

享行业红利，打造一站式企业办公服务平台

投资要点

- **投资逻辑：**作为一家企业级办公服务平台，齐心集团未来增长主要受益于：① 政府采购阳光化、电商化政策的出台，利好办公行业龙头，齐心集团凭借多样的产品品类、强大的供应链服务能力、丰富的客户资源，将从中受益；② 公司云视频业务使之构建起“硬件+软件+服务”一体的企业级办公服务平台，满足企业级办公信息化需求，发挥协同效应。在行业红利促进和企业率先布局下，预计2019-2021年公司营收复合增速达到38.8%，净利润复合增速达到34.6%，企业经营进入快速发展期。
- **阳光集采推动办公用品行业发展。**办公用品行业前景广阔，国家于2015年起陆续出台相关政策推动政府采购阳光化、电商化，在政府部门带动之下国企也加入其中。采购政策变革提高招标门槛，利好办公用品龙头企业。办公行业增量主要来自于：1）央企国企办公集采在逐步放开；2）品类在逐步拓展。公司办公物资业务专注企业级市场，近年来保持快速增长，占公司营收的90%以上，我们认为公司办公物资业务具有多种优势：1）品类更多样，可提供办公文具、办公设备、劳保用品、MRO、员工福利等多品类，且公司加大智能办公设备的研发满足客户需求；2）具备强大的供应链服务能力：集成供应商模式提高采购议价能力，物流体系覆盖全国，线下渠道扁平化多元化，电商渠道接口丰富效率高；3）公司以大客户为重心，客户资源丰富且客户拓展空间巨大，可保障公司业绩增长。
- **云视频业务需求持续增长。**随着国内云计算产业链不断成熟，政企客户云视频会议需求持续增长；公司布局云视频业务从而构建起“硬件+软件+服务”的企业级办公服务平台。公司目前云视频业务市占率领先，且拥有云视频领域核心技术，并继续加大产品研发。未来公司云视频业务的主要增长点有：1）加大研发投入，巩固云视频业务领先优势；2）布局PaaS业务，满足大型政企客户个性化需求；3）细分市场，发展智慧党建、智慧教育等垂直业务线。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.38元、0.51元、0.64，对应PE分别为35倍、26倍和21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，维持“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。

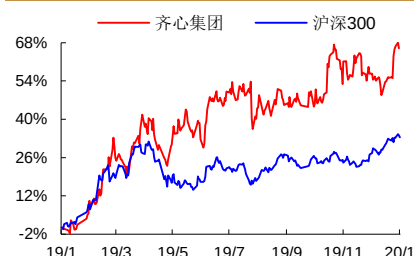
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4241.24	6472.18	8808.30	11351.60
增长率	33.30%	52.60%	36.09%	28.87%
归属母公司净利润（百万元）	191.77	275.81	371.73	467.59
增长率	36.91%	43.82%	34.78%	25.79%
每股收益 EPS（元）	0.26	0.38	0.51	0.64
净资产收益率 ROE	7.70%	8.43%	10.31%	11.64%
PE	51	35	26	21
PB	3.88	2.98	2.71	2.43

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)	7.97-13.3
总市值(亿元)	96.45
总资产(亿元)	75.39
每股净资产(元)	4.68

相关研究

1. 齐心集团（002301）：营收保持高增长，现金流好转（2019-10-31）

目 录

1 打造一站式企业办公服务平台，加大投入巩固竞争优势	1
1.1 办公文具起家，打造一站式企业办公服务平台	1
1.2 办公物资业务为主，云视频业务为辅	2
1.3 股权结构集中，管理层多次增持	4
1.4 非公开发行股票募资，巩固竞争优势	5
2 阳光集采利好办公用品龙头，云视频服务需求持续增长	6
2.1 办公用品：空间广阔，阳光集采利好龙头企业	6
2.2 云视频服务领域：需求持续增长	14
3 夯实办公物资主业，多种优势助力增长，打造一站式办公服务平台	17
3.1 品类多样，且加大产品开发力度	17
3.2 强大的供应链服务能力	18
3.3 客户资源丰富，保障业绩增长	24
4 云视频业务满足企业级办公信息化需求	26
4.1 迈入云视频领域，市占率领先	26
4.2 涵盖多应用场景，技术领先并加大产品研发	27
4.3 拓展产品线，布局 PaaS、智慧教育、智慧党建	30
5 盈利预测与估值	33
5.1 盈利预测	33
5.2 估值	34
6 风险提示	34

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 齐心集团两大业务.....	2
图 3: 公司营业收入及其增速.....	2
图 4: 公司归母净利润及其增速.....	2
图 5: 公司分业务营收 (亿元) 及增速.....	3
图 6: 公司分业务营收占比.....	3
图 7: 公司分业务净利润 (万元) 及增速.....	3
图 8: 公司分业务净利润占比.....	3
图 9: 公司分业务毛利率对比.....	4
图 10: 公司分业务净利率对比.....	4
图 11: 齐心集团股权结构 (截至 2019 年 6 月底).....	4
图 12: 办公文具用品市场规模及预测.....	7
图 13: 分品类办公用品市场空间 (亿元).....	7
图 14: 我国第三产业产值及对 GDP 增长贡献率.....	7
图 15: 全国政府采购规模及增速.....	7
图 16: 城镇就业人员数量.....	8
图 17: 全国企业单位数 (万家).....	8
图 18: 办公用品垂直型 CR4 市占比情况.....	8
图 19: 龙头企业增速快于行业规模增速.....	8
图 20: 我国企业电商化采购交易规模.....	11
图 21: 电商化采购平台上各类采购企业占比.....	11
图 22: 史泰博线下网点个数及增速 (个).....	12
图 23: 史泰博营收及增速 (亿美元).....	12
图 24: 美国文具市场行业规模 (亿美元).....	12
图 25: 史泰博北美市场分渠道收入 (亿美元).....	12
图 26: 2018-2023 年中国工业品市场规模.....	13
图 27: 2018 年中国工业品市场规模结构.....	13
图 28: 工业品 B2B 行业发展过程.....	14
图 29: 我国企业级 SaaS 市场规模及增速.....	15
图 30: 企业级 SaaS 市场细分份额.....	15
图 31: 视频云服务流程.....	15
图 32: 中国视频云服务市场规模及增长.....	16
图 33: 2018 年中国视频云服务行业市场份额.....	16
图 34: 中国教育信息化经费支出.....	16
图 35: 2018 年底全国党员及党组织数量 (万).....	16
图 36: 齐心商城.....	17
图 37: 齐心集成供应商经营与盈利模式.....	19
图 38: 公司办公物资业务利润率变化.....	19
图 39: 覆盖全国的物流配送网络.....	20

图 40: 公司运输费及运输费用率	21
图 41: 公司销售费用中租赁费及增速	21
图 42: 公司渠道扁平化举措	21
图 43: 公司三级分销渠道	22
图 44: 齐心集团数字化运营平台构架图	23
图 45: 公司存货周转天数	24
图 46: 公司应收、应付账款周转天数	24
图 47: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	24
图 48: 公司净资产收益率变化情况	24
图 49: 公司前五大客户销售额及其占比	25
图 50: 齐心集团大办公平台核心客户群	25
图 51: 银澎云计算业务范围	26
图 52: 2018 年中国软件会议市场主要厂商市场份额	27
图 53: 齐心好视通部分客户	27
图 54: 产品涵盖多种应用场景	27
图 55: 好视通会议系统拓扑图	29
图 56: 齐心好视通与腾讯云签署战略合作协议	30
图 57: 好视通智慧教育系统主要功能	32
图 58: 好视通智慧党建平台功能	32

表 目 录

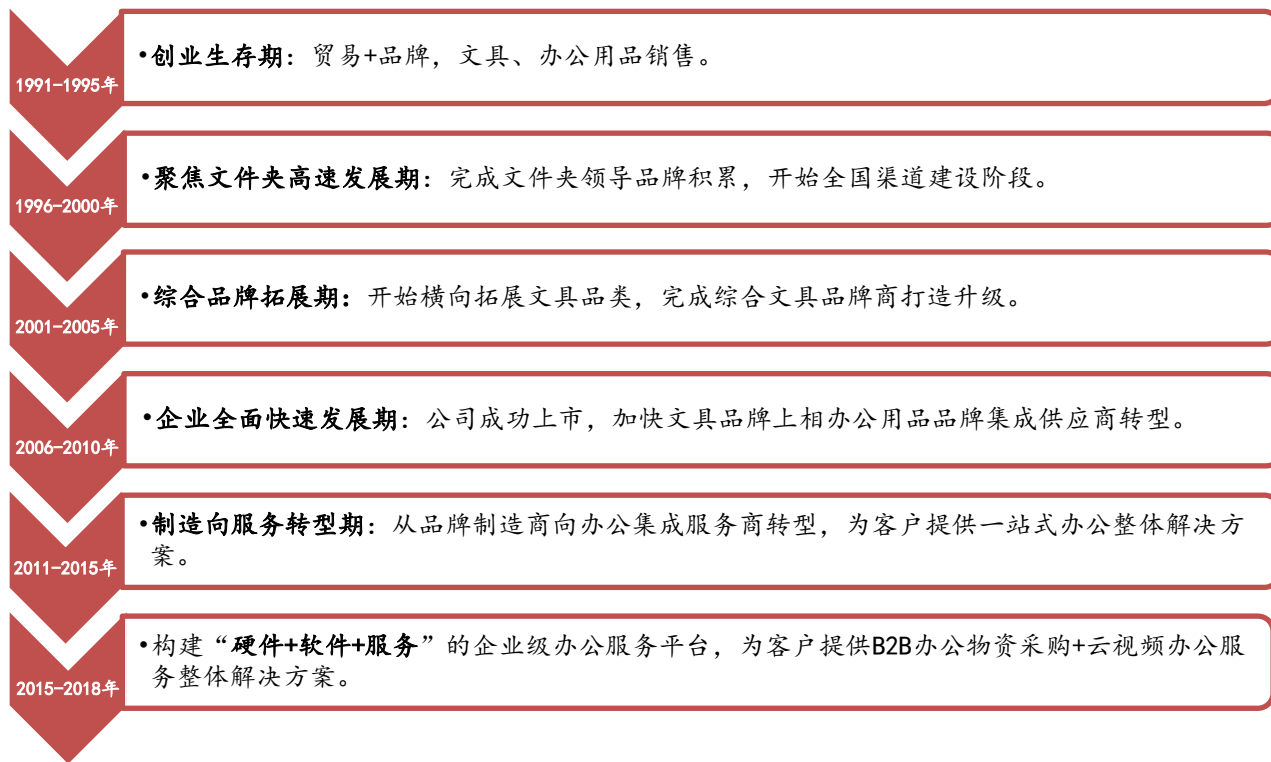
表 1: 公司股票历史增减持情况	5
表 2: 公司非公开发行股票募资用途	5
表 3: 办公用品分类	6
表 4: 国家集中采购相关政策	9
表 5: 齐心集团提供更丰富的产品品类	18
表 6: 齐心集团配送服务居行业前列	20
表 7: 2017-2019 年公司主要中标/入围客户	25
表 8: 公司客户以大客户为主 (截至 2019 年 8 月)	26
表 9: 好视通部分核心技术情况	28
表 10: 齐心好视通·云通信 PaaS 平台特点	30
表 11: 云服务类型具备的功能对比	31
表 12: 分项业务收入及毛利率预测	33
表 13: 可比公司估值	34
附表: 财务预测与估值	35

1 打造一站式企业办公服务平台，加大投入巩固竞争优势

1.1 办公文具起家，打造一站式企业办公服务平台

深圳齐心集团股份有限公司（以下简称“齐心集团”或“公司”）是国内领先的现代办公物资整体解决方案服务商之一。1991 年陈钦鹏先生进入文具销售领域，1993 年陈钦鹏先生家族创立深圳市宝城新荣文具实业有限公司，从事文具、办公用品销售；为统一品牌，2000 年陈钦鹏家族所有的五家企业共同出资发起设立深圳市齐心文具股份有限公司。齐心集团最初以办公文件夹等核心产品，凭借优异的质量和物美价廉的性价比，赢得企业客户的信任。公司通过不断扩充产品线，以及搭建快速响应，及时有效的区域物流体系，不断引进办公领域的知名品牌供应商，搭建了一套完整的 B2B 企业办公物资平台。公司于 2009 年在深圳中小板成功上市。公司目前主要业务分为两块：B2B 办公物资业务、SaaS（Software as a Service）软件服务，并通过持续叠加商品品类与服务，满足客户多场景办公需求。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

三次商业服务模式升级，公司正发展成为“硬件+软件+服务”的企业办公服务综合平台。公司成立起至 2005 年，主要从事办公文具的生产、制造、销售，公司拓展主要是横向的办公用品品类扩张。2006 年-2010 年，公司逐渐从零散的企业办公物资销售平台，升级为与核心大企业紧密关联的 B2B 企业办公物资综合平台，向办公用品集成供应商转变；2015 年起，公司积极布局 SaaS 业务，通过 2015 年收购杭州麦苗营销云计算和 2016 年收购银澎云计算的好视通云视频，由单纯的办公用品类平台，升级为提供“硬件+软件+服务”的企业办公综合销售服务平台。

2015 年以来公司一站式服务平台发展良好，目前形成了两大业务线，一是核心的 B2B 办公物资业务，二是通过收购切入 SaaS 软件服务，其中主要提供云视频会议服务。这两大业务板块，使齐心集团成为软硬件一体的企业服务综合平台，共同服务于公司上百家核心企业用户。公司变革顺应客户需求变化，随着信息技术的发展，企业客户办公现在不仅需要文具用品，对科技产品、科技服务也存在巨大需求，公司从提供硬件到提供软件再到提供服务，不断补充新产品新服务的迭代变革能力，将推动公司不断成长。

图 2：齐心集团两大业务

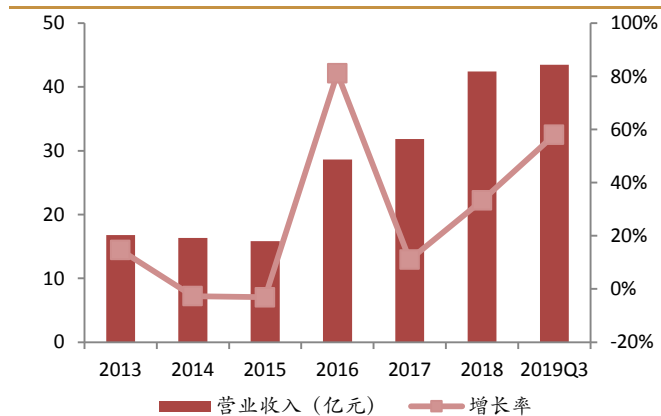


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 办公物资业务为主，云视频业务为辅

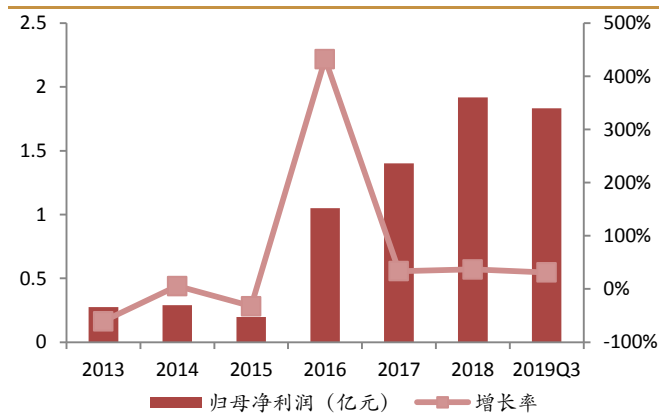
乘办公集采东风，公司营收、净利润均高速增长。2018 年公司营收 42.4 亿元，同比增长 33.3%，2014-2018 年 CAGR 为 20%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比增长 36.9%，2014-2018 年 CAGR 为 47%。2019Q3 公司实现营收 43.5 亿元，同比增长 58%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 31%。

图 3：公司营业收入及其增速



数据来源：Wind，西南证券整理

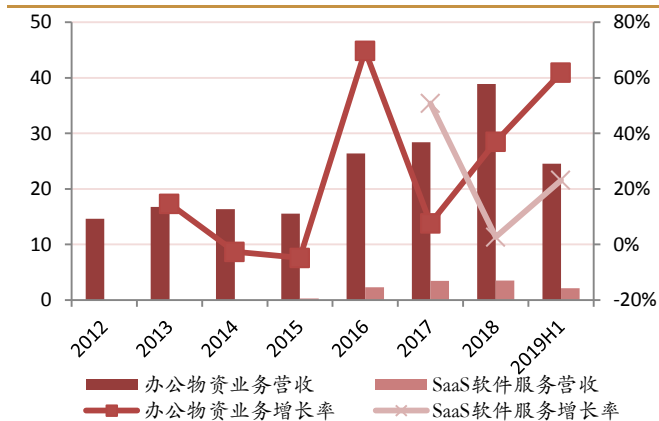
图 4：公司归母净利润及其增速



数据来源：Wind，西南证券整理

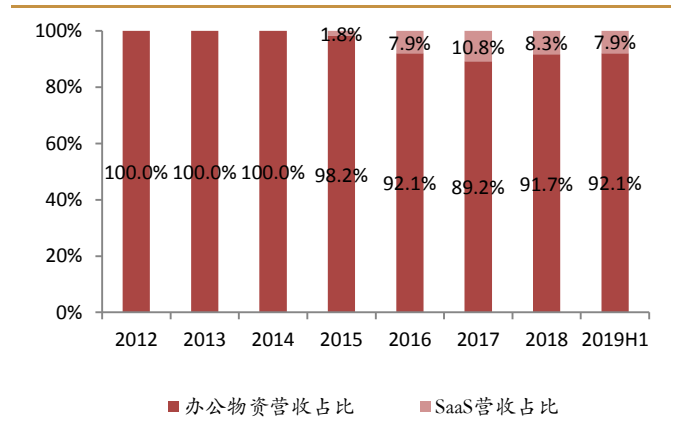
办公物资业务占营收绝对比重。2018 年、2019 上半年 B2B 办公物资业务分别实现营收 38.9 亿元/24.5 亿元，同比增长 37.0%/61.8%，营收占比约为 92%；云视频业务 2018 年、2019 上半年分别实现营收 3.5 亿元/2.1 亿元，同比增长 2.6%/23.1%，营收占比约 8%。受办公集采阳光化、电商化政策影响，近两年公司办公物资业务保持更快增幅，营收占比料将进一步提高。

图 5：公司分业务营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

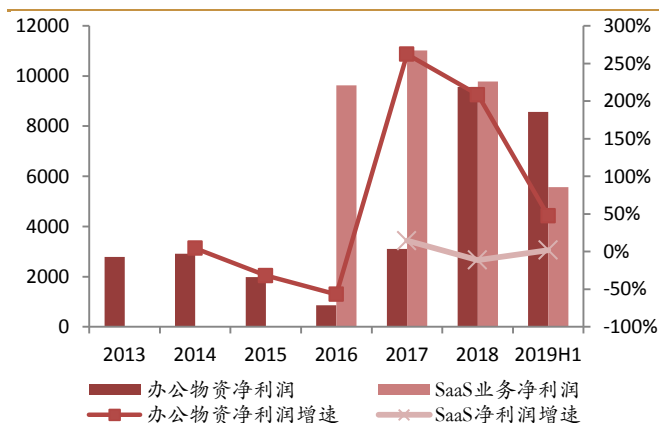
图 6：公司分业务营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

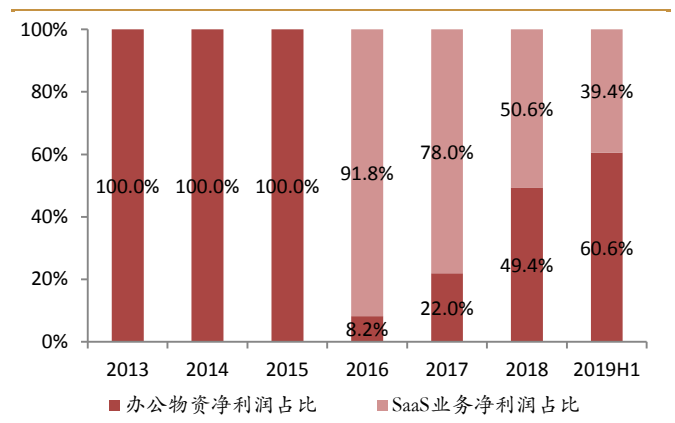
公司 2015/2016 年分别收购杭州麦苗和银澎云计算，进入 SaaS 市场，SaaS 云视频业务利润率高。①办公物资业务 2018 年/2019 上半年分别实现净利润 1.0 亿元/0.9 亿元，同比增长 208.4%/47.4%，分别实现毛利率 13.9%/12.5%，净利率 2.9%/4.0%。公司办公物资业务增长更快，净利润占比也逐步提高。需要说明的是，由于办公物资业务多采取公开招投标的形式，标准化程度较高，因此办公物资业务毛利率低于云视频业务，随着公司办公物资业务的发展，公司的毛利率水平料将呈小幅下降趋势；但公司提升管理效率，费用率控制得当，净利率水平基本稳定。②SaaS 云视频业务 2018 年/2019 上半年分别实现净利润 1.0 亿元/0.6 亿元，同比变动 -11.2%/2.0%。SaaS 软件服务有着较高的利润率，毛利率超过 65%，云视频业务对公司净利润的贡献 2018 年/2019 年上半年分别约为 50%/40%。

图 7：公司分业务净利润（万元）及增速



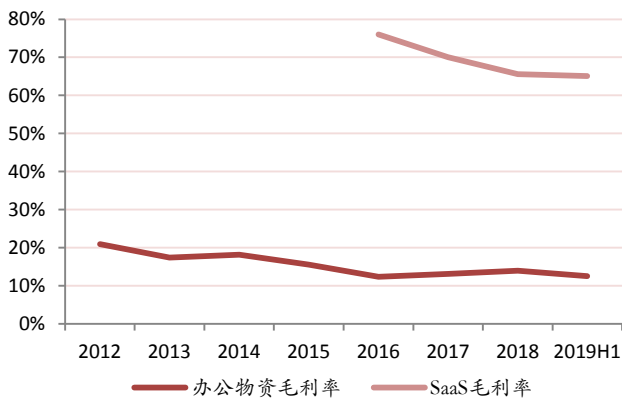
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司分业务净利润占比



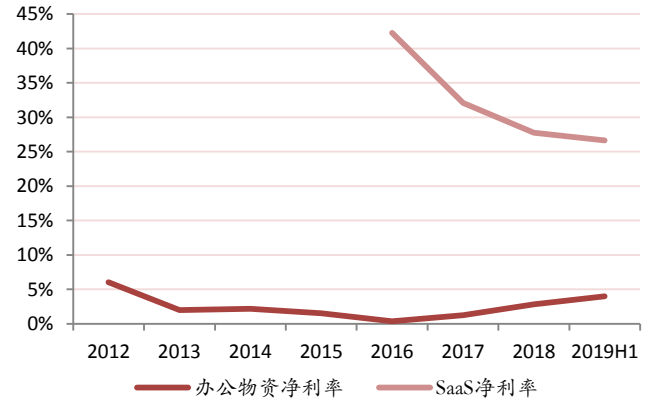
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司分业务毛利率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司分业务净利率对比

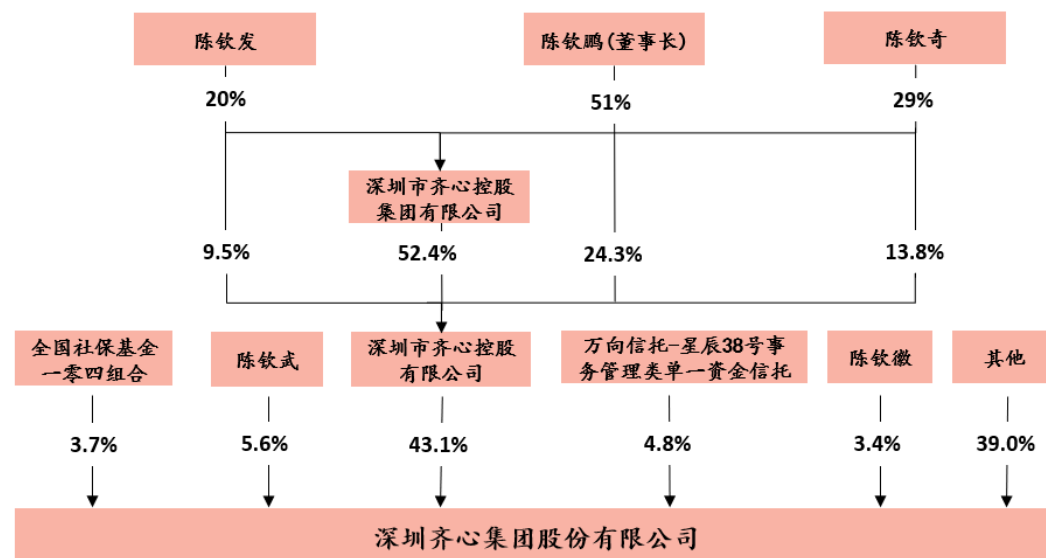


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 股权结构集中，管理层多次增持

公司股权结构相对集中。根据 2019 年半年报，公司控股股东深圳市齐心控股有限公司持有公司 43.1% 股份，实际控制人陈钦鹏先生与其亲属陈钦武、陈钦徽、陈钦奇、陈钦发为一致行动人，实际控制人及其亲属合计持有公司 52.1% 股份。公司控制权集中，股权结构稳定。

图 11：齐心集团股权结构（截至 2019 年 6 月底）



数据来源：公司公告，企查查，西南证券整理

多次增持彰显公司信心。公司自上市以来，实际控制人陈钦鹏先生从未减持，并与部分高管多次增持，彰显了对公司发展的信心。

表 1：公司股票历史增减持情况

日期	人员	详情
2014.12.4	公司控股股东、实际控制人、董事长陈钦鹏先生	通过个人证券账户增持公司 68.3 万股, 约占公司总股本 37932.9 万股的 0.2%。
2014.12.12-2015.1.7	公司控股股东、实际控制人、董事长陈钦鹏先生	通过托管账户融资合计增持公司 744.8 万股, 占公司总股本 37932.9 万股 2.0%。
2015.6.17	全资子公司杭州麦苗网络技术有限公司董事长兼总经理唐樨瑾先生	购入公司股份 138.3 万股, 增持后持股比例 0.5%。
2016.1.14	公司部分董事和高级管理人员	增持公司股份 27.8 万股
2016.11.14	全资子公司深圳银澎云计算有限公司董事长彭荣涛先生	通过国泰元鑫银澎 1 号资产管理计划增持公司股份 845.5 万股。
2018.1.16-2018.1.26	全资子公司深圳银澎云计算有限公司执行总裁侯刚先生	通过个人证券账户增持公司股票 116.0 股, 占公司总股份比例约 0.3%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 非公开发行股票募资，巩固竞争优势

定增募集资金用于大办公+云视频业务，打造办公服务综合平台。2018 年 12 月齐心集团公告 2018 年非公开发行 A 股股票预案，2019 年 5 月对预案进行修订，2019 年 10 月 22 日，齐心集团非公开发行 A 股股票在深圳证券交易所上市。公司本次非公开发行股票发行价格为 10.4 元/股，共募集资金 9.6 亿元。

公司本次非公开发行 A 股股票募集资金主要用于升级公司办公设备、云视频业务及建设数字化运营平台，具体包括：1) 智能办公设备开发及产业化项目。对办公用品进行智慧化升级，打造“终端+应用”的智能生态链，增强公司的可持续市场竞争力。2) 好视通会议云平台升级。形成统一完整的大会议平台整体解决方案，同时将云视频系统的核心功能拓展应用于远程医疗领域。3) 数字化运营平台建设。建设实现负载有云计算、大数据等先进技术的数字化运营平台，为公司运营和业务发展提供数字化运维支持，提升各业务环节的决策效率，进而降低公司运营成本，提升整体盈利能力。4) 补充运营资金。

随着募资项目的建设，公司将在办公物资和云视频服务领域进一步巩固竞争优势，推动公司的产品、技术、服务升级，增强公司可持续竞争力。

表 2：公司非公开发行股票募资金用途

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	云视频会议平台升级及业务线拓展项目	19115.3	18205.0
2	智能办公设备开发及产业化项目	27319.4	25780.0
3	集团数字化运营平台建设项目	35925.8	31015.0
4	补充运营资金	21000.0	21000.0
合计		103360.4	96000.0

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 阳光集采利好办公用品龙头，云视频服务需求持续增长

2.1 办公用品：空间广阔，阳光集采利好龙头企业

在第三产业人口及企业数量的支撑下，办公用品行业有广阔需求，但目前行业市场格局分散，我们认为随着政策出台推动政企采购阳光化、电商化，政企 B 端需求将利好行业龙头。同时我们回顾美国办公用品行业龙头企业发展历史，也可以发现专注于 B 端业务的企业能够行稳致远。

2.1.1 办公用品市场空间大，龙头市占率低

办公用品覆盖品类包括消耗类办公用品、资产设备类办公用品、员工福利产品、MRO 工业品（非生产原料性质的工业用品）等。

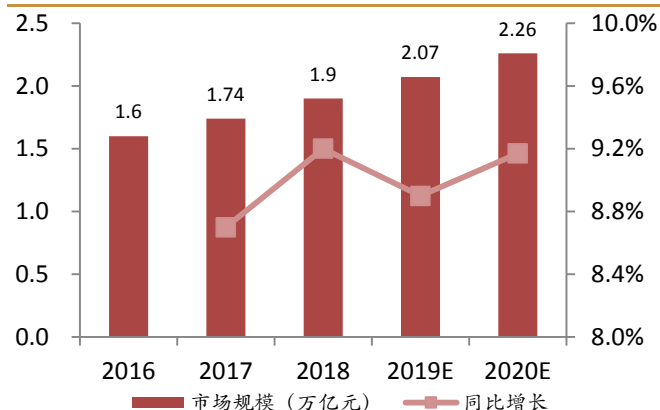
表 3：办公用品分类

主要种类	细分类别	主要商品品类
消耗类办公用品	办公耗材	打印机/传真机耗材、复合机耗材、印刷机耗材等
	办公文具	本册纸品、文件管理、财务行政用品等
	办公用纸	打印纸、复印纸、艺术纸等
资产设备类办公用品	办公设备	打印机、复印机及印刷机、财务设备、会议设备等
	电脑及配件	电脑整机、外设产品、网络设备等
	办公电器	生活家电等
	办公家具	储物柜、桌台、座椅等
	数码通讯设备	影像设备、影像配件、通讯设备等
员工福利产品	福利定制	办公礼品、节庆礼品、印刷品等
MRO 工业品	MRO 标准产品	电气设备、仪器仪表、照明设备、安防用品、消防工具等

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

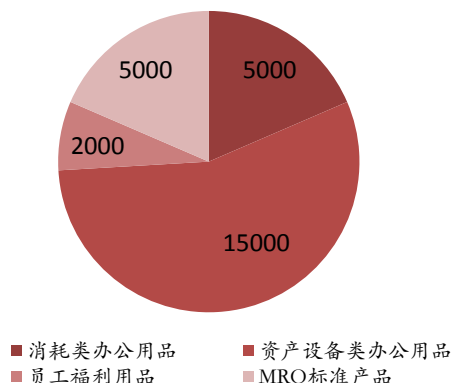
办公文具用品需求广阔，规模庞大。从总规模来看，根据中国产业信息网数据，国内办公文具用品市场总规模 2018 年达 1.8 万亿元，同比增长 9.2%；预计到 2022 年规模可达 2.7 万亿元，近几年可保持 8% 以上的增速；按产品类型来看，消耗类办公用品市场空间为 5000 亿元、资产设备类办公用品市场空间为 15000 亿元（办公设备、网络设备、办公电器、非整装办公家具等）、员工福利用品市场空间为 2000 亿元、MRO 标准产品市场空间为 5000 亿元。

图 12: 办公文具用品市场规模及预测



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

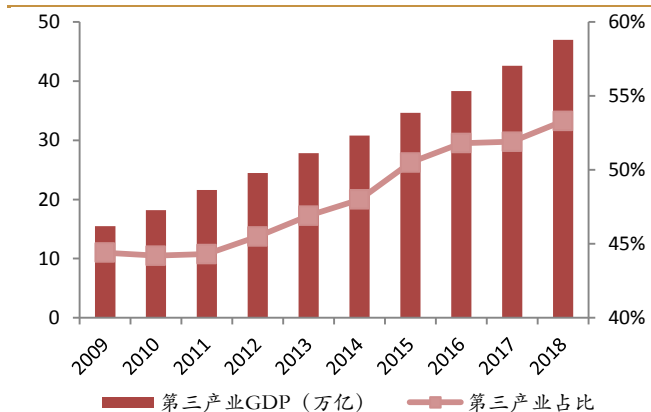
图 13: 分品类办公用品市场空间 (亿元)



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

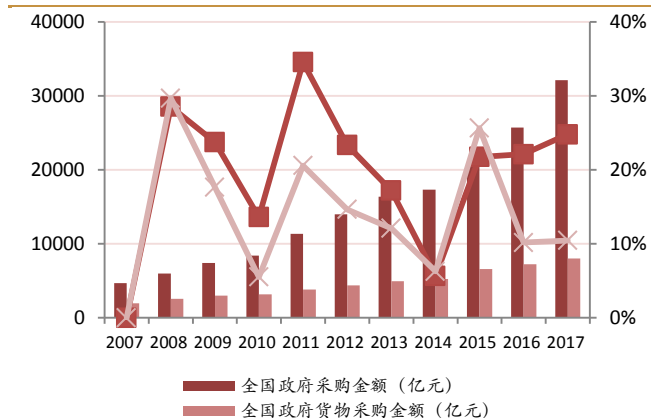
第三产业发展及办公人群增长支撑办公用品需求。①从经济发展, 我国第三产业产值 2018 年已经达到 47 万亿, 占 GDP 的比重达 53.3%, 近十年提升 8.9 个百分点。第三产业的快速发展, 带来办公用品需求量的增长, 特别是政府、金融机构等第三产业单位是办公用品的主要采购单位, 2017 年我国政府采购金额已经超过 3.2 万亿, 其中货物采购金额约为 8000 亿元。集中采购可降低采购成本, 政企单位逐渐倾向于向办公用品服务商集采办公产品。②就业人口及企业方面, 根据国家统计局数据, 2018 年我国城镇就业人员已达 4.3 亿人, 其中国有企业、股份有限公司就业人员约 7615 万人, 占比约 17.5%。我国企业单位数 2018 年达到 37.8 万家, 近几年较为平稳。随着城镇就业人员数量稳步增长, 办公人群数量预计稳中有升, 对办公文具需求形成支撑。

图 14: 我国第三产业产值及对 GDP 增长贡献率



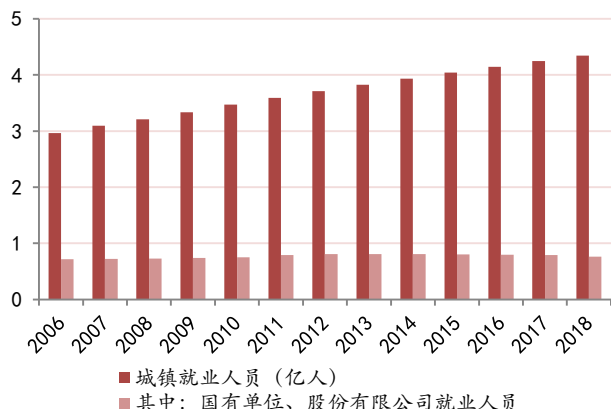
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 全国政府采购规模及增速



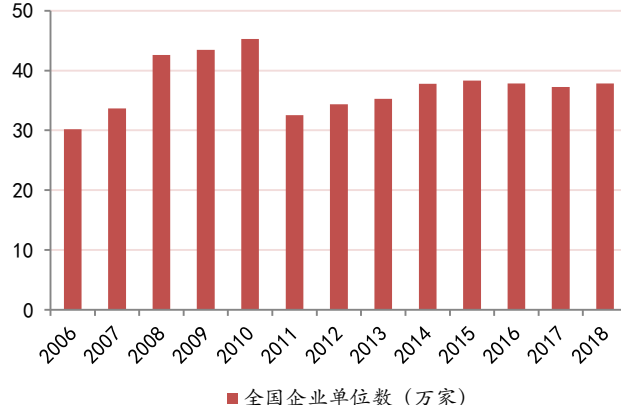
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 城镇就业人员数量



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 全国企业单位数 (万家)

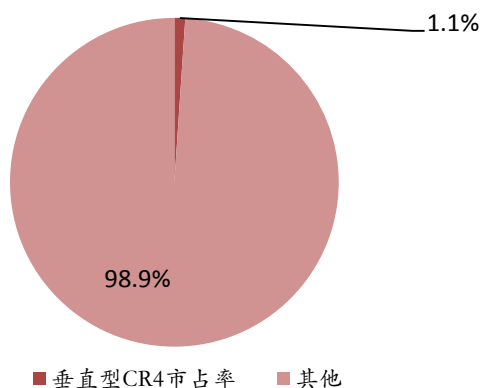


数据来源: Wind, 西南证券整理

与庞大的市场规模相比，办公用品市场格局非常分散。根据我们的统计，2018 年得力办公（包括史泰博）、齐心办公、欧菲斯、晨光科力普等四家垂直型行业龙头分别实现营收约 100 亿元、38.9 亿元、36.8 亿元、25.8 亿元，合计超过 200 亿元，办公用品垂直型 CR4 市占率仅约 1.1%，行业集中度低。

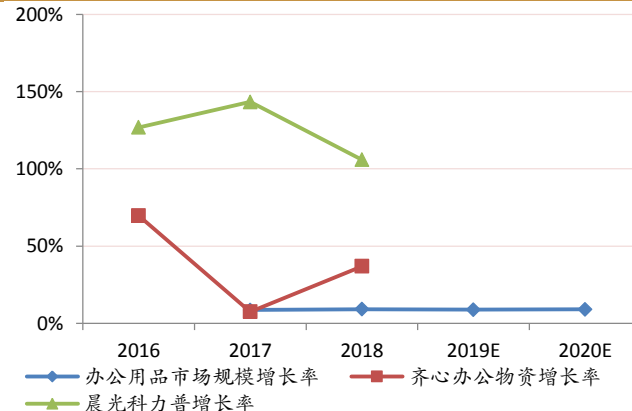
但龙头效应正逐步凸显，未来存在整合空间。近几年办公用品行业规模增长率约为 8%-9%，而齐心、晨光科力普等办公龙头的增长率远超行业增长率。龙头企业可以更广的布局渠道和物流仓储、更多资金投入产品研发和品牌建设，同时随着 B 端集中采购准入门槛的提高，龙头企业将能够获得更多政企客户的订单，其优势将越发明显，龙头企业份额将有逐步提升空间。

图 18: 办公用品垂直型 CR4 市占比情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 龙头企业增速快于行业规模增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.1.2 政企采购政策变革，利好行业龙头

(1) 政策出台推动阳光化、电商化采购

近几年来，政府、国企层面一直在推动政府采购的阳光化、电商化，未来将有更多国企加入其中。政策推动之下，办公用品行业龙头凭借综合实力优势、电商布局优势将从中受益。

① 政府层面

政府采购阳光化进程持续推进。国务院办公厅 2015 年 1 月公布了《中华人民共和国政府采购法实施条例》，此后《整合建立统一的公共资源交易平台工作方案》、《深化政府采购制度改革方案》等相关政策逐步颁布实施，政府采购阳光化进程持续推进。在具体执行过程中，规定设区的市、自治州以上人民政府可设立集中采购机构，纳入省级以上政府集中采购目录的商品需要委托集中采购机构代理采购。

表 4：国家集中采购相关政策

时间	机构	内容
2015 年 1 月	国务院办公厅	公布《中华人民共和国政府采购法实施条例》，明确提出国家实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动；列入集中采购目录的项目、适合实行批量集中采购的，应当实行批量集中采购等相关条例。
2015 年 8 月	国务院办公厅	印发的《整合建立统一的公共资源交易平台工作方案》，要求 2016 年 6 月底前，地方各级政府基本完成公共资源交易平台整合工作；2017 年 6 月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。
2016 年 6 月	国务院办公厅	国务院成立政府购买服务改革工作领导小组，指导各地区、各部门制定改革方案、明确改革目标任务、推进改革工作，研究解决跨部门、跨领域的改革重点难点问题，督促检查重要改革事项落实情况。
2016 年 12 月	国务院办公厅	印发《中央预算单位 2017—2018 年政府集中采购目录及标准》，规定计算机、复印机、打印用通用耗材、办公家具等采购项目，单项采购金额达到 200 万元以上的，必须采用公开招标方式。
2017 年 7 月	财政部	发布修订后的《政府采购货物和服务招标投标管理办法》，对招标、投标、开标、评标、中标及合同等各个环节作出具体规定。
2018 年 5 月	财政部	为深入贯彻落实“放管服”改革要求，依法加强政府采购监督管理，规范政府采购代理机构执业行为，财政部从 2018 年 7 月至 11 月组织开展全国政府采购代理机构监督检查工作，检查涵盖政府采购活动的全过程，主要包括委托代理、文件编制、进口核准、方式变更、信息公告、评审过程、中标成交、保证金、合同管理、质疑答复等 10 个环节。
2018 年 11 月	中央深化改革委员会	审议通过了《深化政府采购制度改革方案》，会议指出，深化政府采购制度改革要坚持问题导向，强化采购人主体责任，建立集中采购机构竞争机制，改进政府采购代理和评审机制，健全科学高效的采购交易机制，强化政府采购政策功能措施，健全政府采购监督管理机制，加快形成采购主体职责清晰、交易规则科学高效、监管机制健全、政策功能完备、法律制度完善、技术支撑先进的现代政府采购制度。
2019 年 7 月	财政部	印发《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》，提出了全面清理政府采购领域妨碍公平竞争的规定和做法、严格执行公平竞争审查制度、加强政府采购执行管理、加快推进电子化政府采购、进一步提升政府采购透明度、完善政府采购质疑投诉和行政裁决机制等六个方面的目标。

数据来源：政府网站，西南证券整理

政府采购电商化成为硬性要求。2015 年 1 月，国务院办公厅公布《中华人民共和国政府采购法实施条例》，明确提出国家实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。2017 年 4 月财政部颁布《财政部关于进一步做好政府采购信息公开工作有关事项的通知》，强调各地要推进政府采购信息发布网络平台建设。2017 年 2 月，财政部制订发布《“互联网+”招标采购行动方案（2017-2019 年）》，提出到 2019 年实现招标投标行业向信息化、智能化转型。

② 国企层面

随着政府层面采购阳光化、电商化的展开，国企也加入到其中。2018 年 2 月，财政部发布了《国有金融企业集中采购管理暂行规定》，要求国有金融企业应按采购计划实施集中采购，并纳入年度预算管理。国务院国资委近几年一直在开展“采购管理提升”行动。根据国务院国资委印发的《采购管理专项提升对标指标》，上网采购率、公开采购率等均纳入考核指标。

央企层面的集中采购正逐步放开。采购方式上，国务院国资委允许集团总部进行一级采购，也允许二级采购（只能截止到总部直属的二级集团）。但目前国有企业采购无规可循，不少国有企业下属机构仍是自行采购，国企具体采购方式视具体企业而定。国资委推进央企开展电子招标采购，促进国企采购管理水平提升。2015 年 6 月起印发《采购管理专项提升对标指标》，将央企采购电子化水平纳入提升指标。大部分央企建立了网上集中采购平台。

（2）采购政策变革利好办公用品龙头

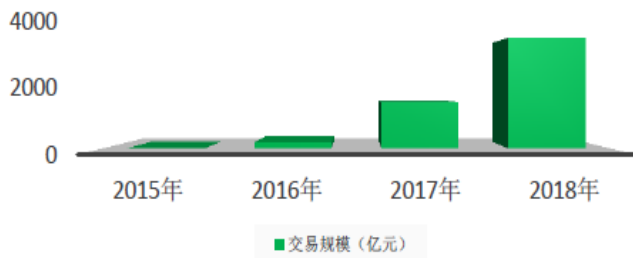
国内办公直销行业尚处于发展初期，竞争格局逐渐清晰，龙头初现。目前国内年销售额 10 亿元以上的办公直销企业仅有得力、齐心集团、晨光文具、欧菲斯办公伙伴等少数几家，鉴于综合实力优势明显，在招投标方式下，入围大 B 客户供应商名单的一般都是龙头几家企业。

①公开招标提高准入门槛，提高龙头企业中标几率。政府采购阳光化意味着政府及央企从协议供货方式向集中采购方式转变，通过引入市场竞争、电子化操作等方式，使采购过程阳光透明，这导致政府及大型企业采购门槛明显提升。部分中小企业因为规模、资质等原因将无法参与政企公开招标，对头部办公集采企业而言则更易于获取政府集中采购订单。如中国移动 2019-2022 年电商平台合作伙伴集中采购的招标要求，明确提出：1) 供应商注册资金或开办资金不得低于 2 亿元；2) 2016 年至今供应商具备至少 3 个大型企业电商化采购服务案例，执行周期不低于 1 年；3) 供应商具有公开的自有电子商城，并具备商品目录及价格查询、下订单、结算和支付等功能；4) 供应商应在自由仓库内完成产品仓储库存管理，并提供全国范围内采购人指定地点的物流配送服务。在这些明确要求下，中移动此次 3 年期的集中采购仅 6 家企业中标，分别为：晨光科力普、欧菲斯办公伙伴、得力集团、史泰博、齐心集团、苏宁易购。大型企业采购明显向头部供应商集中。

②电商化采购持续推进，龙头提前布局电商业务。据工信部赛迪研究院发布的《中国企业电商化采购发展报告（2018）》，2018 年我国企业电商化采购规模约为 3600 亿元，同比增速高达 80%。作为其中的先导领域，企业对消费通用型产品和服务的电商化采购交易额超过 1500 亿元，增长率达 62%，远高于传统 B2B 交易 20%左右的增长率，也远超网络零售的增长速度。《报告》预计企业电商化采购交易规模还将进一步扩大，到“十三五”末期有望超过万亿元。在办公物资电商采购平台上，各类企业的采购占比依次为：民营企业 70.0%、外资/合资企业 16.1%、国有企业 10.4%、事业单位 2.8%、其他 0.7%。随着政策的逐步推进，国有企业、事业单位的电商化采购比例还将进一步提高，齐心等提前布局电商业务并持续加大投入的办公用品龙头企业将先发制人。

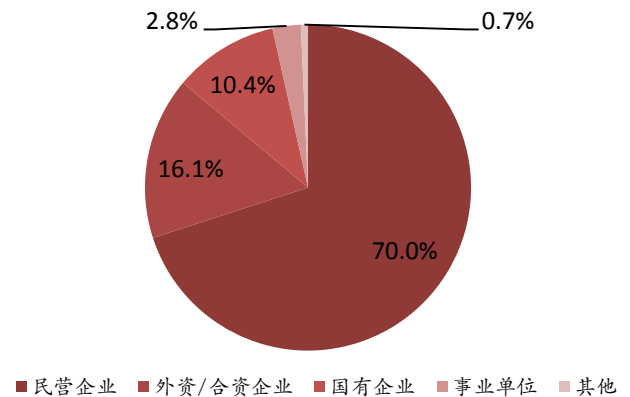
央企、国企办公用品阳光化采购进程持续推进，我们认为未来办公用品电商化采购市场规模增长驱动力来自于：①央企、国企等头部客户全面推进办公用品电商化采购；②办公用品电商化采购品种由常见的办公耗材、办公设备延伸到员工福利、MRO 工业品等新品类。

图 20：我国企业电商化采购交易规模



数据来源：《中国企业电商化采购发展报告 (2018)》，西南证券整理

图 21：电商化采购平台上各类采购企业占比



数据来源：《中国企业电商化采购发展报告 (2018)》，西南证券整理

2.1.3 对标史泰博：办公龙头发力 B 端可行稳致远

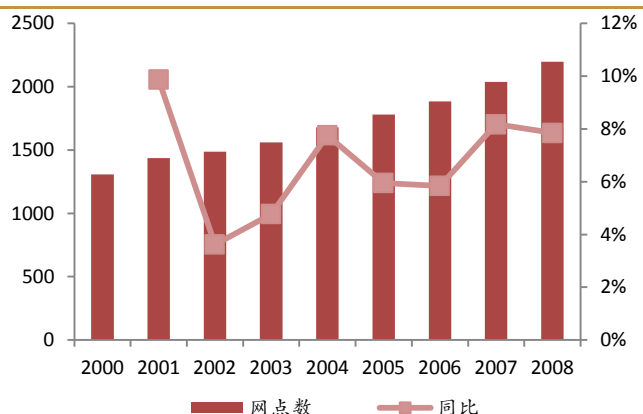
美国办公文具行业也经历了龙头形成并向 B 端转型的过程，目前国内 B 端市场迎来渠道变革的机会，蕴含很大成长空间。我国文具行业逐渐走向成熟，市场规模由高速增长转为稳定规模，也出现了比较有代表性的一批企业，如晨光、齐心、得力等，考察美国办公行业发展历史，我们认为行业龙头发力 B 端可行稳致远。

(1) 龙头形成：多渠道铺设+自建物流仓储，营收快速增长。在早期阶段，史泰博与欧迪早期通过渠道铺设+自建物流仓储占有了大量市场份额，形成流量垄断。两公司通过渠道铺设引流战略非常成功，直到 2007 年之前，公司零售额增长与线下门店的扩张几乎是成正比的。我国办公行业龙头企业已构建起覆盖全国的仓储物流体系，渠道物流铺设正趋于饱和。

我们认为自建物流仓储可以提升服务能力，缩短供应链降低成本，对公司营收增长有积极的推动作用。在上游供应商方面，史泰博与欧迪均采用制造商直采或是自大批发商处购入，供应链大大缩短；在下游物流仓储方面，公司自建仓储中心，仓储物流建设完成后带来了较好的规模效应，对 B 端客户的服务能力也得以增强，在成本管控力日益增强的背景下，毛利率也得以稳步提升，史泰博、欧迪毛利率从 2000 年的 24%-26% 提升至 2008 年的 29%-31% 的水平。

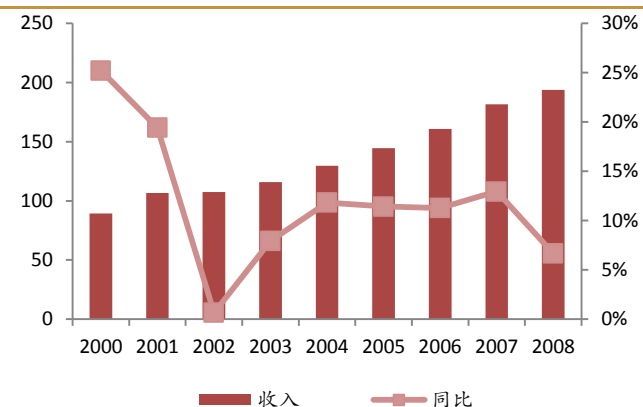
目前我国办公行业龙头也建立起了覆盖全国的仓储物流体系，以齐心集团为例，公司已在全国建设 3 大配送中心、40 多个分销配送仓、近 10 万平米仓储面积，渠道覆盖全国。强大的仓储物流体系提升了服务能力、降低了供应链成本，将助力公司成为行业龙头。

图 22: 史泰博线下网点个数及增速 (个)



数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

图 23: 史泰博营收及增速 (亿美元)

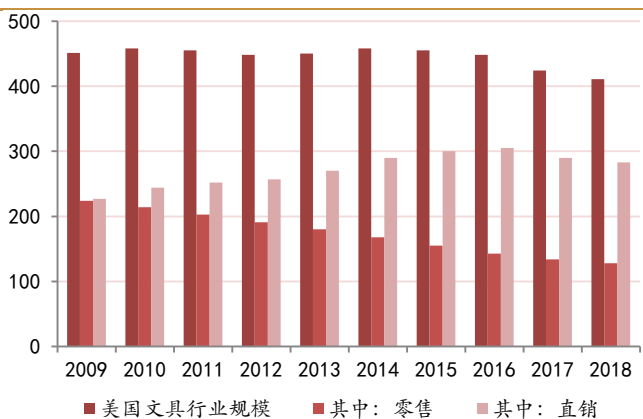


数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

(2) 办公用品零售遇冷, 转型 B 端成效显著。自 2008 以来, 美国传统办公用品零售商受到互联网办公、综合型电商进入办公文具领域分流线下零售客户群等因素持续冲击, 行业规模由 2007 年的 800 亿美元降至近年 400 亿美元左右, 同时渠道也发生变革, 美国办公用品线下零售渠道占比已经萎缩至 35%。

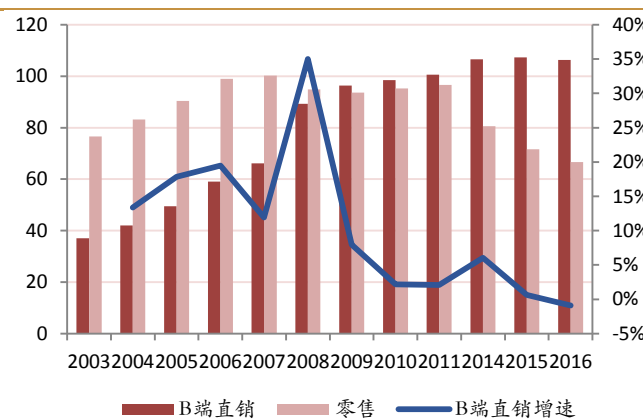
我们认为 B 端需求更稳定, 从而成为美国文具商新的开拓点。据 IBIS World 数据, 美国 2018 年文具行业市场规模为 411 亿美元, 其中零售规模 128 亿美元, 直销规模为 283 亿美元。虽然美国文具市场近年来呈小幅下降趋势, 但是直销渠道销售额却逆势增长。我们认为, 由于办公用品直销商品类丰富, B 端客户对文具供应商的专业性以及售后服务有更高要求, 一般会直接与品牌商合作, 因此 B 端受到冲击略小, B 端需求较 C 端更稳定, 受渠道冲击变化较小, 逐渐成为传统的文具零售巨头积极开拓的市场。

图 24: 美国文具市场行业规模 (亿美元)



数据来源: IBIS World, 西南证券整理

图 25: 史泰博北美市场分渠道收入 (亿美元)



数据来源: 史泰博年报, 西南证券整理 (12、13 年财报统计口径不同)

在此背景下, 史泰博选择了将盈利重心转移至 B 端, 定位议价能力较弱的中小型企业。B 端需求更稳定, 而龙头企业在供应链控制力、渠道铺设广度、品牌知名度等方面具有独特的优势, 更容易拿到 B 端客户订单, 因此史泰博 B 端业务突飞猛进。史泰博 2009 年之后北美市场 B 端直销渠道的收入超过零售渠道收入, 且 B 端直销渠道收入连续上涨、零售端收入快速下降; 至 2016 年史泰博 B 端直销收入为 106.4 亿美元, 远超零售渠道 66.6 亿美元的销售额。

目前我国办公文具市场也面临类似机遇。行业巨头与长尾企业同在，随着互联网办公以及互联网零售的发展，企业零售端受到较大冲击，而阳光集采使得 B 端办公文具规模扩大，小企业在办公直销领域无优势，面临出清的命运，而头部企业优势逐渐展现，在产品、物流、服务上展开竞赛。齐心、科力普、得力、欧菲斯等企业均在 B 端市场发力，B 端市场更为稳定，将带来巨大的发展机遇。

2.1.4 品类延伸至 MRO 工业品，发挥集采协同效应

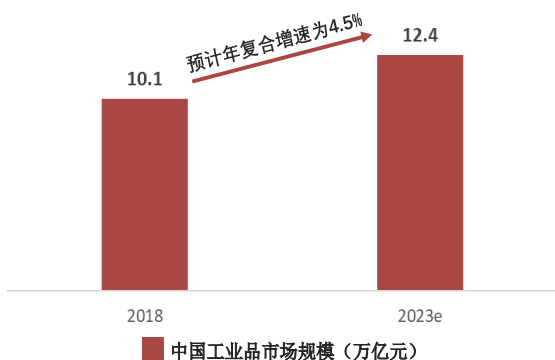
综合型平台品类众多但存在专业性产品丰富度不够的问题，垂直型平台专业性强产品齐全且服务高效，因此大型企业对于垂直型平台的产品和服务有明显偏好。随着大企业将越来越多的品类放出来集采，垂直型平台也相应开始拓展服务边界，从办公用品向 MRO 工业品、员工福利等有一定重合度的品类延展。

(1) MRO 采购量庞大，巨头孕育

MRO 指在实际的生产过程中不直接构成产品，只用于维护（Maintenance）、维修（Repair）、运行（Operation）设备的物料和服务。由于 MRO 工业品所覆盖的领域广泛，具有产品种类众多、专业技术要求高的特点，上下游产业链环节众多，对平台运营能力要求高。目前 MRO 所覆盖的范围还在不断的扩大，其维护、维修服务的对象和内容也在不断的增加。

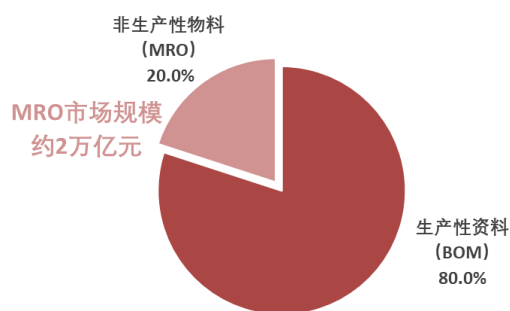
MRO 采购前景可期。数据显示，MRO 采购是一个非常庞大的市场，2018 年我国工业增加值超过 30 万亿元，市场普遍认为 MRO 市场容量约占工业产值的 4%-7%，总体规模约为 1.2-2.1 万亿元，亿邦动力网预计其规模还在以每年 5% 的速度不断增长。

图 26：2018-2023 年中国工业品市场规模



数据来源：《2019 年中国工业品 B2B 市场研究报告》，西南证券整理

图 27：2018 年中国工业品市场规模结构



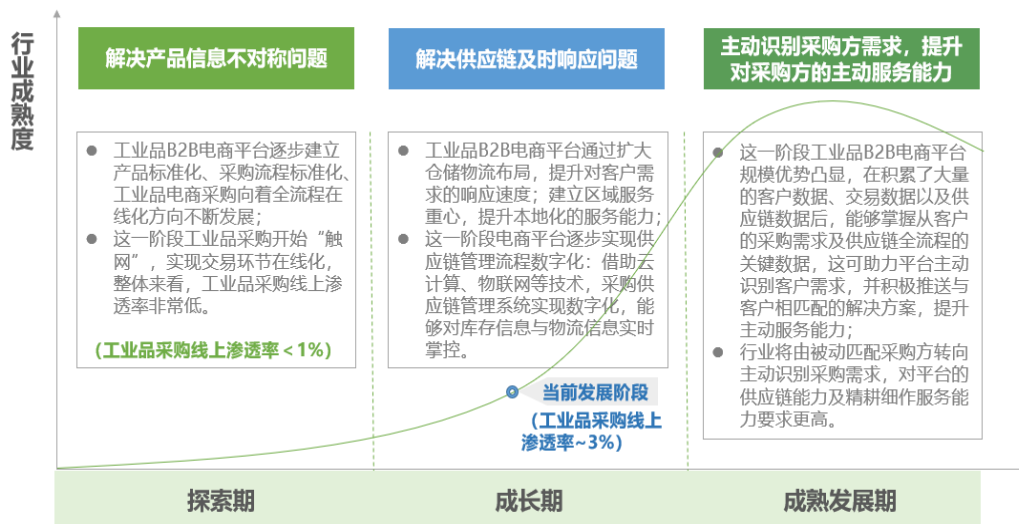
数据来源：《2019 年中国工业品 B2B 市场研究报告》，西南证券整理

MRO 采购上线率有望提升。与发展相对较为成熟的企业通用消费型商品及服务不同，目前国内工业品销量上线率不足 1%，未来还有很大提升空间。MRO 行业总体互联网渗透率较低，由于整体行业大而散、产品种类多、供应链管理存在困难，服务效率还在爬坡过程中，行业内还没有出现类似于美国固安捷这类的龙头企业。但是，最近几年在采购和库存的信息化管理下，供应链问题逐步解决，发展潜力和发展空间快速释放。

(2) 我国 MRO 市场进入快速发展期

我国 MRO 平台起步较晚，但已进入快速成长期。按照艾瑞咨询对工业品 B2B 发展历程判断，我国大部分 MRO 平台还处于探索期和成长期，逐步建立起采购目录和标准化流程，部分领先的企业开始着手建立仓储物流和供应链管理体系，规模优势逐渐显现。由于 MRO 产品的 SKU 种类多达上千万，客户需求繁杂，如何做到供应链、客户服务能力及资金相匹配是形成平台壁垒的关键。

图 28：工业品 B2B 行业发展过程



数据来源：艾瑞咨询《2019 年中国工业品 B2B 市场研究报告》，西南证券整理

近几年国内 MRO 行业迎来了资本的大幅参与，根据艾瑞统计，2018 年工业品 B2B 融资金额达到 19.2 亿元，呈明显上升态势。MRO 已进入快速拓展期，龙头有望从中孕育。目前齐心、得力、科力普等办公物资集采龙头也开疆扩土向 MRO 领域延伸，借助在办公用品领域的深厚积淀，发挥集采招标协同效应，有望顺利扩张产品边界，实现收入规模的跃升。

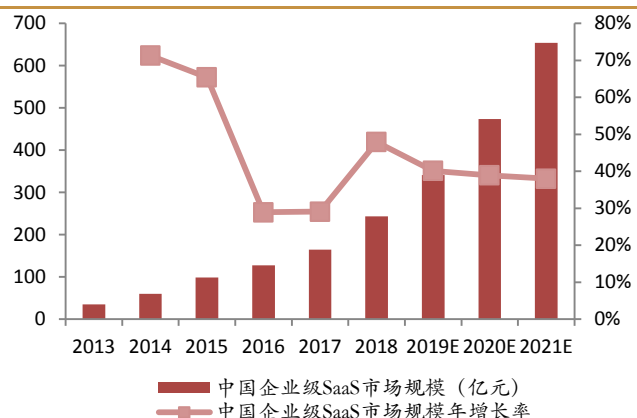
齐心集团在品类拓展上走在前列，目前公司产品出了覆盖传统的办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等产品外还在 MRO 工业品、劳保用品、员工福利等高附加值品类陆续中标，目前产品扩充至 19 大品类，50 多万个 SKU，帮助齐心深度挖掘客户需求，扩大客户的采购额，多品类连带效应强。

2.2 云视频服务领域：需求持续增长

(1) SaaS 市场高速增长。随着国内云计算产业链不断成熟，人力成本不断攀升，云应用成本越来越低，政策推动企业上云以及知识产权保护日趋完善，企业按需采购软件服务成为必然趋势。

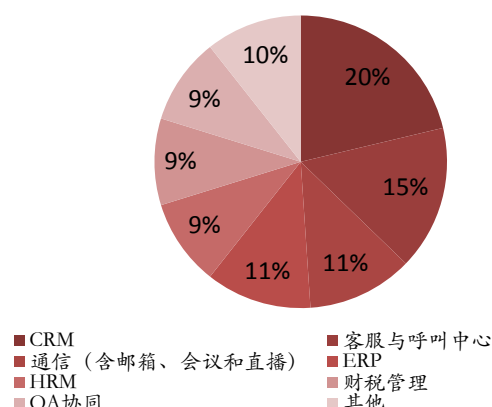
根据艾瑞咨询，中国已成为全球 SaaS 市场发展最受瞩目的地区，市场增速持续高于全球水平。2018 年中国企业级 SaaS 市场规模为 243.5 亿元，较上年增长 47.9%。预计未来三年内中国企业级 SaaS 市场将保持 39.0% 的年复合增长率，到 2021 年整体市场规模将达到 654.2 亿元。具体到细分市场，CRM 约占 20%，其次是客服与呼叫中心 15%、通信（含邮箱、会议和直播）约 11%、ERP11%。

图 29：我国企业级 SaaS 市场规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

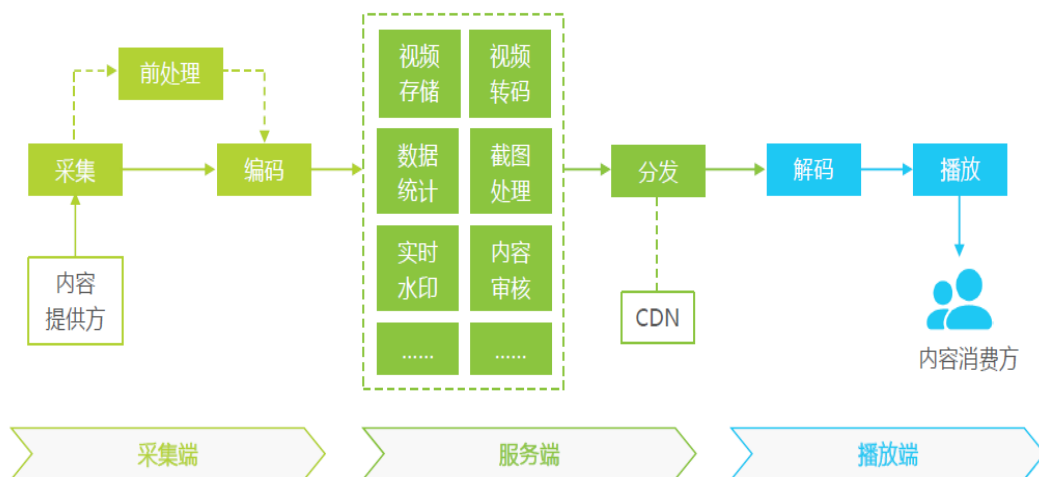
图 30：企业级 SaaS 市场细分份额



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

(2) 云视频服务方兴未艾。云视频服务属于 SaaS (Software as a Service) 应用场景之一，它能够让客户以低成本、高效率的方式搭建专业的视频系统。随着互联网、云计算、大数据等技术的广泛应用，以云视频为代表的现代办公服务已经突破了传统应用的场景范畴（如视频会议），向智慧教育、智慧医疗、远程培训等新应用场景渗透。而 5G 技术的推广特能够解决软件视频会议系统稳定性差的缺点，软件视频会议的市场占比有望进一步上升。近年来政府出台了一系列关于促进中小企业移动互联化的政策，有助于推动移动办公相关领域的发展，加速视频会议软件在中小企业中的普及。

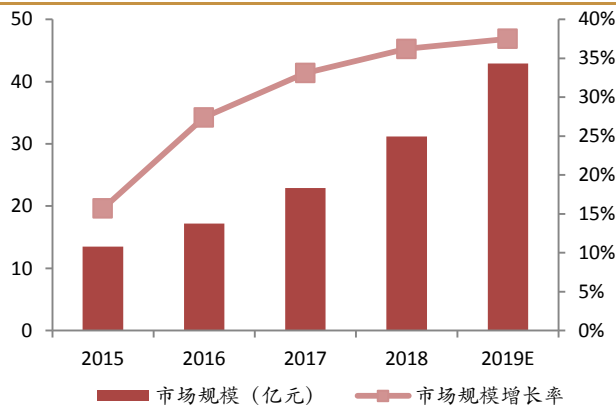
图 31：视频云服务流程



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

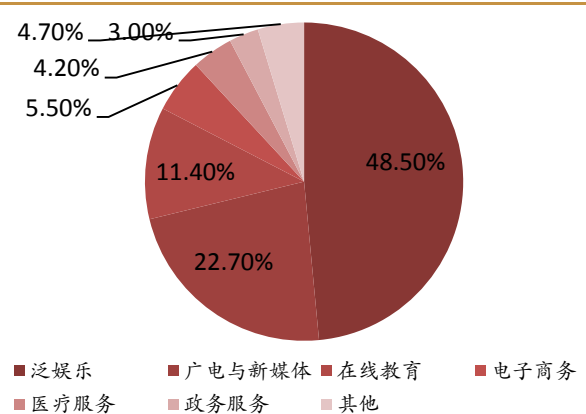
在线教育、政务服务等蕴含重要机会。根据计世资讯的数据，近年来国内视频云市场保持了高速的增长势头，2018 年中国视频云服务市场规模已经达到 31.2 亿元，同比增长 36.2%。近几年视频云服务在行业中的落地速度不断加大。当前泛娱乐、广电与新媒体、在线教育三大行业是市场份额最大的三个行业，合计份额达到 82.6%，引领视频云服务整体市场的发展。以教育、医疗、政府为代表的传统行业市场视频中云服务的应用在快速增长，市场份额不断提升，在线教育、医疗服务、政务服务合计占有 18.6% 的份额，这也将是未来市场中重要的机会。

图 32: 中国视频云服务市场规模及增长



数据来源: 计世咨询, 西南证券整理

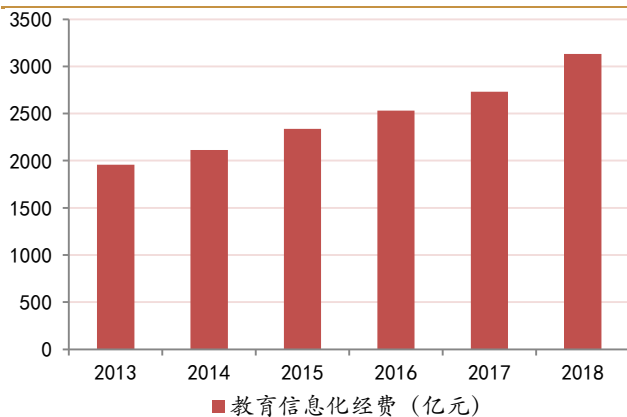
图 33: 2018 年中国视频云服务行业市场份额



数据来源: 计世咨询, 西南证券整理

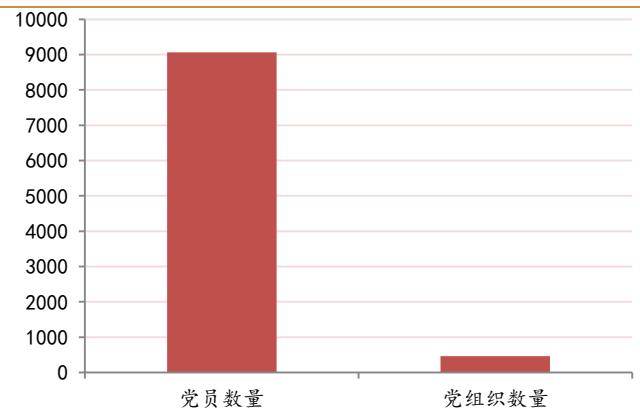
如在智慧教育领域, 2019 年 2 月, 中共中央、国务院印发了《中国教育现代化 2035》, 明确提出加快信息化时代教育变革, 建设智能化校园, 建立数字教育资源共建共享机制。以智慧教育应用场景中的“双师课堂”为例, 双师课堂采取主讲与助教相互配合, 线上与线下相结合的教学模式, 其中主讲教师通过视频互动的形式讲解课程内容, 助教老师在教室内配合开展教学, 负责解答同学疑惑、维持课堂秩序、批改课程作业等工作。依托视频会议云服务平台及专业的视频会议终端设备, 双师课堂通过技术赋能, 让更多学生共享优质教学资源, 通过高科技设备的赋能, 能够激起学生的学习兴趣, 从而提升了教学效果。根据国家统计局数据, 2018 年我国教育信息化经费已经超过 3000 亿元, 未来还将持续增加。

图 34: 中国教育信息化经费支出



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 35: 2018 年底全国党员及党组织数量 (万)



数据来源: 中国政府网, 西南证券整理

在智慧党建领域, 十九大明确提出要加强党的基层组织建设, 善于运用互联网技术和信息化手段开展工作。通过云计算、可视化音视频通信、数据交互、远程共享和协助等先进技术的融合, 建设“智慧党建云平台”, 可以广泛连接各级党组织, 尤其是加强基层组织建设, 最大程度满足新时代党的建设需求。截至 2018 年底, 我国一共有 9059.4 万名党员, 461 万个基层党组织, 全国智慧党建的潜在市场规模巨大。

由此可见, 随着国家政策的大力推动, 云视频应用已突破传统应用场景的范畴, 未来将进一步在教育、党建、医疗、金融等行业和场景中被广泛使用, 长期有利于公司云视频服务在各应用场景中的发展。

3 夯实办公物资主业，多种优势助力增长，打造一站式办公服务平台

公司通过不断丰富办公物资业务产品品类，可参与更多招投标，且正继续研发智能办公设备；供应链方面，从采购、仓储物流到线上线下销售都具备竞争优势；客户资源方面大客户优势明显，并且持续中标大客户集采项目。公司通过打造一站式办公服务平台，满足客户一站式办公服务需求，保证未来客户及订单的持续增长，这些形成公司办公物资业务的核心竞争力。

3.1 品类多样，且加大产品开发力度

(1) 多样的产品品类，满足客户一站式、多样化需求。与综合型平台相比，垂直型平台专业性强产品齐全且服务高效，因此大型企业对垂直型平台的产品和服务有明显偏好。随着大企业将越来越多的品类放出来集采，垂直型平台也相应开始拓展服务边界，从办公用品向 MRO 工业品、员工福利等有一定重合度的品类延展。

齐心集团在品类拓展上走在前列，目前公司除传统办公用品外还在 MRO 工业品、劳保用品、员工福利等高附加值品类陆续中标。齐心企业办公服务平台 qx.com 已涵盖 20 个大类、2000 多个品牌共 50 万+商品的丰富品类，可为客户提供集办公用品、办公设备、MRO 工业品、生活用品、办公家电、员工福利等在内的商品和服务，帮助齐心深度挖掘客户需求，扩大客户的采购额，多品类连带效应强，最大程度满足企业客户一站式采购需求。

图 36：齐心商城



数据来源：公司官网，西南证券整理

横向对比来看，得益于公司的集成供应链采购模式，齐心集团产品品类相对更为丰富，公司可提供 20 个大类、2000 多个品牌共 50 万+商品的丰富品类，凭借这一优势公司可参与更多品类的招标，赢得更多订单。

表 5：齐心集团提供更丰富的产品品类

	齐心集团（办公业务）	晨光科力普	得力集团
产品类别	提供 20 个大类、2000 多个品牌共 50 万+商品的丰富品类	可提供 15 各大类商品, 7 万多种产品	可提供 14 个大类商品
办公耗材	√	√	√
办公用纸	√	√	√
办公文具	√	√	√
办公设备	√	√	√
办公家电	√	√	√
电脑及配件	√	√	√
生活用品	√	√	√
食品饮料	√	√	√
数码设备	√	√	√
通讯设备	√	√	√
劳保安防	√	√	√
福利定制	√	√	√
办公家具	√	√	√
售后和安装	√	√	
工器具	√		√
汽车用品	√		
个护家清	√		
运动文娱	√		
租赁	√		

数据来源：各公司官网，西南证券整理

募资加大智能办公设备研发。2019 年 10 月，公司非公开发行股票上市，其中涉及募投资新建智能办公设备开发及产业化项目。该项目旨在加大对智能碎纸机、可视化智能保险柜、云考勤设备、智能 3D 全息投影仪、智能隔空触控投影仪等智能办公设备的研发，同时对现有碎纸机生产线进行智能化改造升级，提升自动化生产能力，实现智能办公设备的产业化发展。

随着办公场景智能化的发展，智能办公设备在工作中有很大的需求，公司此项目抓住了市场机遇。随着设备销售，公司还可以获取企业办公大数据等附加价值，从而更加深入的挖掘客户需求，为客户提供更优质的产品和服务，符合公司搭建“硬件+软件+服务”的企业级综合办公服务平台的发展规划。

3.2 强大的供应链服务能力

公司商品品类众多、客户遍布全国，给供应链管理提出了较高要求。公司在包括商品采购、物流、线上线下分销等供应链服务方面都具有独特的竞争优势，提高了公司总体运营效率，形成了公司的核心竞争力之一。

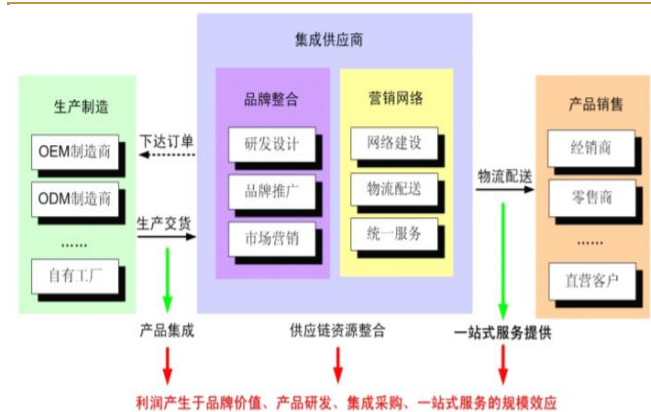
3.2.1 采购：集成供应商模式提高议价能力

公司目标是打造平台型供应商。公司战略目标是打造一站式企业办公服务平台，公司销售的商品中第三方采购占绝大部分；而竞争对手中得力办公物资自主生产的比例更大，且均需使用“得力”商标；根据晨光相关公告，晨光办公直销采取按需采购的模式，根据客户需求下达供应商订单。齐心以客户需求为导向，通过持续丰富产品品类，借此进入客户多个中标领域，发挥供货的协同性。

公司供应链采取集成供应商模式。平台型供应商对公司的产品采购供应能力提出了较高要求，为此公司供应链采取集成供应商模式，即将附加值较低的生产制造环节予以外包（ODM），集中精力进行品牌经营、研发设计和营销网络的建设，并为消费者提供一站式服务的经营模式。

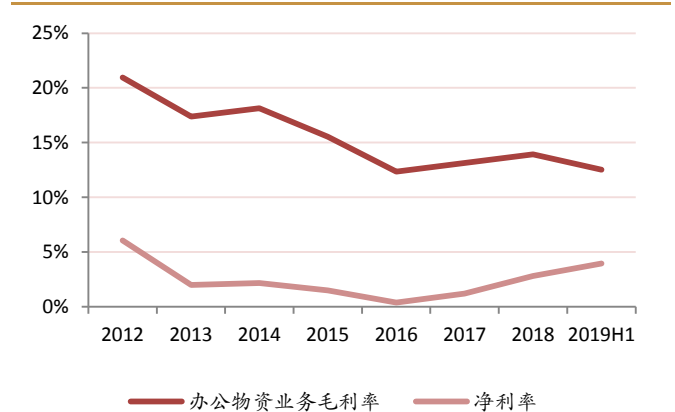
集成供应商模式有望提升公司毛利率。该模式可提高供应链整体效率，强化自身在产业链高端的竞争地位，发挥规模效应，增加公司议价能力，有效节约采购成本。公司 B2B 业务规模迅速增大，向客户提供的产品品类不断增加，部分新增产品品类暂未形成集采规模效应，毛利率仍然偏低。随着公司 B2B 业务集中采购供应能力不断增强，在供应链环节议价能力不断提升，公司毛利率将会逐步提升。此外，公司还通过不断丰富高毛利商品，进一步降低运营成本，降低库存和物流费用，提升集成供应能力等措施进一步提升净利率。

图 37：齐心集成供应商经营与盈利模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：公司办公物资业务利润率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司为提升供应链管理能力和效率，专门成立了深圳齐心供应链管理有限公司负责公司集中采购及供应链管理。为更好地拓展该业务，公司 2015 年对供应链管理公司增资 6000 万元，增资完成后，该公司注册资本将增至 8000 万元。

3.2.2 物流：覆盖全国的物流体系

高效的物流体系。为更好地服务客户，提高物流效率，降低交易成本，公司设立了逾 20 家子公司，在汕头、广州和宁波设有三大配送中心，全国有 40 多个分销配送仓、近 10 万平方米仓储面积和数百辆物流车辆，实现了全国 31 个省市的交付服务全覆盖。公司还建立了高效快捷的分销网络，遍布全国的 19 家销售分公司、30 多家办事处，实现高效顺畅的配送。

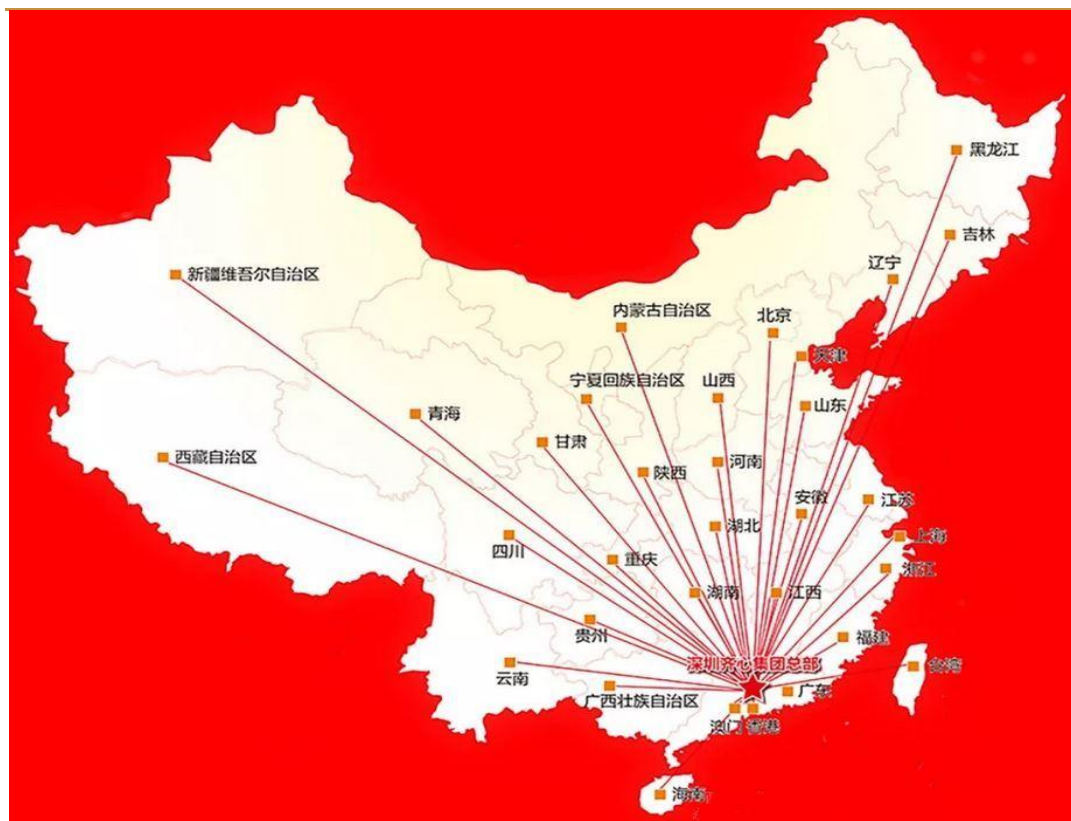
表 6：齐心集团配送服务居行业前列

	齐心集团	晨光科力普	得力集团
仓储情况	3 大配送中心、40 多个分销配送仓、近 10 万平米仓储面积	全国 5 大仓+12 小仓	56 个配送中心，总面积约 11 万余平方米
配送时间	仓库覆盖城市可实现次日达	北上广深实现次日达，其他地区 3-5 天	48 小时配送
物流方式	建仓区域自有配送	建仓地区自有配送，其他地区主要与德邦物流合作	多数区域为自有配送，其他地区与第三方物流及快递合作
运费收取	建仓城市满 300 免费配送，其他地区 500-2000 免费配送	建仓城市满 100 免费配送，其他地区按实际送货地址计算	—

数据来源：各公司官网，西南证券整理

齐心集团拥有行业内领先的物流系统，仓储及配送物流中心数量居行业前列，因此可以实现更为快速的交付和服务。

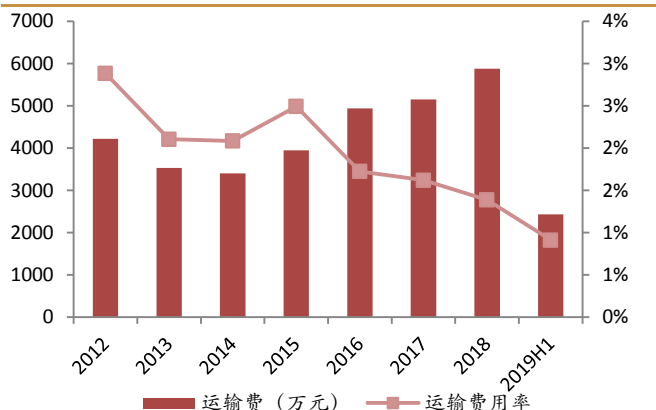
图 39：覆盖全国的物流配送网络



数据来源：公司官网，西南证券整理

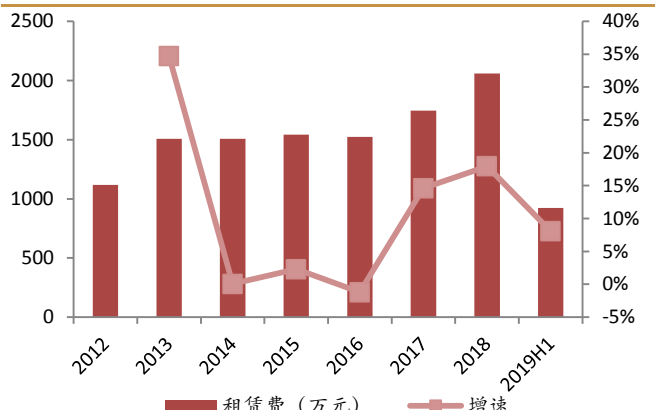
公司全国仓储物流体系的建设,使得运输费用率下降,2018 年销售运输费为 5883 万元,同比增长 14.1% (营收增速 33.3%); 运输费用率持续下降,从 2012 年的 2.9%降至 2018 年的 1.4%。同时公司仓储中心采用租赁+自建相结合的方式,使得公司租赁费用也保持较低的增速。

图 40：公司运输费及运输费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：公司销售费用中租赁费及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

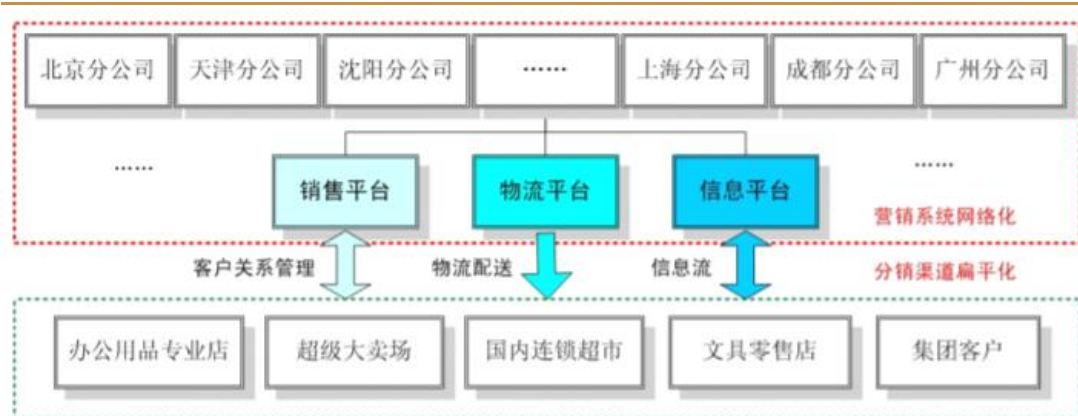
3.2.3 线下销售：渠道扁平化、多元化

在线下市场，公司具有良好的渠道关系，同时进行渠道扁平化、多元化建设，加强了对渠道的管控、提升了渠道效率。

(1) 公司线下拥有良好的渠道关系。公司与家乐福、沃尔玛、麦德龙、乐购等大型超市均有多年的合作基础，产品已经出口到美国、英国、德国、日本、韩国、土耳其等 100 多个国家，成为深受当地消费者信赖的品牌。此外，2018 年以来公司还与京东、宝洁、佳能、美的、创维等大办公生态合作伙伴达成战略合作，共同开拓 B2B 企业办公市场，力争为客户提供最便捷、最优惠的产品供应和快速响应服务。

(2) 公司渠道扁平化。公司为强化对渠道的控制能力，逐步实施营销渠道扁平化举措，通过整合各地分公司，将客户关系管理系统、物流仓储配送系统、信息管理系统延伸至全国 19 家分公司，并在各个分公司建立子平台，加强与各类客户的直接沟通，增强对市场文具消费趋势的理解掌握，并及时反馈给公司研发设计部门，加快公司市场反应能力。公司对专业文具店、KA 大卖场、直营客户开展直接配送服务，并增加二三级市场分销客户的直接经销。此举改变了原来二三线城市由省会城市经销商配送速度慢、服务不到位的状况，提高了客户服务效率和公司销售毛利率，加快了公司市场反应能力和渠道应收账款周转率。

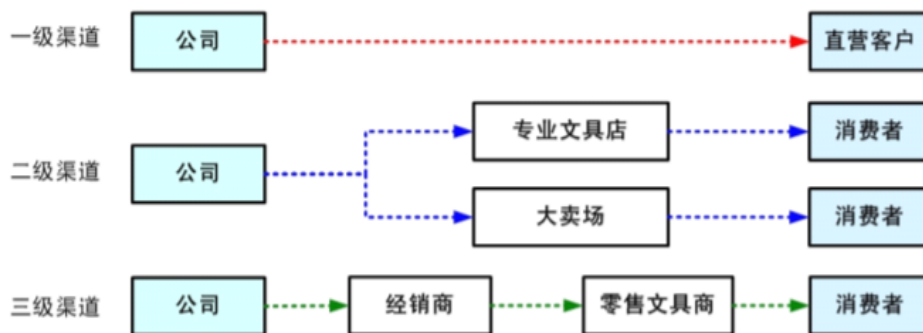
图 42：公司渠道扁平化举措



数据来源：招股说明书，西南证券整理

(3) 推进多元化销售渠道，直营占比提升。公司销售网络完善，在内销市场建立起三级分销渠道，其中一级销售渠道由公司直接与直营客户对接，二级销售渠道面向专业文具店、大卖场，三级分销渠道则以经销商渠道为主。公司一二级分销渠道在国内销售中占比逐步提升，到 2009 年上半年一二级分销渠道收入占内销收入比重已升至 42.7%。2015 年公司启动线下渠道向线上渠道的互联网服务模式升级，实现线上线下联动发展，直销渠道占比进一步提升。

图 43：公司三级分销渠道



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.2.4 线上渠道：建立电商平台，提升电商效率

为适应大 B 客户采购电商化趋势，公司建立了电商平台，并开发多样接口提升电商效率。

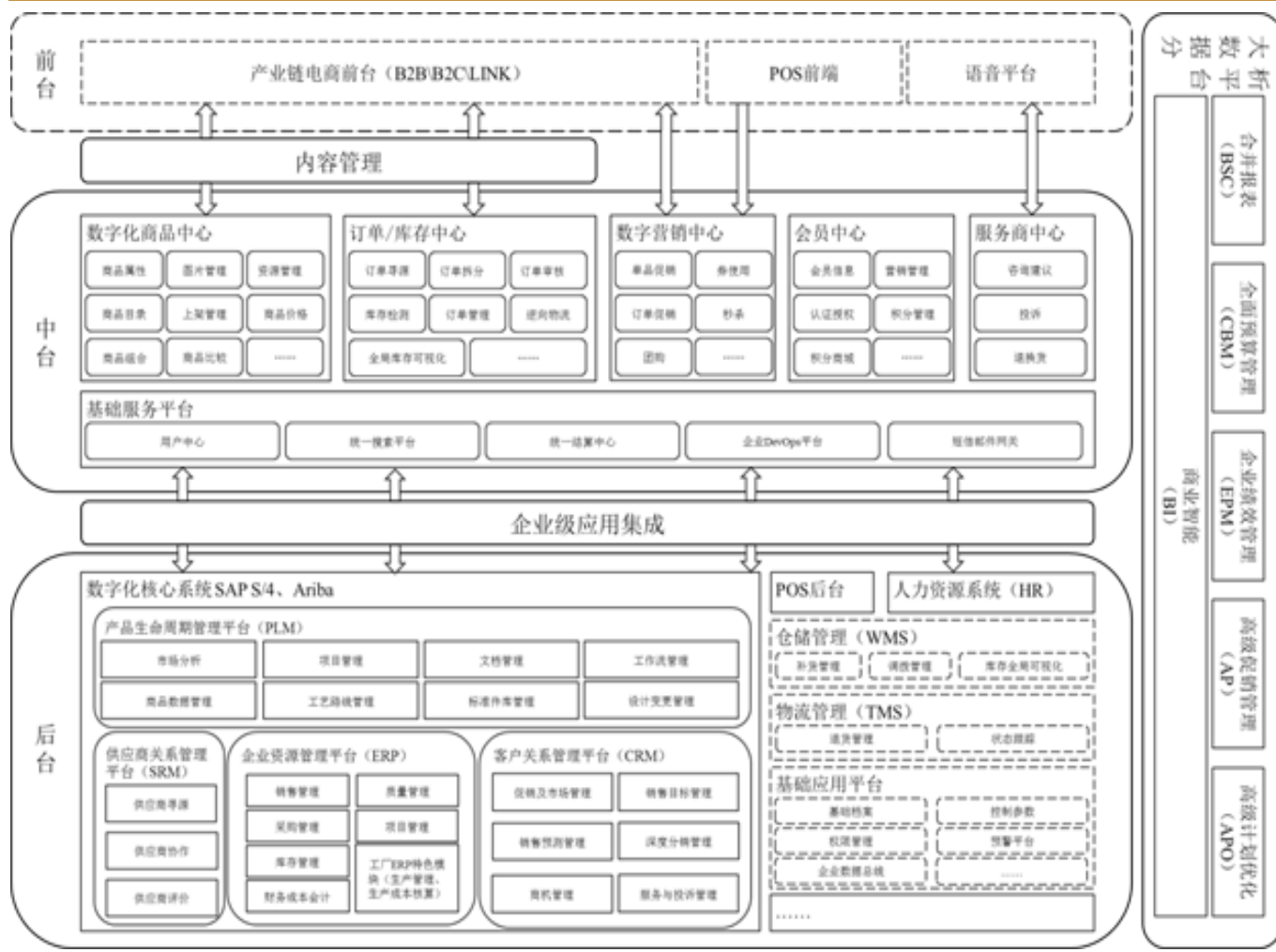
(1) **建立 B2B 一站式企业办公服务平台。**作为国内最大的办公物资供应商之一，公司始终坚持以企业级客户需求为导向，为顺应办公物资电商化、集中化、集成化采购发展趋势，建立了齐心办公在线商城（www.qx.com），为用户提供办公物资一站式采购。自 2015 年一站式企业办公服务平台上线以来，平台稳步发展，2018 年办公物资实现收入约 33.5 亿元，创历史新高。齐心集团目前已经全面电商化，在线订单占公司全部订单的比重达到 90% 以上。

(2) **开发多样化接口提升电商效率。**由于客户群体广泛，公司在设计电商接口时，根据“超大型企业客户”、“大中型企业客户”、“中小微型企业客户”进行分类，根据不同的需求，开发不同的接入口，以提升电商效率。公司通过 B2B、O2O、LINK、API 等多种聚合平台接入模式，不断完善电商服务平台的服务能力，提升集采效率和客户体验，有效降低综合办公成本，满足客户提高采购效率、降低采购成本的需求。公司通过多年的技术积累，现已建立以企业办公服务平台为前端，以 OMS/COP/MDM 等为中台，以 SAP、ERP、WMS 智能仓储管理系统等为后台的一体化电商信息服务系统，通过优化数据运营平台，实现了上游供应商、公司运营管理、第三方服务与客户内部管理系统的有效衔接，提升办公物资采购电商化服务能力。

公司正在募资建设集团数字化运营平台，其包括两个方面的主要内容：(1) 引进数字化运营和大数据分析团队，结合大数据分析，服务公司的采购、生产、销售、仓储物流、市场开拓等各业务层面，提升公司的数字化运营能力；(2) 建设一体化内部数字化运营平台，提升公司内部数字化运营能力：①搭建集数字化订单/库存中心、商品中心、营销中心、会员及服务中心等为一体的中端运营平台；②重构集供应商关系管理、客户关系管理、企业资源管理、产品周期管理等为一体的后端数字化核心系统，以及人力资源等管理系统；③建设后台

大数据分析平台。通过数字化运营平台的建设，为各业务环节的经营决策提供强大的后台支持，并进一步完善电商平台功能和物流配送体系，不断提升客户体验，增强 B2B 办公物资领域的竞争力。

图 44：齐心集团数字化运营平台架构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.5 高效的供应链体系提高运营效率

渠道扁平化和多元化渠道扩张，提高了分销效率和利润空间。公司加强供应链管控，存货周转天数持续下降。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存货周转天数不断下降。公司存货周转天数由 2009 年的 79.0 天持续下降至 2018 年的 28.1 天。

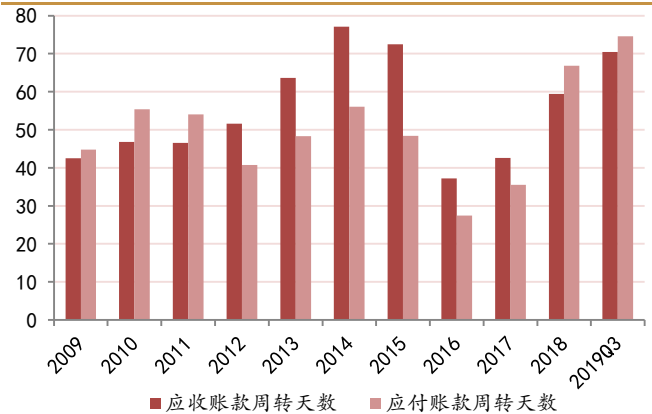
随着办公服务平台能力提升，商务效率加快，大客户回款效率提升，公司应收账款回款加快。但由于公司 B2B 业务营业收入增长较快，且客户账期相对较长，近几年公司应收账款周转天数有提高的趋势。不过随着公司采购规模的扩大，对供应商议价能力的增强，应付账款周转天数增加更快，应付账款周转天数已经超过应收账款周转天数。

图 45: 公司存货周转天数



数据来源: Wind, 西南证券整理

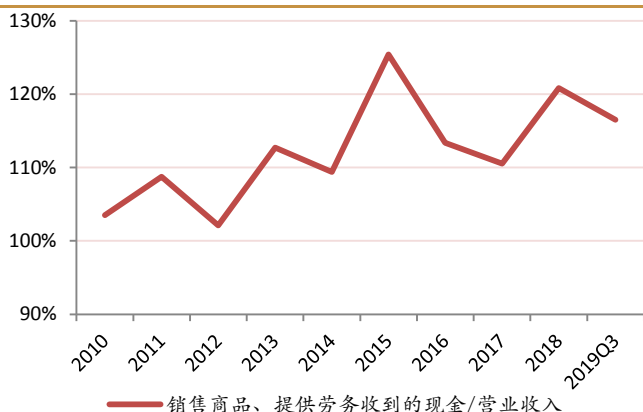
图 46: 公司应收、应付账款周转天数



数据来源: Wind, 西南证券整理

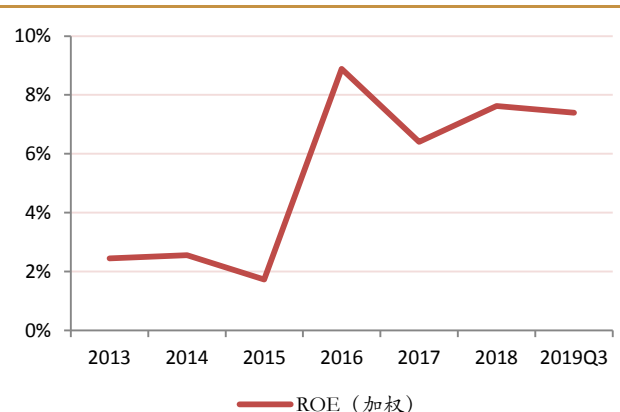
对供应链管控能力的加强也增强了公司的收现能力和供应链议价能力。公司销售商品、提供劳务收到的现金占公司营业收入的比例近年来均大于 100%，且呈上升趋势，反映出公司收现能力强。同时供应链管控能力的提升也提升了公司运营效率，若剔除公司 2016 年因收购并表的影响，公司净资产收益率呈稳步上升的态势，2018 年/2019 年三季度净资产收益率分别达到 7.6%、7.4%。

图 47: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 48: 公司净资产收益率变化情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

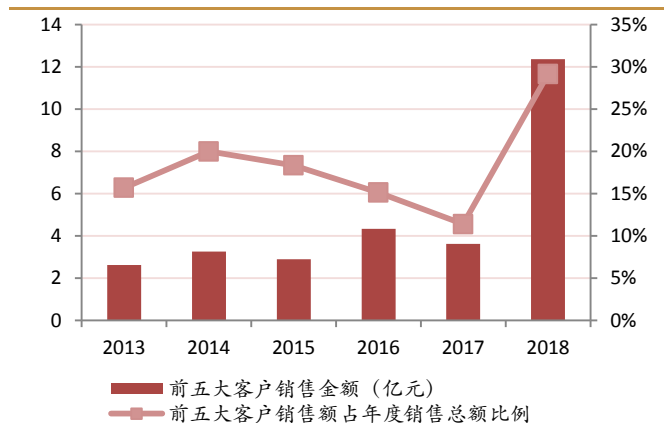
3.3 客户资源丰富，保障业绩增长

公司具备大客户资源优势。由于公司主营 B2B 办公物资业务，因此企业级客户资源对公司而言至关重要。公司专注企业级服务市场 20 余年，在办公物资领域聚集了超过 5 万家优质客户资源，尤其在政府、能源、金融、军队等行业和领域具备大客户资源优势。公司荣获“2018 年中国产业互联网百强企业”及“2018 年中国十大办公用品电商企业”荣誉称号。

公司与大客户有着良好的合作关系，充分绑定大客户，深挖其需求。公司以“B2B 办公物资+云视频”为核心，通过不断叠加商品品类和服务，满足企业级客户的一站式办公采购和服务需求。2018 年公司前五大客户销售金额约 12.4 亿元，占 2018 年度销售总额的比例达到 29.2%，比 2017 年提升了 17.8 个百分点。公司前五大客户占公司销售总额的比例高，

大客户战略卓有成效，公司与核心客户保持良好的合作关系，为公司产品的销售奠定了良好基础。

图 49：公司前五大客户销售额及其占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 50：齐心集团大办公平台核心客户群



数据来源：公司公告，西南证券整理

围绕大客户 提供多品类服务。由于政企大客户采购规模大，且在采购阳光化方面走在前列，因此公司的战略重心是围绕大客户 提供多品类服务。根据齐心集团年报披露的数据，预计近千家头部客户的采购额占 50% 市场份额，这近千家头部客户包括 96 家央企、250 家各级政府采购中心、30 多家银行、20 多家军区、军工企业以及数百家大型企业集团。

表 7：2017-2019 年公司主要中标/入围客户

年份	客户类型	客户列举
2019 年	各级政府采购中心	四川省政府采购网电商、西藏新区政府采购平台、大庆市财政局政府采购项目
	央企	中国移动、国家电网、中国邮政集团公司、中石化等
2018 年	各级政府采购中心	中央国家机关政府采购中心、国家税务总局集中采购中心、北京市政府采购中心、广州公共资源交易中心等
	央企	中国联通、中海油能源物流有限公司等
	军区、军工企业等	〇五单位五五一部等
	大型金融机构	大华银行、中国邮政储蓄银行等
2017 年	各级政府采购中心	中共中央党直属机关采购中心、上海市政府采购中心、深圳市政府采购中心
	央企	中国石化、国家电网等
	军区、军工企业	南部战区广州物资采购站
	大型金融机构	中国邮政储蓄银行、中信银行等
	大型企业	上海航空工业（集团）有限公司等

数据来源：公司公告，西南证券整理

2017 年-2019 年，公司多次中标或入围各级政府采购中心、央企、军区及军工企业、大型金融机构及大型企业电商采购订单。自 2018 年至今，公司累计中标了包括 80 家省市级政府、24 家央企、15 家银行保险机构、15 家军工企业等在内的近 150 家大型政企客户的办公集采项目。根据公司最新公告，公司中标中国移动 2019 年至 2022 年电商平台合作伙伴，中国移动每年采购金额预计达 20 亿元，三年达到 60 亿元。从行业发展趋势看，预计未来还会有越来越多的客户采用集中化采购模式，因此，齐心集团在 B2B 办公物资领域的发展空间还非常大。

表 8：公司客户以大客户为主（截至 2019 年 8 月）

客户类型	客户属性	客户数量	齐心中标数量
省、地市级政府机构	采购金额大，对 SKU 数量、服务等要求高，有定制需求	250+	80
央企	采购金额大，对 SKU 数量、服务等要求高，有定制需求	96	25
大型金融机构	采购金额大，对 SKU 数量、服务等有一定要求	30+	15
大型军区、军工企业	采购金额大，对 SKU 数量、服务等有一定要求	50+	15
区域性大企业	采购金额一般，对 SKU、服务等要求不高，价格较敏感	10000+	1000 家
中小企业	采购金额小，对服务等要求低，价格敏感	2800 万+	8000 家

数据来源：公司公告，西南证券整理

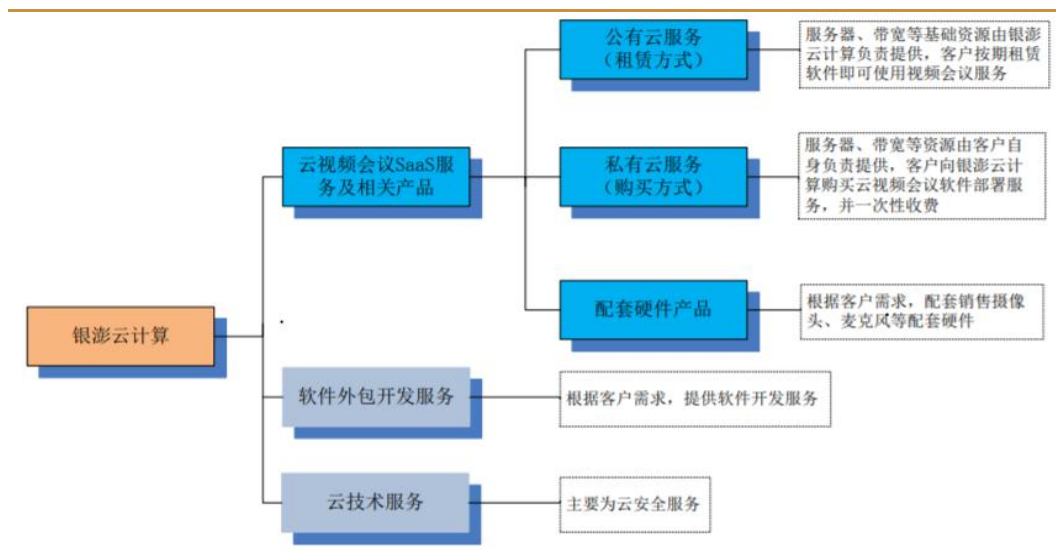
4 云视频业务满足企业级办公信息化需求

4.1 迈入云视频领域，市占率领先

以云视频服务为核心的 SaaS 软件服务，齐心好视通云视频会议领域市占率第一。自 2015 年始，公司通过分别收购杭州麦苗、银澎云计算，主营业务延伸至企业级 SaaS 业务，先后在数据营销、云视频会议等细分领域持续布局。公司围绕企业级客户办公需求“移动化、智能化、平台化、社交化”的变化趋势，致力于打造“硬件+软件+服务”的一站式企业办公服务平台。公司目前形成了以云视频、云计算服务为战略业务，以大数据营销等为创新业务的业务矩阵。

公司银澎云计算主要有云视频会议、软件开发、云技术服务三大业务板块。其中云视频会议 SaaS 服务不同于传统价格高昂、构建复杂的视频会议系统，使用者只需在终端设备上安装好视通 APP，便可进行实时视频沟通，并可同步分享各类数据文档，会议中视音频数据的传输处理等复杂技术由好视通云视频会议平台为使用者全程提供服务保障。云视频会议服务按服务器提供方式不同可分为公有云服务和私有云服务，满足对安全和私密性有不同要求的客户需求。此外，公司还提供摄像头、麦克风等配套硬件产品以提升视频会议效果。

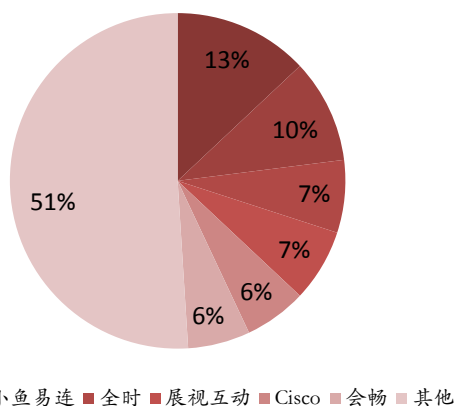
图 51：银澎云计算业务范围



数据来源：公司公告，西南证券整理

银澎云计算旗下“好视通”专注深耕云视频会议领域，是云视频会议细分领域领导品牌，根据 IDC 数据，2016-2018 年“齐心好视通”在国内云视频会议领域市场占有率持续排名第一，到 2018 年好视通在国内软件会议市场份额已达到 13%。

图 52：2018 年中国软件会议市场主要厂商市场份额



数据来源：IDC，西南证券整理

图 53：齐心好视通部分客户



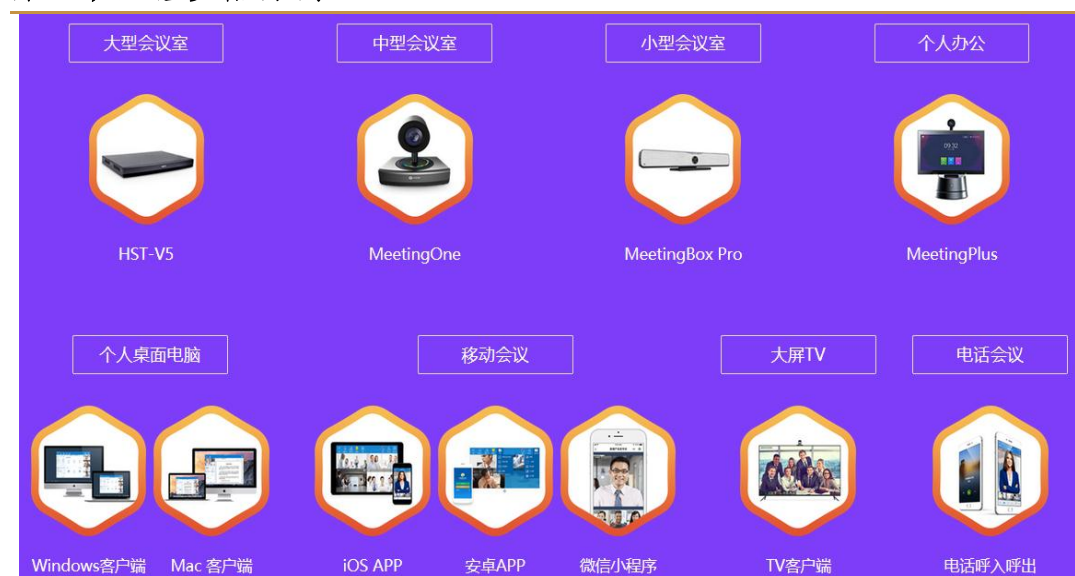
数据来源：齐心好视通官网，西南证券整理

据公司公告，目前好视通已在全球市场获得超过 6 万家企业客户的高度认可和信赖，涵盖政府、军队、铁路、医疗、教育、金融等各行业，所有用户阅读使用次数总和达 689 万次，使用时长总和近 30 万小时，单个会议室可容纳 1 万人在线，全平台可容纳 50 万人在线。公司 SaaS 平台目前的客户续约率约 75%，在 SaaS 行业中续约率领先。好视通产品广泛用于智慧党建、智慧教育、远程培训、远程医疗、远程招聘、应急指挥等丰富场景，未来公司还会通过产品和服务优化进一步加强客户粘性。

4.2 涵盖多应用场景，技术领先并加大产品研发

(1) 加快产品更新迭代，产品涵盖多种场景。

图 54：产品涵盖多种应用场景



数据来源：好视通官网，西南证券整理

公司在 SaaS 服务方面，通过不断叠加云视频等服务，加大新品自主研发与创新，进一步丰富和完善行业定制化方案解决能力，打造垂直应用领域技术壁垒，持续提升客户体验和市场竞争能力。2018 年公司在软件客户端、服务器端、硬件终端系统等各产品线版本累计更新迭代 319 次，研发推出了分别针对中大型会议室、中小型会议室、个人独立办公室的软硬件一体化终端 MeetingPlus、MeetingBox pro、MeetingOne。通过上述智能硬件的发布，形成了覆盖大、中、小型会议室的完整云视频会议场景布局，客户可根据自身需求选择不同的软硬件产品。

(2) 好视通视频云服务技术领先

拥有多项云视频会议领域的核心技术。银澎云计算拥有业内领先的大并发、QOS 稳定传输、视频增益、音频降噪等近 80 项专利技术，在音视频处理、传输、用户并发等方面有核心技术，同时在多系统跨终端支持、音视频功能拓展（包括电子白板、文档及桌面共享、会议音视频录制等）、网络稳定性、售后服务等方面具有突出竞争优势，具备“软件+智能一体化硬件”的云视频办公整体解决方案和日益完善的垂直行业解决方案。如针对目前网络视频会议软件普遍存在的视频清晰度低，沟通效果不好的问题，好视通高清云视频会议平台率先采用国际最领先的 H.264+视频编码，视频清晰度可达 720P 及 1080P 全高清标准。

表 9：好视通部分核心技术情况

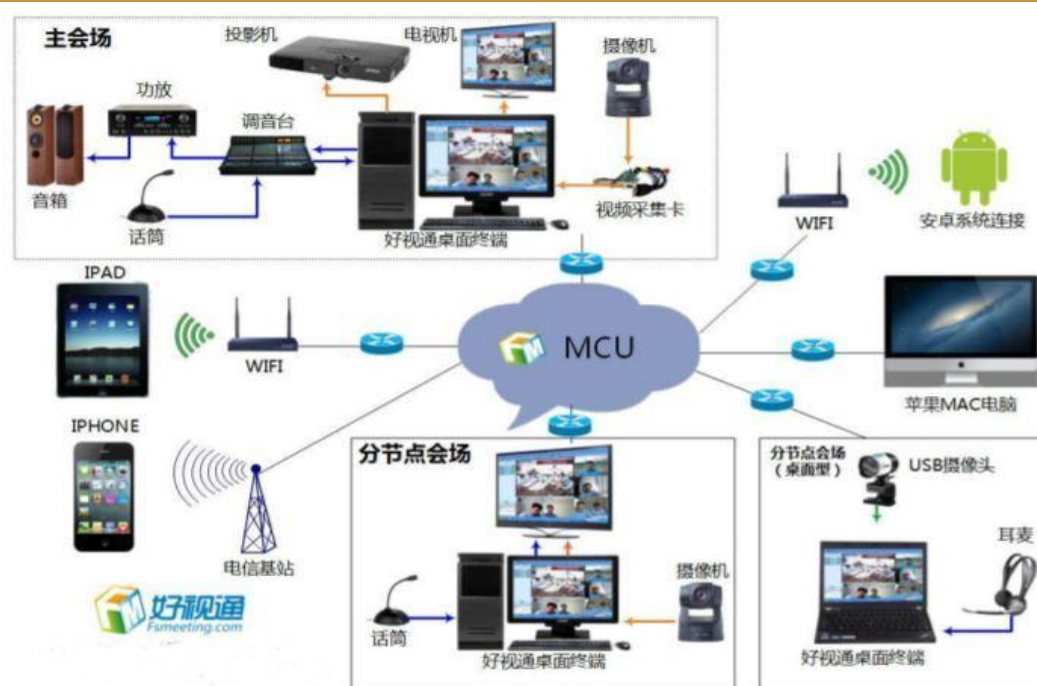
核心技术名称	技术所实现功能	所应用的业务类型	技术先进性水平
QOS 技术	在复杂多变的互联网环境下，保障稳定可靠的音视频数据传输服务质量。	云会议 海外业务 互动录播	实时侦测和评估每一个客户端的上下行网络质量，采用独有的动态网络丢包补偿算法，恢复丢失的数据包，具备最大抗 30% 的网络丢包能力。 根据网络质量，建立反馈闭环，动态调整音视频的编码参数，以尽可能保障最佳的音视频效果。并且在网络带宽有限的情况下，能优先保障音频传输质量。
音视频技术	在客户端实现音视频数据的采集、编解码及播放。	云会议 海外业务 互动录播	采用领先的 H264HighProfile 视频编码，在极低的带宽下，实现清晰的视频效果。 采用 48KHz 的音频采样，并通过语音自动降噪、自动增益等算法，真实再现语音的细节。同时可以很好的消除各种会议室环境或外置音箱场景下产生的回音。 通过唇音同步技术，消除因网络抖动造成的影响，保证语音与视频在播放时的同步。
跨平台组件及框架	实现客户端及服务器公共框架及组件资源的跨平台特性	云会议 海外业务 互动录播	Windows、iOS、Android、MacOSX、Linux 等各种主流操作系统，大大提高了公共组件资源的可复用率，提升了开发效率。
屏幕共享技术	实现桌面、应用程序的远程共享，并支持远程操作	云会议 海外业务	通过桌面显示内容的动态变化侦测，以较低的带宽占用和低延时，在远端实时呈现桌面及应用程序共享的内容，并可进行远程操作，使协作的效率大大提升。
文档共享技术	实现 OFFICE、PDF、AutoCAD、图片、文本等文档的远程共享	云会议 海外业务	对文档格式进行智能分析，通过虚拟打印等不同的文档转换技术，将 OFFICE、PDF、AutoCAD 等各种文档转换为内部的统一格式，并通过网络共享，实现在远程不同平台及终端上的呈现。并支持多人对文档进行同步标注。
跨网络接入技术	实现不同国家、不同地域、不同运营商的用户，在使用	云会议 海外业务	通过数据分析，识别用户网络所属地域及运营商，结合服务器节点的负载及分布情况，匹配最佳的服务器节点，并通过服务器节点之

核心技术名称	技术所实现功能	所应用的业务类型	技术先进性水平
	产品服务时，具有良好的效果		间的智能路由和数据交换技术，实现不同用户间实时流畅的音视频及数据交互效果。
大并发集群技术	支持单个会议 10000 人同时在线，通过可伸缩性部署，平台可实现 10 万人以上并发	云会议 海外业务	高并发的网络 IO 设计，使单服务节点具有较高的网络性能，并通过服务节点的分布式动态级联技术，实现单会议的大用户并发。服务节点支持动态可伸缩性部署，可根据业务量灵活调整服务节点数量。
动态负载均衡技术	实现用户负载的合理分配，保障服务的高可用性	云会议 海外业务	自主研发设计的服务节点动态监控及调度算法，实时监控服务节点的负载及故障情况，合理的分配用户的负载，防止出现单点过载情况，保障服务的高可用性。

数据来源：公司公告，西南证券整理

齐心好视通还具有良好的移动化和智能化水平。移动化方面，公司将桌面设备和移动设备完美结合，在企业内外部均可利用多种设备和应用进行多方沟通。智能化方面，公司在产品中加入人工智能技术，智能识别需求，可以最大程度减少人员操作步骤，节约用户时间。另外公司还通过 AR/VR 技术，完善可穿戴视频协作设备，可以随时随地沟通协作。

图 55：好视通会议系统拓扑图



数据来源：公司公告，西南证券整理

（3）加大自主研发与创新

①新建云视频会议平台升级及业务线拓展项目。2019 年 10 月 20 日，公司非公开发行股票募集资金，用途包括新建云视频会议平台升级及业务线拓展项目，该项目计划总投资 1.9 亿元，将分别建设智能大会议平台、远程视讯医疗综合平台、视频会议智能硬件设备项目。项目建成后预计每年可实现营收 5.7 亿元，净利润 1.5 亿元。项目的实施，将进一步提高好视通云视频会议平台的核心技术水平，为客户提供更多增值服务，进而增强客户粘性，进一步提升市场竞争力。

图 56：齐心好视通与腾讯云签署战略合作协议



数据来源：公司官网，西南证券整理

②携手腾讯云，拓展云视频业务。公司 2018 年 6 月与腾讯云签署了《战略合作框架协议》，双方将在以下三个方面展开合作：①公司将基于腾讯云的 AI 与大数据技术，对好视通视频会议产品及智慧党建产品进行辅助优化，提升其效率与智能化。②好视通将在腾讯云部署视频服务器，以提高好视通综合性能。③腾讯将在腾讯智慧行业建设中积极推广齐心好视通智慧党建及云视频会议等相关产品，提供具有行业竞争力的解决及推广方案。与腾讯的合作从产品、服务、营销等多方面提高齐心好视通的市场竞争力。

4.3 拓展产品线，布局 PaaS、智慧教育、智慧党建

(1) 横向布局：深挖客户需求，推出 PaaS 平台。

2018 年 7 月，公司在业内首推了音视频开放平台（PaaS 平台）——好视通·云通信。好视通云视频会议 SaaS 服务为客户提供一站式解决方案，客户仅需下载软件即可使用。PaaS 平台革新了传统软件厂商的定制流程，在该平台上，基于好视通云通信平台提供的 SDK 和 API，客户只需要很少的开发工作，即可在客户的自有系统里接入齐心好视通的音视频技术，实现远程音视频协作，用以提升应用的产品价值和用户体验，能够极大的提高应用开发效率并能有效节省开发时间和成本。

表 10：齐心好视通·云通信 PaaS 平台特点

通信类型	特点
语音通话	可以实现一对一、多对多语音通话，10000 人超大并发，48K 高保真音质，弱网环境下仍能保持声音实时清晰、流畅
视频通话	可以实现一对一、多对多视频通话，10000 人超大并发，1080P 超清画质，弱网环境下仍能保持视频实时清晰、流畅
视频会议	基于平台提供丰富的音视频通信服务，可以轻松实现一个具备高质量音视频互动和数据共享能力的视频会议应用
其他场景	该平台还可以应用在远程教育、远程培训、远程医疗、游戏、社交、直播等更多场景

数据来源：公司官网，西南证券整理

与 SaaS 云视频会议系统相比，云通信 PaaS 平台具有更大的拓展性，使用 PaaS 平台的企业可根据自身需求对相关功能模块进行个性化定制，大型政企用户对云视频会议系统个性化功能更为看重，公司推出 PaaS 平台将更契合大型政企客户的需求，实现合作开发者联接和商业模式的升级。云通信 PaaS 平台为公司赋能合作伙伴，构建共赢生态圈打下了坚实的基础。未来公司将以 PaaS 开放平台为基础，不断完善 PaaS 平台功能，公司有望通过 PaaS+SaaS 综合服务，持续深挖客户需求，巩固在云视频领域的领先地位。

表 11：云服务类型具备的功能对比

云服务类型		SaaS	PaaS	IaaS
具备的特性	应用软件层	数据信息		
		应用软件		
	平台软件层	中间件&运行库	中间件&运行库	
		数据库	数据库	
		操作系统	操作系统	
	基础设施层	服务器/虚拟机	服务器/虚拟机	服务器/虚拟机
		磁盘柜	磁盘柜	磁盘柜
		计算机网络	计算机网络	计算机网络
		机房基础设施	机房基础设施	机房基础设施
	代表企业	好视通、小鱼易连、263 企业通信、Polycom、奥点云	梦网科技、网易云信、融云、萤石、声网、网宿科技	阿里云、腾讯云、华为云、百度云、金山云、京东云

数据来源：C 语言中文网，西南证券整理

(3) 纵向布局：大力发展智慧党建、智慧教育等细分场景业务

公司除推出 PaaS 平台之外，未来还将深化布局智慧教育、智慧党建等应用场景，以细分用户需求。公司组建教育等行业市场部，新增智慧教育、智慧党建等行业产品线。凭借公司在云视频行业的领先地位、雄厚的技术积累、个性化解决方案、与腾讯的深度合作，将在智慧教育、智慧党建、智慧医疗等细分领域耕耘出一片天地。

①智慧教育：功能丰富，强强联手。在智慧教育领域，齐心好视通已形成了“常态化录播”、“简易云课堂”、“双师课堂”、“精品录播”和“资源管理平台”等五大内容，通过领先的技术手段促进优质教育资源的开发、应用与传播，让人人拥有优质教育的机会。

在智慧教育领域，公司还大力拓展战略合作伙伴。公司与腾讯、深圳中学签订战略合作协议，共建世界一流智慧校园；与腾讯云合作打造的智慧幼儿园项目在深圳市龙华区教育科学研究院附属幼儿园落地；通过直销+渠道合作伙伴，在智慧教育领域服务了济南湘西远程教育平台、东莞理工学院、华北电力大学、中国海洋大学等客户，并在福建福州、贵州安顺、广西、广东、河南、浙江等地实现了智慧教育服务项目落地运营

图 57：好视通智慧教育系统主要功能



数据来源：好视通官网，西南证券整理

②智慧党建：多功能一体化。在智慧党建领域，齐心好视通“智慧党建云平台”集成了互联网、云计算、可视化音视频通信、数据交互、远程共享和协助等多项核心技术，向各级党组织提供集“教、学、考、展、管”五大功能为一体的智慧党建云服务，党员不仅可以在手机或电脑上观看优秀的党员教育课件，同时针对不同的学习内容主题进行在线远程互动培训、交流，针对该主题的学习内容进行线上考核、评估、结果统计，真正做到党员整个学习过程的实时化跟踪。智慧党建项目在河北、河南、山东、贵州、黑龙江省部分市县为当地党员学习提供服务。

图 58：好视通智慧党建平台功能



数据来源：好视通官网，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1：办公集采迅速释放，预计三年后政府及大型央国企电商采购渗透率有望从 30% 提升至 50%。假设 19-21 年电商采购渗透率分别为 30%、40%、50%。

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 13.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年份业务收入成本如下表：

表 12：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	8,808.29	11,351.60
yoy	81.1%	11.1%	33.3%	52.6%	36.1%	28.9%
营业成本	2,365.78	2,567.96	3,468.98	5,453.10	7,558.73	9,786.06
毛利率	17.4%	19.3%	18.2%	15.7%	14.2%	13.8%
办公用品						
收入	984.20	1,181.15	2,265.96	3,625.54	5,075.75	6,598.48
yoy	25.7%	20.0%	91.8%	60%	40%	30%
成本	752.85	923.10	1,862.55	3,045.45	4,324.54	5,621.90
毛利率	23.5%	21.8%	17.8%	16.0%	14.8%	14.8%
办公设备						
收入	1,628.25	1,608.74	1,552.15	2,328.23	3,143.10	4,086.03
yoy	117.9%	-1.2%	-3.5%	50%	35%	30%
成本	1,545.16	1,518.55	1,459.77	2,211.81	2,985.95	3,881.73
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	464.75	511.22
yoy	710.1%	50.7%	2.6%	20%	10%	10%
成本	54.62	102.88	121.07	147.87	185.90	204.49
毛利率	76.0%	70.0%	65.6%	65.0%	60.0%	60.0%
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

5.2 估值

我们基于公司的业务赛道选择晨光文具作为可比公司，可比公司 2020 年 PE 为 36 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。考虑到未来三年公司办公物资业务的盈利复合增速，且处于办公集采的快速扩容期，行业赛道好，竞争优势突出，维持“买入”评级。

表 13：可比公司估值

公司代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
603899	晨光文具	50.2	0.88	1.12	1.4	1.72	35	45	36	29

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

行业竞争加剧的风险；利润率下行的风险；现金流回收低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4241.24	6472.18	8808.30	11351.60	净利润	193.43	275.81	371.73	467.59
营业成本	3468.98	5453.10	7533.36	9786.06	折旧与摊销	73.87	47.80	50.87	54.65
营业税金及附加	25.21	34.88	49.26	78.33	财务费用	32.06	60.37	104.49	177.48
销售费用	324.54	375.39	440.41	510.82	资产减值损失	33.13	20.00	10.00	0.00
管理费用	154.86	233.00	264.25	283.79	经营营运资本变动	137.67	372.73	-117.69	184.69
财务费用	32.06	60.37	104.49	177.48	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	746.67	403.34	877.31
投资收益	10.64	3.89	0.27	0.27	资本支出	-42.93	-110.00	-110.00	-110.00
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	-45.86	-103.36	-103.09
营业利润	181.86	304.90	413.16	522.03	短期借款	1605.69	-1288.28	1012.26	729.80
其他非经营损益	36.34	7.82	7.59	7.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	218.20	312.72	420.75	529.56	股权融资	-2.43	508.87	0.00	0.00
所得税	24.77	36.91	49.02	61.97	支付股利	-21.39	-24.39	-39.68	-54.89
净利润	193.43	275.81	371.73	467.59	其他	-1195.49	-172.42	-104.49	-177.48
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	-976.22	868.09	497.43
归属母公司股东净利润	191.77	275.81	371.73	467.59	现金流量净额	577.49	-275.42	1168.06	1271.65
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3511.51	3236.09	4404.15	5675.80	成长能力				
应收和预付款项	1287.25	1591.32	2273.80	2984.43	销售收入增长率	33.30%	52.60%	36.09%	28.87%
存货	291.60	460.12	635.62	826.48	营业利润增长率	14.06%	67.66%	35.51%	26.35%
其他流动资产	131.48	110.09	144.96	182.92	净利润增长率	37.05%	42.59%	34.78%	25.79%
长期股权投资	5.95	5.95	5.95	5.95	EBITDA 增长率	12.23%	43.54%	37.63%	32.65%
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	515.58	582.40	645.44	毛利率	18.21%	15.75%	14.47%	13.79%
无形资产和开发支出	931.19	924.35	917.51	910.66	三费率	12.06%	10.33%	9.19%	8.56%
其他非流动资产	306.28	305.43	304.58	303.74	净利率	4.56%	4.26%	4.22%	4.12%
资产总计	7030.25	7268.24	9388.28	11654.73	ROE	7.70%	8.43%	10.31%	11.64%
短期借款	2683.39	1395.11	2407.37	3137.17	ROA	2.75%	3.79%	3.96%	4.01%
应付和预收款项	1570.52	2401.60	3128.10	4198.74	ROIC	5.96%	8.41%	9.32%	10.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.79%	6.38%	6.45%	6.64%
其他负债	263.26	198.21	247.44	300.74	营运能力				
负债合计	4517.16	3994.92	5782.90	7636.66	总资产周转率	0.72	0.91	1.06	1.08
股本	641.80	734.02	734.02	734.02	固定资产周转率	9.79	14.57	18.32	21.42
资本公积	1172.78	1589.43	1589.43	1589.43	应收账款周转率	6.06	6.07	6.26	5.91
留存收益	793.23	1044.65	1376.70	1789.40	存货周转率	12.74	14.44	13.71	13.35
归属母公司股东权益	2513.17	3273.41	3605.46	4018.16	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	3273.32	3605.38	4018.07	资产负债率	64.25%	54.96%	61.60%	65.52%
负债和股东权益合计	7030.25	7268.24	9388.28	11654.73	带息债务/总负债	59.40%	34.92%	41.63%	41.08%
					流动比率	1.17	1.37	1.31	1.28
					速动比率	1.11	1.26	1.19	1.17
					股利支付率	11.16%	8.84%	10.67%	11.74%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.38	0.51	0.64
					每股净资产	3.42	4.46	4.91	5.47
					每股经营现金	0.54	1.02	0.55	1.20
					每股股利	0.03	0.03	0.05	0.07
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	287.78	413.07	568.52	754.16					
PE	50.91	35.40	26.26	20.88					
PB	3.88	2.98	2.71	2.43					
PS	2.30	1.51	1.11	0.86					
EV/EBITDA	24.85	17.56	12.48	8.69					
股息率	0.22%	0.25%	0.41%	0.56%					

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
持有：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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	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
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	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	tl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn