

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.09  
合理价格区间(元): 13.57~13.99

**陈羽锋** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

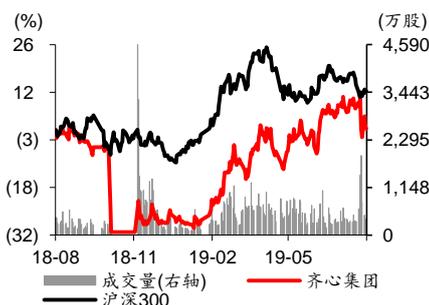
**倪娇娇** 执业证书编号: S0570517110005  
研究员 nijiaojiao@htsc.com

**周鑫**  
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《齐心集团(002301,买入): 办公集采实力突出, 中标中国移动电商集采项目》2019.07
- 2《齐心集团(002301,买入): 受益阳光集采政策, 办公业务快速增长》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 办公业务高增长, 现金流同比改善

## 齐心集团(002301)

### 2019H1 归母净利润同比增长 26.4%, 扣非后归母净利润同比增长 50.6%

齐心集团 2019 年上半年实现营收 26.63 亿元, 同比增长 57.9%; 实现归母净利润 1.41 亿元, 同比增长 26.4%, 符合我们此前预期; 扣非后归母净利润 1.23 亿元, 同比增长 50.6%。19Q2 单季度营收同比增长 60.9%至 15.88 亿元, 归母净利润同比增长 24.8%至 1.01 亿元。公司在办公用品集采领域优势突出, 我们预计齐心集团 2019-2021 年 EPS 分别为 0.42、0.58、0.76 元, 维持“买入”评级。

### B2B 业务延续高增长, 部分新品类集采规模效应尚待释放

公司持续丰富办公物资品类, 除传统办公文具设备品类外, MRO 工业品等高附加值品类也持续中标, 2019 年上半年公司 B2B 业务收入同比增长 61.83%至 24.54 亿元, 其中办公用品营收增长 71%至 14.8 亿元、办公设备营收同比增长 56%至 9.6 亿元。B2B 业务毛利率同比下降 2.8pct 至 12.5%, 主要系部分新增品类尚未形成集采规模效应、毛利率仍然偏低所致。据公司中报, 截至目前, 公司累计中标了近 150 家大型政企客户的办公集采项目, 与京东合作拓展“无界办公零售”, 此外还和宝洁等大办公生态合作伙伴达成战略合作, 多渠道推动进 B2B 大办公业务高速发展。

### 技术领先、客户基数大且黏性高, 助力云视频业务稳步发展

齐心好视通 2016-2018 年连续三年在国内云视频会议市场市占率第一(据 IDC 数据), 2019 年上半年公司 SaaS 软件业务收入同比增长 23%至 2.1 亿元, 其中子公司银澎云收入同比增长 31.6%至 1.8 亿元, 净利润同比增长 10.4%至 0.38 亿元, 净利率 21.5%。好视通产品技术领先, 客户基数大、黏性高, 未来企业客户数量的稳步增长、公司智慧教育及智慧党建等行业产品的逐步放量有望推动云视频业务稳健发展。

### 发挥供应链集采规模效应, 费用率下行、现金流同比显著改善

2019H1 公司期间费用率同比下降 3.6pct 至 10.4%, 随着集采规模效应逐步显现, 运输费用率、职工薪酬费用率显著下行, 带动销售/管理+研发费用率同比下降 1.8/1.4pct 至 5.8%/3.7%。此外, 公司发挥集采规模优势, 加大集采环节票据结算比例、节约资金占用, 办公服务平台能力提升带动商务效率较快、大客户回款效率提升, 19H1 公司经营性净现金流同比增长 126%至 6879 万元。

### 办公业务有望快速增长, 维持“买入”评级

维持盈利预测, 我们预计齐心集团 2019-2021 年归母净利润分别为 2.67、3.75、4.88 亿元, 对应 EPS 分别为 0.42、0.58、0.76 元; 其中预计 B2B 办公业务/软件业务净利润分别为 1.66/1.01 亿元。采用分部估值法, 考虑到办公业务收入增速及利润率高于可比公司, 给予 2019 年 B2B 办公业务 33-34 倍目标 PE、软件业务 32-33 倍目标 PE, 对应目标价为 13.57~13.99 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 客户拓展不及预期, 云视频行业竞争加剧, 应收账款坏账风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	641.80
流通 A 股 (百万股)	640.50
52 周内股价区间 (元)	7.84-12.17
总市值 (百万元)	7,118
总资产 (百万元)	6,776
每股净资产 (元)	3.82

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,182	4,241	6,610	8,873	11,290
+/-%	11.05	33.30	55.86	34.22	27.24
归属母公司净利润 (百万元)	140.07	191.77	267.32	375.12	487.75
+/-%	33.54	36.91	39.40	40.33	30.03
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.30	0.42	0.58	0.76
PE (倍)	50.81	37.12	26.63	18.97	14.59

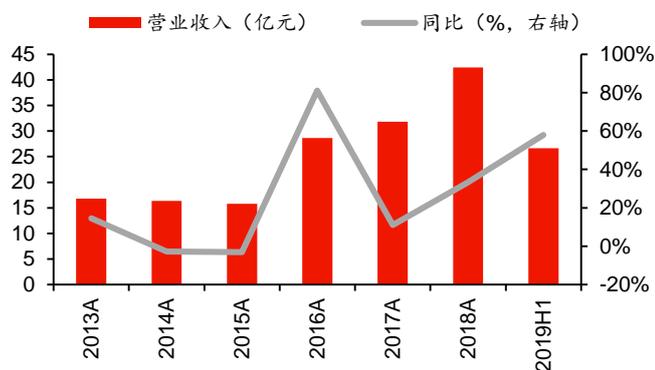
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值对比（截至2019年8月14日，参考Wind一致预期）

证券代码	公司简称	当前股价 当前市值		归母净利润（亿元）			PE (X)		
		(元)	(亿元)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603899.SH	晨光文具	39.80	366.16	10.10	12.56	15.32	36	29	24
300329.SZ	海伦钢琴	7.04	17.86	0.69	0.87	1.15	26	21	16
办公业务可比公司 PE 平均值							31	25	20
300628.SZ	亿联网络	58.40	349.86	10.99	14.03	18.05	32	25	19
002467.SZ	二六三	5.28	71.45	1.64	2.14	2.75	43	33	26
300578.SZ	会畅通讯	23.31	39.94	1.74	2.26	3.00	23	18	13
软件业务可比公司 PE 平均值							33	25	20

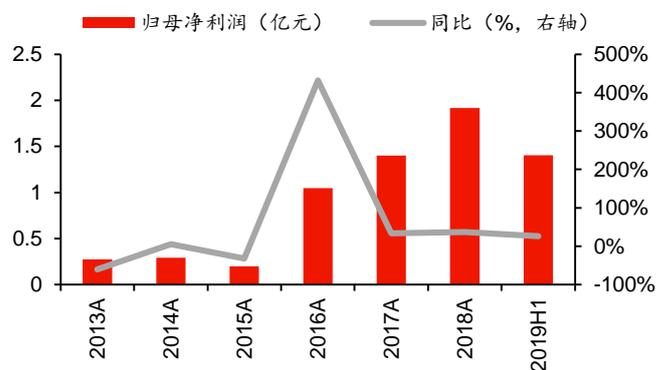
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：齐心集团 2013 年以来营业收入及增速



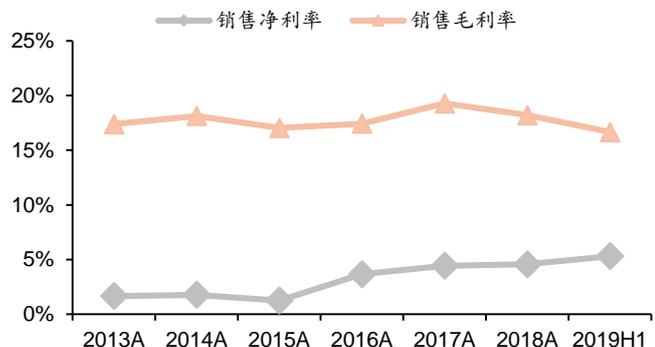
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：齐心集团 2013 年以来归母净利润及增速



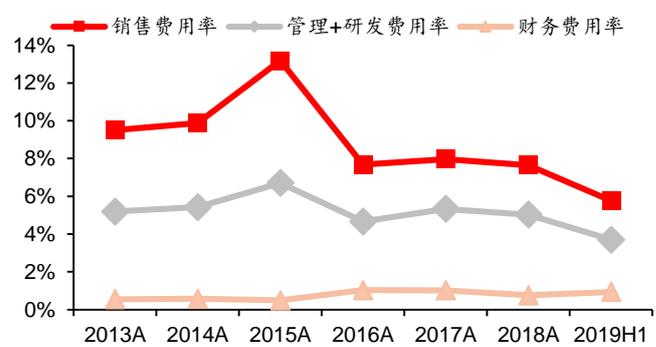
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：齐心集团 2013 年以来销售净利率、毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

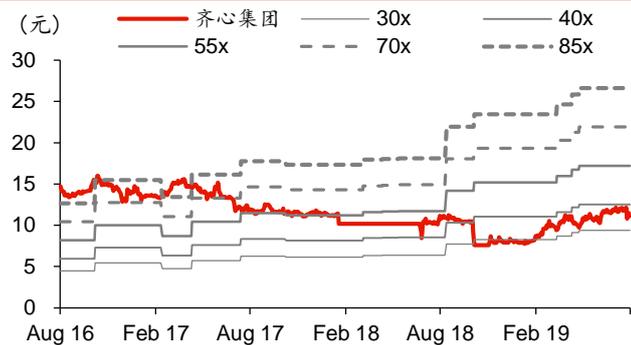
图表5：齐心集团 2013 年以来各项费用率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

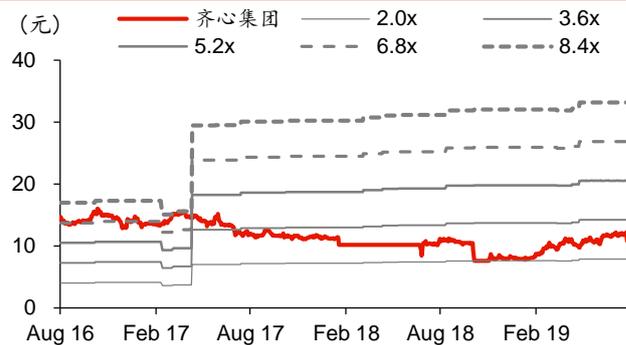
## PE/PB - Bands

图表6: 齐心集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 齐心集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,880	5,222	6,070	6,983	7,903
现金	1,930	3,512	3,652	3,785	3,868
应收账款	426.00	979.54	1,275	1,712	2,178
其他应收账款	31.39	34.38	53.58	71.91	91.51
预付账款	157.37	273.33	501.77	672.53	856.59
存货	250.24	291.60	456.02	611.22	778.49
其他流动资产	84.91	131.48	131.48	131.48	131.48
非流动资产	1,832	1,808	1,776	1,744	1,713
长期投资	364.81	347.65	347.65	347.65	347.65
固定投资	436.11	430.64	474.19	442.27	417.84
无形资产	104.38	97.42	92.08	87.99	84.85
其他非流动资产	926.44	932.72	862.42	866.31	863.15
资产总计	4,712	7,030	7,846	8,727	9,617
流动负债	2,087	4,448	5,224	6,048	6,895
短期借款	1,078	2,683	2,683	2,683	2,683
应付账款	573.75	1,361	1,951	2,615	3,330
其他流动负债	435.31	403.78	589.49	749.32	881.11
非流动负债	68.64	69.17	69.17	69.17	69.17
长期借款	69.81	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	296.86	69.17	69.17	69.17	69.17
负债合计	(298.03)	4,517	5,293	6,117	6,964
少数股东权益	70.97	(0.09)	2.23	5.48	9.70
股本	523.92	641.80	641.80	641.80	641.80
资本公积	(892.92)	1,078	1,078	1,078	1,078
留存公积	439.97	793.23	830.55	885.06	922.91
归属母公司股东权益	976.87	2,513	2,550	2,605	2,643
负债和股东权益	(2,310)	7,030	7,846	8,727	9,617

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(164.21)	398.44	398.54	518.24	648.37
净利润	140.07	191.77	267.32	375.12	487.75
折旧摊销	64.62	73.87	67.54	67.27	65.88
财务费用	32.36	32.06	48.05	65.73	78.57
投资损失	(5.99)	(10.64)	(10.64)	(10.64)	(10.64)
营运资金变动	(1,036)	108.89	23.95	17.51	22.59
其他经营现金	641.07	2.49	2.32	3.25	4.22
投资活动现金	(150.56)	(215.57)	(24.54)	(24.54)	(24.54)
资本支出	37.54	40.24	35.18	35.18	35.18
长期投资	113.02	175.33	(10.64)	(10.64)	(10.64)
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	1,304	386.37	(233.85)	(360.78)	(540.83)
短期借款	817.97	1,606	0.00	0.00	0.00
长期借款	(15.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	54.27	213.93	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,017	(311.05)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(570.43)	(1,122)	(233.85)	(360.78)	(540.83)
现金净增加额	988.99	569.25	140.15	132.92	83.01

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,182	4,241	6,610	8,873	11,290
营业成本	2,568	3,469	5,425	7,271	9,261
营业税金及附加	17.48	25.21	39.30	52.75	67.11
营业费用	253.61	324.54	492.60	652.32	818.73
管理费用	169.57	154.86	234.74	306.21	378.34
财务费用	32.36	32.06	48.05	65.73	78.57
资产减值损失	7.11	33.13	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	(2.28)	(9.61)	(9.61)	(9.61)	(9.61)
投资净收益	5.99	10.64	10.64	10.64	10.64
营业利润	159.44	181.86	297.42	420.08	548.23
营业外收入	3.61	39.60	10.00	10.00	10.00
营业外支出	1.38	3.26	3.26	3.26	3.26
利润总额	161.68	218.20	304.16	426.82	554.97
所得税	20.54	24.77	34.52	48.45	62.99
净利润	141.14	193.43	269.64	378.37	491.98
少数股东损益	1.07	1.66	2.32	3.25	4.22
归属母公司净利润	140.07	191.77	267.32	375.12	487.75
EBITDA	237.64	341.51	486.10	657.23	830.04
EPS (元, 基本)	0.22	0.30	0.42	0.58	0.76

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	11.05	33.30	55.86	34.22	27.24
营业利润	58.70	14.06	63.55	41.24	30.51
归属母公司净利润	33.54	36.91	39.40	40.33	30.03
获利能力 (%)					
毛利率	19.29	18.21	17.93	18.05	17.97
净利率	4.44	4.56	4.08	4.26	4.36
ROE	7.64	7.63	10.48	14.40	18.46
ROIC	3.15	2.41	5.01	6.95	9.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.00	64.25	67.47	70.09	72.42
净负债比率 (%)	(24.77)	(28.49)	(32.34)	(36.46)	(40.33)
流动比率	1.38	1.17	1.16	1.15	1.15
速动比率	1.26	1.11	1.07	1.05	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.60	0.84	1.02	1.17
应收账款周转率	7.74	5.76	4.98	4.98	4.98
应付账款周转率	4.48	2.55	2.78	2.78	2.78
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.30	0.42	0.58	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.26)	0.62	0.62	0.81	1.01
每股净资产(最新摊薄)	3.79	3.92	3.97	4.06	4.12
估值比率					
PE (倍)	50.81	37.12	26.63	18.97	14.59
PB (倍)	2.93	2.83	2.79	2.73	2.69
EV_EBITDA (倍)	29.95	20.84	14.64	10.83	8.58

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com