

证券研究报告

公司研究

点评报告

泛微网络(603039.SH)

投资评级：买入

上次评级：买入

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

AI 产品加速迭代，静候需求端改善

2024年04月01日

- **事件：**泛微网络发布 2023 年度报告，公司实现营收 23.93 亿元，同比增长 2.65%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比下降 19.99%；实现扣非净利润 1.48 亿元，同比增长 20.32%；实现经营性现金流净额 2.41 亿元，同比增长 3.17%；公司毛利率达 93.94%，同比提高 0.71 个百分点。截至 2023 年底，公司合同负债 9.15 亿元，较 2022 年底同比增长 2.28%。单 2023Q4 来看，公司实现营收 9.96 亿元，同比增长 0.87%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 67.76%；实现扣非净利润 1.61 亿元。
- **下游需求波动致使营收增速放缓，持续拓展销售服务团队。**2023 年，公司实现营收 23.93 亿元，同比增长 2.65%，我们认为公司营收增速放缓主要因下游需求波动所致。2023 年，公司以“增百城、绽新品、拓海外”为战略目标，进一步完善多层次营销体系。分产品条线来看，公司软件产品实现收入 9.40 亿元，同比增长 0.95%，其中面向大型组织的 e-cology 实现收入 9.19 亿元，同比增长约 1.37%，面向中小型组织的 e-office 实现收入 0.21 亿元，同比下降约 14.17%；公司技术服务实现收入 13.33 亿元，同比增长 9.67%；第三方产品实现收入 1.21 亿元，同比增长 33.33%。此外，2023 年，公司新增 95 支服务团队并填补了 48 个空白城市，目前已在全国九大区域 200 多个城市建立超过 600 个服务团队来提供本地化的服务。在海外市场拓展方面，公司目前已在澳大利亚、阿联酋、新加坡、马来西亚、印尼、越南、日本 7 个国家设立本地化的服务团队。针对面向中小型组织标准化移动办公 OA 应用的 e-office 产品，通过提供基于云端部署的用于演示与模拟的自助平台，继续发展合作伙伴与事业合伙人，便于潜在客户及业务伙伴能够远程进行产品体验与实施准备；针对基于 SAAS 云架构的移动办公云 OA-eteams 产品，公司与企业微信协作打造云聚平台合作伙伴体系，延伸业务生态范围。我们认为，2023 年，在外部环境有一定压力的情况下，公司营收保持平稳，且不断拓展公司的销售服务团队，若未来外部化境改善，公司未来业绩具有较好弹性。
- **持续精细化运营，人效指标创新高。**2023 年，在费用方面，公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 16.68/0.88/3.54 亿元，同比变化分别为 +5.48%/+27.58%/+4.23%，其中管理费用增速较快主要因上期期权激励计划终止，冲回已摊销的期权激励费用以及职工人工费用增加所致。在人员人效方面，截至 2023 年底，公司总人数为 1672 人，较 2022 年底下降 269 人；人效方面，2023 年公司人均创收达 143.13 万元，达到公司上市以来的新高。
- **深化经营“十大专项”事业部，期待 AI 大模型产品商业化落地。**2023 年，公司持续深化发展，在强化“管理本部-九大区-省机构-地市机构-BU 团队”体系的基础上，通过独立的十大专项产品事业部深入发展各领域的专项产品技术和经营服务团队，构建“人事管理、文档管理、采购管

理、合同管理、费控管理、信息采集、档案管理、营销管理、客服管理、项目管理”十大专项应用场景，从全面深入到精细管理，全方位为组织的数字化发展助力。在信创方面，公司 2023 年信创业绩持续增长，全年新增 5 个数据库、4 款芯片及 3 款操作系统的信创产品适配，截至 2023 年底已完成超过 150 家信创伙伴的适配互认工作。在人工智能方面，公司研发并推出了基于大语言模型的小 e 智能办公助手，在逐步完善智能问答、智能办公、智能工具等应用场景的基础上，公司将持续在协同管理智能化领域深耕，通过结合“RPA+Agent+LLM”的系统架构，为客户带来更多场景的 AI 应用。我们认为，随着公司 EBU 团队不断深化发展、信创适配不断完善，叠加 AI 技术应用场景的不断深化，公司未来业绩有望重回快速增长趋势。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.82/0.99/1.23 元，对应 PE 为 48.44/40.13/32.16 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、下游需求不及预期、AI 技术发展不及预期。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,331	2,393	2,598	2,910	3,444
增长率 YoY %	16.4%	2.6%	8.5%	12.0%	18.3%
归属母公司净利润(百万元)	223	179	213	257	321
增长率 YoY%	-27.7%	-20.0%	19.2%	20.7%	24.8%
毛利率(%)	93.2%	93.9%	94.3%	94.7%	95.4%
ROE(%)	11.7%	8.6%	9.3%	10.2%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	0.86	0.69	0.82	0.99	1.23
市盈率 P/E (倍)	46.20	57.74	48.44	40.13	32.16
市净率 P/B (倍)	5.40	4.96	4.50	4.11	3.70

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,975	3,311	3,343	3,542	3,699	营业总收入	2,331	2,393	2,598	2,910	3,444
货币资金	1,557	1,434	1,450	1,587	1,641	营业成本	158	145	149	153	157
应收票据	10	10	11	13	15	营业税金及附加	18	16	19	20	24
应收账款	227	260	262	279	343	销售费用	1,581	1,668	1,779	1,994	2,359
预付账款	468	478	491	504	517	管理费用	69	88	90	95	112
存货	64	68	65	72	68	研发费用	340	354	364	407	482
其他	650	1,060	1,064	1,088	1,115	财务费用	-33	-39	-29	-25	-25
非流动资产	568	593	734	874	1,004	减值损失合计	-1	-1	0	0	0
长期股权投资	164	134	134	134	134	投资净收益	-42	-45	0	0	0
固定资产(合计)	246	239	307	367	421	其他	66	50	-12	-13	-15
无形资产	48	88	114	144	173	营业利润	223	165	214	253	319
其他	110	132	180	228	276	营业外收支	10	8	0	0	0
资产总计	3,543	3,904	4,077	4,416	4,703	利润总额	234	173	214	253	319
流动负债	1,624	1,817	1,780	1,902	1,908	所得税	10	-6	1	-4	-1
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	223	179	213	257	321
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	489	553	518	581	547	归属母公司净利润	223	179	213	257	321
其他	1,135	1,265	1,262	1,320	1,361	EBITDA	261	205	246	297	375
非流动负债	8	7	5	5	5	EPS(当年)(元)	0.86	0.69	0.82	0.99	1.23
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	8	7	5	5	5						
负债合计	1,632	1,824	1,784	1,906	1,913						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
归属母公司股东权益	1,911	2,079	2,292	2,510	2,790						
负债和股东权益	3,543	3,904	4,077	4,416	4,703						
重要财务指标	单位: 百万元										
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
营业总收入	2,331	2,393	2,598	2,910	3,444						
同比(%)	16.4%	2.6%	8.5%	12.0%	18.3%						
归属母公司净利润	223	179	213	257	321						
同比(%)	-27.7%	-20.0%	19.2%	20.7%	24.8%						
毛利率(%)	93.2%	93.9%	94.3%	94.7%	95.4%						
ROE(%)	11.7%	8.6%	9.3%	10.2%	11.5%						
EPS(摊薄)(元)	0.86	0.69	0.82	0.99	1.23						
P/E	46.20	57.74	48.44	40.13	32.16						
P/B	5.40	4.96	4.50	4.11	3.70						
EV/EBITDA	44.46	52.56	36.12	29.41	23.14						
						现金流量表	单位: 百万元				
						会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						经营活动现金流	233	241	196	360	275
						净利润	223	179	213	257	321
						折旧摊销	28	33	37	43	50
						财务费用	-33	-36	0	0	0
						投资损失	42	45	0	0	0
						营运资金变动	-40	9	-65	47	-112
						其它	12	11	12	13	15
						投资活动现金流	325	-646	-178	-182	-181
						资本支出	-51	-116	-178	-182	-181
						长期投资	-374	-412	0	0	0
						其他	750	-118	0	0	0
						筹资活动现金流	-203	113	-2	-40	-40
						吸收投资	0	0	0	0	0
						借款	0	0	0	0	0
						支付利息或股息	-39	-38	0	-40	-40
						现金净增加额	356	-292	16	137	54

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

姜恺非，计算机行业研究员，悉尼大学商学硕士，2023 年加入信达证券研究所，主要覆盖金融 it、网络安全等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。