

证券研究报告

公司研究

点评报告

ST 泛微 (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

郑祥 计算机行业研究助理

邮箱：zhengxiang@cindasc.com

相关研究

【信达计算机】ST 泛微深度报告：EBU 高研发稳定优势，信创加速增长

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

## 营收较快增长，研发投入加大影响短期利润

2023年3月21日

- **事件：**3月20日晚间，ST 泛微发布 2022 年年报，实现营收 23.31 亿元，同比增长 16.41%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比减少 27.69%；实现扣非归母净利润 1.23 亿元，同比减少 40.65%；经营活动产生的现金流量净额为 2.33 亿元，同比减少 37.39%。
- **营收较快增长，毛利率略有下降。营收方面，**公司 2022 年实现营收 23.31 亿元，同比增长 16.41%，保持较快增长趋势。分产品来看，软件产品实现营收 9.31 亿元，同比增长 0.15%，其中 e-cology 产品实现营收 9.07 亿元，同比增长 0.48%，e-office 产品实现营收 0.24 亿元，同比减少约 10.86%；技术服务实现营收 12.15 亿元，同比增长 22.25%；第三方产品实现营收 0.91 亿元，同比增长 18.87%；其他业务收入 0.95 亿元，同比增长 2,871.52%，技术服务收入的快速增长带动公司整体营收稳步增长。**毛利率方面，**公司 2022 年整体毛利率约为 93.23%，同比下降约 2.24 个百分点，我们认为主要因软件产品及技术服务毛利率略有下降及毛利率较低的其他业务收入大幅增加所致。其中，软件产品毛利率为 98.56%，同比减少 0.64 个百分点，主要因本期软件外包合同增加所致；技术服务毛利率为 96.69%，同比下降约 0.28 个百分点，主要因本期外包服务成本增长所致；第三方产品毛利率约为 34.76%，同比增加 1.82 个百分点。
- **研发投入加大、毛利率下降及投资收益减少等因素影响短期净利润，后续净利率有望逐步修复。**公司 2022 年实现归母净利润 2.23 亿元，同比减少 27.69%；实现扣非归母净利润 1.23 亿元，同比减少 40.65%，我们认为主要因：**(1) 公司本期研发费用率为 14.58%，同比增长 2.42 个百分点，研发投入的增加利于公司不断完善产品，提升产品标准化水平，进而提升公司未来商机获取能力和快速部署能力；(2) 公司综合毛利率同比下降约 2.24 个百分点；(3) 本期因持有巨岩网络和上海 CA 股权按权益法核算确认投资损失约 0.53 亿元，而 2021 年确认投资损失约为 0.25 亿元，亏损加大或与投入加大有关；(4) 2021 年有处置长期股权投资产生的投资收益 0.36 亿元，本期无相关处置收益。此外，2022 年公司销售费用率及管理费用率均有所下降，其中销售费用率约为 67.80%，同比下降 1.09 个百分点；管理费用率约为 2.94%，同比下降 1.6 个百分点，主要因报告期内期权激励计划终止，冲回已摊销的期权激励费用所致。同时，经营活动产生的现金流量净额为 2.33 亿元，同比减少 37.39%，主要因报告期内研发费用投入及人力成本增加所致。历史上看投入波动导致不同年份的盈利水平有较大波动，公司 2022 年扣非净利率为 5.27%，并非常态化水平，2018-2021 的扣非净利率在 8.60%-10.33%之间，后续随着收入增速有望修复，研发费用率或有下降空间；且参股公司巨岩网络及上海 CA 亏损有望逐步收窄。净利率有望逐步修复。**
- **协同管理软件产品边界延伸叠加信创催化，公司业绩有望重回快速增长**

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

长。2022年，公司紧跟协同管理软件边界不断延伸的行业发展趋势，成立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。此外，将AI与协同管理软件融合，发布信息采集智能机器人“千里聆”，并进一步增加小e智能门户功能，不断拓宽协同管理软件应用边界。信创领域，持续扩大产品信创生态适配能力。2023年，伴随疫情影响逐步减弱，政府及企业需求状况进一步回暖，加之协同管理软件业务边界不断延伸和信创带来的行业β，公司业绩有望重回快速增长趋势。

- **维持“买入”评级：**我们认为，公司是国内协同管理软件龙头，2023年，伴随疫情影响逐步减弱，政府及企业需求状况进一步回暖，加之协同管理软件业务边界不断延伸和信创带来的行业β，公司业绩有望重回快速增长趋势。我们预计2023-2025年EPS分别为1.47/1.95/2.61元，对应PE为47.77/35.92/26.89倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1. 竞争风险：行业竞争加剧，产品拓展不及预期，公司市场份额下降；2. 下游需求风险：若企业客户受环境影响经营不理想，数字化建设预算下滑，市场需求会进一步受影响；3. 政策风险：信创政策推进进展不及预期，党政机关和国央企信息化预算不足，公司相关订单数量受影响而下滑；4. 治理风险：公司因信息披露不及时、整改未到位再次被处罚或延迟摘帽，影响企业客户对公司的信心，订单数量下滑。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,003	2,331	3,151	4,101	5,303
增长率 YoY %	35.1%	16.4%	35.2%	30.1%	29.3%
归属母公司净利润(百万元)	309	223	382	508	679
增长率 YoY%	34.5%	-27.7%	71.3%	33.0%	33.6%
毛利率(%)	95.5%	93.2%	92.9%	92.9%	92.9%
ROE(%)	16.4%	11.7%	16.7%	18.4%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.86	1.47	1.95	2.61
P/E	59.16	81.81	47.77	35.92	26.89
P/B	9.72	9.56	7.96	6.61	5.37

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年3月20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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,844</b>	<b>2,975</b>	<b>3,516</b>	<b>4,391</b>	<b>5,385</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,003</b>	<b>2,331</b>	<b>3,151</b>	<b>4,101</b>	<b>5,303</b>
货币资金	1,985	1,557	1,897	2,451	3,192	营业成本	91	158	223	292	375
应收票据	9	10	17	17	27	营业税金及附加	13	18	25	32	41
应收账款	174	227	281	380	430	销售费用	1,380	1,581	2,137	2,780	3,596
预付账款	448	468	559	671	798	管理费用	91	69	66	119	154
存货	56	64	85	124	149	研发费用	244	340	424	500	626
其他	172	650	678	748	789	财务费用	-53	-33	-31	-32	-39
<b>非流动资产</b>	<b>533</b>	<b>566</b>	<b>663</b>	<b>741</b>	<b>817</b>	减值损失合计	-1	-1	0	0	0
长期股权投资	210	164	129	91	53	投资净收益	11	-42	-10	-5	10
固定资产(合计)	77	246	316	378	434	其他	79	66	110	140	170
无形资产	49	48	58	64	71	<b>营业利润</b>	<b>327</b>	<b>223</b>	<b>408</b>	<b>545</b>	<b>730</b>
其他	197	107	159	209	259	营业外收支	8	10	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>3,377</b>	<b>3,541</b>	<b>4,179</b>	<b>5,132</b>	<b>6,202</b>	<b>利润总额</b>	<b>335</b>	<b>234</b>	<b>416</b>	<b>553</b>	<b>738</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,488</b>	<b>1,624</b>	<b>1,882</b>	<b>2,366</b>	<b>2,797</b>	所得税	26	10	33	44	59
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>309</b>	<b>223</b>	<b>382</b>	<b>508</b>	<b>679</b>
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	459	489	566	730	793	<b>归属母公司净利润</b>	<b>309</b>	<b>223</b>	<b>382</b>	<b>508</b>	<b>679</b>
其他	1,030	1,135	1,315	1,637	2,005	EBITDA	276	261	404	536	708
<b>非流动负债</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	EPS(当年)(元)	1.20	0.86	1.47	1.95	2.61
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	9	6	4	4	4	<b>现金流量表</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1,497</b>	<b>1,630</b>	<b>1,885</b>	<b>2,370</b>	<b>2,801</b>	单位: 百万元					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	1,880	1,911	2,293	2,762	3,401	<b>经营活动现金流</b>	<b>372</b>	<b>233</b>	<b>458</b>	<b>689</b>	<b>867</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,377</b>	<b>3,541</b>	<b>4,179</b>	<b>5,132</b>	<b>6,202</b>	净利润	309	223	382	508	679
						折旧摊销	30	28	27	29	37
						财务费用	-53	-33	-31	-32	-39
						投资损失	-11	42	10	5	-10
						营运资金变动	97	-40	56	164	178
						其它	1	13	13	14	21
						<b>投资活动现金流</b>	<b>-402</b>	<b>325</b>	<b>-116</b>	<b>-95</b>	<b>-85</b>
						资本支出	-48	-51	-141	-128	-133
						长期投资	26	-374	35	39	37
						其他	-379	750	-10	-5	10
						<b>筹资活动现金流</b>	<b>-49</b>	<b>-203</b>	<b>-2</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>
						吸收投资	0	0	0	0	0
						借款	0	0	0	0	0
						支付利息或股息	-33	-39	0	-40	-40
						<b>现金净增加额</b>	<b>-78</b>	<b>356</b>	<b>340</b>	<b>554</b>	<b>741</b>

  

重要财务指标					
单位: 百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,003	2,331	3,151	4,101	5,303
同比(%)	35.1%	16.4%	35.2%	30.1%	29.3%
归属母公司净利润	309	223	382	508	679
同比(%)	34.5%	-27.7%	71.3%	33.0%	33.6%
毛利率(%)	95.5%	93.2%	92.9%	92.9%	92.9%
ROE(%)	16.4%	11.7%	16.7%	18.4%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.86	1.47	1.95	2.61
P/E	59.16	81.81	47.77	35.92	26.89
P/B	9.72	9.56	7.96	6.61	5.37
EV/EBITDA	58.69	44.46	40.58	29.49	21.29

## 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。

**郑祥**，计算机行业研究助理，北京大学工商管理硕士，武汉大学管理学学士，2021年7月加入信达证券研究所，从事计算机行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuquo@cindasc.com">wuquo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:cailing1@cindasc.com">cailing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。