

办公保持较快增长，云视频业务厚积薄发

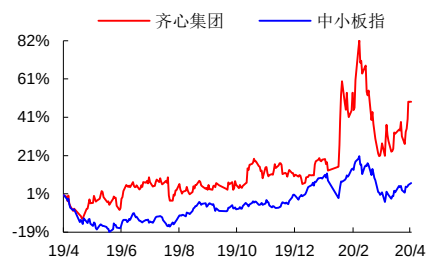
投资要点

- **业绩总结:** 2019年公司实现营业总收入59.8亿元，同比增长41%；实现归母净利润2.3亿元，同比增长20.1%，扣非后净利润2.2亿元，同比增长60.9%。其中Q4实现营收16.3亿元，同比增长9.6%；实现归母净利润4684.1万元，同比下降9.5%，扣非后净利润增长138%。同时公司发布一季报，20Q1营收达到15.2亿，增速+41.6%，归母净利润5132万，+31.4%，扣非后净利润增速为39%，继续保持较快增长。
- **受低毛利新品增加影响，毛利率短期承压。** 2019年公司整体毛利率为15.7%，同比下降2.6pp。核心品类办公用品的毛利率为14.6%，同比下降3.2pp，主要是公司新增的部分品类集采规模还较小，规模效应较弱。办公设备毛利率同比小幅提升0.4pp至6.4%；互联网SAAS软件及服务毛利率为68.6%，实现3个百分点的增长。费用率方面，公司整体费用率为10.9%，同比下降2.5pp；销售费率/管理费用率/研发费率/财务费率分别为6.7%/2.9%/0.8%/0.5%，同比分别下降1.1pp/0.8pp/0.6pp/0.3pp，得益于公司对运营效率的有效提升。2019年公司净利率为3.9%(-0.7pp)；ROE为6.9%，同比下降0.8pp，主要因为资产负债率及资产周转率下降。公司经营活动现金流量净额为5.8亿元，同比大幅增长44.7%，随着公司供应链集采规模增大及办公服务平台能力提升，大客户回款效率提升，公司应收账款回款加快。整体来看，公司盈利能力稳定。
- **B2B业务迅速扩张。** 分品类看，办公用品实现收入41.4亿元，同比增长82.72%；办公设备产品实现收入1.9亿元，同比下降4.1%；互联网SAAS软件及服务全年实现收入3亿元，同比下降14.9%；其他业务实现收入5320.6万元，同比下降25.1%。各品类收入的变化主要系公司不断拓展新品类，提升办公用品在产品结构中的比重所致。分业务类型看，2019年公司通过打造一站式办公服务平台，持续丰富办公物资品类，中标大客户集采项目，不断改进服务质量，B2B业务实现营业收入45.5亿元，实现64.4%的高速增长，成为支撑收入增长的核心动力。
- **不断丰富产品品类，积极开展大客户集采项目。** 2019年，公司大力开拓新品类，已拥有包括办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材、MRO工业品、员工福利等在内的20大品类、100万+商品；同时组建专业的MRO团队，成立MRO子公司，不断提升满足客户一站式办公物资采购和服务需求的能力。2019年公司继续拓展与大客户的合作，持续中标大客户集采项目，中标项目包括国家电网、中国移动、中国联通等央企；工商银行、中国邮政储蓄银行等金融机构；中央国家机关政府采购中心、国家税务总局、陕西省政府等政府机构集采项目。截至目前公司累计中标及履约100多家大型客户集采项目，服务全国5万多家客户单位。
- **持续加大研发投入，云视频服务能力提升。** 2019年公司加大研发投入力度，实现对产品齐心好视通的全面升级。公司通过持续底层音视频核心技术研发，建设业务中台，提升云服务平台服务能力，快速进行产品升级迭代，不断提升核心技术竞争力及用户体验；在专业云视频会议应用场景，针对大、中、小型会

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)	9.72-20.17
总市值(亿元)	121.77
总资产(亿元)	68.66
每股净资产(元)	4.57

相关研究

1. 齐心集团(002301): 享行业红利, 打造一站式企业办公服务平台 (2020-01-16)
2. 齐心集团(002301): 营收保持高增长, 现金流好转 (2019-10-31)

议室的不同特点,分别推出了 X3、MeetingOne, MeetingBox pro 及 MeetingPlus 等不同类型硬件产品;不断丰富以“智慧”为核心的行业场景,深入布局行业应用市场。同时,公司积极与腾讯云、天津麒麟、天津飞腾等产业链生态伙伴战略合作,提升产业链协作能力,共同推进云视频服务的进一步发展,实现在疫情下业务量的快速释放。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.47 元、0.63 元、0.79 元,对应 PE 35 倍、26 倍、21 倍,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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5981.27	8486.27	11219.91	14102.22
增长率	41.03%	41.88%	32.21%	25.69%
归属母公司净利润(百万元)	230.24	344.00	464.32	580.32
增长率	20.06%	49.41%	34.97%	24.98%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.47	0.63	0.79
净资产收益率 ROE	6.86%	9.31%	11.33%	12.62%
PE	53	35	26	21
PB	3.63	3.30	2.97	2.65

数据来源: Wind, 西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5981.27	8486.27	11219.91	14102.22	净利润	230.25	344.00	464.32	580.32
营业成本	5044.92	7152.07	9486.47	11929.26	折旧与摊销	80.22	37.96	40.93	44.67
营业税金及附加	35.94	50.08	66.70	97.31	财务费用	31.24	74.53	89.19	123.30
销售费用	397.52	551.61	695.63	846.13	资产减值损失	0.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	173.63	280.05	347.82	437.17	经营营运资本变动	157.69	46.12	112.59	60.55
财务费用	31.24	74.53	89.19	123.30	其他	76.97	-8.34	0.76	-0.45
资产减值损失	0.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	576.57	494.27	707.79	808.40
投资收益	32.40	8.31	0.27	0.27	资本支出	-90.10	-110.00	-110.00	-110.00
公允价值变动损益	-5.52	0.82	0.17	-0.56	其他	-57.71	47.26	0.44	-0.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-147.80	-62.74	-109.56	-110.29
营业利润	271.63	387.07	534.55	668.75	短期借款	-792.28	318.73	917.76	947.77
其他非经营损益	-0.25	12.40	7.31	7.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	271.37	399.48	541.85	676.11	股权融资	942.43	0.00	0.00	0.00
所得税	41.13	55.47	77.54	95.79	支付股利	0.00	-37.88	-59.99	-81.42
净利润	230.25	344.00	464.32	580.32	其他	-463.97	-44.24	-89.19	-123.30
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-313.81	236.62	768.59	743.05
归属母公司股东净利润	230.24	344.00	464.32	580.32	现金流量净额	120.85	668.15	1366.82	1441.15
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3574.98	4243.13	5609.95	7051.11	成长能力				
应收和预付款项	2143.46	2659.34	3670.38	4623.36	销售收入增长率	41.03%	41.88%	32.21%	25.69%
存货	248.05	350.86	464.44	585.28	营业利润增长率	49.36%	42.50%	38.10%	25.11%
其他流动资产	104.94	80.33	105.23	131.48	净利润增长率	19.03%	49.41%	34.97%	24.98%
长期股权投资	37.12	37.12	37.12	37.12	EBITDA 增长率	33.12%	30.40%	33.05%	25.89%
投资性房地产	41.84	41.84	41.84	41.84	获利能力				
固定资产和在建工程	502.94	579.50	653.10	722.95	毛利率	15.65%	15.72%	15.45%	15.41%
无形资产和开发支出	992.48	988.66	984.84	981.02	三费率	10.07%	10.68%	10.09%	9.97%
其他非流动资产	229.93	229.22	228.51	227.81	净利率	3.85%	4.05%	4.14%	4.12%
资产总计	7875.75	9210.02	11795.41	14401.98	ROE	6.86%	9.31%	11.33%	12.62%
短期借款	1891.11	2209.85	3127.61	4075.38	ROA	2.92%	3.74%	3.94%	4.03%
应付和预收款项	2582.72	3246.25	4492.28	5634.10	ROIC	6.63%	8.01%	8.54%	8.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.40%	5.89%	5.92%	5.93%
其他负债	44.55	60.14	77.41	95.49	营运能力				
负债合计	4518.38	5516.24	7697.30	9804.97	总资产周转率	0.80	0.99	1.07	1.08
股本	734.02	734.02	734.02	734.02	固定资产周转率	12.95	16.67	20.39	23.31
资本公积	2022.99	2022.99	2022.99	2022.99	应收账款周转率	4.13	4.11	4.24	4.03
留存收益	834.47	1140.60	1544.93	2043.82	存货周转率	18.63	23.85	23.19	22.66
归属母公司股东权益	3357.45	3693.87	4098.20	4597.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	136.30%	—	—	—
少数股东权益	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	资本结构				
股东权益合计	3357.37	3693.78	4098.11	4597.01	资产负债率	57.37%	59.89%	65.26%	68.08%
负债和股东权益合计	7875.75	9210.02	11795.41	14401.98	带息债务/总负债	41.85%	40.06%	40.63%	41.56%
					流动比率	1.35	1.33	1.28	1.26
					速动比率	1.29	1.27	1.22	1.20
					股利支付率	0.00%	11.01%	12.92%	14.03%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.47	0.63	0.79
					每股净资产	4.57	5.03	5.58	6.26
					每股经营现金	0.79	0.67	0.96	1.10
					每股股利	0.00	0.05	0.08	0.11
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	383.08	499.56	664.67	836.73					
PE	52.89	35.40	26.23	20.98					
PB	3.63	3.30	2.97	2.65					
PS	2.04	1.43	1.09	0.86					
EV/EBITDA	26.47	19.60	14.06	10.58					
股息率	0.00%	0.31%	0.49%	0.67%					

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 指数涨幅介于-10%与-20%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悉范围内，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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@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