

公司研究

收入增速逐季回升，整体费用率进一步下降

——泛微网络（603039.SH）2020 年年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报：20 年收入为 14.82 亿元，同增 15.27%；归母净利润为 2.30 亿元，同增 64.28%；扣非后归母净利润为 1.39 亿元，同增 25.27%；经营性现金流净额为 3.05 亿元，同增 28.08%，各项财务指标稳健向好。

收入增速逐步回升，利润增速超预期：全年收入增长 15.27%，其中 Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别增长-1.98%、10.78%、18.88%和 23.01%，疫情影响逐步减弱，收入增速逐步回升；分业务板块看，软件产品增长 0.96%至 7.41 亿元，其中 e-cology 和 e-office 分别增长 1%和-4%；受益于老客户贡献收入占比提升和云业务拓展顺利，技术服务收入增长 34.13%至 6.96 亿元，收入占比进一步提升至 47%。全年整体毛利率小幅下降 0.88 个百分点至 95.38%，主要是因为外包服务成本、第三方产品随业务增长而大幅增长。20 年公司期间费用率、销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率相比 19 年同期变化-3.66、-2.75、-1.41、0.50 和-0.01 个百分点，整体费用率稳步下降，其中研发费用率增长明显，公司持续加大研发投入以提升产品竞争力。20 年归母净利润增长远高于收入增速，主要是处置长期股权投资带来的投资收益大幅增长和公司费用率大幅减少。

通过协议转让引入腾讯战略入股，双方合作进一步深化：2020 年 7 月，腾讯产业基金受让公司 5%股份，成为公司第一大机构股东。从业务合作到战略入股，公司与腾讯的合作进一步深化，为公司提升在市场推广和技术研发方面的能力起到了积极的推动作用，巨头的进入有望进一步加大行业的集中度。此外，2021 年度，公司将配合企业微信推出 SAAS 平台的增值应用，未来二者合作值得期待。

与契约锁协同效应进一步显现：参股子公司巨岩网络（公司持股 33.3%）深耕企业服务市场，提供契约锁电子合同公有云端 SaaS 平台、私有化部署电子合同管理平台、最小化电子签章系统、智能印控管理系统、防伪打印一体化解决方案。双方业务具备明显的协同效应，巨岩网络通过与公司各产品线实现集成应用，可以共同为组织提供全程数字化解决方案，双方合作推销取得良好的效果，2020 年巨岩网络实现收入 6050 万元，同比大幅增长 216.26%。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司利润增长超预期，上调公司 21-22 年归母净利润预测分别为 2.80 和 3.58 亿元（上调幅度分别为 12.00%和 12.25%），同时预计公司 23 年归母净利润为 4.54 亿元。我们看好腾讯入股对公司业务拓展带来的助力、公司作为 OA 龙头企业营收增速快于行业增速、e-cology 受益潜在客户数量增长和云业务加速发展带来估值提升，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业增速不及预期，云 OA 推广不及预期，双方合作不及预期，市场整体估值水平下降。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,286	1,482	1,883	2,400	3,007
营业收入增长率	28.14%	15.27%	27.03%	27.47%	25.27%
净利润（百万元）	140	230	280	358	454
净利润增长率	22.05%	64.28%	22.07%	27.64%	26.85%
EPS（元）	0.92	1.07	1.31	1.67	2.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.52%	17.04%	15.49%	16.81%	17.93%
P/E	94	81	66	52	41
P/B	14.6	13.8	10.3	8.7	7.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-30

增持（维持）

当前价：86.85 元

作者

分析师：姜国平

执业证书编号：S0930514080007

021-52523857

jianggp@ebcn.com

分析师：万义麟

执业证书编号：S0930519080001

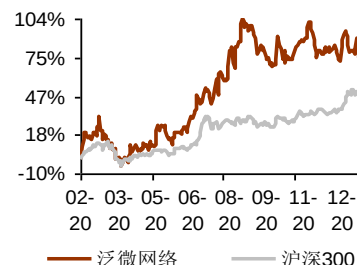
021-52523859

wanyilin@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.17
总市值(亿元):	188.62
一年最低/最高(元):	50.38/109.59
近 3 月换手率:	15.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.16	-13.61	23.77
绝对	-5.82	-13.98	62.44

资料来源：Wind

相关研报

收入增长符合预期，各项财务指标稳健增长——泛微网络（603039.SH）2020 年三季报点评（2020-10-29）

收入增速逐步回升，业绩基本符合预期——泛微网络（603039.SH）2020 年中报点评（2020-08-27）

与腾讯合作进一步深化，OA 龙头竞争力进一步加强——泛微网络（603039.SH）腾讯入股点评（2020-07-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,286	1,482	1,883	2,400	3,007
营业成本	48	69	85	107	132
折旧和摊销	14	14	17	25	34
税金及附加	6	7	9	11	14
销售费用	910	1,008	1,280	1,625	2,033
管理费用	87	80	101	129	162
研发费用	166	199	244	310	388
财务费用	-26	-31	-44	-51	-69
投资收益	-8	38	15	15	15
营业利润	137	244	298	380	482
利润总额	143	250	305	389	493
所得税	3	20	25	32	40
净利润	139	229	280	357	453
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	140	230	280	358	454
EPS(按最新股本计)	0.92	1.07	1.31	1.67	2.12

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	238	305	420	513	628
净利润	140	230	280	358	454
折旧摊销	14	14	17	25	34
净营运资金增加	214	29	275	81	20
其他	-129	32	-153	48	120
投资活动产生现金流	-182	-410	-64	-63	-71
净资本支出	-46	-67	-71	-78	-86
长期投资变化	252	225	0	0	0
其他资产变化	-388	-568	7	15	15
融资活动现金流	-17	257	61	12	19
股本变化	49	62	3	0	0
债务净变化	0	164	-164	0	0
无息负债变化	139	203	254	362	419
净现金流	40	152	417	462	576

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	96.3%	95.4%	95.5%	95.5%	95.6%
EBITDA 率	10.9%	13.5%	13.8%	14.3%	14.5%
EBIT 率	9.6%	12.4%	12.8%	13.2%	13.4%
税前净利润率	11.1%	16.8%	16.2%	16.2%	16.4%
归母净利润率	10.9%	15.5%	14.9%	14.9%	15.1%
ROA	7.2%	8.5%	8.6%	9.1%	9.5%
ROE (摊薄)	15.5%	17.0%	15.5%	16.8%	17.9%
经营性 ROIC	12.1%	16.2%	16.1%	19.3%	23.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	50%	45%	46%	47%
流动比率	1.46	1.85	1.87	1.84	1.84
速动比率	1.45	1.84	1.85	1.83	1.83
归母权益/有息债务	-	8.19	-	-	-
有形资产/有息债务	-	16.31	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,926	2,713	3,264	3,944	4,767
货币资金	960	1,619	2,035	2,497	3,073
交易性金融资产	0	16	16	16	16
应收帐款	114	102	125	158	195
应收票据	4	9	11	14	18
其他应收款 (合计)	18	13	17	22	27
存货	11	18	22	28	34
其他流动资产	60	28	32	37	43
流动资产合计	1,460	2,227	2,716	3,344	4,115
其他权益工具	1	0	0	0	0
长期股权投资	252	225	225	225	225
固定资产	130	90	168	238	303
在建工程	41	102	78	60	47
无形资产	26	19	18	18	18
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	8	8	8
非流动资产合计	466	486	548	600	652
总负债	999	1,366	1,455	1,817	2,237
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	238	312	342	428	529
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	600	1	1	1	2
其他流动负债	0	64	193	361	558
流动负债合计	998	1,200	1,454	1,816	2,236
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	164	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1	165	1	1	1
股东权益	928	1,347	1,809	2,127	2,530
股本	152	214	217	217	217
公积金	309	428	666	667	667
未分配利润	491	678	898	1,216	1,620
归属母公司权益	901	1,347	1,809	2,127	2,531
少数股东权益	27	0	0	0	-1

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	70.72%	67.97%	67.97%	67.70%	67.60%
管理费用率	6.79%	5.38%	5.38%	5.38%	5.38%
财务费用率	-2.06%	-2.07%	-2.33%	-2.14%	-2.30%
研发费用率	12.94%	13.44%	12.95%	12.90%	12.90%
所得税率	2%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.15	0.18	0.23	0.30
每股经营现金流	1.57	1.43	1.96	2.40	2.94
每股净资产	5.94	6.30	8.46	9.95	11.83
每股销售收入	8.48	6.93	8.81	11.22	14.06

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	94	81	66	52	41
PB	14.6	13.8	10.3	8.7	7.3
EV/EBITDA	96.5	92.8	71.2	53.2	41.0
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE