

业绩增长稳健，净利率水平进一步提升

投资要点

- **业绩总结:** 2020 年, 公司实现营业收入 14.8 亿元, 同比增长 15.3%; 实现归母净利润 2.3 亿元, 同比增长 64.3%; 经营活动产生的现金流净额 3.0 亿元, 同比增加 28.1%
- **公司营业收入稳步增长, 净利率水平进一步提升。** 2020 年, 1) 收入端: 公司营业收入同比增长 15.3%。分业务来看, 公司软件产品收入达 7.4 亿元, 同比增长 1%, ; 技术服务业务收入为 7 亿元, 同比增长 34.1%, 主要因为受益于老客户贡献收入占比提升和云业务拓展顺利; 第三方产品业务收入为 0.4 亿元, 同比增长在 32.4%。2) 利润端: 公司归母净利润同比增长 64.3%, 其中 Q4 单季度归母净利润同比增长约 122%, 带动全年净利润大幅增长。公司毛利率为 95.4%, 同比下降 0.9pp, 主要因为第三方产品业务毛利率明显下降; 净利率为 15.5%, 同比增长 4.7pp。3) 费用端: 2020 年, 公司销售费用率为 68.0%, 同比下降 2.8pp; 管理费用率为 5.4%, 同比下降 1.4pp; 研发费用率为 13.4%, 同比增长 0.5pp, 公司研发投入 2 亿元, 持续保持较高水平。整体来看, 公司期间费用率稳步下降。
- **腾讯成为公司第一大机构股东, 公司生态有望持续优化。** 2020 年 7 月, 腾讯通过协议转让方式获得公司 5% 股权, 成为公司第一大机构股东。双方加强了在解决方案共研及联合推广方面的合作, 通过与腾讯企业微信的战略合作, 研发基于组织内外协同的系统应用场景, 进行应用模式的拓展; 基于腾讯企业微信的用户连接能力及通讯能力, 打造跨组织应用的内外协同解决方案, 将应用场景从组织内部延伸至系统用户组织的上下游及外部生态圈。此外, 双方通过共享客户、渠道、品牌、信息方面的资源, 拓展了业务商机, 增强市场影响力。此外, 2021 年度, 公司将配合腾讯企业微信推出 SAAS 平台的增值应用, 双方合作未来值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年公司的 EPS 分别为 1.09 元、1.28 元、1.60 元, 未来三年归母净利润复合增长率有望达到 15% 左右。考虑到公司为国内 OA 龙头企业、公司云业务加速发展催化估值提升、腾讯入股对公司业务未来发展赋能, 我们对公司长期看好。基于此, 我们给予公司 2021 年 95 倍 PE, 对应目标价格 103.48 元。首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 客户需求不及预期、OA 市场竞争激烈、核心人员流失等。

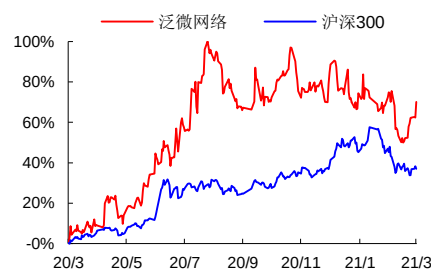
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1482.40	1983.25	2513.08	3153.38
增长率	15.27%	33.79%	26.72%	25.48%
归属母公司净利润 (百万元)	229.55	236.56	278.76	347.98
增长率	64.28%	3.06%	17.84%	24.83%
每股收益 EPS (元)	1.06	1.09	1.28	1.60
净资产收益率 ROE	17.03%	15.91%	16.16%	17.19%
PE	86	84	71	57
PB	14.68	13.30	11.46	9.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
 执业证号: S1250517050002
 电话: 021-58351932
 邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

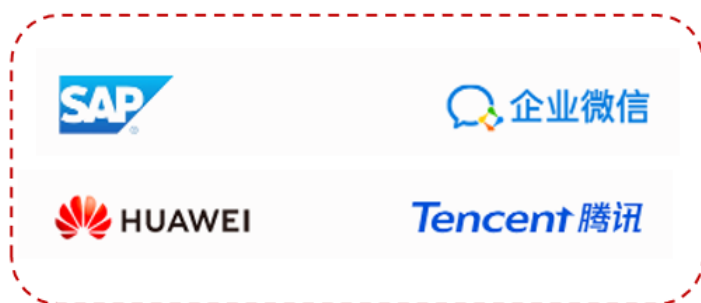
总股本(亿股)	2.17
流通 A 股(亿股)	2.14
52 周内股价区间(元)	58.57-107.07
总市值(亿元)	197.68
总资产(亿元)	27.13
每股净资产(元)	6.05

