

集采保持高增长，多业务布局亮眼

投资要点

- **业绩总结：**2020年前三季度公司实现营业收入61亿，同比增长40.1%；实现归母净利润2.4亿，同比增长30.7%；实现扣非后归母净利润2.3亿，同比增长41.2%。其中单Q3实现营业收入23.4亿元，同比增长38.7%；实现归母净利润0.6亿元，同比增长28.9%；扣非后归母净利润0.5亿元，同比增长36.4%，业绩增速亮眼。
- **短期内成本投放增加，长期盈利能力有提升空间。**前三季度公司毛利率为11.9%（-2.7pp），主要由于疫情期间公司为用户提供免费云视频服务，及毛利较低的办公设备收入占比提升所致。费用方面，前三季度公司管理效率提升，期间费用率7%，同比下降2.7pp，具体来看：销售费用率4.5%（-1.5pp）；管理费用率2.2%（-0.7pp）；研发费用率0.7%（-0.2pp），财务费用率为-0.3%（-0.3pp）。前三季度整体净利率为3.9%（-0.3pp）。前三季度公司预付款项3.6亿元，同比增加47.9%，主要是公司向上游供应商预付部分款项锁价，减少产品价格波动带来的盈利风险。公司经营活动现金流2.1亿元，同比增长12.5%。整体来看2020年公司新上线粤视会等大型政府项目，成本投放比较集中，项目预计未来三到五年可贡献持续的收入增量，盈利能力增长可期。
- **集采业务持续放量，大客户项目储备丰富。**公司MRO业务快速增长，主要依赖于成熟客户项目稳健增长及储备客户的新放量。储备客户方面，2020年疫情前公司中标的客户项目在2020年下半年逐渐开始订单落地和采购规模的逐步释放，预计在一年周期内储备客户的销售规模会逐步扩大。前三季度公司大客户数量持续增加，已中标的包括省市级政府、央企、银行保险机构、军工企业等在内的170多家大型政企客户的办公集采项目。除此之外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。预计伴随公司B2B运营效率提升，规模效应放大后盈利能力将继续提升。
- **好视通研发团队逐渐搭建完成，客户规模扩大后有望迎来业绩兑现。**2020年公司好视通的应用领域持续拓宽边界，自2019年底公司向“云+端+行业”战略转型，目前已经在政务行业开展多样场景应用，并持续引进合作伙伴，向教育行业纵深。2020年公司粤视会项目持续推进，支撑了上百场应用场景。截至9月粤政易平台用户数已突破百万，体现出客户对公司专业能力的认可。预计伴随广东省各地政府端及云系统的持续落地，项目体量将持续增长。除此之外疫情期间公司积累了大量潜在用户，预计潜在用户向付费用户转化后，收入规模将较快提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.41元、0.56元、0.68元，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。

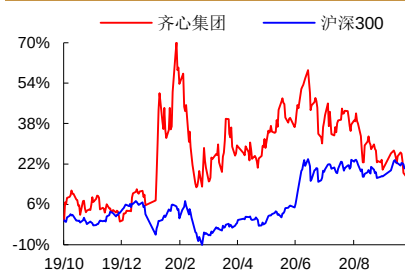
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5981.27	8400.54	11143.84	14063.91
增长率	41.03%	40.45%	32.66%	26.20%
归属母公司净利润（百万元）	230.24	302.44	408.46	501.89
增长率	20.06%	31.36%	35.05%	22.87%
每股收益EPS（元）	0.31	0.41	0.56	0.68
净资产收益率ROE	6.86%	8.28%	10.19%	11.31%
PE	46	35	26	21
PB	3.13	2.87	2.62	2.36

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)	7.33
52周内股价区间(元)	11.78-20.17
总市值(亿元)	104.96
总资产(亿元)	78.08
每股净资产(元)	4.68

相关研究

1. 齐心集团(002301)：办公保持较快增长，云视频业务厚积薄发（2020-04-21）
2. 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）
3. 齐心集团(002301)：营收保持高增长，现金流好转（2019-10-31）

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 2：2020 年成本投放比较集中且低毛利率产品占比上升较快，导致毛利率有所回落。预计随着公司运营效率提升，规模效应放大后盈利能力有上行空间，且潜在客户向付费客户逐渐转化后也有利于毛利率上行。预计 2020-2022 年毛利率分别为 12.8%、13.5%和 14.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入	5,981.27	8,400.54	11,143.84	14,063.91
yoy	41.0%	40.4%	32.7%	26.2%
营业成本	5,044.92	7,325.60	9,638.56	12,085.51
毛利率	15.7%	12.8%	13.5%	14.1%
办公用品				
收入	4,140.42	5,796.59	8,115.22	10,549.79
yoy	82.7%	40%	40%	30%
成本	3,534.35	4,996.66	6,979.09	9,051.72
毛利率	14.6%	13.8%	14.0%	14.2%
办公设备				
收入	1,487.84	2,157.37	2,373.10	2,610.42
yoy	-4.1%	45%	10%	10%
成本	1,393.06	2,053.81	2,256.82	2,479.89
毛利率	6.4%	4.8%	4.9%	5.0%
软件产品及服务				
收入	299.81	374.76	562.14	787.00
yoy	-14.8%	25%	50%	40%
成本	94.13	224.86	337.29	472.20
毛利率	68.6%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务				
收入	53.20	71.82	93.37	116.71
yoy	-25.1%	35%	30%	25%
成本	23.38	50.27	65.36	81.70
毛利率	56.1%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：Wind，西南证券

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	8400.54	11143.84	14063.91	净利润	230.25	302.44	408.46	501.89
营业成本	5044.92	7325.60	9638.56	12085.51	折旧与摊销	80.22	59.44	62.42	66.15
营业税金及附加	35.94	49.58	66.24	97.04	财务费用	31.24	72.44	95.90	131.39
销售费用	397.52	378.02	534.90	703.20	资产减值损失	0.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	173.63	235.22	334.32	464.11	经营营运资本变动	156.14	120.00	107.36	52.13
财务费用	31.24	72.44	95.90	131.39	其他	78.53	-9.12	-0.02	0.07
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	545.21	674.12	751.64
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	348.81	474.36	582.38	短期借款	-792.28	222.85	955.73	1021.70
其他非经营损益	-0.25	2.40	2.31	2.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	271.37	351.21	476.66	584.74	股权融资	942.43	0.00	0.00	0.00
所得税	41.13	48.77	68.21	82.85	支付股利	-189.00	-37.88	-52.74	-71.63
净利润	230.25	302.44	408.46	501.89	其他	-274.97	-42.15	-95.90	-131.39
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	142.82	807.09	818.68
归属母公司股东净利润	230.24	302.44	408.46	501.89	现金流量净额	120.85	625.28	1371.65	1460.04
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	4200.27	5571.92	7031.96	成长能力				
应收和预付款项	2143.46	2645.61	3656.56	4620.06	销售收入增长率	41.03%	40.45%	32.66%	26.20%
存货	248.05	360.88	474.89	596.18	营业利润增长率	49.36%	28.42%	35.99%	22.77%
其他流动资产	104.94	79.55	104.54	131.13	净利润增长率	19.03%	31.36%	35.05%	22.87%
长期股权投资	37.12	37.12	37.12	37.12	EBITDA 增长率	33.12%	25.48%	31.62%	23.27%
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	568.43	630.94	689.72	毛利率	15.65%	12.80%	13.51%	14.07%
无形资产和开发支出	992.48	978.26	964.04	949.81	三费率	10.07%	8.16%	8.66%	9.23%
其他非流动资产	229.93	229.22	228.51	227.81	净利率	3.85%	3.60%	3.67%	3.57%
资产总计	7875.75	9141.18	11710.36	14325.62	ROE	6.86%	8.28%	10.19%	11.31%
短期借款	1891.11	2113.96	3069.69	4091.39	ROA	2.92%	3.31%	3.49%	3.50%
应付和预收款项	2582.72	3313.56	4554.19	5699.37	ROIC	6.63%	7.42%	7.99%	8.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.40%	5.72%	5.68%	5.55%
其他负债	44.55	61.43	78.54	96.65	营运能力				
负债合计	4518.38	5488.95	7702.42	9887.41	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	16.69	20.89	24.36
资本公积	2022.99	2022.99	2022.99	2022.99	应收账款周转率	4.13	4.09	4.25	4.03
留存收益	834.47	1099.04	1454.76	1885.02	存货周转率	18.57	23.94	22.97	22.49
归属母公司股东权益	3357.45	3652.31	4008.03	4438.29	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	3652.22	4007.94	4438.21	资产负债率	57.37%	60.05%	65.77%	69.02%
负债和股东权益合计	7875.75	9141.18	11710.36	14325.62	带息债务/总负债	41.85%	38.51%	39.85%	41.38%
					流动比率	1.35	1.33	1.27	1.25
					速动比率	1.29	1.26	1.21	1.19
					股利支付率	82.09%	12.52%	12.91%	14.27%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.41	0.56	0.68
					每股净资产	4.57	4.98	5.46	6.05
					每股经营现金	0.79	0.74	0.92	1.02
					每股股利	0.26	0.05	0.07	0.10
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	383.08	480.70	632.68	779.92					
PE	45.59	34.71	25.70	20.91					
PB	3.13	2.87	2.62	2.36					
PS	1.75	1.25	0.94	0.75					
EV/EBITDA	22.09	16.76	12.08	9.24					
股息率	1.80%	0.36%	0.50%	0.68%					

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-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
	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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn