

投资评级 优于大市 首次覆盖

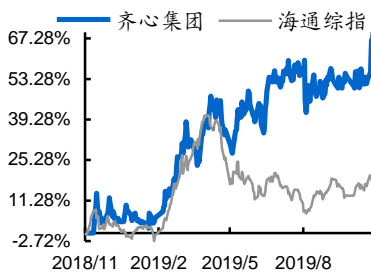
## 卡位万亿办公市场，步入高速增长通道

### 股票数据

12月02日收盘价(元)	12.85
52周股价波动(元)	7.50-13.00
总股本/流通A股(百万股)	734/640
总市值/流通市值(百万元)	9506/8294

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.7	12.5	9.8
相对涨幅(%)	6.4	10.1	3.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 衣植永

Tel: (021) 23212208

Email: yzy12003@htsec.com

证书: S0850517100004

分析师: 赵洋

Tel: (021) 23154126

Email: zy10340@htsec.com

证书: S0850517100001

### 投资要点:

- B2B+SaaS 服务双轮驱动，办公物资龙头供应商:** 齐心集团是国内领先的综合办公物资服务提供商，目前形成“B2B办公物资+SaaS软件服务”双轮驱动的业务模式；公司核心业务为B2B办公物资，客户涵盖政府机构、央企、大型军工及金融企业，大客户集采招标中标率90%以上；18年公司实现总收入42.4亿元，同比增长33.3%，归母净利润1.9亿元，同比增长36.9%。
- 办公集采万亿市场，政策驱动行业重新洗牌:** 国内办公物资采购市场规模预计到2020年可达2.26万亿元，自15年以来国家多次发布政策推进央企、政府办公物资集采，国资委要求未来5年央企办公物资要实现100%的电商化集中采购，渗透率提升空间广阔；集中化采购带来的是政府与大型企业更加规范的招投标，我们认为下游政府需求变化将会带来上游办公用品市场格局的重新洗牌。
- 核心竞争优势显著，卡位大办公蓝海市场:** 15年公司上线齐心在线商城，在办公集成服务领域，公司具备三大核心能力保障竞争力：**1) 商品规划及供应链整合能力**，公司拥有20大类，2000多个品牌的50多万种办公物资商品；**2) 高效专业的交付能力**，齐心集团自建仓储物流系统，通过整合经销商网络，打造全链路物流服务体系；**3) 信息技术能力**，对互联网和信息技术方面进行了大量投入，建立了完善的中、后台信息系统。
- 云视频稳步推进，抢占新兴蓝海市场:** 公司16年收购银澎云，依托云视频会议品牌好视通拓展SaaS业务；17年中国网络会议市场规模达到1.4亿美元，齐心好视通市场占有率位居行业第一；好视通与同类商品相比在功能、性价比、用户粘性、渠道等方面优势显著，我们预计随着云视频业务的稳步推进以及公司联手腾讯云拓展新应用场景，公司业绩将持续释放。
- 盈利预测:** 我们预计公司19-20年实现收入64.6、83.1亿元，同比增长52.4%、28.7%，预计净利润2.6、3.3亿元，同比增长33.9%、26.9%；截止12月02日收盘价对应19-20年PE为36倍、28倍，参考同业我们给予公司19年38-40倍PE估值，合理价值区间为13.3-14元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** B2B办公物资行业竞争加剧；SaaS业务扩展不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3181.64	4241.24	6461.76	8313.10	10143.43
(+/-)YoY(%)	11.05%	33.30%	52.36%	28.65%	22.02%
净利润(百万元)	140.07	191.77	256.75	325.83	414.69
(+/-)YoY(%)	33.54%	36.91%	33.88%	26.90%	27.27%
全面摊薄EPS(元)	0.19	0.26	0.35	0.44	0.56
毛利率(%)	19.29%	18.21%	16.90%	17.13%	17.31%
净资产收益率(%)	5.76%	7.63%	9.27%	10.52%	11.81%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 齐心集团：综合办公物资龙头供应商 .....	5
2. 办公集采万亿市场，文具企业转型综合服务商 .....	6
2.1 蓝海市场空间广阔，政府集采重塑竞争格局 .....	6
2.1.1 政府+央企+大型国企构建头部需求市场 .....	7
2.1.2 政策驱动市场格局洗牌。集采渗透率提升空间仍大 .....	8
2.1.3 文具品牌综合实力较强，电商未来发展不容小觑 .....	8
2.2 核心竞争优势突出，卡位大办公蓝海市场 .....	9
2.2.1 客户资源丰富，核心能力保障竞争优势 .....	9
2.2.2 回款风险可控，盈利仍有提升空间 .....	10
3. 云视频稳步推进，抢占新兴蓝海市场 .....	11
3.1 SaaS 市场潜力广阔，云视频业务新兴蓝海 .....	11
3.2 好视通市占第一，用户使用高粘性 .....	12
3.3 产品性价比高，好视通竞争优势明显 .....	13
3.4 联手腾讯云，智慧党建、智慧教育孕育新成长空间 .....	14
4. 盈利预测与评级 .....	15
5. 风险提示 .....	16
财务报表分析和预测 .....	18

## 图目录

图 1	齐心集团近年收入结构 (亿元) .....	5
图 2	齐心集团 2018 年收入结构占比 .....	5
图 3	齐心集团发展阶段 .....	6
图 4	齐心集团近年来营收与增长情况 .....	6
图 5	齐心集团近年来归母净利润与增长情况 .....	6
图 6	办公物资采购产品品类 .....	7
图 7	办公物资采购万亿市场 (万亿元) .....	7
图 8	各类产品市场规模占比 (2018 年) .....	7
图 9	齐心 B2B 办公物资收入及增速 .....	9
图 10	齐心 B2B 办公物资毛利及增速 .....	9
图 11	齐心在线商城结构图 .....	10
图 12	齐心应收账款及周转天数 .....	11
图 13	齐心应收账款结构 .....	11
图 14	齐心集团净利率情况 .....	11
图 15	齐心盈利能力仍有提升空间 .....	11
图 16	中国 SaaS 市场规模 .....	12
图 17	中国网络会议市场规模 .....	12
图 18	银澎云计算收入及增速情况 .....	13
图 19	银澎云计算净利润及增速情况 .....	13
图 20	好视通客户群 .....	13
图 21	好视通客户群 .....	13
图 22	齐心与腾讯云签订战略合作 .....	15
图 23	齐心与腾讯云智慧校园签订战略合作 .....	15
图 24	智慧党建云平台 .....	15
图 25	智慧教育应用场景 .....	15

