

## 泛微网络 (603039)

### AI 办公产品持续推进，信创适配范围扩展

行业：计算机/软件开发  
 投资评级：  
 当前价格：39.59 元  
 目标价格：

#### 事件：

泛微网络发布 2023 年年度报告，2023 年公司实现营收 23.93 亿元，同比增长 2.65%；归母净利润 1.79 亿元，同比下降 19.99%；扣非归母净利润 1.48 亿元，同比增长 20.21%；毛利率为 93.94%，同比上升 0.71pct。单季度来看，第四季度公司实现营收 9.96 亿元，同比增长 0.87%；归母净利润 1.67 亿元，同比增长 67.76%；扣非归母净利润 1.61 亿元，同比增长 114.44%，毛利率为 94.07%，同比下降 1.07pct。

#### ➤ e.cology 营收稳定，完善营销服务体系

主营业务中，e.office 营收 0.21 亿元，同比下降 14.17%；e.cology 营收为 9.19 亿元，同比增长 1.36%；技术服务营收 13.33 亿元，同比增长 9.67%；第三方产品营收 1.21 亿元，同比增长 33.33%。公司以“增百城、统新品、拓海外”为战略目标，进一步完善各市场区域的多层次营销服务体系，针对 e.cology 产品新增 95 支服务团队并填补了 48 个空白城市。

#### ➤ AI 赋能办公产品持续推进

公司研发并推出小 e (LLM 版) - 智能中间件平台，以千里聆模型为核心，在与大语言模型分工配合的基础上，形成了以文本结构化处理引擎、意图智能化处理引擎及语料算法中台引擎构建的架构体系。公司持续优化低代码平台 e-builder，系统强化了动作流及集成中心的功能，并通过对接大模型的能力实现 AI 智能搭建，提升了核心引擎的功能及搭建效率，为客户提供统一融合的可视化构建工具。

#### ➤ 推动信创及政务领域应用

截至 2023 年末，公司全线产品已完成超过 150 家信创伙伴的适配互认工作，进一步扩大平台的信创生态适配能力及产品交付范围。公司与华为、海量数据、云和恩墨等信创伙伴达成战略合作，产品 E10 与 OpenCloudOS、KeyarchOS 等国产操作系统完成相互兼容认证。公司持续优化政务协同解决方案，形成了一个以工作事项为中心的跨层级、跨部门的高效协同体系。

#### ➤ 预测、估值与评级

考虑到下游需求承压，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 26.54/30.48/35.57 亿元，同比增速分别为 10.91%/14.84%/16.70%，归母净利润分别为 2.06/2.55/3.13 亿元，同比增速分别为 15.05%/23.90%/22.93%，EPS 分别为 0.79/0.98/1.20 元/股，3 年 CAGR 为 20.56%。鉴于公司国内 OA 软件龙头地位稳固，持续推进 AI 赋能办公产品，推动信创应用落地，建议保持关注。

**风险提示：**产品拓展不及预期，AI 等技术发展不及预期，市场竞争加剧等。

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	260.60/260.60
流通 A 股市值(百万元)	10,317.28
每股净资产(元)	7.98
资产负债率(%)	46.73
一年内最高/最低(元)	93.44/28.87

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：黄楷  
 执业证书编号：S0590522090001  
 邮箱：huangk@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2331	2393	2654	3048	3557
增长率(%)	16.41%	2.65%	10.91%	14.84%	16.70%
EBITDA(百万元)	229	167	271	333	401
归母净利润(百万元)	223	179	206	255	313
增长率(%)	-27.69%	-19.95%	15.05%	23.90%	22.93%
EPS(元/股)	0.86	0.69	0.79	0.98	1.20
市盈率(P/E)	46.2	57.7	50.2	40.5	32.9
市净率(P/B)	5.4	5.0	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	49.3	60.5	28.6	21.7	16.2

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

#### 相关报告

1、《泛微网络 (603039)：短期业绩承压，产品矩阵日趋完善》2023.10.29  
 2、《泛微网络 (603039)：业绩符合预期，积极推动信创和 AI 应用落地》2023.08.29

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1557	1434	1884	2466	3228	营业收入	2331	2393	2654	3048	3557
应收账款+票据	300	349	361	397	444	营业成本	158	145	175	219	284
预付账款	468	478	531	609	711	营业税金及附加	18	16	18	21	25
存货	64	68	77	91	113	营业费用	1581	1668	1805	2042	2348
其他	587	981	992	1001	1013	管理费用	409	442	478	536	612
<b>流动资产合计</b>	<b>2975</b>	<b>3311</b>	<b>3844</b>	<b>4565</b>	<b>5509</b>	财务费用	-33	-39	-6	-7	-10
长期股权投资	164	134	74	12	-52	资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
固定资产	257	247	237	223	204	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	70	105	88	70	53	投资净收益	-42	-45	-46	-48	-50
无形资产	48	88	91	109	122	其他	66	50	66	67	67
其他非流动资产	26	19	37	36	37	<b>营业利润</b>	<b>223</b>	<b>165</b>	<b>203</b>	<b>254</b>	<b>314</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>566</b>	<b>593</b>	<b>527</b>	<b>450</b>	<b>364</b>	营业外净收益	10	8	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>3541</b>	<b>3904</b>	<b>4370</b>	<b>5015</b>	<b>5873</b>	<b>利润总额</b>	<b>234</b>	<b>173</b>	<b>212</b>	<b>263</b>	<b>323</b>
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	10	-6	6	8	10
应付账款+票据	489	553	665	835	1081	<b>净利润</b>	<b>223</b>	<b>179</b>	<b>206</b>	<b>255</b>	<b>313</b>
其他	1135	1265	1435	1681	2013	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1624</b>	<b>1817</b>	<b>2100</b>	<b>2516</b>	<b>3093</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>223</b>	<b>179</b>	<b>206</b>	<b>255</b>	<b>313</b>
长期带息负债	5	4	3	2	1	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	1	3	3	3	3	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	营业收入	16.41%	2.65%	10.91%	14.84%	16.70%
<b>负债合计</b>	<b>1630</b>	<b>1824</b>	<b>2106</b>	<b>2521</b>	<b>3097</b>	EBIT	-28.94%	-33.15%	53.89%	23.65%	22.66%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	-26.59%	-27.11%	62.63%	22.70%	20.53%
股本	261	261	261	261	261	归属于母公司净利润	-27.69%	-19.95%	15.05%	23.90%	22.93%
资本公积	581	609	609	609	609	<b>获利能力</b>					
留存收益	1069	1210	1395	1624	1906	毛利率	93.23%	93.94%	93.42%	92.81%	92.02%
<b>股东权益合计</b>	<b>1911</b>	<b>2079</b>	<b>2265</b>	<b>2494</b>	<b>2776</b>	净利率	9.57%	7.47%	7.75%	8.36%	8.80%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3541</b>	<b>3904</b>	<b>4370</b>	<b>5015</b>	<b>5873</b>	ROE	11.68%	8.59%	9.08%	10.21%	11.28%
<b>现金流量表</b>						ROIC	465.17%	176.94%	-456.91%	-83.06%	-48.64%
单位:	2022	2023	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	223	179	206	255	313	资产负债率	46.04%	46.73%	48.18%	50.26%	52.73%
折旧摊销	28	33	65	78	88	流动比率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
财务费用	-33	-39	-6	-7	-10	速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存货减少(增加为“-”)	-9	-4	-9	-15	-21	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	7	9	200	277	395	应收账款周转率	8.0	7.1	7.6	7.9	8.3
其它	16	62	50	58	67	存货周转率	2.5	2.1	2.3	2.4	2.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>233</b>	<b>241</b>	<b>507</b>	<b>646</b>	<b>833</b>	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	-126	-115	-59	-63	-67	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-374	-412	0	0	0	每股收益	0.9	0.7	0.8	1.0	1.2
其他	825	-119	18	18	18	每股经营现金流	0.9	0.9	1.9	2.5	3.2
<b>投资活动现金流</b>	<b>325</b>	<b>-646</b>	<b>-41</b>	<b>-45</b>	<b>-49</b>	每股净资产	7.3	8.0	8.7	9.6	10.7
债权融资	-3	-1	-1	-1	-1	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	46.2	57.7	50.2	40.5	32.9
其他	-200	113	-15	-18	-21	市净率	5.4	5.0	4.6	4.1	3.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-203</b>	<b>113</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	EV/EBITDA	49.3	60.5	28.6	21.7	16.2
<b>现金净增加额</b>	<b>356</b>	<b>-292</b>	<b>451</b>	<b>582</b>	<b>762</b>	EV/EBIT	56.3	75.4	37.7	28.3	20.8

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

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

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