

泛微网络（603039）

公司研究/简评报告

业绩持续向好，深耕 OA 行业的精细化龙头标杆

简评报告/计算机

2017 年 08 月 25 日

一、事件概述

近日，泛微网络发布 2017 年半年报：实现营业收入 2.83 亿元，同比增长 50.09%，归母净利润 2793 万元，同比增长 30.74%，扣非后归母净利润 1966 万元，同比增长 31.77%，实现基本每股收益 0.42 元。

二、分析与判断

➤ 业绩符合预期，业绩增长有望持续

1、业绩持续向好，市场处于扩张期。公司登陆资本市场后，按照既定发展规划，继续在 OA 行业精深发展，努力提升市场份额，营业收入和归母净利润均实现较高速增长。（1）营销费用高达 2.06 亿元，同比增长 58.22%，主要是市场推广力度加大，在网络营销端投入较多；（2）加大研发投入，产品服务推陈出新。公司研发支出 3607.36 万元，同比增加 28.24%，对主要产品服务持续升级换代，目前 e-cology 产品更新到 8.0 版本，e-office 更新到 10.0 版本。

2、我们认为，公司成立以来一直深耕于 OA 行业，受益于办公信息化浪潮，其产品系列涵盖不同层级客户。并借助资本市场力量加大渠道网络建设，努力提升市场份额，呈现稳步健康发展的态势

➤ 企业协同管理软件龙头，三大产品服务齐全完善

1、国内主板上市 OA 行业龙头，产品服务完善齐全。公司所经营的协同管理和移动办公软件产品线包含了针对大中小型各类规模组织的全系列协同管理和移动办公软件产品，分别为 e-cology、e-office 和 eteams。（1）e-cology 主要面向大中型组织，强调产品的易用性和模块化，可有效全面覆盖各行业大中型客户多样化需求，低成本、高效、快速响应组织结构和业务流程的动态变化调整；（2）e-office 是高度产品化的协同移动办公软件，面向中小型客户，集门户应用、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；（3）eteams 是面向轻量化团队，结合移动互联技术、云技术和社交应用技术开发的新产品，主要通过收取年度服务费的方式获得收入，其营销及服务模式均以互联网在线的方式为主。

2、我们认为，公司聚焦于 OA 研发销售领域，标的稀缺性价值较高，并凭借优质的客户资源和丰富的项目实施经验，已经形成整套成熟的协同管理软件应用方案。随着商务办公领域信息化程度提升，行业内厂商竞争激烈，公司行业龙头地位稳固。

➤ 顺应行业趋势，满足差异化需求，抢占 SaaS 赛道

1、竞争日趋激烈，集中度将提升。随着协同管理和移动办公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，市场集中度将持续提升。

2、OA 普适所有行业，差异化需求是关键。随着各类组织的个性化深度需求不断凸显、协同管理和移动办公软件功能的专业化程度提高、以及国内信息化建

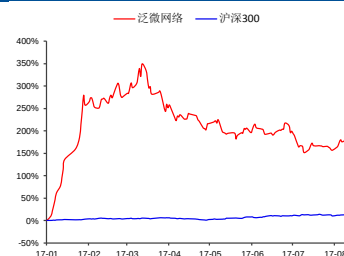
强烈推荐 维持评级

合理估值： 64.9—70.8 元

交易数据 2017-8-24

收盘价（元）	58.01
近 12 个月最高/最低	96.28/21.41
总股本（百万股）	66.67
流通股本（百万股）	16.67
流通股比例（%）	25%
总市值（亿元）	38.68
流通市值（亿元）	9.67

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号： S0100516050001
 电话： 010-85127506
 邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：杨思睿

执业证号： S0100116110038
 电话： 010-85127532
 邮箱： yangsirui@mszq.com

研究助理：孙业亮

执业证号： S0100117080083
 电话： 010-85127532
 邮箱： sunyeliang@mszq.com

相关研究

1、《泛微网络（603039）公司点评：新增签约促订单持续增长，行业优势日益巩固》20170725

设不断推进，协同管理的需求被逐步激发，市场容量不断增加，而满足行业差异化需求将成为企业领先关键。

3、OA 云化正成为重要趋势。以 SaaS 云计算模式提供的协同管理和移动办公软件将会有效降低组织的运营成本、提高组织的工作效率。客户可以以相对低廉的“月费或年费”方式在线使用协同管理和移动办公软件服务，避免最终用户的服务器硬件、网络安全设备和软件升级维护的支出。因此，基于 SaaS 云计算模式的产品和服务将是未来管理软件的重要发展方向。

4、我们认为，公司顺应行业和技术发展趋势，通过不同层次产品服务满足客户差异化需求，目前已经服务 3000 余家客户，覆盖 80 多种细分行业。在移动互联网和云计算时代，为提高组织协作效率、降低沟通成本，公司大力推广 SaaS 产品 eteams，未来有望成为业务快速增长重要一极。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.18 元、1.60 元和 2.16 元，当前股价对应的 PE 分别为 49X、36X 和 27X。参考可比上市公司估值水平，考虑到公司聚焦于 OA 市场，产品服务全面领先，可对标巨头 Slack，因此给予公司 2017 年 55~60 倍 PE，未来 12 个月合理估值 64.9~70.8 元，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

业务整合不及预期；渠道销售建设不及预期；新技术发展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	461	642	874	1,115
增长率（%）	45.6%	39.1%	36.2%	27.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	65	79	107	144
增长率（%）	29.4%	20.5%	35.7%	34.8%
稀释后每股收益（元）	1.30	1.18	1.60	2.16
PE（现价）	44.6	49.2	36.3	26.9
PB	9.8	9.9	7.8	6.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	461	642	874	1,115
营业成本	19	22	29	35
营业税金及附加	4	6	9	11
销售费用	324	434	593	719
管理费用	99	135	175	235
EBIT	14	44	69	115
财务费用	(1)	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	10	5	7	7
营业利润	23	49	76	122
营业外收支	50	0	0	0
利润总额	73	92	122	167
所得税	9	15	17	25
净利润	64	77	105	142
归属于母公司净利润	65	79	107	144
EBITDA	21	57	85	136

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	366	538	769	1060
应收账款及票据	30	57	69	94
预付款项	116	152	187	230
存货	6	9	10	13
其他流动资产	83	83	83	83
流动资产合计	604	843	1126	1488
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	117	174	227	282
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	142	168	175	184
资产合计	747	1028	1317	1689
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	54	68	79	100
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	420	607	791	1021
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	420	607	791	1021
股本	50	67	67	67
少数股东权益	31	30	29	27
股东权益合计	326	421	526	667
负债和股东权益合计	747	1028	1317	1689

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	45.6%	39.1%	36.2%	27.6%
EBIT 增长率	-29.5%	208.5%	56.2%	66.1%
净利润增长率	29.4%	20.5%	35.7%	34.8%
盈利能力				
毛利率	95.9%	96.5%	96.7%	96.9%
净利润率	14.1%	12.3%	12.2%	12.9%
总资产收益率 ROA	8.7%	7.6%	8.1%	8.5%
净资产收益率 ROE	22.1%	20.1%	21.5%	22.4%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
现金比率	0.9	0.9	1.0	1.0
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	24.7	31.2	28.0	29.6
存货周转天数	111.3	143.6	127.4	135.5
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.2	1.6	2.2
每股净资产	5.9	5.9	7.5	9.6
每股经营现金流	2.5	2.4	3.0	4.0
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	44.6	49.2	36.3	26.9
PB	9.8	9.9	7.8	6.0
EV/EBITDA	163.1	58.1	36.4	20.6
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	64	77	105	142
折旧和摊销	9	13	16	22
营运资金变动	59	120	134	158
经营活动现金流	123	162	202	269
资本开支	11	(4)	(23)	(14)
投资	2	0	0	0
投资活动现金流	38	10	30	21
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	0	0	0
现金净流量	161	172	232	290

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

杨思睿，计算机组组长。华中科技大学计算机博士，北京大学信息科学博士后；2010年任英特尔中国研究院高级研究科学家，2016年加盟民生证券。

孙业亮，计算机行业研究助理。电子科技大学工学学士，山东大学金融硕士；近两年软件开发实施经验，2017年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。