

精耕细作，造就专业协同管理软件龙头

——泛微网络（603039）深度报告

2017年04月06日

推荐/维持

泛微网络 深度报告

报告摘要：

泛微长期专注于协同管理软件领域，凭借专业技术和客户积累成为目前OA行业唯一主板上市公司。公司实控人韦利东上市后实际控制59.56%投票权。对产品的持续研发升级保证了公司的核心竞争力。公司的产品收入结构稳定，2016年公司实现营收4.61亿元，增长45.56%；实现归母净利润6521.94万元，增长29.41%，整体业绩增速较前几年均有明显提升。

在协同管理理念以及移动办公普及率共同提升的良好市场环境下，我国的协同管理软件市场进入快速发展期。目前行业集中度较低，尚未出现具有垄断地位的领导品牌，存在较大的市场渗透空间。公司在组织规模、服务地域范围、销售业绩和客户总量四个方面均处于行业领先水平。同时，公司建立了“合作伙伴计划”，与多家知名企业及高校进行优势及资源互补，实现多方共赢，为客户提供最全面、专业、优质的产品服务。

公司产品业务多层次覆盖了85个细分行业，与10000多家客户达成合作。e-cology模块化程度高，能够有效控制成本、满足大中型客户的多样化需求；e-office高度产品化，能够规模化的销售给中小型企业；eteams针对小微企业提供移动办公云服务平台；移动化升级后的e-mobile产品系列以及与微信、钉钉合作的全新应用体现了公司产品的创新、开放、包容以及紧跟市场需求。此外，通过“区域授权业务模式”构建的多层次分布式运营体系为各类产品的销售及服务筑造了坚实基础。

投资评级：看好公司产品以“移动化、社交化、平台化、云端化”为核心的发展方向，以及凭借健全完善的产品线、多层次分布式营销体系和大量的研发投入在未来保持主营业务的持续增长。预计2017-2019年公司分别实现营收6.23、8.23和10.69亿元；实现归母净利润0.84、1.07和1.34亿元；EPS分别为1.26、1.60和2.01元；对应PE分别为64.97、51.30和40.83倍，根据可比公司的估值水平，且考虑到次新股尚需时间消化估值，给予公司2017年75倍PE，6个月目标价94.5元，维持“推荐”评级。

风险提示：技术研发不及预期；业务拓展不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	316.92	461.31	622.51	822.53	1,069.19
增长率(%)	24.40%	45.56%	34.95%	32.13%	29.99%
净利润(百万元)	50.41	64.43	84.15	106.58	133.92
增长率(%)	17.03%	27.82%	30.61%	26.65%	25.66%
净资产收益率(%)	21.94%	22.11%	6.61%	7.72%	8.84%
每股收益(元)	1.01	1.30	1.26	1.60	2.01
PE	81.20	63.08	64.97	51.30	40.83
PB	17.85	13.90	4.29	3.96	3.61

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

喻言

010-66554012

yuyan_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516070001

联系人：夏清莹

0755-83256464

xiaqy@dxzq.net.cn

联系人：叶盛

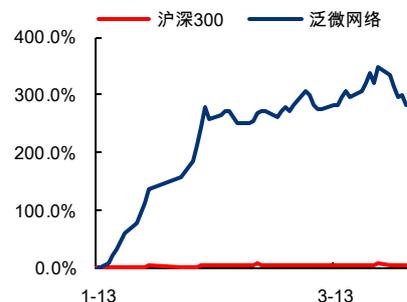
010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	82.01-21.46
总市值(亿元)	54.68
流通市值(亿元)	13.67
总股本/流通A股(万股)	6667/1667
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	11.09

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《泛微网络（603039）2016年年报点评：业绩高速增长，业务拓展步伐提速》
2017-03-28

目 录

1. 专业、领先的协同管理软件厂商	5
1.1 十六年深耕，OA行业唯一主板上市企业	5
1.2 股权结构十分稳定，员工人数稳定增长	7
1.3 产品服务全方位覆盖，研发投入不断增强	8
1.4 业绩加速增长，产品收入结构较为稳定	10
2. OA市场潜力十足，核心竞争力领先推动公司发展	12
2.1 政策推动信息化建设，软件业收入利润同步稳增长	12
2.2 协同管理软件需求增加，移动办公普及率提高	13
2.3 行业集中度较低，“四个领先”保证公司领先地位	15
2.4 单个客户影响力较小，多层次营销网络遍布全国	16
3. 产品体系全面覆盖，加速抢占市场份额	18
3.1 模块化服务大中型企业，满足客户多样化需求	18
3.2 通用化设计拓展中小企业，云服务平台渗透小微客户	20
3.3 移动互联化提升工作效率，包容性合作加强产品便利性	21
3.4 特色化区域授权模式，提供快速高效客户服务	23
4. 盈利预测和投资评级	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资评级	25
5. 风险提示	25

插图目录

图 1: 公司部分荣誉资质	6
图 2: 公司 IPO 前的股权结构	7
图 3: 公司 2013-2016 员工情况	8
图 4: 公司 2016 员工构成	8
图 5: 研发投入金额变化	9
图 6: 公司 2013-2016 营业收入及增速	10
图 7: 公司 2013-2016 归母净利润及增速	10
图 8: 公司 2013-2016 毛利率情况	11
图 9: 公司 2013-2016 费用情况	11
图 10: 公司近几年的产品收入结构	11
图 11: 我国 2015-2016 年软件行业收入增速及利润增速	12
图 12: 我国软件业 2016 年分领域收入占比	13
图 13: 协同管理软件发展的四个阶段及主要特点	14
图 14: 我国移动办公人数及普及率情况	14
图 15: 我国协同办公软件市场规模概况	15
图 16: 公司伙伴联盟成员	16
图 17: 近几年公司前五名主要销售客户收入占比情况	17
图 18: 公司全国服务网点地区分布情况	17
图 19: 公司各地区服务网点数量变化情况	18
图 20: 公司 e-cology 产品	18
图 21: 公司 e-weaver 产品	19
图 22: 公司全面覆盖多行业及客户	19
图 23: 公司 e-office 产品	20
图 24: 注册 eteams 服务的部分企业	21
图 25: 泛微 e-cology 与微信集成的效果	21
图 26: 泛微 OA 与钉钉的集成框架	22
图 27: 移动办公平台典型客户	22
图 28: 区域授权业务模式概述	23
图 29: 近四年各类网点数量	24

表格目录

表 1: 公司发展大事记	5
表 2: 公司 IPO 前后各股东持股比例变化情况	8
表 3: 公司四大产品系列对比	9
表 4: 公司本次发行募资用途	10
表 5: 行业竞争对手 2015 年销售额情况对比	15
表 6: 分业务收入预测（单位：百万元）	24
表 7: 可比公司相对估值	25
表 8: 公司盈利预测表	26

1. 专业、领先的协同管理软件厂商

1.1 十六年深耕, OA 行业唯一主板上市企业

泛微网络成立于 2001 年, 十六年以来专注于协同管理软件领域, 是该行业的领先企业。公司一直坚持“以客户为核心、为客户创造价值”的经营理念, 实践“志达宇泛、见著于微”的做事风格, 在产品的研发、销售以及对客户的服务方面都不断提升、加强自身的积累, 从而保障其在行业内的地位以及竞争力。

表 1: 公司发展大事记

时间	大事记
	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微初创;
2001	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微协同软件 1.0 面世; ● 泛微 OA 得到了 5 家客户的选择;
2002	<ul style="list-style-type: none"> ● 获得上海优秀软件产品, 并连续 4 年获此荣誉; ● 泛微协同 OA 软件 2.0 发布; ● 泛微 OA 得到 30 多家客户的选择;
2003	<ul style="list-style-type: none"> ● 通过 ISO900 认证; ● 获得上海火炬计划项目证书;
2004	<ul style="list-style-type: none"> ● 在北京、深圳、广州、成都成立泛微当地机构服务客户; ● 泛微协同 OA 软件 3.0 发布;
2005	<ul style="list-style-type: none"> ● 为浪潮、朝华提供协同软件 OEM 产品; ● 国内首家 CMM3 评估认证的 OA 厂商;
2006	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微协同管理研究院正式运营; ● 手机无线版本正式发布; ● 推出泛微协同办公系统标准版 e-office;
2007	<ul style="list-style-type: none"> ● 全面进入规模建设阶段: 全国 20 多家机构成立; ● 全国渠道体系走向成熟: 全国 100 多家代理商形成;
2008	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微协同管理应用平台 e-weaver 正式发布; ● 泛微在全国成立了 30 多家本地化服务机构;
2009	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微全新产品线发布; ● 实现销售合同突破亿元大关; ● 泛微完成 50 多个当地服务机构的建设;
2010	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微发布 SAP 联合解决方案;
2011	<ul style="list-style-type: none"> ● 建成 75 家分支机构, 本地化服务体系布局完成; ● E-Mobile 正式发布; ● 泛微股份改制完成;
2012	<ul style="list-style-type: none"> ● 泛微与 IBM 联合发布智慧云办公方案; ● 建立了第 86 家分支机构向二三线城市布局; ● 协同管理研究院提出组织生命力课题;

时间	大事记
2013	<ul style="list-style-type: none"> ● eteams 云办公平台发布； ● 2012 福布斯中国潜力上市前十强； ● 泛微发布 20 大行业方案； ● 2011-2012 国家重点软件企业；
2014	<ul style="list-style-type: none"> ● 推出“移动化、云端化、社交化、平台化”的 e-cology8.0 产品线； ● 荣获国家五部委颁发“2013-2014 国家重点软件企业”； ● “未来,已来”——泛微移动办公体验会全国启动
2015	<ul style="list-style-type: none"> ● 大中型 OA 事业群(EBU) 和中小型 OA 事业群(SME)战略布局； ● 泛微“云桥”——第三方异构系统集成平台发布； ● 荣获“2015 年度中国协同管理领域领军企业奖”；
2016	<ul style="list-style-type: none"> ● 推出全新移动门户解决方案，开启全国巡回体验活动； ● 泛微“云商店”正式发布，推动“云端化”及“平台化”战略； ● 泛微 e-cology8.0 荣获“2016 年度中国 IT 行业最佳产品奖”；
2017	<ul style="list-style-type: none"> ● 2017 年 1 月 13 日在上交所正式上市，成为行业内首家主板上市公司（股票代码：603039）。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司凭借其专业的技术以及长时间的经验和客户积累，成为了 OA 行业内的龙头企业，并且是该行业唯一一家上交所主板上市公司。十多年来，公司获得多项荣誉，例如 2012 年被福布斯列为中国潜力上市前十强，如今公司的顺利上市也算是不负这一肯定。此外公司还是国内首家 CMM3 评估认证的 OA 厂商，并连续被评为 2011-2012、2013-2014 国家重点软件企业，其各产品也多次获得优秀软件产品的称号，2012 年更是中国协同办公领域客户满意最佳品牌。

图 1：公司部分荣誉资质



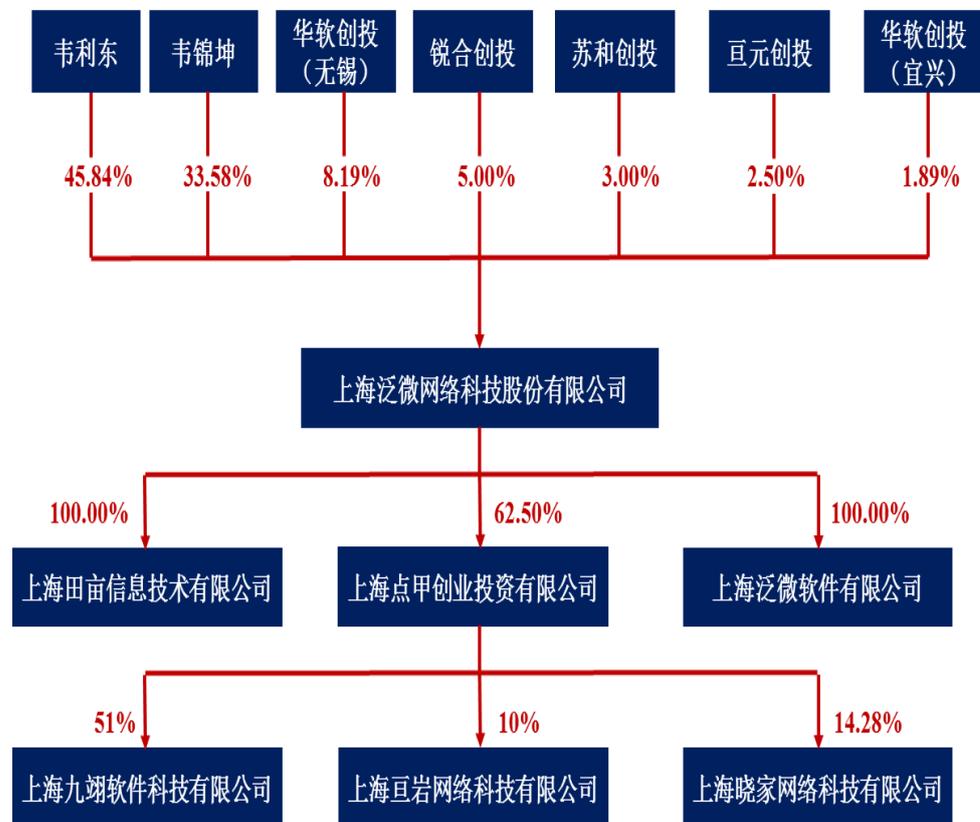
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 股权结构十分稳定, 员工人数稳定增长

公司的实际控制人为韦利东先生, 控制上市前公司约 80%的投票权。在公司上市发行前韦利东先生共持有 2292 万股, 是公司的控股股东, 占公司股权的 45.84%。公司的第二大股东为韦锦坤先生, 共持有 1679 万股, 占公司股权的 33.58%。韦锦坤先生与韦利东先生是父子关系, 同时还签署了协议成为投票一致行动人, 因此韦利东实际拥有公司 79.42%的投票权, 是公司的实际控制人。

为更好的提升产品质量、扩大业务覆盖范围, 公司通过收购、参股等方式拥有了 2 家全资子公司、2 家控股子公司和 2 家参股公司。其中, 全资子公司田亩信息主要负责新产品系列 eteams, 面向之前公司未能覆盖到的小微企业客户; 控股公司九翊软件则能够为客户提供 SAP 系统与其他外部系统集成应用解决方案, 增强公司产品的兼容性; 参股公司巨岩网络则为企业和个人用户提供电子签约和存证服务的 SaaS 平台, 提升客户使用产品的便利性。

图 2: 公司 IPO 前的股权结构



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

新股发行后公司股权结构依然稳定, 韦利东先生仍实际控制近 60%的投票权, 是公司的实际控制人。在公司上市后, 由于发行了 1667 万新股, 原有个股东的持股比例

均发生了改变有所减少。其中，韦利东先生由持股 45.84%变为 34.38%，韦锦坤先生由持股 33.58%变为 25.18%，最终韦利东先生共实际控制 59.56%的投票权，超过 50%，不影响其对公司的整体控制力。

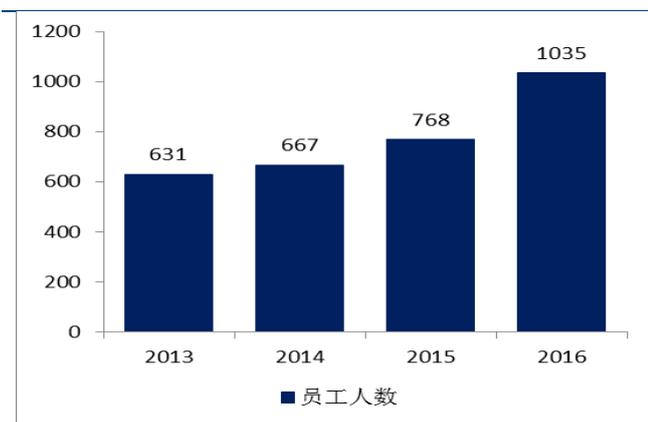
表 2：公司 IPO 前后各股东持股比例变化情况

股东名称（姓名）	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
韦利东	2,292.00	45.84%	2,292.00	34.38%
韦锦坤	1,679.00	33.58%	1,679.00	25.18%
华软创业投资无锡合伙企业（有限合伙）	409.50	8.19%	409.50	6.14%
上海锐合创业投资中心（有限合伙）	250.00	5.00%	250.00	3.75%
南京苏和创业投资中心（有限合伙）	150.00	3.00%	150.00	2.25%
上海巨元创业投资有限公司	125.00	2.50%	125.00	1.87%
华软创业投资宜兴合伙企业（有限合伙）	94.50	1.89%	94.50	1.42%
本次发行新股（无限售）	-	-	1,667.00	25.00%
合计	5,000.00	100.00%	6,667.00	100.00%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

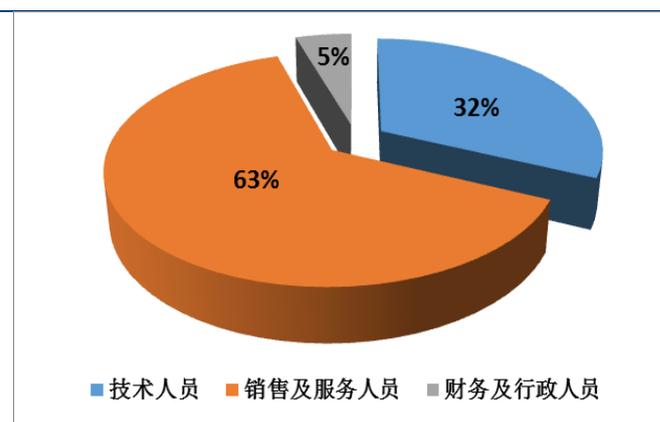
公司的员工人数持续增长，截止 2016 年共有 1035 名员工，较 2015 年增长了 35%。其中，销售及服务人员及研发人员是公司员工的主要构成和核心竞争力，分别为 657 和 328 人，共占比约 95%。

图 3：公司 2013-2016 员工情况



资料来源：公司年报，招股说明书，东兴证券研究所

图 4：公司 2016 员工构成



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

1.3 产品服务全方位覆盖，研发投入不断增强

公司的产品全面的覆盖了大、中和小微型企业客户，并发布了以“移动化、社交化、平台化、云端化”为核心的全新一代产品系列。其中，e-cology 和 e-weaver 面向大中型企业，产品复杂程度较高，能够满足各类企业的个性化需求；e-office 面向中小型企业，产品复杂程度适中，更加偏向于标准化模式，客户可以自行安装使用；而

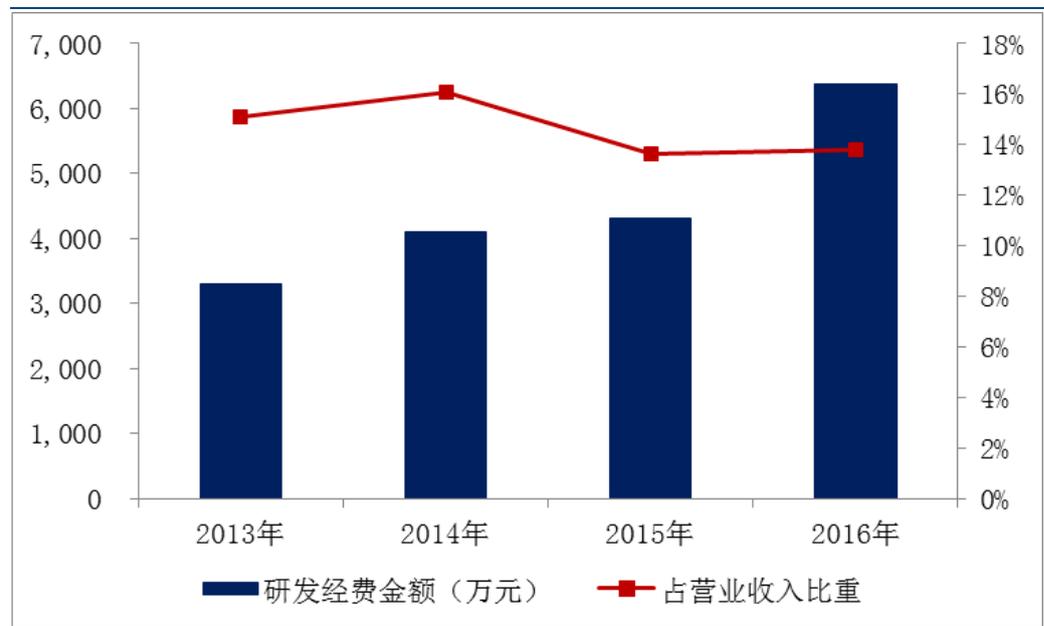
eteams 面向的则是公司之前未能覆盖到的小微型企业, 是公司推出的新产品系列, 产品需求较为简单, 也是公司本次募投的项目之一。除此之外, 公司全新推出的 e-mobile 产品, 是在原有的四类产品的基础上进行移动化的升级, 帮助各企业实现移动互联网的办公需求。

表 3: 公司四大产品系列对比

	e-weaver	e-cology	e-office	eteams
使用规模	中大型组织 300 人以上	中大型组织 300 人以上	中小型组织 100-300 人	小微组织 100 人以下
部署方式	私有部署	私有部署	私有部署	公有云
部署方式	客户现场 个性化开发	客户现场 个性化配置	客户自行安装	无需安装, 注册即可使用
需求复杂度	复杂	较复杂	标准	简单

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

对产品进行持续的研发升级是软件类企业保障公司核心竞争力的重要手段。公司近几年都不断加大研发投入的金额, 提升产品的质量, 创新升级新的产品模式, 从而及时的满足了市场上不断变化的、个性化的产品需求。持续加大的研发投入保障了公司产品的核心竞争力以及公司在行业内的领先地位。

图 5: 研发投入金额变化


资料来源: 招股说明书, 公司年报, 东兴证券研究所

为了更好的完善公司的业务布局、增强公司的产品研发和销售服务的能力, 公司通过募资的方式获取了更充足的资金支持, 有利于公司的长期发展。本次公司发行的募资金将主要用于三个部分: 一是用于原有的 e-cology、e-weaver 和 e-office 三大产品

系列的研发升级，占募资总额的约 65%，是募资的核心用途；二是用于营销服务的网络建设，占募资总额的约 8%，为了更好的提升公司的销售推广能力；三是用于面向小微企业的 eteams 新产品的云服务建设，为提升该产品系列的便利性，更好的开发小微企业市场。

表 4：公司本次发行募资用途

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	24,012.23	13,649.40
泛微营销服务网络建设项目	2,890.58	1,643.11
泛微小微企业协同办公云服务项目	9,974.38	5,669.79
合计	36,877.19	20,962.30

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.4 业绩加速增长，产品收入结构较为稳定

近几年，随着公司产品的不断研发升级以及销售服务能力有效提升，公司的营业收入和归母净利润均实现了稳步增长。其中，2013 到 2015 年的营业收入复合增长率约为 20.31%，归母净利润的复合增长率约为 18.25%。而 2016 年公司实现营业收入 4.61 亿元，较去年同期增长 45.56%；实现归母净利润 6521.94 万元，较去年同期增长 29.41%，整体业绩增速较前几年均有明显提升。

图 6：公司 2013-2016 营业收入及增速



资料来源：招股说明书，公司年报，东兴证券研究所

图 7：公司 2013-2016 归母净利润及增速



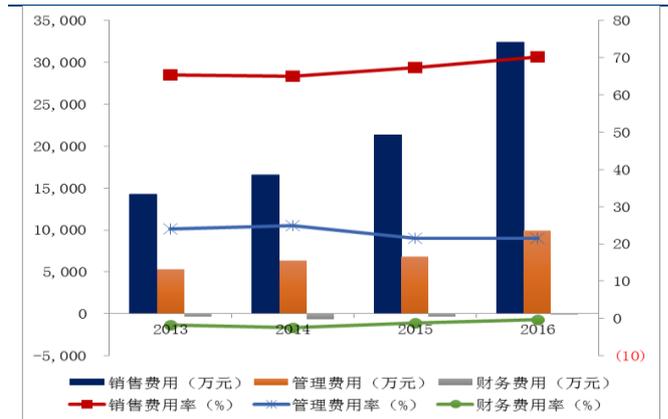
资料来源：招股说明书，公司年报，东兴证券研究所

公司的毛利率近几年一直维持约 95% 的高水平，并且还有继续提升的趋势。公司毛利率较高的原因是因为主要的收入来源都是自主开发的产品，而主要的支出是人工费用，计入了期间费用而非营业成本，因此整体的毛利率水平很高。而公司未来净利润的提升更多的要靠营业收入的增加而不是营业成本的减少，开拓更广阔的市场、扩大利润来源是公司未来战略发展的主要方向。

而为了扩大产品的覆盖范围, 在日趋激烈的行业竞争中提升产品的核心竞争力, 公司近几年的销售费用和管理费投入都有所增加。其中销售费用率更是维持在 65% 的较高水平, 代表了公司在销售推广和客户服务方面的大力投入。公司如今对销售及服务的提升十分看重, 未来以销售费用为代表的期间费用投入还将继续加大, 从而实现客户数量的增长以及产品销量的提升, 进而带动整体营业收入的增长。

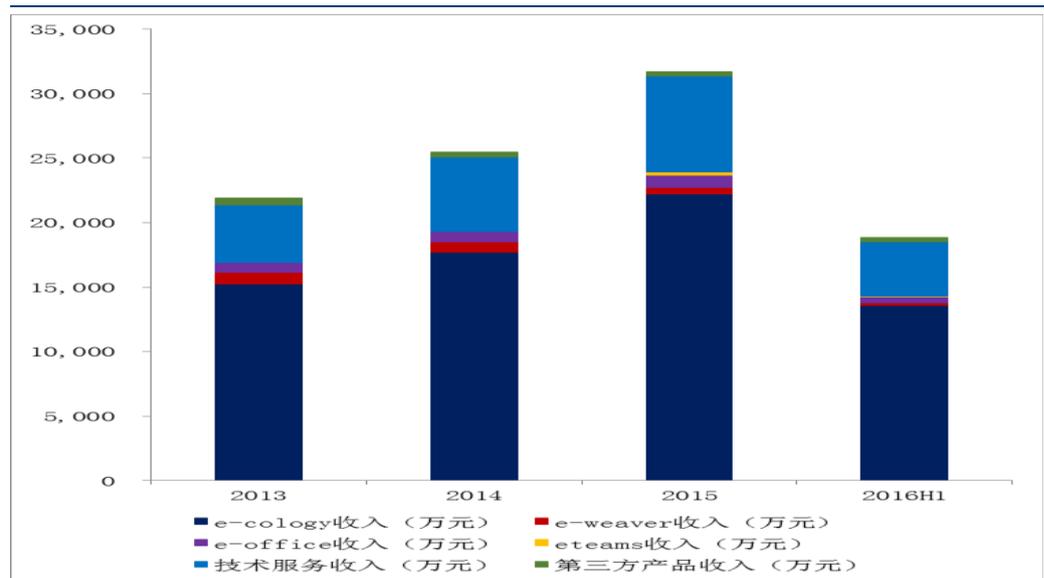
图 8: 公司 2013-2016 毛利率情况


资料来源: 公司年报, 招股说明书, 东兴证券研究所

图 9: 公司 2013-2016 费用情况


资料来源: 公司年报, 招股说明书, 东兴证券研究所

公司的产品收入结构较为稳定。其中, 面向大中型企业的产品是公司收入的核心来源, 其中又以 e-cology 为主, 占公司收入来源的约 70%; 而产品后续维护的技术服务收入也占据了公司收入约 20% 的重要地位; 其余面向中小微型企业的产品以及第三方产品收入占比较小, 合计才占据约 10%, 但也代表了这些领域未来的增长潜力。

图 10: 公司近几年的产品收入结构


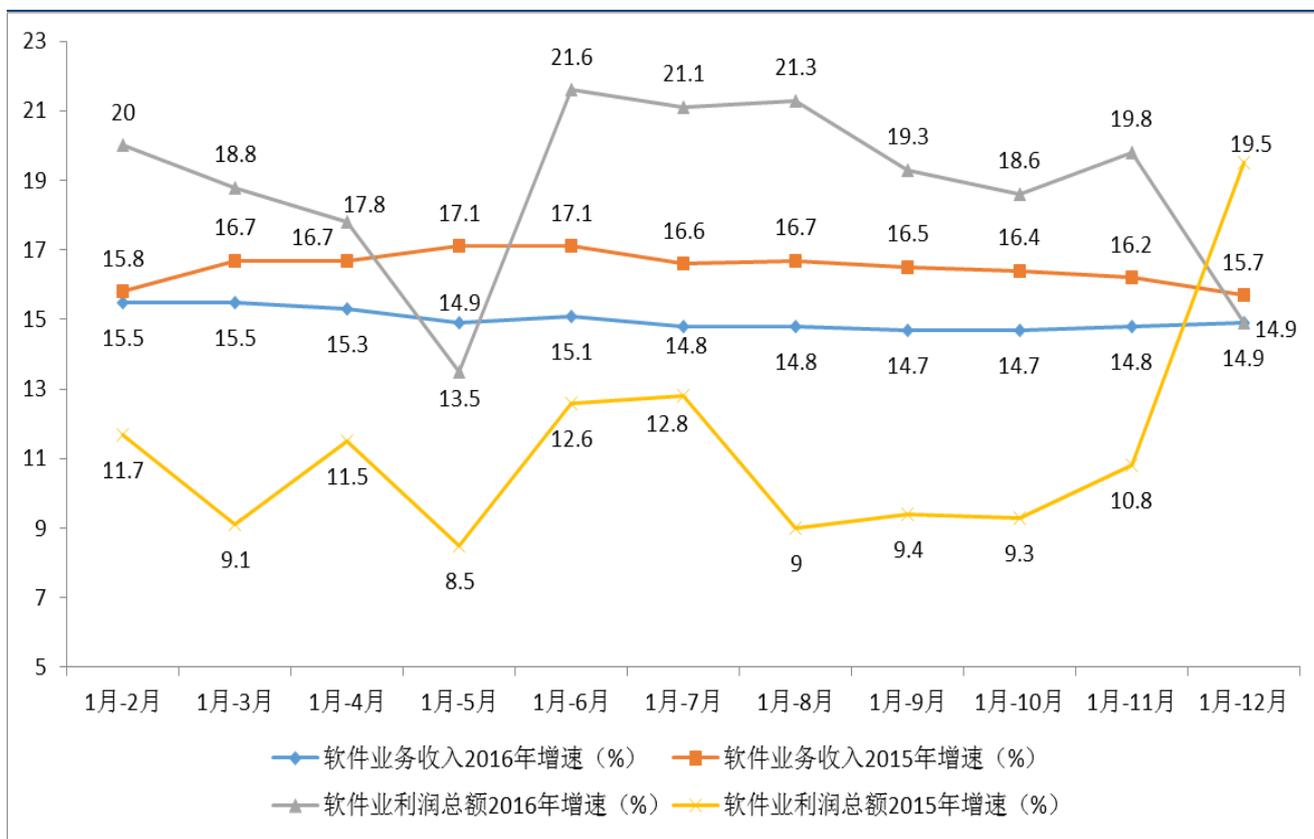
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

2. OA 市场潜力十足，核心竞争力领先推动公司发展

2.1 政策推动信息化建设，软件业收入利润同步稳增长

长期以来，我国一直大力推进信息化建设、优化产业内部结构，从而促使了中心城市软件业保持领先增长态势，推动了软件行业的稳健发展。2016年，我国软件业的盈利状况持续良好，收入维持两位数的增长。根据国家工信部《2016年1-12月全国软件业经济运行快报》统计的具体数据显示，截止2016年底国内软件业实现收入4.9万亿元，比上年增长14.9%，增速比2015年回落0.8个百分点；全行业实现利润总额6021亿元，同比增长14.9%，与收入增长同步，比2015年回落4.6个百分点。

图 11: 我国 2015-2016 年软件行业收入增速及利润增速

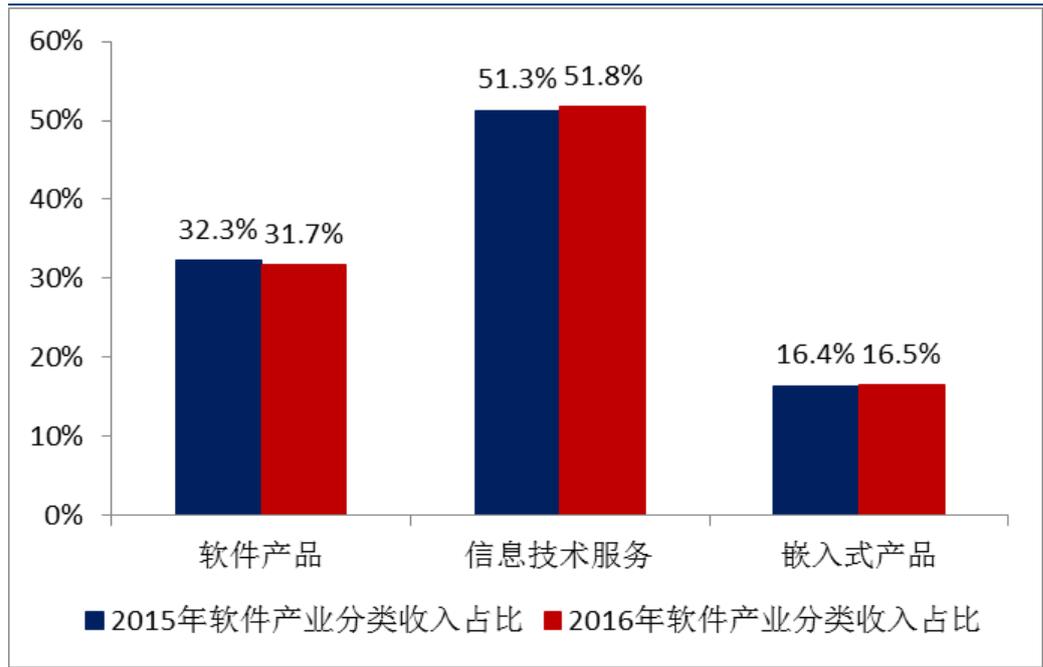


资料来源：工信部官网，东兴证券研究所

分领域看，信息服务技术和嵌入式产品的收入比重有所提升。2016年我国软件产品全年实现收入1.54万亿元，同比增长12.8%，增速比2015年提高0.9个百分点，但低于全行业平均水平2.1个百分点，占全行业收入比重为31.7%，下降了0.6个百分点。其中，信息安全产品增长10.9%，低于软件产品整体增速水平1.9个百分点；信息技术服务实现收入2.51万亿元，同比增长16%，增速高出全行业水平1.1个百分点，但比2015年回落2.7个百分点，占全行业收入比重为51.8%，上涨了0.5个百分点。其中，运营相关服务和电子商务平台技术服务收入增速分别为16.1%和17.7%，

高于信息技术服务整体增速, 而集成电路收入增速仅为 12.7%, 低于信息服务技术整体增速 3.3 个百分点; 嵌入式系统软件实现收入 7997 亿元, 同比增长 15.5%, 增速高出全行业平均水平 0.6 个百分点, 比 2015 年提高 1.4 个百分点, 占全行业收入比重为 16.5%, 上涨了 0.1 个百分点。

图 12: 我国软件业 2016 年分领域收入占比



资料来源: 工信部官网, 东兴证券研究所

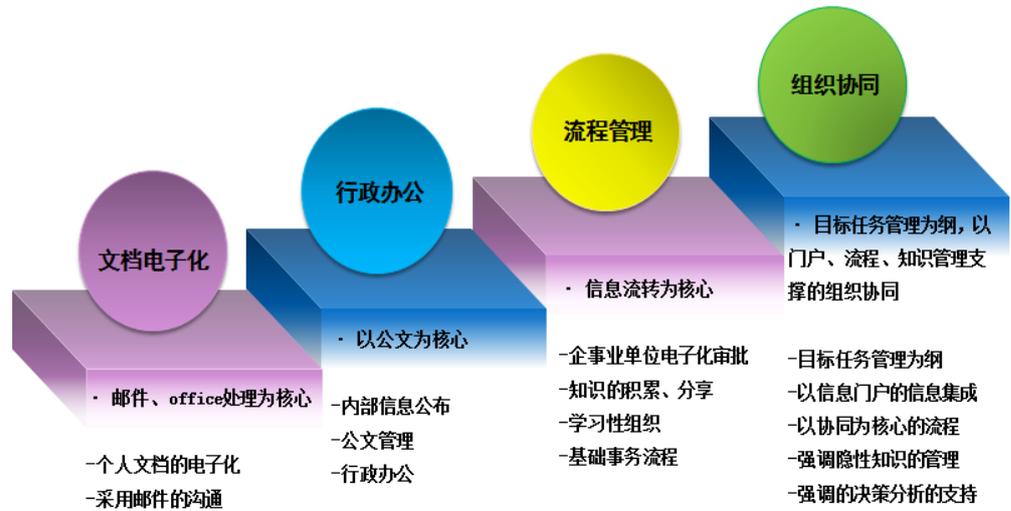
2.2 协同管理软件需求增加, 移动办公普及率提高

目前, 协同管理软件已经逐渐成为企业等组织进行信息管理的重要应用软件之一。在结合信息技术的基础上, 协同管理软件将组织内的人、物、信息等资源集中于同一运营平台, 通过集成流程管理、客户管理、项目管理等业务模块, 对组织内各业务环节进行协同优化, 从而提高组织的管理效率和规范化程度, 实现全方位的信息采集和处理。

协同管理软件的发展主要分为四个阶段: 以个人文档电子化为主的萌芽阶段、以行政办公电子化为主的起步阶段、以流程管理为主的成长阶段和以帮助组织实现经营目标为主的协同运营管控应用阶段。如今的协同管理软件已经步入发展的第四阶段, 不再是人们印象中仅处理事务文档流程的传统 OA, 而是演变为能够涵盖企业内所有资源要素、支持与 ERP 等第三方软件集成、保证企业高效运作的综合性协同管理运营平台。

随着信息技术的加强以及协同管理理念普及度的提升, 企业对协同管理软件的需求日益增加, 协同管理软件功能的多样性、模块集成的复杂程度也不断提升。行业竞争态势愈加激烈, 整体的协同管理软件市场呈现出集中化发展的形式。

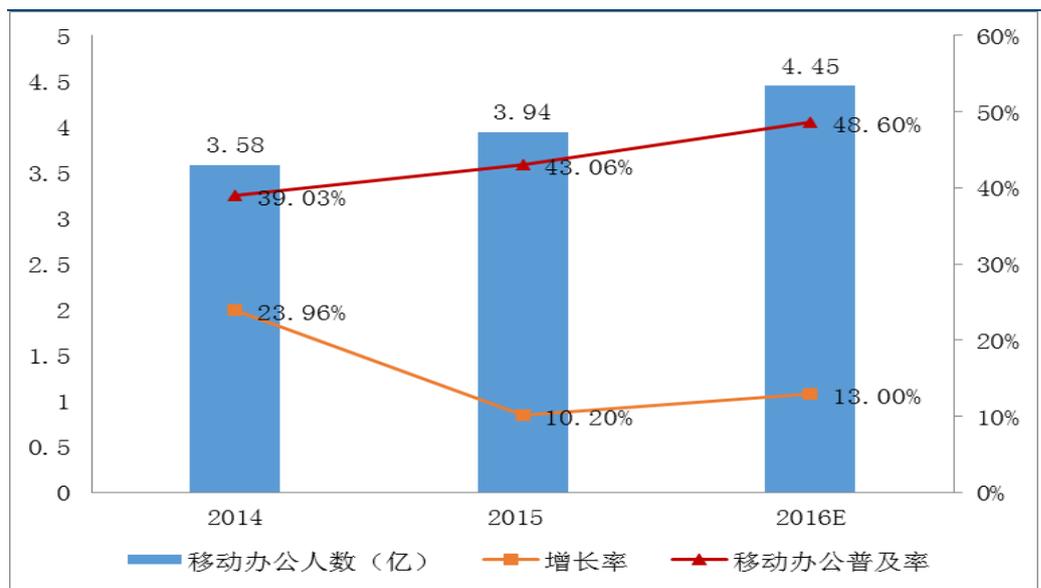
图 13: 协同管理软件发展的四个阶段及主要特点



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

智能手机的普及以及移动互联网技术的提升进一步推进了协同管理软件的发展, 移动办公已经日益成为企业协同管理的主要方式之一。根据海比研究的数据, 我国 2015 年有 3.94 亿移动办公用户, 增速保持在 10%以上; 2015 年移动办公人员普及率 (即占全国劳动力人数的比例) 达到了 43.06%, 较 2014 年提升了约 4 个百分点。预计 2016 年移动办公普及率有望达到 48.06%; 移动办公人数增速较 2015 有望提升, 达到 4.45 亿人。

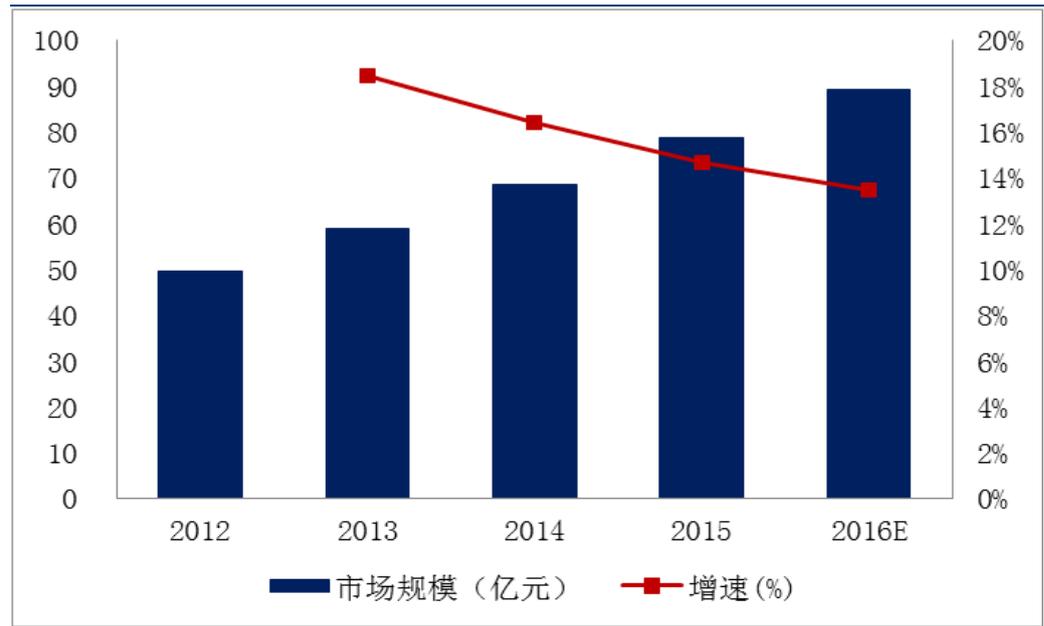
图 14: 我国移动办公人数及普及率情况



资料来源: 海比研究数据, 东兴证券研究所

在协同管理理念以及移动办公普及率共同提升的良好市场环境下，我国的协同管理软件市场已经进入了快速发展期。根据智研咨询的数据显示，我国的协同管理软件市场规模在 2015 年达到 78.8 亿元，较 2014 年增长 14.7%。由于目前我国协同办公管理软件总体渗透率仍然处于较低水平，有大量的存量市场及增量市场需求，因此预计 2016 年将达到 89.4 亿元，维持约 14% 的增速。

图 15: 我国协同办公软件市场规模概况



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

2.3 行业集中度较低，“四个领先”保证公司领先地位

协同管理软件市场目前的竞争者较多，行业集中度较低，还未形成一个稳定的竞争格局。在市场分散、竞争激烈的环境中，依靠自身优质的产品以及客户的认可，泛微网络、致远协创、慧点科技、金和网络和蓝凌股份成为了协同管理软件行业第一梯队的领先厂商，拥有了较高的品牌知名度和较强的市场竞争力。但包括泛微在内的五大优质厂商综合起来的市场份额仍然具有很大的提升空间，尚未出现具有垄断地位的领导品牌，因此协同管理软件行业整体市场仍然处于成长期，还存在较大的渗透空间。

表 5: 行业竞争对手 2015 年销售额情况对比

公司	2015 年度销售额 (万元)
泛微股份	31,692.21
致远协创	-
金和网络	7,743.14
慧点科技	26,502.78
蓝凌股份	17,561.57

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

在激烈抢占市场份额的竞争环境中，公司长期持续加大的研发投入为公司奠定了较强的产品技术竞争力。截止 2016 年底，公司已经取得软件著作权 45 项软件产品登记证书 3 项，并拥有“协同矩阵模型和齿轮联动模型技术架构”和“六维权限管控模型”等技术。

此外，公司在组织规模、服务地域范围、销售业绩和客户总量四个方面均保持良好的增长态势、处于行业领先水平。持续的技术研发加之“四个领先”保障了公司在行业内的领先地位，也是公司未来在行业竞争中进一步抢占市场、提升市场占有率的核心竞争力。

而为了更好的提升自身的产品质量，实现大协同、一体化的服务，公司建立了“合作伙伴计划”，与 SAP、ORACLE、IBM、华为、阿里、微信、用友、携程等国内外多家知名企业以及北京大学、上海财经大学等高校形成了伙伴联盟。通过各方的优势及资源互补，联盟成员均能够实现多方共赢，共同为客户在各行业、各领域提供最全面、专业、优质的产品服务。

图 16：公司伙伴联盟成员

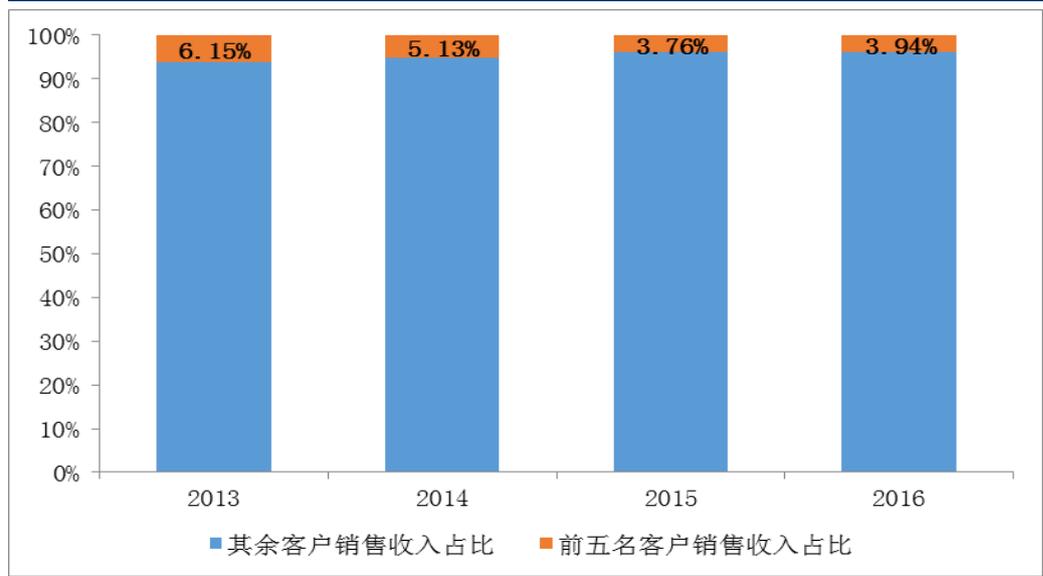


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.4 单个客户影响力较小，多层次营销网络遍布全国

由于单个合同价格不高且客户数量较多的原因，公司受单个客户影响程度很小。2013 到 2016 年公司的前五名客户销售收入占比分别为 6.15%、5.13%、3.76%和 3.94%，且前十名客户销售收入占比也低于 10%，因此公司不存在过于依赖个别客户的情况，不存在客户集中风险。

图 17: 近几年公司前五名主要销售客户收入占比情况



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 东兴证券研究所

营销服务网络覆盖的广度是公司拓展客户、销售产品过程中的核心竞争力。经过多年的发展和持续的渠道建设, 公司已经成功建立了多层次分布式营销服务体系, 在全国范围共拥有 81 个服务网点及 120 多家经销商作为营销服务网络体系的有机补充。

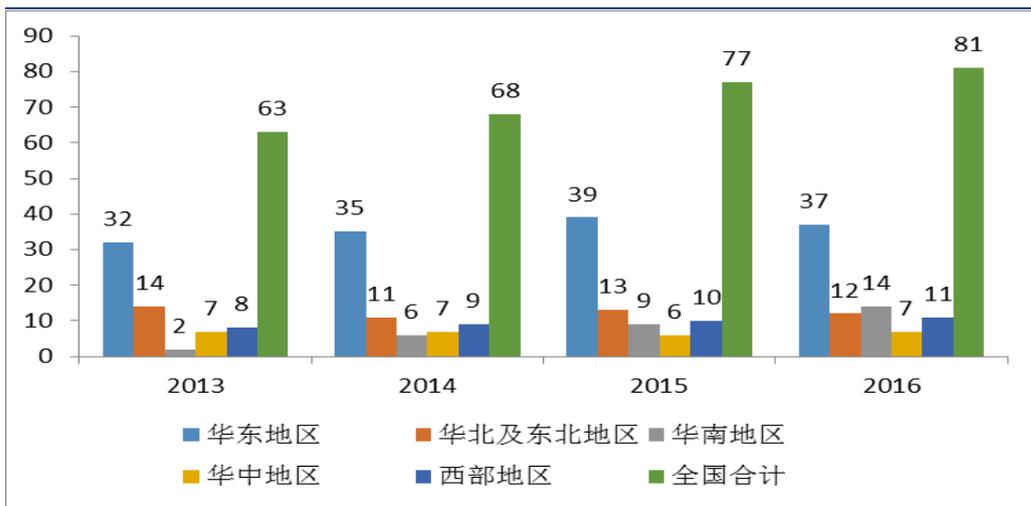
图 18: 公司全国服务网点地区分布情况



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

根据公司服务网点的地域分布情况以及各地区的营业收入占比情况可以看到, 公司目前在华东、华北及华南地区的服务网点数量和营业收入水平都领先于其他地区, 拥有较强的客户资源积累和品牌影响力。未来, 公司将针对华中、西部地区等相对薄弱的区域加强服务网点的铺设, 预计两年内共新增 35 个网点。

图 19: 公司各地区服务网点数量变化情况



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

3. 产品体系全面覆盖, 加速抢占市场份额

3.1 模块化服务大中型企业, 满足客户多样化需求

目前, 在公司的四大类产品中, e-cology 是公司的核心产品, 和 e-weaver 一起服务于大中型企业客户。其中, e-cology 的模块化程度很高, 各模块之间集成性十分良好。公司通过多个功能模块灵活组合的方式, 能够在标准化和个性化之间寻找到很好的平衡点, 有效的控制成本、满足客户的多样化需求。e-cology 产品全面涵盖了管理咨询、产品实施、售后服务等多重价值环节, 实现了对企业整体组织管理的全面优化。

图 20: 公司 e-cology 产品



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

在面对组织结构更加复杂、个性化需求更高的企业客户时, 仅通过模块化组合不能很好的满足客户需求。因此, 公司自主研发了 e-weaver 产品作为补充, 基于“工作流引擎+卡片/表单+组件”模式, 为客户提供量身定做的协同管理应用解决方案, 从而满足大型企业客户专业化、精细化管理的要求。**e-cology** 和 **e-weaver** 两大产品系列的组合在大中型企业市场具备了很强的竞争优势, 获得了客户的高度认可, 为公司后续在中小企业、小微企业客户市场的拓展筑造了坚实的基础。

图 21: 公司 e-weaver 产品



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

目前, 公司的产品业务已经覆盖了 85 个细分行业, 与 10000 多家客户达成合作, 积累了丰富的优质客户资源。同时, 公司在多个行业中形成了自己的代表客户, 并拥有上千个成功的应用案例, 为公司在行业内树立了良好的品牌形象, 也有利于公司未来的持续发展和市场份额的进一步提升。

图 22: 公司全面覆盖多行业及客户



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

3.2 通用化设计拓展中小企业，云服务平台渗透小微客户

基于 e-cology 和 e-weaver 产品积累的成熟经验以及在大中型企业市场获得的高度认可，公司将业务成功拓展至了中小企业客户市场，并研发设计出了专门面向中小型客户的 e-office 产品系列。e-office 产品是高度产品化的协同办公软件，集称了门户应用、流程管理、知识管理、沟通平台、综合事务等五大板块的十四个功能模块，具有简单易用、性价比高、方便维护的产品特点。基于这些特点，产品可以实现快速的复制，并通过渠道分销的模式，进行规模化的产品销售。

图 23: 公司 e-office 产品



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

此外，在移动互联网和云计算的大环境下，公司通过加强对云计算的研发投入，开发出了以 SaaS 和移动办公应用为基础、在云端部署和运营的小微企业移动办公云服务平台 eteams。eteams 产品系列涵盖了目标管理、任务协作、工作日报、文档共享、客户管理、流程审批、企业微信、移动考勤、语音指令、日程管理、绩效报告等多个主要的功能模块，面向公司原有三大类产品并未涉及到的小微企业市场。eteams 产品的使用仅需要登录统一的云端进行日常操作，无需另行购买服务器以及配套系统管理员，十分符合小微企业不复杂的管理需求。

在本次公司的募投项目中，泛微小企业协同办公云服务项目指代的就是对 eteams 产品的进一步研发升级。目前，已有 40 多万家客户注册了 eteams 产品服务，体现出该产品在协同管理软件市场获得的认可。该产品是公司业务布局的重要一环，也是近期公司的核心推广产品，将为公司进一步提升市场份额贡献一份力量。

图 24: 注册 eteams 服务的部分企业



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

3.3 移动互联化提升工作效率, 包容性合作加强产品便利性

公司紧随移动互联的时代大趋势, 推出了 e-mobile 产品系列, 对原有四大类产品进行移动化应用的研发和升级。移动办公能够让用户快速、及时的接受组织信息、了解业务情况, 提高各项业务的工作效率。而为了进一步提升公司协同管理软件使用的便利性, 公司与微信、钉钉等常用的 APP 达成了合作, 实现了双方产品的集成。例如, 通过微信企业号的模式, 在微信中集成了泛微产品的入口, 以使用户能够在微信中及时接收到待办业务流程的提醒以及各项通知。

图 25: 泛微 e-cology 与微信集成的效果



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

类似的,公司也在钉钉中集成了泛微 OA 产品,可以直接在钉钉进入 OA 的操作界面,接受 OA 各流程、公告、新闻的消息推送,完成业务流程的审批,实现任务管理、日常管理、协作沟通和移动考勤等功能。

图 26: 泛微 OA 与钉钉的集成框架



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

与微信、钉钉的合作是移动办公的全新应用模式,体现了公司产品的开放性和包容性,也使得公司 OA 产品的移动应用落地变得更加的灵活。该类移动化应用产品的可集成性获得了各类企业的高度认可,帮助企业有效的控制了移动办公的成本。其中,复星集团、中央商场、通灵珠宝、联东 U 谷、上海医药、绿地集团等多家企业是公司移动办公平台的典型客户,与这些大型企业的成功合作为公司移动化产品的进一步推广打下了良好基础。

图 27: 移动办公平台典型客户

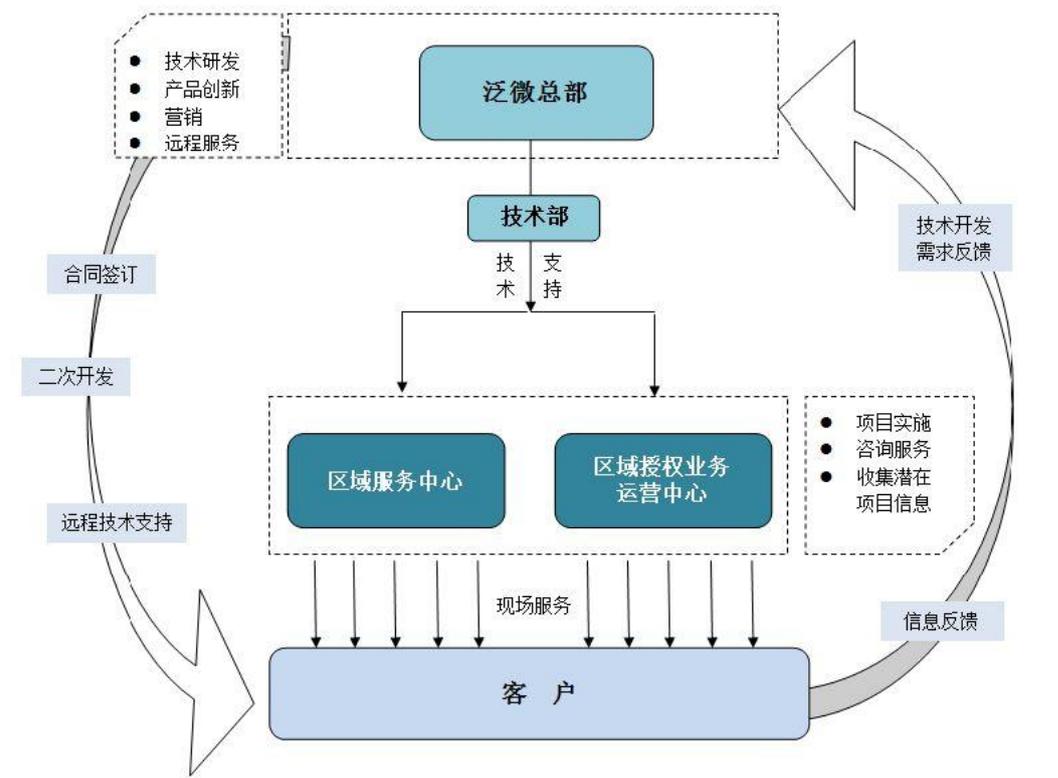
 助力复星OA系统升级	 移动化的集团管控平台	 移动化的移动巡店实践
 移动化的工程计划管理	 集团移动化的管理决策平台	 构建集团信息高效传达体系

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

3.4 特色化区域授权模式，提供快速高效客户服务

公司通过“区域授权业务模式”这一特色的经营管理模式，构建了多层次分布式运营体系，快速的扩张了营销服务网点，是公司的核心竞争力之一。区域授权业务模式即选择具备相关咨询及技术服务能力、熟悉当地市场、通过公司培训和资格认证、愿意遵守业务合作运营政策的企业进行长期合作。获得授权的业务运营中心将负责该区域范围内的相关客户服务工作，包括客户需求调研、实施方案确定、产品咨询、项目实施等现场技术服务。

图 28：区域授权业务模式概述

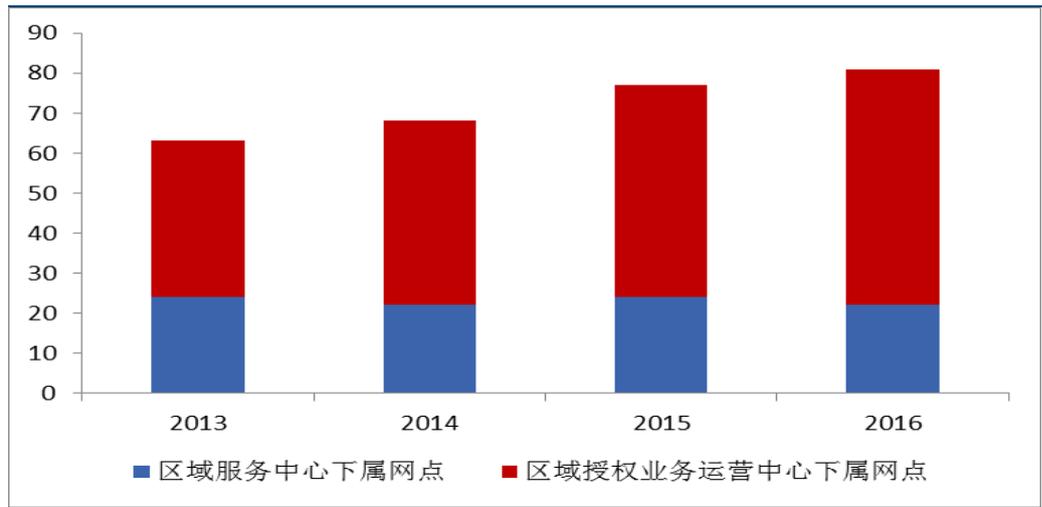


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

区域授权业务模式通过本地化的服务团队，能够为客户提供高效及时的技术服务，满足客户多样化的需求，增强了客户的满意度和忠诚度。同时，本地化的服务团队还避免了咨询和技术人员长期出差的情况，降低了公司的费用支出，分担了总部及区域服务中心的工作，可以让总部专注于技术研发和产品创新，大大提高了公司的人均产值。此外，获得授权的业务运营中心还可以完成新客户的开拓，提升公司的市场占有率。

目前，公司在全国拥有 81 个服务网点，其中 22 个是公司的区域服务中心，59 个为授权的业务运营中心。在每一个获得授权的业务运营中心，公司都会配备相应的技术服务人员。未来，公司还将进一步增加授权业务运营中心的数量，旨在构建两小时内到达客户现场的服务网点体系。

图 29: 近四年各类网点数量



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 东兴证券研究所

4. 盈利预测和投资评级

4.1 盈利预测

我们假设公司作为行业领先企业, 在协同软件加速渗透、市场规模持续增长的环境下能够优先受益。并且, 保守假设公司各业务的收入增速未来三年呈稳中略降的态势。

受益于多层次分布式营销体系的持续完善, 预计 e-cology (含 e-weaver)、e-office 和 eteams 产品系列能够保持良好的增长态势。其中, e-cology (含 e-weaver) 产品较为成熟且收入基数较大, 预计增速回归历史平均水平; 而 e-office 由于能够形成规模化增长, 预计继续保持较高增速; 而 eteams 受益于我国云服务平台的快速推广, 预计收入有望快速提升。相应的也会带动技术服务及第三方产品的持续增长。

表 6: 分业务收入预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
自行开发软件产品	192.84	239.25	342.12	443.73	572.24	731.29
增速		24.07%	43.00%	29.70%	28.96%	27.79%
e-cology	176.69	222.27	/	415.85	532.28	676.00
e-office	7.82	9.80	/	23.09	33.48	46.88
eteams	0.01	2.35	/	4.79	6.47	8.41
技术服务	57.66	74.15	112.02	168.03	235.24	317.58
增速		28.60%	51.07%	50.00%	40.00%	35.00%
第三方产品	4.26	3.53	7.17	10.76	15.06	20.33
增速		-17.14%	103.12%	50.00%	40.00%	35.00%

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 东兴证券研究所

4.2 投资评级

我们看好公司产品以“移动化、社交化、平台化、云端化”为核心的发展方向，以及凭借健全完善的产品线、多层次分布式营销体系和大量的研发投入在未来保持主营业务的持续增长。

预计 2017-2019 年公司分别实现营业收入 6.23、8.23 和 10.69 亿元；实现归母净利润 0.84、1.07 和 1.34 亿元；EPS 分别为 1.26、1.60 和 2.01 元；对应 PE 分别为 64.97、51.30 和 40.83 倍，根据可比公司的估值水平，且考虑到次新股尚需时间消化估值，给予公司 2017 年 75 倍 PE，6 个月目标价 94.5 元，维持“推荐”评级。

表 7：可比公司相对估值

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2015PE	2016PE	2017PE
600588.SH	用友网络	18.12	0.23	0.14	0.30	78.78	129.43	60.40
300378.SZ	鼎捷软件	20.40	0.06	0.16	0.27	340.00	127.50	75.56
002279.SZ	久其软件	19.14	0.68	0.40	0.57	28.15	47.85	33.58
300229.SZ	拓尔思	15.70	0.26	0.29	0.40	60.38	54.14	39.25
平均 PE							89.73	
603039.SH	泛微网络	82.84	1.01	1.30	1.26	82.02	63.72	65.80

资料来源：wind，当前股价为 20170405 收盘价，东兴证券研究所

5. 风险提示

技术研发不及预期；业务拓展不及预期。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	461	604	1763	2056	2433	营业收入	317	461	623	823	1069
货币资金	239	366	1468	1706	2000	营业成本	11	19	26	34	43
应收账款	33	29	52	61	84	营业税金及附加	3	4	6	8	11
其他应收款	3	4	5	6	8	营业费用	214	324	436	577	749
预付款项	84	116	167	230	313	管理费用	68	99	135	178	232
存货	5	6	10	13	17	财务费用	-4	-1	-1	-4	-5
其他流动资产	93	83	61	40	10	资产减值损失	1.84	2.01	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	120	142	116	105	94	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5.22	9.92	10.00	10.00	10.00
固定资产	66.82	117.43	106.86	96.29	85.72	营业利润	27	23	28	36	46
无形资产	7	6	6	5	5	营业外收入	35.52	49.98	67.47	85.68	107.11
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.02	0.05	0.05	1.00	1.00
资产总计	582	747	1880	2161	2527	利润总额	63	73	96	121	152
流动负债合计	322	420	575	749	982	所得税	13	9	11	15	18
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	50	64	84	107	134
应付账款	39	54	79	105	134	少数股东损益	0	-1	0	0	0
预收款项	246	317	443	589	791	归属母公司净利润	50	65	84	107	134
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	34	35	38	44	53
非流动负债合计	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.01	1.30	1.26	1.60	2.01
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	322	420	575	749	982	成长能力					
少数股东权益	30	31	31	31	31	营业收入增长	24.40%	45.56%	34.95%	32.13%	29.99%
实收资本(或股	50	50	67	67	67	营业利润增长	108.87%	-15.10%	21.07%	29.13%	26.49%
资本公积	0	0	878	878	878	归属于母公司净利	29.03%	26.65%	29.03%	26.65%	25.66%
未分配利润	161	219	271	336	418	获利能力					
归属母公司股东	230	295	1274	1380	1514	毛利率(%)	96.43%	95.93%	95.90%	95.88%	95.96%
负债和所有者权	582	747	1880	2161	2527	净利率(%)	15.91%	13.97%	13.52%	12.96%	12.53%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	8.66%	8.73%	4.48%	4.93%	5.30%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	21.94%	22.11%	6.61%	7.72%	8.84%
经营活动现金流	102	123	185	226	283	偿债能力					
净利润	50	64	84	107	134	资产负债率(%)	55%	56%	31%	35%	
折旧摊销	10.48	12.82	0.00	10.57	10.57	流动比率	1.43	1.44	3.07	2.74	2.48
财务费用	-4	-1	-1	-4	-5	速动比率	1.42	1.42	3.05	2.73	2.46
应收账款减少	0	0	-23	-8	-24	营运能力					
预收帐款增加	0	0	125	146	203	总资产周转率	0.64	0.69	0.47	0.41	0.46
投资活动现金流	55	38	22	7	7	应收账款周转率	10	15	15	15	15
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.88	9.95	9.33	8.92	8.93
长期股权投资减	0	0	15	0	0	每股指标(元)					
投资收益	5	10	10	10	10	每股收益(最新摊	1.01	1.30	1.26	1.60	2.01
筹资活动现金流	30	0	896	4	5	每股净现金流(最新	3.74	3.22	16.54	3.56	4.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.59	5.90	19.10	20.70	22.71
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	17	0	0	P/E	81.20	63.08	64.97	51.30	40.83
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	17.85	13.90	4.29	3.96	3.61
现金净增加额	187	161	1103	237	294	EV/EBITDA	112.86	106.49	104.56	86.09	65.88

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

喻言

中国科学院大学、中科院计算所计算机系统结构博士，北京航空航天大学电子信息工程本硕。计算机行业高级研究员。曾任职华创证券研究所计算机助理研究员，华泰证券研究所计算机研究员。

联系人简介

夏清莹

计算机行业研究员，英国拉夫堡大学、银行与金融学硕士，2016年4月加入东兴证券研究所，专注互联网金融、人工智能以及次新股等研究领域。

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。