

泛微网络 (603039.SH)

短期增速或承压，业务持续良性发展

核心观点：

- 公司发布 19 年年报。19 年全年：营业收入为 12.86 亿，同比增长 28.14%；归母净利润为 1.40 亿，同比增长 22.05%；扣非归母净利润为 1.11 亿，同比增长 17.13%。19Q4：营业收入为 5.01 亿，同比增加 31.47%；归母净利润为 6814.80 万，同比增加 23.28%；扣非净利润为 5906.66 万，同比增加 30.57%。
- 财务情况说明：19 年营收分业务来看：（1）软件产品收入 7.34 亿，同比增长 15.09%；（2）技术服务收入 5.18 亿，同比增长 50.58%。技术服务收入增速高于软件产品，收入规模逐步追赶软件产品，反映客户二次开发等定制化需求旺盛（单个项目中若服务金额占比高则收入计入技术服务），产品应用在持续深化。
- 预收款项 6.0 亿元，同比增长 13.2%。增速较 18 年有所放缓。或预示受整体经济大环境影响，20 年收入增速可能会有所放缓。
- 应收账款 1.14 亿元，同比增长 47.74%。经营活动产生的现金流量净额为 0.72 亿元，同比下滑 64.07%。经营性现金流表现不及上一年。
- 公司目前全国九大区域已建立超过 300 个服务团队，2018 年年报数据是团队数量超过 200 个，服务团队是公司项目拓展和实施的的主力军，服务团队数量快速增长是验证公司业务良性发展的额重要指标。
- 预计 20-22 年业绩分别为 1.15、1.48、1.87 元/股。公司系国内协同办公软件优质企业，行业渗透率不断提升，公司有望保持快速发展，对比同为企业信息化软件提供商的用友网络，予以公司 20 年 74 倍 PE，合理价值为 81.2 元/股，维持“增持”评级。
- 风险提示：下游支出意愿降低影响收入增速，市场竞争加剧，云产品拓展不理想，行业市场天花板的风险。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,004	1,286	1,589	2,037	2,581
增长率(%)	42.5	28.1	23.6	28.2	26.7
EBITDA(百万元)	39	85	70	114	149
归母净利润(百万元)	114	140	174	225	284
增长率(%)	31.6	22.1	24.5	29.3	26.3
EPS（元/股）	1.12	0.92	1.15	1.48	1.87
市盈率（P/E）	64.74	63.48	65.36	50.56	40.02
市净率（P/B）	10.24	9.85	10.63	8.79	7.20
EV/EBITDA	167.56	93.32	144.69	85.58	62.25

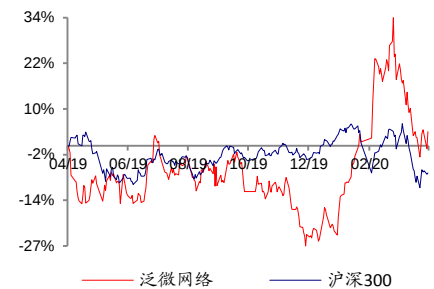
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	74.98 元
合理价值	85.1 元
前次评级	增持
报告日期	2020-03-31

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：

庞倩倩



SAC 执证号：S0260519010004

SFC CE No. BON635



021-60750605



pangqianqian@gf.com.cn

相关研究：

泛微网络 (603039.SH)：预收 2019-08-28

款增速有所下滑，营销服务体

系建设加速

一、公司主要财务指标

（一）19 全年财务指标

公司2019年营业收入为12.86亿，同比增长28.14%；归母净利润为1.40亿，同比增长22.05%；扣非归母净利润为1.11亿，同比增长17.13%。

19年营收分业务来看：（1）软件产品收入7.34亿，同比增长15.09%；（2）技术服务收入5.18亿，同比增长50.58%。技术服务收入增速高于软件产品，收入规模逐步追赶软件产品，反映客户二次开发等定制化需求旺盛（单个项目中若服务金额占比高则收入计入技术服务），产品应用在持续深化。

综合毛利率为96.26%，相比上一年同期增加0.46个百分点。其中软件产品毛利率增加1.11个百分点；技术服务毛利率增加0.47个百分点；第三方产品毛利率下滑3.07个百分点。

销售费用率同比下滑0.86个百分点，管理费用率（不包含研发费用）增加11.32个百分点。

研发支出为1.66亿，占营业收入的12.9%，研发支出同比增长32.62%。研发支出全部费用化。

预收款项6.0亿元，同比增长13.2%。增速较18年有所放缓。或预示受整体经济大环境影响，20年收入增速可能会有所放缓。

应收账款1.14亿元，同比增长47.74%。经营活动产生的现金流量净额为0.72亿元，同比下滑64.07%。经营性现金流表现不及上一年。

公司目前全国九大区域已建立超过 300 个服务团队，2018年年报数据是团队数量超过200个，服务团队是公司项目拓展和实施的主力军，服务团队数量快速增长是验证公司业务良性发展的额重要指标。

表1：年报财务数据

主要财务指标（亿元）	2019	2018	2017
营业收入	12.86	10.04	7.04
营业成本	0.48	0.42	0.32
销售费用	9.10	7.18	5.03
管理费用（不含研发费用）	2.54	0.84	0.61
研发费用	1.66	1.25	0.90
财务费用	-0.26	-0.23	-0.01
资产减值损失	0.00	0.19	0.03
投资净收益	-0.08	0.09	0.22
其他收益	0.55	0.68	0.56
归母净利润	1.40	1.14	0.87
扣非后归母净利润	1.11	0.94	0.66
YOY（%）	2019	2018	2017
营业收入	28.14%	42.51%	52.66%
归母净利润	22.05%	31.64%	33.35%

扣非后归母净利润	17.13%	42.99%	28.21%
主要比率 (%)	2019	2018	2017
毛利率	96.26%	95.80%	95.41%
销售费用	70.72%	71.59%	71.39%
管理费用 (不含研发费用)	19.72%	8.41%	8.67%
研发费用	12.94%	12.50%	12.82%
财务费用	-2.06%	-2.32%	-0.19%
净利率	10.87%	11.41%	12.35%
扣非归母净利润率	8.60%	9.41%	9.37%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 19Q4 财务指标

营业总收入5亿元，同比增长31.47%，去年同期为3.8亿元；

营业利润6836.9万元，同比增长33.3%，去年同期为5129.1万元；

归母净利为6814.8万元，同比增长23.28%，去年同期为5527.9万元。

表2：季度财务数据

财报数据 (亿元)	19Q4	19Q3	19Q2	19Q1	18Q4	18Q3
营业收入	5.01	2.80	3.00	2.05	3.81	2.22
营业成本	0.17	0.11	0.13	0.07	0.13	0.09
销售费用	3.56	2.00	2.11	1.43	2.81	1.59
管理费用 (不含研发费用)	1.91	0.20	0.22	0.20	0.24	0.21
研发费用	0.54	0.41	0.38	0.33	0.35	0.33
财务费用	-0.08	-0.06	-0.05	-0.07	-0.13	-0.04
资产减值损失	-	-	-	0.01	0.15	0.01
投资净收益	-0.04	-0.02	-0.01	-0.01	0.01	0.03
其他收益	0.18	0.11	0.13	0.13	0.27	0.16
归母净利润	0.68	0.22	0.30	0.19	0.55	0.23
扣非归母净利润	0.59	0.16	0.24	0.12	0.45	0.18
YoY (%)	19Q4	19Q3	19Q2	19Q1	18Q4	18Q3
营业收入	31.47%	26.37%	22.75%	30.95%	48.98%	33.96%
归母公司净利润	23.28%	-2.46%	34.39%	37.79%	44.81%	10.00%
扣非净利润	30.57%	-14.50%	27.50%	-1.12%	64.39%	-1.88%
主要比率 (%)	19Q4	19Q3	19Q2	19Q1	18Q4	18Q3
毛利率	96.59%	96.04%	95.74%	96.49%	96.49%	96.58%
销售费用率	71.07%	71.27%	70.38%	69.62%	69.62%	73.84%
管理费用率 (不含研发费用)	38.11%	7.20%	7.38%	9.96%	9.96%	6.23%
研发费用率	10.78%	14.74%	12.68%	16.11%	16.11%	9.06%
财务费用率	-1.59%	-2.24%	-1.80%	-3.33%	-3.33%	-3.28%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、盈利预测与投资建议

公司在年报中指出：2020 年度公司提升完善基于“总部-大区-本地化服务团队”的多层次营销服务体系，将在充分市场调研的基础上，继续扩大原有各地营销服务机构的规模，同时在新地区设立新的营销服务网点，为更多地区的客户提供全程的技术支持和售前售后服务。公司将继续加快业务拓展，在20年疫情尚未解除情况下，企业经营承压或对后续节奏有一定影响，或致公司20年经营性净现金流表现相对一般。21、22年再逐步修复。

预计20-22年业绩分别为1.15、1.48、1.87元/股。公司系国内协同办公软件优质企业，行业渗透率不断提升，公司有望保持快速发展，对比同为企业信息化软件提供商的用友网络，予以公司20年74倍PE，合理价值为81.2元/股，维持“增持”评级。

表3：可比公司估值表（市值统计截止2020.03.31日收盘）

公司名称	股票代码	单位	市值/亿元	归母净利润/亿元		PE估值水平	
				2020E	2021E	2020E	2021E
用友网络	600588.SZ	人民币	1013.29	10.81	13.14	93.74	77.11

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：业绩预测来自广发计算机团队预测数据。

三、风险提示

下游支出意愿降低影响收入增速，市场竞争加剧，云产品拓展不理想，行业市场天花板的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,228	1,460	1,928	2,521	3,269	经营活动现金流	200	238	244	374	469
货币资金	796	960	1,219	1,619	2,123	净利润	108	139	173	224	283
应收及预付	341	411	609	790	1,020	折旧摊销	13	16	0	0	0
存货	13	11	21	27	35	营运资金变动	96	95	91	176	221
其他流动资产	77	78	79	85	91	其它	-18	-13	-20	-26	-35
非流动资产	380	466	466	466	466	投资活动现金流	-489	-182	20	26	35
长期股权投资	189	252	252	252	252	资本支出	-42	-46	10	13	17
固定资产	132	130	130	130	130	投资变动	-102	-49	0	0	0
在建工程	0	41	41	41	41	其他	-345	-87	10	13	18
无形资产	6	26	26	26	26	筹资活动现金流	-10	-17	-5	0	0
其他长期资产	53	16	16	16	16	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	1,608	1,926	2,394	2,987	3,735	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	860	998	1,297	1,666	2,131	其他	-10	-17	-5	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-300	40	259	400	504
应付及预收	702	838	1,050	1,351	1,722	期初现金余额	409	109	960	1,219	1,619
其他流动负债	157	159	247	315	409	期末现金余额	109	149	1,219	1,619	2,123
非流动负债	0	1	1	1	1						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	0	1	1	1	1						
负债合计	860	999	1,298	1,667	2,132						
股本	103	152		152	152						
资本公积	277	249	249	249	249						
留存收益	426	550	724	949	1,233						
归属母公司股东权益	724	901	1,069	1,294	1,578						
少数股东权益	24	27	27	26	25						
负债和股东权益	1,608	1,926	2,394	2,987	3,735						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,004	1,286	1,589	2,037	2,581	成长能力					
营业成本	42	48	77	101	132	营业收入增长	42.5%	28.1%	23.6%	28.2%	26.7%
营业税金及附加	7	6	8	10	13	营业利润增长	21.3%	27.5%	22.2%	44.2%	30.8%
销售费用	718	910	1,121	1,426	1,799	归母净利润增长	31.6%	22.1%	24.5%	29.3%	26.3%
管理费用	84	87	108	122	155	获利能力					
研发费用	125	166	206	264	334	毛利率	95.8%	96.3%	95.1%	95.0%	94.9%
财务费用	-23	-26	-18	-25	-33	净利率	10.8%	10.8%	10.9%	11.0%	11.0%
资产减值损失	19	0	0	0	0	ROE	15.8%	15.5%	16.3%	17.4%	18.0%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	-37.9%	-206.8%	-55.7%	-33.5%	-24.3%
投资净收益	9	-8	10	13	18	偿债能力					
营业利润	108	137	168	242	316	资产负债率	53.5%	51.8%	54.2%	55.8%	57.1%
营业外收支	7	6	10	13	17	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	114	143	178	255	333	流动比率	1.43	1.46	1.49	1.51	1.53
所得税	6	3	4	31	50	速动比率	1.11	1.16	1.10	1.13	1.14
净利润	108	139	173	224	283	营运能力					
少数股东损益	-6	0	-1	-1	-1	总资产周转率	0.69	0.73	0.74	0.76	0.77
归属母公司净利润	114	140	174	225	284	应收账款周转率	15.70	12.97	11.77	11.97	12.17
EBITDA	39	85	70	114	149	存货周转率	3.38	3.92	3.72	3.79	3.77
EPS (元)	1.12	0.92	1.15	1.48	1.87	每股指标 (元)					
						每股收益	1.12	0.92	1.15	1.48	1.87
						每股经营现金流	1.95	1.57	1.61	2.47	3.09
						每股净资产	7.06	5.94	7.05	8.53	10.41
						估值比率					
						P/E	64.74	63.48	65.36	50.56	40.02
						P/B	10.24	9.85	10.63	8.79	7.20
						EV/EBITDA	167.56	93.32	144.69	85.58	62.25

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

钱砾：高级分析师，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。