

► **泛微网络是国内 OA 行业龙头。**公司成立于 2001 年，专注于协同管理软件领域，为企业构建统一的数字化办公平台。2017 年公司在上海证券交易所上市，成为 OA 行业内第一家主板上市公司。2020 年，腾讯 7.7 亿元战略投资泛微，截至 2023 年 3 月 20 日持股比例 4.89%。22 年来，公司不断探索发展，积累了丰富的协同管理软件产品体系、创新地发展出具备强大活力的 EBU 模式，驱动公司持续高速增长，目前已成累计服务 7 万家中大型企业客户。2022 年公司实现营收 23.31 亿元，同比增长 16.41%，实现归母净利润 2.23 亿元，同比减少 27.69%。2017-2022 年营收 CAGR 为 27.05%，归母净利润 CAGR 达 20.74%。

► **信创驱动行业 3-5 年高景气，多模块延伸打开远期天花板。ChatGPT 有望带来范式革命，驱动体系化的产品重构与模式变革。**1) **信创方面：**2023 年行业信创正式启航，OA 是上层应用系统中最先实现改造的环节。据我们测算，OA 信创有望驱动 200 亿元新增需求。由于研发和交付难度大，市场向泛微、致远等头部公司集中；2) **多模块拓展：**OA 是企业全员应用，是企业流程和管理高频交互中心，天然具备向其他系统延伸的基础。当前 OA 厂商逐步向费控、合同管理等多种方向延伸，打破行业天花板。据我们测算，核心延伸模块对应市场空间有望达到 749 亿元，约是当前 OA 市场规模的 3 倍；3) **ChatGPT 驱动体系化的架构重塑与模式变革：**协同办公是企业信息、流程和管理的交互中心，是 ChatGPT 应用的天然入口。微软 ChatGPT 三大应用方向之一就是协同管理软件 Teams。ChatGPT 有望驱动 OA 体系化的升级与重构。龙头泛微、致远已在相关领域前瞻深度布局，有望充分受益。

► **信创及多模块延伸开启大周期，公司迎来平台化质变。**公司前瞻布局信创市场，综合优势显著，在信创 1.0 阶段政府和金融市场取得了突出成绩，信创市场份额较原来整体 OA 市场大幅提升，2.0 行业信创有望延续趋势，充分受益；其次，公司全年以来先后发布十大专项产品，开启深度模块拓展，打开公司远期业务空间。公司产品、渠道等方面能力突出，并有契约锁成功模块，专项产品有望快速发展突破。更重要的是，渠道端 EBU 的延展性，叠加产品端专项模块的延伸性，使得公司业务兼具弹性与韧性。渠道侧与产品侧的延伸性，使得公司已经摆脱了传统项目型公司的特征，进入平台化升级质变。

► **投资建议：**预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 31.69、42.62、57.68 亿元，实现归母净利润 3.72、5.22、7.21 亿元，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 51、36、26 倍。信创驱动行业 3-5 年高景气，多模块延伸打开远期天花板，并带来公司平台化升级质变。看好发展前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**信创落地进展不及预期；专项产品拓展进度不及预期；行业竞争加剧。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2331	3169	4262	5768
增长率 (%)	16.4	35.9	34.5	35.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	223	372	522	721
增长率 (%)	-27.7	66.5	40.4	38.2
每股收益 (元)	0.86	1.43	2.00	2.77
PE	85	51	36	26
PB	9.9	8.5	7.0	5.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 30 日收盘价)

## 推荐

首次评级

当前价格：

72.72 元



**分析师 吕伟**

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei\_yj@mszq.com

**分析师 刘雄**

执业证书：S0100522090001

电话：021-80508288

邮箱：liuxiong@mszq.com

## 相关研究

# 目录

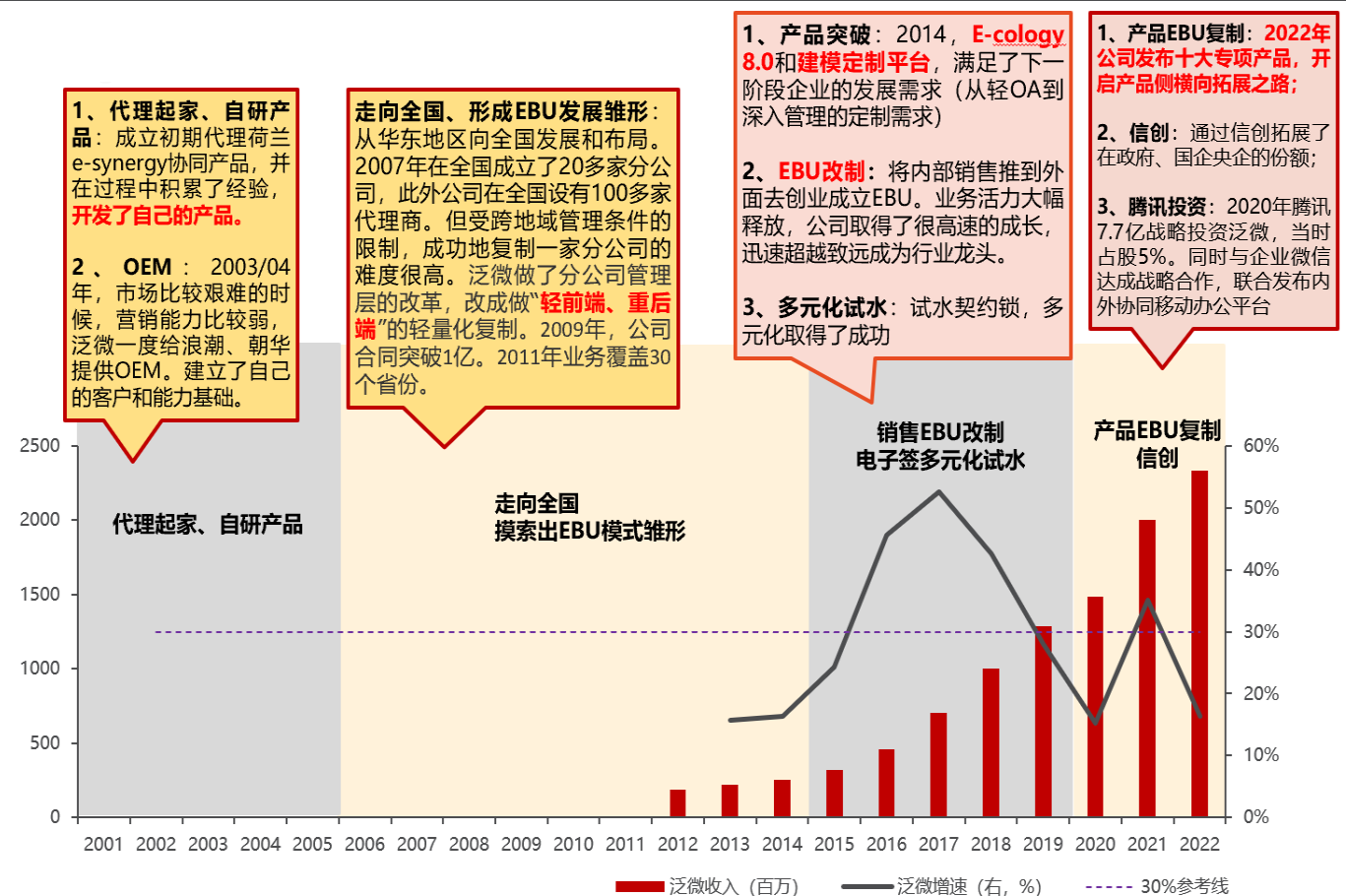
<b>1 泛微是国内 OA 行业龙头</b>	<b>3</b>
1.1 公司是国内 OA 行业龙头企业	3
1.2 产品创新由点入面，EBU 是销售制度核心	3
1.3 股权集中，韦利东为公司的实际控制人	7
1.4 腾讯 7.7 亿战略投资，双方业务全面深入融合	8
1.5 业绩持续稳健增长，现金流优异	9
<b>2 信创驱动行业 3-5 年高景气，多模块延伸打开远期天花板</b>	<b>11</b>
2.1 总结：信创驱动高景气，多模块延伸打开远期天花板	11
2.2 第一：信创，未来 3-5 年协同办公行业最大的看点	11
2.3 第二：多模块延伸，倍数级提升业务空间	13
<b>3 ChatGPT 有望带来范式革命，驱动体系化的产品重构与模式变革</b>	<b>16</b>
3.1 ChatGPT 有望带来 OA 软件的范式革命，驱动体系化的产品重构与模式变革	16
3.2 泛微、致远等头部公司已前瞻深入布局	18
<b>4 信创及品类拓展开启大周期，公司迎来平台化升级质变</b>	<b>19</b>
4.1 看点一：信创贡献近乎纯增量，信创 2.0 深度受益	19
4.2 看点二：十大产品打开业务天花板，多模块驱动平台化的模式升级质变	20
4.3 附：公司股价复盘	24
<b>5 盈利预测、估值分析及投资建议</b>	<b>25</b>
5.1 盈利预测	25
5.2 估值分析及投资建议	26
<b>6 风险提示</b>	<b>27</b>
<b>插图目录</b>	<b>29</b>
<b>表格目录</b>	<b>29</b>

# 1 泛微是国内 OA 行业龙头

## 1.1 公司是国内 OA 行业龙头企业

泛微网络是国内 OA 行业龙头企业。公司成立于 2001 年，专注于协同管理软件领域，主要为政企客户提供统一的数字化办公平台。2017 年公司在上海证券交易所上市，成为 OA 行业内第一家主板上市公司。2020 年，腾讯 7.7 亿元战略投资泛微，截至 2023 年 3 月 20 日持股比例 4.89%。22 年来，公司产品、渠道不断探索发展，积累了丰富的协同管理软件产品体系，并创新性地发展出具备强大活力的 EBU 模式，驱动公司持续高速增长。目前，公司已成累计服务 7 万家中大型企业客户。2022 年公司实现营收 23.31 亿元，同比增长 16.41%，实现归母净利润 2.23 亿元，同比减少 27.69%。2017-2022 年营收 CAGR 为 27.05%，归母净利润 CAGR 达 20.74%。

图1：泛微网络发展历程

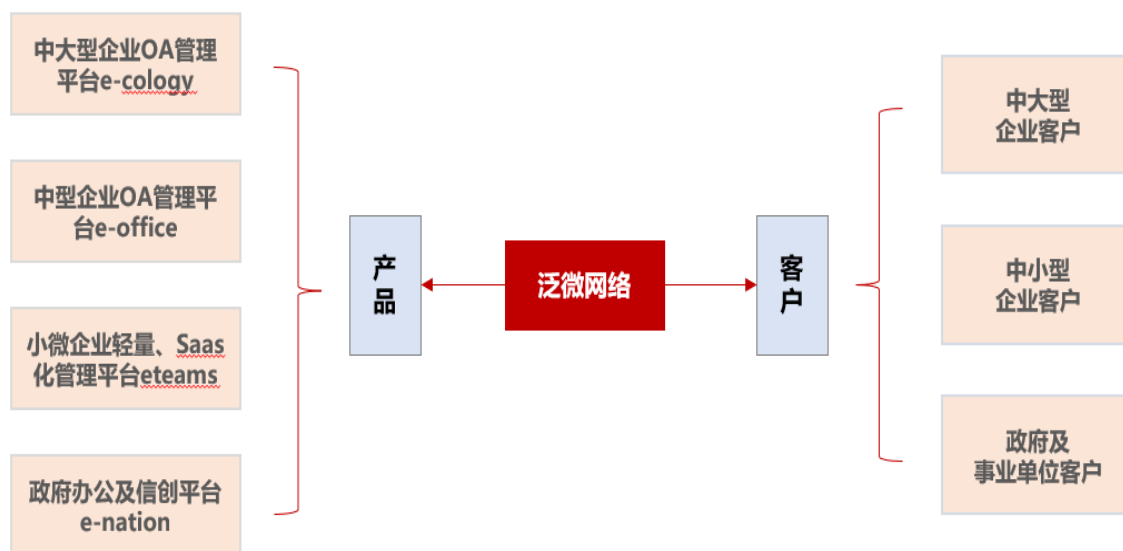


## 1.2 产品创新由点入面，EBU 是销售制度核心

### 1.2.1 公司丰富产品矩阵，满足客户各类需求

公司标准化的 OA 产品覆盖大中小各类型企业以及政府部门，特色化的七大引擎满足用户进行低成本个性化定制。公司目前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、SaaS 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。公司在打造 OA 产品能力时，根据客户需求不断推出 OA 平台的七大引擎能力：包括基础的组织引擎和权限引擎，以及业务核心中的流程引擎、内容引擎、门户引擎，和可驱动用户使用的消息引擎，以及与外部灵活对接的集成引擎。基于七大引擎能力，形成了第一代低代码平台即建模平台。公司通过建模平台不仅能够低成本灵活地满足客户和项目的各种 OA 需求，也能扩充 OA 领域之外的很多个性化甚至业务性的方案应用，进一步满足了客户智能化办公的需求。

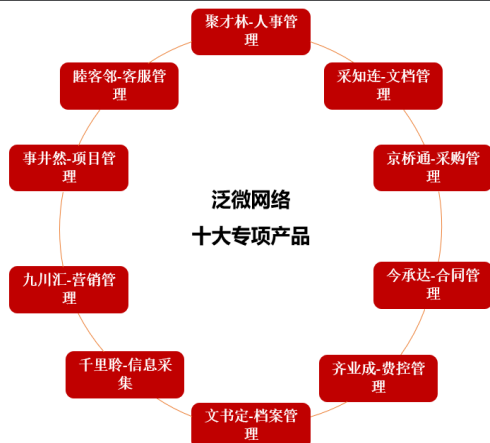
图2：泛微 OA 产品矩阵



资料来源：公司官网，民生证券研究院

传统 OA 产品基础上，公司先后推出了十大专项产品，满足客户更加多元化的需求。公司逐步深入组织的“以客户为中心”的业务体系所需要的信息化系统，针对特定部门或用户或场景下的需求，泛微不断提升自身专业度。2022 年 3 月泛微发布了七大专项应用产品，包括聚才林-人事管理、采知连-文档管理、京桥通-采购管理、今承达-合同管理、齐业成-费控管理、文书定-档案管理、千里聆-信息采集。2023 年 1 月泛微还推出了三大专项产品九川汇-营销管理、事井然-项目管理、睦客邻-客服管理。基于这十大专项产品，公司能够更快更全更深地满足各行业用户多元化的需求。

图3：2022 年以来，公司累计发布十大专项新产品

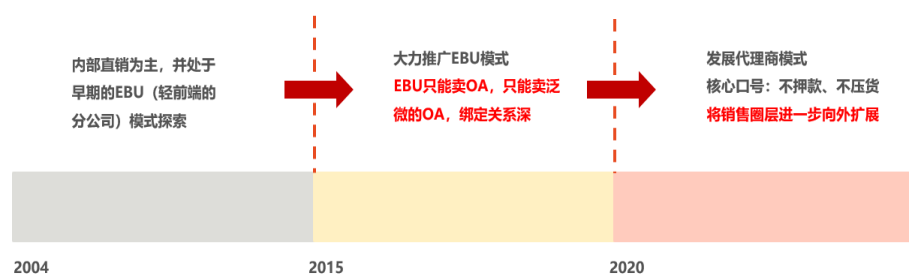


资料来源：泛微百度号、搜狐，民生证券研究院

### 1.2.2 理解泛微网络的核心就是理解 EBU

**公司不断探索和发展销售模式。**公司早期以内部直销为主，并处于早期的 EBU（轻前端分公司）模式探索。2015 年正式进行 EBU 改制，大力推广 EBU 模式，释放了活力，公司也迎来了极大发展。2020 年公司注入新的活力开始发展代理商模式，其核心口号“不押款，不压货”，这种主张共同服务、共同发展的“事业共同体”理念，有利于双方的长期发展、合作共赢，也逐渐吸引了大量代理商加盟，2021 年末代理商数量已超 400 家，预计代理商未来将显著增加公司商机来源。

图4：泛微渠道端发展历程



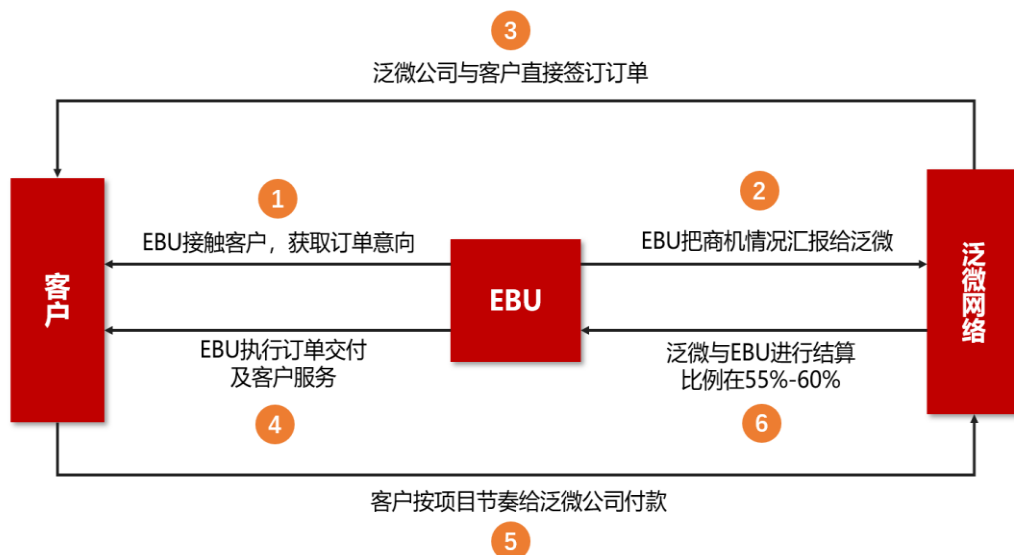
资料来源：公司官网、搜狐，民生证券研究院整理绘制

**EBU 制度是公司销售机制的核心。**公司早期以内部直销为主，2007 年在全国成立了 20 多家分公司，但受跨地域管理条件的限制，成功地复制一家分公司的难度很高。2015 年公司正式进行 EBU 改制，内部资深销售人员在体外创业成立 EBU（授权业务中心）。EBU 在股权结构上和泛微网络无关联关系，但需要签订《授权业务运营中心合作协议》，《合作协议》规定 EBU 可以在授权区域内拥有品牌使用权并给客户提供服务，且只能专营泛微指定软件产品，属于**强绑定模式**。EBU 负责直接触达客户，包括相关产品前期商机的挖掘跟踪、客户需求的沟通调研、产品实施交付、售后的维护支持等，然后将客户和订单情况汇报给公司，公司再直接与最终用户签订合同并进行业务结算，**每笔订单公司根据《合作协议》给予 EBU 提成，提成比例在大致订单总金额的 50%-60%之间。**区域布局上，EBU 是公司从

各区域筛选的，通过公司相关培训和资格认证后，熟悉当地市场环境，具备市场拓展能力。总体架构上采取了“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。

**EBU 制度充分激发团队活力。EBU 模式将团队拆分成了一个独立、自治的小团队，使得“打工人”变成了“合伙人”，在高提成比例的机制下，充分激发了业务人员的主观能动性，充分释放了销售端市场端活力。同时，由于小团队自治，使得公司具有克服熵增的规模化能力。另一方面，这些独立、自治的 EBU 团队可以迅速组建，所以在市场高景气度时，客户对于产品的需求增长，EBU 模式可以迅速扩容，使得公司在市场景气时可以有更强的弹性能力。**

图5：EBU 模式详解



资料来源：公司年报，民生证券研究院整理

**EBU 制度活力释放，驱动公司 2015-2020 年业绩高成长。**2015 年公司正式全面推广 EBU 制度，EBU 团队迅速扩容，多年来 EBU 团队发展迅速，2021 年 EBU 团队已经超 500 个，覆盖中国 200 个地市，形成了全国各地市 2 小时服务能力。EBU 制度活力释放，驱动公司 2015-2020 年业绩高速增长，收入 CAGR 超过 40%。2021 年公司通过 EBU 销售模式实现了 19.07 亿元，占该公司总收入比重的 95.36%。**EBU 制度红利是公司近年来发展迅速的核心原因之一。**

**优质的产品叠加极具活力的 EBU 模式，驱动公司迅速成长为行业龙头。**公司在产品端不断创新，打磨出使客户满意的产品，2015 年 EBU 改制也大幅释放了业务活力。得益于优质的产品 and 成功的 EBU 制度，公司近年来高速增长，营业收入快速增长，成长成为 OA 行业龙头。

图6：2021年EBU创收占收入95.36%

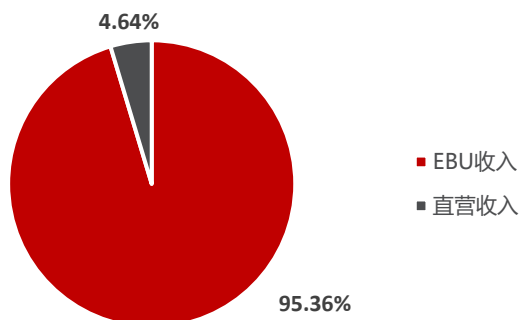
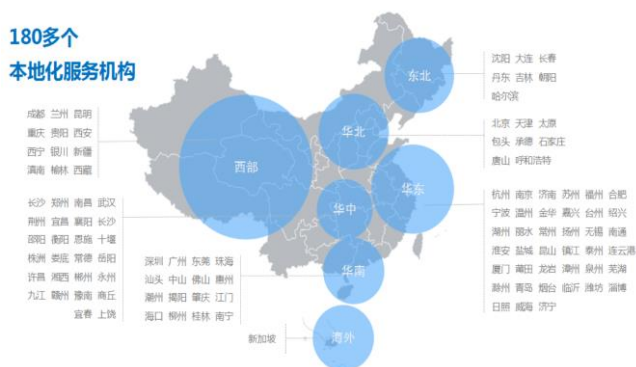


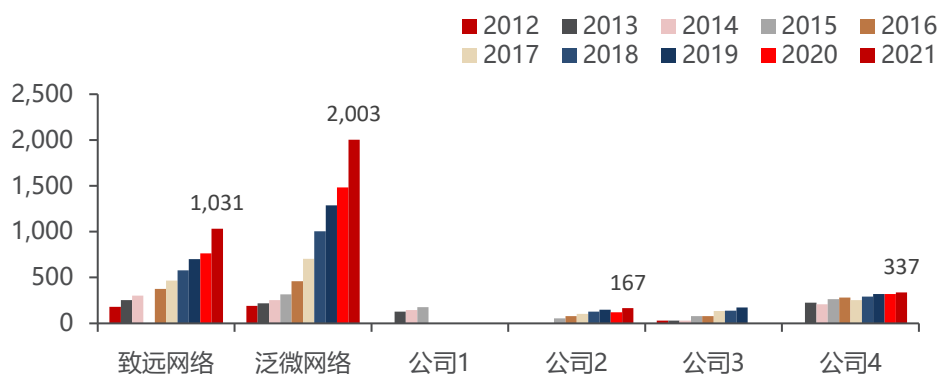
图7：公司EBU团队深入覆盖全国各地



资料来源：公司年报，民生证券研究院

资料来源：柳州市互联网协会，民生证券研究院

图8：泛微、致远与二、三线公司的营业收入对比（单位：百万元）

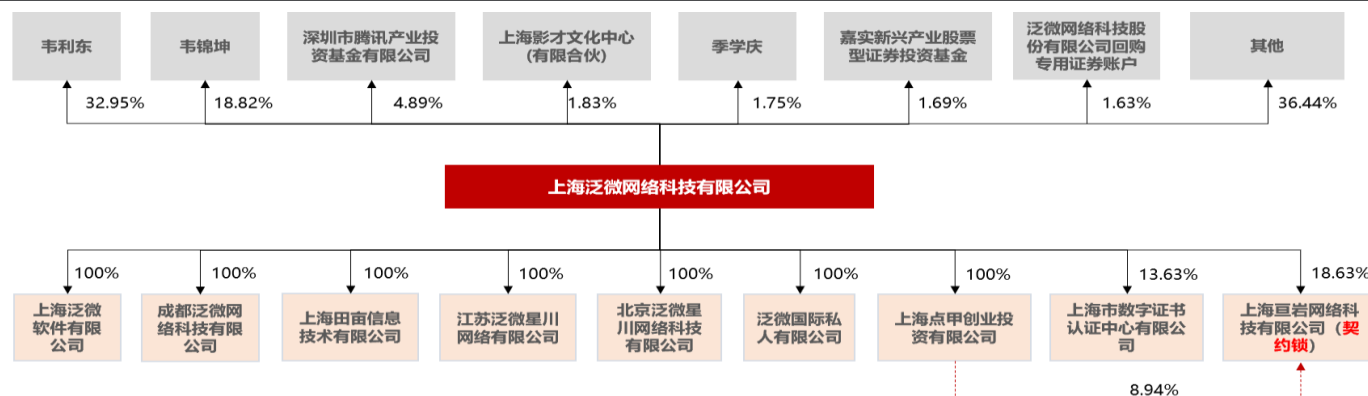


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 1.3 股权集中，韦利东为公司的实际控制人

韦利东为上市公司的实际控制人。公司股权集中，实控人韦利东及其一致行动人韦锦坤（韦利东父亲）合计持有公司51.77%股权。腾讯依托深圳市腾讯产业投资基金占股4.89%。

图9：泛微网络股权结构



资料来源：wind，民生证券研究院，（截至2023年3月20日）

## 1.4 腾讯 7.7 亿战略投资，双方业务全面深入融合

2020年7月腾讯7.7亿战略投资泛微，双方已在产品、客户、伙伴等全方位展开深入合作。2020年7月，公司第二股东韦锦坤（实控人父亲）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1061.5万股流通股份，约占当时公司总股本的5%。腾讯产业投资基金战略投资泛微，双方达成战略合作，腾讯企业微信与泛微将基于各自行业优势展开深度合作。企业微信侧重于高频、轻量化的移动办公服务，泛微OA实现企业内部深度的流程服务，双方产品能实现紧密产品互补。企业微信和泛微OA的深度合作，并深度整合双方的产品、客户、伙伴等优势资源，通过建立紧密的**内外协同移动办公生态圈**，为企业提供更具价值的协同产品和应用服务。基于双方战略合作关系，泛微与腾讯携手打造了一系列数字化产品及方案，如e-wechat数字化办公平台、银企支付解决方案、全程数字化运营平台等。

图10：泛微与腾讯合作陆续打造一系列产品



资料来源：公司官网等，民生证券研究院

图11：泛微与企业微信、企业微信展开多场景的产品融合



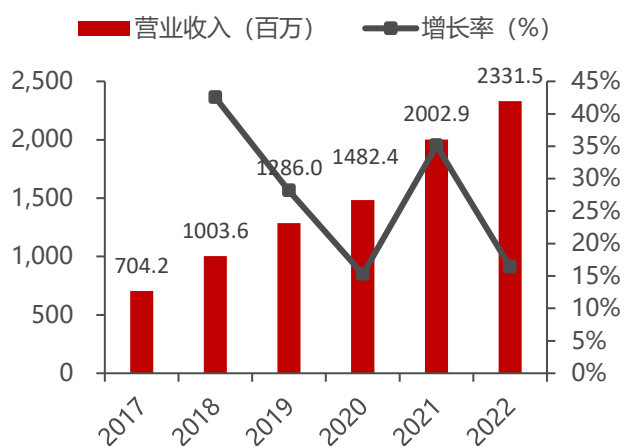
资料来源：网易，民生证券研究院



## 1.5 业绩持续稳健增长，现金流优异

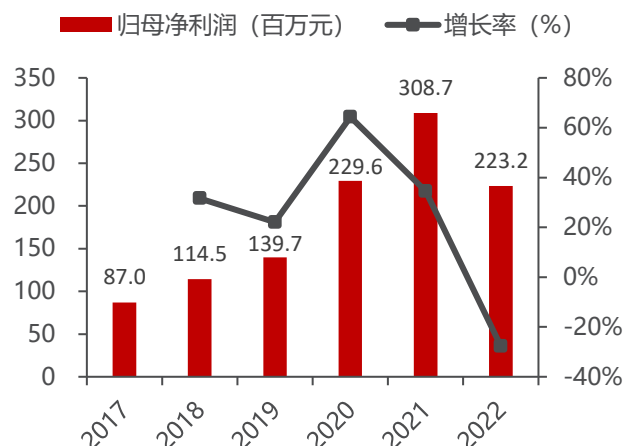
**业绩持续高速稳健增长，现金流优异。**2022 年实现营收 23.31 亿元，同比增长 16.41%，2017-2022 年营收 CAGR 为 27.05%。2022 年公司实现归母净利润 2.23 亿元，同比减少 27.69%，2017-2022 年归母净利润 CAGR 达 20.74%，业绩持续高速稳健增长。从毛利率角度看，2017-2022 年毛利率均维持在 93% 以上，保持稳定。从费用端来看，得益于规模效应，公司销售费用率、管理费用率呈现走低趋势，销售费用率从 2017 年的 71.4% 降低到 2022 年度的 67.8%，管理费用率从 2017 年的 8.7% 下降到 2022 年的 2.9%。公司重视技术，不断加大投入巩固技术优势，研发费用率持续保持在 12% 以上。现金流是公司突出特点，受终验法等因素影响，公司现金流持续优于利润，经营性现金流净额/净利润的比值常年维持在 120% 以上。

图12：营收持续高速增长



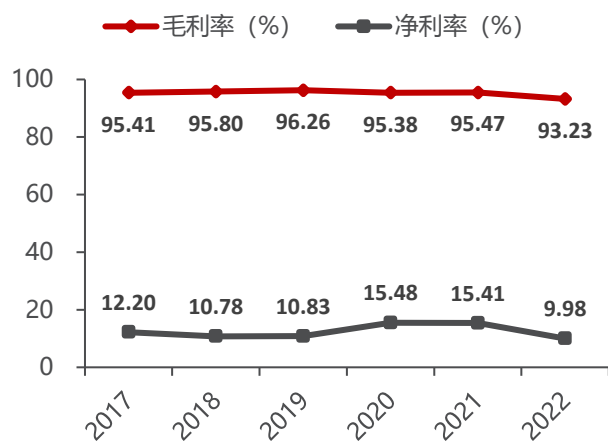
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：净利润高速增长



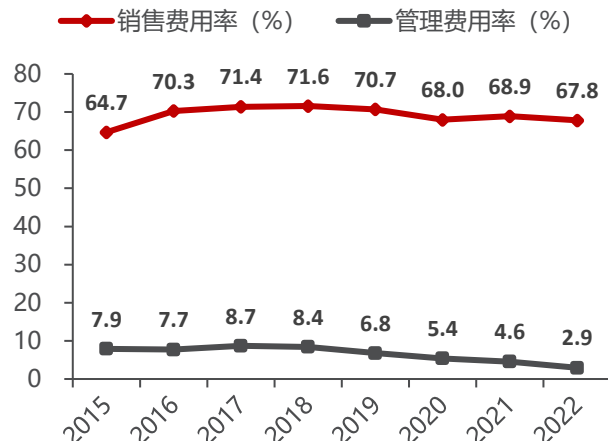
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：公司毛利率与净利率



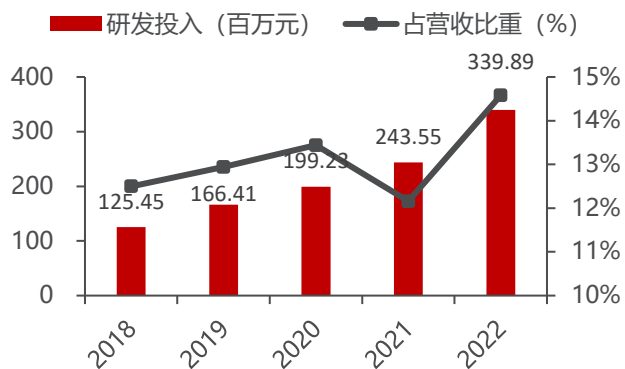
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：销售和管理费用率整体呈现下降趋势



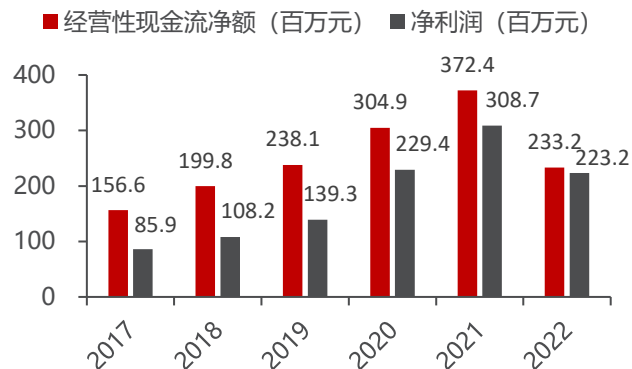
资料来源：wind，民生证券研究院

图16: 重视研发, 研发投入率占比高



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 公司利润现金流质量优异



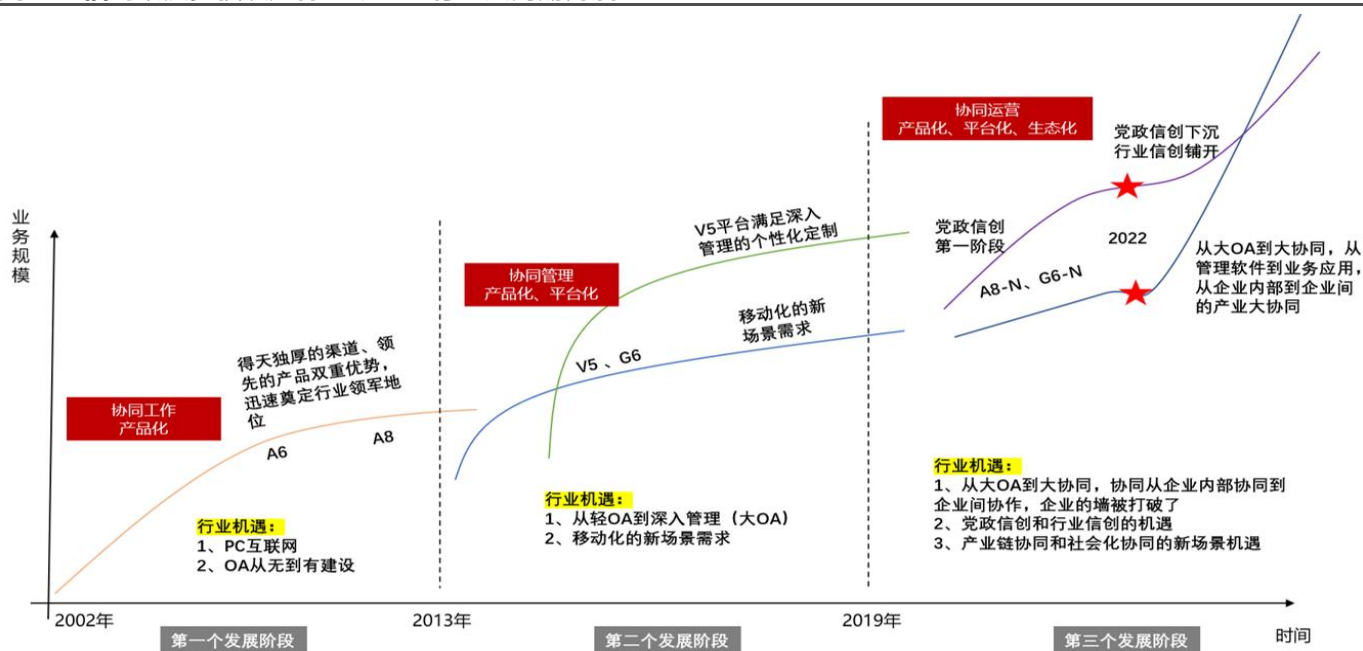
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2 信创驱动行业 3-5 年高景气，多模块延伸打开远期天花板

### 2.1 总结：信创驱动高景气，多模块延伸打开远期天花板

信创以及多模块延伸驱动 OA 行业大周期开启：1) 信创方面：办公系统往往是上层系统里面最容易、最优先替换的系统。公司已经受益于党政信创的第一波红利，后续党政信创下沉和行业信创扩散，空间会更大；2) 多模块拓展：当前协同办公市场正从工作协同走向空间广阔的业务系统、集成协同、产业链协同和社会化协同等大协同领域，行业天花板正不断被打破，近两年来，行业正大踏步向外拓展和迈进。公司在业务协同、产业链协同和社会化协同等方向已有了深入的布局，有望深度受益行业机遇。

图18：信创以及多模块延伸驱动 OA 行业大周期开启



资料来源：民生证券研究院整理绘制

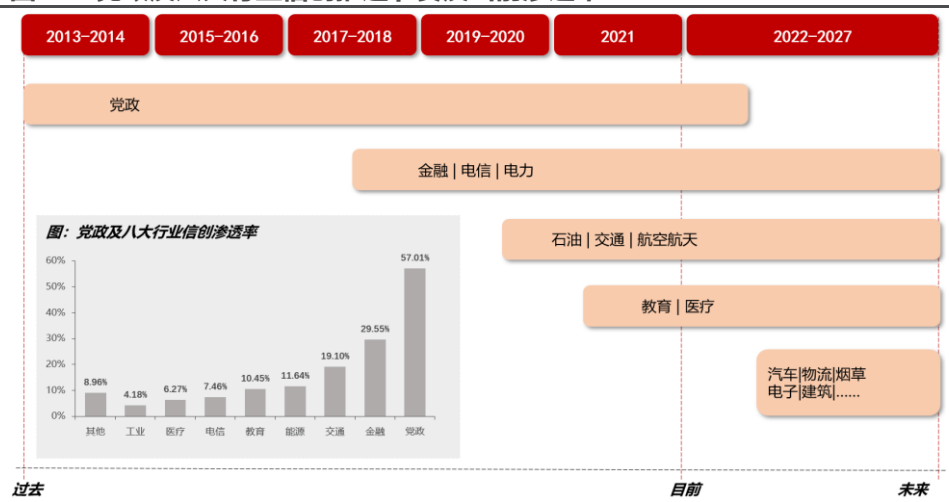
### 2.2 第一：信创，未来 3-5 年协同办公行业最大的看点

信创产业是对已有建设成果的大起底，也是一次重新规划设计的机遇，协同办公作为共性系统且优先改造的系统，具备成为支撑平台的先决条件，可以为后续系统提供可以复用和服务，成为真正的应用基础。

信创“2+8+N”布局空间广阔，新一轮建设潮有望逐步开启。2014-2022年，党政信创从试点到规模推广，已完成三期建设。2021年开始，信创从党政向八大行业扩展，金融、电信行业逐步开始进行规模替代，形成了“2+8”的整体布局。

当前，信创在原有“2+8”的基础上，已规划拓展到“2+8+N”完整的体系。从渗透率角度，据零壹智库测算，截至2021年年底，党政、金融信创覆盖率较高，分别为57.01%、29.55%，而交通、能源、教育和电信等行业渗透率还在10%上下，整体比例较低，随着部分压制因素逐步消除，信创和传统政府采购有望重启，逐季向上。

图19：党政及八大行业信创推进节奏及当前渗透率



资料来源：100A、亿欧、新浪新闻，民生证券研究院

**OA 是信创上层应用最先替代环节。**2022 年 9 月 底 下 发 的 79 号 文，全 面 指 导 国 资 信 创 产 业 发 展 和 进 度，要 求 所 有 央 企 + 地 方 国 企 落 实 信 创 全 替 代，这 让 信 创 产 业 迎 来 了 良 好 的 发 展 契 机。79 号 文 核 心 内 容 可 归 纳 如 下：**1) 全 面 替 换 (OA 办 公、门 户、邮 箱、纪 检、党 建、档 案 管 理)；2) 应 替 就 替 (战 略 决 策、ERP、风 控 管 理、CRM 经 营 管 理 系 统)；3) 能 替 就 替 (生 产 制 造、研 发 系 统)。**从 79 号 文 可 见，国 家 推 行 信 创 产 业 的 意 志 非 常 坚 定，也 凸 显 信 创 产 业 未 来 良 好 市 场 价 值。**OA 作 为 企 业 内 部 使 用 的 产 品，是 重 要、高 频 使 用 的 管 理 系 统，且 产 品 复 杂 度 相 对 不 高，对 基 础 环 境 能 力 的 要 求 温 和，有 望 成 为 基 础 环 境 之 上，应 用 系 统 中 最 先 进 行 适 配、改 造 或 者 重 建 的 系 统。**

图20：OA 是上层应用最先替代的产品之一



资料来源：民生证券研究院整理绘制

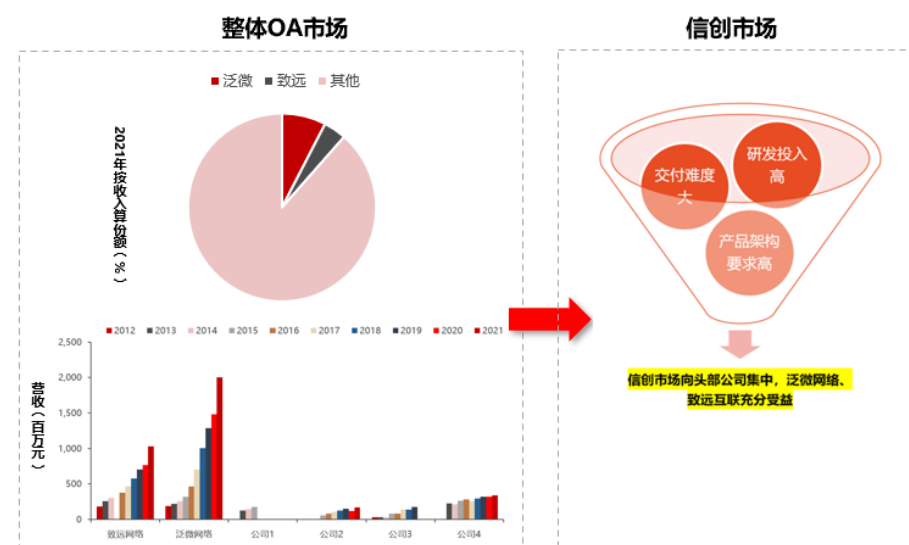
OA 信创驱动新增需求超 200 亿，由于信创项目对厂商产品、研发和交付能力要求较高，市场向头部公司集中。2023 年开始，党政信创逐步下沉，国企央企及行业信创有望全面开花。据我们测算，OA 信创改造有望带来超 200 亿的新增需求，从而驱动 OA 行业进入 3-5 年高景气周期。从竞争格局来看，由于信创项目对厂商产品、研发和交付能力要求较高，市场向头部公司集中，泛微和致远等头部公司充分受益。

图21：2019-2027 年党政及行业信创市场空间梳理

国/央企信创规模				
企业性质	数量	信创改造渗透率	平均客单价 (万元)	市场规模 (亿元)
央企	98	100%	2500	24.5
国企	460000	5%	30	69
政府信创市场规模				
行政级别	单价 (万元)	数量 (个)	规模 (亿元)	
省/自治区	1000	31	3.1	
地市/自治州	400	333	13.32	
区/县	50	2800	14	
乡镇/街道	20	45000	90	
合计			213.92	

资料来源：采招网等，民生证券研究院

图22：整体 OA 市场格局分散，信创市场向龙头公司集中



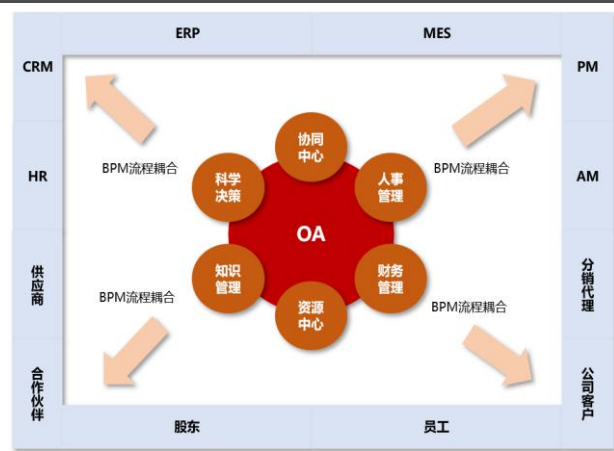
资料来源：各公司公告及年报，民生证券研究院

## 2.3 第二：多模块延伸，倍数级提升业务空间

OA 是企业全员应用，是企业流程和管理高频交互中心，天然具备向其他系统延伸的基础。与 ERP、CRM 等管理软件只应用于企业某个部门、部分人群不同，OA 是企业全员应用的产品。同时，由于员工在工作中涉及到方方面面的审批与协作，OA 又是一个天然的高频应用。因此，OA 在企业办公中的重要性越来越高，一方面，OA 可以成为企业办公的门户和数据中心，所有流程和数据都可以在 OA 中呈现和跟踪。近年来，OA 逐步延伸出企业的运营平台，其特性可见一斑；另一方面，OA 可以实现因人、据事、按时对企业员工和业务进行精细化管理，OA 具

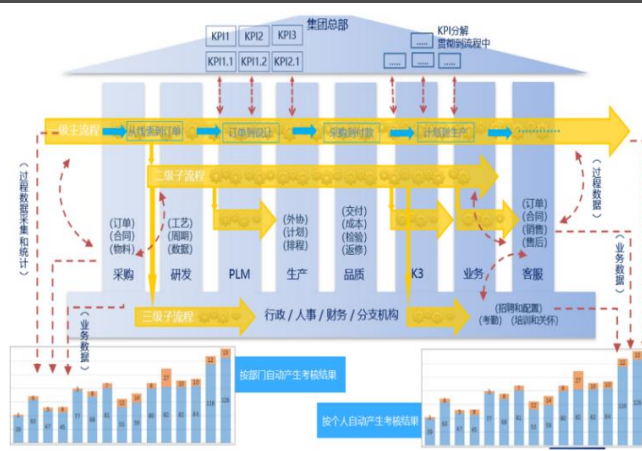
备向其他业务系统延伸的天然属性。

图23: OA 是企业流程与管理的中心



资料来源: 建米软件官网, 民生证券研究院

图24: OA 流程可以贯穿企业各个业务环节



资料来源: 10OA, 民生证券研究院

首先, OA 厂商从 OA 走向大协同管理系统。走出 OA, 泛微网络以客户为中心, 开拓出包括人力资源管理、客户关系管理、项目管理、财务管理、资产管理在内的大协同应用, 是脱离传统办公自动化的第一阶进化; 其次, 协同管理从管理走向业务软件。致远、泛微、蓝凌等厂商逐步从内部管理工具向费控报销、采购管理、合同管理、客户管理等多种业务应用延伸, 拓展出广阔的空间; 最后, OA 从组织内部延伸到企业间、产业链上下游, 开拓出更多场景和模式。企业微信、钉钉等巨头产品打通了企业内部和产业链, 使得企业管理的内部墙被打破了。借助于巨头们的 IM 工具, 企业间的协同、采购、销售、营销、招聘等环节有了新的场景和抓手。巨头社会化的 IM 工具铺路搭桥, 给协同办公丰富广阔的空间, 第一波红利已经开始释放。

图25：OA 延伸各模块对应市场情况

费控报销	档案管理	合同管理	人力资源																																																																																																																		
<p>2019 年我国费控管理市场规模达到 7.3 亿元，同比上年增长超过 100%。艾瑞预计 2022 年中国费控管理市场的规模将接近 40 亿元，2017-2019 年复合增长率达到 74.8%。</p>	<p>2012 年我国档案管理软件行业市场规模约 13.5 亿元，到 2019 年国内档案管理软件行业市场规模达到了 52.5 亿元。</p>	<p>2018 年中国电子签约市场规模约为 15.1 亿元，中国电子认证联盟协会预计到 2023 年整体市场规模有望突破 107.1 亿元，2018-2023 年复合增速超过 40%。</p>	<p>2017-2021 年我国数字化 HCM 规模增长都在 19% 以上，截至 2021 年规模已达 189 亿元，华经产业研究院预计随着产业继续发展，2027 年有望突破达 590 亿元</p>																																																																																																																		
<table border="1"> <caption>费控管理软件市场规模 (亿元) 与 增速 (%)</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>市场规模 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2017</td><td>1.5</td><td>~100</td></tr> <tr><td>2018</td><td>3.5</td><td>~100</td></tr> <tr><td>2019</td><td>7.3</td><td>~100</td></tr> <tr><td>2020E</td><td>12.6</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2021E</td><td>23.6</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2022E</td><td>39</td><td>~80</td></tr> </tbody> </table>	年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)	2017	1.5	~100	2018	3.5	~100	2019	7.3	~100	2020E	12.6	~80	2021E	23.6	~80	2022E	39	~80	<table border="1"> <caption>档案管理软件市场规模 (亿元) 与 增速 (%)</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>市场规模 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2012</td><td>13.5</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2013</td><td>16.6</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2014</td><td>19.5</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2015</td><td>24.3</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2016</td><td>32</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2017</td><td>40.7</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2018</td><td>47.7</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2019</td><td>52.5</td><td>~25</td></tr> </tbody> </table>	年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)	2012	13.5	~25	2013	16.6	~25	2014	19.5	~25	2015	24.3	~25	2016	32	~25	2017	40.7	~25	2018	47.7	~25	2019	52.5	~25	<table border="1"> <caption>中国电子签产品与服务营收规模 (亿元) 与 增速 (%)</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>营收规模 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2015</td><td>2.9</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2016</td><td>5.3</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2017</td><td>9.0</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2018</td><td>15.1</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2019E</td><td>23.9</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2020E</td><td>37.4</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2021E</td><td>55.7</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2022E</td><td>78.4</td><td>~80</td></tr> <tr><td>2023E</td><td>107.1</td><td>~80</td></tr> </tbody> </table>	年份	营收规模 (亿元)	增速 (%)	2015	2.9	~80	2016	5.3	~80	2017	9.0	~80	2018	15.1	~80	2019E	23.9	~80	2020E	37.4	~80	2021E	55.7	~80	2022E	78.4	~80	2023E	107.1	~80	<table border="1"> <caption>数字化HCM市场规模 (亿元) 与 增速 (%)</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>市场规模 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2017</td><td>89</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2018</td><td>112</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2019</td><td>132</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2020</td><td>158</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2021</td><td>189</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2022E</td><td>223</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2023E</td><td>272</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2024E</td><td>334</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2025E</td><td>410</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2026E</td><td>492</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2027E</td><td>590</td><td>~25</td></tr> </tbody> </table>	年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)	2017	89	~25	2018	112	~25	2019	132	~25	2020	158	~25	2021	189	~25	2022E	223	~25	2023E	272	~25	2024E	334	~25	2025E	410	~25	2026E	492	~25	2027E	590	~25
年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)																																																																																																																			
2017	1.5	~100																																																																																																																			
2018	3.5	~100																																																																																																																			
2019	7.3	~100																																																																																																																			
2020E	12.6	~80																																																																																																																			
2021E	23.6	~80																																																																																																																			
2022E	39	~80																																																																																																																			
年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)																																																																																																																			
2012	13.5	~25																																																																																																																			
2013	16.6	~25																																																																																																																			
2014	19.5	~25																																																																																																																			
2015	24.3	~25																																																																																																																			
2016	32	~25																																																																																																																			
2017	40.7	~25																																																																																																																			
2018	47.7	~25																																																																																																																			
2019	52.5	~25																																																																																																																			
年份	营收规模 (亿元)	增速 (%)																																																																																																																			
2015	2.9	~80																																																																																																																			
2016	5.3	~80																																																																																																																			
2017	9.0	~80																																																																																																																			
2018	15.1	~80																																																																																																																			
2019E	23.9	~80																																																																																																																			
2020E	37.4	~80																																																																																																																			
2021E	55.7	~80																																																																																																																			
2022E	78.4	~80																																																																																																																			
2023E	107.1	~80																																																																																																																			
年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)																																																																																																																			
2017	89	~25																																																																																																																			
2018	112	~25																																																																																																																			
2019	132	~25																																																																																																																			
2020	158	~25																																																																																																																			
2021	189	~25																																																																																																																			
2022E	223	~25																																																																																																																			
2023E	272	~25																																																																																																																			
2024E	334	~25																																																																																																																			
2025E	410	~25																																																																																																																			
2026E	492	~25																																																																																																																			
2027E	590	~25																																																																																																																			
信息采集 RPA	项目管理	采购管理	营销管理 CRM																																																																																																																		
<p>我国自动识别及数据采集行业市场规模由 2017 年的 69.05 亿元增长至 2021 年的 121.25 亿元，复合年均增长率达 15.11%，中商情报网预计 2023 年将达 146.72 亿元。</p>	<p>2019 年我国项目管理软件市场规模约为 89.6 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 10.73%。</p>	<p>2021 年我国数字化采购市场规模达到 16 亿元，同比增长 23.08%。36 氪预计到 2024 年市场规模将达到 32 亿元，2022-2024 年的复合增长率将上升至 29.8%。</p>	<p>2021 年我国 CRM 市场规模达到 156 亿元，同比增长 16.4%。未来中国数字化营销应用软件市场依旧会持续增长，智研咨询预计到 2024 年，市场规模将达到 258 亿元。</p>																																																																																																																		
<table border="1"> <caption>自动识别及数据采集行业市场规模 (亿元) 与 增速 (%)</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>市场规模 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2017</td><td>69.05</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2018</td><td>79.92</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2019</td><td>92.27</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2020</td><td>107.98</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2021</td><td>121.25</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2022E</td><td>133.53</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2023E</td><td>146.72</td><td>~15</td></tr> </tbody> </table>	年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)	2017	69.05	~15	2018	79.92	~15	2019	92.27	~15	2020	107.98	~15	2021	121.25	~15	2022E	133.53	~15	2023E	146.72	~15	<table border="1"> <caption>项目管理软件市场规模 (亿元) 与 增速 (%)</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>市场规模 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2015</td><td>59.61</td><td>~10</td></tr> <tr><td>2016</td><td>64.38</td><td>~10</td></tr> <tr><td>2017</td><td>70.18</td><td>~10</td></tr> <tr><td>2018</td><td>78.6</td><td>~10</td></tr> <tr><td>2019</td><td>89.6</td><td>~10</td></tr> </tbody> </table>	年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)	2015	59.61	~10	2016	64.38	~10	2017	70.18	~10	2018	78.6	~10	2019	89.6	~10	<table border="1"> <caption>供应链管理软件市场规模 (亿元) 与 增速 (%)</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>市场规模 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2017</td><td>7</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2018</td><td>9</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2019</td><td>11</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2020</td><td>13</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2021</td><td>16</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2022E</td><td>19</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2023E</td><td>24</td><td>~25</td></tr> <tr><td>2024E</td><td>32</td><td>~25</td></tr> </tbody> </table>	年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)	2017	7	~25	2018	9	~25	2019	11	~25	2020	13	~25	2021	16	~25	2022E	19	~25	2023E	24	~25	2024E	32	~25	<table border="1"> <caption>CRM市场规模 (亿元) 与 增速 (%)</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>市场规模 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2017</td><td>83</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2018</td><td>100</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2019</td><td>121</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2020</td><td>134</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2021</td><td>156</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2022E</td><td>192</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2023E</td><td>227</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2024E</td><td>258</td><td>~15</td></tr> </tbody> </table>	年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)	2017	83	~15	2018	100	~15	2019	121	~15	2020	134	~15	2021	156	~15	2022E	192	~15	2023E	227	~15	2024E	258	~15																		
年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)																																																																																																																			
2017	69.05	~15																																																																																																																			
2018	79.92	~15																																																																																																																			
2019	92.27	~15																																																																																																																			
2020	107.98	~15																																																																																																																			
2021	121.25	~15																																																																																																																			
2022E	133.53	~15																																																																																																																			
2023E	146.72	~15																																																																																																																			
年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)																																																																																																																			
2015	59.61	~10																																																																																																																			
2016	64.38	~10																																																																																																																			
2017	70.18	~10																																																																																																																			
2018	78.6	~10																																																																																																																			
2019	89.6	~10																																																																																																																			
年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)																																																																																																																			
2017	7	~25																																																																																																																			
2018	9	~25																																																																																																																			
2019	11	~25																																																																																																																			
2020	13	~25																																																																																																																			
2021	16	~25																																																																																																																			
2022E	19	~25																																																																																																																			
2023E	24	~25																																																																																																																			
2024E	32	~25																																																																																																																			
年份	市场规模 (亿元)	增速 (%)																																																																																																																			
2017	83	~15																																																																																																																			
2018	100	~15																																																																																																																			
2019	121	~15																																																																																																																			
2020	134	~15																																																																																																																			
2021	156	~15																																																																																																																			
2022E	192	~15																																																																																																																			
2023E	227	~15																																																																																																																			
2024E	258	~15																																																																																																																			

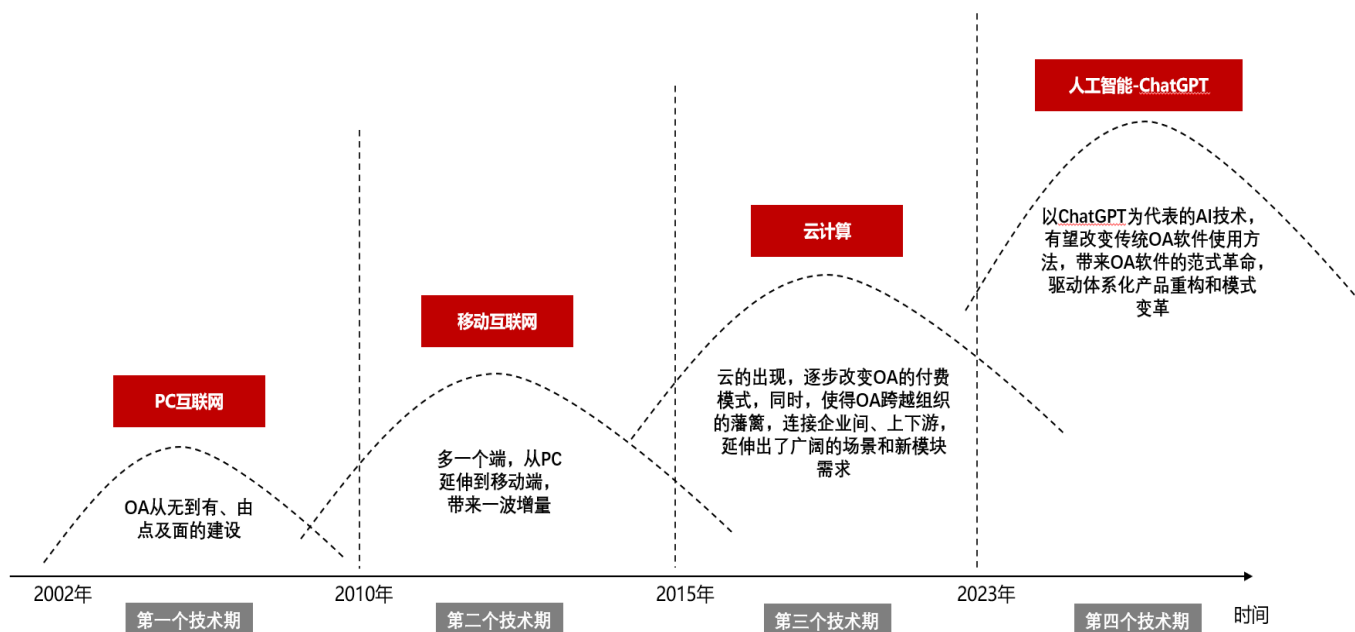
资料来源：界面新闻、智研咨询、新浪财经、网易、腾讯新闻、观研报告网、36 氪，民生证券研究院

## 3 ChatGPT 有望带来范式革命, 驱动体系化的产品 重构与模式变革

### 3.1 ChatGPT 有望带来 OA 软件的范式革命, 驱动体系化 的产品重构与模式变革

ChatGPT 有望带来 OA 软件的范式革命, 驱动体系化的产品重构与模式变革。OA 是企业的信息、流程和管理交互中心, 区别于复杂的精度类管理软件, OA 软件最核心的功能是“信息的投放”, 在复杂的组织中需要精准的实现信息投递, 背后的支撑是流程。流程连接人与人、人与物、人与组织。复杂企业有复杂的机构、众多的人员、繁琐的事情, 在高频使用的 OA 软件上, 信息的生成、流程的构建、业务的管理是一个复杂繁琐的事情, 因此, 在传统的录入、跟踪和输出的交互模式下, 流程费心费时费力, 企业在精细管理、广域协同、高效运转、简化运行之间的往往有不可调和的矛盾。因此, 从 OA 行业发展历程来看, 技术进步无一例外的对 OA 行业带来了显著的变化与机遇。我们认为, 在 ChatGPT 模式下, OA 这种如此高频使用的产品, 如此复杂使用机理下, 有望成为最早、最深度被重构的产品之一。ChatGPT 有望带来 OA 软件的范式革命, 驱动体系化产品端的范式重构与模式变革。

图26: ChatGPT 有望带来 OA 软件的范式革命, 驱动体系化的产品重构与模式变革



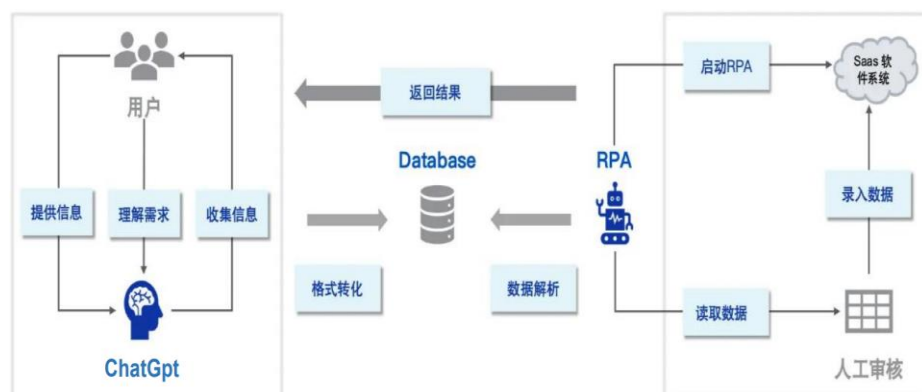
资料来源: 民生证券研究院整理绘制

ChatGPT+RPA+AI 语音有望带来产品端的范式重构。ChatGPT 能够理解用户的指令和需求, 却无法深入到企业的应用系统当中进行实际的操作, 而 RPA 只能实现基于规则的流程自动化, 应用场景相对受限。当 RPA 和 ChatGPT 结合起



来之后，系统就同时具备了理解需求和执行任务的能力。ChatGPT 对话聊天指令与 RPA 机器人自动化执行业务流程相结合，聊天机器人将用户对话直接转化为指令以驱动 RPA 机器人。RPA 机器人执行指令后，再进一步驱动 PC 或者移动系统上的 OA 应用，产生与企业运营相关的数据类内容。ChatGPT 与 RPA、AI 语音结合之后，人从繁琐的流程和信息中解脱出来。传统流程式的交互模式将会改变，产品体系得以升级，驱动 OA 体系化的范式变革与重构。

图27: ChatGPT+RPA 解决方案



资料来源：人人都是产品经理网站，民生证券研究院

ChatGPT 可对 OA 进行多方案、全场景的产品重构和模式重建。如出差申请、面试预约等。当集成后，出差申请单填报流程将通过人机对话互动与自动化填报，实现从出差信息获取、确认和提交，到出差审批结果推送的全流程。

图28: 出差申请场景解决方案



资料来源：人人都是产品经理网站，民生证券研究院

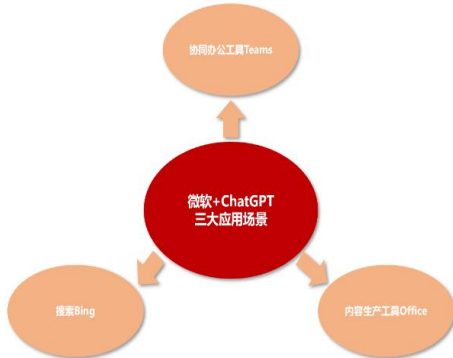
图29: 面试场景解决方案



资料来源：人人都是产品经理网站，民生证券研究院

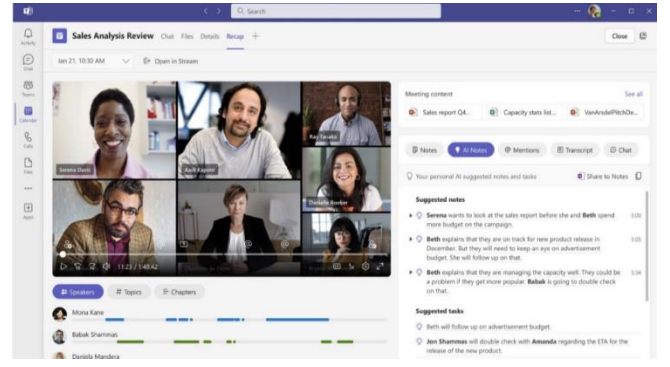
协同办公管理软件是微软 ChatGPT 三大率先应用的产品，ChatGPT 显著提升办公效率。微软此前宣布 Teams、Office、Bing 三大核心应用场景融入 ChatGPT，微软的 Teams 和 ChatGPT 融合推出了 Teams Premium。在 ChatGPT 的加持下，Teams 实现了 13 个场景功能升级，如会议安排、日程安排等。日程安排场景的功能升级体现在 Teams Premium 能衡量预约会议的业务价值，并通过对客户指标的部门级或组织级分析来推动客户成果利率。

图30: 微软 ChatGPT 核心应用场景



资料来源: 民生证券研究院整理绘制

图31: 融合 ChatGPT 的 Teams



资料来源: 微软官网, 民生证券研究院

### 3.2 泛微、致远等头部公司已前瞻深入布局

随着 ChatGPT 不断普及渗透, OA 行业有望迎来一轮重大升级与重构, 进入智能新纪元。龙头公司泛微、致远已在相关领域前瞻深度布局, 有望充分受益:

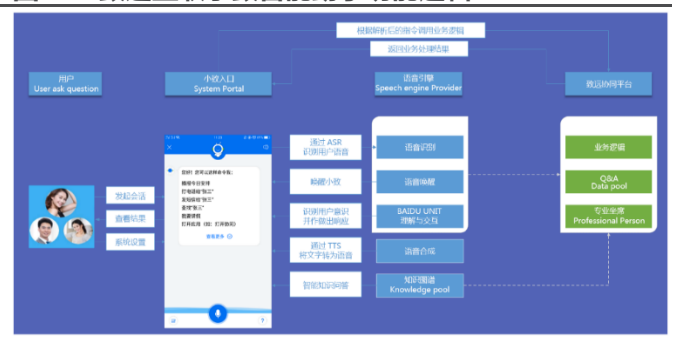
**案例一: 泛微网络:** 2017年4月, 泛微正式对外发布了一款号称“未来OA”的泛微小e智能语音办公, 结合了人工智能算法以及大数据, 进行OA流程的智能生产与跟踪。2022年泛微发布信息采集专项产品千里聆, 深度耕耘RPA赛道。RPA和NLP自然语言处理等前沿技术, 为客户提供可自定义配置化的信息采集工具, 解决用户信息数据收集、信息数据归集、信息数据展示、订阅信息提醒等信息自动化采集方面的应用需求。

图32: 采用泛微智能语音助手小e进行流程管理



资料来源: 泛微百度号, 民生证券研究院

图33: 致远互联小致智能助手功能逻辑



资料来源: 百度智能开放平台, 民生证券研究院

**案例二: 致远互联:** 2019年8月, 百度AI与致远互联合作推出的智能工作助手“小致”机器人, 就具有人机互动的能力, 它融合了自然语言处理(NLP)、语音识别与合成等人工智能技术, 能快速将人、应用和数据进行匹配, 可实现智能问答、智能流程发起、智能提醒、智能播报等功能和服务。“小致”支持从Excel、ERP系统导入和抽取数据, 进行财务、业务分析及可视化报表呈现。可有效提升员工协同工作效率及智能化工作管理程度, 改善企业整体工作管理效率。再比如致远智能工作助手“小致”机器人, 融合了自然语言处理NLP、语音识别与合成、图像识别、语义分析等人工智能技术, 快速将人、应用和数据进行匹配, 可实现智能问答、智能流程发起、智能提醒、智能播报等功能和服务。

## 4 信创及品类拓展开启大周期，公司迎来平台化升级质变

### 4.1 看点一：信创贡献近乎纯增量，信创 2.0 深度受益

泛微信创协同办公平台兼容国内 40 多种主流软硬件厂商产品，是全生态链适配的信创协同办公平台。公司前瞻进行信创 OA 布局，实现了信创领域全 CPU 技术线适配、信创领域去插件公文研发、信创领域统一电子印章平台以及开放自主的 e-code 信创环境代码开发工具等多项创新。专注为党政机关提供集“公文管理、电子签章、督查督办、党建管理、建议提案管理等”应用于一体的信创协同办公解决方案，目前已经持续服务了 4000 多家政府事业单位。

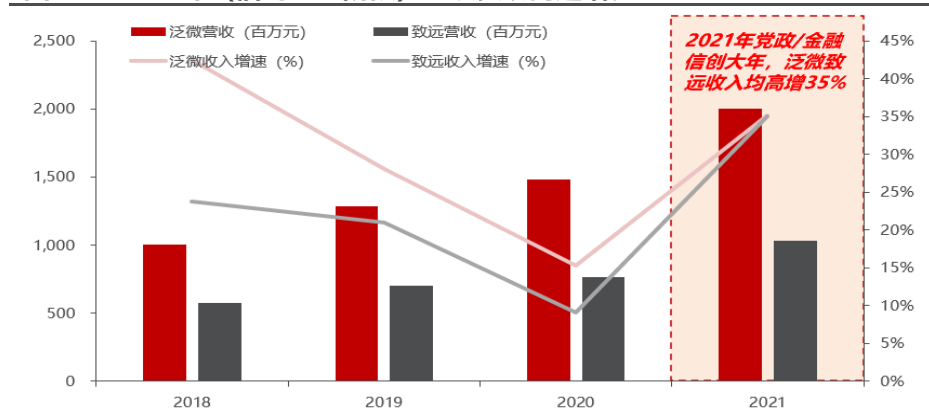
图34：公司政务信创 OA 架构



资料来源：腾讯内容开放平台，民生证券研究院

公司信创成绩斐然，业绩高增。信创市场份额较整体 OA 市场大幅提升，后续行业信创有望延续趋势，公司有望充分受益。信创 1.0 阶段，公司成绩斐然：2021 年在疫情的影响下，公司（同致远一样）实现了 35% 高收入增长。客户拓展方面，公司早期市场化起家，在政府、央企企端的积累较少。而由于产品、研发与交付上的高门槛，信创市场份额显著向泛微、致远等龙头公司集中。前一轮信创建设下来，公司取得了大突破：截止到目前泛微已经累计服务近 1000 家党政机关与企业信创；后续行业信创，包括央企改造，我们认为公司在产品、交付、销售端优势仍然远远超过二三线小公司，公司有望深度受益。

图35：2021 年（信创 1.0 阶段）业绩实现高速增长



资料来源：wind，民生证券研究院整理绘制

**表1：泛微政府信创客户类别**

政府部门类别	泛微信创客户
省部级	外交部、国家税务总局、中国人民银行、中华全国供销合作总社、中国地震局国家信访局、中国证券监督管理委员会、西藏自治区党委办公厅、吉林市政府办公厅、陕西省政府办公厅、宁夏回族自治区政府办公厅；
市政府	东莞市政府、乐山市政府、保山市政府、大同市政府、大庆市政府、定西市政府、山南市政府、崇州市政府、南昌市政府、平顶山市政府、锦州市政府、承德市政府、敦煌市政府、无锡市政府、吉林市政府办公厅、陕西省政府办公厅、宁夏回族自治区政府办公厅；
发改委	上海市发展和改革委员会、宁夏回族自治区发展和改革委员会、四川省发展改革委员会、云南省发展和改革委员会、新疆维吾尔自治区发改委、江苏省发展和改革委员会、重庆市发展和改革委员会；
经信委	上海市经济和信息化委员会、江苏省工业与信息化厅、浙江省经济和信息化厅、湖南省工业和信息厅、宁夏回族自治区经济和信息化委员会、西藏自治区经济和信息化厅、重庆市经济和信息化委员会、青海省经济和信息化委员会、工业和信息化部产业发展促进中心；
政法委	中共吉林省委政法委员会、中共河南省委政法委员会、中共陕西省政法委员会、中共广州市委政法委员会；
教育厅	吉林省教育厅、山西省教育厅、宁夏回族自治区教育厅、辽宁省教育厅、陕西省教育厅；
机关事务局	山东省机关事务管理局、广东省机关事务管理局、新疆维吾尔自治区机关事务管理局、江苏省机关事务管理局、河北省机关事务管理局、湖北省机关事务管理局、重庆庆机关事务管理局；
公安局	北京市公安局、宁波市公安局、广州市公安局、柳州市公安局、湛江市公安局、瑞安市公安局、眉山市公安局、肇庆市公安局、黄山市公安局；
档案局	上海市档案局、陕西省档案馆、广东省档案局；
退军	上海市退役军人事务局、吉林省退役军人事务厅、浙江省退役军人事务厅。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 4.2 看点二：十大产品打开业务天花板，多模块驱动平台化的模式升级质变

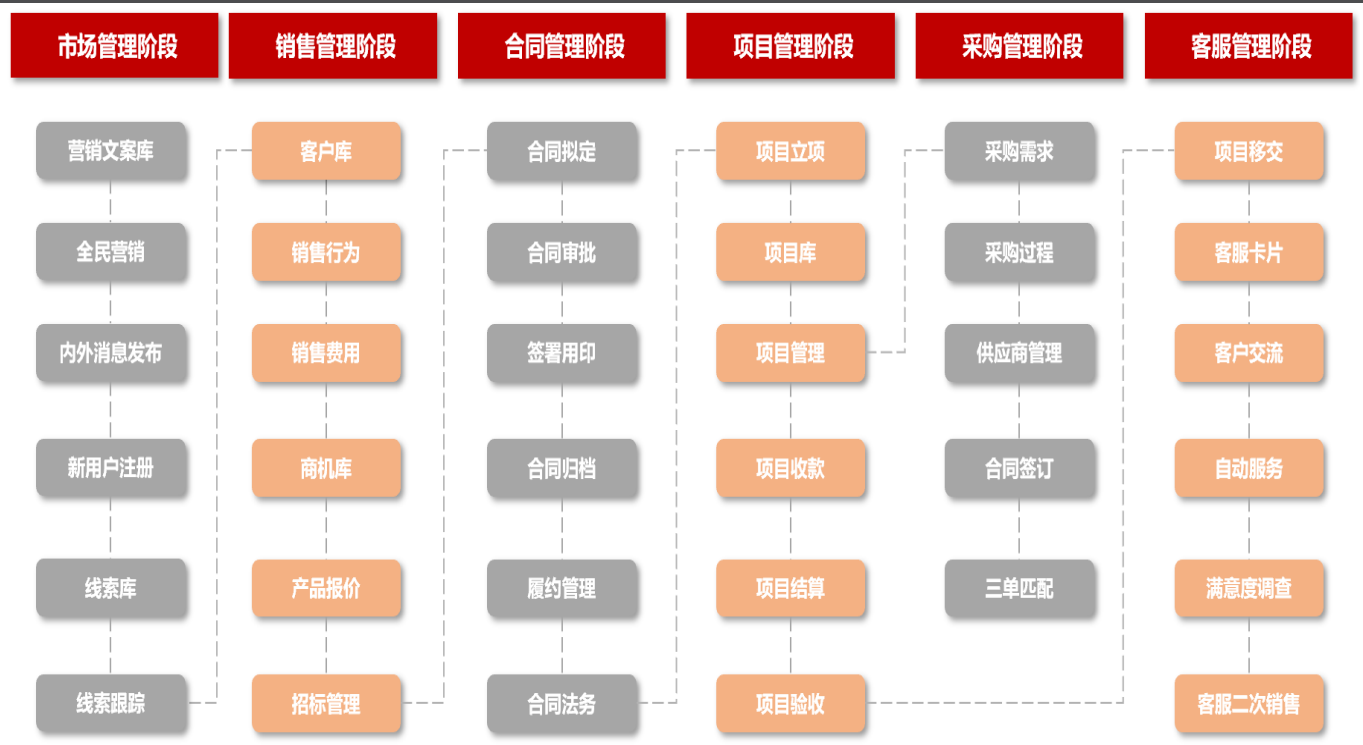
### 4.2.1 十大专项产品打开业务天花板，五大基础奠定业务成功基础

公司很早就进行了多元化的尝试，并取得了成功。早在 2015 年公司进行 EBU 改制推广的时候，公司就进行了多元化的初探索，孵化了电子签业务——契约锁。渠道侧进行创新的同时，也进行了横向拓展产品的尝试。契约锁虽在上市公司体外，但与公司主业一脉相承。通过 7 年多的探索，契约锁取得了非常好的成果，目前累计中大型客户超过 30000 家（泛微公司累计的中大型客户 70000 家），产品方案覆盖 73 个细分行业，与 200 多家管理软件实现集成应用，特色签署场景多达数百种。

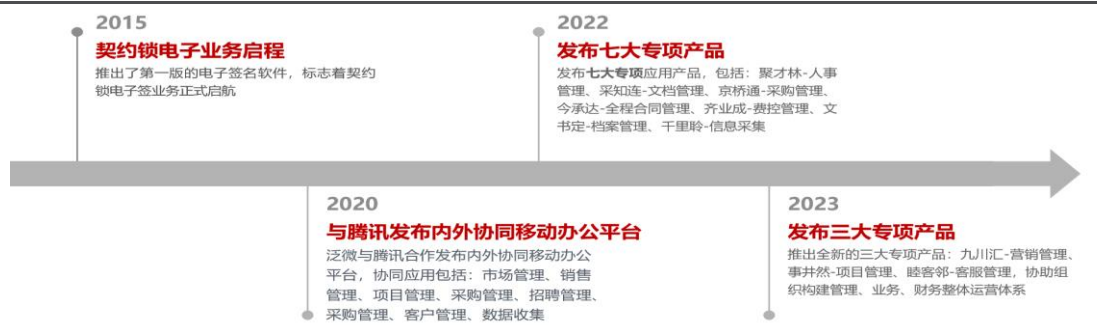
**图36：契约锁的发展历程**


资料来源：契约锁 2023 年年会，民生证券研究院

在契约锁成功经验的基础上，2022 年开始公司正式进行全面拓展，先后发布十个专项产品。OA 具有天然的延展性，能够扩展出多个功能和模块。对于 OA 厂商来说，它们就可以顺着多个方向进行拓展。在契约锁多元化探索成功的基础上，公司 2022 年以来开启了大刀阔斧的产品扩张：2022 年 2 月发布了知识管理、文档管理、采购管理、合同管理、费控管理、档案管理和信息采集 RPA 共计 7 专项产品。2023 年年初，公司又发布了项目管理、客服管理和营销管理等三个新模块，进行了全面多产品拓展。

**图37：泛微网络十大专项产品的延伸逻辑**


资料来源：公司官网，民生证券研究院

**图38：泛微网络多元化拓展探索历程**


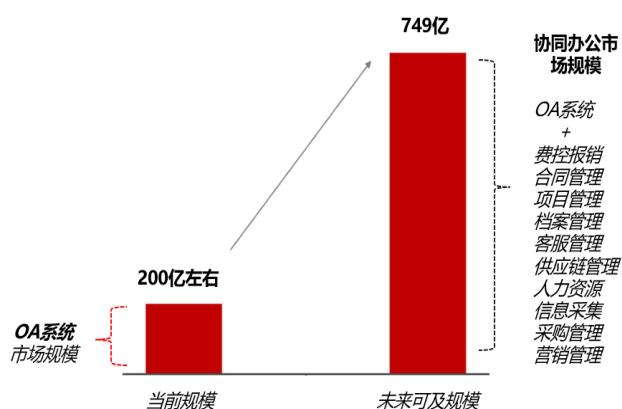
资料来源：公司官网，民生证券研究院

**专项产品有望拓展 3 倍业务空间。**据艾瑞测算，2021 年 OA 市场规模约为 264 亿元，随着公司十大专项产品的落地和推广，公司可及市场空间有望实现显著提升。据我们测算，十大专项产品对应市场空间约为 749 亿元，约为当前 OA 市场规模的 3 倍，有效提升市场规模。

**五大能力奠定专项产品成功基础：1) 公司大规模的研发投入，使得公司在产**

品上能不断完善、迭代和升级 (2018-2022 年均保持占营收 12%水平以上, 2022 年研发投入占比超过 14%); **2) 客户的明确需求:** OA 厂商来提供一体化的办公工具箱 (行业称之为一站式协同办公平台), 是很多客户的明确需求, 这里面有很多好处, 比如运维方便、互通性好、一致体验等等; **3) EBU 强大的销售能力。** 公司目前已建立建设了超过 500 个能力强大的 EBU 销售实施团队; **4) 庞大的存量客户基础:** 公司已经累计超过 70000 家中大型企业客户; **5) 契约锁的成功案例:** 试验项目契约锁取得了成功, 目前已拓展中大型客户超过 30000 家。

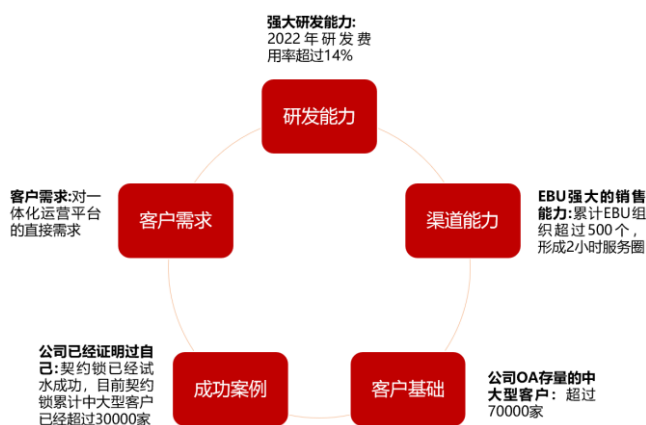
图39: 新产品显著提升业务天花板



资料来源: 智研咨询、CSDN 等, 民生证券研究院

注: 可及市场规模测算采用图 25 等十大产品市场规模数据, 对应产品无 2021 年的具体数据沿用了采用最近年份的数据 (如 2019 或者 2020 年)

图40: 大基础奠定公司专项产品的成功基础

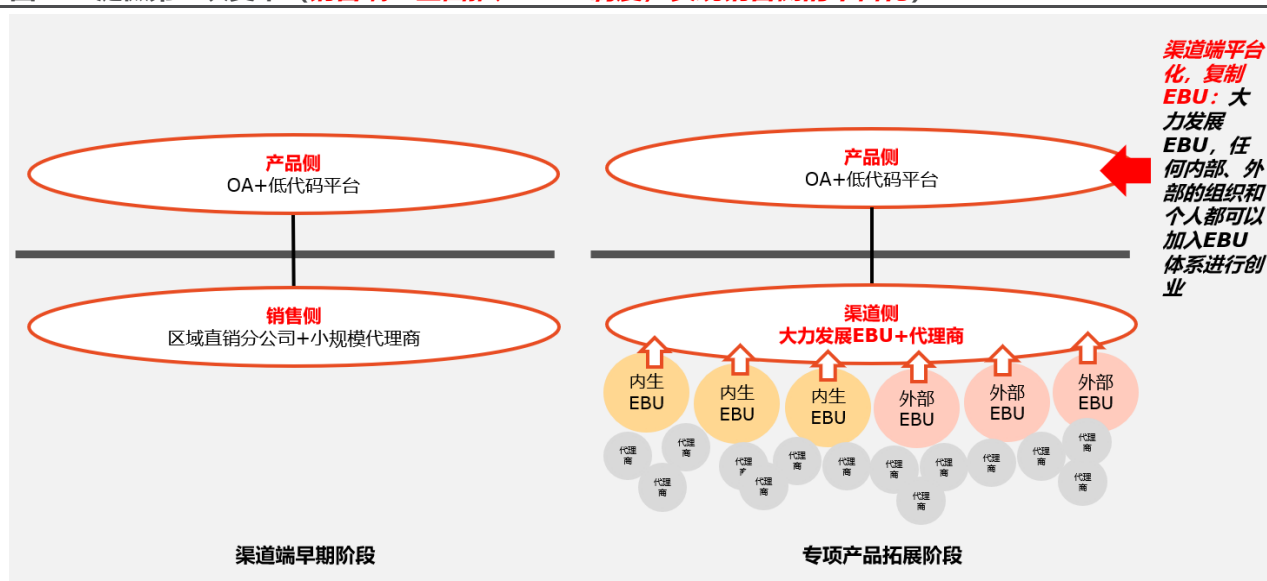


资料来源: 民生证券研究院整理绘制

## 4.2.2 EBU+专项产品, 驱动公司实现平台化的升级质变

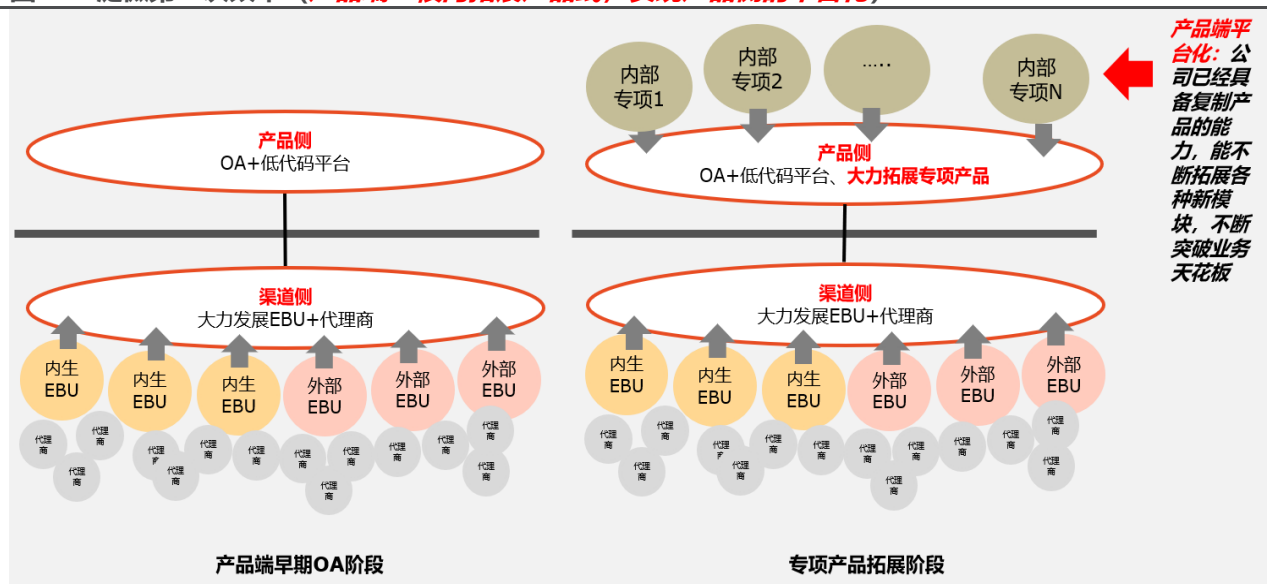
不断复制裂变的 EBU 和专项产品, 使得公司已经不在是传统意义上的项目型公司, 开始向平台化方向升级质变。泛微平台化能力的核心是延展性, 背后是公司的复制能力, 主要体现在两点: **1) 第一次变革: EBU 模式的平台化,** EBU 弹性扩展的能力, 这种延展性本质是一种平台化的能力, 使得内部的、外部的有能力的个人或者组织都可以加入到泛微的平台上, 在需求高景气的时候能体现出 alpha。同时, EBU 模式不仅能充分的调动业务人员的积极性, 也使得公司具备一种“克服熵增的规模化能力”; **2) 第二次变革: 产品横向拓展。** OA 产品天然具有延展性, 公司七大专项产品之后, 又发布了三大专项产品, 这背后就是 OA 延展性的体现, 更是公司复制产品的能力体现。不断复制的产品, 使得公司的业务天花板能不断突破, 市场空间持续增大。从长远来看, 预计公司可扩展的不仅是十个通用的模块, 未来存在更多延伸的可能, 比如深入行业, 推出一个个行业的解决方案。这种多品类的的能力, 是一种自由扩张的能力, 也即是一种平台化延展能力。

图41：泛微第一次变革（销售端：全面推广 EBU 制度，实现销售侧的平台化）



资料来源：民生证券研究院整理绘制

图42：泛微第二次改革（产品端：横向拓展产品线，实现产品侧的平台化）



资料来源：民生证券研究院整理绘制

平台化的模式的好处产品与渠道端的复制性，保证业务端的弹性与韧性，不断突破业务天花板。公司又能有很强的韧性：对于老客户，持续销售新东西（up sell），对于新客户，可以用不同产品去撬动需求，保证基本盘的稳定。同时，销售侧的平台化（EBU）、产品侧的平台化（专项产品），使得公司的边界，无论是销售端、还是产品端，都有较强延展性，在行业景气时能够弹性扩张，创造 alpha。

表2：传统项目制公司、平台化形态的特征

	传统项目制公司	平台化形态
产品特征	产品单一，复制性弱	产品复制能力强，能够不断推陈出新
渠道/行业/客户特征	渠道/行业/客户单一，复制能力弱	渠道/行业/客户多元，能够弹性拓展渠道、复制行业
业务韧性	随单产品景气度波动，需求弱的时候，业绩就会明显波动	老客户可以持续耕耘卖更多东西、新客户可以用不同的产品去撬、下游不同行业景气度能够对冲，保证下游差的时候基本盘稳健
业绩弹性	单产品、刚性渠道使得业务弹性有限	不断起量的新品、弹性扩长的渠道，使得高景气时候，业绩有 alpha
业务空间	取决于单一产品	不断突破业务天花板
代表公司	传统公司	泛微网络、深信服、海康威视、立讯精密

资料来源：民生证券研究所整理绘制

### 4.3 附：公司股价复盘

图43：公司股价复盘



资料来源：Wind，民生证券研究院



## 5 盈利预测、估值分析及投资建议

### 5.1 盈利预测

在行业信创、多模块延伸等趋势下，公司有望进入新一轮高速发展期。我们预计 2023-2025 年公司整体收入增速分别为 33.40%、35.80%和 35.80%，整体毛利率分别为 95.6%、95.7%、95.7%，其中：

- 1) **软件产品及技术服务业务**：信创驱动行业高景气，公司产品、交付及渠道能力强大，有望保持高增长。预计 2023-2025 年收入分别增长 31.9%、29.6%、27.8%。考虑公司 EBU 销售机制和规模效应，预计公司毛利率保持逐步上升趋势，2023-2025 年分别为 98.7%、98.9%、99.0%；
- 2) **专项产品**：随着专项产品不断成熟，业务有望规模推广。专项产品可及市场空间大，预计收入呈现高增长态势，2024-2025 年分别增长 125.0%、125.0%；EBU 机制下稳定的产品毛利率在 95%左右，前期总部会参与项目交付，早期毛利率会低于稳定毛利率，随着专项产品不断成熟，毛利率有望稳步上行，预计 2023-2025 年分别为 92.0%、95.0%、95.0%；
- 3) **第三方产品**：考虑公司核心业务高增长，第三方产品有望保持相持增速，预计 2023-2025 年收入分别增长 30.0%、30.0%、30.0%。综合前期水平，预计第三方产品 23 年毛利率为 30%，考虑第三方产品业务模式稳定，预计毛利率稳定，预计 2023-2025 年分别为 30%、30%、30%。

表3：泛微网络业绩预测

业务内容	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入 (百万)</b>	<b>1482.4</b>	<b>2002.9</b>	<b>2331.5</b>	<b>3169.1</b>	<b>4262.2</b>	<b>5768.4</b>
软件产品+技术服务	1436.4	1923.5	2146.0	2831.3	3669.1	4689.4
第三方产品	44.5	76.2	90.6	117.8	153.1	199.0
专项产品	n.a.	n.a.	n.a.	220.0	440.0	880.0
<b>收入增长率 (%)</b>	<b>15.30%</b>	<b>35.10%</b>	<b>16.41%</b>	<b>33.40%</b>	<b>35.80%</b>	<b>35.80%</b>
软件产品+技术服务	14.70%	33.90%	11.57%	31.93%	29.59%	27.81%
第三方产品	32.40%	71.10%	18.88%	30.00%	30.00%	30.00%
专项产品	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	125.00%	125.00%
<b>毛利 (百万)</b>	<b>1413.9</b>	<b>1912.1</b>	<b>2193.9</b>	<b>3032.9</b>	<b>4091.5</b>	<b>5537.8</b>
软件产品+技术服务	1402.2	1885.9	2092.4	2795.1	3627.6	4642.1
第三方产品	10.8	25.1	31.5	35.3	45.9	59.7
专项产品	n.a.	n.a.	n.a.	202.4	418.0	836.0
<b>毛利率(%)</b>	<b>95.38%</b>	<b>95.47%</b>	<b>93.23%</b>	<b>95.56%</b>	<b>95.65%</b>	<b>95.74%</b>
软件产品+技术服务	97.60%	98.00%	97.50%	98.72%	98.87%	98.99%
第三方产品	24.30%	32.90%	34.76%	30.00%	30.00%	30.00%
专项产品	n.a.	n.a.	n.a.	92.00%	95.00%	95.00%
<b>销售费用率 (%)</b>	<b>67.97%</b>	<b>68.90%</b>	<b>67.81%</b>	<b>67.50%</b>	<b>67.41%</b>	<b>67.30%</b>
<b>管理费用率 (%)</b>	<b>5.38%</b>	<b>4.55%</b>	<b>2.94%</b>	<b>4.00%</b>	<b>3.93%</b>	<b>3.88%</b>
<b>研发费用率 (%)</b>	<b>13.44%</b>	<b>12.16%</b>	<b>14.58%</b>	<b>14.80%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>

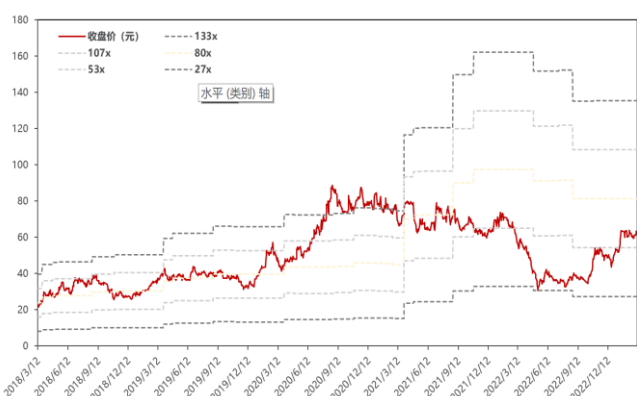
资料来源：Wind，民生证券研究院预测

费用率方面：随着公司体量不断增大，规模效应进一步强化，销售和管理费用率有望呈现下降趋势，预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 67.50%、67.41%、67.30%，管理费用率分别为 4.00%、3.93%、3.88%。考虑公司专项产品需打磨和迭代，公司研发投入加大，预计 2022-2024 年分别为 14.80%、15.00%、15.00%。

## 5.2 估值分析及投资建议

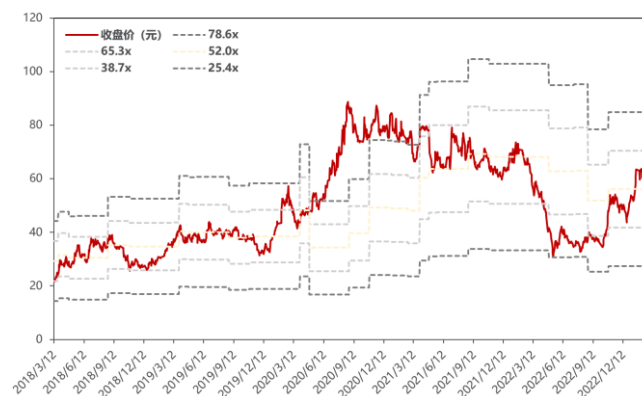
预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 31.69、42.62、57.68 亿元，实现归母净利润 3.72、5.22、7.21 亿元，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 51、36、26 倍。我们按照两个标准选取可比公司：从事协同办公行业或具备相似业务、信创受益，因此选取致远互联、赛意信息和金山办公作为可比公司。相关可比公司 2023 年平均 PE 为 71X，公司为 36X，具有一定估值优势。信创有望驱动行业 3-5 年高景气，多模块延伸打开远期天花板，并带来公司平台化升级质变。看好发展前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图44：公司历史 P/E TTM (中枢 80 倍左右)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图45：公司历史 P/CF TTM (中枢 50 倍左右)



资料来源：Wind，民生证券研究院

表4：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300687.SZ	赛意信息	38.81	0.57	0.68	0.92	52	57	42
688369.SH	致远互联	96.64	1.67	1.29	2.65	43	53	36
688111.SH	金山办公	473.00	2.26	2.42	3.50	117	109	135
平均值	-	-	-	-	-	70	73	71
603039.SH	泛微网络	72.72	1.18	0.86	1.43	85	51	36

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：1) 可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 3 月 31 日；2) 其中金山办公、致远互联分别公布了 2022 年年报、年报预告，故 2022 年数据采用年报/预告中的业绩数据。

## 6 风险提示

**1) 信创落地进展不及预期。**目前从省市向区县下沉,从党政向八大行业延伸。对公司而言,信创的推进节奏是公司业务开展、业绩释放的一个重要影响因素;

**2) 专项产品拓展进度不及预期。**对于公司而言,专项产品是公司未来发展的重要支撑,如果专项产品的拓展不及预期,将会对公司的业绩形成干扰;

**3) 行业竞争加剧。**协同办公行业迎来新的发展机遇,同时也伴随着新公司加入行业,公司能否顺应行业趋势,抓住机遇,是公司持续发展的另一个关键。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2331	3169	4262	5768
营业成本	158	136	171	231
营业税金及附加	18	19	21	29
销售费用	1581	2139	2873	3882
管理费用	69	127	168	224
研发费用	340	469	639	865
EBIT	232	374	531	740
财务费用	-33	-47	-59	-78
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	-42	-32	-43	-58
营业利润	223	389	548	760
营业外收支	10	11	14	16
利润总额	234	400	561	775
所得税	10	28	39	54
净利润	223	372	522	721
归属于母公司净利润	223	372	522	721
EBITDA	261	394	553	765

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1557	1976	2584	3398
应收账款及票据	237	232	398	615
预付款项	468	409	546	853
存货	64	38	81	73
其他流动资产	650	671	751	799
流动资产合计	2975	3325	4360	5738
长期股权投资	164	164	164	164
固定资产	246	318	318	315
无形资产	48	50	53	58
非流动资产合计	566	604	642	679
资产合计	3541	3929	5002	6416
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	489	646	777	952
其他流动负债	1135	1035	1510	2102
流动负债合计	1624	1681	2287	3055
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
负债合计	1630	1687	2293	3061
股本	261	261	261	261
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1911	2243	2709	3356
负债和股东权益合计	3541	3929	5002	6416

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	16.41	35.92	34.49	35.34
EBIT 增长率	-5.85	61.13	41.93	39.34
净利润增长率	-27.69	66.46	40.44	38.17
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	93.23	95.70	96.00	96.00
净利润率	9.57	11.73	12.24	12.50
总资产收益率 ROA	6.30	9.46	10.43	11.24
净资产收益率 ROE	11.68	16.57	19.26	21.49
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.83	1.98	1.91	1.88
速动比率	1.44	1.63	1.55	1.50
现金比率	0.96	1.18	1.13	1.11
资产负债率 (%)	46.04	42.92	45.83	47.70
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	30.96	25.00	25.00	30.00
存货周转天数	136.56	135.00	125.00	120.00
总资产周转率	0.67	0.85	0.95	1.01
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.86	1.43	2.00	2.77
每股净资产	7.33	8.61	10.40	12.88
每股经营现金流	0.89	2.06	2.89	3.81
每股股利	0.15	0.15	0.21	0.29
<b>估值分析</b>				
PE	85	51	36	26
PB	9.9	8.5	7.0	5.6
EV/EBITDA	66.75	43.04	29.61	20.34
股息收益率 (%)	0.20	0.21	0.29	0.40

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	223	372	522	721
折旧和摊销	28	20	22	25
营运资金变动	-40	125	180	204
经营活动现金流	233	538	752	992
资本开支	-51	-48	-46	-46
投资	-374	0	0	0
投资活动现金流	325	-79	-89	-104
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-203	-40	-55	-75
现金净流量	356	418	608	814

## 插图目录

图 1: 泛微网络发展历程.....	3
图 2: 泛微 OA 产品矩阵.....	4
图 3: 2022 年以来, 公司累计发布十大专项新产品.....	5
图 4: 泛微渠道端发展历程.....	5
图 5: EBU 模式详解.....	6
图 6: 2021 年 EBU 创收占收入 95.36%.....	7
图 7: 公司 EBU 团队深入覆盖全国各地.....	7
图 8: 泛微、致远与二、三线公司的营业收入对比 (单位: 百万元).....	7
图 9: 泛微网络股权结构.....	7
图 10: 泛微与腾讯合作陆续打造一系列产品.....	8
图 11: 泛微与企业微信、企业微信展开多场景的产品融合.....	8
图 12: 营收持续高速增长.....	9
图 13: 净利润高速增长.....	9
图 14: 公司毛利率与净利率.....	9
图 15: 销售和管理费用率整体呈现下降趋势.....	9
图 16: 重视研发, 研发投入率占比高.....	10
图 17: 公司利润现金流质量优异.....	10
图 18: 信创以及多模块延伸驱动 OA 行业大周期开启.....	11
图 19: 党政及八大行业信创推进节奏及当前渗透率.....	12
图 20: OA 是上层应用最先替代的产品之一.....	12
图 21: 2019-2027 年党政及行业信创市场空间梳理.....	13
图 22: 整体 OA 市场格局分散, 信创市场向龙头公司集中.....	13
图 23: OA 是企业流程与管理的中心.....	14
图 24: OA 流程可以贯穿企业各个业务环节.....	14
图 25: OA 延伸各模块对应市场情况.....	15
图 26: ChatGPT 有望带来 OA 软件的范式革命, 驱动体系化的产品重构与模式变革.....	16
图 27: ChatGPT+RPA 解决方案.....	17
图 28: 出差申请场景解决方案.....	17
图 29: 面试场景解决方案.....	17
图 30: 微软 ChatGPT 核心应用场景.....	18
图 31: 融合 ChatGPT 的 Teams.....	18
图 32: 采用泛微智能语音助手小 e 进行流程管理.....	18
图 33: 致远互联小致智能助手功能逻辑.....	18
图 34: 公司政务信创 OA 架构.....	19
图 35: 2021 年 (信创 1.0 阶段) 业绩实现高速增长.....	19
图 36: 契约锁的发展历程.....	20
图 37: 泛微网络十大专项产品的延伸逻辑.....	21
图 38: 泛微网络多元化拓展探索历程.....	21
图 39: 新产品显著提升业务天花板.....	22
图 40: 大基础奠定公司专项产品的成功基础.....	22
图 41: 泛微第一次变革 (销售端: 全面推广 EBU 制度, 实现销售侧的平台化).....	23
图 42: 泛微第二次改革 (产品端: 横向拓展产品线, 实现产品侧的平台化).....	23
图 43: 公司股价复盘.....	24
图 44: 公司历史 P/E TTM (中枢 80 倍左右).....	26
图 45: 公司历史 P/CF TTM (中枢 50 倍左右).....	26

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 泛微政府信创客户类别.....	20

表 2: 传统项目制公司、平台化形态的特征 .....	24
表 3: 泛微网络业绩预测 .....	25
表 4: 可比公司估值对比 .....	26
公司财务报表数据预测汇总 .....	28

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026