## 表目录

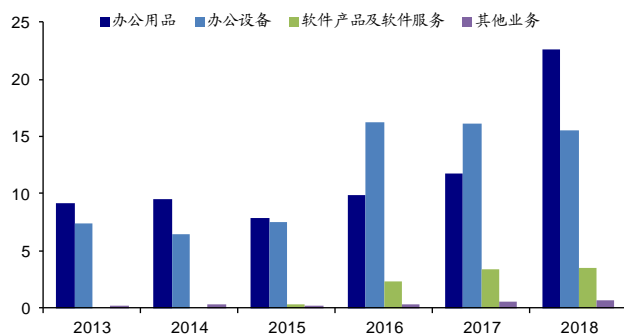
---

表 1 非公开发行募集资金用途（万元） .....	8
表 2 近年来国内政府集中化采购政策 .....	8
表 3 办公用品市场参与者比较 .....	9
表 4 好视通和全时产品对比 .....	14
表 5 好视通收费模式 .....	14
表 6 齐心集团主营业务收入预测（百万元） .....	16
表 7 同类公司对比估值表 .....	16

## 1. 齐心集团：综合办公物资龙头供应商

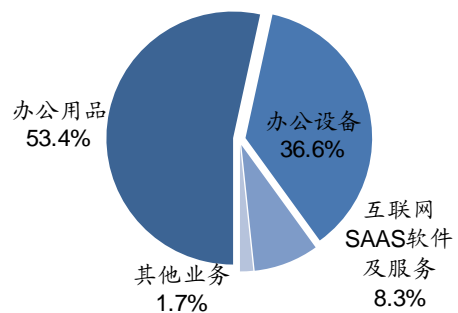
- 齐心集团是国内领先的综合办公物资服务提供商，目前已经形成“B2B 办公物资+SaaS 软件服务”双轮驱动的业务模式，致力于打造“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台，满足企业客户一站式采购需求。
  - **B2B 办公物资：**公司是国内 B2B 办公物资行业领跑者，15 年齐心上线在线商城，可为客户提供集办公用品、办公设备、MRO 工器具、生活用品、办公家电、员工福利等 19 大品类，50 万+商品和服务；18 年公司文具及办公用品、设备及其他业务总收入 38.9 亿元，占公司整体收入的 91.7%，同比增长 37.0%，其中办公用品实现收入 22.7 亿元，同比增长 91.8%，办公设备实现收入 15.5 亿元，同比下降 3.5%。
  - **SaaS 软件服务：**公司 16 年收购银澎云计算，布局云视频会议业务，其品牌“齐心好视通”是云视频会议细分领域龙头，国内云视频会议领域市占率持续排名第一，18 年公司互联网 SAAS 软件及服务业务收入 3.5 亿元，占公司总体收入的 8.3%，同比增长 2.61%。

图1 齐心集团近年收入结构（亿元）



资料来源：wind，海通证券研究所

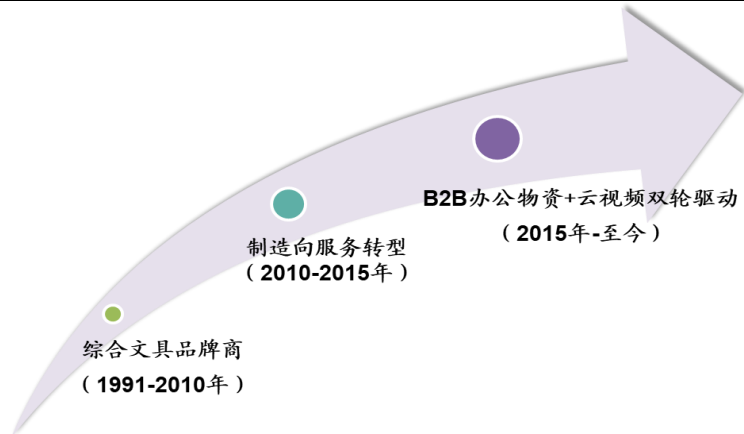
图2 齐心集团 2018 年收入结构占比



资料来源：公司 2018 年年度报告，海通证券研究所

- **公司历史沿革：**公司成立于 1991 年，从文具贸易和文具制造起家，经历了文具综合品牌商拓展期和办公集成服务转型期，目前形成“B2B 办公物资+SaaS 软件服务”双轮驱动的业务模式，纵观公司发展历程可以分为三个阶段。
  - **综合文具品牌商（1991-2010 年）：**公司办公文具贸易起步，逐步发展成综合办公品牌制造商，2007 年被中国百货商业协会和中国国际名牌协会评选为“中国最畅销文具品牌”和“中国文件夹第一品牌”。
  - **制造向服务转型（2010-2015 年）：**2010 年以来，公司开始向办公集成服务商转型，2013 年中标国家电网集采服务逐渐聚焦大办公业务。
  - **B2B 办公物资+SaaS 软件服务（2015 年-至今）：**2016 年公司收购云视频会议领先企业银澎云计算，依托行业知名品牌“齐心好视通”，为客户提供高效、便捷、低成本的云视频会议 SAAS 服务，逐步形成“B2B 办公物资+SaaS 软件服务”双轮驱动的业务模式。

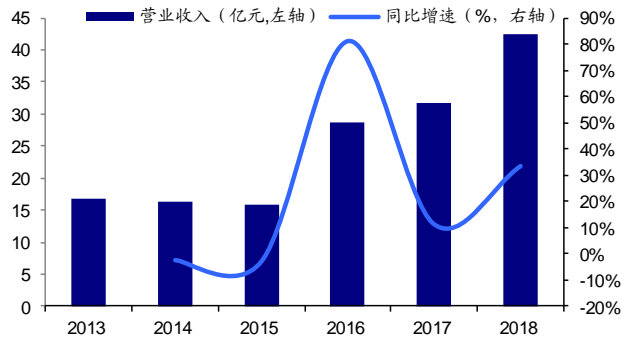
图3 齐心集团发展阶段



资料来源：公司官网，公司历年年报，海通证券研究所

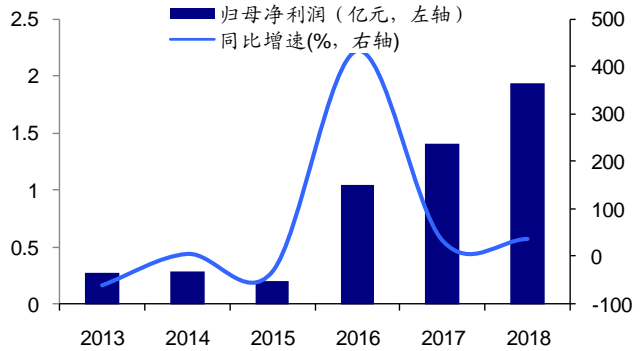
- **年复合增速保持高增长**：13-18年公司收入年均复合增速20.4%，净利润年均复合增速47.1%，18年实现收入42.4亿元，同比增长33.3%，归母净利润1.9亿元，同比增长36.9%。

图4 齐心集团近年来营收与增长情况



资料来源：wind，海通证券研究所

图5 齐心集团近年来归母净利润与增长情况



资料来源：wind，海通证券研究所

- 公司于18年12月发布非公开发行预案，公司拟非公开发行不超过9221.9万股，募集资金不超过9.6亿元，拟用于投资建设“云视频会议平台升级及业务线拓展项目”、“智能办公设备开发及产业化项目”、“集团数字化运营平台建设项目”和“补充营运资金”。

表1 非公开发行募集资金用途 (万元)

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	云视频会议平台升级及业务线拓展项目	19115.25	18205.00
2	智能办公设备开发及产业化项目	27319.37	25780.00
3	集团数字化运营平台建设项目	35925.75	31015.00
4	补充营运资金	21000.00	21000.00
合计		103360.37	96000.00

资料来源：《非公开发行A股股票募集资金使用可行性分析报告(修订稿)》，海通证券研究所

## 2. 办公集采万亿市场，文具企业转型综合服务商

### 2.1 蓝海市场空间广阔，政府集采重塑竞争格局

### 2.1.1 政府+央企+大型国企构建头部需求市场

- 办公物资行业按渠道可划分零售与直销两大渠道，**零售渠道**中，客户通过经销商分别采购各类产品及服务，**直销模式**在国内主要为政府及各类大型企业提供产品定制、配送、售后服务于一体的一站式服务，产品包括消耗类办公类物资（办公文具、耗材等）、资产类（办公设备、电器、网络设备等）、办公家具、MRO标准产品（安防劳保）、以及员工福利等。
- **政府部门、中央及中大型头部企业是主要客户群体**：B2B 办公物资行业的客户可以分为头部客户（如央企、金融、政府类客户）、中大型客户（如外企）和中小微客户；中小型客户目前主要通过办公用品店或线上商城小规模自行采购，政府部门、央企及大型头部企业是 B2B 办公集采的主要客户群体。

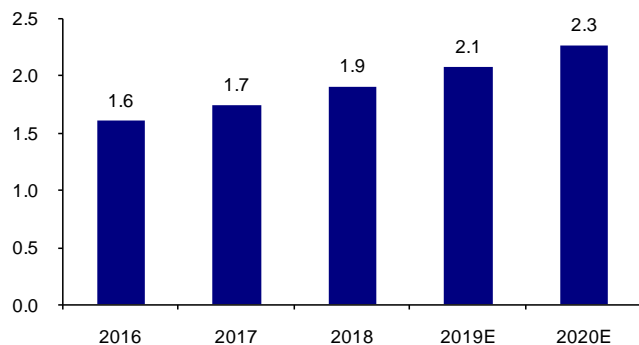
图6 办公物资采购产品品类



资料来源：公司 2018 年年度报告，19 年 5 月《投资者关系活动记录表》，海通证券研究所整理

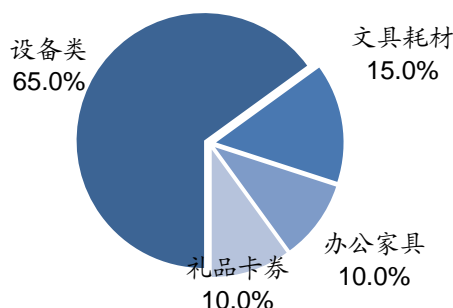
- **B2B 办公物资采购超万亿市场**：据产业信息网数据，国内办公物资采购市场规模预计到 2020 年可达 2.26 万亿元。
  - **政府+央企+大型国企构建庞大需求市场**：在办公集采领域，我国超过 250 个省/市政府，96 家央企，超过 20 家军区/军工企业，超过 30 家大型银行和保险机构，200 多万中大型企业以及超过 2500 万家中小微企业共同构成了庞大的企业服务市场。
  - **客户招投标采购金额巨大**：以国家电网为例，作为国内最早推行办公用品物资电商化采购的央企之一，2017 年办公类物资电商化采购竞争性谈判采购预算额预计达到 50 亿元。

图7 办公物资采购万亿市场（万亿元）



资料来源：产业信息网，海通证券研究所

图8 各类产品市场规模预测占比（2018 年）



资料来源：产业信息网，海通证券研究所

### 2.1.2 政策驱动市场格局洗牌。集采渗透率提升空间仍大

- **政策驱动办公物资采购市场高速发展:** 自 15 年以来国家多次发布政策条例推进政府办公物资集采, 集采渗透率在政府、央企及大型国企中提升明显, 同时驱动了近年来办公物资市场的高速成长。
  - 2015 年国家施行《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; 同年国务院办公厅要求在 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。
  - **办公集采模式有助于降本增效:** 传统采购模式要经过询价/报价、招标/投标、竞价谈判等繁杂流程, 大型企业还要考虑到分支机构的采购管理问题; B2B 电商化集采模式可在线上完成一站式企业采购管理, 从供应商匹配、下单、审批、执行, 到后续的交付、结算等全部过程, 极大促进企业降本增效。
  - **电商化集采渗透率提升空间仍大:** 根据 18 年 12 月齐心集团公开投资者调研纪要, 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仍只有 20% 左右, 按国资委要求, 未来 5 年央企办公物资要实现 100% 的电商化集中采购, 我们认为办公集采渗透率空间提升仍大。

表 2 近年来国内政府集中化采购政策

年度	政策	内容
2015	《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
2015	印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知	要求 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
2015	《国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	进一步加大政府利用电子商务平台进行采购的力度
2017	《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》	要求各地推进政府采购信息发布网络平台建设

资料来源: 国务院及财政部官网, 海通证券研究所

- **B2B 办公物资市场格局将重新洗牌:** 集中化采购带来的是政府与大型企业更加规范的招投标, 我们认为下游政府集中采购的需求变化将会带来上游办公用品市场格局的重新洗牌。
  - **依靠关系的小型区域性供应商将被市场化竞争所淘汰:** 招投标对于产品的品类、质量、价格等都有明确的要求, 而市场上多数小供应商往往只能提供“文具+耗材”或者单一产品, 并且产品质量、价格无法保证, 我们认为仅仅依靠当地资源难以满足大型客户需求。
  - **给予有能力提供优质一站式服务的企业巨大机遇:** 大 B 客户对于服务要求逐步提升, 一方面需要满足企业所有商品品类需求, 另一方面对于供应商的响应能力、物流配送能力要求较高, 我们认为对于综合能力较强的文具品牌及电商企业是巨大机遇。

### 2.1.3 文具品牌综合实力较强, 电商未来发展不容小觑

- 目前 B2B 物资行业主要供应商可分为 3 类, 包括外资龙头、文具品牌及电商平台; 目前来看国内文具品牌的综合竞争优势更为明显, 未来电商平台的发展也不容小觑。



- **外资品牌中国业务逐步被内资文具品牌收购：**进入国内 B2B 办公物资市场较早，在国际客户具备一定优势，但由于管理能力及为本土企业服务能力较弱导致盈利性较差，史泰博和欧迪分别被国内两大文具品牌商得力及晨光收购。
- **电商平台逐渐发力，供应链保障竞争优势：**电商平台具备很强的产品丰富度和完备的物流配送体系，但办公物资并非其核心业务，专业化能力有所欠缺，难以为大型客户进行定制化服务，但以京东为代表的电商企业拥有电商平台入口且具备较强物流能力，我们认为未来凭借其供应链能力有望保障较强竞争优势。
- **国内文具品牌综合实力强，是办公集采最大受益者：**国内文具品牌个性化服务能力强，供应链体系不断增强，在客户获取、服务、成本控制和运营能力等方面均具备较强竞争力，目前是国内政府集采趋势最大受益者。

**表 3 办公用品市场参与者比较**

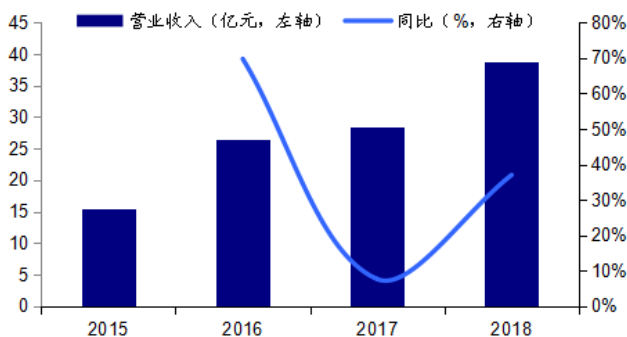
	代表企业	优势	发展状况
外资供应商	史泰博、欧迪、Askul	进入中国市场早，品牌知名度高，国际客户资源积累丰富、专业化能力强	普遍亏损，已逐步退出国内市场
本土供应商	得力、齐心、科力普、领先未来	专业化能力强，深谙国内企业政府文化；	近年发展迅速，迅速提升市场份额；
电商平台	京东、苏宁	自有电商平台流量入口，物流能力较强；	目前办公物资业务非电商核心，我们判断未来将成为市场重要竞争参与者

资料来源：各公司官网，公司招股书，海通证券研究所整理

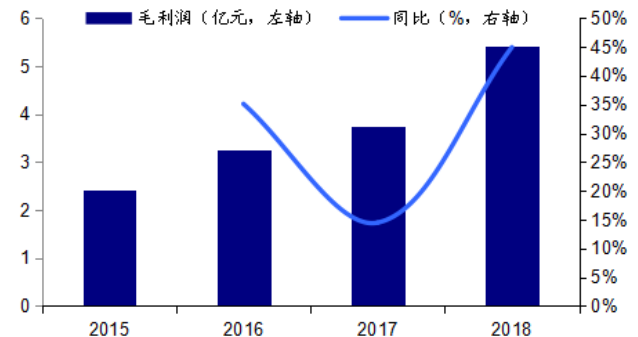
## 2.2 核心竞争优势突出，卡位大办公蓝海市场

### 2.2.1 客户资源丰富，核心能力保障竞争优势

- **办公物资领域收入及利润增长稳健：**自 15 年齐心在线商城上线后，公司在 B2B 办公物资领域收入保持稳健增长，15-18 年均复合增长 35.8%，18 年办公物资收入达到 38.9 亿元；盈利能力方面持续提升，毛利润 15-18 年均复合增长 30.9%。

**图9 齐心 B2B 办公物资收入及增速**


资料来源：wind，海通证券研究所

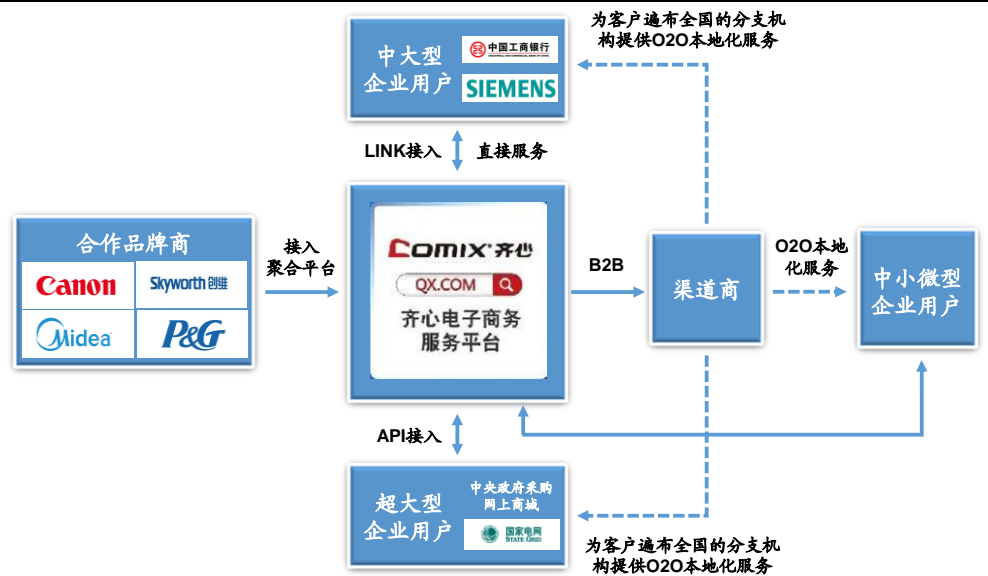
**图10 齐心 B2B 办公物资毛利及增速**


资料来源：wind，海通证券研究所

- **大型客户资源丰富：**公司参与的大客户集采招标中，中标率 90% 以上，大客户和政府采购在线订单率近 100%；累计中标客户包括政府机构，如中直机关、广东省政府、福建省政府等，央企企业如国家电网、南方电网、中石化等；大型金融及军工企业如工商银行、招商银行、航空工业（集团）等。

- > **综合能力突出，中标多家大型客户：**一般来说大型客户对于供应商有严格的评价体系，评标委员会对各供应商产品价格、仓储物流、系统对接、日常服务、交货验收等多项指标进行评价打分，能够中标多家大型客户企业，反映了公司综合竞争的优势。
- **核心能力保障竞争优势：**中标后齐心面临多家优质供应商的竞争，公司依然在客户中获取较大份额，我们认为这与公司的三点核心竞争力密切相关：1) 商品规划及供应链整合能力；2) 企业集采服务的交付能力；3) 信息技术能力。
  - > **产品力与供应链整合能力：**齐心电商化平台覆盖 20 大类，2000 多个品牌的 50 多万种办公物资商品；齐全的产品类别和一站式采购服务得益于公司强大产品力及供应链整合能力。
  - > **高效专业的交付能力：**齐心集团自建仓储物流系统，通过整合经销商网络，打造全链路物流服务体系，高度满足客户的采购运输要求，提高客户采购服务效率。
  - > **卓越的信息技术能力：**齐心集团对互联网和信息技术方面进行了大量投入，建立了完善的中、后台信息系统，以强大的平台后端支撑体系，实现无缝衔接和信息化交互，互联互通，实现最合理的精准商品需求推送、线上采购和订单管理。

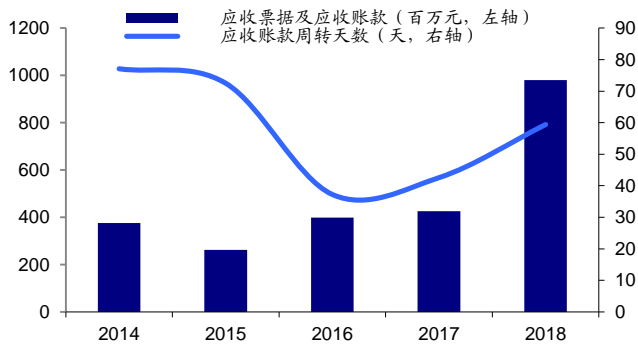
图11 齐心在线商城结构图



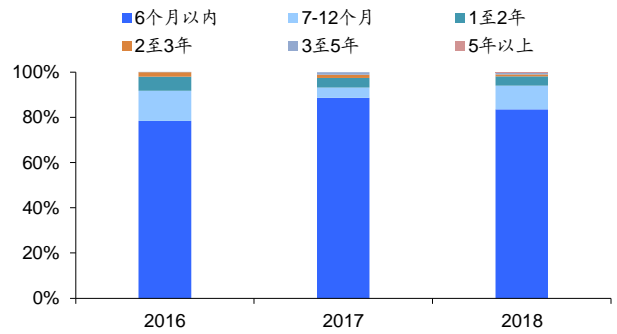
资料来源：齐心集团公众号，海通证券研究所

### 2.2.2 回款风险可控，盈利仍有提升空间

- **应收账款提升，回款风险可控：**公司 B2B 办公物资由于其客户结构主要为政府、央企及大型国企等，我们认为虽然账期相对较长，但政府及企业信用无需担心，回款风险较小，尽管 18 年随着规模提升应收账款迅速提升，但在应收账款结构中 1 年以内的应收占比达到 90%以上。

**图12 齐心应收账款及周转天数**


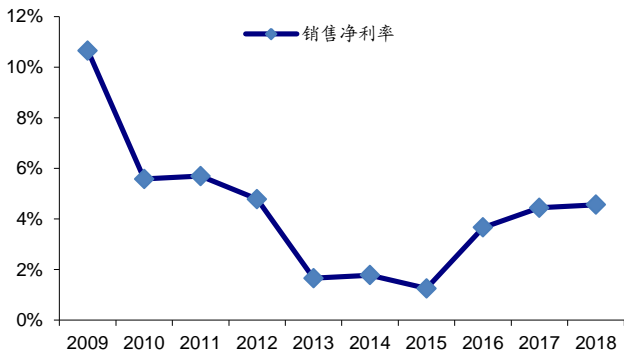
资料来源: wind, 海通证券研究所

**图13 齐心应收账款结构**


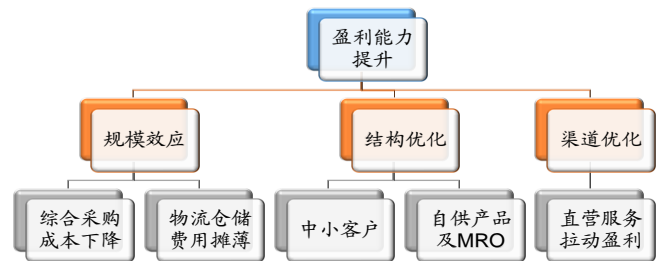
资料来源: wind, 海通证券研究所

■ **盈利能力仍有提升空间:** B2B 办公集采本身属于高周转、低毛利业务模式, 18 年办公用品毛利率 17.80%, 办公设备毛利率仅 5.95%, 公司整体净利率仅 4.56%, 我们判断未来随着规模化效应显现, 盈利能力有望提升。

- **规模效应逐步体现:** 一方面规模效应体现在综合采购成本的下降, 另一方面体现在对于物流仓储费用投入的摊薄, 未来固定投入有望下降。
- **客户及产品结构不断优化:** 我们判断齐心未来客户结构中中小客户占比将提升, 由于中小客户的盈利性好于政府及大型企业, 能够提升公司整体盈利性; 此外自供产品以及 MRO 等高毛利产品比例提升同样能够提升盈利能力。
- **渠道直营服务占比提升:** 目前公司 B2B 业务中存在一部分代理业务, 利润空间相对较窄, 我们认为未来随着公司渠道、仓储物流的完善, 直营服务占比提升有望拉动公司盈利能力。

**图14 齐心集团净利率情况**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图15 齐心盈利能力仍有提升空间**


资料来源: 海通证券研究所

### 3. 云视频稳步推进, 抢占新兴蓝海市场

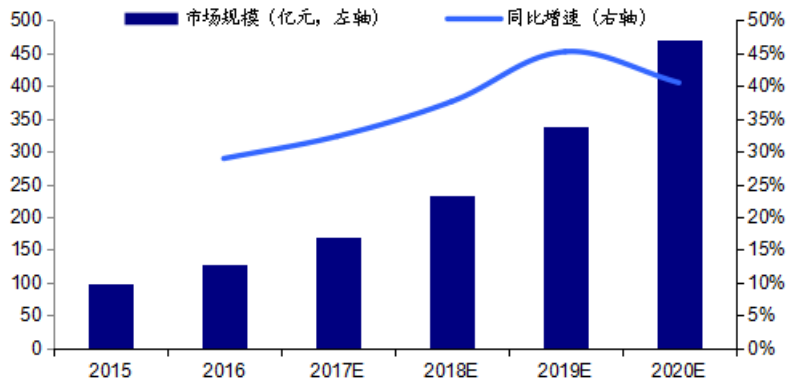
#### 3.1 SaaS 市场潜力广阔, 云视频业务新兴蓝海

■ SaaS (Software-as-a-Service) 意思为软件即服务, 通过互联网向厂商订购所需的应用软件服务, 按订购的服务多少和时间长短向厂商支付费用, 并通过互联网获得 SaaS 平台供应商提供的服务; SaaS 改变了传统软件服务的提供方式, 减少本地部署所需的大量前期投入, 或成为未来信息化软件市场的主流交付模式。

- 据中国产业信息援引 IDC 数据, 国内 SaaS 市场规模 19 年预计达到 337

亿元，并预计未来保持 40%左右的增速增长，行业市场增长潜力巨大。

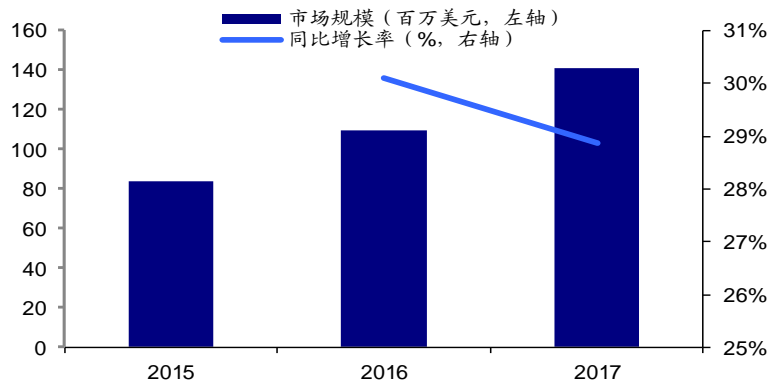
图16 中国 SaaS 市场规模



资料来源：产业信息网，IDC，海通证券研究所

- 云视频新兴行业，蓝海市场前景广阔：**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、医疗、金融、党建等行业和场景中被广泛使用；根据百家号援引 IDC 数据，2017 年中国网络会议市场规模达到 1.4 亿美元。

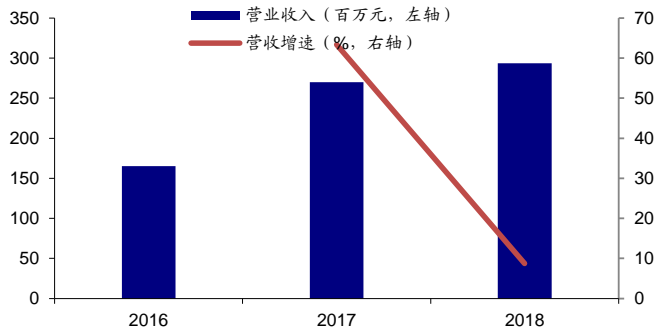
图17 中国网络会议市场规模



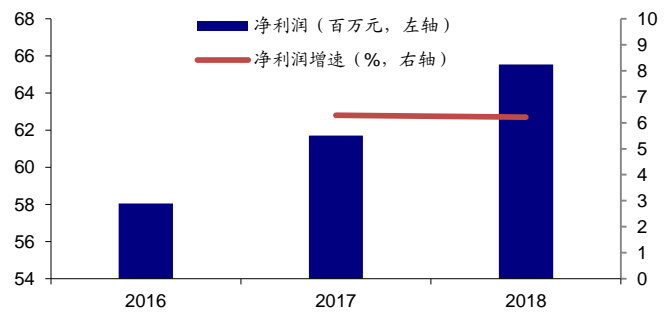
资料来源：IDC，海通证券研究所

### 3.2 好视通市占第一，用户使用高粘性

- 布局 SaaS 领域，云视频市占率第一：**自 15 年起，公司将 SaaS 软件服务作为重要发展方向之一，积极进行战略布局，16 年收购的银澎云计算依托云视频会议领域的知名品牌“好视通”，采用 SaaS 模式为客户提供高效、便捷、低成本的视频会议移动办公软件服务。
  - 2016 年公司以 5.6 亿元现金全资收购深圳银澎云计算，被收购方银澎云计算公司承诺 16-18 年各会计年度实现净利润分别不低于 4600 万元、6000 万元、7800 万元；16-17 年完成业绩承诺，18 年实现 6554 万元未达承诺，主要是公司部分已完成订单受客户验收进度影响，未能在当年确认收入所致。
  - 好视通市占率 13.9%行业位列第一：**根据 IT 之家援引 IDC 数据，17 年齐心好视通凭借 36.6%的市场增长率及 13.9%的市场占有率成功蝉联市占率、增长率的双料榜首，继续领先其他所有竞争厂商。

**图18 银澎云计算收入及增速情况**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图19 银澎云计算净利润及增速情况**


资料来源: wind, 海通证券研究所

- 用户群高使用频次、高粘性:** 根据公司 18 年 12 月公开投资者纪要披露, 好视通云视频平台月度使用次数总和近 689 万次, 所有用户使用时长总和近 30 万小时, 用户活跃度非常高; 除了应用于企业级移动办公需求以外, 还可广泛用于智慧党建、智慧教育、智慧医疗等丰富场景。

**图20 好视通客户群**


资料来源: 公司官方微信公众号, 海通证券研究所

**图21 好视通客户群**


资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

### 3.3 产品性价比高, 好视通竞争优势明显

- 核心技术保障竞争优势:** 云视频会议相对传统硬件会议最重要的对比点就是性价比, 此外云视频会议的系统稳定性、音视频质量效果、完善售后服务、软件功能等也是重点考量因素, 好视通会议系统能够快速实现部署, 功能强大, 性价比高。
  - 在服务器方面, 好视通分布式系统架构, 依托全球一百多台企业级高性能云服务器通过高速网络联结设备, 国内唯一拥有海外服务能力的视频会议服务商; 在系统可用性方面, 通过好视通视频会议系统支持同时显示 25 路高清视频并能轮巡查看所有与会者视频, 支持万人级并发的大型会议应用; 专业能力方面, 好视通唯一获得工信部许可经营执照, 专业通讯网络部署, 拥有一流的核心技术和专业的运营维护服务团队。
  - 与传统的视频会议系统相比, “好视通”核心技术能力强大, 具备成本低廉、简单易用、安全性高、万人并发、稳定流畅等优势, 对比国内全时会议系统产品, 好视通的产品性能、功能及安全性均更胜一筹。

**表 4 好视通和全时产品对比**

	好视通	全时
<b>会议功能</b>	办公功能多样, 对外扩展性强	办公功能单一, 对外扩展性较差
<b>会议录制功能</b>	提供会议录制功能, 录制格式采用常见的视频格式, 无需复杂的解码器解码	无该功能
<b>视频接入</b>	支持多压视频接入, 最高可以显示 6 路视频	只支持 2 路多压接入
<b>对接监控设备</b>	可以与市场上主流品牌的监控设备进行对接	无该功能
<b>共享方式</b>	提供多种方式的共享, 不仅支持桌面共享, 还支持区域共享和应用共享, 自由选择共享区域	无该功能
<b>文档办公功能</b>	提供多样的文档办公功能, 如多人操作电子白板、PPT 动画特效、文件传输等	无该功能
<b>分组会议</b>	支持在会议进行中进行分组会议讨论, 分组之间相互隔离, 在讨论结束后还可以返回到主会场	无该功能
<b>会议表决</b>	提供电子投票功能, 实时的进行投票并统计结果, 还可以将统计结果保存到本地	无该功能
<b>平台支持</b>	具有更好的跨平台性, 所支持平台更多	-
<b>浏览器兼容</b>	针对不同内核浏览器进行适配和优化, 主流的浏览器兼容性更好	-

资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

- **计费灵活, 降低成本效果明显:** 在收费方面, 在云视频会议系统中存在着公有云 (租赁模式, 按需付费使用) 和私有云 (一次性买断, 终身享用) 以及配套智能硬件产品, 根据产品类型不同分为租用版与买断版两大类型, 租用版的按点数收费, 买断版一次收费, 终身使用。
  - **公有云**一般客户群体为企业, 以账号数月租收费, 一般以年度签约预付费方式; 如标准产品 80 元/月/账号、高清产品 120 元/月/账号、超清产品 160 元/月/账号; **私有云**一般客户群为政府及行业, 如各级政府、银行、军队等, 因行业用户要求较高且需要在政务自有的专网中运行, 所以会把整个云会议系统部署在客户内网中使用, 私有云一般按照账号数费用+年维护服务费方式收费。
  - **云模式的收费相比传统模式将能明显降低成本:** 云模式下仅需要月租 80-160 元/月/账号, 云模式降低成本效果明显。

**表 5 好视通收费模式**

	租用模式	买断模式
<b>价格</b>	按需收取租赁费	一次买断, 终身享用
<b>硬件设备</b>	商家提供	需购买建设视频会议设备
<b>系统维护</b>	商家提供	需考虑系统维护
<b>优点</b>	价格低廉, 使用灵活	具有安全和定制优势

资料来源: 19 年 5 月 20 日公司投资者关系活动记录表, 海通证券研究所整理

### 3.4 联手腾讯云, 智慧党建、智慧教育孕育新成长空间

- 2018 年 6 月 28 日, 齐心好视通宣布与“腾讯云”达成战略合作并签署《战略合作框架协议》, 未来借助腾讯云平台资源与技术, 联合提供更有竞争力的 SaaS 产品, 双方将共同推动齐心好视通云视频会议及智慧党建业务的合作, 基于腾讯云的 AI 与大数据技术 (人脸识别、语音识别、无线投屏等), 对齐心好视通云视频会议及智慧党建产品进行人工智能增强, 提供具有行业竞争力的解决方案及推广方案。

图22 齐心与腾讯云签订战略合作



资料来源：公司官方微信公众号，海通证券研究所

图23 齐心与腾讯云智慧校园签订战略合作



资料来源：证券时报网，海通证券研究所

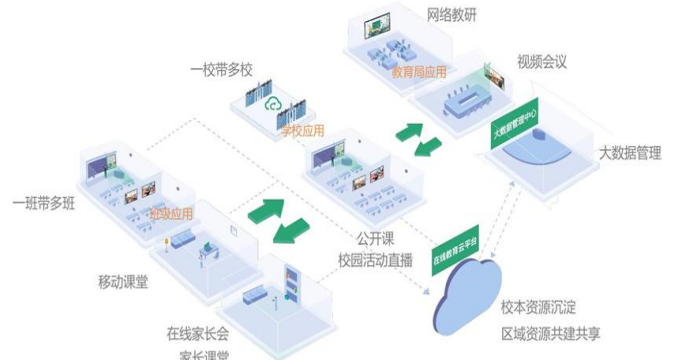
- **新场景打开未来成长空间：**除了应用于企业级移动办公需求以外，网络视频会议产品正在走向更广泛的垂直行业应用，将在智慧党建、远程教育、远程医疗、远程应急指挥、远程法庭、远程信访等行业突显出其独特的应用价值，新场景的应用需求将迅速打开成长空间。
- **智慧党建催生庞大市场，齐心率先布局：**按照全国有 2800 多个县市区，每个县市区在智慧党建方面支出 1500-2000 万元计算，全国政府部门的智慧党建市场规模预计在 500 亿元左右；齐心在智慧党建领域先后中标了山东、河北等多地的智慧党建项目，率先布局智慧党建这一庞大细分市场。
- **在线教育市场超千亿，齐心内容体系完善：**依据搜狐援引艾瑞咨询数据，中国 2018 年的在线教育市场规模约为 2300 亿元，2019 年将达到 2700 亿元；好视通已形成了包含“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”等内容的完善体系。
- **通过直销+渠道合作伙伴模式，**在福建、贵州、广东等地开展了包括智慧校园项目(K12)、双师课堂项目、互联互通平台项目等多个智慧教育项目。

图24 智慧党建云平台



资料来源：投影时代，海通证券研究所

图25 智慧教育应用场景



资料来源：公司官方微信公众号，海通证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

- 我们预计公司 19-20 年实现收入 64.6、83.1 亿元，同比增长 52.4%、28.7%；公司 19-20 年实现归母净利润 2.6、3.3 亿元，同比增长 33.9%、26.9%。
- **主要盈利预测假设：**
  - 办公用品方面，受益于政府及央企集采趋势，我们预测 19-21 年分别收入

增长 75%、40%、30%，由于产品、客户结构优化，毛利率每年提升 0.1 个百分点；办公设备方面，预计 19-21 年分别收入增长 30%、10%、5%，毛利率保持 5.5% 不变；软件服务方面，根据公司对于银澎云及麦苗 19-21 年收入预测所得；

- 费用率方面，公司逐步加强 B2B 办公物资平台化运营，我们预计 19-21 年销售费用率为 8% 高于 18 年水平；管理费用率预测 19-21 年为 4% 保持不变。

表 6 齐心集团主营业务收入预测 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>办公用品</b>				
收入	2265.96	3965.43	5551.60	7217.08
YOY	91.84%	75%	40%	30%
成本	1862.55	3271.48	4574.52	5946.88
毛利率	17.80%	18%	18%	18%
<b>办公设备</b>				
收入	1552.15	2017.80	2219.57	2330.55
YOY	-3.52%	30.00%	10.00%	5.00%
成本	1459.77	1906.82	2097.50	2202.37
毛利率	5.95%	5.50%	5.50%	5.50%
<b>软件产品及软件服务</b>				
收入	352.08	371.96	403.38	429.53
YOY	2.61%	5.65%	8.44%	6.48%
成本	121.07	148.79	161.35	171.81
毛利率	65.61%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>其他业务</b>				
收入	71.05	106.58	138.55	166.26
YOY	46.13%	50%	30%	20%
成本	25.6	42.63	55.42	66.50
毛利率	63.97%	60%	60%	60%
<b>总计</b>				
收入	4241.24	6461.76	8313.10	10143.43
YOY	33.30%	52.36%	28.65%	22.02%
成本	3468.99	5369.71	6888.79	8387.57
毛利率	18.21%	16.90%	17.13%	17.31%

资料来源: wind, 海通证券研究所

- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 19-20 年实现收入 64.6、83.1 亿元, 同比增长 52.4%、28.7%, 预计净利润 2.6、3.3 亿元, 同比增长 33.9%、26.9%; 截止 12 月 02 日收盘价股价对应 19-20 年 PE 为 36 倍、28 倍, 参考同业我们给予公司 19 年 38-40 倍 PE 估值, 合理价值区间为 13.3-14 元, 给予“优于大市”评级。

表 7 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2019E, 倍)
晨光文具	603899	学生文具、办公文具	45.78	40.9
广博股份	002103	办公文具出口企业	4.22	-

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2019 年 12 月 02 日收盘价

## 5. 风险提示



- （1）B2B 办公物资行业竞争加剧，目前市场晨光、得力、领先未来等品牌发展迅速，长远来看，电商平台由于拥有供应链采购及物流仓储优势，行业竞争可能加剧；（2）新业务扩展不及预期，好视通发展慢于预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4241.24</b>	<b>6461.76</b>	<b>8313.10</b>	<b>10143.43</b>
每股收益	0.26	0.35	0.44	0.56	营业成本	3468.98	5369.71	6888.79	8387.57
每股净资产	3.92	4.32	4.82	5.47	毛利率%	18.21%	16.90%	17.13%	17.31%
每股经营现金流	0.62	0.46	0.62	0.75	营业税金及附加	25.21	38.41	49.42	60.30
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	324.54	516.94	665.05	811.47
P/E	48.84	36.33	28.81	22.45	营业费用率%	7.65%	8.00%	8.00%	8.00%
P/B	3.04	2.75	2.46	2.17	管理费用	154.86	258.47	332.52	405.74
P/S	1.80	1.18	0.92	0.75	管理费用率%	3.65%	4.00%	4.00%	4.00%
EV/EBITDA	20.25	21.02	14.36	11.05	EBIT	267.65	278.23	377.32	478.35
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	32.06	33.23	53.67	53.67
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.76%	0.51%	0.65%	0.53%
毛利率	18.21%	16.90%	17.13%	17.31%	资产减值损失	33.13	0.00	0.00	0.00
净利润率	4.56%	4.01%	3.95%	4.12%	投资收益	10.64	10.64	10.64	10.64
净资产收益率	7.63%	9.27%	10.52%	11.81%	<b>营业利润</b>	<b>181.86</b>	<b>255.64</b>	<b>334.29</b>	<b>435.32</b>
资产回报率	2.73%	5.15%	5.54%	6.05%	营业外收支	36.34	36.34	36.34	36.34
投资回报率	16.97%	17.80%	24.69%	31.57%	<b>利润总额</b>	<b>218.20</b>	<b>291.98</b>	<b>370.63</b>	<b>471.66</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	341.51	316.12	437.61	529.98
营业收入增长率	33.30%	52.36%	28.65%	22.02%	所得税	24.77	33.14	42.07	53.54
EBIT 增长率	54.70%	3.95%	35.62%	26.78%	有效所得税率%	11.35%	11.35%	11.35%	11.35%
净利润增长率	37.05%	33.81%	26.94%	27.26%	少数股东损益	1.66	2.09	2.74	3.43
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>191.77</b>	<b>256.75</b>	<b>325.83</b>	<b>414.69</b>
资产负债率	64.3%	44.4%	47.2%	48.6%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
流动比率	1.17	1.49	1.52	1.56	货币资金	3511.51	3807.38	3883.46	4029.75
速动比率	1.05	1.10	1.12	1.16	应收款项	977.58	1066.46	1372.00	1674.08
现金比率	1.26	9.94	13.15	16.98	存货	291.60	419.36	538.00	655.05
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	117.99	117.99	117.99	117.99
应收帐款周转天数	60.24	60.24	60.24	60.24	流动资产合计	5221.83	5900.85	6536.02	7234.57
存货周转天数	28.51	28.51	28.51	28.51	长期股权投资	5.95	5.95	5.95	5.95
总资产周转率	0.72	1.08	1.53	1.59	固定资产	430.64	425.18	419.72	414.26
固定资产周转率	9.79	15.80	22.72	31.38	在建工程	15.04	110.49	217.47	334.59
					无形资产	97.41	90.45	60.61	38.94
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	非流动资产合计	1808.42	1853.55	1887.81	1940.88
净利润	191.77	256.75	325.83	414.69	<b>资产总计</b>	<b>7030.25</b>	<b>7754.40</b>	<b>8423.83</b>	<b>9175.45</b>
少数股东损益	1.66	1.99	2.54	3.24	短期借款	2683.39	1448.59	1248.59	1048.59
非现金支出	106.99	37.90	60.29	51.63	应付账款	968.70	997.54	1279.74	1558.16
非经营收益	56.19	23.96	32.96	32.96	预收账款	113.09	172.31	221.67	270.48
营运资金变动	41.83	-5.19	5.08	4.52	其它流动负债	38.15	38.15	38.15	38.15
<b>经营活动现金流</b>	<b>398.44</b>	<b>302.86</b>	<b>403.60</b>	<b>483.94</b>	流动负债合计	4447.99	3591.15	3955.31	4312.09
资产	-39.96	-46.68	-58.21	-68.35	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
投资	-218.10	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	69.17	369.17	369.17	369.17
其他	42.49	10.64	-10.64	-10.64	非流动负债合计	69.17	369.17	369.17	369.17
<b>投资活动现金流</b>	<b>-215.57</b>	<b>-36.04</b>	<b>-47.57</b>	<b>-57.71</b>	<b>负债总计</b>	<b>4517.16</b>	<b>3960.32</b>	<b>4324.48</b>	<b>4681.26</b>
债权募资	1638.25	100.00	-200.00	-200.00	实收资本	641.80	734.02	734.02	734.02
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	2513.17	2769.92	3095.75	3510.44
其他	-1251.88	-70.94	-79.94	-79.94	少数股东权益	-0.09	1.90	4.44	7.69
<b>融资活动现金流</b>	<b>386.37</b>	<b>29.06</b>	<b>-279.94</b>	<b>-279.94</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7030.25</b>	<b>7754.40</b>	<b>8423.83</b>	<b>9175.45</b>
<b>现金净流量</b>	<b>569.25</b>	<b>295.87</b>	<b>76.08</b>	<b>146.29</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 02 日  
 资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

衣楨永 造纸轻工行业  
赵洋 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 吉宏股份,捷昌驱动,太阳纸业,劲嘉股份,索菲亚,欧派家居,晨光文具,裕同科技,永新股份,志邦家居,中顺洁柔,美凯龙,顾家家居,尚品宅配

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com  
李凡 lf12596@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
吴佳桢 0755-82900465 wjz11852@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
联系人  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿超(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜飞 df12021@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金珪 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com