

证券研究报告

公司研究

公司点评

泛微网络 (603039. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

庞倩倩 计算机行业首席分析师
执业编号: S1500522110006
邮箱: pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

泛微网络：业绩符合预期，大模型相关应用落地迅速

2023年8月29日

- **公司收入实现增长，利润出现下滑。**2023上半年，公司实现营业收入9.05亿元，同比增长14.72%；归属于母公司所有者净利润0.39亿元，同比下降45.53%；归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润0.22亿元，同比下降47.97%。分产品来看，软件产品实现营收3.6亿元，同比增长6.26%，其中e-cology产品实现营收3.51亿元，同比增长6.82%，e-office产品实现营收0.94亿元，同比减少约11.06%；技术服务实现营收4.98亿元，同比增长22.18%。**技术服务收入的快速增长带动公司整体营收稳步增长。**
- **Q2单季度表现：**2023Q2，公司实现营业收入5.72亿元，同比增长15.38%；归属于母公司所有者净利润0.38亿元，同比下降31.77%；归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润0.29亿元，同比下降27.97%。
- **毛利率略有下滑，主要受技术服务业务毛利率下滑影响。**2023年上半年，公司毛利率达93.77%，同比下滑0.82个百分点。分产品看，e-cology毛利率达99.42%，同比提高0.41个百分点；e-office毛利率达99.86%，同比提高0.25个百分点；技术服务毛利率94.61%，同比下降0.89个百分点；第三方产品毛利率43%，同比提高2.29个百分点。此外，公司经营性现金流净额-0.54亿元，呈现流出的状态。
- **持续投入研发信创适配产品以及大模型应用产品，致使研发费用增长较快，影响当期利润。**2023年上半年，公司销售费用达6.22亿元，同比增长16.32%（主要由授权业务运营中心收入对应的项目实施费用增长所致），销售费用率达68.76%，同比增长0.96个百分点；管理费用0.4亿元，同比增长23.96%，管理费用率达4.38%；研发费用达1.75亿元，同比增长22.53%（2023年H1公司对大模型应用产品和信创适配产品进行投入研发，包括大模型智能办公助手、基于大模型优化以及e-cology 10.0的信创适配），研发费用率达19.36%，同比增长1.23个百分点。
- **信创业务稳健增长，公司持续推进信创产品的适配工作。推出基于信创环境的低代码开发平台。**信创业绩上半年持续增长，客户主要涵盖党政机关、事业单位、央企及金融机构；上半年完成4个数据库、3款中间件及2个外设的信创产品适配，截至2023年上半年已完成超过150家信创伙伴的适配互认工作。公司持续专注于信创的产品研发，**对公司新产品e-cology10.0平台，已全面完成信创底层软硬件的生态适配；并推出了基于全栈信创环境的低代码开发平台E-builder，为客户提供了数字化应用的自主建设能力。**
- **基于大模型构建智能办公助手，低代码平台产品。**1.公司研发并推出小

e (LLM 版)-智能中间件平台，是基于大语言模型构建的 7*24 小时智能办公助手。此外，智能小 e 利用千里聆模型与大语言模型分工合作，形成文本结构化处理引擎、API 智能化处理引擎及算法中台架构：文本结构化处理引擎引导用户完成数据填写，自动归集并表单化对话数据，提高组织运行效率；API 智能化处理引擎使用户通过智能指令使用外联系统；算法中台结合 RPA 实现语料自动化采集，拓展内外部知识，支撑问答训练，进一步训练千里聆模型。2.公司基于大语言模型持续优化低代码平台 e-builder，通过大模型解析用户输入的对话及上下文内容，自动生成 e-builder 的基本框架及功能，具体已实现功能包括新建应用、新建表单、新建页面、新建流程、修改表格视图及页面等。

- **维持“买入”评级：**我们预计公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.93 元、1.50 元、2.00 元，对应 PE 为 63.07/38.90/29.28 倍。随着政府及企业需求状况进一步回暖，加之协同管理软件业务边界不断延伸、信创和人工智能带来的行业β，公司业绩有望重回快速增长趋势，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**1. 竞争风险：行业竞争加剧，产品拓展不及预期，公司市场份额下降；2. 下游需求风险：若企业客户受环境影响经营不理想，数字化建设预算下滑，市场需求会进一步受影响；3. 政策风险：信创政策推进进展不及预期，党政机关和央企信息化预算不足，公司相关订单数量受影响而下滑。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,003	2,331	2,756	3,584	4,631
增长率 YoY %	35.1%	16.4%	18.2%	30.0%	29.2%
归属母公司净利润(百万元)	309	223	241	391	520
增长率 YoY%	34.5%	-27.7%	8.2%	62.1%	32.8%
毛利率%	95.5%	93.2%	92.4%	92.4%	92.5%
净资产收益率ROE%	16.4%	11.7%	11.4%	15.9%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.86	0.93	1.50	2.00
市盈率 P/E(倍)	49.33	68.21	63.07	38.90	29.28
市净率 P/B(倍)	8.10	7.97	7.20	6.18	5.17

资料来源：ifind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,844	2,975	3,174	3,828	4,589
货币资金	1,985	1,557	1,689	2,049	2,555
应收票据	9	10	13	16	22
应收账款	174	227	217	291	378
预付账款	448	468	521	625	743
存货	56	64	75	120	134
其他	172	650	660	727	756
非流动资产	533	566	663	741	817
长期股权投资	210	164	129	91	53
固定资产(合计)	77	246	316	378	434
无形资产	49	48	58	64	71
其他	197	107	159	209	259
资产总计	3,377	3,541	3,837	4,569	5,406
流动负债	1,488	1,624	1,719	2,100	2,457
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	459	489	494	637	722
其他	1,030	1,135	1,225	1,463	1,735
非流动负债	9	6	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	6	4	4	4
负债合计	1,497	1,630	1,723	2,104	2,460
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,880	1,911	2,114	2,465	2,945
负债和股东权益	3,377	3,541	3,837	4,569	5,406

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,003	2,331	2,756	3,584	4,631
同比(%)	35.1%	16.4%	18.2%	30.0%	29.2%
归属母公司净利润	309	223	241	391	520
同比(%)	34.5%	-27.7	8.2%	62.1%	32.8%
毛利率(%)	95.5%	93.2%	92.4%	92.4%	92.5%
ROE%	16.4%	11.7%	11.4%	15.9%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.86	0.93	1.50	2.00
P/E	49.33	68.21	63.07	38.90	29.28
P/B	8.10	7.97	7.20	6.18	5.17
EV/EBITDA	58.69	44.46	52.01	31.56	22.57

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,003	2,331	2,756	3,584	4,631
营业成本	91	158	208	272	350
营业税金及附加	13	18	21	28	36
销售费用	1,380	1,581	1,874	2,401	3,103
管理费用	91	69	85	112	139
研发费用	244	340	413	513	639
财务费用	-53	-33	-31	-29	-33
减值损失合计	-1	-1	0	0	0
投资净收益	11	-42	-20	0	0
其他	79	66	90	130	160
营业利润	327	223	254	417	557
营业外收支	8	10	8	8	8
利润总额	335	234	262	425	565
所得税	26	10	21	34	45
净利润	309	223	241	391	520
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	309	223	241	391	520
EBITDA	276	261	260	418	562
EPS(当年)(元)	1.20	0.86	0.93	1.50	2.00

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	372	233	298	500	651
净利润	309	223	241	391	520
折旧摊销	30	28	27	29	37
财务费用	-50	-33	0	0	0
投资损失	-11	42	20	0	0
营运资金变	97	-40	27	88	102
其它	-2	12	-18	-8	-8
投资活动现金流	-402	325	-126	-100	-105
资本支出	-48	-51	-141	-138	-143
长期投资	26	-374	35	39	37
其他	-379	750	-20	0	0
筹资活动现金流	-49	-203	-41	-40	-40
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-33	-39	-39	-40	-40
现金流净增加额	-78	356	131	360	506

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。