

## 产品上线如期，协同管理生态进一步完善

### 投资要点

- **业绩总结:** 2020H1, 公司实现营业收入 2.5 亿元, 同比增长 0.4%; 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比增长 85.6%; 实现扣非净利润 0.27 亿元, 同比增长 40.6%。
- **受疫情影响营收增速放缓, 净利润实现逆势高增长。** 2020H1: 1) 收入和利润方面: 在疫情影响下, 公司营业收入同比小幅增长; 归母净利润均则实现逆势大涨, 主要因为公司收到增值税退税收入、资金理财及利息收入同比大幅增长。2) 利润率方面: 公司毛利率为 76.7%, 同比下降 0.8pp; 净利率为 15.9%, 同比增长 6.9pp。3) 费用方面: 公司销售费用 1.1 亿元, 同比下降 6.2%, 主要因为受新冠疫情影响, 差旅费、市场活动费下降; 管理费用 0.3 亿元, 同比增长 7.9%, 主要因为服务费和疫情期间远程办公费用增加所致; 研发费用 0.4 亿元, 同比增长 11.2%, 主要因为公司持续加大创新研发投入, 研发员工薪酬及云服务费用增加。从费用率来看, 销售费用率为 61.8%, 管理费用率为 17.9%, 研发费用率为 25.4%, 三项费用率同比均有大幅增长。
- **规划的年度产品如期上市, 为年度业绩增长打下坚实的产品基础。** 2020H1, 公司面向大中型组织发布了 V5-8.0 和 CAP4.5, 进一步强化致远协同运营中台的能力、提升协同办公和协同业务的应用品质, 更多的智能化特性应用于 IM 沟通、流程管理、业务管理、数据分析等场景, 支持更加广泛的社会化协同连接能力、应用集成、数据连接能力, 增强低代码定制平台的业务设计和组装能力, 从而实现对央企、国企信创环境的进一步适配。公司面向中小型组织发布了 A6+Cloud 云服务平台, 并联合生态伙伴, 发布了面向建筑施工行业的应用 SaaS 服务。
- **打造协同共生平台, 使能生态合作伙伴。** 公司近期在线召开了合作伙伴生态大会, 会上发布了“致远协同云”平台, 同时宣布升级了“蜂巢计划”, 从人才、产品、营销等方面为生态伙伴全面开启共享模式, 赋能伙伴业务发展, 深化生态命运共同体的打造, 实现与伙伴的生态共生。我们认为公司在向平台型企业升级过程中结合打造生态伙伴举措, 将会极大扩大公司的盈利半径。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.26 元、1.63 元、2.04 元, 未来三年归母净利润将保持 25% 以上的复合增长率。考虑到公司为协同管理软件的领军企业, 我们长期看好公司发展。维持“持有”评级。
- **风险提示:** 协同管理软件行业竞争加剧、技术人员流失风险。

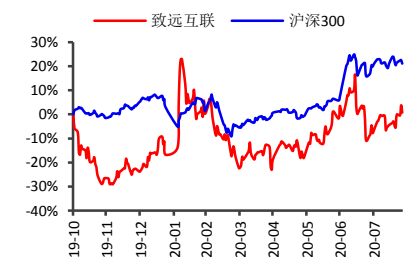
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	699.84	796.88	1007.48	1236.06
增长率	21.06%	13.87%	26.43%	22.69%
归属母公司净利润 (百万元)	97.47	120.97	156.41	196.69
增长率	33.56%	24.11%	29.30%	25.75%
每股收益 EPS (元)	1.01	1.26	1.63	2.04
净资产收益率 ROE	8.29%	5.39%	6.58%	7.73%
PE	76	61	47	38
PB	6.07	3.25	3.07	2.87

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅  
执业证号: S1250517050002  
电话: 021-58351932  
邮箱: cxya@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.77
流通 A 股(亿股)	0.18
52 周内股价区间(元)	53.43-97.71
总市值(亿元)	61.45
总资产(亿元)	15.72
每股净资产(元)	15.98

### 相关研究

1. 致远互联 (688369): 业绩符合预期, 协同管理生态逐步完善 (2020-04-23)
2. 致远互联 (688369): 协同管理软件领先者, 技术及品牌优势巩固护城河 (2019-10-31)

### 关键假设：

假设 1：根据《2018 年中国软件与信息服务业发展报告》，2016-2018 年协同管理软件行业的增速分别为 12.2%、14.2%、14.4%。随着企业数字化程度的不断深化，协同管理软件的迭代更新和换装需求将得到逐步释放。2020H1，公司在协同生态伙伴大会上，通过打造“致远协同云”向平台化战略转型，升级“蜂巢计划”全面加码对生态伙伴的支持，预计未来增长将超越行业增速（其中，2020 年上半年受疫情影响，全年增速或将放缓）。

假设 2：公司的技术服务主要产品线提供驻地及运维服务，由于技术服务业务基数较低，所以增速相对较快。基于此，我们预计公司技术服务业务收入占比未来三年将逐年增大。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
协同管理软件	收入	623.06	704.1	887.1	1082.3
	增速	18.8%	13.0%	26.0%	22.0%
	毛利率	74.65%	76.0%	76.5%	77.0%
技术服务	收入	75.3	91.8	119.4	152.8
	增速	43.8%	22.0%	30.0%	28.0%
	毛利率	88.2%	88.0%	88.0%	88.0%
其他业务	收入	1.5	1.0	1.0	1.0
	毛利率	58%	40%	40%	40%
合计	收入	699.8	796.9	1007.5	1236.1
	增速	21.1%	13.9%	26.4%	22.7%
	毛利率	76.1%	77.34%	77.83%	78.33%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	699.84	796.88	1007.48	1236.06	净利润	101.95	123.44	159.60	200.70
营业成本	167.45	180.59	223.39	267.86	折旧与摊销	4.63	1.73	1.73	1.73
营业税金及附加	6.80	7.97	10.07	12.36	财务费用	-8.40	-3.46	-6.13	-6.75
销售费用	300.82	342.66	431.20	525.33	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	68.33	183.28	229.70	279.35	经营营运资本变动	3.14	36.39	93.58	95.32
财务费用	-8.40	-3.46	-6.13	-6.75	其他	-4.77	-10.48	-8.56	-11.60
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>96.54</b>	<b>147.62</b>	<b>240.22</b>	<b>279.40</b>
投资收益	4.30	10.00	10.00	10.00	资本支出	-0.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.96	0.48	0.56	0.60	其他	-730.12	10.48	10.56	10.60
其他经营损益	0.00	35.00	40.00	45.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-730.60</b>	<b>10.48</b>	<b>10.56</b>	<b>10.60</b>
<b>营业利润</b>	<b>108.94</b>	<b>131.31</b>	<b>169.79</b>	<b>213.51</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.09	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>108.84</b>	<b>131.31</b>	<b>169.79</b>	<b>213.51</b>	股权融资	840.65	950.76	0.00	0.00
所得税	6.90	7.88	10.19	12.81	支付股利	-17.32	-19.49	-24.19	-31.28
净利润	101.95	123.44	159.60	200.70	其他	-7.38	10.78	6.13	6.75
少数股东损益	4.48	2.47	3.19	4.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>815.94</b>	<b>942.05</b>	<b>-18.06</b>	<b>-24.53</b>
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>97.47</b>	<b>120.97</b>	<b>156.41</b>	<b>196.69</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>181.88</b>	<b>1100.14</b>	<b>232.71</b>	<b>265.47</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	768.09	1868.24	2100.95	2366.42	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	121.16	143.22	178.48	218.73	销售收入增长率	21.06%	13.87%	26.43%	22.69%
存货	4.90	5.28	4.53	6.84	营业利润增长率	32.56%	20.54%	29.30%	25.75%
其他流动资产	745.59	745.59	745.59	745.59	净利润增长率	34.12%	21.08%	29.30%	25.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.00%	23.22%	27.63%	26.06%
投资性房地产	16.43	16.43	16.43	16.43	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	16.10	14.71	13.31	11.92	毛利率	76.07%	77.34%	77.83%	78.33%
无形资产和开发支出	0.09	0.06	0.03	-0.01	三费率	51.55%	65.57%	64.99%	64.55%
其他非流动资产	11.02	10.72	10.41	10.11	净利率	14.57%	15.49%	15.84%	16.24%
<b>资产总计</b>	<b>1683.37</b>	<b>2804.24</b>	<b>3069.73</b>	<b>3376.02</b>	ROE	8.29%	5.39%	6.58%	7.73%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.06%	4.40%	5.20%	5.94%
应付和预收款项	442.13	500.04	627.08	760.79	ROIC	-52.47%	-67.49%	-71.64%	-72.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.03%	16.26%	16.42%	16.87%
其他负债	12.00	12.93	15.97	19.13	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>454.13</b>	<b>512.97</b>	<b>643.05</b>	<b>779.92</b>	总资产周转率	0.57	0.36	0.34	0.38
股本	76.99	96.24	96.24	96.24	固定资产周转率	43.67	51.74	71.92	97.98
资本公积	968.18	1899.68	1899.68	1899.68	应收账款周转率	7.88	7.62	7.93	7.86
留存收益	183.93	285.40	417.62	583.03	存货周转率	32.05	35.48	37.81	37.28
归属母公司股东权益	1221.77	2281.33	2413.54	2578.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.51%	—	—	—
少数股东权益	7.47	9.94	13.13	17.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1229.25</b>	<b>2291.27</b>	<b>2426.68</b>	<b>2596.10</b>	资产负债率	26.98%	18.29%	20.95%	23.10%
负债和股东权益合计	1683.37	2804.24	3069.73	3376.02	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.61	5.39	4.71	4.28
					速动比率	3.60	5.38	4.70	4.27
					股利支付率	17.77%	16.11%	15.47%	15.90%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.01	1.26	1.63	2.04
					每股净资产	12.70	23.70	25.08	26.80
					每股经营现金	1.00	1.53	2.50	2.90
					每股股利	0.18	0.20	0.25	0.33
业绩和估值指标									
EBITDA	105.16	129.58	165.39	208.49					
PE	76.03	61.26	47.38	37.68					
PB	6.07	3.25	3.07	2.87					
PS	10.59	9.30	7.36	6.00					
EV/EBITDA	41.43	36.57	27.25	20.34					
股息率	0.23%	0.26%	0.33%	0.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn