

企业需求与普及率提升, OA 软件龙头迎来快速发展

首次覆盖报告

田杰华(分析师)

tianjehua@xsdzq.cn

证书编号: S0280517050001

刘航(联系人)

liuhang1@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020016

湛普江(联系人)

chenpujiang@xsdzq.cn

证书编号: S0280117120014

● 国内办公软件龙头, 业务快速增长

泛微网络是 OA 行业龙头, 且是唯一在主板上市的 OA 软件公司。目前市场格局仍较为分散, 行业内的优秀企业市场份额占比仍有较大的提升空间。公司作为我国最早的一批 OA 软件企业, 积累了大量经验, 建立了完备的销售体系。公司合作大客户多, 有 8000 多家大中型组织用户, 品牌效应明显。2017 年度, 公司共实现营业收入 70,421.77 万元, 比上年同期增加 52.66%; 实现归属于母公司所有者的净利润为 8,697.06 万元, 比上年同期增加 33.35%; 经营活动产生的现金流净额 15,656.64 万元, 同比增长 27.48%。

公司软件产品、技术服务和第三方产品三大业务发力, 收入实现快速增长, 主要业务收入如下:

- (1) 软件产品实现收入 4.81 亿元, 同比增长 40.61%;
- (2) 技术服务实现收入 2.11 亿元, 同比增长 88.48%;
- (3) 第三方产品实现收入 1203 万元, 同比增长 67.78%。

公司产品线定位明确, 通过产品功能满足不同客户群体的差异化需求, 全面覆盖并响应不同层次的协同管理需求。公司毛利率基本保持稳定。

- (1) 软件产品毛利率 96.13%, 同比减少 0.66 个百分点;
- (2) 技术服务毛利率 97.02%, 同比减少 0.18 个百分点;
- (3) 第三方产品毛利率 38.45%, 同比增加 3.58 个百分点。

● 企业需求、OA 软件普及率提升等因素叠加, 公司有望保持快速发展

e-cology 主要面向广泛的大中型客户群体, 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。面向大中型客户群体的 e-cology 为公司核心产品, 2013-2016 年的营收占比分别为 69%、69%、70%、74%。受益于大中型企业景气度持续向好, 公司 e-cology 的营业收入有望保持较快发展。OA 市场渗透率仍有较大提升空间, 作为发达地区的广东 2016 年 OA 普及率为 50% 左右。OA 客户对后续技术服务需求大, 公司的技术服务业务向客户提供包括年度维护、二次开发、授权购买、系统升级等服务。此外, 西部地区对于 OA 来说是蓝海市场, 公司凭借行业龙头地位有望快速发展。

● 移动化、云化及小微企业快速发展趋势带来发展新契机

小微企业数量庞大, 协同办公潜在市场将为公司未来带来收入增长。基于 SaaS 云计算模式的产品和服务是 OA 的重要发展方向, 公司推出公有云部署产品 eteams 适应市场需求。公司推出公有云部署产品 eteams, 所有用户均通过登录统一的云端入口进行日常操作, 不需要购置服务器硬件及配备系统管理员, 适合管理需求简单的小微企业。公司全线产品 e-cology、e-office、

推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.03.23

收盘价(元):	89.03
一年最低/最高(元):	52.66/94.21
总股本(亿股):	0.69
总市值(亿元):	61.67
流通股本(亿股):	0.27
流通市值(亿元):	24.0
近 3 月换手率:	102.82%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	26.06	41.3	-18.16
绝对	21.98	37.6	-5.36

相关报告

eteams 均进行了移动化升级。面对市场逐渐强烈的移动办公需求，公司不仅有结合移动互联技术、云技术和社交应用技术开发的新产品 eteams，还积极升级公司已有产品，使 e-cology、e-office 系列产品实现在手机、平板电脑等移动终端上的应用。

● 积极对外投资，满足客户多样化需求

2017 年 11 月 20 日公司公告，公司及其控股子公司点甲创投拟以对上海 CA 进行增资，增资后合计持有其 27.25% 的股份。上海 CA 是国内优秀的信息安全解决方案提供商，其主要业务包括电子认证产品及服务、安全产品软件销售、安全集成及运维服务。在电子认证领域，上海 CA 是国内首批获得工信部电子认证服务资质、国密局电子认证服务使用密码许可证、国密局电子政务电子认证服务资质和国际 WebTrust 的认证机构，已经形成了相对完善的电子认证产品体系，不仅为用户提供网络信任综合解决方案，而且在国资系统、建设领域、商用密码领域和涉密领域开展了应用开发集成业务。本次增资将帮助公司拓展电子合同等业务，满足公司 OA 客户大批量合同管理需求，提高公司业务市场竞争力。

● 投资建议

公司是全国领先的 OA 软件公司，产品覆盖大中小企业全线客户。大中型企业需求提升、OA 普及率提升空间大等因素叠加，公司有望持续受益。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.27、1.67 和 2.19 元。首次覆盖予以“推荐”评级。

● **风险提示：**业务进展不达预期、业绩不达预期、技术更新和产品迭代风险

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	317	461	680	943	1,262
增长率(%)	24.4	45.6	47.4	38.7	33.8
净利润(百万元)	50.4	65	88	116	151
增长率(%)	17.0	29.4	34.7	31.8	30.8
毛利率(%)	96.4	95.9	96.0	96.0	96.0
净利率(%)	15.9	14.1	12.9	12.3	12.0
ROE(%)	19.4	19.7	20.6	21.5	22.0
EPS(摊薄/元)	0.73	0.94	1.27	1.67	2.19
P/E(倍)	97.30	75.2	55.8	42.3	32.4
P/B(倍)	21.34	16.6	12.4	9.7	7.5

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	461	604	930	1146	1541	营业收入	317	461	680	943	1262
现金	239	366	586	746	1002	营业成本	11	19	27	37	50
应收账款	33	29	63	65	106	营业税金及附加	3	4	7	10	13
其他应收款	3	4	7	8	12	营业费用	214	324	454	628	830
预付账款	84	116	178	229	316	管理费用	68	99	142	195	257
存货	5	6	10	12	18	财务费用	-4	-1	-3	-5	-6
其他流动资产	97	84	85	85	87	资产减值损失	2	2	0	0	0
非流动资产	120	142	131	167	216	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	6	14	投资净收益	5	10	10	16	18
固定资产	67	117	105	121	148	营业利润	27	23	63	94	136
无形资产	7	6	7	9	9	营业外收入	36	50	37	39	40
其他非流动资产	47	19	19	31	45	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	582	747	1061	1313	1757	利润总额	63	73	99	132	176
流动负债	322	420	635	773	1069	所得税	13	9	11	16	25
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	50	64	88	116	151
应付账款	39	54	81	104	142	少数股东损益	0	-1	0	0	0
其他流动负债	283	366	554	669	927	归属母公司净利润	50	65	88	116	151
非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	61	62	97	126	167
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.73	0.94	1.27	1.67	2.19
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	322	420	635	773	1069	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	30	31	31	31	31	成长能力					
股本	50	50	69	69	69	营业收入(%)	24.4	45.6	47.4	38.7	33.8
资本公积	0	0	0	0	0	营业利润(%)	108.9	-15.1	168.4	49.6	45.2
留存收益	180	245	330	442	587	归属于母公司净利润(%)	17.0	29.4	34.7	31.8	30.8
归属母公司股东权益	230	295	395	508	656	获利能力					
负债和股东权益	582	747	1061	1313	1757	毛利率(%)	96.4	95.9	96.0	96.0	96.0
						净利率(%)	15.9	14.1	12.9	12.3	12.0
						ROE(%)	19.4	19.7	20.6	21.5	22.0
						ROIC(%)	19.4	18.6	19.1	19.4	19.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	55.4	56.3	59.8	58.9	60.9
						净负债比率(%)	-92.1	(112.0)	(137.6)	(138.3)	-145.8
						流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4
						速动比率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	9.7	14.8	14.8	14.8	14.8
						应付账款周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.73	0.94	1.27	1.67	2.19
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.77	1.96	2.84	2.76	4.36
						每股净资产(最新摊薄)	3.32	4.26	5.70	7.33	9.47
						估值比率					
						P/E	97.30	75.19	55.82	42.34	32.38
						P/B	21.34	16.62	12.43	9.66	7.47
						EV/EBITDA	77.29	73.4	44.8	33.2	23.5

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	102	0	197	191	302
净利润	50	64	88	116	151
折旧摊销	5	0	12	14	18
财务费用	-4	-1	-3	-5	-6
投资损失	-5	-10	-10	-16	-18
营运资金变动	54	0	110	82	157
其他经营现金流	1	-53	0	0	0
投资活动现金流	55	0	9	-34	-49
资本支出	75	0	-11	30	41
长期投资	18	0	0	0	-8
其他投资现金流	148	0	-2	-4	-16
筹资活动现金流	30	0	15	2	3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	19	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	30	0	-4	2	3
现金净增加额	187	0	221	160	256

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士，现任新时代证券计算机行业首席分析师。曾先后任职于交通银行股份有限公司总行软件开发中心3年、中国银河证券股份有限公司投资研究总部2年。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>