相关研究

1 公司是国内协同办公领域的龙头企业

泛微网络成立于 2001 年，自成立后专注于协同管理软件领域，帮助组织构建统一的数字化办公平台。通过数十年的技术沉淀，公司的集成引擎已连通数百种管理信息系统便于客户内部信息孤岛的打通，公司的低代码开发平台可灵活构建各类应用场景让客户的管理思想快速变成系统应用。二十年来，公司已成功帮助全国 5 万多家客户建设了移动办公平台；目前公司在全国设有 200 多家分支机构，同时在新加坡等海外地区也已逐步设立服务网点。2020 年，腾讯战略投资泛微，企业微信+泛微联手打造了“以客户为中心”的内外协同数字化办公平台，通过企业微信与微信互通能力消除组织内外部连接屏障，让更多组织真正享受到内外协同带来的高效与便捷。

图 1：公司重要生态联盟



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司目前拥有自主知识产权的协同管理软件产品系列有：面向大中型企业的平台型产品 e-cology、面向中小型企业的应用型产品 e-office、一体化的移动办公云 OA 平台 eteams、面向政府单位的数字化政务办公平台 e-nation、电子签章及印控平台。

（1）面向大中型组织：移动办公 OA 应用的 e-cology 产品

e-cology 产品以组织行为管理为核心，面向组织结构中的各个参与者，为组织打造基于互联网的、覆盖全组织的、统一的全程电子化移动协同办公平台，打造协同高效的组织管理环境。e-cology 主要面向广泛的大中型客户群体，用于解决复杂组织的深度应用，因此对系统在稳定性、集成性、扩展性、灵活性等方面要求都比较高；该产品强调通用性和模块化，能够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。

（2）面向中小型组织：移动办公 OA 应用的 e-office 产品

e-office 产品是高度产品化的协同移动办公软件，主要包括知识类管理、流程协助类管理、行政类管理等三大类数十个功能模块。该产品针对中小型客户需求特点，实行通用化的产品设计，在功能上全面普及网络办公、实现对组织人员事务的统一有效管理、加强信息共享和人员沟通，有效提升组织的办公效率和管理水平。

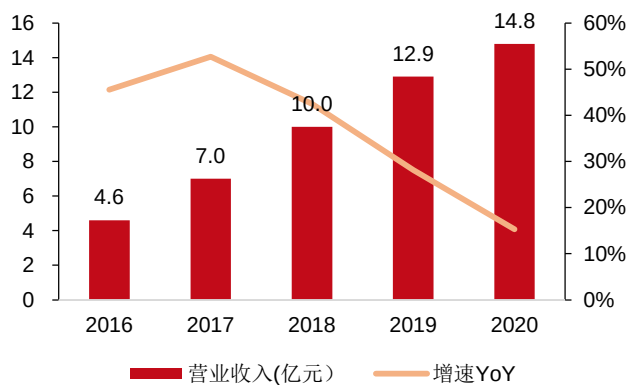
（3）基于 SAAS 云架构：移动办公云 OA-eteams 产品

移动办公云服务平台（eteams）是公司结合移动互联技术、公有云技术和社交应用技术开发的新产品。eteams 由云端部署及运营，所有用户均通过登录统一的云端入口进行日常

办公协助操作。该产品线主要通过收取年费的方式获得收入，产品的营销及服务模式以互联网在线的方式为主。

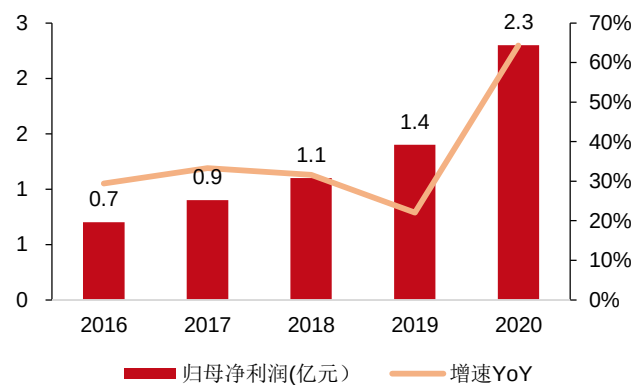
近五年营收增长稳健，2020 年净利润增速回暖。回顾过去几年公司的业绩情况，1) 收入端：2016-2020 年，公司营业收入由 4.6 亿元增长至 14.8 亿元，复合增长率超 33%；其中 2020 年同比增长 15.3%。2) 利润端：2016-2020 年，公司归母净利润由 0.7 亿元增长至 2.3 亿元，复合增长率约为 34%；2020 年公司净利润同比增长 64.3%；归母净利润增长远高于收入增速，主要因为公司处置长期股权投资带来的投资收益出现大幅增长，以及公司费用率大幅减少。

