

## 方正证券研究所证券研究报告

泛微网络(603039)

公司研究

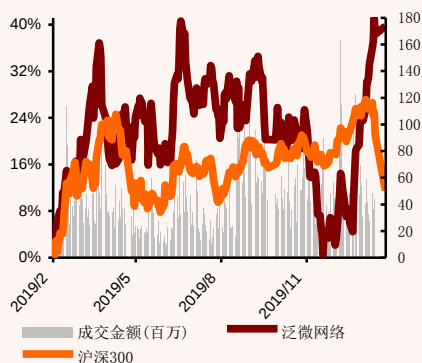
计算机行业

公司投资价值分析报告

2020.02.03/强烈推荐(维持)

分析师 方闻千  
执业证书编号: S1220517040005  
TEL:  
E-mail fangwenqian@foundersec.com  
分析师: 陈杭  
执业证书编号: S1220519110008  
TEL:  
E-mail chenhang@foundersec.com

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

泛微是国内协同办公市场行业龙头。从2001年成立起公司便专注于协同管理软件市场,经过持续18年的深耕细作,目前已经形成面向30多个行业86个细分领域的解决方案,服务企业客户超过30000家,协同办公生态系统的搭建逐渐完善。

协同办公市场竞争逐渐加剧,公司市场份额将持续提升。随着企业协同办公市场进入平稳增长期,行业竞争逐渐加剧,泛微、蓝凌、致远等头部厂商在品牌、渠道、产品等方面的优势正不断凸显,目前看行业集中度仍有较大的提升空间。中小企业市场,互联网协同办公平台阿里钉钉、企业微信等通过免费模式切入,面对头部厂商及互联网厂商的双重竞争,中小型OA厂商市场份额被挤压,行业正进入洗牌期。我们认为在未来较长时间内,受限于中大型客户对于OA深度应用、个性化的刚性需求,阿里钉钉及企业微信暂不会对公司的核心业务领域构成实质冲击。同时相对于竞争对手,泛微在高端客户市场具备较强的品牌优势和客户基础,结合公司独有的销售体系,目前已经在份额上和其他竞争对手初步拉开身位,未来优势有望进一步扩大。

大力推进OA全程电子化,电子签章是重点发力方向。公司通过与上海CA、契约锁的深度合作:增资上海CA,实现入口端CA与OA的集成,同时入股电子合同与电子印章平台契约锁,深度集成电子合同、电子签章与内部OA系统,为用户提供企业合同管理的全程电子化服务,公司未来将深度受益电子签章行业的快速发展趋势。

**投资逻辑:** 公司作为协同办公产业龙头,将持续受益行业集中度提升及办公全程电子化产业趋势,预计20/21年实现归母净利润1.9/2.6亿元,对应PE57X/44X。给予“强烈推荐”评级。  
**风险提示:** 行业竞争加剧;新业务拓展不达预期;募投项目进展不达预期的风险。

#### 盈利预测:

| 单位/百万     | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 1003.60 | 1337.55 | 1785.52 | 2374.91 |
| (+/-) (%) | 42.51   | 33.28   | 33.49   | 33.01   |
| 净利润       | 114.49  | 147.36  | 194.82  | 256.12  |
| (+/-) (%) | 31.64   | 28.71   | 32.21   | 31.46   |
| EPS(元)    | 0.75    | 0.97    | 1.28    | 1.69    |
| P/E       | 97.68   | 75.89   | 57.40   | 43.66   |

数据来源: wind 方正证券研究所

图表1：分产品收入预测表

| 分产品(万元)      | 2017     | 2018     | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|--------------|----------|----------|-------------|-------------|-------------|
| <b>软件产品</b>  |          |          |             |             |             |
| 收入           | 48106.0  | 63762.5  | 81424.7     | 102839.4    | 127829.4    |
| 收入增长         | 40.6%    | 32.6%    | 27.7%       | 26.3%       | 24.3%       |
| 毛利率          | 96.1%    | 97.1%    | 96.8%       | 96.5%       | 96.2%       |
| 毛利           | 46244.25 | 61911.83 | 78826.19329 | 99258.80968 | 123008.5643 |
| <b>技术服务</b>  |          |          |             |             |             |
| 收入           | 21112.8  | 34438.9  | 49075.4     | 71012.1     | 103038.6    |
| 收入增长         | 88.5%    | 63.3%    | 42.5%       | 44.7%       | 45.1%       |
| 毛利率          | 97.0%    | 97.0%    | 96.7%       | 96.4%       | 96.1%       |
| 毛利           | 20483.8  | 33396.27 | 47445.654   | 68447.89976 | 99019.94884 |
| <b>第三方产品</b> |          |          |             |             |             |
| 收入           | 1203.0   | 2158.7   | 3255.3      | 4700.7      | 6623.3      |
| 收入增长         | 67.8%    | 79.4%    | 50.8%       | 44.4%       | 40.9%       |
| 毛利率          | 38.5%    | 38.6%    | 38.5%       | 38.4%       | 38.2%       |
| 毛利           | 462.6    | 833.1    | 1252.5      | 1803.1      | 2533.0      |
| <b>合计</b>    |          |          |             |             |             |
| 营业收入         | 70421.8  | 100360.1 | 133755.4    | 178552.2    | 237491.2    |
| 收入增长         | 52.7%    | 42.5%    | 33.3%       | 33.5%       | 33.0%       |
| 毛利率          | 95.4%    | 95.8%    | 95.3%       | 94.9%       | 94.6%       |
| 毛利           | 67189.8  | 96141.2  | 127524.3    | 169509.8    | 224561.5    |

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2：可比公司估值表

| 代码      | 证券名称 | 股价     | EPS  |      |      | PE     |        |       |
|---------|------|--------|------|------|------|--------|--------|-------|
|         |      |        | 19E  | 20E  | 21E  | 19E    | 20E    | 21E   |
| 600588  | 用友网络 | 29.30  | 0.36 | 0.44 | 0.57 | 81.39  | 66.59  | 51.40 |
| 688111  | 金山办公 | 171.90 | 0.79 | 1.44 | 2.07 | 217.59 | 119.38 | 83.04 |
| 002410  | 广联达  | 38.22  | 0.35 | 0.49 | 0.72 | 109.20 | 78.00  | 53.08 |
| 可比公司平均值 |      |        |      |      |      | 136.06 | 87.99  | 62.51 |
| 603039  | 泛微网络 | 73.75  | 0.97 | 1.28 | 1.69 | 75.89  | 57.40  | 43.66 |

资料来源：Wind，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表          |                |                |                |                | 利润表             |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |                 | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
| <b>流动资产</b>    | <b>1227.60</b> | <b>1665.20</b> | <b>2272.61</b> | <b>3065.47</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1003.60</b> | <b>1337.55</b> | <b>1785.52</b> | <b>2374.91</b> |
| 现金             | 796.18         | 1092.47        | 1473.89        | 1974.19        | 营业成本            | 42.19          | 62.31          | 90.42          | 129.30         |
| 应收账款           | 77.15          | 75.73          | 104.60         | 136.80         | 营业税金及附加         | 6.80           | 9.36           | 12.50          | 16.62          |
| 其它应收款          | 10.80          | 10.15          | 14.22          | 18.47          | 营业费用            | 718.44         | 936.29         | 1249.87        | 1662.44        |
| 预付账款           | 260.90         | 379.55         | 554.99         | 790.58         | 管理费用            | 84.36          | 102.99         | 133.91         | 170.99         |
| 存货             | 13.29          | 17.58          | 25.94          | 36.78          | 财务费用            | -23.33         | -32.40         | -44.81         | -59.35         |
| 其他             | 69.27          | 89.73          | 98.97          | 108.65         | 资产减值损失          | 19.40          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>380.04</b>  | <b>387.76</b>  | <b>397.68</b>  | <b>413.03</b>  | 公允价值变动收益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 长期投资           | 206.45         | 216.45         | 231.45         | 251.45         | 投资净收益           | 9.27           | 10.00          | 15.00          | 20.00          |
| 固定资产           | 131.83         | 127.86         | 124.04         | 119.16         | <b>营业利润</b>     | <b>107.56</b>  | <b>143.50</b>  | <b>187.94</b>  | <b>246.79</b>  |
| 无形资产           | 13.65          | 15.34          | 14.08          | 14.31          | 营业外收入           | 6.95           | 10.00          | 15.00          | 20.00          |
| 其他             | 28.11          | 28.11          | 28.11          | 28.11          | 营业外支出           | 0.11           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>资产总计</b>    | <b>1607.64</b> | <b>2052.96</b> | <b>2670.29</b> | <b>3478.50</b> | <b>利润总额</b>     | <b>114.40</b>  | <b>153.50</b>  | <b>202.94</b>  | <b>266.79</b>  |
| <b>流动负债</b>    | <b>859.91</b>  | <b>1160.94</b> | <b>1587.51</b> | <b>2144.94</b> | 所得税             | 6.21           | 9.21           | 12.18          | 16.01          |
| 短期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>净利润</b>      | <b>108.19</b>  | <b>144.29</b>  | <b>190.76</b>  | <b>250.78</b>  |
| 应付账款           | 172.33         | 186.02         | 287.43         | 398.49         | 少数股东损益          | -6.30          | -3.07          | -4.06          | -5.34          |
| 其他             | 687.58         | 974.92         | 1300.08        | 1746.44        | <b>归属母公司净利润</b> | <b>114.49</b>  | <b>147.36</b>  | <b>194.82</b>  | <b>256.12</b>  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | EBITDA          | 39.48          | 77.39          | 100.34         | 135.17         |
| 长期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EPS (元)         | 0.75           | 0.97           | 1.28           | 1.69           |
| 其他             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |                 |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>    | <b>859.91</b>  | <b>1160.94</b> | <b>1587.51</b> | <b>2144.94</b> | <b>主要财务比率</b>   | <b>2018</b>    | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2021E</b>   |
| 少数股东权益         | 23.64          | 20.57          | 16.51          | 11.18          | <b>成长能力</b>     |                |                |                |                |
| 股本             | 102.52         | 151.64         | 151.64         | 151.64         | 营业收入            | 0.43           | 0.33           | 0.33           | 0.33           |
| 资本公积           | 277.47         | 228.35         | 228.35         | 228.35         | 营业利润            | 0.22           | 0.33           | 0.31           | 0.31           |
| 留存收益           | 426.03         | 573.39         | 768.21         | 1024.33        | 归属母公司净利润        | 0.32           | 0.29           | 0.32           | 0.31           |
| 归属母公司股东权益      | 724.09         | 871.45         | 1066.27        | 1322.39        | <b>获利能力</b>     |                |                |                |                |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1607.64</b> | <b>2052.96</b> | <b>2670.29</b> | <b>3478.50</b> | 毛利率             | 0.96           | 0.95           | 0.95           | 0.95           |
|                |                |                |                |                | 净利率             | 0.11           | 0.11           | 0.11           | 0.11           |
| <b>现金流量表</b>   | <b>2018</b>    | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2021E</b>   | ROE             | 0.16           | 0.17           | 0.18           | 0.19           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>199.75</b>  | <b>295.31</b>  | <b>373.55</b>  | <b>488.38</b>  | ROIC            | -0.10          | -0.15          | -0.13          | -0.13          |
| 净利润            | 108.19         | 144.29         | 190.76         | 250.78         | <b>偿债能力</b>     |                |                |                |                |
| 折旧摊销           | 13.13          | 11.30          | 12.21          | 12.73          | 资产负债率           | 0.53           | 0.57           | 0.59           | 0.62           |
| 财务费用           | -22.66         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 净负债比率           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 投资损失           | -9.27          | -10.00         | -15.00         | -20.00         | 流动比率            | 1.43           | 1.43           | 1.43           | 1.43           |
| 营运资金变动         | 96.00          | 159.72         | 200.58         | 264.87         | 速动比率            | 1.41           | 1.42           | 1.42           | 1.41           |
| 其他             | 14.36          | -10.00         | -15.00         | -20.00         | <b>营运能力</b>     |                |                |                |                |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-489.29</b> | <b>0.98</b>    | <b>7.87</b>    | <b>11.92</b>   | 总资产周转率          | 0.69           | 0.73           | 0.76           | 0.77           |
| 资本支出           | -42.06         | 0.98           | 7.87           | 11.92          | 应收账款周转率         | 16.29          | 17.50          | 19.80          | 19.68          |
| 长期投资           | -102.31        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 应付账款周转率         | 6.96           | 7.47           | 7.54           | 6.92           |
| 其他             | -344.92        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>每股指标(元)</b>  |                |                |                |                |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-10.39</b>  | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | 每股收益            | 0.75           | 0.97           | 1.28           | 1.69           |
| 短期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 每股经营现金          | 1.32           | 1.47           | 1.86           | 2.43           |
| 长期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 每股净资产           | 4.78           | 4.34           | 5.31           | 6.59           |
| 普通股增加          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>估值比率</b>     |                |                |                |                |
| 资本公积增加         | 0.00           | 0.14           | 0.14           | 0.14           | P/E             | 97.68          | 75.89          | 57.40          | 43.66          |
| 其他             | -10.39         | -0.14          | -0.14          | -0.14          | P/B             | 15.44          | 16.99          | 13.89          | 11.20          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-299.93</b> | <b>296.28</b>  | <b>381.42</b>  | <b>500.30</b>  | EV/EBITDA       | 171.33         | -14.12         | -14.69         | -14.61         |

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本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或期权并进行证券或期权交易, 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。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

|         | 北京                                                              | 上海                                                              | 深圳                                                              | 长沙                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址:     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)                                  | 上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)                               | 深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)                                | 长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)                                  |
| 网址:     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail: | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |