



销售费用率下降显现规模效应，业绩增速超预期

2018年04月27日

强烈推荐/维持

泛微网络

财报点评

——泛微网络（603039）2018年一季报点评

叶盛	分析师	执业证书编号：S1480517070003
	yesheng@dxzq.net.cn 010-66554022	
夏清莹	研究助理	
	xiaqy@dxzq.net.cn 0755-83256464	

事件：

公司发布2018年一季报，共实现营业收入1.57亿元，同比增长46.29%；实现归属于上市公司股东净利润0.14亿元，同比增长21.18%；实现扣非归母净利润0.12亿元，同比增长34.97%；EPS为0.2元。剔除股权激励的影响，归属于上市公司股东的净利润为0.20亿元，比上年同期增长70.81%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	104.59	168.18	107.22	175.75	165.4	255.84	156.86
增长率（%）	-	-	46.22%	52.55%	58.15%	52.12%	46.29%
毛利率（%）	96.55%	97.20%	92.68%	96.09%	95.27%	96.18%	95.48%
期间费用率（%）	90.22%	91.45%	93.26%	92.98%	89.34%	94.39%	93.54%
营业利润率（%）	6.24%	7.14%	11.65%	-1.45%	6.14%	26.73%	9.02%
净利润（百万元）	15.31	28.21	11.15	16.31	20.95	37.51	13.89
增长率（%）	-	-	33.73%	29.72%	36.79%	32.97%	24.53%
每股盈利（季度，元）	0.32	0.56	0.17	0.25	0.31	0.55	0.20
资产负债率（%）	55.30%	56.28%	42.07%	44.70%	44.51%	52.48%	50.08%
净资产收益率（%）	5.13%	8.64%	2.03%	2.93%	3.18%	6.02%	2.16%
总资产收益率（%）	2.30%	3.78%	1.18%	1.62%	1.76%	2.86%	1.08%

观点：

- **业绩增速超预期，预收账款稳健增长。**公司2018年一季度的营业收入继续保持45%以上的高速增长，而剔除股权激励的影响，归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长70.81%，超出市场预期。同时，公司一季度末的预收账款为4166.96万元，较去年同期增长32%，保持了一个稳健的增速，为后续业绩的持续增长提供保障。
- **收入持续高增长，销售费用率下降显现规模效应。**公司自上市以来营业收入一直保持较快增速，但由于费用投入较高因此拖累了净利润的增速。而2018年一季度，公司的销售费用增速自上市后首次低于了营业收入增速，实现了销售费用率的下降。目前，公司依然在持续投入完善其营销服务体系，因此我们认为公司未来销售费用率将有望继续下降，从而带动净利润的进一步提升。

为销售费用率的下降一方面是由于公司对费用使用的有效规划，另一方面则是公司收入持续高增长带来的规模效应。

- **鲲鹏合作伙伴大会陆续在多地召开，云化业务未来空间值得期待。**公司自2018年3月21日在上海召开鲲鹏计划合作伙伴大会后，截止目前又相继在成都、武汉成功召开并获得市场广泛关注。之后，公司还将继续在北京、深圳继续召开鲲鹏计划合作伙伴大会，向全国合作伙伴展示其云化产品及合作模式，进一步吸引更多的伙伴与商机。

结论：

我们看好公司维持协同办公软件龙头地位、持续提升品牌影响力，在移动化、智能化、云端化三处齐发力带来的业绩增长；看好公司维持研发创新和营销服务体系构建，通过授权业务模式及鲲鹏计划拓展客户实现的业绩加速提升。预计2018-2020年公司分别实现营业收入10.46、15.28和21.90亿元；实现归母净利润1.19、1.68和2.36亿元；EPS分别为1.72、2.42和3.41元；对应PE分别为63.11、44.77和31.76倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

市场推广不及预期；研发创新不及预期；营销服务体系构建不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	604	1062	2452	2921	3578	营业收入	461	704	1046	1528	2190			
货币资金	366	726	2014	2317	2756	营业成本	19	32	46	64	89			
应收账款	29	46	67	99	141	营业税金及附加	4	6	9	13	19			
其他应收款	4	6	9	13	19	营业费用	324	503	732	1070	1533			
预付款项	116	194	289	433	626	管理费用	99	151	220	313	438			
存货	6	12	16	22	31	财务费用	-1	-1	-4	-5	-5			
其他流动资产	83	75	57	36	5	资产减值损失	2.01	3.01	2.00	2.00	2.00			
非流动资产合计	142	249	130	118	106	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	9.92	21.68	32.52	48.78	73.17			
固定资产	117.43	122.51	111.48	100.46	89.43	营业利润	23	89	73	119	187			
无形资产	6	6	6	5	5	营业外收入	49.98	3.28	55.00	60.50	66.55			
其他非流动资产	0	91	0	0	0	营业外支出	0.05	0.03	0.05	0.05	0.04			
资产总计	747	1311	2582	3039	3684	利润总额	73	92	128	180	253			
流动负债合计	420	605	804	1108	1534	所得税	9	6	9	12	17			
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	64	86	119	168	236			
应付账款	54	116	147	206	286	少数股东损益	-1	-1	0	0	0			
预收款项	317	430	594	837	1182	归属母公司净利润	65	87	119	168	236			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	35	103	81	126	193			
非流动负债合计	0	83	83	83	83	EPS(元)	1.30	1.33	1.72	2.42	3.41			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
负债合计	420	688	887	1191	1617	成长能力								
少数股东权益	31	30	30	30	30	营业收入增长	45.56%	52.66%	48.49%	46.13%	43.29%			
实收资本(或股本)	50	69	69	69	69	营业利润增长	-15.10	279.86	-17.71	63.48%	57.00%			
资本公积	0	284	1161	1161	1161	归属于母公司净利润	36.63%	40.96%	36.63%	40.96%	40.95%			
未分配利润	219	288	353	440	566	盈利能力								
归属母公司股东权	295	593	1665	1818	2037	毛利率(%)	95.93%	95.41%	95.59%	95.78%	95.92%			
负债和所有者权	747	1311	2582	3039	3684	净利率(%)	13.97%	12.20%	11.37%	10.96%	10.78%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	8.73%	6.63%	4.60%	5.51%	6.41%			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	22.11%	14.68%	7.14%	9.22%	11.59%			
经营活动现金流	123	157	193	266	380	偿债能力								
净利润	64	86	119	168	236	资产负债率(%)	56%	52%	34%	39%	-			
折旧摊销	12.82	15.69	0.00	11.03	11.03	流动比率	1.44	1.76	3.05	2.64	2.33			
财务费用	-1	-1	-4	-5	-5	速动比率	1.42	1.74	3.03	2.62	2.31			
应收账款减少	0	0	-21	-32	-42	营运能力								
预收帐款增加	0	0	164	242	345	总资产周转率	0.69	0.68	0.54	0.54	0.65			
投资活动现金流	38	-381	138	47	71	应收账款周转率	15	19	18	18	18			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.95	8.27	7.93	8.65	8.91			
长期股权投资减少	0	0	15	0	0	每股指标(元)								
投资收益	10	22	33	49	73	每股收益(最新摊薄)	1.30	1.33	1.72	2.42	3.41			
筹资活动现金流	0	284	957	-10	-12	每股净现金流(最新)	3.22	0.86	18.60	4.37	6.35			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.90	8.55	24.03	26.24	29.41			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	19	0	0	0	P/E	83.28	81.40	63.11	44.77	31.76			
资本公积增加	0	284	878	0	0	P/B	18.35	12.65	4.50	4.13	3.68			
现金净增加额	161	60	1288	303	440	EV/EBITDA	143.91	65.86	67.90	41.13	24.56			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

研究助理简介

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，专注人工智能、金融科技及次新股等研究领域。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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：

看高：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。