

# 齐心集团 (002301.SZ)

## 协同掘金三大业务，集成服务凸显核心价值

### 核心观点:

- **齐心致力于提供从办公到企业运营的全场景商品与服务。**(1) 产品型需求: 据齐心集团 2019 年 5 月 20 日投资者关系活动记录表, 基础必备型物资 2 万亿市场正快速放量、可选型物资 7 千亿市场正形成体量。(2) 服务型需求: 好视通较早布局 SaaS 有先发优势, 据 IDC 数据, 2016-2018 年好视通连续三年蝉联中国云视频会议市场占有率第一。
- **平台化模式优势明显, 多业务协同共促发展。**平台化模式可提高供应链管理效率, 实现公司、供应商、终端客户“三方多赢”。严格的招投标和集中采购竞争机制对集采参与者的综合实力提出较高要求, 行业有向头部集中的趋势。齐心各业务间客户重叠度较高, 因此存在相互引流的机会, 此外公司现有优势可在不同业务间延伸, 各项业务协同发展是齐心的核心价值。
- **疫情推动企业加快信息化技术建设, 催化办公物资、云视频行业发展新机遇。**疫情考验服务商的供应链统筹能力, 实力更强的综合性供应商优势凸显; 疫情加快渗透率提升, 云视频发展有望进入加速轨道。
- **办公物资两万亿市场, MRO 标准品五千亿市场, 云视频近千亿市场, 齐心成长空间广阔。**(1) 物资类集采方面, 电商化比例提升、客户数量拓展、订单份额内占比提升是成长路径关键点。(2) 云视频会议方面, 渗透率提升、多渠道获取客户资源是成长路径关键点。
- **预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.48、0.63、0.73 元。**预计 2020-2022 年分别实现营收 84.7、113.4、147.5 亿元, 归母净利润 3.53、4.60、5.35 亿元, 对应当前 PE 31X、23X、20X。综合考虑可比公司估值和公司业绩增速, 给予 2020 年 36X 的合理估值, 对应合理价值 17.28 元/股, 上调至“买入”评级。
- **风险提示。**客户拓展不及预期、业务协同效果不及预期、云视频转化不及预期、测算假设与实际情况存在差距。

### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,241	5,981	8,469	11,344	14,753
增长率(%)	33.3%	41.0%	41.6%	33.9%	30.1%
EBITDA(百万元)	283	359	515	654	759
归母净利润(百万元)	192	230	353	460	535
增长率(%)	36.9%	20.1%	53.3%	30.4%	16.3%
EPS (元/股)	0.30	0.31	0.48	0.63	0.73
市盈率 (P/E)	28.31	38.77	30.63	23.49	20.20
市净率 (P/B)	2.16	2.66	2.91	2.59	2.30
EV/EBITDA	16.64	20.17	17.16	12.66	10.10

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

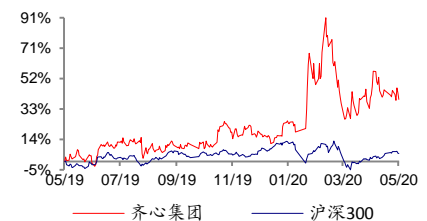
### 公司评级

公司评级	买入
当前价格	14.73 元
合理价值	17.28 元
前次评级	增持
报告日期	2020-05-17

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	734.02/640.48
总市值/流通市值(百万元)	10812/9434
一年内最高/最低(元)	20.17/10.25
30 日日均成交量/成交额(百万)	11/165
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	-8.40/15.53

### 相对市场表现



### 分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

### 分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-60750605

gliuxuefeng@gf.com.cn

### 相关研究:

- 齐心集团 (002301.SZ): 定增 2019-10-30 顺利实施, B2B 业务维持高速增长
- 齐心集团 (002301.SZ): 扣非 2019-08-15 净利润增速超预期, B2B 业务高速增长

## 目录索引

一、投资逻辑 .....	4
（一）产品型需求：基础必备型物资快速放量；可选型物资形成体量 .....	5
（二）服务型需求：云视频应用前景广阔，好视通布局较早有先发优势 .....	7
二、平台化模式优势明显，多业务协同共促发展 .....	10
（一）平台化模式助力三方多赢，行业格局或向头部集中 .....	10
（二）围绕客户一体化需求，协同潜力迸发在即 .....	11
三、疫情催化办公物资、云视频行业发展新机遇 .....	16
（一）疫情期间远程办公成刚需，推动企业加快信息化技术建设 .....	16
（二）办公物资：防疫物资采购或常态化，疫情考验供应链统筹能力 .....	16
（三）云视频：疫情加快渗透率提升，云视频发展进入加速轨道 .....	17
四、业务成长空间广阔，远未到天花板 .....	19
（一）集采比例提升、积极拓展客户、内占比提升助力物资集采业务持续增长 .....	19
（二）渗透率提升、多渠道获取客户资源助力云视频业务持续增长 .....	20
五、盈利预测与估值 .....	21
六、风险提示 .....	23

## 图表索引

图 1: 中国办公用品市场规模 (万亿元) .....	5
图 2: 齐心 MRO 工业品商品类型 .....	6
图 3: 中国视频会议市场规模 (亿人民币) .....	7
图 4: 视频会议发展历程 .....	7
图 5: 2020-2025 年中国硬件及软件视频会议市场规模增速 .....	7
图 6: 智慧教育产品线为多种教学需求提供服务 .....	8
图 7: 智慧党建平台包含丰富模块 .....	8
图 8: 2012-2018 年中国在线教育市场规模统计 .....	9
图 9: 2018 年中国软件视频会议行业主要厂商市场份额统计情况 .....	9
图 10: 平台化集成供应体系经营与盈利模式 .....	10
图 11: 中国 B2B 电子商务交易规模及线上渗透率 .....	11
图 12: 齐心办公物资、MRO 标准品、好视通之间的客户引流途径 .....	12
图 13: 中国企业采购电商核心竞争要素 .....	13
图 14: 完善的供应链体系可减少送货次数 .....	14
图 15: 齐心覆盖全国的物流配送网络 .....	14
图 16: 技术驱动的平台将各类型客户与供应商、渠道商高效对接 .....	15
图 17: 中国数字经济规模及占 GDP 比重 .....	16
图 18: 数字中台的主要价值 .....	16
图 19: 2020 年 3 月关于疫情后家中常备物的调研: 健康洗护习惯将继续保持 ..	17
图 20: 企业电商化采购交易规模快速增长 (亿元) .....	19
图 21: 齐心办公用品+办公设备的营收(亿元)与增速 .....	19
图 22: 2018 年全球部分国家远程办公人口渗透率 .....	20
图 23: 齐心软件产品与服务的营业收入(亿元)与增速 .....	20
图 24: 齐心集团近三年的 PE-Band .....	23
表 1: 办公物资分类及对应市场规模情况 .....	6
表 2: 各厂商布局云视频会议市场情况 .....	9
表 3: 齐心各业务的客户类型情况 .....	12
表 4: 中标多项业务的客户信息列举, 齐心顺利实现为同一个客户创造多重价值	13
表 5: 齐心集团费用率预测表 .....	21
表 6: 齐心集团盈利预测表 .....	22
表 7: 可比公司估值表 .....	23

## 一、投资逻辑

**办公物资、MRO 工业品、云视频是齐心有待充分挖掘的三大业务。**据齐心集团 2019 年 5 月 20 日投资者关系活动记录表，办公物资有 2 万亿市场，MRO 标准品有 5 千亿市场。据前瞻产业研究院，云视频业务千亿市场，其中视频会议百亿市场、行业产品线中的智慧教育千亿市场。物资采购：政策推进办公用品采购向透明化、规范化方向发展，更多企业选择用公开招标的方式采购物资，此外电商化采购的便利性促使企业线上采购比例逐年提升，两方面原因推动办公物资集采和 MRO 集采的市场空间快速增长。云视频方面，现今企业的跨地域性愈发明显，分散于不同空间的分支机构间存在诸多远程办公沟通需求，视频会议的通讯价值日益凸显。同时本次疫情加速了云视频的用户教育进程，企业逐渐提升对云视频的接受程度并将其作为日常办公所需的生产力工具，云视频渗透率提升速度加快。

**齐心在办公物资集采领域处于头部梯队；好视通在云视频领域拔得头筹，连续三年市占率第一。**（1）办公物资集成供应商中第一梯队有齐心、晨光科力普、得力办公，第二梯队有领先未来和办公伙伴，此外还有综合平台如京东、苏宁易购等。由于集成供应商的第二梯队公司缺乏品牌基因，且在投入资源搭建服务体系方面有所欠缺，未来第二梯队公司可能演变为服务商为第一梯队服务，办公物资集采行业有向头部集中的趋势。齐心有技术驱动型的供应链、覆盖全国的物流体系和完善的信息系统优势，未来有望抢占更多的市场份额。（2）据 IDC 数据，云视频会议市场格局相对分散，CR6 不足 50%，齐心好视通较早布局 SaaS 业务，凭借“云+端+行业”战略在行业内拔得头筹，2016-2018 年连续三年居于行业第一，2018 年市占率约 13%。

**大办公平台综合性地满足用户的物资型需求和服务性需求，三大业务协同发展是齐心的核心价值。**齐心各业务间客户重叠度较高，因此存在相互引流机会：办公物资和 MRO 采购在采购企业内部同属物资类采购部门管理，且由于两者的客户类型重叠多，因此齐心将 MRO 业务和 B2B 事业部在业务管理上进行直接关联，并形成事业群。齐心在中标了办公物资集采项目后，可以此为切入点进一步扩大与客户的合作范围至 MRO 集采，反之亦然；好视通方面，公司会将 B2B 办公集采的客户与好视通共享，让其直接参与招投标，同时公司会积极与办公集采客户进行详尽沟通，吸引对方签订好视通采购协议。此外公司现有的供应链、物流、数字化平台优势可在不同业务间延伸，三大业务可实现协同并进、共促发展。

**盈利预测。**看好齐心各项业务协同发展的能力，未来政策推动 B2B 办公集采市场占比快速提升+齐心在中标项目内占比提升有望推动 B2B 业务持续高增长，此外好视通通过“云+端+行业”的策略掘金千亿市场，后续疫情期间好视通吸引的免费注册用户转化落地，SAAS 业务有望加速发展。预计 2020-2022 年分别实现营收 84.7、113.4、147.5 亿元，归母净利润 3.53、4.60、5.35 亿元，对应当前 PE 31X、23X、20X。综合考虑可比公司估值和公司业绩增速，给予 2020 年 36X 的合理估值，对应合理价值 17.28 元/股，上调至“买入”评级。

## 二、公司致力于提供办公+企业运营全场景商品与服务

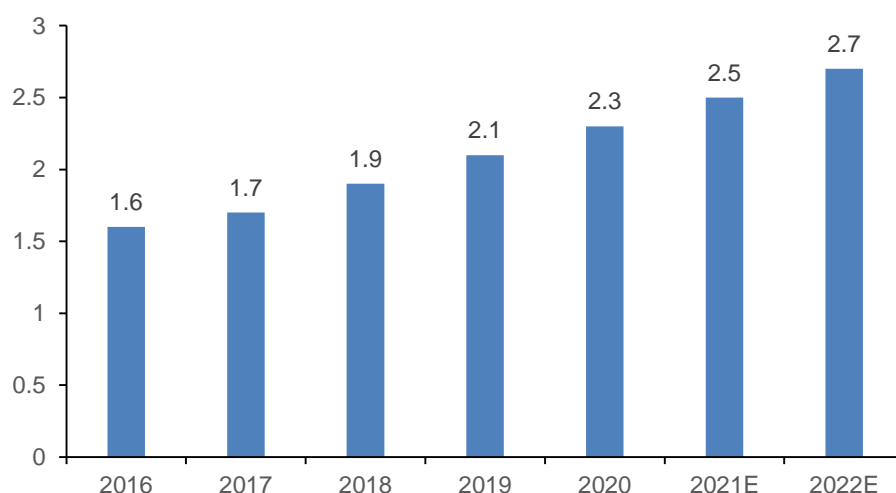
齐心集团的发展历经三阶段，第一阶段（2006年-2010年）是“品牌制造发展期”，公司从文具品牌商向办公用品集成供应商升级；第二阶段（2011年-2015年）是“制造向服务升级期”，公司从品牌制造商向办公集成服务商升级，为客户提供一站式办公整体解决方案；第三阶段（2016年至今）是“构建企业办公服务平台期”，公司立足于B2B办公集采和SaaS服务，力求通过**自营+平台化服务**的方式形成**多业态办公服务平台**，为客户提供千人千面的从办公到企业运营的全场景商品与服务。

目前公司针对B端客户在办公产品、办公服务和办公销售三方面的需求，分别布局齐心大办公服务平台、好视通、杭州麦苗业务板块来全方位满足用户价值，逐步构建集办公物资、员工福利、MRO、云视频SaaS应用、电商SaaS应用等多种类型的产品和服务，着力打造无边界的企业服务平台。

### （一）产品型需求：基础必备型物资快速放量；可选型物资形成体量

**办公用品万亿市场，政策推动B2B办公集采市场占比快速提升。**根据2017年科力普供应商大会数据，预计办公用品行业规模在2018年开始的未来5年内将以9%的涨幅高速增长，2022年市场规模有望达到2.7万亿。自2015年2月颁布《中华人民共和国政府采购法实施条例》明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准以来，国务院相继出台一系列政策法规推动采购行为朝着公开透明、电商化、集中化的方向发展，办公用品集采市场占比提升。

图1：中国办公用品市场规模（万亿元）



数据来源：2017 年科力普供应商大会数据分析、广发证券发展研究中心

**基础必备型物资2万亿市场，行业已发展成形并快速放量；可选型物资7千亿市场，行业正高速发展并逐步形成体量。**基础必备型物资方面：基础必备型物资包含日常消耗类物资（如油墨、打印纸、本册、笔）和固定资产类物资（如办公桌、打



印机、电脑），该类物资对于企业进行正常办公活动来说是刚需，因此集采需求最先释放。据齐心集团微信公众号，公司持续中标了80余家省市级政府、25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。

**可选型物资方面：**可选型物资包括MRO标准产品（如锁具、消防器材、搬运车）和福利性宣传性物资（如礼券、贺卡、易拉宝），该类物资的集采需求正逐步形成体量。2018年齐心上线MRO工业品平台，2019年中组建专业的MRO团队，2019年末成立MRO子公司，持续深化自身在产品、供应链、数字化技术、服务水平等方面的能力构建。公司在MRO客户挖掘方面侧重于央企、政府、银行和军工头部企业等大B客户，据齐心集团微信公众号，截至目前齐心MRO工业品平台已服务包括国家电网、南方电网、中国移动、中国石油、中国石化、中国电建、大唐集团等在内的多家大型企业客户。

表1：办公物资分类及对应市场规模情况

	主要种类	市场空间	细分种类及主要商品品类
基础必备型物资	日常消耗类物资	5000亿元	办公耗材：硒鼓、油墨等；办公用品：本册、笔、档案夹等；办公用纸：打印纸、相片纸等
	固定资产类物资	15000亿元	办公家电：咖啡机、饮水机、冰箱等；办公家具：办公桌、凳椅；办公设备：打印机、点钞机等；数码通讯设备：影像设备及配件、通讯设备等；电脑及配件：电脑整机、网络设备等
可选型物资	MRO标准产品	5000亿元	安防用品：锁具、消防器材等；医疗用品：防护服、口罩、消毒水等；工具箱包；搬运储存：搬运车、周转箱等
	福利性、宣传性、助销物资	2000亿元	宣传物资：宣传单、易拉宝等；礼券：消费卡、现金券等；节庆礼品：贺卡、红包等

数据来源：齐心商城、齐心集团2019年5月20日投资者关系活动记录表、广发证券发展研究中心

图2：齐心MRO工业品商品类型



数据来源：齐心集团官方微信公众号、广发证券发展研究中心

## （二）服务型需求：云视频应用前景广阔，好视通布局较早有先发优势

视频会议突破空间限制，满足企业内部沟通协作需求。现今企业的跨地域性愈发明显，分散于不同空间的分支机构间存在诸多远程办公沟通需求，视频会议突破了单一电话沟通或文字沟通效率低下的弊端，帮助员工之间实现“面对面”交流，信息传达及时且成本较低。随着视频会议融入更多如文档分享、通信加密等操作功能，其通讯价值日益凸显，未来有望成为企业办公必不可少的日常用品。

**视频会议百亿市场，行业朝着“软件化”方向发展。**据前瞻产业研究院发布的《中国视频会议系统行业发展前景与投资战略规划分析报告》，我国视频会议市场规模稳定增长，预计 2018 年视频会议整体市场规模将达 160 亿元左右。对比于硬件视频会议系统在使用过程中面临的部署和维护成本高、操作较为复杂的痛点问题，云视频会议优势突出：按月缴费投入少、支持多种智能设备且操作简单方便、无需专业维护、技术更新迭代快，因此以云架构为基础的软件视频会议正在逐步占据主导地位。《2020-2025 年中国视频会议系统行业发展前景与投资预测分析报告》中引用的 IDC 预测数据显示，国内软件视频会议市场规模 CAGR 为 25%，远超硬件视频会议增速，行业朝着“软件化”方向发展。

图 3：中国视频会议市场规模（亿人民币）

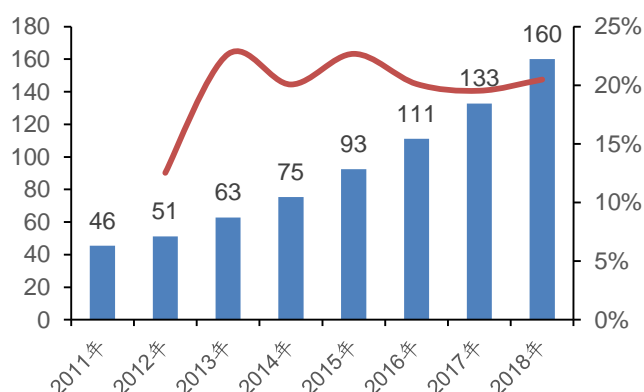
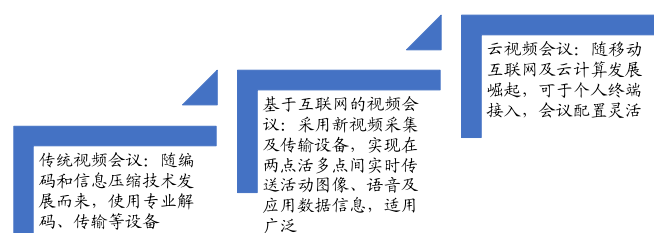


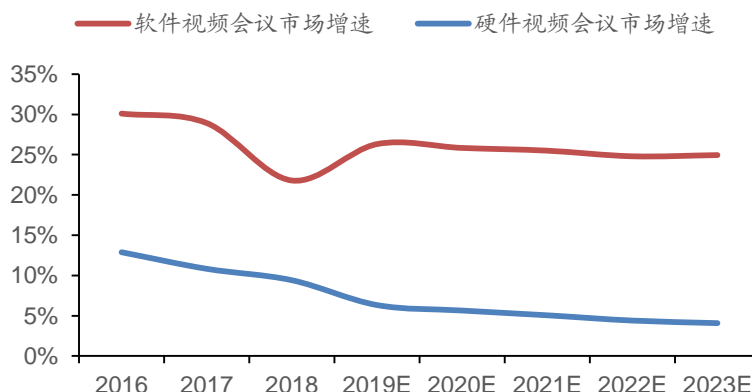
图 4：视频会议发展历程



数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

图 5：2020-2025 年中国硬件及软件视频会议市场规模增速



数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

**借助行业产品线好视通有望打开更广阔的增长空间。**在企业云视频会议之外，好视通逐步扩充到云通信领域，在智慧党建、智慧教育、智慧医疗等行业新领域服务项目有效落地。视频会议与行业的横向结合拓展了公司 SaaS 业务的发展空间，据前瞻产业研究院统计，2018 年中国智慧教育市场已超 2000 亿，行业产品线市场空间广阔。在智慧教育领域，公司与腾讯云合作获取了深圳中学社会教育项目；在远程医疗领域，公司与贵阳爱康国宾、汕头市中心医院远程医疗中心、湖北省的 29 家基层医院合作打造了远程诊断平台；在远程可视化领域，公司与中国电建、中国电子工程设计院合作打造了远程协作沟通平台，同时还实现了远程可视化业务的快速落地。

图 6: 智慧教育产品线为多种教学需求提供服务



数据来源：好视通官网、广发证券发展研究中心

图 7: 智慧党建平台包含丰富模块

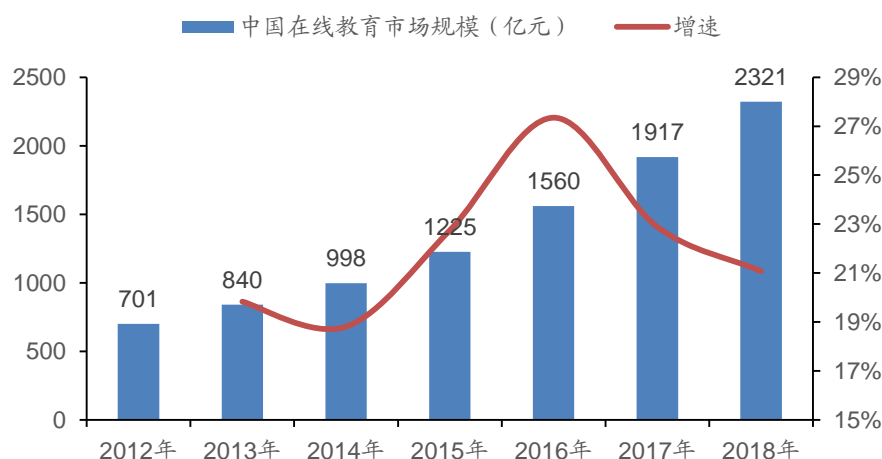


数据来源：好视通官网、广发证券发展研究中心

好视通做为最早进入云视频会议市场的公司之一具有先发优势，凭借“硬件+软件+行业产品线+PaaS 产品线”业务模式在行业内拔得头筹。好视通在 2009 年就前瞻性的布局 SaaS 云平台，随着企业对 SaaS 的接受程度逐步提高，云视频会议市场将保持健康高速增长，同时公司在软件之外积极推出“云加端”战略，为用户提供全场景覆盖的专业会议产品线。公司的行业产品线在智慧党建、智慧教育、应急指挥等方面都有落地，对推动云视频业绩增长具有重要作用。此外公司开放了 PaaS 平台，未来更多合作伙伴加入有望进一步丰富公司产品布局。据 IDC 数据，云视频会议市场格局相对分散，CR6 不足 50%，齐心好视通在国内软件视频会议市场中以 13% 的市占率获得头部位置，2016-2018 年连续三年居于行业第一。



图8：2012-2018年中国在线教育市场规模统计



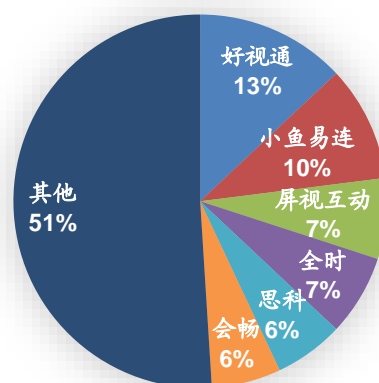
数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

表 2：各厂商布局云视频会议市场情况

厂商	时间	业务内容
好视通	2009 年	开始布局 SaaS 云平台，2016 年被齐心集团收购
随锐科技	2009 年	开始聚焦视频通讯云业务
Zoom	2011 年	公司成立起就以推广云平台为主，主要市场在欧美地区
苏州科达	2011 年	推出“摩云视频”租赁会议产品
宝利通	2012 年	提出云战略，于 2014 年推出云媒体三大框架
会场通讯	2014 年	推出自有网络会议品牌“商会云”，向 Zoom 采购相关技术支持
小鱼易连	2014 年	成立时便主营移动云视频会议服务
全时	2015 年	收购视高进入视频会议市场，2008 年开始做电话会议 SaaS 服务
星网智慧	2016 年	携手中移动推出云视讯产品，迅速覆盖至全国 350 余个政企行业客户
华为	2017 年	推出“公有云”产品
易联网络	2017 年	推出云视讯产品

数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

图9：2018年中国软件视频会议行业主要厂商市场份额统计情况



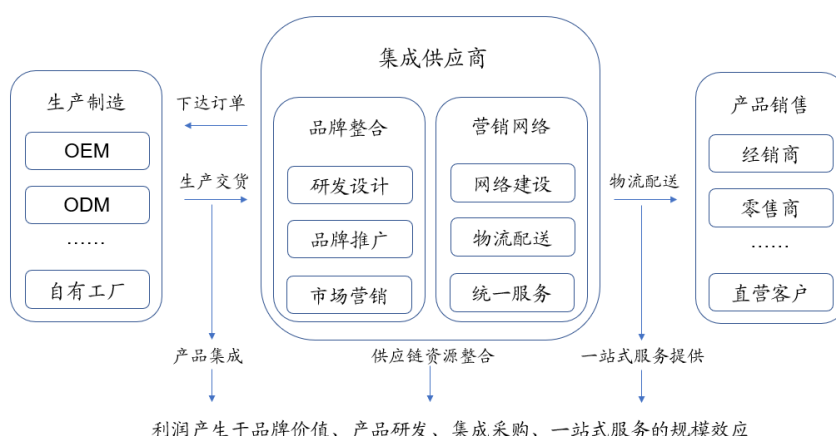
数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

## 二、平台化模式优势明显，多业务协同共促发展

### （一）平台化模式助力三方多赢，行业格局或向头部集中

办公用品单品多、品类散，集成化平台模式不仅便利企业持续拓宽产品线，还提高了供应链整体效率，实现公司、供应商、终端客户“三方多赢”。办公用品行业的天然属性之一就是品类繁杂，而平台化模式具有集成上下游及周边行业品牌的优点，因此可有效克服由于单品数量众多导致发展受阻的问题，便于企业持续扩充产品线。据齐心集团微信公众号，目前公司有20大类100万SKU产品，对于客户而言，丰富的产品类型可一站式满足几乎所有办公需求，有效节约购买成本，提高采购便利性和售后服务满意度，从而提升用户粘性；对齐心而言，平台化及集成供应商模式可发挥规模效应，最大限度利用现有制造资源；对制造商而言，平台化模式能有效提高其供应链效率，增强产品分销能力并扩大销售规模。

图10：平台化集成供应体系经营与盈利模式



数据来源：齐心集团招股说明书、广发证券发展研究中心

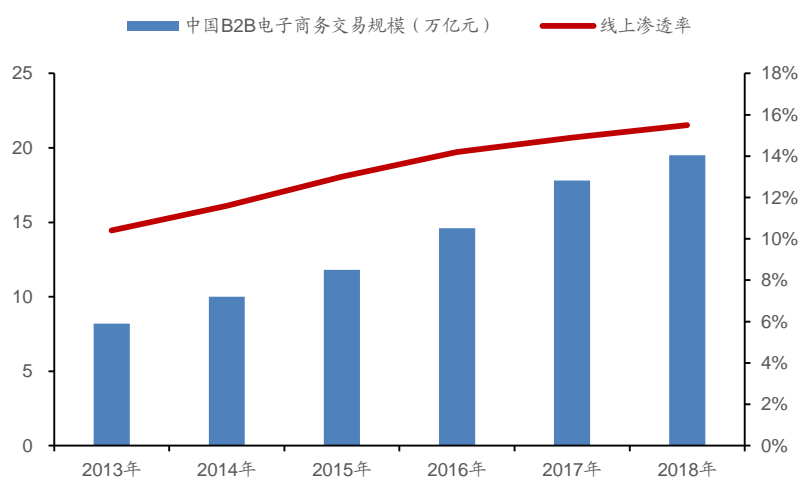
轻资产平台模式凭借资本投入较低、周转速度较快、资本收益较高的优点相对于重资产平台模式存在优势，帮助企业实现更快、更稳健的发展。齐心采取轻资产模式：商品方面，公司通过自营和供应链驱动综合解决；物流方面，齐心综合采用自主配送和第三方物流；服务商方面，公司大量发展服务商合作伙伴来协助公司做客户现场服务；业务人员方面，齐心技术驱动的数字化平台可帮助公司精简人员和提高人效。因此，相比着眼于前端制造、完全自营、或是业务人员队伍庞大的其他重资产模式同行业公司来说，齐心能够利用同等资金更快速地扩张规模，具有一定的竞争优势。

严格的招投标管理和集中采购竞争机制对办公集采参与者的综合实力提出较高要求。头部客户电商化采购招标时对投标人要求较高，除考量投标人报价和履约能力外，还会对投标人优惠率、仓储能力、物流能力、自有电商平台建设能力、售后服务等多方面进行综合评审。目前头部客户入围供应商包括得力集团、齐心集团、

晨光科力普、史泰博中国、办公伙伴、领先未来集团等龙头办公用品集成供应商以及京东、苏宁两家综合性电商。

**市场有向头部企业集中的趋势，行业集中度有望提升。**办公用品集成供应商当中第一梯队有齐心、晨光科力普、得力办公和史泰博中国；第二梯队有领先未来和办公伙伴，除集成供应商外集采参与者还有综合平台如京东、苏宁易购等。由于第二梯队公司缺乏品牌基因，且在投入资源搭建服务体系方面有所欠缺，未来第二梯队公司可能演变成为第一梯队公司的服务商。据齐心集团股份有限公司2018年12月27日投资者关系活动记录表，受到政策驱动原因，电商化集中采购在政府采购领域普及程度已经比较高，但在央企、国企领域的普及程度目前仍只有20%左右。中国办公集采市场集中度提升空间广阔，且史泰博、欧迪办公等海外办公文具龙头均已退出中国市场，国内办公文具市场仍为蓝海。

图11：中国B2B电子商务交易规模及线上渗透率



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

## （二）围绕客户一体化需求，协同潜力迸发在即

### （1）客户类型重叠度高，不同业务间可相互引流

**办公物资、MRO和好视通的客户类型重叠度较高。**据公司2019年报和2019年5月20日齐心集团投资者关系活动记录表，齐心**办公物资**（包含办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材）聚焦超五万家优质客户资源，近千家头部客户包括97家央企、350家地级以上市政府、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，此外还有合约客户和中小微客户；**MRO业务**发展客户现阶段侧重于央企、政府、银行和军工头部企业等头部客户，未来该业务发展成熟后公司可能会继续拓展国内众多的中小微和地方大型企业客户；**好视通业务**发展初期以中小微企业为主，因中小企业财务预算低，他们希望用更低成本的来享受高质量的服务，齐心收购银澎云后好视通中大型客户的占比逐步提升，据好视通官网，目前公司累计服务超6万家客户。

表 3: 齐心各业务的客户类型情况

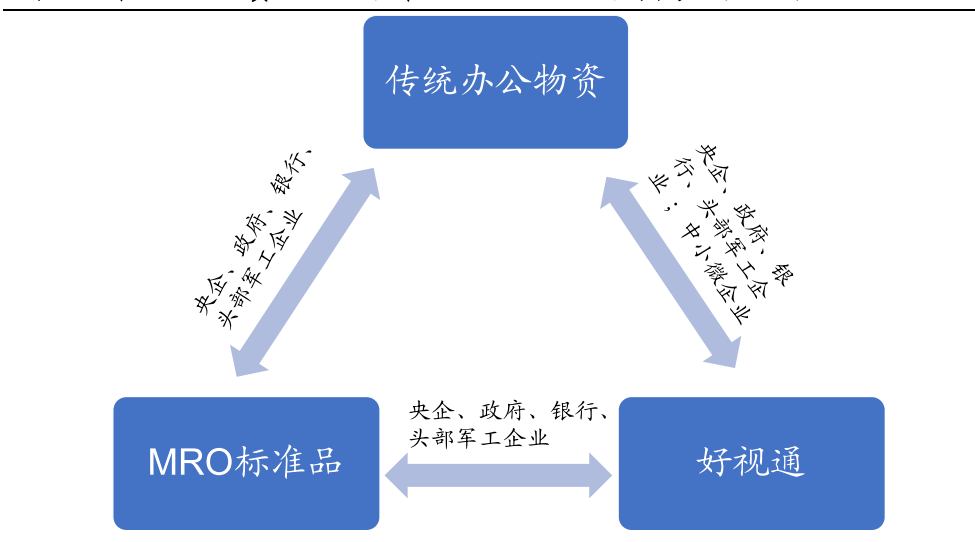
	央企、政府、银行、头部军工企业	中小微企业
办公物资	✓	✓
MRO 标准产品	✓	
好视通	✓	✓

数据来源: 齐心集团年报、广发证券发展研究中心

**客户引流: 办公物资采购客户 ⇌ MRO 采购客户。**虽然很多央企、政府、企事业单位会将MRO与办公物资集采分开招投标,但两者在采购企业内部同属物资类采购部门管理,且由于两者的客户类型重叠多,因此齐心将MRO业务和B2B事业部在业务管理上进行直接关联,并形成事业群。据公司2019年报和2019年5月20日齐心集团投资者关系活动记录表,公司在办公物资领域积累了超5万家优质客户,其中头部客户近千家,以此为切入点,齐心可进一步扩大与合作客户的合作范围,在办公物资之外同时成为客户的MRO供应商;反之亦然。事业部的管理模式使得客户资源信息在两项业务之间更顺畅地流通,MRO和办公物资之间可实现高度协同。

**客户引流: 办公物资采购客户 ⇌ 好视通客户。**好视通的推广方式有两种,一种即针对SMB(中小微企业)的互联网平台推广;另一种即协同B2B办公集采,将办公物资的客户引流至好视通。有关协同方式:产品方面,齐心在中标头部客户的办公物资集采后会直接将好视通的产品信息推送至电子商务平台上线销售。客户资源/渠道方面,会议产品线主要是直销,一方面B2B办公集采业务会将客户资源进行共享,让好视通去参与招投标,另一方面公司会积极与办公集采客户进行详尽沟通,吸引对方签订好视通采购协议;行业产品线的客户主要是行政、事业单位等,好视通通过中间商合作的方式获得客户,因此公司计划与B2B渠道合作伙伴联手,共同开发分散在全国的客户网点,以实现客户维度的协同。

图 12: 齐心办公物资、MRO标准品、好视通之间的客户引流途径



数据来源: 齐心集团年报、广发证券发展研究中心

表4: 中标多项业务的客户信息列举, 齐心顺利实现为同一个客户创造多重价值

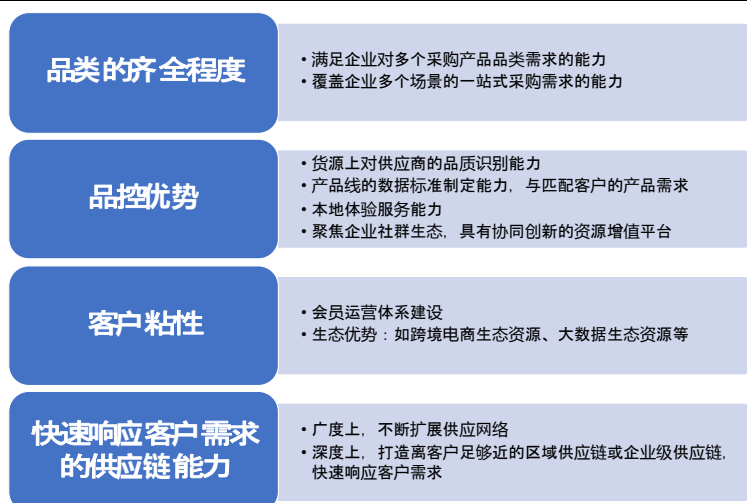
	办公用品	MRO	好视通
中共中央直属机关采购中心	✓		✓
国家税务总局	✓		✓
国家电网有限公司	✓	✓	
中国南方电网有限责任公司	✓	✓	
中国移动有限公司	✓	✓	
中国石油化工集团有限公司	✓	✓	

数据来源: 齐心集团微信公众号、广发证券发展研究中心

## 2、现有优势可在不同业务间延伸, 合力构建大办公平台能力体系

中国企业采购电商核心竞争要素包括品类齐全程度、品控优势、客户粘性和快速响应客户需求的供应链能力。经过多年积累, 齐心在办公物资领域已构建集成采购、技术支持、物流配送等多项核心竞争力, 且这些能力可以延伸至SaaS和MRO领域中去, 各项业务相互促进共同发展, 共同提升齐心大办公生态圈的整体竞争力。

图13: 中国企业采购电商核心竞争要素



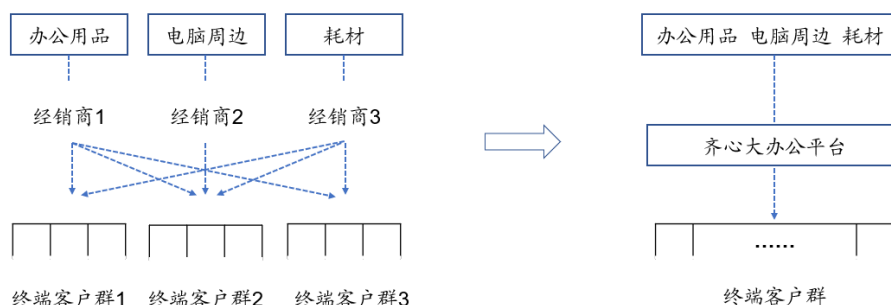
数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

**供应链优势:** 技术驱动型平台为企业客户服务提供保障完善的供应链体系减少送货次数, 提升交付服务能力。传统供应链体系中, 因需求不能同时得到满足, 终端客户需向不同品类经销商购买产品, 经销商不同意味着到货时间得不到保证。借鉴耐克、阿迪达斯等体育用品供应商成功经验后, 公司依托自身品牌知名度及销售渠道优势, 建立起更高效的供应链体系, 将附加值较低的产品生产环节予以外包, 集中精力进行品牌经营、研发设计和营销网络的建设, 强化自身在产业链中的竞争优势。齐心供应链体系可减少送货次数, 增加单次订单金额, 货源充足前提下, 完



全可实现客户所需产品同一时间到货。

图14：完善的供应链体系可减少送货次数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**物流优势：**覆盖全国的物流体系满足一站式配送需求。物流配送能力是渠道商的核心竞争能力之一，据立鼎产业研究院，公司设立了逾20家子公司，配套30个地区仓库、近10万平米仓储面积和近百辆物流车辆，实现了全国主要省市的交付服务全覆盖，可以更好地服务客户，提高物流效率并降低交易成本。

图15：齐心覆盖全国的物流配送网络



数据来源：齐心集团官网、广发证券发展研究中心

**信息技术优势：**（1）完善的信息服务系统满足不同用户的介入需求。公司建立了前中后台一体化电商信息服务系统，对渠道客户，公司建立第一家自建互联网营销平台齐心办公在线商城；对头部客户提供API接入服务、对大中型客户提供LINK入口实现线上采购，充分满足客户的个性化需求。（2）可视化流程智能分单系统帮助实现精准订单分管和高效的客户反馈。用户在平台下单后，分单系统会自动下分订单，快速精准地完成采购、反馈等流程。分单系统有两种模式，一种是通过分单系统分配到相对应的子公司，由子公司系统通过IMS系统对订单进行相应的处理并开始采购，采购完成后，子公司会通过SAP系统形成一张发货单回传给客户，发货单包括仓储信息和物流信息，客户可以通过WMS系统和TMS系统查看发货单并确认收货，最后进行财务的结算；另一种是通过分单系统分配到O2O服务商，服务商通过自有的ERP系统进行对接，完成与第一种形式相同的操作过程后，通过服务商ERP系统回传到公司SAP系统。分单系统的可视化功能使得配送订单得以实现全程实时

跟踪，全面提升用户采购的物流体验。

图16：技术驱动的平台将各类型客户与供应商、渠道商高效对接



数据来源：齐心集团官网、广发证券发展研究中心

**办公物资业务优势延伸至MRO业务：**平台化模式方面，MRO产品线内容广泛且关联采购多，如客户选购了丝锥后还有可能会同时采购麻花钻用于钻孔攻丝、螺钉用做紧固件、扳手用于装配，因此高SKU才能充分满足客户的采购需求，据齐心集团微信公众号，公司现拥有17个一级大类，1248个三级小类，接近100万SKU的MRO产品。齐心在运营办公物资供应链时将高价值、高周转的商品自营；低价值、体积大、高周转的商品与品牌商签署协议，品牌商开放全国网络给齐心，方便公司在客户周边按照约定价格进货；长尾商品会由服务商先在线下集采再送达客户。由于MRO品类建设复杂度高，考验供应链管理能力和，齐心在建设MRO供应链时可充分借鉴办公物资业务的供应链发展模式，以实现品类数量的不断拓展、产品的稳定供应、以及合理的库存水平。**物流方面**，齐心在发展办公物资业务时综合采用自建物流和第三方物流，已具备从省级到市县级市场的渗透与服务能力。公司在发展MRO业务时可直接使用现有物流和仓储体系，完成MRO产品从线上有效下单到线下有效配送的服务闭环。

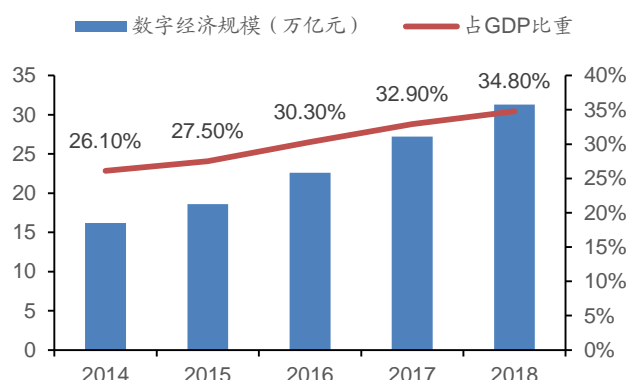
**办公物资业务优势延伸至好视通业务：**服务能力方面，办公物资集采面对的是大型企业客户而好视通对标Zoom主要服务中小型客户，公司通过服务大型客户积累的丰富经验为向好视通客户提供优质服务形成强力保障。

## 三、疫情催化办公物资、云视频行业发展新机遇

### （一）疫情期间远程办公成刚需，推动企业加快信息化技术建设

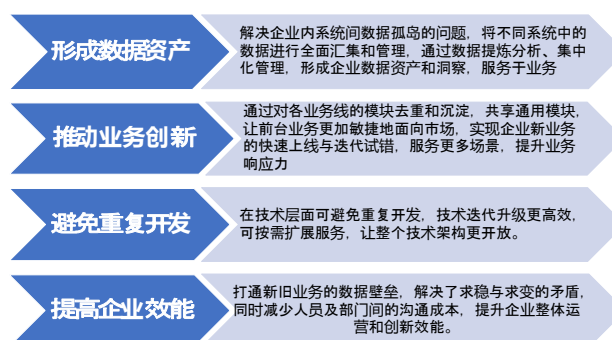
数字化平台可帮助企业降本提效，疫情期间企业为实现顺利复工多加强信息技术建设，推动数字化转型发展进程加速。建设从企业决策、运营、生产、服务全链条端到端的数字化平台可以帮助企业从臃肿的后台中解放出来，降低沟通成本、提高协作效率、实现集约化管理，因此从粗放式运营到数字化精细运营是提升企业竞争力的必由之路。疫情期间由于远程办公的客观原因，各企业纷纷加强信息技术建设，使用视频会议、远程协作、协同开发等产品和解决方案来保证生产运营活动的顺畅进行；此外从政策角度，工业和信息化部办公厅于2020年3月印发《中小企业数字化赋能专项行动方案》，旨在助推中小企业通过数字化网络化智能化赋能实现复工复产。疫情推动企业数字化转型进程加速，利好采购线上化发展和办公SaaS应用推广。

图 17：中国数字经济规模及占 GDP 比重



数据来源：中国信通院、广发证券发展研究中心

图 18：数字中台的主要价值

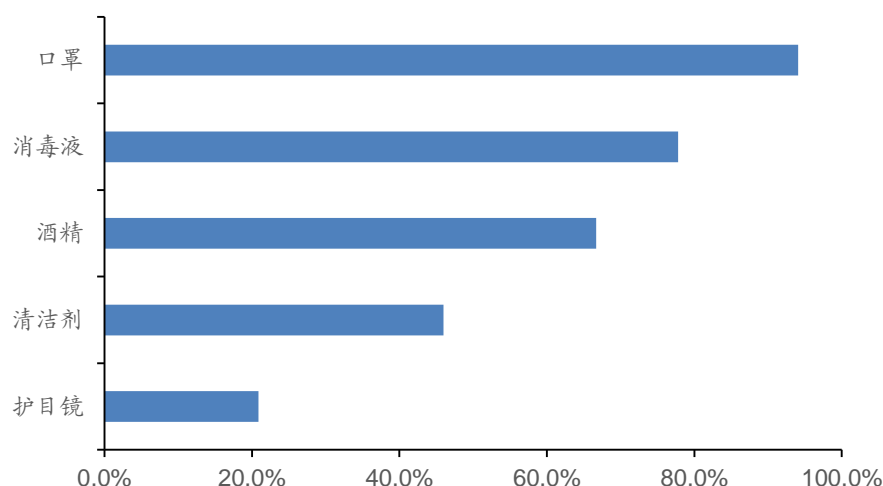


数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

### （二）办公物资：防疫物资采购或常态化，疫情考验供应链统筹能力

疫情导致防疫物资需求爆发，在此期间大众健康意识提升或使防疫物资采购常态化。2月上旬全国多个省份开始筹备复工复产，消毒液、洗手液等清洁物品，纸巾、湿纸巾等日常消耗品，以及口罩、护目镜等防护工具作为企业在疫情期间开展正常经营生产活动的必需品销售旺盛。尤其是3月以来疫情持续好转，企业逐步结束居家办公，员工实地到岗使得防疫物资采购需求爆发。新冠疫情使得大众对健康生活习惯的关注度上升，根据QuestMobile在2020年3月的用户调研，被调研人群中有50%的人倾向于在疫情后常备口罩、消毒液、酒精等防护用品。大众健康意识增强，未来企业或将常态化采购防疫物资，消毒液、酒精、纸巾等消耗性物资的采购需求可能热度不减。

图19：2020年3月关于疫情后家中常备物的调研：健康洗护习惯将继续保持



数据来源：QuestMobile、广发证券发展研究中心

**疫情考验服务商的供应链统筹能力，实力更强的综合性供应商优势凸显，利好齐心集采份额提升。**疫情给诸多行业的供应链带来严峻考验：生产环节企业停工、采购环节货源紧张、物流运输环节运力短缺，因此小型供应商可能存在断供问题，而综合性供应商供应链的抗风险能力更强，通过数字化、线上线下联动等方式保障供应链平稳运行。疫情放大了小型供应商在供应链统筹能力上的缺陷，更加凸显了综合性供应商的产品供应、交付实力，倒逼行业优胜略汰，未来拥有完善、智能、数字化供应链的头部企业或将获取更高的集采份额。在应对疫情方面：齐心通过部署到云端的数据化运营平台来连接客户、供应商、线下配送服务商、以及分布于全国的员工，实现疫情期间快速响应客户需求；除了公司自身积极组织货源，齐心还调动全国各地的线下服务商在客户周边组织筹备客户所需物资，通过自有物流和第三方物流运输配送，力求充分满足客户在疫情期间的采购需求。此次疫情期间公司的良好表现一方面有助于其提高中标成功率，另一方面也利好其在入围供应商中获得更高的内占比，而后实现市场份额的提升。

### （三）云视频：疫情加快渗透率提升，云视频发展进入加速轨道

**好视通在疫情期间免费开放500人视频会议服务，短期内吸引注册用户数成倍增长。**疫情期间诸多企业通过远程办公的方式来解决复工需求与疫情防控之间的矛盾，好视通通过推出500方免费云视频会议服务的方式协助企业在远程办公期间正常沟通交流与开展工作，据齐心集团2020年4月20日投资者关系活动记录表，疫情期间好视通成功吸引了25万新增注册用户。公司正积极部署客户转化策略，譬如公司会分析新注册客户的软件使用频率等数据，然后筛选出重点客户持续跟踪联系，未来部分新增免费用户会成为付费客户，转化有望在Q2落地。

**疫情加快用户教育，长期云视频渗透率有望提升。**从历史经验来看，2003年抗击非典期间电话、电视会议开始进入大众视野并实现大规模推广；本次新冠疫情同样也会催化云视频行业加速发展。一方面疫情使得企业办公模式出现转变，用户在

云视频会议使用过程中会发现其省时省力、节约成本的优点，逐渐提升对SaaS工具的接受程度；另一方面疫情期间智慧教育、智慧医疗、应急指挥等垂直应用领域有较多新增客户，行业应用与云视频加快融合，行业产品线也迎来了发展新机遇。据36氪统计，视频会议的渗透率不足5%，疫情突发事件在短期内使得好视通用户规模扩大，用户在体验过程中对云视频远程办公的认知有进一步推进，长期来看行业渗透率有望持续提升。



## 四、业务成长空间广阔，远未到天花板

### （一）集采比例提升、积极拓展客户、内占比提升助力物资集采业务持续增长

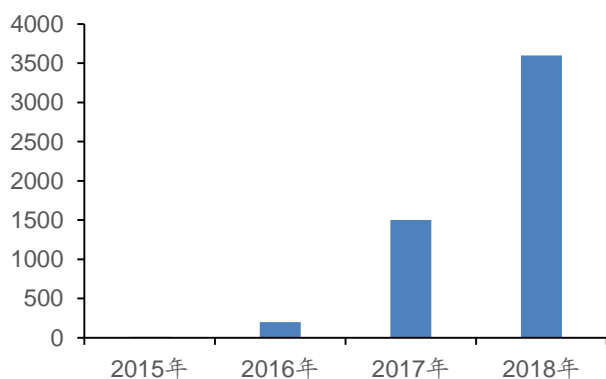
办公物资集采方面，公司 2019 年办公用品+办公设备的合计营业收入为 56.28 亿元，办公用品两万亿市场，MRO 五千亿市场，公司在物资集采和 MRO 集采领域均有广阔的成长空间等待开发。齐心若要实现物资集采业务的持续增长，电商化集采比例提升、客户开发拓展、内占比提升是三大重要阶段。

**（1）电商化集采比例提升：**一方面，政策推进办公用品采购向透明化、规范化方向发展，更多企业选择用公开招标的方式采购物资，另一方面，电商化采购的便利促使企业线上采购比例逐年提升。电商化采购可以为企业采购带来管理效率提升、成本降低等优势，吸引了政府机构、国有企业等纷纷试水电商化采购。根据工业和信息化部赛迪研究院、中国国际电子商务中心研究院 2018 年年底发布的《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市场规模约为 3600 亿，同比增速高达 80%。办公物资行业作为企业日常采购必不可少的部分，“互联网+办公用品采购”的 B2B 新格局将成为行业发展的必然趋势。

**（2）客户数量拓展：**一方面要积极进行招投标工作，头部客户电商化采购招标时对投标人的准入门槛较高，会综合考虑投标人报价、履约能力、仓储物流、售后服务等多重因素，公司的快速响应能力和服务能力得到了众多大客户的认可，据齐心集团 2018 年 12 月 27 日投资者关系活动记录表，公司在现有采用电商化集采模式的大客户中中标率达到 90%。另一方面要提升业务间的客户协同能力，三大业务之间在目标客户维度高度重叠，尤其是办公物资与 MRO 之间存在大量的潜在带单机会，若公司能够对现有客户资源加以充分利用，则可实现客户高质、快速拓展。

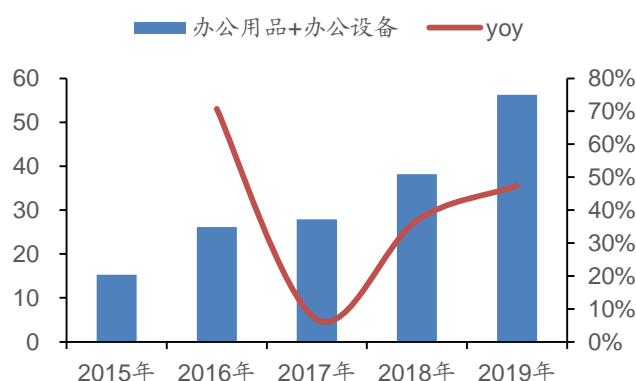
**（3）内占比提升：**入围之初各个供应商之间采购额分配比例具有较大不确定性。综合实力强、客户满意度高的供应商会在中标项目中获得较高份额。在总部组织统一招标，确定入围供应商之后，地方分支机构落实采购需求，技术水平、服务水平、供应体系较高的供应商往往获得较高份额。据齐心集团 2018 年 11 月 16 日投资者关系活动记录表，公司在南方电网总采购的内占比约为 30%，在其他客户的总采购内占比也位于前列。

图 20：企业电商化采购交易规模快速增长（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 21：齐心办公用品+办公设备的营收(亿元)与增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

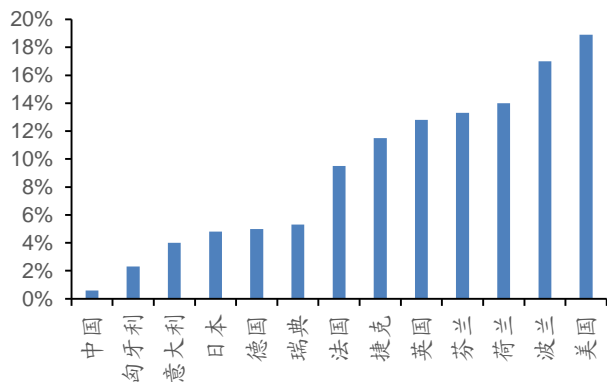
## (二) 渗透率提升、多渠道获取客户资源助力云视频业务持续增长

云视频横向延伸与行业应用相结合充分拓展了视频会议的成长空间，云视频在智慧教育、智慧党建、远程医疗、应急指挥等多种领域都存在应用机会。2019 年齐心软件产品与服务的营业收入为 3 亿元，与行业天花板相比尚有很远距离，好视通若要进一步扩大营收规模，渗透率提升、多渠道获取客户资源是两大重要阶段。

**(1) 渗透率提升：**中国远程办公人口渗透率还处于较低水平，云视频的推广还需持续进行用户教育。据亿欧智库，2018 年中国远程办公人口渗透率仅 0.6%，与美国 18.9% 的渗透率相比差距较远，此次疫情除了会一定程度上推动中国远程办公人口渗透率的提升，更重要的是加速了云视频的用户教育进程，企业逐渐提升对云视频的接受程度并将其作为日常办公所需的生产力工具。

**(2) 多渠道获取客户资源：**一方面业务协同发展，好视通可通过办公物资集采和 MRO 集采业务为其引流实现客户拓展；另一方面可与合作伙伴积极地进行跨界探索和合作，充分整合资源推动发展。2018 年 6 月 28 日，公司与腾讯签署了《战略合作框架协议》，借助腾讯生态业务整合及发力 to B 业务机遇，结合齐心好视通现有产品及技术优势与腾讯党政领域智慧党建、校园领域智慧教育、人工智能嵌入、企业微信整合、SaaS 平台服务、小程序等开展企业级市场整合。同日，公司与京东签订了《2018-2020 深度战略合作意向书》，推动渠道方面的合作。齐心好视通产品在京东线上发布，并将京东作为好视通线上重要的销售渠道。齐心好视通品牌面向电商平台的线上新品及线上资源优先在京东平台进行投放，京东协调线上资源协助齐心进行市场推广。

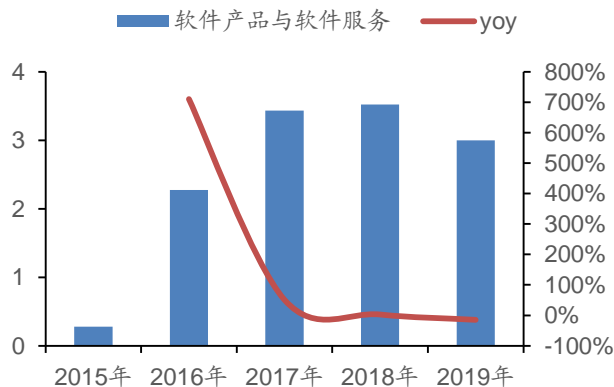
图 22：2018 年全球部分国家远程办公人口渗透率



数据来源：亿欧智库、广发证券发展研究中心

注：人口渗透率 (%) = 远程办公人口 / 劳动人口

图 23：齐心软件产品与服务的营业收入(亿元)与增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测与估值

齐心集团近年来费用管控水平不断提升，期间费用率呈逐年下降趋势，预计2020-2022年期间费用率保持在15%左右。

表 5：齐心集团费用率预测表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	14.3%	13.4%	10.9%	10.7%	10.9%	11.1%
管理费用率	3.6%	3.7%	2.9%	2.9%	2.9%	3.0%
财务费用率	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
研发费用率	1.7%	1.4%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
期间费用率	20.7%	19.2%	15.2%	14.9%	15.2%	15.5%

数据来源：齐心集团历年年报、广发证券发展研究中心

大办公集采带动B2B业务收入快速增长。基于央企、国企、地方政府及500强企业办公集采逐步推进，公司作为国内办公文具行业龙头有望迎来快速成长期。以服务企业规模拆分B2B业务，（1）B端企业客户：前期中标订单较多，公司在手国家电网、南方电网、中国移动等多家头部客户订单，预计办公用品（企业客户）的收入依旧维持高增长，因此假设2020-2022年办公用品（企业客户）的收入增速分别为70%、50%、40%，同时预计2020-2022年B端客户的整体销售收入同比增速分别有望达到为47.1%、38.9%、33.6%。（2）b端渠道客户：增长模式依然以经销商为主，考虑公司基数相对较低，给予2020-2022年办公用品（渠道客户）收入增速12%、12%、10%假设。随着B2B业务集中采购供应能力不断增强，公司在供应链环节议价能力会不断提升、同时公司采取自有品牌替换、改变商务包装、组合MRO和福利物资等高毛利产品与服务等方式实现降本增效，未来毛利率有望小幅提升，预计2020-2022年B2B业务毛利率分别为13.45%、13.80%、14.04%。整体毛利率受益于B2B业务毛利率改善而逐年提升，预计2020-2022年整体毛利率分别为15.77%、15.82%、15.86%。

SaaS业务带动软件产品及软件服务业务增长。公司软件类销售收入主要来自于云视频业务，银澎云计算公司旗下好视通连续三年国内云视频会议市场占有率第一，基于在云视频会议领域领先的音视频处理技术，公司成功将云视频服务场景拓展至智慧教育及智慧党建领域，打开千亿增长空间。2019年SaaS业务增速下滑主要受行业性订单收入确认时点延后的影响，2020年初疫情事件推动云视频业务发展进入加速轨道，据齐心集团2020年4月20日投资者关系活动记录表，好视通在疫情期间通过免费服务政策短期内吸引25万新增注册用户，未来转化逐步落地带动SaaS业务增速提升，因此给予公司银澎云2020-2022年年化收入增速20%的假设。

表 6: 齐心集团盈利预测表

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,181.64	4,241.24	5,981.27	8,468.85	11,343.82	14,753.46
YoY	11.05%	33.30%	41.03%	41.59%	33.95%	30.06%
毛利率	19.29%	18.21%	15.65%	15.77%	15.82%	15.86%
<b>B2B</b>	2,838.51	3,889.16	5,681.46	8,112.21	10,926.44	14,263.20
YoY	7.63%	37.01%	46.08%	42.78%	34.69%	30.54%
毛利率		13.92%	12.86%	13.45%	13.80%	14.04%
<b>B 端业务</b>	1939.65	2905.51	4659.00	6852.21	9515.24	12710.88
YoY		49.80%	60.35%	47.07%	38.86%	33.58%
毛利率	7.64%	10.14%	11.24%	11.96%	12.31%	12.54%
其中: 办公用品(企业客户)	282.29	1282.31	3117.95	5300.52	7950.78	11131.09
YoY		354.24%	143.15%	70.00%	50.00%	40.00%
其中: 办公设备	1,608.74	1,552.15	1,487.84	1487.84	1487.84	1487.84
YoY	-1.20%	-3.52%	-4.14%	0.00%	0.00%	0.00%
其中: 其他	48.62	71.05	53.21	63.85	76.62	91.95
YoY	95.34%	46.13%	-25.11%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>b 端业务</b>	898.86	983.65	1,125.00	1,260.00	1,411.20	1,552.32
YoY		9.43%	14.37%	12.00%	12.00%	10.00%
毛利率	25.07%	25.08%	25.08%	25.08%	25.08%	25.08%
<b>SAAS 软件</b>	343.13	352.08	299.81	356.64	417.38	490.27
YoY	50.75%	2.61%	-14.85%	18.95%	17.03%	17.46%
毛利率	70.02%	65.61%	68.60%	68.60%	68.60%	68.60%
<b>银澎云</b>		293.43	253.09	303.71	364.45	437.34
YoY			-13.75%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>麦苗</b>		68.16	52.93	52.93	52.93	52.93
YoY			-22.34%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: 齐心集团历年年报、广发证券发展研究中心

注: b 端业务拆分来自于办公用品(渠道客户)

看好齐心各项业务协同发展的能力,未来政策推动 B2B 办公集采市场占比快速提升+齐心在中标项目内占比提升有望推动 B2B 业务持续高增长,此外好视通通过“云+端+行业”的策略掘金千亿市场,后续疫情期间好视通吸引的免费注册用户转化落地,SAAS 业务有望加速发展。预计 2020-2022 年分别实现营收 84.7、113.4、147.5 亿元,归母净利润 3.53、4.60、5.35 亿元,对应当前 PE 31X、23X、20X。综合考虑可比公司估值和公司业绩增速,给予 2020 年 36X 的合理估值,对应合理价值 17.28 元/股,上调至“买入”评级。

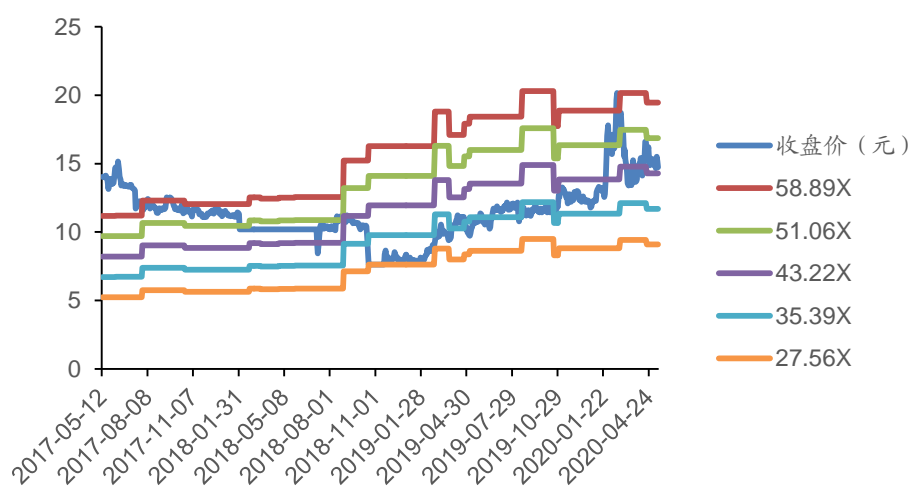
表 7: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	当前股价	EPS			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002301.SZ	齐心集团	14.73	0.31	0.48	0.62	38.8	30.7	23.8
603899.SH	晨光文具	51.76	1.15	1.31	1.60	42.3	39.5	32.4
002467.SZ	二六三	6.97	0.13	0.16	0.19	41.8	43.6	36.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 当前股价指 2020/05/15 的收盘价; 可比公司晨光文具 EPS 为广发证券预测值, 二六三 EPS 为 Wind 一致预期

图 24: 齐心集团近三年的 PE-Band



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 六、风险提示

**客户拓展不及预期:** 若公司后续客户拓展情况不及预期, 将影响公司整体业务表现。

**协同发展效果不及预期:** 虽然不同业务板块间客户重叠度高, 但还需公司加强与客户间的沟通交流, 积极向客户推介其他产品和服务, 才能顺利实现相互带单。

**云视频转化率不及预期:** 疫情期间好视通新增免费注册用户数增长较多, 但只有转化落地才能实现业绩兑现。

**测算假设与实际情况存在差距:** 部分测算假设依据的样本数量较少, 可能与真实情况存在较大出入。



资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	5,222	6,071	7,120	6,981	8,892	
货币资金	3,512	3,575	3,858	2,533	3,147	
应收及预付	1,253	2,093	2,583	3,615	4,711	
存货	292	248	491	619	789	
其他流动资产	166	155	188	214	245	
非流动资产	1,808	1,804	1,818	1,836	1,844	
长期股权投资	6	37	37	37	37	
固定资产	431	493	504	519	533	
在建工程	15	10	11	12	12	
无形资产	97	145	153	154	148	
其他长期资产	1,259	1,119	1,112	1,113	1,114	
资产总计	7,030	7,876	8,938	8,817	10,736	
流动负债	4,448	4,511	5,219	4,636	6,018	
短期借款	2,683	1,891	1,891	0	0	
应付及预收	1,474	2,426	3,021	4,228	5,496	
其他流动负债	291	194	307	408	522	
非流动负债	69	7	7	7	7	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	69	7	7	7	7	
负债合计	4,517	4,518	5,226	4,643	6,026	
股本	642	734	734	734	734	
资本公积	1,173	2,023	2,023	2,023	2,023	
留存收益	793	834	1,187	1,648	2,183	
归属母公司股东权益	2,513	3,357	3,710	4,171	4,706	
少数股东权益	0	0	1	3	5	
负债和股东权益	7,030	7,876	8,938	8,817	10,736	

利润表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,241	5,981	8,469	11,344	14,753
营业成本	3,469	5,045	7,133	9,549	12,414
营业税金及附加	25	36	50	67	88
销售费用	325	398	548	751	1,033
管理费用	155	174	242	329	449
研发费用	58	50	73	99	130
财务费用	32	31	37	44	48
资产减值损失	-33	0	0	0	0
公允价值变动收益	10	-6	0	0	0
投资净收益	11	32	21	28	37
营业利润	182	272	422	553	655
营业外收支	36	0	0	0	0
利润总额	218	271	422	553	655
所得税	25	41	68	91	118
净利润	193	230	354	462	537
少数股东损益	2	0	1	2	2
归属母公司净利润	192	230	353	460	535
EBITDA	283	359	515	654	759
EPS (元)	0.30	0.31	0.48	0.63	0.73

现金流量表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	398	577	444	699	706
净利润	193	230	354	462	537
折旧摊销	74	80	93	106	120
营运资金变动	42	168	-58	122	86
其它	89	98	54	9	-37
投资活动现金流	-216	-148	-85	-95	-91
资本支出	-40	-134	-106	-124	-128
投资变动	-218	-39	0	0	0
其他	42	25	21	28	37
筹资活动现金流	386	-314	-76	-1,929	0
银行借款	3,080	2,847	0	-1,891	0
股权融资	0	944	0	0	0
其他	-2,694	-4,105	-76	-38	0
现金净增加额	577	121	283	-1,325	615
期初现金余额	1,553	2,131	3,575	3,858	2,533
期末现金余额	2,131	2,252	3,858	2,533	3,147

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	33.3%	41.0%	41.6%	33.9%	30.1%
营业利润增长	14.1%	49.4%	55.3%	31.1%	18.4%
归母净利润增长	36.9%	20.1%	53.3%	30.4%	16.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.2%	15.7%	15.8%	15.8%	15.9%
净利率	4.6%	3.8%	4.2%	4.1%	3.6%
ROE	7.6%	6.9%	9.5%	11.0%	11.4%
ROIC	3.5%	4.5%	6.3%	11.0%	11.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.3%	57.4%	58.5%	52.7%	56.1%
净负债比率	179.7%	134.6%	140.8%	111.2%	127.9%
流动比率	1.17	1.35	1.36	1.51	1.48
速动比率	1.05	1.25	1.20	1.27	1.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.60	0.76	0.95	1.29	1.37
应收账款周转率	4.34	3.11	3.85	3.63	3.60
存货周转率	14.54	24.11	17.25	18.33	18.70
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.30	0.31	0.48	0.63	0.73
每股经营现金流	0.62	0.79	0.60	0.95	0.96
每股净资产	3.92	4.57	5.05	5.68	6.41
<b>估值比率</b>					
P/E	28.31	38.77	30.63	23.49	20.20
P/B	2.16	2.66	2.91	2.59	2.30
EV/EBITDA	16.64	20.17	17.16	12.66	10.10

## 广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名，IIChina最佳分析师第1名，水晶球最佳分析师第3名。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

张兆函：联系人，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。