99	52.84	34.41
PEG	-1.90	-2.36	1.07	0.64
PB	6.14	5.66	5.11	4.45
EV/EBITDA	44.46	55.85	37.24	23.36
ROE	11.68%	7.17%	9.68%	12.94%
ROIC	11.54%	7.14%	9.65%	12.90%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1557	1913	2368	2985
交易性金融资产	518	518	518	518
应收票据及应收账款	237	237	294	350
存货	64	74	98	119
预付款项	468	670	825	1020
合同资产	63	76	90	107
其他流动资产	69	67	74	81
流动资产合计	2975	3554	4266	5180
长期股权投资	164	132	98	63
固定资产	246	263	276	285
在建工程	70	54	30	6
无形资产	48	57	66	73
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	7	8	8	8
其他非流动资产	30	13	-4	-22
资产总计	3541	4081	4740	5592
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	489	665	836	1031
预收账款	0	0	0	0
合同负债	895	1057	1286	1547
应付职工薪酬	42	50	63	79
应交税费	84	109	130	155
其他流动负债	115	124	126	140
流动负债合计	1624	2004	2441	2952
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	5	5	5	5
负债合计	1630	2010	2447	2958
归属于母公司的所有者权益	1911	2071	2293	2634
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1911	2071	2293	2634
负债及股东权益	3541	4081	4740	5592

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	233	304	414	579
投资	-374	48	58	61
资本性支出	-51	-25	-8	-2
其他	750	19	-8	-21
投资活动现金流净额	325	43	41	38
债权融资	0	-3	0	0
股权融资	0	50	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-39	-38	0	0
其他	-164	0	0	0
筹资活动现金流净额	-203	8	0	0
现金净流量	356	356	455	617

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场