图 2：公司近五年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

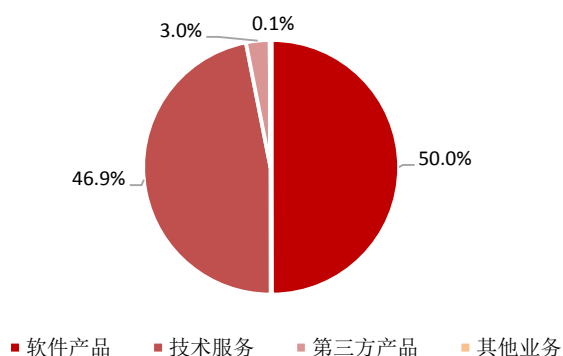
图 3：公司近五年净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

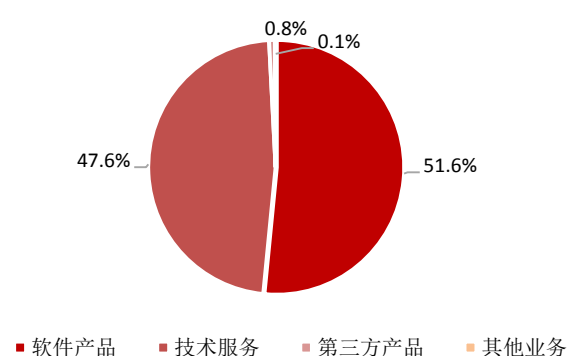
公司主营业务包括软件产品、技术服务、第三方产品、其他业务。从营收结构来看，2020 年，公司软件产品收入达 7.4 亿元，同比增长 1%，营业收入占比 50%，是公司收入的主要来源；技术服务业务收入为 7 亿元，同比增长 34.1%（主要因为受益于老客户贡献收入占比提升和云业务拓展顺利），营收占比为 47%；第三方产品业务收入为 0.4 亿元，同比增长在 32.4%，收入占比为 3%。从毛利结构来看，2020 年，公司主要业务中，软件产品毛利率为 98.4%，毛利占比为 51.6%；技术服务业务毛利率为 96.8%，毛利占比为 47.6%；第三方产品业务毛利率为 24.3%，毛利占比为 0.8%。2020 年，公司第三方产品毛利率下降明显，主要因为该业务增长，代采购的第三方产品成本增长所致。

图 4：公司 2020 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

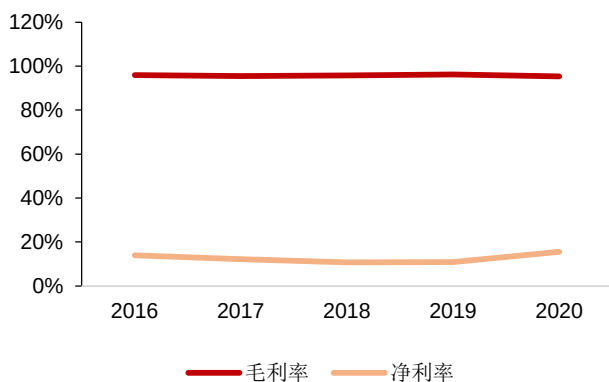
图 5：公司 2020 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

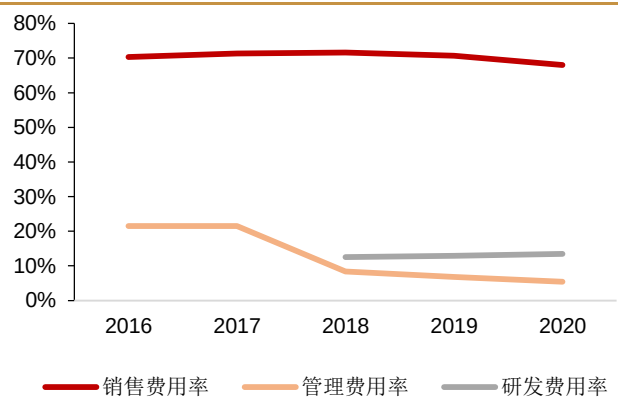
公司毛利率水平相对稳定，净利率出现上行趋势。1) 利润率方面：2020 年，公司毛利率为 95.4%，同比下降 0.9pp；净利率为 15.5%，同比增长 4.7pp，主要由于公司的期间费用率有所下降。2020 年上半年，公司毛利率为 41.1%，同比下降 5.9pp；净利率为 4.8%，同比下降 10.9pp。2) 费用率方面：2020 年，公司销售费用率为 68.0%，同比下降 2.8pp；管理费用率为 5.4%，同比下降 1.4pp；研发费用率为 13.4%，同比增长 0.5pp，主要因为公司为了提升产品竞争力，持续提升研发投入。2020 年，整体来看，公司的费用率在稳步下降。

图 6：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：近几年公司软件产品维持了较高的增长速度，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。随着公司在产品方面七大引擎的研发以提高产品的易用性、灵活性和可维护性，我们预计 2021-2023 年，公司该业务仍会在企业客户的高需求驱动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，2018-2020 年该业务收入增速均保持 50% 以上。公司软件配套的技术服务受益于软件业务的增长将保持同步增长，叠加同时云产品 eteams 的逐步放量，两者将共同助推技术服务业务快速增长。我们预计，2021-2023 年，公司技术服务业务占比将稳步提升，有望增至 57% 左右。

假设 3：公司其他业务体量较小，还未形成规模化营收，对公司整体业绩影响甚微。因此，我们预计未来三年公司其他业务板块仍对公司整体经营影响较小，故给予其一个稳定数值。

假设 4：近几年，公司软件产品和技术服务业务的毛利率相对稳定，分别稳定在 98% 和 97% 左右。基于此，我们假设在 2021-2023 年，公司软件产品和技术服务业务的成本端仍保持稳定状态。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
软件产品	收入	740.9	928.3	1081.5	1252.4
	增速	15.1%	25.3%	16.5%	15.8%
	毛利率	98.4%	98.4%	98.2%	98.2%
技术服务	收入	695.5	991.1	1346.0	1790.1
	增速	50.6%	42.5%	35.8%	33.0%
	毛利率	96.8%	97.2%	97.0%	97.0%
第三方产品	收入	44.5	62.4	84.2	109.4
	增速	55.8%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	24.3%	30.8%	31.0%	31.5%
其他业务	收入	1.4	1.4	1.4	1.4
	增速	-	-	-	-
	毛利率	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	1482.4	1983.3	2513.1	3153.4
	增速	15.3%	33.8%	26.7%	25.5%
	毛利率	95.8%	96.0%	96.1%	96.2%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取四家主流可比公司，分别是广联达、用友网络、科大讯飞、卫宁健康。Wind 一致预期显示，2021 年四家公司平均 PE 为 94 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司的 EPS 分别为 1.09 元、1.28 元、1.60 元，未来三年归母净利润复合增长率有望达到 15% 左右。考虑到公司为国内 OA 龙头企业、公司云业务加速发展催化估值提升、腾讯入股对公司业务未来发展赋能，我们对公司长期看好。基于此，我们给予公司 2021 年 95 倍 PE，对应目标价格 103.48 元。首次覆盖，给予“持有”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）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002410	广联达	66.39	0.21	0.28	0.55	0.80	163.13	282.59	121.24	83.27
600588	用友网络	35.71	0.47	0.30	0.33	0.44	60.11	145.13	107.10	81.51
002230	科大讯飞	48.33	0.37	0.54	0.73	0.99	92.54	89.32	66.65	49.00
002153	石基信息	29.53	0.34	0.18	0.36	0.48	113.35	162.74	81.12	60.95
平均值							107.28	169.95	94.03	68.68

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.03.31 收盘）

3 风险提示

客户需求不及预期、OA 市场竞争激烈、核心人员流失。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1482.40	1983.25	2513.08	3153.38	净利润	229.41	236.42	278.58	347.76
营业成本	68.51	79.55	97.78	119.13	折旧与摊销	16.72	6.36	6.36	6.36
营业税金及附加	7.06	9.14	11.71	14.64	财务费用	-30.63	0.16	0.20	0.25
销售费用	1007.63	1334.73	1696.33	2128.53	资产减值损失	-1.52	-2.47	-1.74	-1.95
管理费用	79.75	363.29	452.81	566.60	经营营运资本变动	112.42	-355.20	-52.15	98.95
财务费用	-30.63	0.16	0.20	0.25	其他	-21.47	-40.59	-29.23	-36.25
资产减值损失	-1.52	-2.47	-1.74	-1.95	经营活动现金流净额	304.92	-155.33	202.03	415.12
投资收益	38.14	43.06	32.97	37.20	资本支出	-40.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-369.66	61.28	45.82	49.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-410.40	61.28	45.82	49.96
营业利润	244.06	241.92	288.96	363.37	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.60	8.91	7.31	7.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	249.66	250.83	296.27	370.96	股权融资	161.05	0.00	0.00	0.00
所得税	20.25	14.42	17.69	23.19	支付股利	0.00	-37.79	-40.54	-48.47
净利润	229.41	236.42	278.58	347.76	其他	96.08	-72.86	-6.78	-8.04
少数股东损益	-0.14	-0.15	-0.17	-0.22	筹资活动现金流净额	257.13	-110.65	-47.32	-56.52
归属母公司股东净利润	229.55	236.56	278.76	347.98	现金流量净额	151.63	-204.70	200.53	408.57
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1618.60	1413.90	1614.43	2023.00	成长能力				
应收和预付款项	490.94	627.09	768.06	943.90	销售收入增长率	15.27%	33.79%	26.72%	25.48%
存货	17.75	20.61	23.33	29.86	营业利润增长率	77.96%	-0.88%	19.44%	25.75%
其他流动资产	99.38	53.00	62.89	74.83	净利润增长率	64.65%	3.06%	17.84%	24.83%
长期股权投资	224.50	224.50	224.50	224.50	EBITDA 增长率	81.27%	7.95%	18.95%	25.20%
投资性房地产	38.70	38.70	38.70	38.70	获利能力				
固定资产和在建工程	191.46	187.43	183.39	179.36	毛利率	95.38%	95.99%	96.11%	96.22%
无形资产和开发支出	18.55	16.79	15.03	13.26	三费率	71.29%	85.63%	85.53%	85.48%
其他非流动资产	12.84	-5.94	-19.36	-32.68	净利率	15.48%	11.92%	11.09%	11.03%
资产总计	2712.74	2576.09	2910.98	3494.74	ROE	17.03%	15.91%	16.16%	17.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.46%	9.18%	9.57%	9.95%
应付和预收款项	410.78	806.25	879.51	1136.44	ROIC	-291.99%	169.95%	61.20%	63.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.53%	12.53%	11.76%	11.73%
其他负债	955.13	283.59	307.18	334.72	营运能力				
负债合计	1365.91	1089.84	1186.68	1471.16	总资产周转率	0.64	0.75	0.92	0.98
股本	213.86	217.18	217.18	217.18	固定资产周转率	13.49	22.63	30.06	39.63
资本公积	348.06	344.74	344.74	344.74	应收账款周转率	13.72	15.59	14.62	14.72
留存收益	758.03	956.80	1195.02	1494.53	存货周转率	4.73	4.15	4.26	4.24
归属母公司股东权益	1346.82	1486.40	1724.62	2024.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.50%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.15	-0.32	-0.54	资本结构				
股东权益合计	1346.82	1486.25	1724.30	2023.59	资产负债率	50.35%	42.31%	40.77%	42.10%
负债和股东权益合计	2712.74	2576.09	2910.98	3494.74	带息债务/总负债	12.04%	15.09%	13.86%	11.18%
					流动比率	1.85	2.25	2.37	2.30
					速动比率	1.84	2.23	2.35	2.28
					股利支付率	0.00%	15.98%	14.54%	13.93%
					每股指标				
					每股收益	1.06	1.09	1.28	1.60
					每股净资产	6.20	6.84	7.94	9.32
					每股经营现金	1.40	-0.72	0.93	1.91
					每股股利	0.00	0.17	0.19	0.22
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	230.15	248.44	295.52	369.98					
PE	86.12	83.56	70.91	56.81					
PB	14.68	13.30	11.46	9.77					
PS	13.34	9.97	7.87	6.27					
EV/EBITDA	77.65	74.05	61.62	48.15					
股息率	0.00%	0.19%	0.21%	0.25%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn