

审慎推荐-A (维持)

泛微网络 603039.SH

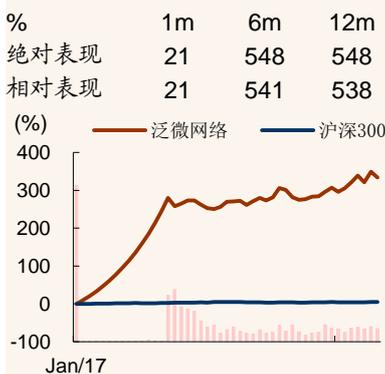
目标估值: 元  
当前股价: 93.14 元  
2017年03月27日

传统OA市场开拓得力, SaaS阵地有望抢占先机

基础数据

上证综指	3267
总股本(万股)	6667
已上市流通股(万股)	1667
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	16
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	22.1
资产负债率	56.3%
主要股东	韦利东
主要股东持股比例	34.38%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《泛微网络(603039)——协同管理软件龙头, 迎接移动互联网新时代——一次新股系列报告(十四)》  
2017-03-02

刘泽晶

010-57601795  
liuzejing@cmschina.com.cn  
S1090516040001

徐文杰

010-57601853  
xuwenjie@cmschina.com.cn  
S1090516090005

周楷宁

010-57601791  
zhoukaining@cmschina.com.cn  
S1090516060001

公司发布 2016 年报, 传统 OA 市场开拓得力, 新兴的 SaaS 产品阵地也有望抢夺先机。经营管理模式不断优化, 为持续增长打下了坚实的基础。

- **事件:** 泛微网络发布 2016 年报, 报告期内共实现营业收入 4.61 亿元 (+45.56%), 归母净利润 6522 元 (+29.40%), 扣非净利润 5149 万元 (+19.17%)。拟每 10 股派现 1.5 元。
- **传统 OA 市场开拓得力, SaaS 阵地有望抢占先机:** 报告期内, 收入的高速增长打消了市场对于公司内生潜力不足的担忧, 且毛利率的波动处于合理范围区间之内。我们认为其业绩的驱动因素以及未来的持续成长性主要来自于:
  - (1) 传统 OA 行业处在高度分散向趋于集中迈进的阶段, 且在国内市场的渗透也远未饱和, 公司收入体量相较国内整个 OA 市场近百亿的总规模尚具有巨大提升空间, 除了华东、华北等公司传统优势区域均实现超过 40% 以上的收入增速之外, 作为非典型优势市场的西部地区创出了收入同比增速高达 93% 的佳绩, 这些均是公司市场开拓得力、营销服务网络建设不断完善的例证;
  - (2) SaaS 模式的 OA 产品指引着行业未来的发展方向, 公司相应及时推出了面向中小型组织的移动办公云服务产品 eteams, 收到了较好的市场反馈, 未来有望在移动化+SaaS 化这一全新战场抢战先机并贡献较强的业绩弹性。
- **经营管理模式不断优化, 为持续增长打下坚实基础:** (1) 公司通过搭建产品技术平台, 使整个移动办公软件市场的客户需求得到不断深化。e-office、e-cology、eteams 等系列产品线满足了不同企业用户的不同需求, 尤其在面对大型企业集团和成长性企业复杂的信息化管理需求时, 咨询实施、持续服务等产品优势得以充分发挥。(2) 基于建设各区域市场推广平台, 本地服务能力得以提升。报告期内公司持续构建市场品牌、营销网络, 并加强建立本地化运营中心, 大大提升了当地机构服务能力。(3) 通过控股子公司上海点甲创业投资有限公司, 分别投资了上海九翎软件、上海晓家网络科技、上海亘岩网络科技等多家公司, 实现了在集成应用、企业智库、电子合同等方向的业务延伸。
- **“审慎推荐-A”评级:** 预计 2017~2019 年的 EPS 分别为 1.25、1.53、1.93 元, 现价对应 75/61/48 倍 PE, 看好公司作为 OA 行业龙头的市场地位及未来的成长性, 考虑到次新股整体估值尚需时间消化, 维持“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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	317	461	609	773	967
同比增长	24%	46%	32%	27%	25%
营业利润(百万元)	26	22	39	55	81
同比增长	117%	-16%	75%	41%	46%
净利润(百万元)	49	64	83	102	129
同比增长	17%	30%	30%	22%	26%
每股收益(元)	0.99	1.29	1.25	1.53	1.93
PE	94.2	72.5	74.5	61.0	48.3
PB	20.3	15.8	16.0	13.0	10.4

资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《泛微网络（603039）—协同管理软件龙头，迎接移动互联新时代——次新股系列报告（十四）》2017/03/02

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	461	604	912	1181	1508
现金	239	366	604	784	1006
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	1	2	2	2
应收款项	33	29	22	28	35
其它应收款	3	4	5	6	8
存货	5	6	5	7	9
其他	179	199	275	354	449
<b>非流动资产</b>	120	142	145	149	153
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	67	117	119	121	123
无形资产	7	6	7	7	7
其他	47	19	19	21	23
<b>资产总计</b>	<b>582</b>	<b>747</b>	<b>1057</b>	<b>1330</b>	<b>1661</b>
<b>流动负债</b>	322	420	639	821	1038
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	39	54	77	100	128
预收账款	246	317	511	665	851
其他	37	49	51	56	59
<b>长期负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>322</b>	<b>420</b>	<b>639</b>	<b>821</b>	<b>1038</b>
股本	50	50	67	67	67
资本公积金	0	0	0	0	0
留存收益	180	245	321	413	529
少数股东权益	30	31	30	29	28
归属于母公司所有者权益	230	295	388	479	596
<b>负债及权益合计</b>	<b>582</b>	<b>747</b>	<b>1057</b>	<b>1330</b>	<b>1661</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	102	123	225	183	225
净利润	49	64	83	102	129
折旧摊销	6	9	9	9	9
财务费用	0	0	(5)	(7)	(9)
投资收益	(4)	(1)	(11)	(12)	(13)
营运资金变动	56	61	158	88	105
其它	(6)	(10)	(9)	3	4
<b>投资活动现金流</b>	55	38	(11)	(12)	(12)
资本支出	(75)	(11)	(11)	(11)	(11)
其他投资	130	49	(0)	(1)	(1)
<b>筹资活动现金流</b>	30	0	25	9	10
借款变动	21	(3)	0	0	0
普通股增加	0	0	17	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	(8)	(8)	(10)	(12)
其他	9	11	16	19	22
<b>现金净增加额</b>	<b>187</b>	<b>161</b>	<b>238</b>	<b>180</b>	<b>222</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	317	461	609	773	967
营业成本	11	19	26	33	43
营业税金及附加	3	4	6	8	10
营业费用	214	324	423	530	648
管理费用	68	99	128	162	203
财务费用	(4)	(1)	(5)	(7)	(9)
资产减值损失	2	2	2	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	10	11	12	13
<b>营业利润</b>	26	22	39	55	81
营业外收入	36	50	55	60	65
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	62	72	94	115	146
所得税	13	9	12	15	19
<b>净利润</b>	49	63	82	101	127
少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)	(2)
<b>归属于母公司净利润</b>	49	64	83	102	129
<b>EPS (元)</b>	0.99	1.29	1.25	1.53	1.93

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	24%	46%	32%	27%	25%
营业利润	117%	-16%	75%	41%	46%
净利润	17%	30%	30%	22%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	96.4%	95.9%	95.8%	95.7%	95.6%
净利率	15.6%	13.9%	13.7%	13.2%	13.3%
ROE	21.5%	21.8%	21.5%	21.3%	21.6%
ROIC	6.8%	5.6%	7.0%	8.1%	9.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.4%	56.3%	60.5%	61.8%	62.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	2.1	3.3	4.5	5.7	5.6
应收帐款周转率	9.7	14.8	23.8	31.1	30.9
应付帐款周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.99	1.29	1.25	1.53	1.93
每股经营现金	2.03	2.46	3.37	2.75	3.37
每股净资产	4.59	5.90	5.81	7.19	8.93
每股股利	0.00	0.15	0.11	0.18	0.23
<b>估值比率</b>					
PE	94.2	72.5	74.5	61.0	48.3
PB	20.3	15.8	16.0	13.0	10.4
EV/EBITDA	197.9	190.7	123.4	92.6	65.4

## 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，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017年加入招商证券研究所。

## 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。