

泛微网络 (603039.SH)

营收增长表现优异，市场拓展步伐加快

2016 年公司实现营业收入 4.61 亿元，同比增长 45.56%；实现营业利润 2330 万，同比下降 15.1%；实现利润总额 7323 万，同比增长 16.33%；扣非后归母净利润为 5149 万，同比增长 19.17%。公司营收表现优异，分地区公司在西部地区扩展迅速，该区域收入同比增长 92.72%。2016 年底公司预收款项为 3.17 亿，显示公司接单情况良好，为后续营收奠定基础。费用方面，管理费用率与上一年度持平；销售费用率有所上升，主要是新增授权业务运营中心收入对应的项目实施费用增长以及加大产品市场推广力度所致。研发费用为 6374 万，占营业收入比重为 14%，当期研发费用全部费用化处理。

● 资本优势助力巩固市场地位，小微企业市场望成新突破口

随着公司在主板上市，公司望利用资本的优势加速市场扩展，巩固自身在协同管理领域领先的市场地位。根据计划 2017 年一季度公司将在 50 个城市展开巡展扩大影响力，拓展新的销售商机。另根据公司官网公布的最新接单信息，从 2017 年 1 月 1 日至今，公司公布接单 305 家企业客户，而去年同时段公布接单量为 280 家。SaaS 形态企业级服务在国内的渗透率快速提升，协同管理服务辅助企业实现流程规范、知识共享、信息沟通、事件协作等功能，对于小微企业同样不可或缺。公司针对小微企业推出了 SaaS 级产品 eteams，并不断迭代完善产品功能，虽然目前营收占比还较低，随着产品的进一步完善以及营销力度的加大，凭借公司多年在协同管理领域深厚积淀，小微企业市场有望成为公司新的业务突破口。

● 17-19 年业绩分别为 1.23 元/股、1.55 元/股、1.97 元/股

预计公司 17 年 EPS 为 1.23 元/股，17-19 年收入增速分别为 35%、32%、32%，对应净利润增速分别为 26%、26%、27%，对应 PE 分别为 78、62、49，给予“谨慎增持”评级。

● 风险提示

税收优惠政策变更风险； SaaS 应用对传统软件模式的变革风险。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	316.92	461.31	624.26	825.68	1,088.10
增长率(%)	24.40%	45.56%	35.32%	32.27%	31.78%
EBITDA(百万元)	25.32	21.47	28.18	37.05	53.28
净利润(百万元)	50.40	65.22	82.24	103.25	131.60
增长率(%)	17.01%	29.41%	26.10%	25.54%	27.46%
EPS(元/股)	1.008	1.304	1.234	1.549	1.974
市盈率(P/E)	-	-	78.22	62.31	48.88
市净率(P/B)	-	-	10.28	8.83	7.48
EV/EBITDA	-9.45	-17.02	197.23	153.35	105.81

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

96.49 元

报告日期

2017-03-27

相对市场表现



分析师：

刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

泛微网络(603039.SH)：专 2017-01-11

注企业级应用，协同管理领域

领先者

联系人：

郑楠

zhengnan@gf.com.cn

年报回顾

2016年公司实现营业收入4.61亿元，同比增长45.56%；实现营业利润2330万，同比下降15.1%；实现利润总额7323万，同比增长16.33%；归属母公司净利润为6422万，同比增长29.41%；扣非后归母净利润为5149万，同比增长19.17%。

- ✓ 公司全年营业收入同比大幅增长45.56%，整体表现优异。分地区看华东地区和华北地区作为公司传统强势区域，本报告期营收分别增长44%、47%，公司在西部地区扩展迅速，该区域收入同比增长92.72%。
- ✓ 2016年底公司预收款项为3.17亿，显示公司签单情况良好，为后续营收奠定基础。2016年底应收账款额为2915万，年初额为3334万，比年初小幅下降，显示公司回款良好。
- ✓ 2016年公司营业外收入为4998万，比去年同期增长40.6%，其中增值税即征即退额为4268万，政府补助为696万。
- ✓ 费用方面，2016年公司销售费用率比去年同期提升2.86个百分点，销售费用增加主要是新增授权业务运营中心收入对应的项目实施费用增长以及加大产品市场推广力度所致；管理费用率基本与上一会计年度持平。
- ✓ 公司当期研发费用为6374万，占营业收入比重为14%，公司继续保持较高的研发投入，此外当期研发费用全部费用化处理。

表1：公司年度财务关键数据（单位：百万元）

财报数据	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
营业收入	189	219	255	317	461
营业成本	8	13	12	11	19
销售费用	127	143	166	214	324
管理费用	43	53	63	68	99
财务费用	-2	-4	-6	-4	-1
投资净收益			1	5	10
营业利润	10	11	13	27	23
归属于母公司所有者的净利润	33	36	43	50	65
扣非净利润	31	31	40	43	51
主要比率	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
毛利率	95.77%	94.20%	95.24%	96.43%	95.93%
销售费用率	67.31%	65.32%	65.05%	67.45%	70.31%
管理费用率	22.64%	24.09%	24.88%	21.57%	21.54%
营业利润率	5.51%	4.88%	5.16%	8.66%	5.05%
净利率	17.57%	16.46%	16.91%	15.90%	14.14%
YOY	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
营业收入	-	15.73%	16.34%	24.40%	45.56%
净利润	-	8.43%	19.48%	17.01%	29.41%

扣非净利润	-	-0.17%	28.01%	8.72%	19.17%
-------	---	--------	--------	-------	--------

数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

资本优势助力巩固市场地位，小微企业市场望成新突破口

公司以占领市场为重心，以持续优化产品为基础，全方位建设和布局市场营销和服务网络。随着公司在主板上市，公司望利用资本的优势加速市场扩展。公司通过巡展的方式扩大影响力，寻找新的销售商机，根据公司计划2017年一季度将在50个城市展开巡展。另根据公司官网的最新签单信息，从2017年1月1日至今，公司公布完成签单305家企业客户，而去年同时段公布完成签单量为280家，随着公司市场营销和服务网络的进一步加强，公司在市场拓展上有望进一步获得突破。根据2015年已公开披露的协同管理厂商数据，泛微网络2015年销售额为3.17亿元，处于细分行业龙头地位，显示了公司在专业领域的竞争力，随着上市后资本优势对公司营销、产品层面全方位的补充，公司有望进一步巩固市场领先地位。此外，公司作为上市公司在未来协同办公市场格局变化中也将拥有先发优势。

公司目前的业务模式仍然以传统On-Premise模式为主，针对客户主要为大中型企业客户，较为依赖持续的新签订单以保证持续的营收。随着SaaS形态企业级服务在国内的渗透率快速提升，越来越多的小微企业开始选择通过SaaS形态的企业服务武装自身的信息化水平。协同管理服务辅助企业实现流程规范、知识共享、信息沟通、事件协作等功能，对于小微企业同样不可或缺。公司针对小微企业市场也积极布局，针对小微企业的SaaS级产品eteams推出以来，目前已经拥有40万注册企业用户。尽管目前eteams贡献营收比重还很小，但SaaS化的产品多租户的属性决定其产品打磨和完善是前期必不可少的过程，2016年eteams共完成170多次的版本升级迭代，产品功能进一步完善。公司在协同管理领域深耕多年，对企业的管理协同需求理解透彻，随着产品的进一步完善以及营销力度的加大，小微企业市场有望成为公司新的业务突破口。

盈利预测

假设条件1（收入预测）：考虑国产化办公软件渗透率仍在提升，公司作为协同办公市场领军企业也将率先受益。预计e-weaver、e-cology、e-office系列产品近年良好的增长势头仍将持续，假设自行开发软件产品部分收入未来三年继续保持平稳增长，但增速假设略低于2016年度。目前基于SaaS形态主要针对小微企业的eteams产品仍处于推广期，考虑SaaS在我国的渗透率逐步提升，预计eteams的客户数有望提升较快，相应也会带来服务费用的提升，预计公司技术服务类收入17-19年收入增速小幅上升。

假设条件2（毛利率）：根据公司成本划分方式，最大的支出人力费用按照员工所属部门计入相应期间费用，公司的营业成本主要是外购软硬件成本和外包成本，因此公司的毛利率较高，预计2017-2019年公司毛利率与2016年基本持平。

假设条件3（费用率）：根据公司成本分类，项目实施费用约占历年销售费用50%左右，考虑公司的软件销售仍会保持稳定增长，相应的项目实施费用也将水涨船高，预

计随着销售收入增加，销售费用也将相应增长，假设销售费用率基本稳定。公司管理费用率近年来基本稳定，考虑公司一直较为重视研发投入，随着营收规模的提升预计相应研发投入也会继续加强，假设管理费用率基本稳定。

综合，预计公司17-19年营业收入增速分别为35%、32%、32%，净利润增速分别为26%、26%、27%，对应EPS分别为1.23元/股、1.55元/股、1.97元/股。

风险提示

税收优惠政策变更风险； SaaS应用对传统软件模式的变革风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	461	604	1080	1013	1130
货币资金	239	366	874	751	796
应收及预付	122	150	198	252	323
存货	5	6	7	9	12
其他流动资产	96	83	0	0	0
非流动资产	120	142	132	477	717
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	67	117	109	101	93
在建工程	45	0	1	2	3
无形资产	7	9	6	358	606
其他长期资产	2	16	15	15	15
资产总计	582	747	1212	1489	1848
流动负债	322	420	555	729	956
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	321	420	555	729	956
其他流动负债	1	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	322	420	555	729	956
股本	50	50	67	67	67
资本公积	0	0	232	232	232
留存收益	180	245	327	430	562
归属母公司股东权	230	295	626	729	860
少数股东权益	30	31	31	31	31
负债和股东权益	582	747	1212	1489	1848

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	102	123	187	143	191
净利润	50	64	82	103	132
折旧摊销	5	7	8	8	8
营运资金变动	54	59	168	118	154
其它	-8	-8	-71	-87	-103
投资活动现金流	55	38	74	-266	-146
资本支出	-75	-11	65	-275	-155
投资变动	23	11	9	9	9
其他	107	38	0	0	0
筹资活动现金流	30	0	248	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	30	0	248	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	187	161	509	-123	45
期初现金余额	152	239	366	874	751
期末现金余额	339	400	874	751	796

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	24.4	45.6	35.3	32.3	31.8
营业利润增长	108.9	-15.1	22.4	31.1	43.4
归属母公司净利润增长	17.0	29.4	26.1	25.5	27.5
获利能力(%)					
毛利率	96.4	95.9	96.1	96.3	96.5
净利率	15.9	14.0	13.2	12.5	12.1
ROE	21.9	22.1	13.1	14.2	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	55.4	56.3	45.8	48.9	51.7
净负债比率	-0.9	-1.1	-1.3	-1.0	-0.9
流动比率	1.43	1.44	1.95	1.39	1.18
速动比率	1.16	1.15	1.66	1.12	0.92
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.69	0.64	0.61	0.65
应收账款周转率	9.69	14.76	14.76	14.76	14.76
存货周转率	2.08	3.28	3.28	3.28	3.28
每股指标(元)					
每股收益	1.01	1.30	1.23	1.55	1.97
每股经营现金流	2.03	2.46	2.80	2.14	2.86
每股净资产	4.59	5.90	9.38	10.93	12.91
估值比率					
P/E	-	-	78.2	62.3	48.9
P/B	-	-	10.3	8.8	7.5
EV/EBITDA	-9.4	-17.0	197.2	153.3	105.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	317	461	624	826	1088
营业成本	11	19	24	31	39
营业税金及附加	3	4	6	8	11
销售费用	214	324	439	580	759
管理费用	68	99	134	178	234
财务费用	-4	-1	-2	-2	-2
资产减值损失	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	10	9	9	9
营业利润	27	23	29	37	54
营业外收入	36	50	65	80	96
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	63	73	93	117	150
所得税	13	9	11	14	18
净利润	50	64	82	103	132
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	50	65	82	103	132
EBITDA	25	21	28	37	53
EPS(元)	1.01	1.30	1.23	1.55	1.97

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙: 研究助理, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。