

企业级服务入口:基于 OA 的产品扩张

华泰研究

2022 年 2 月 16 日 | 中国内地

首次覆盖

计算机应用

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

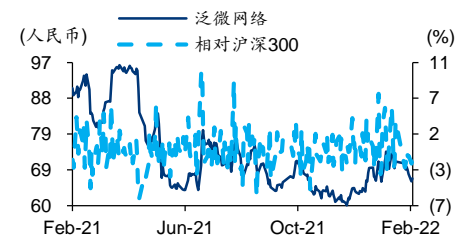
80.16

研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +86-21-29872036
联系人 彭钢
SAC No. S0570121070173 penggang@htsc.com

基本数据

目标价(人民币)	80.16
收盘价(人民币 截至 2 月 15 日)	67.00
市值(人民币百万)	17,460
6 个月平均日成交额(人民币百万)	74.88
52 周价格范围(人民币)	60.01-96.28
BVPS(人民币)	6.53

股价走势图



资料来源: Wind

企业级服务领域核心厂商, 给予“买入”评级

泛微网络专注于协同管理和移动办公软件产品的研发、销售及相关服务, 帮助组织构建统一的数字化办公平台。我们认为, 泛微在企业级服务市场占据了企业级服务市场非常好的入口, 已经逐步体现出产品化能力与产品拓展能力, 未来跨企业业务流程扩展、跨用户领域的扩展有望逐步体现。我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 20.09、26.70、35.12 亿元, EPS 分别为 1.17、1.54、2.06 元, 参考可比公司 2022 年平均估值 51.9x PE (Wind), 给予 2022E 51.9x PE, 对应目标价 80.16 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

高产品化率: 产品迭代能力&业务流程理解&客群反馈&EBU 渠道

对比同业公司来看, 公司具备较高毛利率和强劲的现金流, 体现出公司较高的产品化率和产品议价能力。我们认为, 公司的高产品化率主要来自于: 产品迭代能力+业务流程理解+客群反馈+EBU 渠道。其中, 快速的产品迭代能力是构建标准化产品的基础能力; 对业务流程的理解决定了对产品功能标准的“议价”能力; 客群反馈机制保障产品力不断提升; 独特的 EBU 模式打通销售渠道、实现商业闭环。

产品扩张能力: 从组织管理(OA&协同)到业务管理(FM&ERP)延展

我们认为, 泛微正在逐步体现自己的产品扩展能力, 并主要体现在以下几个方面: 1、从 OA, 到协同办公, 到人财物管理; 2、不同客户场景产品的拓展。从公司产品拓展来看, 很多功能模块的拓展, 也不完全是公司刻意增加产品功能, 而是产品发展到一定阶段, 客户服务到一定程度之后, 自然而然形成的一种延展。而客户场景的拓展, 一方面是基于产品力的提升, 另一方面是基于对行业共性/特异性需求的洞悉。

企业级服务核心入口, 产品拓展不断打开市场空间

我们认为, 泛微占据了企业级服务领域的核心入口: OA&协同办公。公司有望基于这一入口, 从以下角度不断在企业级服务市场扩展自身产品矩阵: 1、从企业业务流程角度: 从组织管理到业务管理; 2、从产品角度: 从协同办公到轻量 ERP; 3、从产品载体角度: 从软件到平台; 4、从应用场景角度: 从 PC 到移动端; 5、从业务场景角度: 从商业客户到党政。我们预计, 随着公司不断拓展产品矩阵, 可触达市场空间有望持续扩宽, 未来公司业绩有望受益于此。

风险提示: 产品拓展不及预期, 下游需求不及预期, 市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	1,286	1,482	2,009	2,670	3,512
+/-%	28.14	15.27	35.52	32.91	31.52
归属母公司净利润(人民币百万)	139.73	229.55	306.05	402.48	537.66
+/-%	22.05	64.28	33.33	31.51	33.59
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.54	0.88	1.17	1.54	2.06
ROE(%)	17.20	20.43	20.41	21.71	23.13
PE(倍)	124.95	76.06	57.05	43.38	32.47
PB(倍)	19.39	12.96	10.56	8.50	6.73
EV EBITDA(倍)	142.36	73.04	55.12	38.73	26.55

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

泛微网络：产品化能力与产品拓展能力值得关注	4
核心观点.....	4
与市场观点不同之处	4
盈利预测与投资建议	4
泛微网络：企业级服务市场核心厂商	5
专注于协同办公 OA 软件	5
产品及渠道扩张升级，驱动公司收入持续增长.....	6
泛微网络：高产品化率	8
产品标准化程度高，毛利率较高	8
高产品化率的原因：产品迭代能力+业务流程理解+客群反馈+EBU 渠道	9
泛微网络：产品不断扩展	14
泛微网络：产品扩张能力	14
企业级服务市场：产品拓展逻辑	15
泛微网络：未来产品拓展潜力	16
盈利预测与估值	20
收入预测.....	20
盈利能力预测	21
费用率预测.....	21
风险提示.....	22

图表目录

图表 1：发展历程.....	5
图表 2：股权结构（截至 2022/2/05）	5
图表 3：管理层情况.....	6
图表 4：收入及同比增速.....	6
图表 5：归母净利润及同比增速.....	6
图表 6：公司营业收入按业务拆分	7
图表 7：公司主营业务收入按地区拆分	7
图表 8：三大费用率情况.....	7
图表 9：毛利率及净利率.....	7
图表 10：泛微网络的产品体系	8
图表 11：毛利率对比	8
图表 12：销售商品收到的现金流/收入.....	8
图表 13：以 e-cology 产品迭代历程为例	9
图表 14：泛微网络协同管理模型—协同矩阵模型	10
图表 15：泛微网络协同管理模型—齿轮联动模型	10

图表 16: e-cology 产品收入持续增长	11
图表 17: 产品与客群的正反馈机制流程	11
图表 18: 泛微网络采用独特的 EBU 模式进行渠道扩张	12
图表 19: EBU 渠道模式帮助公司实现快速拓张的同时又不脱离客户	12
图表 20: 2017-2019 年公司 EBU 数量逐年增长	13
图表 21: EBU 模式已经成为公司收入重要支柱	13
图表 22: 泛微的产品扩张: 从 OA, 到协同办公, 到人财物管理	14
图表 23: 泛微的产品扩张: 不同客户场景产品的拓展	14
图表 24: 企业级服务的入口	15
图表 25: 企业级服务产品边界模糊	15
图表 26: 工具软件到企业级服务	16
图表 27: 企业后台管理分为: 业务管理和组织管理	16
图表 28: 从软件到平台延展	17
图表 29: 泛微 e-wechat 数字化办公平台	18
图表 30: 银企支付解决方案	18
图表 31: 从商业客户到党政延展, 提供信创体系全面知识转移	19
图表 32: 泛微网络软件产品收入预测	20
图表 33: 泛微网络营收预测	21
图表 34: 泛微网络毛利率预测	21
图表 35: 泛微网络期间费用率预测	22
图表 36: 可比公司估值表	22
图表 37: 泛微网络 PE-Bands	22
图表 38: 泛微网络 PB-Bands	22
图表 39: 提及公司表	23

泛微网络：产品化能力与产品拓展能力值得关注

核心观点

泛微的产品化能力与产品拓展能力值的关注。我们认为，对于软件企业而言，产品化能力与产品拓展能力非常重要，这也是软件企业能够保持持续成长的核心要素。泛微在企业级服务市场已经逐步体现出以上两种核心能力。从公司未来产品拓展方向来看，我们认为，泛微有望在企业级服务市场逐步拓宽自身的產品矩阵，从目前的 OA 和协同办公等流程管理环节，向业务管理环节演进，比如 FM、EPM、HR、ERP 等。

公司的产品化拓展能力和潜力主要体现在几个方面：

1) 云架构下，企业级服务产品边界开始模糊。在传统架构向云架构迁移的产业背景下，企业级服务产品的边界在逐步模糊，主要体现为：原来处于不同环节的企业级厂商，逐步拓展自身产品边界，进行外向延展。比如 Salesforce 从 CRM 拓展至 ERP，钉钉从 IM 拓展至协同办公，Adobe 从工具软件拓展至 CRM 等。我们认为，在中国云产业发展的大背景下，中国企业级服务市场的企业也有望逐步体现出这样的发展趋势。

2) 高毛利率体现产品力。泛微的高毛利率体现出其较强的产品标准化能力。这种产品通用能力是在过去二十余年的发展历史中，逐步提炼和完善的结果。这背后也体现出泛微对于企业管理方法论和理念发展趋势的深刻理解。

3) 看过去：产品拓展能力。在公司发展的二十余年中，也逐步体现出较强的产品拓展能力。目前公司已经形成 e-cology、e-office、eteams、e-nation 等系列产品。从客户类型来看，覆盖大型/中性/小型企业客户。从下游行业来看，覆盖制造业/房地产/汽车/软件/金融/纺织服装/餐饮旅游/教育/政府等多个众多行业。从每个产品来看，公司也逐步在向平台化方向演进，在成熟产品之上逐步加载新的功能模块，实现产品的迭代拓展演化。

4) 看未来：产品拓展方向。我们认为，泛微已经占据了企业级服务市场非常好的入口，以 OA 和协同办公切入，逐步深入到企业级服务的更多环节。从公司目前核心产品 e-cology 的核心功能来看，基本覆盖了财务/人力/绩效等多个环节。我们认为，泛微基于现有产品未来向 ERP 方向延展的概率比较大。2021 年公司发布了低代码开发平台 e-builder，更加有利于公司产品平台化能力和产品拓展能力的提升。

与市场观点不同之处

市场对泛微的关注点主要集中在 OA 和协同管理产品的成长，从现有的产品体系内，分析公司的成长驱动因素，比如信创等带来的机会。我们基于全球企业级产品发展视角来研究泛微的产品扩展能力以及未来产品可扩展的空间。我们认为，对于一家软件企业而言，非常重要的一个能力就是产品扩展能力。我们认为，从泛微的产品延展历程以及未来发展空间来看，产品的跨企业业务流程扩展，跨用户领域的扩展有望逐步体现。

盈利预测与投资建议

我们认为，随着公司不断拓展产品矩阵，可触达市场空间有望持续扩宽，未来公司业绩有望受益于此。预计公司 2021-2023 年收入分别为 20.09、26.70、35.12 亿元，EPS 分别为 1.17、1.54、2.06 元。采用 PE 估值法，选取协同办公领域龙头企业致远互联、用友网络、福昕软件作为泛微网络可比公司。上述可比公司 2022E 平均估值 51.9x PE，给予 2022 年 51.9x PE，对应目标价 80.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

泛微网络：企业级服务市场核心厂商

专注于协同办公 OA 软件

专注于协同办公 OA 软件。泛微网络成立于 2001 年，为 OA 行业上交所主板上市公司，国家规划布局内重点软件企业。公司专注于协同管理和移动办公软件产品的研发、销售及相关服务，帮助组织构建统一的数字化办公平台。自成立以来已服务 50000 多家政府机关及企事业单位客户建设移动办公平台、覆盖 87 个细分行业。截至 2021 年，泛微团队全国人数达 8000 多人，在全国 200 个城市设立本地化服务团队、建立超过 400 个服务团队提供本地化服务。

图表1：发展历程



资料来源：公司官网、华泰研究

腾讯战略投资，董事会复合背景，深耕行业多年。股东包括韦利东、韦锦坤、季学庆、深圳腾讯产业投资基金有限公司、上海影才文化中心等。其中韦利东为公司实际控制人，持有 32.36% 的股权。2020 年腾讯战略投资泛微，成为企业第一大机构投资者，持有 4.89% 的股份。董事会由韦利东、凌旭峰、洪亮、赵国红、包小娟、李致峰、王晨志、熊学武、金戈等人组成，管理层人员大部分加入泛微网络均已超过 10 年。其中凌旭峰、李致峰等具有工程师职称，管理层具备一定技术专业背景。

图表2：股权结构（截至 2022/2/05）



资料来源：Wind、华泰研究

图表3: 管理层情况

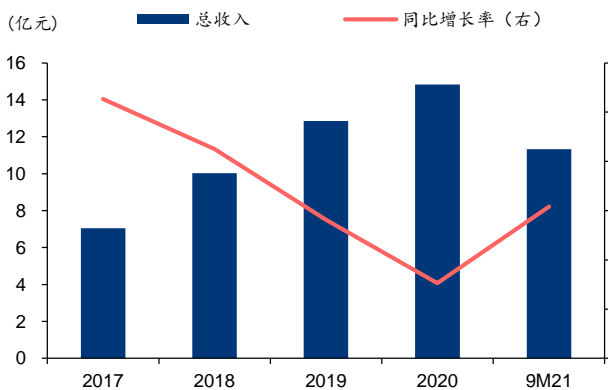
姓名	职务	简历
韦利东	董事长	1976年出生,本科学历,毕业于浙江大学工业外贸专业 2001年创立泛微有限公司并担任执行董事,股份公司成立后担任董事长职务
包小娟	董事、财务总监	1975年出生,本科学历,毕业于中国人民大学工商管理专业 2010年起于泛微网络任职,2011年起任公司董事、财务总监职务
李致峰	董事	1978年出生,本科学历,毕业于北京联合大学信息学院电子与信息技术专业 2017年起任泛微网络公司董事、助理总经理
熊学武	董事、产品总监	1978年出生,本科学历,毕业于郑州轻工业学院高分子材料与工程专业 2003年起于泛微网络任职,现任泛微网络公司董事、产品总监职务
王晨志	董事、副总经理	1979年出生,硕士研究生学历,毕业于美国威斯康星协和大学高阶工商管理专业 2003年起于泛微网络任职,2011年起任泛微网络公司副总经理职务
金戈	副总经理、董事会秘书	1976年出生,本科学历,毕业于浙江大学工业外贸专业 2011年起于泛微网络任职,现任公司副总经理、董事会秘书职务

资料来源: Wind、公司公告、华泰研究

产品及渠道扩张升级,驱动公司收入持续增长

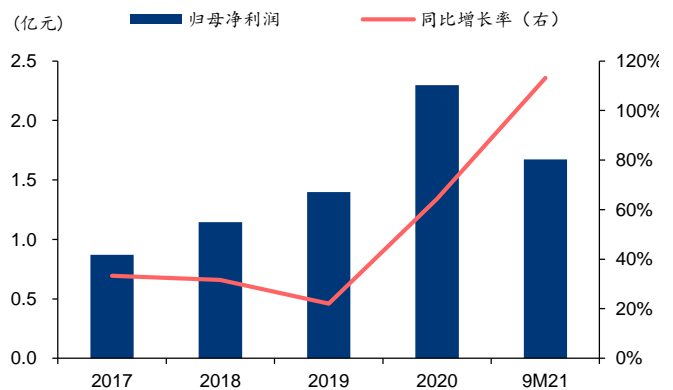
随着公司产品及渠道扩张升级,公司收入及利润持续走高。近年来公司收入不断提高,营业收入由2017年的7.04亿元上升到2020年的14.82亿元,复合增长率达到28.16%,2021年前三季度公司同比增长率高达30.84%。公司主营业务稳步推进,主要得益于公司技术及产品体系不断完善,智能化、平台化、云化稳步推进,营销网络不断壮大,为公司新一轮增长提供了强劲动力。利润端来看,公司归母净利润呈现快速增长趋势,归母净利润从2017年的0.87亿元上升至2020年的2.30亿元,复合增长率达38.19%,2021年前三季度同比增长率高达113.17%。公司归母净利润复合增速快于营收,主要得益于规模效应逐步显现,费用管控亦取得成效。

图表4: 收入及同比增速



资料来源: Wind、华泰研究

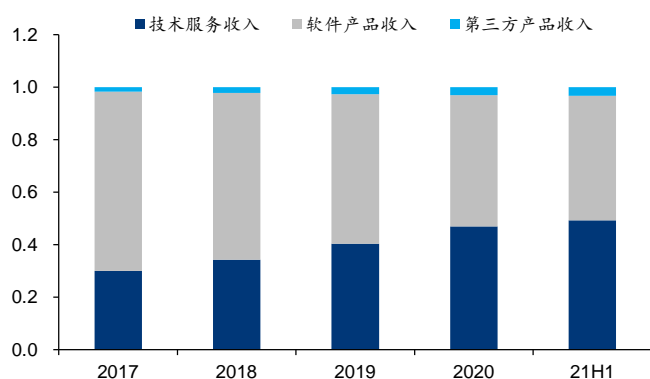
图表5: 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、华泰研究

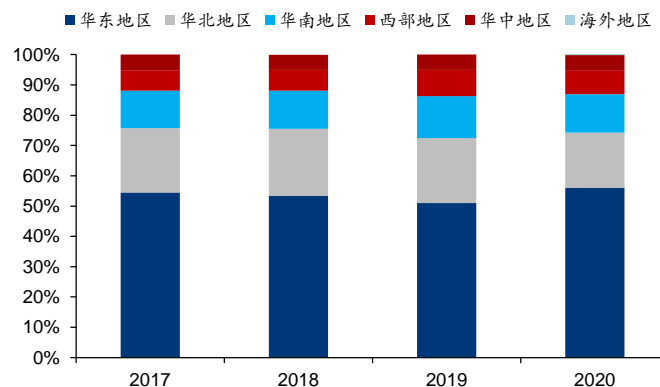
产品及渠道升级促进新增客户与老客户新增需求双轮增长。公司营收主要由软件产品收入、技术服务收入、第三方产品收入三部分构成,其中软件产品收入为主要增长驱动力,从2017年4.81亿元增长到2020年的7.41亿元,复合增长率达15.49%,2020年占比50.00%,而公司全产品云化及营销网络、合作平台拓展将进一步推动公司新客户扩张,促进软件收入增长。公司技术服务收入也维持了高增长,主要得益于公司产品升级及各泛OA应用模块的加速落地促使老客户后续开发需求增长,技术服务收入从2017年的2.11亿元增长到2020年的6.96亿元,复合增长率达48.86%,2020年占营收比重46.96%。从地区来看,公司2020年新开拓了海外客户,华东地区依旧是公司的主战场,2020年营收占比54.55%。

图表6：公司营业收入按业务拆分



资料来源：Wind、华泰研究

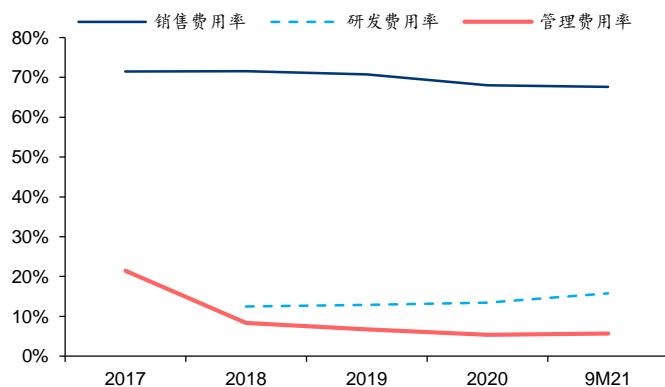
图表7：公司主营业务收入按地区拆分



资料来源：Wind、华泰研究

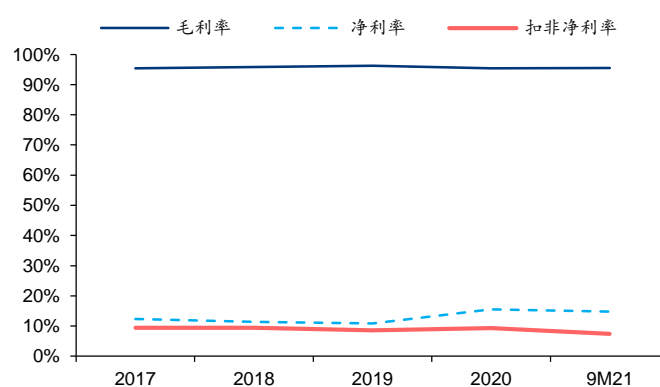
销售及管理费用率呈下降趋势，研发投入率持续增长巩固产品技术优势。随着公司规模扩大及运营效率提高，公司销售费用率由 2017 年的 71.43%，下降至 2021 年前三季度的 67.60%，下降趋势明显。2018 年到 2021 年前三季度公司研发费用率从 12.46% 增长到 15.80%，研发投入不断加大利于巩固公司技术优势，推动产品升级及应用场景和功能的扩展。从毛利率角度看，2017-2020 年公司毛利率平均为 95.71%，多年维持较高水平，随着期间费用率下降，归母净利率稳中有升。2021 年前三季度公司扣非净利率较 2020 年下降 1.97pct，主因研发投入加大，研发费用率较 2020 年上升 2.37pct。

图表8：三大费用率情况



资料来源：Wind、华泰研究

图表9：毛利率及净利率



资料来源：Wind、华泰研究

泛微网络：高产品化率

产品标准化程度高，毛利率较高

在企业级服务市场，由于下游客户机构规模差异较大，其产品标准化程度受到一定影响。大型企业/中型企业/小型企业客户，由于企业规模不同，组织架构不同，成长策略不同，其所需要的企业级服务产品存在较大的差异。由此，企业级服务产品比较难有通用的产品面对所有客户。

在企业级服务产品系列中，OA 产品在发展之初，属于企业级轻量化的产品，与 ERP 相比，其沉淀的业务流程并不复杂。但随着企业的发展，OA 也逐步从原有单纯的文档自动管理逐步向外拓展。在 OA 以及协同办公领域，不同规模企业，不同场景（政府&企业），由于其业务管理流程存在一定的差异，因此，适合这些企业使用的 OA 产品存在一定的差异。

泛微的产品包括：大中型企业 OA 产品 e-cology、中小型企业 OA 产品 e-office、移动云 OA 产品 eteams、智慧政务 OA 产品 e-nation、移动办公 OA 产品 e-mobile、微信办公 OA 产品 e-wechat 等。产品基本覆盖了大中小型企业，PC 和移动终端，行业以及政务等不同场景。

图表10：泛微网络的产品体系

泛微网络产品体系			
大中型组织 OA	e-cology9.0, 与众不同的大中型组织OA软件	智慧政务 OA	e-nations, 数字化政务办公平台
中小型组织 OA	e-office, 移动化、智能化、电子化的协同办公平台	移动办公 OA	e-mobile, 移动办公平台
信创办公 OA	全生态链适配的信创协同平台	微信办公 OA	e-wechat, 腾讯战略投资, 内外协同的数字化办公平台
移动云OA	eteams, 一体化、内外协同的移动办公云平台	电子签章及印控平台	专业的电子签约及印章管理平台

资料来源：公司官网、华泰研究

泛微网络毛利率较行业平均值较高，从横向对比来看，我们以毛利率指标来看下不同企业级服务产品的企业，其产品标准化程度的差异。我们选取了致远互联、用友网络、福昕软件等企业作为对比，我们可以发现泛微近年的毛利率均显著高于同行业其他公司平均水平。从数据来看，泛微可以把 OA 产品的毛利率做到与工具软件产品差不多的水平，体现了其对业务流程产品较高的产品标准化能力。

图表11：毛利率对比

代码	公司	2018A	2019A	2020A
688369 CH	致远互联	77.9%	76.1%	77.1%
600588 CH	用友网络	70.0%	65.4%	61.1%
688095 CH	福昕软件	93.4%	94.8%	96.4%
	平均值	80.4%	78.8%	78.2%
603039 CH	泛微网络	95.8%	96.26%	95.38%

资料来源：Wind、华泰研究

图表12：销售商品收到的现金流/收入

代码	公司	2018A	2019A	2020A
688369 CH	致远互联	111.1%	105.5%	102.8%
600588 CH	用友网络	107.3%	104.5%	100.9%
688095 CH	福昕软件	107.6%	109.5%	109.8%
	平均值	108.7%	106.5%	104.5%
688232 CH	泛微网络	119.9%	113.0%	115.5%

资料来源：Wind、华泰研究

高产品化率的原因：产品迭代能力+业务流程理解+客群反馈+EBU 渠道

原因一：产品迭代能力。任何标准化的产品都是通过多次的定制化需求迭代而来的，即使像 Office、Acrobat、Photoshop、Solidworks 等这样工具软件，都是经过多年无数次用户使用反馈，无数次版本迭代，逐步更新完善而来的。快速的产品迭代能力是构建标准化产品的基础能力。

从泛微的产品迭代来看，以 e-cology 为例，自从 2001 年发布 e-cology 1.0 版本以来，泛微发布了 9 个大版本，70 多个小版本，产品功能覆盖流程、门户、知识、人事、沟通、客户、项目、财务等 20 多个功能模块。

产品迭代能力的背后需要两个基础要素：一个是对业务流程深入理解，一个是软件开发能力。这两种能力在不同的企业级公司体现的程度不一样。但如果我们去看全球企业级服务产品龙头企业，比如 SAP/Oracle/Workday/Salesforce 等，一定是把这两种能力结合做的比较好的。

图表13：以 e-cology 产品迭代历程为例

2001	e-cology 1.0推出人为中心、流程为血脉的协同软件
2003	e-cology 2.0推出以费用、客户、项目、资产管理等业务模块为核心的全局协同管理应用方案
2005	e-cology 3.0推出以流程引擎为核心贯穿各个业务模块，形成流程驱动管理变革
2007	e-cology 4.0推出企业信息门户和集成引擎
2009	e-cology 5.0推出内容管理引擎和全文搜索引擎
2011	e-cology 6.0推出消息引擎、组织权限中心，并全面实现OA软件的移动化
2013	e-cology 7.0推出企业移动信息门户和移动建模引擎
2015	e-cology 8.0推出打通组织内外的协同应用
2018	e-cology 9.0全面普及智能办公

资料来源：公司官网、华泰研究

原因二：业务流程理解深度。高产品化率能力背后体现的是一种产品议价能力，这种议价能力不仅是产品价格的议价，更是产品功能标准定义的“议价”，即相比于甲方客户的需求，处于乙方角色的产品供应商更加具备产品功能的定义能力。这背后需要软件产品开发商对于产品背后的业务流程具备很深入的理解，而且对于产业发展趋势以及前沿技术等方面，都具备较强的产品化能力。

我们认为，泛微高产品化率背后，很重要的原因之一就是公司对于协同办公市场业务流程具备行业领先级别的理解。

按照流程所承载具体管理内容，可以划分工作流程。具体来看，工作流程包括审批流、权限流、数据流、控制流和工作流程的流程五类：1) 审批流：审批是工作流程最为常见的存在形式；2) 权限流：指流程能够把承载的对象进行二次赋权（查看权/编辑权/占用时间）3) 数据流：例如一个资产领用流程可以直接影响资产的库存数据；4) 控制流：例如预算的数据可以控制实际报销的流程；5) 工作流程的流程：管理流程的流程。

组织构建于工作流程之上，而 OA 让组织架构真正落地。实际组织应用中，一个流程可能同时涉及多个细分流程，在流程基础之上，结合目标、架构、人等基本要素，构建出组织体系本体。构建组织体系的难点在于：体系是动态的、多维度的，需要保持目标一致性（如何保证共同利益），需要保持集权和分权在权限体系中的相对动态平衡。OA 的价值在于通过软件的手段，让组织制度和架构真正落地，让组织行为更加规范和高效。

基于对工作流程的深刻理解，公司提出两大协同管理模型。基于对组织工作流程的理解和对痛点问题的把握，泛微网络将各种信息和应用紧密集成，基于协同管理应用平台（e-cology），提出两大协同管理模型：系统矩阵模型、齿轮联动模型。

1、协同矩阵模型：把企业单位管理过程的七个要素（人的要素、流程的要素、知识的要素、客户资源的要素、项目事件的要素、物的要素和财的要素）融合到一起，在统一的平台上运行，模拟企业真实的运作，功能模块间的高度协同，从任意一个信息节点能够提取所有相关信息的企业信息网管理。

图表14：泛微网络协同管理模型—协同矩阵模型

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

资料来源：公司官网、华泰研究

2、齿轮联动模型：系统提供一个核心引擎（类似“齿轮校合中心”）来支撑系统的各个应用模块（每一个模块类似一个齿轮）：知识文档管理模块、工作流应用管理模块、人力资源应用管理模块、客户关系管理模块、项目管理模块、财务管理模块和资产管理模块的协同运作，只要一个其中一个齿轮转动就能够通过齿轮较合中心带动其它齿轮的转动。

图表15：泛微网络协同管理模型—齿轮联动模型



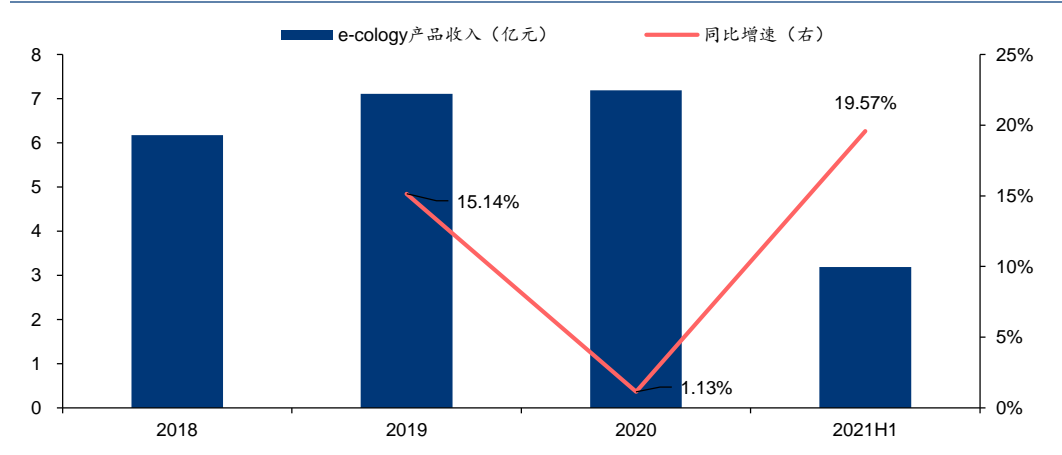
资料来源：公司官网、华泰研究

公司以管理模型为内核，铸造强大产品实力。基于对协同办公工作流程的理解，泛微网络以协同矩阵、齿轮联动两大管理模型为内核，打造了覆盖多行业多场景的 OA 产品，包括 e-cology、e-office、eteams 等等。

以 e-cology 为例，产品实力体现在解决大型企业复杂管理问题。以主打大中型组织的 e-cology 为例，大型企业内部组织架构往往较为复杂，层级数量较多，协同管理难度较高。因此，大中型企业 OA 软件设计更加困难，却往往也最能体现 OA 厂商对于业务流程的理解深度。而 e-cology 设计初衷就在于解决复杂组织的深度应用，强调产品的通用性和模块化，以组件化设计方式开发，具备模块选择高度灵活、模块之间可集成性良好、模块内部高度封装等产品特性，满足用户跨时间、跨区域、跨部门的协同管理要求，具备较强产品力。

商业化视角交叉论证 e-cology 产品力。此外，从商业化的角度交叉论证来看，我们可以发现，公司 e-cology 产品收入近年来持续增长，团队规模不断扩张，可以据此反推产品本身实力强劲。2021 年上半年公司 cology 产品实现收入 3.18 亿元，同比增长 19.57%，占总收入约 45.61%。截至 2021 年上半年，针对 cology 产品，公司已经在全国九大区域 100 多个城市，为其建立了超过 500 个服务团队，以提供本地化的服务。

图表16: e-cology 产品收入持续增长

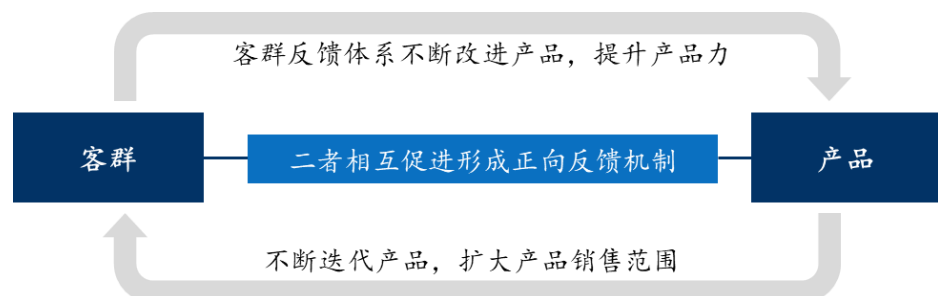


资料来源：公司年报、半年报、华泰研究

原因三：产品与客群的正反馈机制。在实现初步产品化之后，真正决定计算机软件产品是否好用的关键在于，软件厂商能否与客户建立顺畅的正反馈机制以不断打磨改进产品。许多世界知名的大牌软件都沿这一路径发展而来，如法国达索旗下知名 CAX 软件 CATIA，最早即是在达索航空内部进行使用，客户反馈路径短且顺畅；又如国际知名 ERP 企业 SAP，服务 94% 的全球 500 强客户，通过与头部客户共同打磨管理范式，形成产品输出。因此，我们认为，泛微网络强大产品力背后是由健全的客群反馈机制作为保障，实现“产品好用-销售产品-客户反馈并改进-产品更好用”的正反馈循环。

精细化渠道管理助力公司打造高质量反馈机制。对比起国内软件行业绝大部分企业采用的代理制模式，EBU 模式下没有代理商阻隔客户和商家，公司可以直接对 EBU 的客户满意度形成监管，EBU 采集的意见也可以直接反馈到公司总部进行产品优化及新需求开发，推动客群反馈传递通道更通畅。通过分层式结构，公司的 EBU 的颗粒度比代理商更细，公司可以收集更细分市场的本地化用户需求，使得正反馈机制更细化和深入。以泛微华南区售后回访反馈机制为例，利用一组流程建立三重反馈以激励售后回访的准确性和有效性。

图表17: 产品与客群的正反馈机制流程

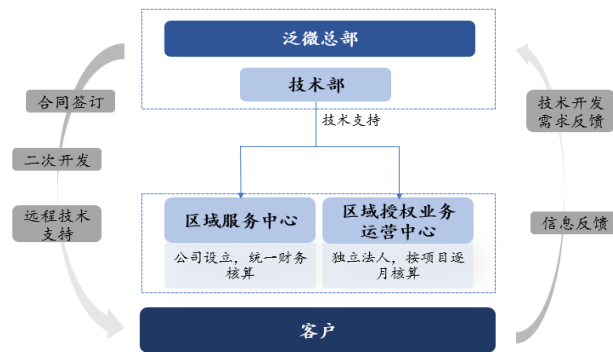


资料来源：公司官网、华泰研究

原因四：独特的市场渠道模式。产品化即公司将特定的技术或服务模式以产品化的手段固定并大规模复制销售的能力。产品化过程中，市场渠道作为产品化最后一环的实现形式，扮演了打通最后一公里、实现商业闭环的重要角色。一个优秀的市场渠道模式主要承担两方面的职责，一方面是帮助企业将产品送达最终客户，另一方面是帮助客户解决咨询、实施、交付、售后等产品本身之外的实际应用问题。

公司采取独特的 EBU 市场渠道模式，通过分层体系网状式覆盖全国市场。EBU 即 E-cology Business Unit，是公司对阿米巴模式的改良和实践，一开始是针对公司的 e-cology 产品设立的，目前已覆盖公司包括 e-office、e-cology、eteams、e-weaver 的全部核心产品。对于 EBU 授权业务运营中心，公司采取“总部-九大区 EBU-省 EBU-地市 EBU-分部 EBU”的等级结构，实现对全国市场的网状式覆盖。合作模式上，公司负责提供产品以及品牌建设等核心工作，EBU 负责产品的售前、交付实施以及售后增值等服务，公司有权监督和管理 EBU 的全服务流程，对其人员进行培训和认证。结算方式上，公司直接与客户签订协议，并直接与最终客户进行业务结算，另外再按照销售合同约定的比例向 EBU 支付实施费。

图表18：泛微网络采用独特的 EBU 模式进行渠道扩张



资料来源：招股说明书、华泰研究

EBU 渠道模式帮助公司实现快速拓张的同时又不脱离客户。对比直营、EBU、分销三种常见的渠道模式来看，EBU 模式下总部公司负责提供核心产品，各地授权中心负责将产品推向终端客户，保证了公司产品快速拓张。相比于传统的总部直营模式，EBU 模式无需公司从零开始打造销售团队，本地化的实施交付工作亦交由 EBU 来完成，因此节省了大量渠道铺设时间和精力。相比于纯粹的渠道代理模式，EBU 模式下公司与最终客户直接签订合同，按比例向 EBU 支付实施费用，在不丧失对授权运营中心的牵制下，获得来自客户的一手信息反馈，强化了产品迭代能力，同时保持了更紧密的客户关系。由此可以看出，介于直营模式与代理模式中间的 EBU 模式，基本吸取了二者的优点，在保证产品化快速扩张的同时又实现了与客户之间的强反馈机制。

图表19：EBU 渠道模式帮助公司实现快速拓张的同时又不脱离客户

渠道类型	合作模式	结算方式	与客户签订产品交付			
			合同的主体	主体	扩张速度	客户关系
直营模式	总部按照客户需求，定制解决方案并实施	总部直接与最终用户签订合同，直接与最终客户进行业务结算。	公司	公司	较慢	最紧密
EBU 模式	总部负责提供产品以及品牌建设等核心工作，EBU 负责产品的售前、交付实施以及售后增值等服务	总部直接与最终用户签订合同，直接与最终客户进行业务结算，另外根据项目来源和项目实施方的不同按约定向授权运营中心支付一定比例的项目实施费。	公司	EBU	较快	紧密
渠道分销模式	总部向经销商销售产品，并确认收入，后续交付实施及售后由经销商负责	总部与经销商签订合同，并根据向经销商交付的内容确认收入	经销商	经销商	快	较疏远

资料来源：公司公告、华泰研究

随着市场渠道逐渐铺开，EBU 模式已经成为公司重要收入支柱，助力公司产品化推广。

2017-2019 年公司 EBU 数量不断增长。2017-2019 年公司授权运营中心数量呈不断增长态势，数量由 2017 年的 66 家上升至 2019 年的 91 家。截至 2021 年上半年，公司已经形成了覆盖全国 100 多个城市的授权服务体系，拥有数万家客户，其中包括众多中国 500 强企业、上市公司、跨国集团、政府高校等知名客户。借助 EBU 所带来的快速响应能力，公司得以在满足客户个性化需求的基础上完成快速交付。

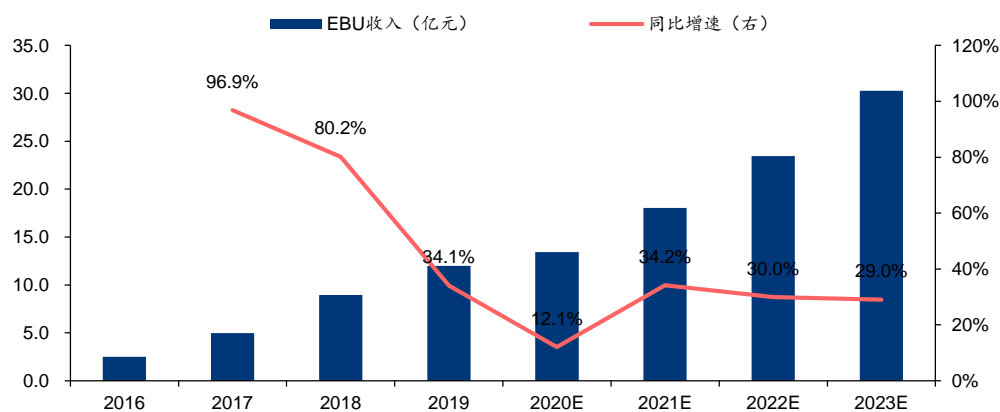
图表20： 2017-2019 年公司 EBU 数量逐年增长

地区	2017 年	2018 年	2019 年
华北地区	3	5	5
华东地区	46	60	67
华南地区	6	6	6
华中地区	4	4	4
西部地区	7	9	9
合计	66	84	91

资料来源：公司公告、华泰研究

我们预计 2021 年公司实现 EBU 收入 18.05 亿元，同比增长 34.2%。从 2016 年到 2019 年，EBU 为公司贡献的营收从约 2.52 亿元增长到约 12 亿元，复合增速达 68.18%，占总体收入比重从 54.68% 增长到 93.31%。考虑到：1) EBU 模式下，公司与客户直接签订合同，并按比例进行实施费用分成；2) 2016-2019 年公司支付给授权运营中心的项目实施费用占 EBU 收入比重分别为 69%、67%、63%、62%，随着公司产品标准化程度提升，分成比例呈下降趋势；3) 公司未披露 2020 年 EBU 收入，但已知实施费用约 8.07 亿元。因此，我们假设：1) 2020-2023 年公司支付的实施费占 EBU 收入比例均为 60%；2) 2021 年 EBU 收入同比增速与 21H1 保持一致；3) 2022 年、2023 年受益于授权运营中心数量增长、公司产品线扩张，EBU 收入分别同比增长 30%、29%。基于此，我们估算得 2020 年 EBU 收入约 13.45 亿元，并预计 2021-2023 年公司实现 EBU 收入 18.05、23.46、30.26 亿元。

图表21： EBU 模式已经成为公司收入重要支柱



资料来源：公司公告、华泰研究预测

综上，我们认为，公司采取独特的 EBU 市场渠道模式，通过分层体系网状式覆盖全国市场，而 EBU 渠道模式帮助公司实现快速拓张的同时又不脱离客户，帮助公司将产品送达最终客户，同时又帮助客户解决咨询、实施、交付、售后等产品本身之外的实际应用问题。EBU 模式在为公司贡献重要收入来源的同时，帮助公司实现产品化的完整闭环，反过来促进了产品化率的进一步提升。

泛微网络：产品不断扩展

泛微网络：产品扩张能力

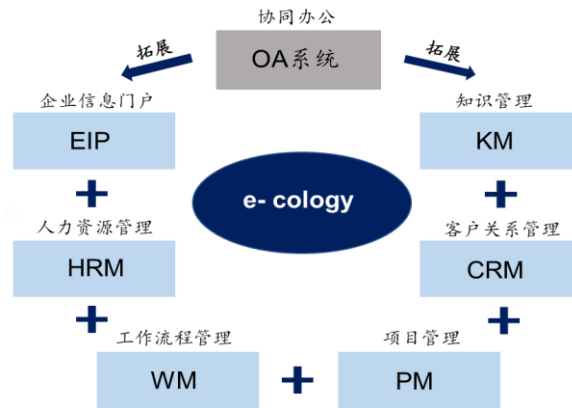
我们认为，泛微正在逐步体现自己的产品扩展能力。泛微的产品扩张能力主要体现在以下几个方面：

1、从 OA，到协同办公，到人财物管理

我们认为，泛微成立 20 余年以来，其产品拓张能力逐步体现。从 2001 年公司发布 e-cology 1.0 版本以来，不断拓展产品功能边界。从最早起单纯的 OA 功能模块，到逐步融入协同管理模块，到逐步加入人财物管理模块。从公司产品拓展来看，很多功能模块的拓展，也不完全是公司刻意增加产品功能，而是产品发展到一定阶段，客户服务到一定程度之后，自然而然形成的一种延展。

从目前泛微的核心产品 e-cology 功能来看，基本涵盖了 OA（协同办公）、EIP（企业信息门户）、KM（知识管理）、HRM（人力资源管理）、CRM（客户关系管理）、WM（工作流程管理）、PM（项目管理）等方面。从这些功能模块来看，e-cology 已经基本脱离单纯的 OA 管理软件，而是具备了一定的人力财务绩效管理 etc. ERP 的一些核心模块。

图表22：泛微的产品扩张：从 OA，到协同办公，到人财物管理



资料来源：公司官网、华泰研究

2、不同客户场景产品的拓展

2001 年泛微网络成立之初，公司的 OA 产品仅有 5 家客户，更不必提行业覆盖广度。随着公司借助自身产品实力以及独特渠道建设方式，旗下 OA 产品得以全面铺开，公司覆盖的行业范围和客户场景慢慢扩大。回顾泛微在不同行业之间的扩张过程，可以发现其底层逻辑是相通的：1) 一方面，经过多年的协同管理实践，公司对管理的理解、对协同办公流程的理解变得更加深刻，本身产品力得到了提升；2) 另一方面，在与客户进行的正反馈过程中，泛微得以洞悉行业的共性需求和特异性需求，服务特定行业客户的能力得到提升。随着多年的客户场景扩张，目前公司覆盖 87 个细分行业、50000 多家客户。

图表23：泛微的产品扩张：不同客户场景产品的拓展

衣		食		住		行	
能源石化	日用生化	政府	轻工电器	装备制造	建筑装饰	化工行业	互联网
文体娱乐	影视媒体	多元化集团	医疗卫生	银行保险	烟酒糖	基金、投资	制药与药品流
物流运输	商务服务	电子信息	培训	岩土工程	教育	物资贸易	餐饮酒店旅游
科研院所	服装纺织	农林牧渔	生鲜食品	节能环保	电力通信	IT软件	零售百货
							纸品包装
							冶金矿业

资料来源：公司官网、华泰研究

企业级服务市场：产品拓展逻辑

从企业级服务领域产品发展逻辑来看，我们认为，从企业轻量级应用向重度应用拓展的趋势还是比较清晰的。

软件产品的可扩展能力是高成长的核心动力。维持软件公司长期持续稳健增长的核心点在于其软件产品的可扩展性。我们去看全球优秀的软件企业，把产品拓展做到了极致。通过自身的可扩展能力，不断突破市场对公司产品业务边界的认知。比如 Microsoft、Adobe、Salesforce 等。它们的产品边界早已突破起初市场对公司的认知。

寻找企业服务市场的入口。从目前全球软件发展趋势来看，2B 企业级服务市场诞生了全球的软件和云计算龙头，甚至巨头。目前几乎所有企业都看到了未来企业级服务市场所孕育的产业机会。这是一个可以孕育巨头（多个巨头）、承载巨头的市场。不同的企业都在基于自身的产品禀赋（基因），在寻找企业级服务的入口。在移动互联网 2C 时代，巨头对 2C 入口的争夺已经基本结束；而在 2B 的企业互联网云计算时代，入口的争夺和抢占已经开始，而且或将更加激烈。

图表24： 企业级服务的入口

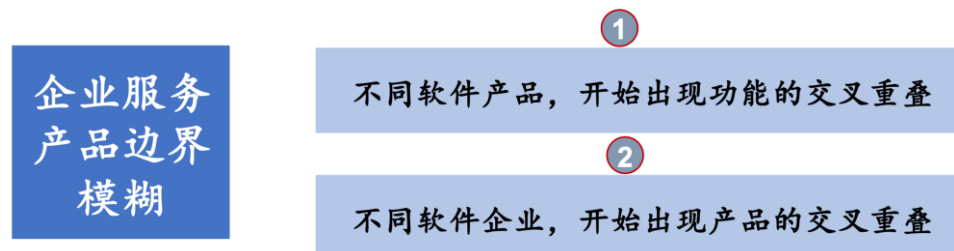


资料来源：公司官网、华泰研究

找到入口之后，进行产品扩展。企业一旦找到属于自己的企业级服务入口，就逐步基于入口的产品进行新产品的拓展。通常一开始入口的产品是单一产品或者是功能比较少的 Suite。需要注意的是：1) 企业级产品的拓展一定具备其内在的业务逻辑关系，不是为了拓展而拓展；2) 在不同的技术背景下，企业级服务市场入口的方式也在放生变化。

云场景下，企业业务模块边界可能在逐渐模糊。我们认为，在云产品形态下，企业级服务市场的业务和产品边界在逐渐模糊。在传统软件形态下，企业级服务的不同业务和产品环节，彼此的边界非常清晰，做协同办公、人财物管理、供应链管理、绩效管理等等模块。在云场景下，我们看到：1) 不同的产品开始出现功能的重叠：比如协同办公软件已经逐步嵌入人财物相关的 ERP 模块；2) 不同企业级服务企业出现业务/产品重叠，Workday 从 HCM 到 ERP，Adobe 从工具软件到 CRM。

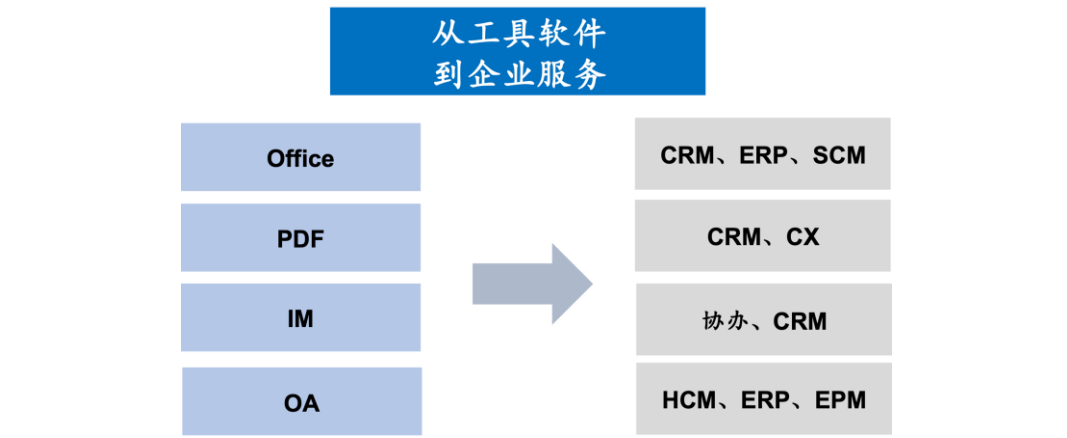
图表25： 企业级服务产品边界模糊



资料来源：华泰研究

工具软件到企业级服务。工具软件（办公）也是企业级服务市场的一个重要入口产品。这一类产品领域企业有望逐步向企业级服务市场延伸。通过起初的工具软件获得 B 端客户，先扩大客户基础，提升市占率；然后拓展新产品线，增加单用户 ARPU 值。从 Increase（老产品增加新用户），然后再 Expand（老用户增加新产品），逐步构建企业级产品矩阵，打造企业级服务平台。

图表26： 工具软件到企业级服务



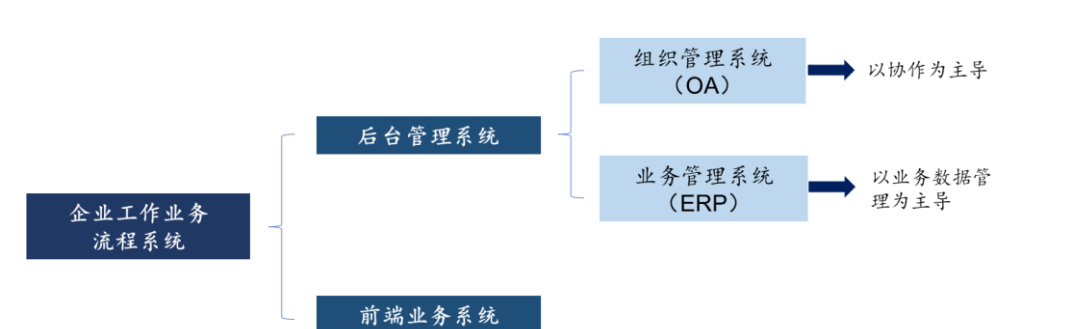
资料来源：公司官网、华泰研究

泛微网络：未来产品拓展潜力

1、从企业业务流程角度：从组织管理到业务管理

企业的工作业务流程系统，可以简单地分为前端业务系统和后台管理系统。后台管理系统又可以大致分为业务管理系统和组织管理系统。业务管理系统主要涉及到与前端业务环节关联度比较大、数据交互比较频繁的管理模块，比如人财物管理/进销存管理等，也就是典型的 ERP 产品。而组织管理主要是涉及到与员工工作协作流程相关的一些环节，典型的的就是 OA 管理软件。可以理解为，企业后台管理系统分为以协作为主导的 OA 组织管理系统，以及以业务数据管理为主导的 ERP 业务管理系统。

图表27： 企业后台管理分为：业务管理和组织管理



资料来源：华泰研究

目前，泛微对传统的协同办公 OA 产品进行了 20 余年的打造与完善，从产品业务环节覆盖来看，正逐步向业务流程管理环节延展。

2、从产品角度：从协同办公到轻量 ERP

当泛微产品覆盖的企业流程环节从组织管理延展到业务管理，协同管理的 OA 产品就逐步延展至 ERP 产品。这种延展是产品发展到一定程度的自然延伸。需要关注的几个背景：

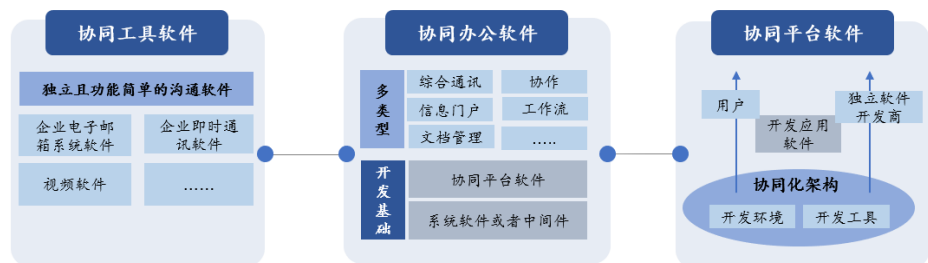
第一，组织管理工具 OA 与业务管理工具 ERP，本身就有相通的功能模块和数据交互，存在彼此延展的基础。比如 OA 中也有相应的 CRM、EPM（绩效管理）、FM（财务管理）、HRM（人力资源管理）等模块。**第二**，企业内部组织管理方法，随着商业环境/组织交互工具/产业发展，在不断演变。企业内部不同流程环节的关系和边界也在发生变化。**第三**，企业内部组织管理环节的交叉和彼此延展，带来管理工具软件功能模块的延展。协同办公管理与 ERP 业务管理的边界被打破。**第四**，从目前泛微的产品布局来看，其产品中很多功能已经逐步延展至 ERP 的部分模块。据公司官网，2022 年初，公司发布了“7 大”专项产品，包括：人事管理产品、知识管理产品、采购管理产品、合同管理产品、费控管理产品、信息采集产品、档案管理产品。

3、从产品载体角度：从软件到平台

从点工具到平台，OA 软件朝集成化发展。按照 OA 软件在组织中发挥的价值不同，可以将其分为三类：协同工具软件、协同办公软件、协同平台软件。1) 协同工具软件：指相对独立、简单的沟通软件，解决组织内部信息交流问题，如企业即时通讯系统等；2) 协同办公软件：指帮助组织实现协同化管理和办公的软件，包括综合通讯、工作流、文档管理等，如泛微的 e-cology、e-office、e-teams 等。3) 协同平台软件：指提供一个协同化的架构，让用户或 ISV 开发应用的平台型软件，如泛微此前的 e-weaver(现已整合至 e-cology 后端)。目前，以泛微 e-cology 为代表的 OA 软件正在通过强化后端引擎能力，向平台化发展。

泛微的平台化发展脉络早已有迹可循。在泛微 20 多年发展历程中，从发布第一版协同办公软件，推出工作流、门户、文档、开放集成平台、建模开发平台、移动办公平台、SaaS 云办公平台、语音智能办公，到电子签章应用、联合企业微信推出内外协同办公平台，公司一直致力于平台化发展。2022 年 1 月公司推出“全程数字化运营平台”，为组织提供从基础的可信数字身份、电子审批流程、个性化岗位门户、知识文档管理、电子签章到内外协同的业务管理，1 个平台支撑组织各类业务的数字化管理需求。

图表 28：从软件到平台延展



资料来源：公司官网、华泰研究

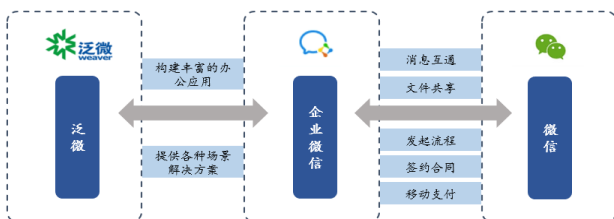
4、从应用场景角度：从 PC 到移动端

办公场景从 PC 端向移动端迁移是为了摆脱时空束缚，关键在于形成适合移动端 IT 资源的轻应用。移动办公也可称为“3A 办公”，即办公人员可在任何时间（Anytime）、任何地点（Anywhere）处理与业务相关的任何事情（Anything）的移动化办公模式。从二者关系看，移动办公本质是缩小版的 PC 端 OA，但又不是简单的缩小，其主要通过纯网页面、原生页面、原生和纯网页混合三种方式覆盖 PC 端的所有功能。PC 端和移动端所具备的 IT 资源禀赋有巨大差异，传统厂商在开发 PC 端软件产品之后，再进行移动化迁移，往往遇到两类问题：1) PC 端已有的应用如何快速迁移；2) PC 端没有的应用在移动端如何设计。

泛微网络以 OA 平台引擎解决移动化痛点。在泛微的 OA 平台上，协同办公软件的移动化主要是通过移动建模引擎和业务建模引擎两个关键引擎平台实现的。移动建模引擎平台，可以帮助企业利用既有的 IT 资源生成全新的移动应用，快速发布移动 APP 应用，做到完全可视化编辑，所见即所得，一次可部署多平台，最大限度降低企业移动信息化部署成本。

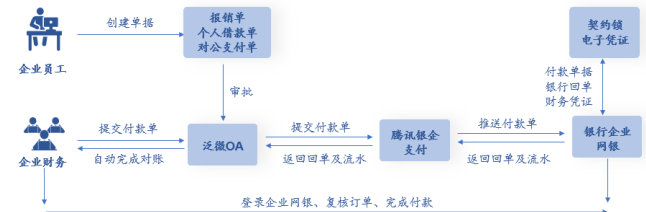
企业微信流量加持下，泛微网络 OA 移动化拓展有望加速。2020 年 7 月，公司股东韦锦坤（韦锦坤与公司控股股东、实际控制人韦利东为一致行动人）与腾讯产业基金签署股份转让协议，以 7.71 亿元的对价转让公司 1061.4 万股流通股份，约占当时公司总股本的 5%。通过与腾讯的战略合作，公司有望借助企业微信，实现与超 12.6 亿微信月活用户连接，将内部员工与外部供应商、代理商、经销商等打通，覆盖采购、合同、招聘等一系列内外协同管理应用场景。基于双方合作，2020 年 10 月泛微与腾讯共同打造 e-wechat 数字化办公平台，借助企业微信实现信息互通、文件共享、发起业务流程等功能，向 OA 办公向移动化迈进。2021 年 4 月泛微联合企业微信、契约锁三方推出全程数字化办公方案，此次联合方以之前搭建的内外协同移动办公平台为基础，推动 OA 办公移动化向全流程方向发展。2021 年 11 月，泛微与腾讯联合推出一体化的企业支付解决方案——银企支付解决方案，借助腾讯金融科技能力，集成企业业务与银行网银系统，让企业享受一键支付、线上回单、银企集成的高效资金收付体验，进一步完善 OA 移动化办公闭环体验。

图表29：泛微 e-wechat 数字化办公平台



资料来源：公司官网、华泰研究

图表30：银企支付解决方案



资料来源：公司官网、华泰研究

5、从业务场景角度：从商业客户到党政

基于采购 OA 系统的驱动力，我们可以将业务场景简单分为 2B（商业）和 2G（党政）。从业务场景来看，下游客户属性决定了业务场景差异。从大的分类角度来看，我们可以将下游客户划分为 2B 和 2G，即商业客户的党政客户。虽然商业客户内部依然可以进一步细分，但商业客户之间对于应用 OA 产品的原动力较为相似，即都以改善利润为目标，期待 OA 系统带来降本增效，业务场景主要面向实际的商业贸易。而党政客户相对而言，实际业务场景多以国计民生等非盈利场景为主，包括政务、电力、水利等等，对成本和利润的概念更不敏感，采购 OA 系统的动力更多来自于我们常说的“信创”。

OA 平台是党政信创的先行梯队。信创，即信息技术应用创新，最早脱胎于国产化。现在的信创，是数字基建，已经上升到国家战略层面。国家规定的党政、军、高校、能源、军工、金融、医疗等八个核心行业里，实际上都已经开始信创替代。而协同办公平台，作为企业内部的核心管理平台，是信创建设的先行梯队，办公平台信创迁移的难点在于生态、应用，技术、人才梯队建设等内容在信创环境下的迁移和适配。

从 2B 到 2G，泛微网络发力 OA 信创。泛微网络早期的 OA 应用更多应用于一般商业场景，20 余年间逐步覆盖起包括农牧、传媒、医疗等 87 个细分行业。目前，公司逐步发力党政信创领域，成立了自己的信创实验室，试验对比不同几条技术路线，并针对不同类型的党政客户提供成熟的信创适配与改造方案，于 2021 年 12 月获得“2021 年度中国信创产业创新奖”。目前公司在全国拥有两百多个信创客户，涵盖了党政机关、事业单位、金融机构、国企央企等领域，与信创生态圈 100 家伙伴绑定互认，完全覆盖整个生态链。

图表31： 从商业客户到党政延展，提供信创体系全面知识转移

具备信创专家体系，提供信创体系全面知识转移			
泛微提供针对信创体系的知识转移，包含信创的知识、技术方案、实施方案等，且持续性提供相关培训，直到终止合作			
培训类型	信创知识	信创技术方案	信创实施方案
培训方案	信创背景 信创相关政策 信创建设的要求 信创改造的验收标准 信创验收的材料	信创替代的范围 技术路线的最忌实践 部署架构设计 数据架构设计 应用架构设计	信创替代的建设思路 信创建设的关键案例 信创实施的关键步骤 部讲师培养计划 项目顾问训练营
专家人员	泛微顾问组、项目组、开发组专业顾问、技术人员信创咨询专家、信创技术专家、生态联盟专家		
价值体现	泛微项目中的提供丰富内容采用多种知识转移保障，使整个系统健康成功		

资料来源：公司官网、华泰研究

盈利预测与估值

收入预测

公司主营业务可以拆分为软件产品、技术服务和第三方产品，其中，软件产品还可以进一步拆分为 e-office 和 e-cology 两类。

软件产品收入来看。公司主要软件产品体系包括 e-cology、e-office、e-teams、e-weaver，其中 e-weaver 于 2018 年开始整合并入 e-cology，不再单独披露收入，e-teams 主要提供针对中小企业提供注册即免费使用的云办公平台，未单独披露收入。因此，泛微网络的软件产品业务主要可以拆分为 e-office 和 e-cology 两类产品。

2018-2020 年公司软件产品业务收入增速分别为 32.55%、15.09%、0.96%。2019 年公司软件产品同比增速较 2018 年有所下滑，主因公司战略重心向渠道建设倾斜，2019 年在全国 9 大区域建立超过 300 个 e-cology 本地化服务团队，2018 年仅为 200 余个，此外还对 e-office 产品重点发展一线城市合作伙伴，针对 e-teams 招募线上销售和区域销售团队，因此软件产品渠道处于投入建设阶段，尚未产生显著销售贡献。2020 年受疫情影响，公司产品销售及实施进度滞后，导致软件产品收入增速进一步放缓。

我们认为，随着公司软件产品持续迭代、EBU 渠道数量持续增长、应用场景不断拓展，有望借助高产品化率优势，继续扩展软件产品功能边界和应用场景，实现业绩进一步增长。e-cology 产品有望持续向 ERP 方向拓展，丰富产品能力和应用场景；e-office 产品销售有望受益于一线城市合伙人建设，借助本地化渠道实现收入增长。基于此，我们预计，2021-2023 年公司 e-cology 收入同比增长 34.0%、30.0%、28.0%，e-office 收入同比增长 30%、29%、28%，预计软件产品实现收入 9.92、12.89、16.50 亿元。

图表32：泛微网络软件产品收入预测

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
软件产品收入	637.6	733.8	740.9	991.9	1289.2	1650.1
e-cology	617.4	710.9	718.9	963.4	1252.4	1603.1
yoy	32.7%	15.1%	1.1%	34.0%	30.0%	28.0%
e-office	20.2	22.9	21.9	28.5	36.8	47.1
yoy	31.3%	13.4%	-4.3%	30.0%	29.0%	28.0%

资料来源：Wind、华泰研究预测

技术服务收入来看。公司技术服务收入系在向客户销售自行开发软件产品的基础上，因提供年度维护服务、系统升级服务、二次开发服务等多种形式的有偿服务所形成的收入。因此，随着公司客户数量的增多和协同管理软件产品的应用更加广泛，相应的技术服务尤其是针对老客户的技术服务收入快速增长，且超过软件业务收入增速。2018-2020 年，公司技术服务收入同比增速分别为 63.1%、50.6%、34.1%，均高于软件产品收入增速。基于此，我们预计 2021-2023 年公司技术服务收入同比增长 37.0%、36.0%、35.0%。

第三方产品来看。公司通常不单独销售第三方软、硬件产品，仅在自行研发的软件产品销售过程中，根据合同执行的需要向客户销售第三方软、硬件产品。考虑到这部分业务与软件产品销售高度相关，且占比较小，我们预计 2021-2023 年公司第三方产品收入分别同比增长 35.0%、34.0%、33.0%。

其他业务来看。考虑到公司未明确披露该部分业务内容，结合已披露的收入口径和产品矩阵，我们推测该部分业务主要包括部分一次性收入（如 2020 年公司为金华市搭建浙江省金华市“来金人员健康信息管理系统”）。考虑到其他业务收入占比不到 1%，对公司整体营收影响很小，因此我们以 21 年上半年增速预测全年其他业务增速，且简单预计 2022、2023 年保持 10% 稳定增长。

图表33： 泛微网络营收预测

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	1,003.6	1,286.0	1,481.0	2009.0	2670.2	3511.8
yoy	42.5%	28.1%	15.2%	35.5%	32.9%	31.5%
软件产品	637.6	733.8	740.9	991.9	1289.2	1650.1
yoy	32.5%	15.1%	1.0%	33.9%	30.0%	28.0%
技术服务	344.4	518.6	695.5	952.9	1295.9	1749.5
yoy	63.1%	50.6%	34.1%	37.0%	36.0%	35.0%
第三方产品	21.6	33.6	44.5	60.1	80.6	107.2
yoy	79.4%	55.8%	32.4%	35.0%	34.0%	33.0%
其他业务			1.4	4.1	4.5	4.9

资料来源：Wind、华泰研究预测

盈利能力预测

软件产品业务 2018-2020 年毛利率分别为 97.10%、98.21%、98.38%，其中 e-cology 产品 2018-2020 年毛利率分别为 97.10%、98.23%、98.45%，e-office 产品 2018-2020 年毛利率分别为 96.98%、97.58%、96.21%。公司软件产品维持较高毛利率水平，主要得益于公司强大的产品化能力，我们认为其背后反映的是来自公司更深层的驱动力：产品迭代能力+业务流程理解+客群反馈+EBU 渠道。鉴于公司近年来毛利率水平维持高位稳定，波动甚小，我们认为，未来公司软件产品业务有望继续保持较强盈利能力，预计公司软件产品业务 2021-2023 年毛利率分别为 97.90%、98.16%、98.15%。

技术服务业务 2018-2020 年毛利率分别为 96.97%、97.44%、96.81%，毛利率总体保持稳健。考虑到技术服务收入主要由老客户的新需求贡献，如维护、升级、二次开发等，客户粘性较强，议价空间不大，因此预计公司技术服务业务 2021-2023 年毛利率分别为 97.08%、97.11%、97.00%。

第三方产品业务 2018-2020 年毛利率分别为 38.59%、35.52%、24.29%，毛利率总体呈现下降趋势，主要由于上游半导体等原材料提价，导致配套硬件成本提升，导致公司第三方产品业务毛利率下行。考虑到该部分业务收入占比较小，我们以过去三年平均毛利率进行简单预测，预计 2021-2023 年第三方产品业务毛利率均为 32.80%。

其他业务 2020 年毛利率为 55.1%，考虑到其业务体量甚小，对公司业绩影响甚微，故简单预计毛利率保持稳定，2021-2023 年毛利率均保持 55.01%。

图表34： 泛微网络毛利率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	95.80%	96.26%	95.38%	95.48%	95.61%	95.52%
软件产品	97.10%	98.21%	98.38%	97.90%	98.16%	98.15%
技术服务	96.97%	97.44%	96.81%	97.08%	97.11%	97.00%
第三方产品	38.59%	35.52%	24.29%	32.80%	32.80%	32.80%
其他业务			55.01%	55.01%	55.01%	55.01%

资料来源：Wind、华泰研究预测

费用率预测

销售费用率方面，公司 2018-2020 年销售费用率分别为 71.54%、70.76%、68.00%，呈下行趋势。公司销售费用支出主要用于支付授权运营中心的项目实施费，随着公司产品知名度不断提升，新增 EBU 合同分成比例有望下行，且随着报告期公司老客户项目带来的技术服务收入占比增加，使得项目实施费结算比例整体下降。基于此，我们预计未来公司销售费用率仍将保持下行，预计 2021-2023 年公司销售费用率分别为 66.00%、65.00%、64.00%。

管理费用率方面，公司 2018-2020 年管理费用率分别为 8.37%、6.77%、5.40%，呈下行趋势。随着公司运营效率的提升以及收入体量的快速增长，规模效应逐步显现。我们认为，公司主要从事协同办公管理软件的开发，本身对于协同管理工作流程的业务本质有着较为

深刻的理解，若应用于企业内部管理，同样能够提升运营效率。我们预计，2021-2023 年公司管理费用率分别为 4.80%、4.50%、4.20%。

研发费用率方面，公司 2018-2020 年研发费用率分别为 12.46%、12.91%、13.42%，研发投入力度不断增强。我们认为，研发投入的加大有利于巩固公司产品技术优势，推动产品迭代以及功能、场景拓展。考虑到公司目前所处的产品扩张阶段，我们预计未来公司研发费用率将保持稳中有升态势，预计 2021-2023 年公司研发费用率分别为 14.00%、14.20%、14.40%。

图表35：泛微网络期间费用率预测

%	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	71.54%	70.76%	68.00%	66.00%	65.00%	64.00%
管理费用率	8.37%	6.77%	5.40%	4.80%	4.50%	4.20%
研发费用率	12.46%	12.91%	13.42%	14.00%	14.20%	14.40%

资料来源：Wind、华泰研究预测

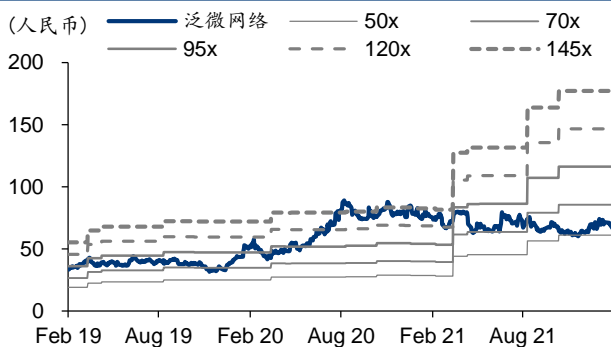
综上，预计公司 2021-2023 年收入分别为 20.09、26.70、35.12 亿元，EPS 分别为 1.17、1.54、2.06 元。采用 PE 估值法，选取协同办公领域龙头企业致远互联、用友网络、福昕软件作为泛微网络可比公司，上述可比公司 2022E 平均估值 51.9x PE。考虑到：1) 公司具备较强产品化及产品拓展能力，产品基本覆盖了财务/人力/绩效等多个环节，未来可能向 ERP 方向继续延展；2) 随着产品拓展，可触达市场空间或将持续拓宽，公司营收有望维持高速增长；3) 公司产品标准化程度较高，盈利能力（毛利率）高于行业平均水平。因此给予公司 2022 年 51.9x PE，对应目标价 80.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表36：可比公司估值表

证券简称	证券代码	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
致远互联	688369 CH	64.30	50	1.1	1.4	2.0	2.8	46.0	35.5	24.6	17.7
用友网络	600588 CH	32.87	1,130	9.9	9.4	11.6	15.2	114.3	120.8	97.1	74.5
福昕软件	688095 CH	118.25	57	1.2	1.2	1.7	2.2	49.4	46.8	34.0	25.4
平均								69.9	67.7	51.9	39.2

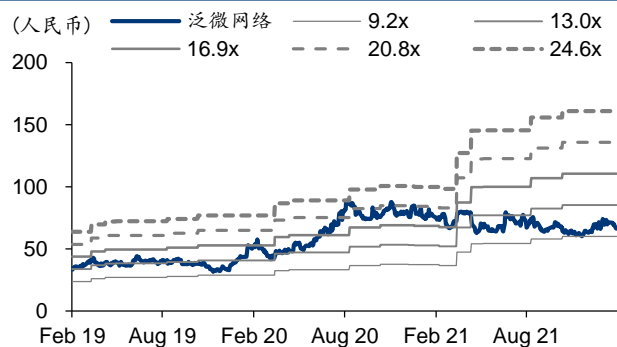
资料来源：Wind、华泰研究预测（注：收盘价、总市值截至 2022.2.15）

图表37：泛微网络 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表38：泛微网络 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

产品拓展不及预期。若公司相关技术的研发或产品化进程慢于预期，可能会对公司产品线拓展以及新功能推出造成影响，客单价提升存在不及预期的风险。

下游需求不及预期。若企业数字化进程低于预期，公司新业务发展速度可能会受到影响，业绩兑现或不及预期。

市场竞争加剧。泛 OA 产品市场参与者众多，若市场竞争加剧，未来公司的用户数量增长可能不及预期。

图表39: 提及公司表

代码	公司简称
CRM N	Salesforce
0070 HK	腾讯控股
688369 CH	致远互联
600588 CH	用友网络
688095 CH	福昕软件
SAP GR	SAP SE
4716 T	Oracle
ADBE US	Adobe
WDAY US	Workday
DAST US	达索系统
MSFT US	Microsoft
未上市	契约锁
未上市	钉钉

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,460	2,227	3,034	3,970	5,245
现金	960.06	1,619	2,194	2,916	3,834
应收账款	113.99	102.13	190.76	198.52	313.46
其他应收账款	17.66	13.31	28.67	27.13	46.25
预付账款	292.93	366.61	527.22	660.77	901.65
存货	11.25	17.75	20.72	28.93	37.65
其他流动资产	64.53	108.27	72.64	139.08	111.84
非流动资产	465.92	486.06	608.27	741.60	856.52
长期投资	252.34	224.50	273.78	333.09	362.09
固定投资	130.11	89.67	174.80	253.86	336.45
无形资产	25.58	18.55	19.90	21.62	23.76
其他非流动资产	57.88	153.35	139.79	133.04	134.21
资产总计	1,926	2,713	3,642	4,712	6,102
流动负债	997.60	1,200	1,830	2,500	3,358
短期借款	0.00	0.00	117.46	547.32	506.36
应付账款	238.35	311.71	418.04	523.79	739.18
其他流动负债	759.25	888.75	1,294	1,429	2,112
非流动负债	1.01	165.45	165.45	165.45	165.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.01	165.45	165.45	165.45	165.45
负债合计	998.61	1,366	1,995	2,666	3,523
少数股东权益	27.09	0.00	(6.18)	(9.39)	(14.58)
股本	151.64	213.86	213.86	213.86	213.86
资本公积	249.23	348.06	348.06	348.06	348.06
留存公积	550.40	758.03	1,058	1,457	1,990
归属母公司股东权益	900.64	1,347	1,653	2,055	2,593
负债和股东权益	1,926	2,713	3,642	4,712	6,102

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	238.07	304.92	531.69	382.86	1,023
净利润	139.33	229.41	299.88	399.27	532.47
折旧摊销	0.00	0.00	14.82	24.46	34.97
财务费用	(26.48)	(30.63)	(49.61)	(52.42)	(65.19)
投资损失	7.66	(38.14)	(13.25)	(14.58)	(21.99)
营运资金变动	73.16	103.67	284.98	35.21	553.19
其他经营现金	44.41	40.61	(5.12)	(9.08)	(10.88)
投资活动现金	(181.85)	(410.40)	(123.78)	(143.21)	(127.90)
资本支出	(46.10)	(67.28)	(87.75)	(98.48)	(120.89)
长期投资	(49.19)	128.50	(49.28)	(59.31)	(29.00)
其他投资现金	(86.56)	(471.62)	13.25	14.58	21.99
筹资活动现金	(16.67)	257.13	49.61	52.42	65.19
短期借款	0.00	0.00	117.46	429.85	(40.95)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	49.12	62.22	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(28.24)	98.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(37.56)	96.08	(67.85)	(377.43)	106.15
现金净增加额	39.55	151.63	457.52	292.07	959.86

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,286	1,482	2,009	2,670	3,512
营业成本	48.09	68.51	90.89	117.30	157.30
营业税金及附加	6.30	7.06	9.57	12.72	16.73
营业费用	909.52	1,008	1,326	1,736	2,248
管理费用	87.27	79.75	96.43	120.16	147.49
财务费用	(26.48)	(30.63)	(49.61)	(52.42)	(65.19)
资产减值损失	0.00	(1.52)	(13.63)	(6.95)	(12.19)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(7.66)	38.14	13.25	14.58	21.99
营业利润	137.14	244.06	310.66	415.71	562.03
营业外收入	5.61	5.76	6.11	5.83	5.90
营业外支出	0.06	0.17	0.11	0.11	0.13
利润总额	142.70	249.66	316.66	421.42	567.80
所得税	3.37	20.25	16.78	22.15	35.33
净利润	139.33	229.41	299.88	399.27	532.47
少数股东损益	(0.41)	(0.14)	(6.18)	(3.21)	(5.19)
归属母公司净利润	139.73	229.55	306.05	402.48	537.66
EBITDA	116.09	218.92	281.71	393.24	537.31
EPS (人民币, 基本)	0.54	0.88	1.17	1.54	2.06

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	28.14	15.27	35.52	32.91	31.52
营业利润	27.51	77.96	27.29	33.81	35.20
归属母公司净利润	22.05	64.28	33.33	31.51	33.59
获利能力 (%)					
毛利率	96.26	95.38	95.48	95.61	95.52
净利率	10.83	15.48	14.93	14.95	15.16
ROE	17.20	20.43	20.41	21.71	23.13
ROIC	(36.36)	(52.04)	(43.04)	(65.16)	(47.71)
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.84	50.35	54.78	56.58	57.74
净负债比率 (%)	(103.49)	(107.97)	(116.09)	(107.71)	(122.70)
流动比率	1.46	1.85	1.66	1.59	1.56
速动比率	1.10	1.51	1.34	1.30	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.64	0.63	0.64	0.65
应收账款周转率	13.46	13.72	13.72	13.72	13.72
应付账款周转率	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.88	1.17	1.54	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.17	2.04	1.47	3.92
每股净资产(最新摊薄)	3.46	5.17	6.34	7.89	9.95
估值比率					
PE (倍)	124.95	76.06	57.05	43.38	32.47
PB (倍)	19.39	12.96	10.56	8.50	6.73
EV EBITDA (倍)	142.36	73.04	55.12	38.73	26.55

免责声明

分析师声明

本人, 谢春生, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准

中性： 预计行业股票指数基本与基准持平

减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准15%以上

增持： 预计股价超越基准5%~15%

持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出： 预计股价弱于基准15%以上

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司