

齐心集团 (002301)

— 办公用品收入创新高, SaaS 享受行业高增速

投资评级 买入 评级调整 评级不变 收盘价 15.80 元

事件:

齐心集团 3 月 19 日晚间发布年度业绩报告称, 2017 年归属于母公司所有者的净利润为 1.4 亿元, 较上年同期增 33.54%; 营业收入为 31.82 亿元, 较上年同期增 11.05%; 基本每股收益为 0.33 元, 较上年同期增 17.86%。2017 年度拟 10 转 5 派 0.5 元。

投资要点:

1、办公用品实现收入 11.81 亿, 创历史新高, 齐心重视品牌创新, 直营客户加速拓展, 收入增速约 20%。

2015 年, 齐心电商平台处于上线初期, 客户采购习惯需逐步适应, 导致办公用品收入增速波动, 近两年来电商平台稳步发展, 收入创新高。

图表 1 办公用品收入创新高, 并高速增长

时间	2012	2013	2014	2015	2016	2017
办公用品收入 (亿元)	11.05	9.19	9.53	7.83	9.84	11.81
增速	45.31%	-16.85%	3.72%	-17.88%	25.70%	20.01%

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

我们认为公司办公用品持续增长的理由如下:

公司具有 10 万+商品品类, 全国性网点分布, 具备很强交付能力和本地化服务能力, B2B 电商业务竞争优势明显。

齐心大办公平台已涵盖电脑及配件、办公设备、办公耗材、办公家电、数码设备、生活用品、办公文具等 16 个大类、500 多个分类, 共 10 万+商品的丰富品类, 实现企业一站式采购。

B 端注重交付能力, 企业客户需要指定的安装以及后续服务, 当地的服务能力会对客户开发有直接的影响, 齐心全国性网点布局促进 B2B 电商业务的开展。

努力开拓直营渠道, 大客户数量有望不断提升, 目前客户资源超过 50000 家。2017 年齐心入围或中标大批客户采购项目, 包括中直机关、广东省政府、福建省政府、河北省政府、山西省政府、江西省政府、上海市政府、深圳市政府、天津市政府、国家电网、南方电网、中石化、工商银行、招商银行、中信银行、中国邮政储蓄银行、广发银行、航空工业(集团)、苏宁云商、英大商务等政企客户办公物资采购项目, 在能源、金融、政府等行业和领域具备大客户资源优势明显, 客户数量有望不断提升。

发布时间: 2018 年 3 月 24 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	24.18/15.80
上证指数/深圳成指	3152.76/10439.99
50 日均成交额(百万元)	12.37
市净率(倍)	2.78
股息率	0.32%

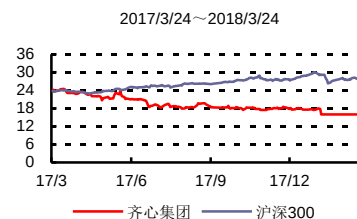
基础数据

流通股(百万股)	426.97
总股本(百万股)	427.87
流通市值(百万元)	6746.12
总市值(百万元)	6760.30
每股净资产(元)	5.68
净资产负债率	93.02%

股东信息

大股东名称	深圳市齐心控股有限公司
持股比例	43.14%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-公司点评-齐心集团 (002301) --业务发展依然强劲 延期彰显信心》, 2017-11-15

《国元证券公司研究-公司点评-齐心集团 (002301) -B2B 中标不断 SaaS 板块添丁又增收》, 2017-7-31

联系方式

研究员: 李芬
执业证书编号: S0020511040003
电 话: 021-51097188-1938
电 邮: lifen@gyzq.com.cn
研究助理: 胡晓慧
执业证书编号: S0020115100003
电 话: 021-51097188-1906
电 邮: huxiaohui@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

自有 V'mo 个人时尚品牌旅行日志受市场欢迎，促进新品上架率和单品价格提升。

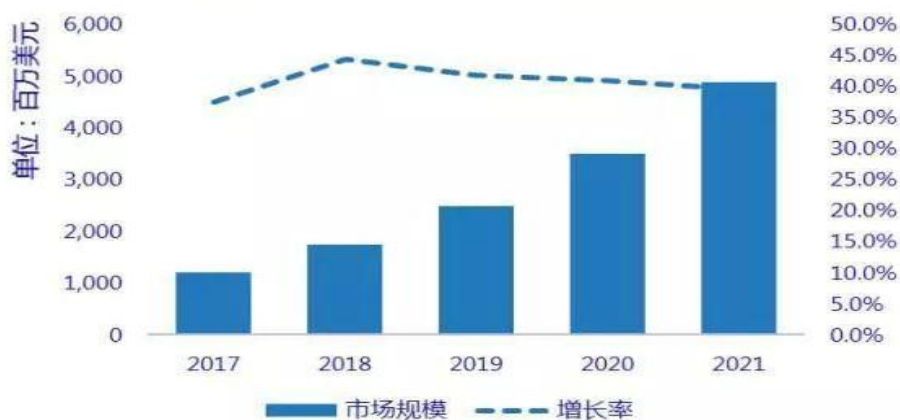
公司紧抓消费升级的契机，大力发展自有品牌产品，一方面加强自有品牌产品的研发和生产，推出 V'mo 个人时尚品牌旅行日志等深受市场欢迎的新产品，一方面加强线上和线下一体化销售，不断提升新品上架率和市场占有率，拓宽了新的消费市场。

办公文具市场上万亿，处于完全竞争阶段，商品同质化严重，价格竞争激烈，公司走产品差异化路线，可以提升平均产品价格以及品牌影响力，推动办公用品业务量价齐升。

2、SaaS 行业未来年均增速预计 40%，麦苗超额完成业绩承诺，云视频进一步发展智慧教育、智慧党建、智能硬件等产品线。

IDC 报告数据显示，中国的云服务市场预计在 2020 年突破 80 亿美金，SaaS 产业更是以平均年增长率 40% 的速度前进。公司布局 SaaS 领域，搭上行业发展快车。

图表 2 2017-2021 年中国 SaaS 市场增长率约 40%



资料来源：IDC 中国，国元证券研究中心

杭州麦苗超额完成业绩承诺，细分领域排名前三以内。目前杭州麦苗付费人数 2.6 万人，近 30 天付费人数 6125 人，客单价维持稳定。杭州麦苗在细分行业市场占有率 30%，连续多年为阿里巴巴旗下数字营销平台金牌合作伙伴。目前人员稳定，预计随着 SaaS 行业同步增长。

2017 年，银澎云新产品线包括智慧党建等开辟增量市场。银澎云 2017 年收入同比增加 63%，根据 IDC 报告，2016 年“齐心好视通”市场占有率 13.1%，在国内云视频会议领域排名第一，续费率在 75% 左右。2017 年银澎云开发了新产品线包括智慧教育、智慧党建、智能硬件等，开辟增量市场。

除此以外，公司在云计算服务、在线印刷、客户关系管理、财税 SaaS 等细分服务领域均有布局，未来将通过持续完善业务布局。

图表 3 截至目前杭州麦苗和银澎云均完成业绩承诺

单位 (万元)	2015	2016	2017	2018E
杭州麦苗	收入	3714	6271	8060
	净利润	2519	3810	4842
	业绩承诺	2500	3250	4225
银澎云	收入		16520	26989
	净利润		5531	6008
	业绩承诺		4600	6000
				7800

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

盈利预测和投资建议：

目前齐心集团办公用品业务收入创新高，SaaS 业务付费人数高速增长，客单价格稳定。假设办公用品方面，新品研发以及直销客户拓展顺利，收入维持高增速，SaaS 业务兑现业绩承诺，随行业同步发展。预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.76/2.95/4.17 亿元（不考虑其他外延），对应 EPS 为 0.41/0.46/0.65 元/股，目前公司停牌，维持公司“买入”评级。

风险提示：中标项目实施不达预期、收购子公司业绩对赌到期后业绩下滑、银澎云新业务发展不及预期，等。

财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2880	2511	3046	3651	营业收入	3182	3541	4058	4717
现金	1930	1541	1951	2394	营业成本	2568	2785	3108	3527
应收账款	422	470	539	626	营业税金及附加	17	19	22	26
其他应收款	31	35	40	47	营业费用	254	282	323	376
预付账款	157	171	190	216	管理费用	170	189	216	251
存货	250	271	303	344	财务费用	32	61	48	55
其他流动资产	89	22	23	24	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	1832	1824	1817	1810	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	8	8	8	8	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	436	436	431	425	营业利润	159	203	340	481
无形资产	104	104	105	105	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	1283	1275	1273	1272	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	4712	4334	4863	5460	利润总额	162	203	340	481
流动负债	2087	2322	2626	2711	所得税	21	26	43	61
短期借款	1078	571	731	887	净利润	141.14	177.59	296.84	419.90
应付账款	320	347	387	440	少数股东损益	1	1	2	3
其他流动负债	689	1404	1508	1383	归属母公司净利润	140	176	295	417
非流动负债	175	174	175	174	EBITDA	256	314	438	588
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.41	0.46	0.65
其他非流动负债	175	174	175	174					
负债合计	2262	2496	2801	2885	主要财务比率				
少数股东权益	19	20	22	26	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	428	428	642	642	成长能力				
资本公积	1389	1389	1175	1175	营业收入	11.1%	11.3%	14.6%	16.2%
留存收益	623	791	1064	1449	营业利润	57.7%	27.6%	67.2%	41.5%
归属母公司股东权益	2432	2608	2881	3266	归属于母公司净利润	33.5%	25.8%	67.2%	41.5%
负债和股东权益	4712	5124	5705	6176	获利能力				
					毛利率(%)	19.3%	21.3%	23.4%	25.2%
					净利率(%)	4.4%	5.0%	7.3%	8.8%
					ROE(%)	5.8%	6.8%	10.2%	12.8%
					ROIC(%)	9.4%	12.5%	17.8%	23.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	48.0%	48.7%	49.1%	46.7%
					净负债比率(%)	58.72%	30.27%	33.86%	37.74%
					流动比率	1.38	1.08	1.16	1.35
					速动比率	1.26	0.96	1.04	1.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.78	0.88	0.91
					应收账款周转率	8	8	8	8
					应付账款周转率	10.12	8.35	8.46	8.53
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.33	0.41	0.69	0.97
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.38	0.51	0.77	1.02
					每股净资产(最新摊薄)	5.68	6.09	6.73	7.63
					估值比率				
					P/E	48.26	38.36	22.95	16.22
					P/B	2.78	2.59	2.35	2.07
					EV/EBITDA	23	19	14	10

资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn