

收入快速增长，云OA值得期待

——泛微网络（603039）调研简报

2018年11月19日

强烈推荐/维持

泛微网络

调研简报

报告摘要：

泛微网络是OA行业龙头，核心产品是e-cology，主要面向大中型组织，收入占比在90%以上。其他产品主要是面向中小型组织的e-office和面向小微组织的e-teams。

公司e-cology保持行业领先。公司专注于OA市场，持续优化产品、营销和服务，竞争力明显强于行业内其他对手。经过多年长跑，泛微收入规模已经明显同时起步的其他竞争对手。

小型OA市场成为云OA争夺的首要市场，但是客户付费意愿低。尽管e-teams累计注册用户高达50万，但是付费用户却仅有数千名。今年以来，公司启动了“鲲鹏计划”，从而推动客户出现大幅增长。我们对公司e-teams产品持续看好，长期值得期待。

云OA市场受到了钉钉等软件的商业模式冲击。因为钉钉等软件采用互联网模式，并不向企业客户直接收费，而通过用户变现来实现收益。譬如钉钉打通了整个报销系统，企业用户可以通过钉钉实现酒店、机票、火车票和打车等一揽子消费，钉钉可以在后端通过用户消费实现变现。

公司营收和预收账款快速增长。预收账款是公司经营业绩的先行指标。公司2018年前三季度预收账款增速为32%。近三年公司营业收入CAGR达到40%。预计未来公司收入增速有望在30%-40%之间。

公司安全边际充足。公司在手现金充足，是计算机行业为数不多的持续贡献自由现金流公司，并且公司大股东无股权质押。

公司盈利预测及投资评级。公司是OA行业龙头，预计2018年到2020年收入分别为9.7、13.2和17.9亿元。归属母公司的净利润分别为1.18亿元、1.45亿元和1.79亿元。对应PE分别是64倍、52倍和42倍。给予公司六个月目标价85元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济不及预期风险；云OA竞争加剧风险。

分析师：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517070003

研究助理：岳鹏

010-66554013

624319506@qq.com

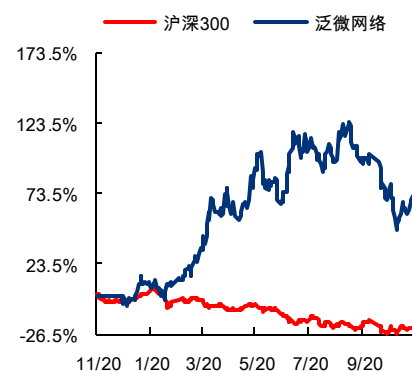
研究助理：韩宇

hanyu@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	74.88-64.7
总市值（亿元）	76.77
流通市值（亿元）	29.88
总股本/流通A股（万股）	10252/3990
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.43

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）2018年一季报点评：销售费用率下降显现规模效应，业绩增速超预期》2018-04-27
- 2、《泛微网络（603039）2017年年报点评：业绩持续高增长，云化+移动化+智能化共同发力》2018-03-27
- 3、《泛微网络（603039）2017年三季报点评：营收快速增长，云化+移动化产品助力业绩增长》2017-11-01

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	461.31	704.22	967.25	1,315.37	1,788.99
增长率（%）	45.56%	52.66%	37.35%	35.99%	36.01%
净利润（百万元）	64.43	85.92	118.11	145.09	179.00
增长率（%）	27.82%	33.35%	37.47%	22.85%	23.37%
净资产收益率（%）	22.11%	14.68%	15.57%	17.46%	19.44%
每股收益（元）	1.30	1.33	1.17	1.43	1.77
PE	57.60	56.30	64.21	52.27	42.37

PB	12.69	8.75	10.00	9.12	8.24
----	-------	------	-------	------	------

目 录

1. 公司是高端协同办公 OA 龙头	3
1.1 OA 软件能够显著提升组织协同管理效率	3
1.2 泛微在 OA 行业竞争优势明显	3
1.3 云 OA 业务值得期待	4
2. 公司营收快速增长，安全边际足	5
3. 盈利预测	6
4. 风险提示	6

表格目录

表 1:OA 行业主要公司	4
表 2: 公司盈利预测表	7

插图目录

图 1:公司主要产品及对应客户	3
图 2:泛微 e-cology9.0 持续领先行业	4
图 3:泛微营业收入及增速（百万元）	5
图 4:泛微预收账款及增速（百万元）	5
图 5:公司经营净现金流/净利润	6
图 6:公司自由现金流（百万元）	6

1. 公司是高端协同办公 OA 龙头

1.1 OA 软件能够显著提升组织协同管理效率

泛微网络主要面向企事业单位和政府机构客户提供先进的协同管理软件产品和应用实施方案。公司产品全面覆盖大中小微型客户，提供一整套完善的协同管理软件产品和应用实施方案。

图 1:公司主要产品及对应客户

集团企业、企事业单位、党政机关				
	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：公司招股书、东兴证券研究所

从功能上，协同管理软件主要功能包括信息门户、流程管理、知识管理、团队协作、组织权限体系和外部资源整合等。这些功能可以有效地满足用户跨时间、跨地域、跨部门的协同管理要求，打造协同高效的组织管理环境。

因此，越大规模的组织对协同管理软件的需求越是强烈。而大中型组织本身业务流程复杂，协同办公软件需要根据组织本身的管理流程进行个性化配置，需要较长的实施周期。

泛微网络的核心产品是 e-cology，主要面向大中型组织，收入占比在 90%以上。其他产品主要是面向中小型组织的 e-office 和面向小微组织的 e-teams。其中 e-teams 是部署在公有云上，是完全基于云的架构，简单易操作。

1.2 泛微在 OA 行业竞争优势明显

经过多年长跑，泛微已经明显领先行业竞争对手。泛微成立于 2001 年，与当前 OA 市场的主流竞争对手基本是同一时期成立的。泛微专注于 OA 市场，持续优化产品、营销和服务等方面，逐渐成长为 OA 行业龙头。

根据下表可以看出，2015 年，泛微收入达到 3.2 亿元，远高于蓝凌软件的 1.8 亿元，金和软件的 7743 万元。此外，据不完全统计，泛微在中国 500 强和上市公司中的市

市场占有率均超过 20%，位居行业首位。

表 1:OA 行业主要公司

	成立时间	收入规模（万元）
泛微	2001	31692（2015）
致远	2002	
蓝凌	2001	17561（2015）
金和	2000	7743（2015）
慧点	1998	26502（2015）

资料来源：东兴证券研究所

泛微仍然在不断优化产品，产品持续领先行业。2018 年 9 月，公司发布了最新的 e-cology9.0，该平台包含“智能化、平台化、全程电子化”三大特色。与此同时，泛微联合腾讯企业微信、上海 CA、契约锁三家公司形成新一代产品联盟。

图 2:泛微 e-cology9.0 持续领先行业



资料来源：泛微官网、东兴证券研究所

泛微在营销和服务等方面领先行业。泛微经过长期实践，探索出的 EBU 模式，能够有效地降低整个链条的交易成本和管理成本，并对 EBU 销售端提供了有效地激励措施。强大的营销能力对公司收入快速增长起到了重要地推动。

1.3 云 OA 业务值得期待

随着云技术时代到来，SAAS 成为软件行业的未来趋势。OA 软件也不例外，众多新兴 SAAS 公司和云计算公司涌入 OA 行业，希望能够利用 SAAS 模式重新颠覆这个市场。

不过，大中型组织客户基本都是基于本地化部署，需要耗费长时间进行个性化配置，

短期来看, 还很难实现 SAAS 化。而在中小型组织客户中, 对 OA 需求相对简单, 对云端部署也比较容易接受。因此, 小微型 OA 市场成为云 OA 争夺的首要市场。

云 OA 市场受到了钉钉等软件的商业模式冲击。因为钉钉等软件采用互联网模式, 希望实现羊毛出在猪身上。钉钉并不向企业客户直接收费, 而是通过用户变现来实现收益。譬如钉钉打通了整个报销系统, 这样企业用户可以通过钉钉实现酒店、机票、火车票和打车等一揽子消费, 钉钉可以在后端通过用户消费实现变现。

泛微推出的 e-teams 产品就是针对小微型组织客户的。凭借公司在 OA 行业多年的经验和理解, e-teams 简单易懂, 能够有效地满足小微企业客户需求, 并进行付费尝试。截止当前, e-teams 的客户注册数累计达到了约 50 万家。

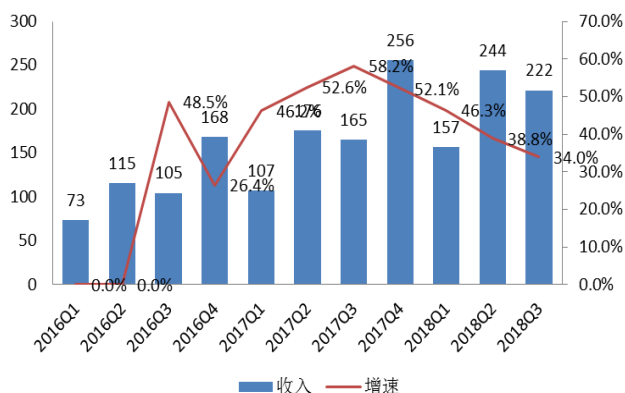
然而, 中国中小企业客户的企业服务软件最大的问题就在于客户付费意愿低。这始终困扰着整个 SAAS 行业, 而云 OA 行业也不例外。尽管 e-teams 累计注册用户高达 50 万, 但是付费用户却仅有数千名, 这形成了强烈的对比。

今年以来, 公司启动了“鲲鹏计划”, 大力拓展中小微企业客户, 并且开放代理商角色, 无论是不是公司代理商, 只要能够签下客户, 就可以将第一年的服务费给它, 从而推动客户出现大幅增长。我们对公司 e-teams 产品持续看好, 长期值得期待。

2. 公司营收快速增长, 安全边际足

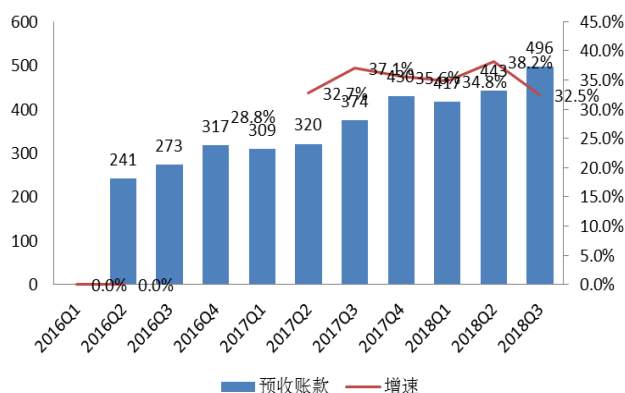
近几年, 泛微营业收入保持快速增长。近三年公司营业收入 CAGR 达到 40%。预收账款是公司经营业绩的先行指标。从预收账款来看, 公司 2018 年前三季度预收账款增速为 32%, 预收账款增速略有下降, 主要是由于整体宏观环境的影响导致的, 仍然保持了快速增长。

图 3: 泛微营业收入及增速 (百万元)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 4: 泛微预收账款及增速 (百万元)



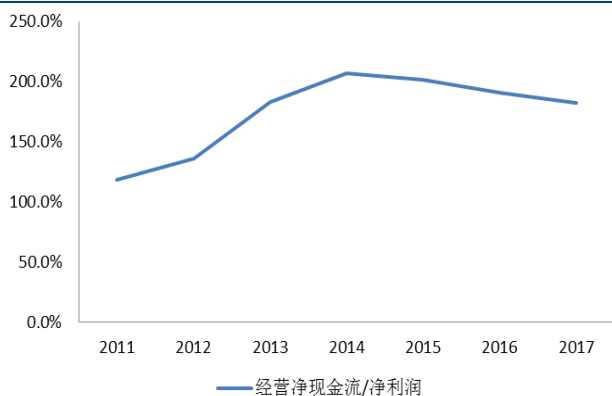
资料来源: wind、东兴证券研究所

公司安全边际充足。截止 2018 年 Q3, 公司在手现金 6.85 亿元。而且公司大股东没

有任何股权质押。

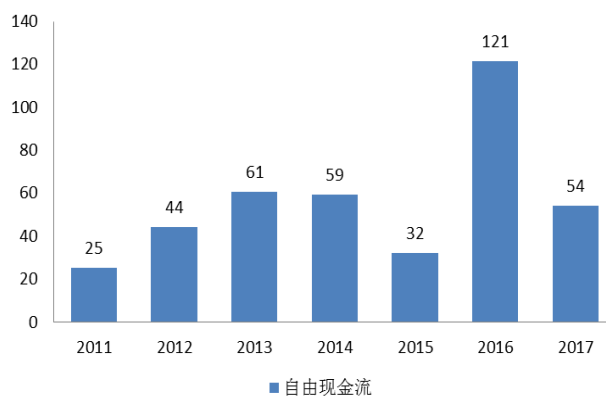
从公司经营活动来看, 公司经营净现金流/净利润从 2013 年后一直约在 150%-200%, 说明公司经营活动获得现金流能力很强。而且, 泛微是计算机行业为数不多的能够保持自由现金流一直为正的公 司之一。

图 5: 公司经营净现金流/净利润



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 6: 公司自由现金流 (百万元)



资料来源: wind、东兴证券研究所

3. 盈利预测

我们预计公司 2018 年到 2020 年收入仍然将保持快速增长, 收入增速分别为 37%、36%和 36%, 收入分别为 9.7、13.2 和 17.9 亿元。归属母公司的净利润分别为 1.18 亿元、1.45 亿元和 1.79 亿元。对应 PE 分别是 64 倍、52 倍和 42 倍。给予公司六个月目标价 85 元, 维持“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

- 1、宏观经济不及预期的风险
- 2、云 OA 市场竞争加剧的风险

表 2: 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	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	604	1062	1089	1368	1766	营业收入	461	704	967	1315	1789		
货币资金	366	726	713	934	1252	营业成本	19	32	46	63	86		
应收账款	29	46	64	86	118	营业税金及附加	4	6	8	11	15		
其他应收款	4	6	8	12	16	营业费用	324	503	677	921	1252		
预付款项	116	194	213	238	274	管理费用	99	151	203	276	376		
存货	6	12	16	22	31	财务费用	-1	-1	-14	-16	-22		
其他流动资产	83	75	75	75	75	资产减值损失	2.01	3.01	5.00	5.00	5.00		
非流动资产合计	142	249	575	621	656	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	15.00	10.00	5.00		
固定资产	117	123	138	174	223	营业利润	23	89	58	66	82		
无形资产	6	6	11	15	18	营业外收入	49.98	3.28	70.00	90.00	110.00		
其他非流动资产	0	91	400	350	300	营业外支出	0.05	0.03	2.00	2.00	2.00		
资产总计	747	1311	1665	1989	2422	利润总额	73	92	126	154	190		
流动负债合计	420	605	785	1037	1382	所得税	9	6	8	9	11		
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	64	86	118	145	179		
应付账款	54	116	151	206	282	少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2		
预收款项	317	430	575	773	1041	归属母公司净利润	65	87	120	147	181		
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	35	103	76	99	121		
非流动负债合计	0	83	83	83	83	EPS (元)	1.30	1.33	1.17	1.43	1.77		
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	868	1120	1465	成长能力							
少数股东权益	31	30	29	27	25	营业收入增长	45.56%	52.66%	37.35%	35.99%	36.01%		
实收资本 (或股	50	69	103	103	103	营业利润增长	-15.10%	279.86%	-34.87%	15.10%	24.22%		
资本公积	0	284	284	284	284	归属于母公司净利润	37.47%	22.85%	37.47%	22.85%	23.37%		
未分配利润	219	288	318	354	400	获利能力							
归属母公司股东	295	593	768	841	932	毛利率 (%)	95.93%	95.41%	95.26%	95.23%	95.20%		
负债和所有者权	747	1311	1665	1989	2422	净利率 (%)	13.97%	12.20%	12.21%	11.03%	10.01%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	8.73%	6.63%	7.18%	7.38%	7.48%		
						ROE (%)	22.11%	14.68%	15.57%	17.46%	19.44%		
经营活动现金流	123	157	265	369	483	偿债能力							
净利润	64	86	118	145	179	资产负债率 (%)	56%	52%	52%	56%	60%		
折旧摊销	12.82	15.69	0.00	48.51	58.66	流动比率	1.44	1.76	1.39	1.32	1.28		
财务费用	-1	-1	-14	-16	-22	速动比率	1.42	1.74	1.37	1.30	1.26		
应收账款减少	0	0	-18	-23	-31	营运能力							
预收帐款增加	0	0	145	197	268	总资产周转率	0.69	0.68	0.65	0.72	0.81		
投资活动现金流	38	-381	-348	-91	-96	应收账款周转率	15	19	18	18	18		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.95	8.27	7.24	7.37	7.32		
长期股权投资减	0	0	15	0	0	每股指标 (元)							
投资收益	10	22	15	10	5	每股收益 (最新摊薄)	1.30	1.33	1.17	1.43	1.77		
筹资活动现金流	0	284	70	-57	-69	每股净现金流 (最新	3.22	0.86	-0.13	2.15	3.11		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.90	8.55	7.49	8.21	9.09		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	19	33	0	0	P/E	57.60	56.30	64.21	52.27	42.37		
资本公积增加	0	284	0	0	0	P/B	12.69	8.75	10.00	9.12	8.24		
现金净增加额	161	60	-13	221	318	EV/EBITDA	96.32	43.38	91.28	67.80	53.23		

资料来源: 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

岳鹏

中科院机器人学硕士, 3 年机器人研发及管理经验, 2 年投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 关注电子、新三板等领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士, 并拥有 2 年市场咨询研究经验。2016 年进入东兴证券研究所, 关注 TMT 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。