

业绩符合预期, OA 龙头稳健增长

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019 年上半年实现营业收入 5 亿元, 同比增长 26%; 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比增长 35.7%; 扣非后归母净利润为 0.4 亿元, 同比增长 16.4%。
- **营收稳步增长, 业绩符合预期。** 从营收端来说, 公司总体实现了较为稳健的增长, 凭借 e-cology、e-office、eteams 等主要产品线精准对接大中小微企业, 同时依靠全国 300 多个服务团队对接客户。从利润端来看, 公司净利润增速快于营收增速主要系毛利率的提高以及期间费用的控制良好: 1) 公司总体毛利率提升 1.2 个百分点, 主要是由于外包成本的降低; 2) 期间费用率总体下降 1.3 个百分点, 主要是由于管理费用控制得到, 仅同比增长 6.8%。
- **营销服务体系及分布式运营体系持续加强。** 在营销服务体系方面, 针对 e-cology 产品, 公司已经在全国范围内建立了超过 300 个本地化服务团队; 针对 e-office 产品公司在一线城市发展合作伙伴和事业合伙人; 针对 SAAS 模式的 eteams 产品, 公司重点招募线上销售及区域销售团队。在分布式运营体系方面, 公司通过在全国范围举办多次产品体验会、产品推广会、CIO 俱乐部等方式扩大影响力, 针对新发布产品 E9 全国举办 60 多场体验大会, 同时联合上海 CA、契约锁等兄弟单位举办电子签章体验大会积极拓展外部联盟。
- **精心打磨产品, 巩固领先优势。** 公司在上半年中, 不断精心打磨产品: 1) e-cology 对技术架构进行升级, 为复杂场景提供可复制的解决方案, 同时通过可视化的灵活配置工具实现系统的快速部署; 2) e-office 产品实行通用化的设计, 践行性价比的竞争优势, 在功能上全面普及网络办公、实现对组织人事事务统一有限的管理, 达到提高组织办公效率和管理水平; 3) 在 SAAS 产品 eteams 方面, 加强了目标管理、任务协作、语音指令等模块的功能, 以不断提升产品竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.01 元、1.31 元、1.67 元, 未来三年归母净利润将保持 30.4% 的复合增长率。考虑到公司为协同管理软件市场龙头, 且积极向云转型打开成长空间, 我们长期看好公司发展, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 客户需求不及预期、云产品竞争激烈、核心人员流失等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1003.60	1370.49	1824.55	2391.50
增长率	42.51%	36.56%	33.13%	31.07%
归属母公司净利润(百万元)	114.49	152.60	198.15	253.65
增长率	31.64%	33.29%	29.85%	28.01%
每股收益 EPS(元)	0.75	1.01	1.31	1.67
净资产收益率 ROE	14.47%	16.61%	18.27%	19.56%
PE	90	68	52	41
PB	14.23	12.08	10.09	8.35

数据来源: Wind, 西南证券

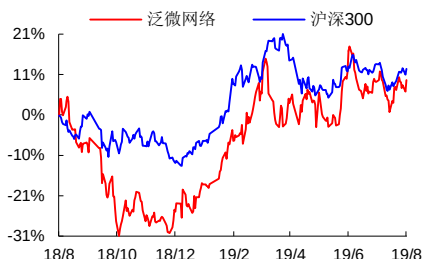
西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 刘忠腾
 电话: 0755-23616646
 邮箱: lzht@swsc.com.cn

联系人: 朱松
 电话: 021-58352031
 邮箱: zhus@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.52
流通 A 股(亿股)	0.59
52 周内股价区间(元)	61.16-107.08
总市值(亿元)	104.30
总资产(亿元)	16.55
每股净资产(元)	5.07

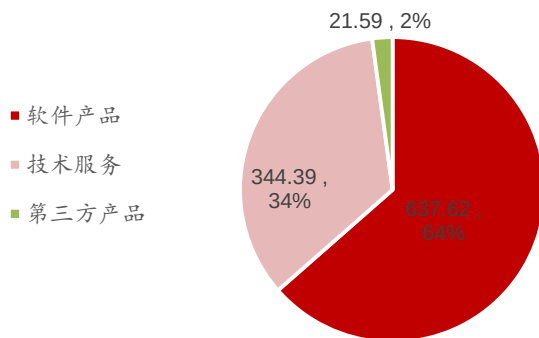
相关研究

1 公司国内协同管理软件领军企业

公司是国内协同办公领域的龙头企业。公司自成立以来就专注于企业客户协同管理产品的研发和销售，目前已经成长为协同办公领域的龙头。公司目前已经针对大中小微客户形成了 e-cology、e-weaver、e-office、eteams 等解决方案，覆盖 30 多个行业上万家客户，在行业内拥有了较强的品牌知名度。

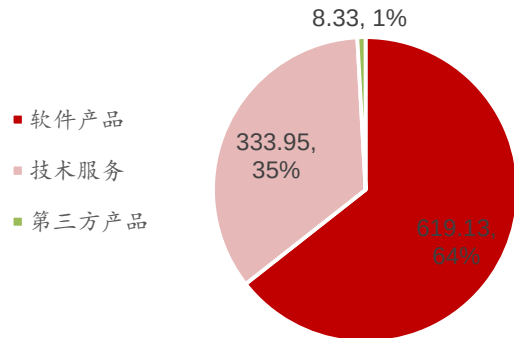
核心产品快速增长，云业务高速前行。公司从营收结构来看，主要分为软件产品、技术服务和第三方产品等，2018 年营收占比分别为 64%、34%、2%，其中软件产品收入主要由 e-cology 和 e-office 贡献（2018 年两者分别占总收入的 62%、2%），2018 年增速分别为 32.7%、31.3%，故公司营收主要由这两款产品公司贡献。在面向小微企业方面，公司推出了 eteams 云产品，并于 2018 年 3 月发布鲲鹏计划推广此产品，目前该云产品销量良好，推动了技术服务业务的快速增长（2018 年技术服务业务收入 3.4 亿，同比增长 63%）。

图 1：公司各业务占比（百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

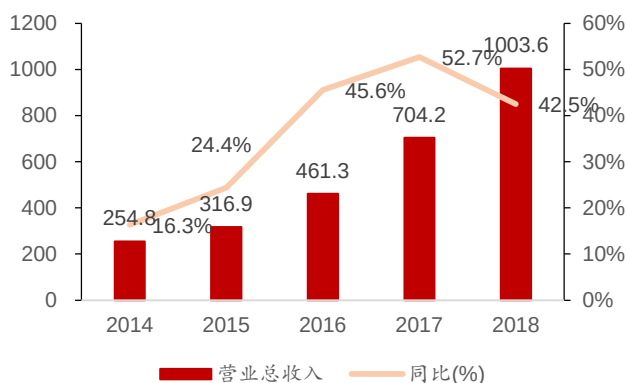
图 2：公司各业务毛利占比（百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

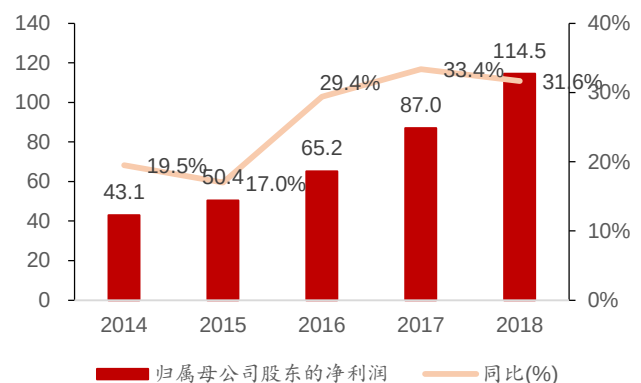
公司营收和利润快速增长，发展势头良好。公司近年保持了较快的内生增长，2016-2018 年营收增速均超过 40%，主要是由于 e-cology 和 e-office 的快速放量以及云业务带动下的技术业务快速增长；同时，公司相应净利润也保持了快速态势，2016-2018 年净利润增速维持在 30% 左右。

图 3：公司近 5 年营收及增长情况（百万元）



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：公司近 5 年归母净利润及增长情况（百万元）



数据来源：Wind、西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：软件产品 2016-2018 年业务增速分别为 43%、40.6%、32.5%，维持了较高的增速速度，主要系下游客户的需求旺盛带动公司 e-cology、e-office 产品的放量，2018 年 9 月公司重磅产品 e-cology9.0 更新发版，预计仍将在企业客户的高需求下保持快速增长态势；

假设 2：技术服务主要由软件业务的配套技术服务以及公司云产品 eteams 产品构成，2016-2018 增速分别为 51%、88.5%、63%，公司软件配套的技术服务受益于软件业务的增长将同比增长，同时云产品 eteams 的逐步放量，两者将共同助推技术服务业务快速增长；

假设 3：第三方产品业务，主要是为了满足大客户的需求，帮助客户进行第三方软件及硬件的采购，规模较小。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
软件产品	收入	637.62	828.91	1061.00	1336.86
	增速	32.5%	30%	28%	26%
	毛利率	97.1%	97%	97%	97%
技术服务	收入	344.39	516.59	733.55	1019.64
	增速	63.1%	50%	42%	39%
	毛利率	97.0%	97%	97%	97%
第三方产品	收入	21.59	25	30	35
	增速	79.5%	15.8%	20.0%	16.7%
	毛利率	38.6%	39%	39%	39%
合计	收入	1,003.60	1,370.49	1,824.55	2,391.50
	增速	42.5%	36.6%	33.1%	31.1%
	毛利率	95.8%	95.9%	96.0%	96.2%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.01 元、1.31 元、1.67 元，对应 PE 分别为 68 倍、52 倍、41 倍，未来三年归母净利润将保持 30.4%的复合增长率。考虑到公司为协同管理软件市场龙头，且积极向云转型打开成长空间，我们长期看好公司发展。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002153.SZ	石基信息	32.80	0.43	0.51	0.62	0.76	76.28	64.31	52.90	43.16
002410.SZ	广联达	35.88	0.39	0.39	0.52	0.7	84.10	84.10	63.08	46.86
002405.SZ	四维图新	14.88	0.37	0.22	0.27	0.34	40.22	67.64	55.11	43.76
300579.SZ	数字认证	28.01	0.72	0.56	0.78	1.13	20.67	26.57	19.08	13.17
002230.SZ	科大讯飞	31.93	0.26	0.39	0.59	0.86	122.81	81.87	54.12	37.13
平均							68.81	64.90	48.86	36.82

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1003.60	1370.49	1824.55	2391.50	净利润	108.19	144.20	187.24	239.68
营业成本	42.19	55.61	72.14	92.04	折旧与摊销	13.13	8.81	8.81	8.81
营业税金及附加	6.80	10.96	14.60	19.13	财务费用	-23.33	-4.32	-5.87	-7.73
销售费用	718.44	966.20	1282.66	1678.83	资产减值损失	19.40	10.00	10.00	10.00
管理费用	84.36	280.95	370.38	483.08	经营营运资本变动	160.88	199.36	189.64	262.25
财务费用	-23.33	-4.32	-5.87	-7.73	其他	-78.52	-20.00	-18.00	-21.00
资产减值损失	19.40	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	199.75	338.05	371.83	492.01
投资收益	9.27	10.00	10.00	10.00	资本支出	-6.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-482.64	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	84.00	100.00	120.00	投资活动现金流净额	-489.29	10.00	10.00	10.00
营业利润	107.56	145.09	190.64	246.13	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.84	7.50	7.50	7.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	114.40	152.59	198.14	253.63	股权融资	27.01	0.00	0.00	0.00
所得税	6.21	8.39	10.90	13.95	支付股利	-10.39	-22.90	-30.52	-39.63
净利润	108.19	144.20	187.24	239.68	其他	-27.02	3.67	5.87	7.73
少数股东损益	-6.30	-8.40	-10.91	-13.96	筹资活动现金流净额	-10.39	-19.22	-24.65	-31.90
归属母公司股东净利润	114.49	152.60	198.15	253.65	现金流量净额	-299.93	328.82	357.18	470.11
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	796.18	1125.00	1482.18	1952.29	成长能力				
应收和预付款项	351.52	454.27	597.14	767.89	销售收入增长率	42.51%	36.56%	33.13%	31.07%
存货	13.29	17.52	20.73	28.00	营业利润增长率	21.53%	34.89%	31.40%	29.11%
其他流动资产	66.61	90.97	121.10	158.73	净利润增长率	25.92%	33.29%	29.85%	28.01%
长期股权投资	189.20	189.20	189.20	189.20	EBITDA 增长率	0.01%	53.62%	29.42%	27.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	131.83	124.45	117.06	109.68	毛利率	95.80%	95.94%	96.05%	96.15%
无形资产和开发支出	6.13	5.46	4.78	4.10	三费率	77.67%	90.68%	90.28%	90.08%
其他非流动资产	52.88	52.13	51.38	50.63	净利率	10.78%	10.52%	10.26%	10.02%
资产总计	1607.64	2058.99	2583.57	3260.52	ROE	14.47%	16.61%	18.27%	19.56%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.73%	7.00%	7.25%	7.35%
应付和预收款项	771.51	1074.07	1407.31	1842.49	ROIC	-49.19%	-49.63%	-40.56%	-36.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.70%	10.91%	10.61%	10.34%
其他负债	88.40	116.54	151.16	192.87	营运能力				
负债合计	859.91	1190.61	1558.47	2035.37	总资产周转率	0.69	0.75	0.79	0.82
股本	102.52	151.72	151.72	151.72	固定资产周转率	7.89	10.70	15.12	21.11
资本公积	277.47	228.27	228.27	228.27	应收账款周转率	16.29	15.74	15.99	15.72
留存收益	426.03	555.73	723.36	937.38	存货周转率	3.38	3.61	3.58	3.56
归属母公司股东权益	724.09	853.14	1020.77	1234.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.85%	—	—	—
少数股东权益	23.64	15.24	4.33	-9.63	资本结构				
股东权益合计	747.73	868.38	1025.10	1225.16	资产负债率	53.49%	57.82%	60.32%	62.42%
负债和股东权益合计	1607.64	2058.99	2583.57	3260.52	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.43	1.42	1.43	1.43
					速动比率	1.41	1.40	1.41	1.41
					股利支付率	9.07%	15.01%	15.40%	15.62%
					每股指标				
					每股收益	0.75	1.01	1.31	1.67
					每股净资产	4.77	5.62	6.73	8.14
					每股经营现金	1.32	2.23	2.45	3.24
					每股股利	0.07	0.15	0.20	0.26
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	97.37	149.58	193.58	247.22					
PE	90.00	67.53	52.00	40.63					
PB	14.23	12.08	10.09	8.35					
PS	10.27	7.52	5.65	4.31					
EV/EBITDA	62.87	61.07	45.34	33.60					
股息率	0.10%	0.22%	0.30%	0.38%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn