

审慎推荐-A (首次)

泛微网络 603039.SH

目标估值: 元
当前股价: 81.5 元
2017年03月01日

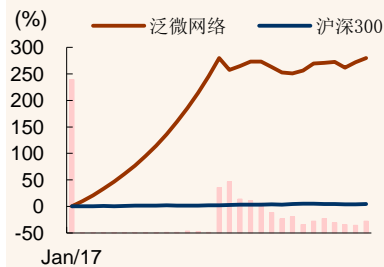
协同管理软件龙头，迎接移动互联新时代——一次新股系列报告（十四）

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 3247 |
| 总股本(万股) | 6667 |
| 已上市流通股(万股) | 1667 |
| 总市值(亿元) | 54 |
| 流通市值(亿元) | 14 |
| 每股净资产(MRQ) | 4.0 |
| ROE(TTM) | |
| 资产负债率 | 55.3% |
| 主要股东 | 韦利东 |
| 主要股东持股比例 | 34.38% |

股价表现

| | | | |
|------|----|-----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 73 | 436 | 436 |
| 相对表现 | 72 | 432 | 416 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

徐文杰

010-57601853
xuwenjie@cmschina.com.cn
S1090516090005

周楷宁

zhoukaining@cmschina.com.cn
S1090516060001

泛微网络是业内领先的协同管理软件龙头厂商。随着协同管理软件市场集中度的提升, 移动化+SaaS 化的产业趋势催生了全新的战场。公司全面覆盖了客户的差异化需求, 正在努力打造移动互联应用商第一品牌。首次“审慎推荐-A”评级

- **业内领先的协同管理软件龙头厂商:** 作为一家专业的协同管理软件厂商, 也是 OA 行业唯一一家主板上市公司, 泛微网络专注于协同管理软件领域, 致力于以协同 OA 为核心, 帮助企业构建全员统一的移动办公平台。近年来公司业绩快速增长, 营销和研发投入力度不断加大, 预收款占比逐年上升, 经营性现金流充裕。公司的股权结构集中, 未来资本运作潜力巨大。
- **协同管理软件市场集中度不断提升, 移动化+SaaS 化产业趋势催生全新战场:** 伴随我国经济的持续快速增长, 组织信息化建设不断深化, 对于协同管理的需求不断释放。协同管理软件市场的竞争日趋激烈, 市场集中度持续提升, 移动化和 SaaS 化的产业趋势也为协同管理软件的发展开辟了全新的战场。
- **全面覆盖客户差异化需求, 打造移动互联应用商第一品牌:** 公司主要面向企事业单位和政府机构客户提供先进的协同管理软件产品和应用实施方案, 形成了针对大中小型各类规模组织的全系列协同管理软件产品, 包括 e-office、e-cology 和 e-weaver 等系列产品线, 以及面向小微企业的 SaaS 产品 eteams。通过明确的产品定位, 实现了对不同客户群体的全面覆盖, 以响应不同层次的协同管理需求。公司研发投入力度较大, 技术水平领先, 构建起多层次分布式的营销网络体系, 成功服务于全国上万家企事业单位客户, 其中包括 PICC、上汽、格力、万达等世界及中国 500 强企业, 积累了丰富的行业经验和大量的成功案例。通过直销+代理授权相结合的方式提升了本地化服务水平及市场占有率。公司下游领域广泛且在不断扩张, 通过与微信、阿里钉钉等重磅级 App 合作推出集成方案, 奠定了进一步开拓市场的流量基础。基于 SaaS 模式的产品和服务将是未来协同管理软件的重要发展方向, 战略性产品 eteams 市场潜力巨大。未来公司将对基础产品线进行再升级, 不断研发新技术并完善营销服务网络体系, 借助资本层面的力量谋求横向(电子合同、数据分析、安全控制、企业智库等)+纵向(行业化、专项化、平台化等)双向发展, 打造移动互联应用商第一品牌。
- **首次“审慎推荐-A”评级:** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.31、1.27、1.59 元, 现价对应 84/64/51 倍 PE。首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示:** 产品 SaaS 化进度低于预期; 税收优惠政策变化

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 255 | 317 | 422 | 548 | 696 |
| 同比增长 | 16% | 24% | 33% | 30% | 27% |
| 营业利润(百万元) | 12 | 26 | 36 | 56 | 79 |
| 同比增长 | 25% | 117% | 37% | 55% | 40% |
| 净利润(百万元) | 42 | 49 | 65 | 85 | 106 |
| 同比增长 | 20% | 17% | 32% | 30% | 26% |
| 每股收益(元) | 0.84 | 0.99 | 1.31 | 1.27 | 1.59 |
| PE | 96.8 | 82.4 | 62.3 | 64.4 | 51.3 |
| PB | 22.7 | 17.7 | 13.8 | 9.5 | 8.2 |

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|---|----|
| 一、业内领先的协同管理软件龙头厂商..... | 4 |
| 二、移动化+SaaS 化产业趋势催生全新战场，打造移动互联应用商第一品牌..... | 8 |
| 1、协同管理软件市场集中度不断提升，移动化+SaaS 化产业趋势催生全新战场..... | 8 |
| 2、全面覆盖差异化需求，打造移动互联应用商第一品牌..... | 10 |
| 盈利预测..... | 19 |

图表目录

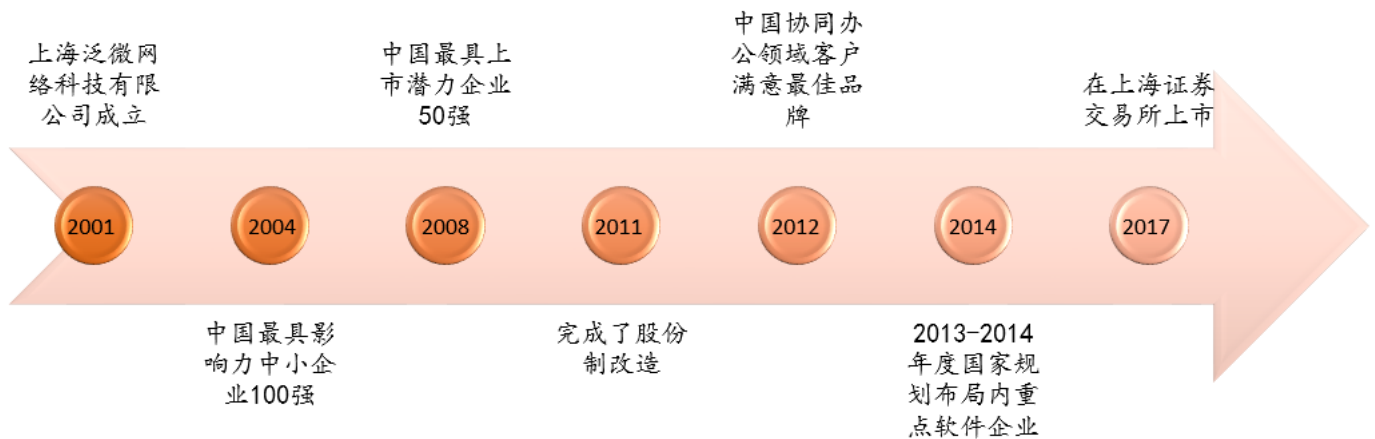
| | |
|-----------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 4 |
| 图 2: 公司营业收入..... | 4 |
| 图 3: 公司净利润..... | 4 |
| 图 4: 公司主营构成..... | 5 |
| 图 5: 各大产品占营收的比重..... | 5 |
| 图 6: 公司毛利率..... | 5 |
| 图 7: 预收款占营收的比重..... | 5 |
| 图 8: 公司费用率变化情况..... | 6 |
| 图 9: 公司股权结构（上市后）..... | 7 |
| 图 10: 协同管理软件价值..... | 8 |
| 图 11: 中国协同管理软件市场规模..... | 9 |
| 图 12: 中国 3G/4G 用户数量及占比..... | 9 |
| 图 13: 协同管理的应用需求分类..... | 9 |
| 图 14: 公司主要产品..... | 10 |
| 图 15: e-cology 产品模块..... | 11 |
| 图 16: e-weaver 产品模块..... | 12 |
| 图 17: e-office 产品模块..... | 12 |
| 图 18: eteams 产品模块..... | 13 |
| 图 19: 公司研发支出及占营收的比重..... | 13 |
| 图 20: 公司服务网点地区分布情况..... | 14 |
| 图 21: 公司的标杆案例..... | 14 |
| 图 22: 公司经营管理模式图..... | 15 |
| 图 23: 下游领域广泛..... | 16 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 24: 微信集成办公效果示意图..... | 16 |
| 图 25: 泛微 OA 与阿里钉钉集成应用界面 | 16 |
| 图 26: eteams 产品展示 | 17 |
| 图 27: 泛微协同管理软件系列研发升级项目相关产品的关系图 | 18 |
| 表 1: 经营性现金流..... | 6 |
| 表 2: 募集资金投向情况..... | 6 |
| 表 3: 协同管理软件行业厂商类型 | 10 |
| 表 4: 2015 年协同管理软件市场主要厂商销售额情况 | 10 |
| 表 5: 公司未来发展计划..... | 18 |
| 表 6: 估值对比表..... | 19 |
| 附: 财务预测表 | 20 |

一、业内领先的协同管理软件龙头厂商

协同管理软件领域的领先者：泛微网络成立于 2001 年，作为一家专业的协同管理软件厂商，公司专注于协同管理软件领域，并致力于以协同 OA 为核心，帮助企业构建全员统一的移动办公平台。公司主要从事协同管理软件产品的研发、销售及相关技术服务，是行业内具有较强竞争力的协同管理软件及相关解决方案供应商，是“国家规划布局内重点软件企业”，OA 行业唯一一家上交所主板上市公司。

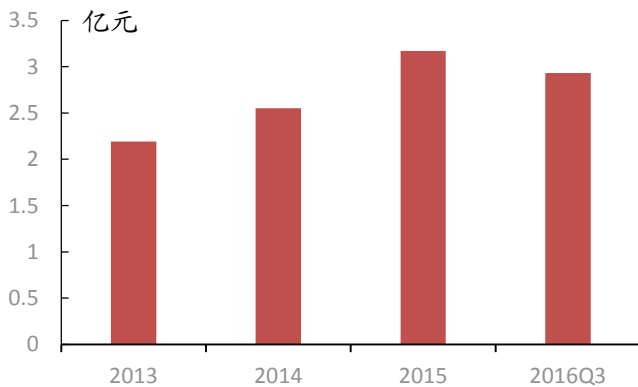
图 1：公司发展历程



资料来源：公司网站、招商证券

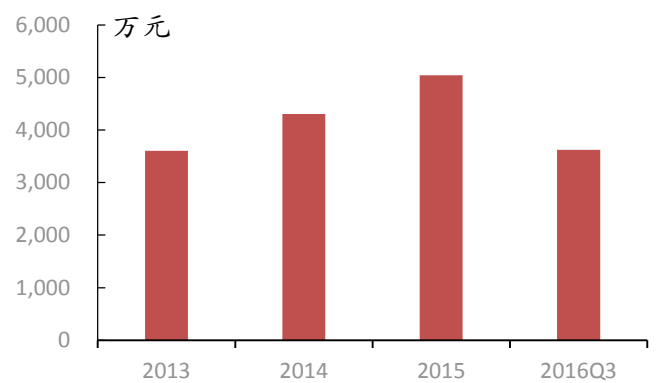
经营业绩实现快速增长：2013-2015 年，公司营业收入分别为 2.19 亿元、2.55 亿元、3.17 亿元，净利润分别为 3605 万元、4307 万元、5041 万元。2016 年前三季度，公司营收和净利润分别为 2.93 亿元和 3622 万元，均实现了较快增长。主营构成中，自行开发软件产品收入占比最高，包括 e-cology、e-weaver、e-office 等系列产品以及 2015 年推出的 SaaS 产品 eteams，其中 e-cology 产品收入占比最高。2013-2015 年，公司的毛利率分别为 94.20%、95.24%、96.43%，处于较高水平。

图 2：公司营业收入



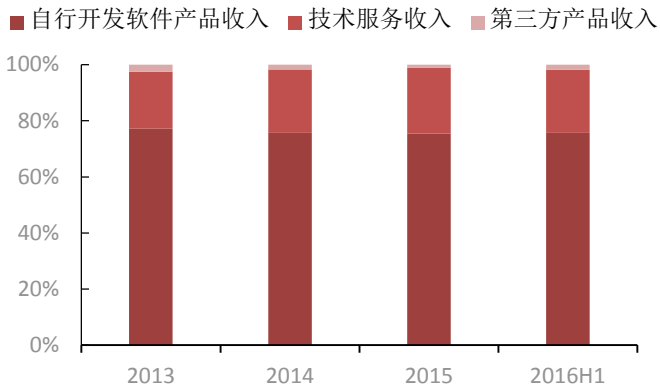
资料来源：Wind、招商证券

图 3：公司净利润



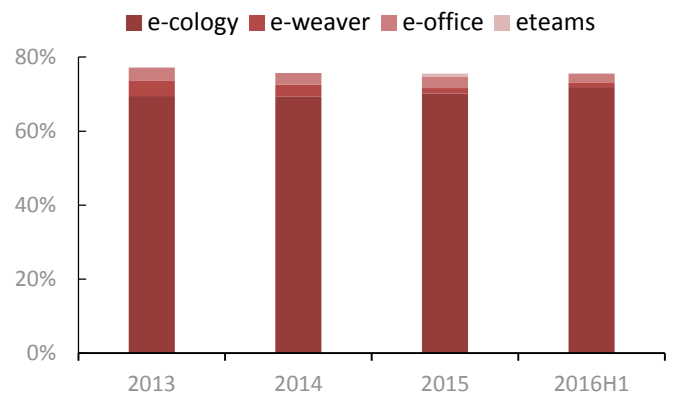
资料来源：Wind、招商证券

图 4: 公司主营构成



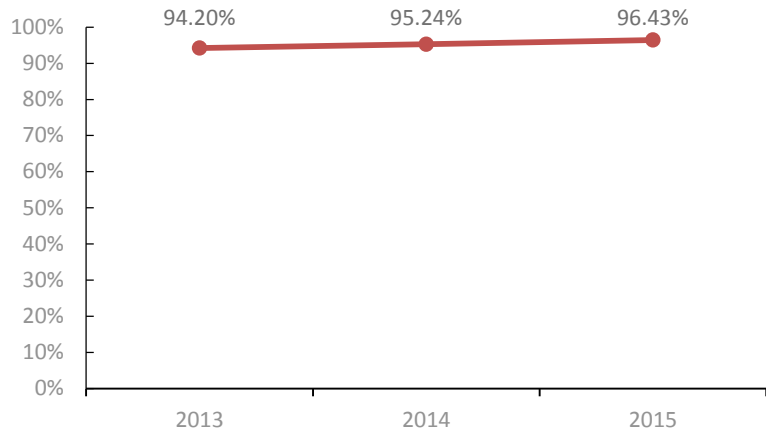
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 各大产品占营收的比重



资料来源: Wind、招商证券

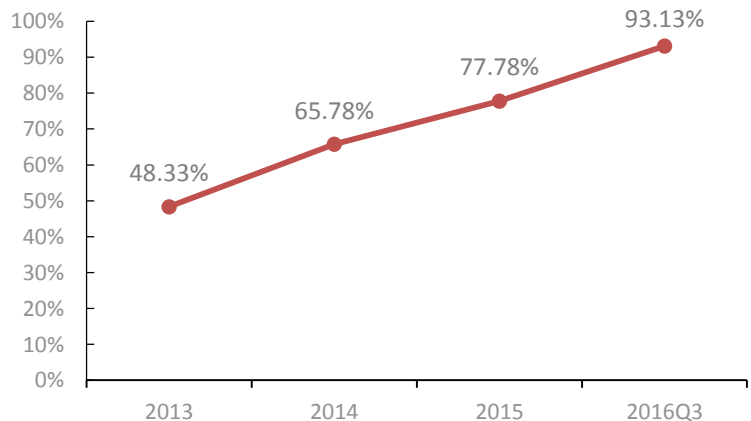
图 6: 公司毛利率



资料来源: Wind、招商证券

预收款占比逐年上升, 经营性现金流充裕: 近年来, 随着公司业务规模的持续扩大, 营业收入不断增加的同时, 预收款项也随之大幅上升, 2013-2016 年前三季度, 预收款占营收比例分别为 48.33%、65.78%、77.78%、93.13%。公司的经营性现金流较为充裕, 远超同期净利润水平。

图 7: 预收款占营收的比重



资料来源: Wind、招商证券

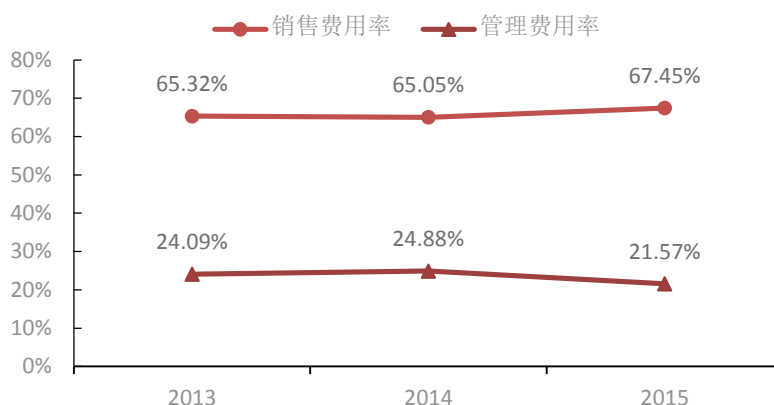
表 1: 经营性现金流

| 经营性现金流量净额 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 前三季度 |
|-----------|---------|---------|----------|-----------|
| 金额 (万元) | 6609.87 | 8903.40 | 10167.42 | 5320.17 |

资料来源: Wind、招商证券

费用率波动合理: 2013-2015 年, 公司加大了营销和研发的投入力度, 销售费用率和管理费用率波动均处于合理范围区间。其中, 公司销售费用率高于业内平均水平, 主要由于纳入了授权业务运营中心实施服务的相关费用。

图 8: 公司费用率变化情况



资料来源: Wind、招商证券

融资渠道得以补充, 综合实力有望再提升: 本次 IPO 共募集资金 2.48 亿元 (1667 万股), 主要投向: (1) 泛微协同管理软件系列研发升级项目; (2) 泛微营销服务网络建设项目; (3) 泛微小微企业协同办公云服务项目。募投项目的实施将对公司市场竞争力和盈利能力的不断提升产生积极影响。

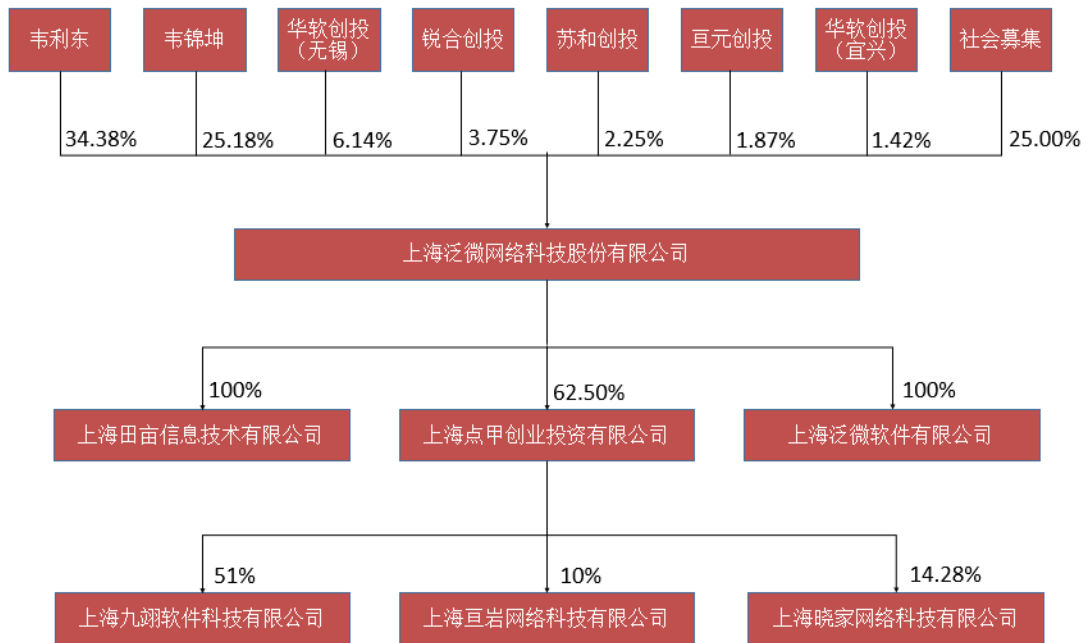
表 2: 募集资金投向情况

| 项目名称 | 投资总额 (万元) | 募集资金 (万元) |
|------------------|-----------|-----------|
| 泛微协同管理软件系列研发升级项目 | 24012.23 | 13649.40 |
| 泛微营销服务网络建设项目 | 2890.58 | 1643.11 |
| 泛微小微企业协同办公云服务项目 | 9974.38 | 5669.79 |
| 合计 | 36877.19 | 20962.30 |

资料来源: 招股说明书、招商证券

股权结构集中, 资本运作潜力巨大: 公司上市后, 董事长韦利东先生持有 34.38% 的股份, 为公司的控股股东。韦利东的父亲韦锦坤先生持有 25.18% 的股份, 与韦利东构成一致行动人。上市后韦利东合计实际控制公司 59.56% 的股份表决权, 为公司的实际控制人。公司股权结构集中, 未来资本运作潜在空间巨大。

图 9: 公司股权结构 (上市后)



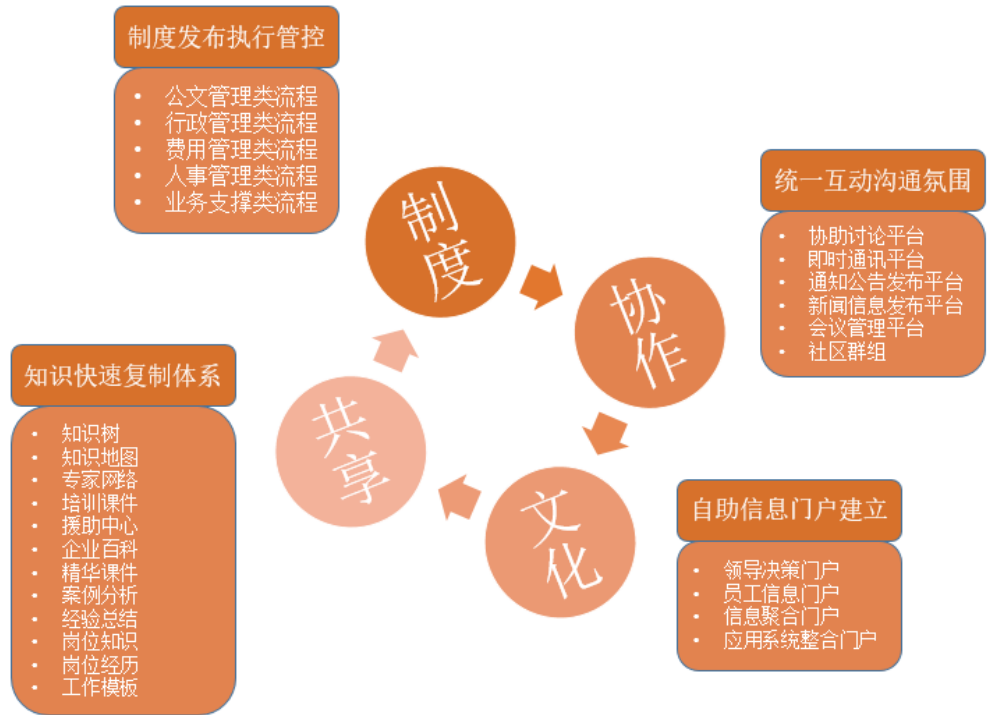
资料来源: 招股说明书、招商证券

二、移动化+SaaS 化产业趋势催生全新战场，打造移动互联应用商第一品牌

1、协同管理软件市场集中度不断提升，移动化+SaaS 化产业趋势催生全新战场

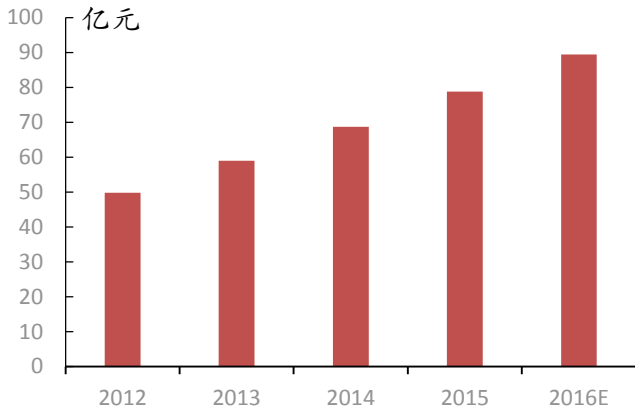
协同管理软件行业发展强劲：近年来，我国经济持续快速增长，组织信息化建设不断深化，对协同管理的需求也在不断释放。同时，随着互联网、移动 3G 和 4G 技术的进一步发展，协同管理软件对规范组织风险管理、提高组织工作运行效率将起到越来越重要的作用。因此，协同管理软件行业已进入快速发展期，且从潜在需求上来看，每一个组织无论大小都存在对协同管理软件的潜在应用需求，协同管理软件几乎可以应用于所有行业领域。

图 10：协同管理软件价值



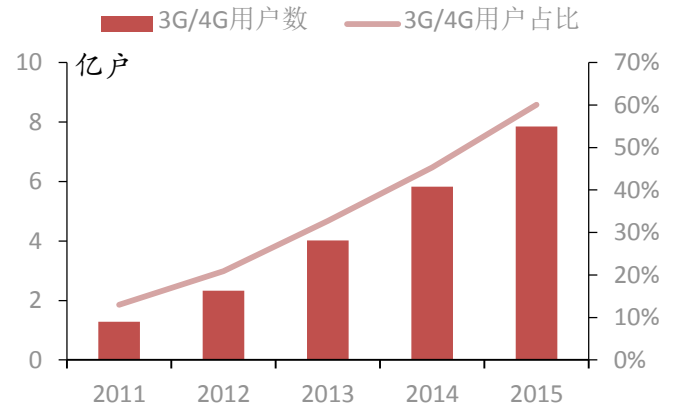
资料来源：公司资料、招商证券

图 11: 中国协同管理软件市场规模



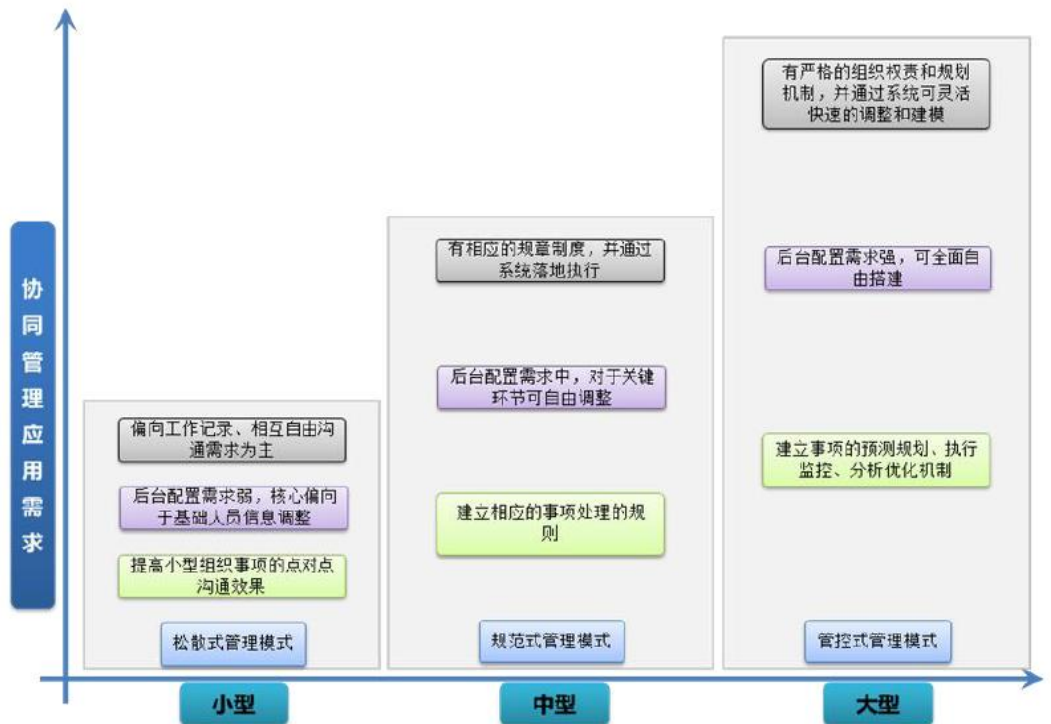
资料来源: 智研咨询、招商证券

图 12: 中国 3G/4G 用户数量及占比



资料来源: 工信部、招商证券

图 13: 协同管理的应用需求分类



资料来源: 招股说明书、招商证券

市场集中度持续提升, 移动化和 SaaS 化趋势明显: 目前, 协同管理软件市场已基本形成包括全国性产品主导型厂商、全国性项目定制型厂商以及大量区域性项目定制型厂商在内的竞争格局。随着协同管理软件市场的竞争日趋激烈, 少数全国性厂商凭借产品研发、品牌建设、运营体系构建等方面的先发优势取得了一定的领先地位, 未来将进一步提高市场占有率, 扩大领先优势。另一方面, 区域性小型厂商将在竞争中逐渐被淘汰, 市场集中度持续提升。随着移动设备的逐步渗透, 移动协同管理软件为协同管理软件的发展开辟了新的领域, 同时 SaaS 模式的广泛应用进一步拓展了协同管理软件的应用领域。

表 3: 协同管理软件行业厂商类型

| 厂商类型 | 特点 |
|------------|--|
| 全国性产品主导型厂商 | 1、少数规模较大的领导厂商，综合实力强；2、以标准化、通用化的成熟软件产品实施服务交付为主，规模化程度很高；3、跨区域经营，覆盖范围很广，具有较完善的全国性服务网络，业务快速扩张。 |
| 全国性项目定制型厂商 | 1、该类厂商数量很少，客户群以大型央企和政府机构为主；2、以大型项目定制化开发为主，单个项目收费较高，规模化程度低。 |
| 区域性项目定制型厂商 | 1、该类厂商数量众多，一般仅在当地服务于规模较小的企业，进行小型项目开发；2、技术实力弱，难以规模化扩张和可持续发展。 |

资料来源：招股说明书、招商证券

表 4: 2015 年协同管理软件市场主要厂商销售额情况

| 公司 | 销售额（万元） |
|------|----------|
| 泛微股份 | 31692.21 |
| 致远协创 | - |
| 金和网络 | 7743.14 |
| 慧点科技 | 26502.78 |
| 蓝凌股份 | 17561.57 |

资料来源：招股说明书、招商证券

2、全面覆盖差异化需求，打造移动互联网应用商第一品牌

深耕协同管理软件行业: 公司主要面向企事业单位和政府机构客户提供先进的协同管理软件产品和应用实施方案。经过多年研发，形成了针对大中小型各类规模组织的全系列协同管理软件产品，分别为 e-office、e-cology 和 e-weaver。云办公 SaaS 产品 eteams 于 2015 年推出，主要针对公司原三大产品所较少覆盖的小微企业市场。公司产品全面覆盖大中小微型客户，提供了一整套完善的协同管理软件产品和应用实施方案。

图 14: 公司主要产品



资料来源：招股说明书、招商证券

产品全面覆盖差异化需求: 公司产品定位明确, 通过产品功能满足不同客户群体的差异化需求, 全面覆盖并响应不同层次的协同管理需求。**e-cology** 采用组件化设计方式开发, 实现模块化的同时兼具灵活性, 能够覆盖大中型用户的多样化需求, 是公司具有竞争优势的核心产品。基于 **e-cology** 产品的成熟经验, 公司进一步研发出高度产品化的 **e-office**, 凭借其可快速复制的特性, 通过渠道分销模式, 可面向小中型客户群进行规模化产品销售。此外, 公司成功自主研发了 **e-weaver**, 具有良好的平台性、开放性以适应大中型用户自主开发、动态调整的需求, 产品的可集成性较好。并基于原三大产品的成功经验, 结合移动互联、云计算、社交应用等技术开发了新产品 **eteams**, 满足小微企业客户的协同管理需求。

图 15: e-cology 产品模块



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 16: e-weaver 产品模块



资料来源：招股说明书、招商证券

图 17: e-office 产品模块



资料来源：招股说明书、招商证券

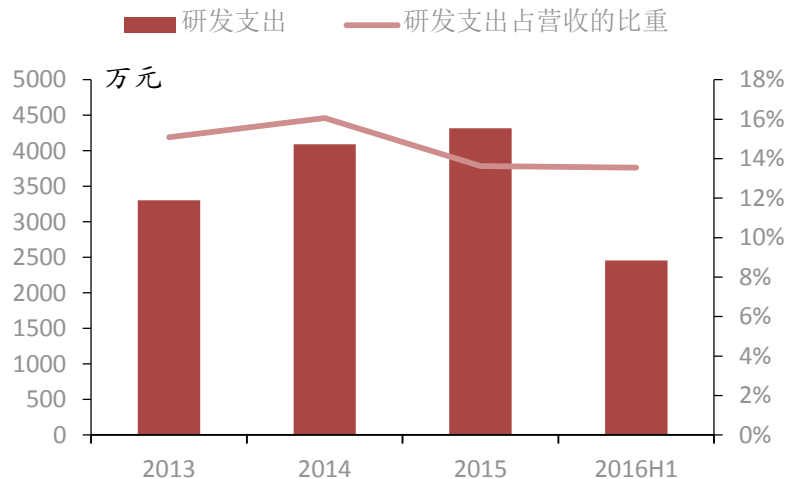
图 18: eteams 产品模块



资料来源：招股说明书、招商证券

研发投入力度大，技术水平领先：为了提高技术创新能力、不断推出满足市场需求的新产品，公司不断加大自主研发力度，研发投入比例保持在 13%以上水平，已取得软件著作权 45 项、软件产品登记证书 3 项。另外，公司提出了多项协同管理软件市场的技术，包括协同矩阵模型技术、齿轮联动模型技术、六维权限管控模型技术等。通过一系列的技术创新，公司软件产品与实施方案的技术水平在业内具有较强竞争力。

图 19: 公司研发支出及占营收的比重

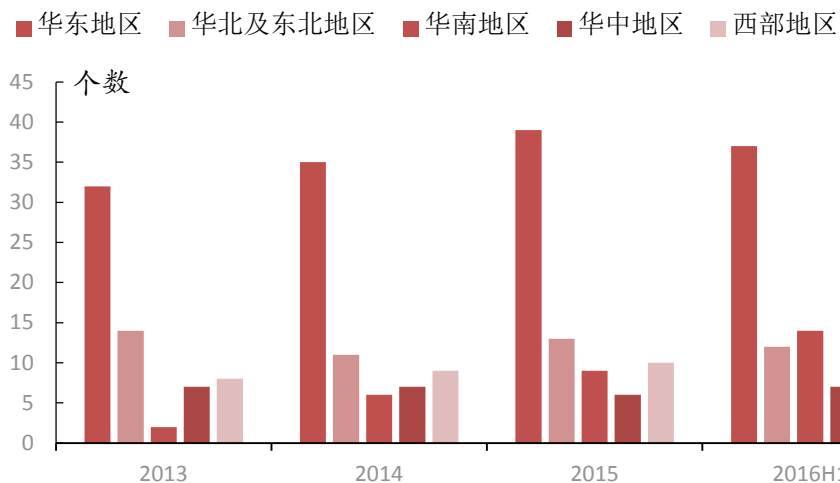


资料来源：Wind、招商证券

构建起多层次分布式营销网络体系：根据行业规律，结合自身快速发展阶段资金、人员、管理能力的实际情况，公司采取了直接销售为主、渠道分销为重要补充的销售模式，有效实现了业务发展、快速扩张与资源积累之间的平衡。经过多年发展，公司目前拥有

90 多家本地化服务网点，可以与客户近距离沟通，实现快速响应，形成 2 小时服务圈，构建起覆盖面广泛的多层次分布式营销服务体系。

图 20: 公司服务网点地区分布情况



资料来源: 招股说明书、招商证券

客户资源优势明显，行业经验丰富：公司成功服务于全国上万家企事业单位客户，其中包括 PICC、上汽集团、格力电器、TCL、伊利集团、万达集团等世界及中国 500 强企业。经过多年在协同管理软件领域技术研发和项目经验积累，产品已经在 8000 多家客户中成功应用，同时在 30 多个行业中形成了自己的代表客户，积累了丰富的行业经验和大量的成功案例，打造了上海医药、复星集团、绿地集团等多个业界标杆，为未来持续稳定发展奠定了坚实的基础。

图 21: 公司的标杆案例

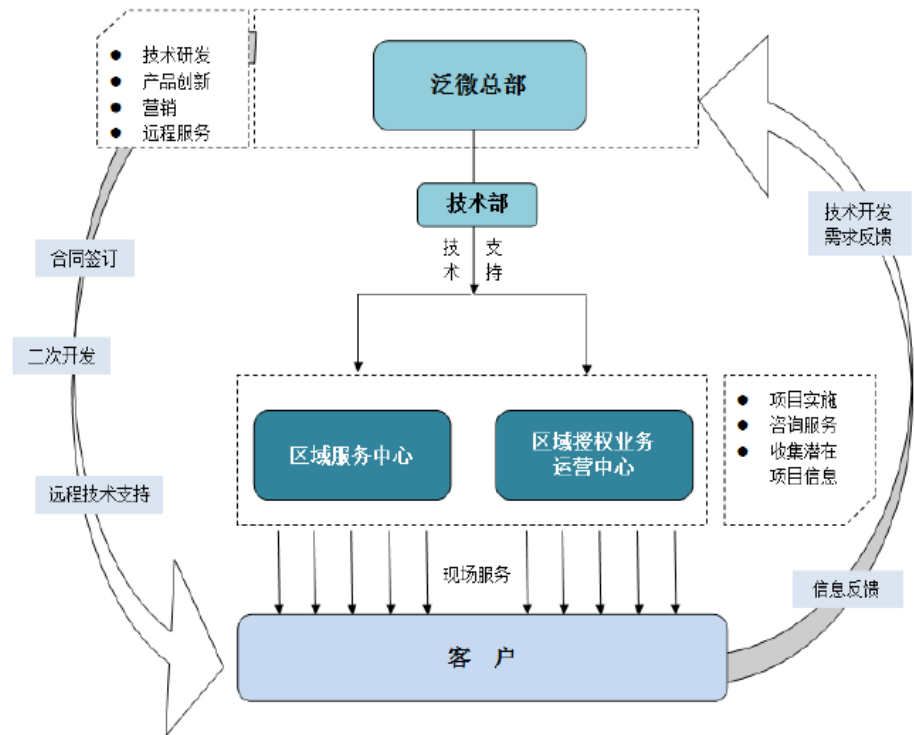


资料来源: 公司网站、招商证券

经营管理模式优势显著：公司根据自身的战略布局和产品特点，采用直销+代理授权两种模式结合的方式。在区域服务中心外通过与多个授权业务运营中心合作来共同完成现场实施服务工作和客户资源的开拓。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。该种经营管理模式大大提高了公司的人均产值，

拓广了服务覆盖面，提升了本地化服务水平及市场占有率，满足客户多样化的需求。

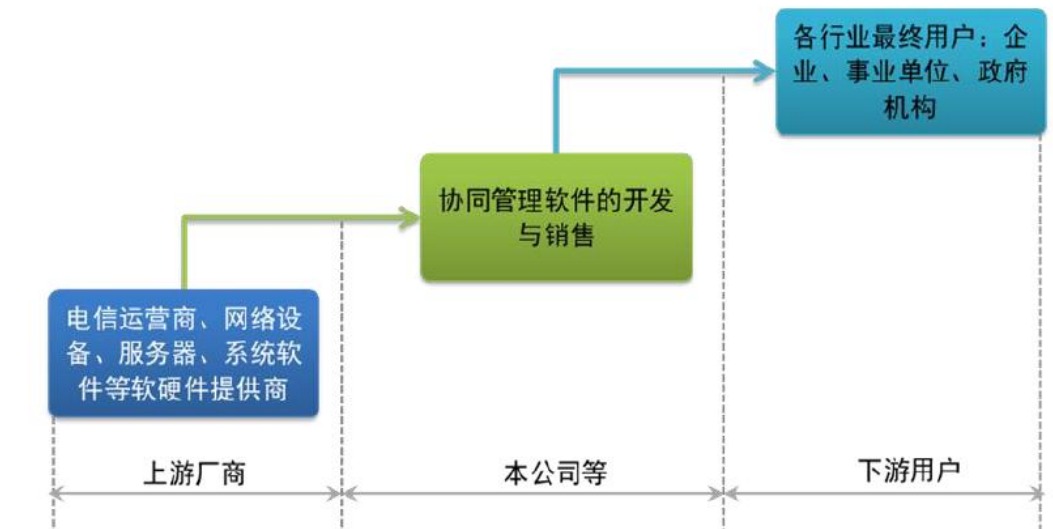
图 22: 公司经营管理模式图



资料来源：招股说明书、招商证券

下游领域需求旺盛，市场空间广泛：由于协同管理软件并非特定行业所使用的应用软件，下游行业非常广泛，具有信息化需求的各行业企事业单位和政府机构均为本行业下游用户。随着现代化组织对于管理要求的不断提高，以及各行业信息化需求的日趋旺盛，协同管理软件行业的下游市场空间广阔。同时，公司准确把握用户需求，为客户提供更好的移动办公体验，与腾讯微信、阿里钉钉等重磅级移动端 App 推出集成方案，为下游领域的进一步开拓奠定了良好的流量基础。

图 23: 下游领域广泛



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 24: 微信集成办公效果示意图



资料来源: 公司网站、招商证券

图 25: 泛微 OA 与阿里钉钉集成应用界面



资料来源: 公司网站、招商证券

战略性 SaaS 产品 eteams 潜力巨大：以 SaaS 云计算模式提供的协同管理软件将有效降低组织的运营成本、提高组织的工作效率，而 eteams 是公司结合移动互联、云计算和社交应用等技术开发的全新产品。通过云端部署及运营，适合管理需求复杂程度较低的小微企业，基于 SaaS 模式的产品和服务将是未来协同管理软件的重要发展方向。

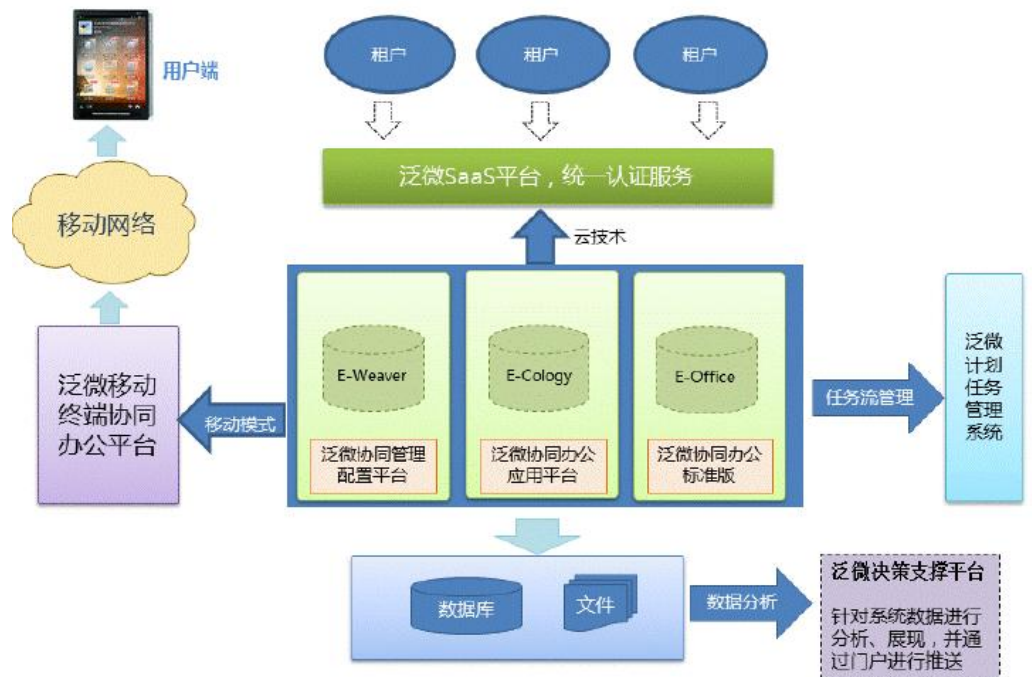
图 26: eteams 产品展示



资料来源：招股说明书、招商证券

基础产品线升级，研发新技术+拓展应用领域：公司未来将加快建设并完善技术创新体系，加强产品设计和核心技术研发，深入了解各行业客户需求，结合现有的解决方案，不断拓展移动办公 OA 软件系统的应用领域。

图 27: 泛微协同管理软件系列研发升级项目相关产品的关系图



资料来源：招股说明书、招商证券

完善营销服务网络体系建设，借助资本层面力量寻求横向+纵向发展：公司将在充分市场调研的基础上，扩大原有各地营销服务机构的规模，同时在新地区设立新的营销服务网点，为更多地区的客户提供全程的技术支持和售前售后服务，扩大产品的区域市场覆盖率，并考虑在海外做授权机构的拓展。另外，公司将借助资本力量，在移动办公 OA 软件行业中深耕细作的同时，向纵向（行业化、专项化、平台化等）、横向（电子合同、人才发展、数据分析、安全控制、企业智库、营销推广等）进行双向发展，强化自身影响力，打造移动互联应用商第一品牌。

表 5: 公司未来发展规划

| 发展计划 | 实现措施 |
|-----------------|---|
| 基础产品线升级与新技术研发计划 | 基于现有产品线在功能和架构上的持续升级，根据客户变化的产品需求不断优化产品功能，提高产品运行效率 结合现有协同管理软件行业的技术新方向，进行应用模式的拓展，打造支持各种应用模式的软件产品和服务平台，协助系统用户的组织运作管理更加精确、高效与便利 |
| 品牌推广和营销服务体系建设计划 | 坚持直销模式和渠道经销模式相结合的营销模式；扩大原有各地营销服务机构的规模，同时在新地区设立新的营销服务网点；建立更加科学的考核体系 |
| 人力资源发展计划 | 进一步完善人才引进、培养考核机制 |
| 内部控制与管理提升计划 | 完善组织治理结构；借鉴先进的企业管理理念和方法；以绩效为导向，不断优化企业管理流程，完善考核机制 |

资料来源：招股说明书、招商证券

盈利预测

公司的盈利预测基于以下假设:

- 1) 伴随行业市场集中度的进一步提升, 传统产品保持稳健增长;
- 2) SaaS 类新产品贡献一定业绩弹性

首次“审慎推荐-A”评级: 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.31、1.27、1.59 元, 现价对应 84/64/51 倍 PE。首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。

表 6: 估值对比表

| 公司名称 | 证券代码 | 2016EPS | 2017EPS | 2018EPS | PE (16) | PE (17) | PB | 市值 (亿) |
|------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|----|--------|
| 泛微网络 | 603039.SH | 1.31 | 1.27 | 1.59 | 84 | 64 | 14 | 54 |
| 太极股份 | 002368.SZ | 0.75 | 1.02 | 1.34 | 44 | 32 | 6 | 138 |
| 用友网络 | 600588.SH | 0.27 | 0.37 | 0.55 | 71 | 52 | 5 | 282 |
| 华宇软件 | 300271.SZ | 0.43 | 0.58 | 0.78 | 41 | 30 | 6 | 116 |
| 久其软件 | 002279.SZ | 0.41 | 0.60 | 0.75 | 44 | 30 | 4 | 97 |
| 丰东股份 | 002530.SZ | 0.17 | 0.43 | 0.59 | 187 | 74 | 4 | 156 |

资料来源: Wind、招商证券

风险提示:

- 1) 产品 SaaS 化进度低于预期;
- 2) 互联网巨头切入对于行业格局影响的不确定性;
- 3) 税收优惠政策发生变化

参考报告:

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 流动资产 | 414 | 438 | 651 | 707 | 783 |
| 现金 | 176 | 193 | 411 | 432 | 452 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 8 | 5 | 5 | 6 |
| 应收款项 | 168 | 191 | 189 | 218 | 261 |
| 其它应收款 | 6 | 7 | 7 | 9 | 10 |
| 存货 | 53 | 29 | 27 | 31 | 37 |
| 其他 | 12 | 10 | 11 | 13 | 15 |
| 非流动资产 | 111 | 111 | 113 | 115 | 116 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 17 | 15 | 14 | 13 | 13 |
| 无形资产 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 92 | 94 | 96 | 99 | 101 |
| 资产总计 | 525 | 548 | 764 | 822 | 900 |
| 流动负债 | 180 | 176 | 193 | 215 | 245 |
| 短期借款 | 15 | 52 | 55 | 57 | 60 |
| 应付账款 | 93 | 53 | 68 | 78 | 94 |
| 预收账款 | 37 | 21 | 23 | 27 | 32 |
| 其他 | 36 | 50 | 47 | 53 | 60 |
| 长期负债 | 3 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 3 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 负债合计 | 183 | 177 | 195 | 217 | 248 |
| 股本 | 68 | 68 | 90 | 90 | 90 |
| 资本公积金 | 64 | 64 | 199 | 199 | 199 |
| 留存收益 | 211 | 239 | 279 | 316 | 362 |
| 少数股东权益 | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 归属于母公司所有者权益 | 342 | 371 | 569 | 605 | 651 |
| 负债及权益合计 | 525 | 548 | 764 | 822 | 900 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 89 | 102 | 105 | 109 | 132 |
| 净利润 | 42 | 49 | 65 | 85 | 106 |
| 折旧摊销 | 6 | 6 | 7 | 7 | 7 |
| 财务费用 | 0 | 0 | (6) | (10) | (15) |
| 投资收益 | (6) | (4) | (6) | (7) | (8) |
| 营运资金变动 | 48 | 56 | 50 | 29 | 34 |
| 其它 | (1) | (6) | (6) | 6 | 7 |
| 投资活动现金流 | (119) | 55 | (7) | (7) | (7) |
| 资本支出 | (30) | (75) | (7) | (7) | (7) |
| 其他投资 | (89) | 130 | (0) | (0) | (0) |
| 筹资活动现金流 | 0 | 30 | 12 | 214 | 6 |
| 借款变动 | (10) | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 20 | 0 | 0 | 17 | 0 |
| 资本公积增加 | (17) | 0 | 0 | 193 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | 0 | (13) | (17) |
| 其他 | 7 | 9 | 12 | 17 | 23 |
| 现金净增加额 | (30) | 187 | 110 | 316 | 131 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 255 | 317 | 422 | 548 | 696 |
| 营业成本 | 12 | 11 | 18 | 24 | 30 |
| 营业税金及附加 | 3 | 3 | 4 | 5 | 7 |
| 营业费用 | 166 | 214 | 282 | 362 | 456 |
| 管理费用 | 63 | 68 | 90 | 115 | 143 |
| 财务费用 | (6) | (4) | (6) | (10) | (15) |
| 资产减值损失 | 5 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 营业利润 | 12 | 26 | 36 | 56 | 79 |
| 营业外收入 | 33 | 36 | 38 | 40 | 42 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 45 | 62 | 74 | 96 | 121 |
| 所得税 | 3 | 13 | 9 | 12 | 15 |
| 净利润 | 42 | 49 | 65 | 85 | 106 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 42 | 49 | 65 | 85 | 106 |
| EPS (元) | 0.84 | 0.99 | 1.31 | 1.27 | 1.59 |

主要财务比率

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 16% | 24% | 33% | 30% | 27% |
| 营业利润 | 25% | 117% | 37% | 55% | 40% |
| 净利润 | 20% | 17% | 32% | 30% | 26% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 95.2% | 96.4% | 95.7% | 95.7% | 95.7% |
| 净利率 | 16.5% | 15.6% | 15.5% | 15.5% | 15.3% |
| ROE | 23.5% | 21.5% | 22.2% | 14.7% | 16.0% |
| ROIC | 3.0% | 6.8% | 8.1% | 6.6% | 8.1% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 56.4% | 55.4% | 58.8% | 49.5% | 51.8% |
| 净负债比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.8 | 1.8 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.8 | 1.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 存货周转率 | 3.1 | 2.1 | 4.2 | 6.1 | 6.1 |
| 应收帐款周转率 | 7.4 | 9.7 | 13.6 | 16.6 | 16.4 |
| 应付帐款周转率 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.84 | 0.99 | 1.31 | 1.27 | 1.59 |
| 每股经营现金 | 1.78 | 2.03 | 2.10 | 1.63 | 1.98 |
| 每股净资产 | 3.59 | 4.59 | 5.90 | 8.61 | 9.95 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.26 | 0.19 | 0.32 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 96.8 | 82.4 | 62.3 | 64.4 | 51.3 |
| PB | 22.7 | 17.7 | 13.8 | 9.5 | 8.2 |
| EV/EBITDA | 471.3 | 126.6 | 90.2 | 63.4 | 47.2 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶，2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

徐文杰，招商证券计算机行业高级分析师，北京航空航天大学硕士。曾供职于 IBM，VMware 等公司从事大数据、云计算领域的工作，2014 年加入招商证券。（本篇报告作者）

周楷宁，招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，4 年证券从业经验。

宋兴未，招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券。

刘玉萍，招商证券计算机行业分析师，北京大学硕士。曾供职于中投证券研究所，2017 年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。