

营收保持高增长，现金流好转

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年三季度报。前三季度实现收入 43.5 亿, 同比增长 58.0%, 实现净利润 1.8 亿, 同比增长 31.0%, 实现扣非后归母净利润 1.6 亿, 同比增长 44.7%。其中 Q1-Q3 收入增速分别为 53.8%、60.9%和 58.1%; 净利润增速分别为 30.8%、24.8%和 48.6%, 业绩增长明显加快。
- **盈利提升, 现金流大幅改善。** 1) 受益于大客户集采业务市场广阔且进入门槛高, 公司在办公集采的先发优势带动办公物资销售额快速增长, 前三季度营收同比增长 58%, MRO 等新品类逐渐放量。2) 前三季度毛利率为 14.6% (-3.6pp), 主要由于办公设备占比提升, 其毛利率比办公用品低, 因此毛利率出现回落。3) 前三季度公司管理效率提升, 期间费用率 9.7%, 同比下降 3.4pp, 具体来看: 销售费用率 6% (-1.6pp); 管理费用率 2.9% (-0.9pp); 受人民币贬值, 外汇收益增加影响, 公司研发+财务费用率 0.8% (-1.0pp), 费用率下行缓冲毛利率下行影响, 前三季度整体净利率为 4.2% (-0.9pp)。3) 在向上游供应商加长账期的促进下, 应付账款增长至 9.3 亿元, 公司经营活动现金流 1.9 亿元, 大幅提升。
- **办公集采业务: 大客户数量持续增加, 品类持续丰富。** 1) 受益于国家阳光化集采政策, 前三季度公司大客户数量持续增加, 持续中标了包省市级政府、央企、银行保险机构、军工企业等在内的 150 多家大型政企客户的办公集采项目。2) 公司持续丰富办公物资品类, 除在传统的办公文具、办公设备、办公耗材等品类中标以外, 也中标了 MRO 工业品、员工福利等高附加值品类; 公司与京东合作, 产品覆盖全国 31 个省市区超过 5 万家京东便利店和京东之家; 公司还获得腾讯授权, 设计、制作、销售 QQfamily 周边衍生品, 进一步丰富了公司办公用品系列。
- **云视频服务: 加大产品创新。** 前三季度齐心好视通新发布了“4K+H.265+AI 智能云会议终端”、“双云台智能会议跟踪摄像机”、“3D 手势识别全向麦”等多项重量级产品和方案, 在智慧医疗、智慧党建、智慧教育等垂直行业领域也有多个项目落地。第三季度公司还成功非公开发行股票, 募资用途之一是用于云视频会议平台升级及业务线拓展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.38 元、0.51 元、0.66 元, 对应 PE 分别为 31 倍、23 倍和 18 倍。考虑到公司处于办公集采的快速扩容期, 行业赛道好, 竞争优势突出, 且四季度处于估值切换期, 给予 2020 年 30 倍估值, 目标价 15.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险; 利润率下行的风险; 现金流回收低于预期的风险。

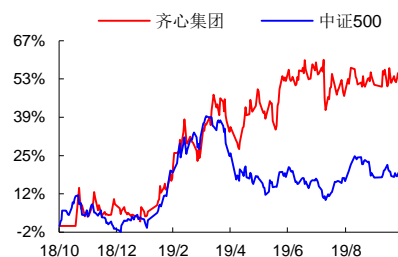
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4241.24	6472.18	8882.46	11830.98
增长率	33.30%	52.60%	37.24%	33.19%
归属母公司净利润 (百万元)	191.77	278.60	377.26	481.64
增长率	36.91%	45.28%	35.41%	27.67%
每股收益 EPS (元)	0.26	0.38	0.51	0.66
净资产收益率 ROE	7.70%	10.07%	12.15%	13.64%
PE	45	31	23	18
PB	3.46	3.14	2.80	2.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

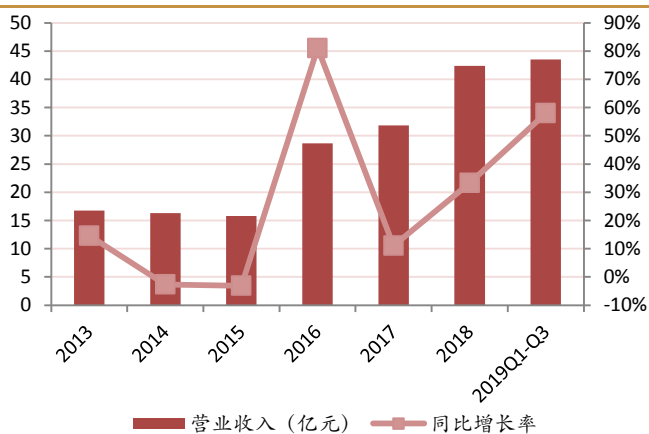
总股本(亿股)	7.34
流通 A 股(亿股)	6.40
52 周内股价区间(元)	7.84-12.69
总市值(亿元)	93.15
总资产(亿元)	75.39
每股净资产(元)	4.68

相关研究

1 业绩高增长，净利率提升

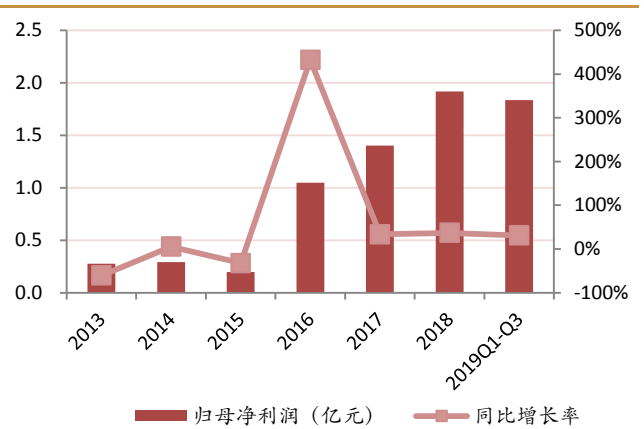
阳光集采政策+外延扩张，推动业绩高增长。2016 年-2019 年前三季度公司营收及净利润增速均保持高速增长，2018 年公司实现营业收入 42.41 亿元，同比增长 33.3%，2014-2018 年 CAGR 为 20%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比增长 36.9%，2014-2018 年 CAGR 为 47%。2019Q1-Q3 公司实现营收 43.5 亿元，同比增长 58%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 31%。公司业绩高增长，主要受益于：1) 国家阳光集采政策的推行，大客户集采业务市场广阔且进入门槛高，公司在办公集采的先发优势带动办公物资销售额快速增长；2) 2015 年以来公司转型发展良好，先后收购杭州麦苗、银澎云计算进入 SaaS 办公软件领域，外延扩张助力公司增长。

图 1：2013-2019Q3 公司营业收入及增速情况



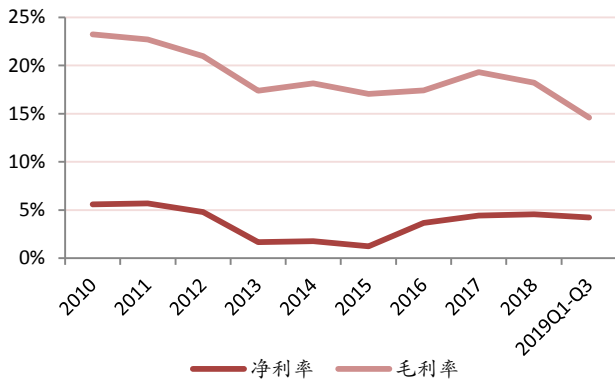
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：2013-2019Q3 公司归母净利润及增速情况

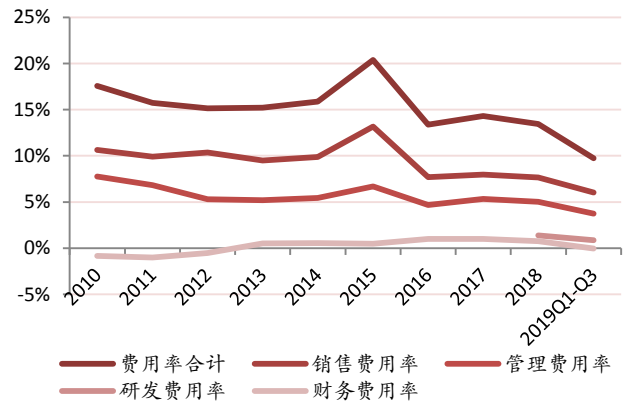


数据来源：Wind，西南证券整理

费用率下行，净利率提升。1) 公司加强供应链管控，经过近 20 年发展，公司构建了从省级到市县级市场的渗透及服务能力，在完善物流配送网络支持下，公司为大客户提供一站式办公物资+服务采购的能力持续增强，办公业务的效率提升带动费用率下降，提升了公司净利率。2) 公司生产采用集成供应商模式，该模式有望提升公司净利率。对于集成供应商本身而言，其价值在于：①有效节约采购成本；②发挥了规模效应；③增加了谈判筹码，提高了自身议价能力；④最大限度发挥品牌效应，最大限度利用现有制造资源。公司 B2B 业务规模迅速增大，向客户提供的产品品类不断增加，部分新增产品品类暂未形成集采规模效应，毛利率仍然偏低。但随着公司 B2B 业务集中采购供应能力不断增强，在供应链环节议价能力不断提升，规模效应体现，净利率有望回升。

图 3：公司毛利率及净利率变化情况


数据来源：Wind，西南证券整理

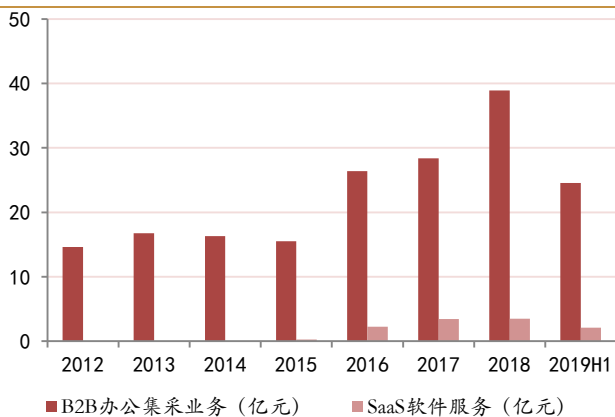
图 4：公司各项费用率变化情况


数据来源：Wind，西南证券整理

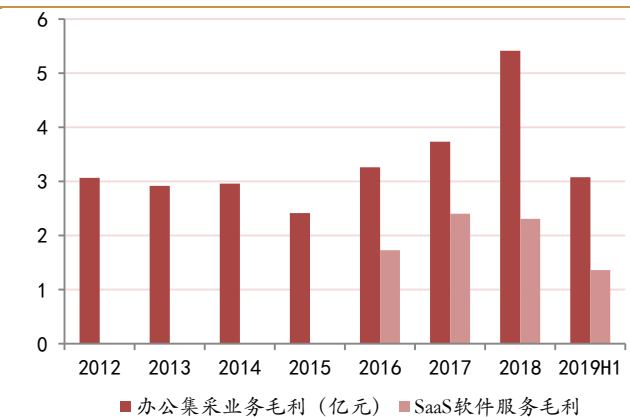
B2B 办公集采业务营收占主导，SaaS 软件服务高毛利

1) B2B 办公物资集采业务公司占公司营收的绝大部分，办公物资业务近两年一期的营收增长率均保持逐步提高的态势，2018 年、2019 上半年 B2B 办公集采业务分别实现营收 38.9 亿元/24.5 亿元，同比增长 37.0%/61.8%，办公物资业务 2018 年、2019 上半年分别实现毛利 5.4 亿元、4.4 亿元，同比增长 45.0%、32.7%，利润贡献超过 60%。公司办公集采业务凭借多样的产品、丰富的客户资源、快速交付与快速服务能力、信息技术能力，未来前景可期。

2) 自 2015 年迈入 SaaS 软件服务赛道以来，营收保持快速增长，2018 年、2019 上半年分别实现营收 3.5 亿元、2.1 亿元，同比增长 2.6%/23.1%。SaaS 软件服务业务有着较高的毛利率，2016 年-2019 上半年的毛利率分别为 76.0%、70.0%、65.6%、65.1%。SaaS 软件服务业务对公司毛利的贡献 2018 年-2019 年上半年稳定在约 30% 的水平，虽然由于办公业务的快速发展，贡献率有所降低，但仍然维持在较高水平。公司云视频业务市占率和技术水平行业领先，且开始布局 PaaS、智慧教育、智慧党建等领域，拓展业务边界。

图 5：办公集采业务营收及增长率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2013-2019Q3 公司归母净利润及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设:

假设 1: 办公集采方面, 三年后政府及大型央企电商采购渗透率有望从 30% 提升至 50% 以上。

假设 2: 随着新品类持续拓展及低毛利率的办公设备占比逐步提升, 预计未来毛利率或小幅回落。预计 19-21 年毛利率分别为 15.7%、14.2% 和 13.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分项业务收入及毛利率预测

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	2,864.96	3,181.64	4,241.24	6,472.17	8,882.45	11,830.97
yoy	81.1%	11.1%	33.3%	52.6%	37.2%	33.2%
营业成本	2,365.78	2,567.96	3,468.98	5,453.10	7,621.15	10,230.56
毛利率	17.4%	19.3%	18.2%	15.7%	14.2%	13.5%
办公用品						
收入	984.20	1,181.15	2,265.96	3,625.54	5,075.75	6,852.26
yoy	25.7%	20.0%	91.8%	60%	40%	35%
成本	752.85	923.10	1,862.55	3,045.45	4,314.39	5,824.42
毛利率	23.5%	21.8%	17.8%	16.0%	15.0%	15.0%
办公设备						
收入	1,628.25	1,608.74	1,552.15	2,328.23	3,259.52	4,400.35
yoy	117.9%	-1.2%	-3.5%	50%	40%	35%
成本	1,545.16	1,518.55	1,459.77	2,211.81	3,096.54	4,180.33
毛利率	5.1%	5.6%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
软件产品及服务						
收入	227.65	343.13	352.08	422.50	422.50	422.50
yoy	710.1%	50.7%	2.6%	20%	0%	0%
成本	54.62	102.88	121.07	147.87	147.87	147.87
毛利率	76.0%	70.0%	65.6%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务						
收入	24.86	48.62	71.05	95.92	124.69	155.87
yoy	5.0%	95.6%	46.1%	35%	30%	25%
成本	13.15	23.43	25.59	47.96	62.35	77.93
毛利率	47.1%	51.8%	64.0%	50%	50%	50%

数据来源: Wind, 西南证券

我们基于公司的业务赛道选择晨光文具作为公司的可比公司，可比公司 2020 年 PE 为 38 倍，由于晨光零售业务享受较高估值溢价，整体估值参考性不大，我们给予办公业务 2020 年 30 倍 PE，目标价 15.3 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司名称	10月29日 股价	EPS (元)				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
603899	晨光文具	50	0.88	1.13	1.39	1.69	54	42	38	28

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4241.24	6472.18	8882.46	11830.98	净利润	193.43	278.60	377.26	481.64
营业成本	3468.98	5453.10	7621.15	10230.56	折旧与摊销	73.87	48.06	51.27	54.57
营业税金及附加	25.21	34.88	49.67	81.63	财务费用	32.06	39.26	46.61	95.42
销售费用	324.54	388.33	453.01	532.39	资产减值损失	33.13	20.00	10.00	0.00
管理费用	154.86	233.00	284.24	354.93	经营营运资本变动	137.67	372.73	-109.69	203.42
财务费用	32.06	39.26	46.61	95.42	其他	-71.71	-30.05	-16.06	-7.10
资产减值损失	33.13	20.00	10.00	0.00	经营活动现金流净额	398.44	728.61	359.39	827.96
投资收益	10.64	3.89	0.27	0.27	资本支出	-42.93	-95.00	-75.00	-75.00
公允价值变动损益	9.61	5.56	6.37	6.64	其他	-172.64	64.14	6.64	6.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-215.57	-30.86	-68.36	-68.09
营业利润	181.86	313.07	424.42	542.94	短期借款	1605.69	-2683.39	0.00	0.00
其他非经营损益	36.34	2.82	2.59	2.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	218.20	315.89	427.01	545.47	股权融资	-2.43	0.00	0.00	0.00
所得税	24.77	37.28	49.75	63.83	支付股利	-21.39	-24.39	-40.08	-55.71
净利润	193.43	278.60	377.26	481.64	其他	-1195.49	-151.31	-46.61	-95.42
少数股东损益	1.66	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	386.37	-2859.09	-86.69	-151.13
归属母公司股东净利润	191.77	278.60	377.26	481.64	现金流量净额	577.49	-2161.34	204.34	608.74
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3511.51	1350.17	1554.50	2163.24	成长能力				
应收和预付款项	1287.25	1591.32	2294.67	3112.69	销售收入增长率	33.30%	52.60%	37.24%	33.19%
存货	291.60	460.12	643.05	864.10	营业利润增长率	14.06%	72.15%	35.57%	27.93%
其他流动资产	131.48	110.09	146.07	190.08	净利润增长率	37.05%	44.03%	35.41%	27.67%
长期股权投资	5.95	5.95	5.95	5.95	EBITDA 增长率	12.23%	39.13%	30.45%	32.67%
投资性房地产	119.31	119.31	119.31	119.31	获利能力				
固定资产和在建工程	445.69	505.32	541.74	574.86	毛利率	18.21%	15.75%	14.20%	13.53%
无形资产和开发支出	931.19	919.35	907.51	895.66	三费率	12.06%	10.21%	8.82%	8.31%
其他非流动资产	306.28	305.43	304.58	303.74	净利率	4.56%	4.30%	4.25%	4.07%
资产总计	7030.25	5367.06	6517.38	8229.63	ROE	7.70%	10.07%	12.15%	13.64%
短期借款	2683.39	0.00	0.00	0.00	ROA	2.75%	5.19%	5.79%	5.85%
应付和预收款项	1570.52	2401.60	3163.44	4388.01	ROIC	11.19%	18.51%	22.92%	27.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.79%	6.19%	5.88%	5.86%
其他负债	263.26	198.21	249.51	311.26	营运能力				
负债合计	4517.16	2599.81	3412.95	4699.26	总资产周转率	0.72	1.04	1.49	1.60
股本	641.80	734.02	734.02	734.02	固定资产周转率	9.79	14.38	18.15	22.43
资本公积	1172.78	1080.56	1080.56	1080.56	应收账款周转率	6.06	6.07	6.28	6.00
留存收益	793.23	1047.44	1384.62	1810.55	存货周转率	12.74	14.44	13.77	13.54
归属母公司股东权益	2513.17	2767.34	3104.52	3530.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.82%	—	—	—
少数股东权益	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	资本结构				
股东权益合计	2513.09	2767.25	3104.43	3530.36	资产负债率	64.25%	48.44%	52.37%	57.10%
负债和股东权益合计	7030.25	5367.06	6517.38	8229.63	带息债务/总负债	59.40%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.17	1.39	1.39	1.37
					速动比率	1.11	1.21	1.19	1.18
					股利支付率	11.16%	8.76%	10.62%	11.57%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	287.78	400.38	522.30	692.93	每股收益	0.26	0.38	0.51	0.66
PE	45.36	31.22	23.06	18.06	每股净资产	3.42	3.77	4.23	4.81
PB	3.46	3.14	2.80	2.46	每股经营现金	0.54	0.99	0.49	1.13
PS	2.05	1.34	0.98	0.74	每股股利	0.03	0.03	0.05	0.08
EV/EBITDA	21.61	16.68	12.40	8.46					
股息率	0.25%	0.28%	0.46%	0.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn