

轻工/文娱用品

齐心集团 (002301.SZ)

维持评级

报告原因：业绩报告

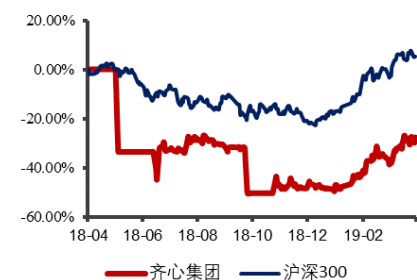
B2B 业务处于快速增长轨道，费用率、现金流显著改善

增持

2019 年 8 月 15 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



事件描述

➢ 公司发布 2019 半年报：公司 2019 年上半年实现营业收入 26.63 亿元，同比增长 57.94%；归母净利润 1.41 亿元，同比增长 26.43%；扣非后归母净利润 1.23 亿元，同比增长 50.55%。其中，2019Q2 单季度营收同比增长 60.90%至 15.88 亿元，归母净利润同比增长 24.81%至 1.01 亿元。业绩符合此前预期。

事件点评

➢ B2B+云视频双轮驱动，业绩处于快速增长轨道。报告期内，公司 B2B 业务实现销售额 24.54 亿元，同比增长 61.83%，云视频服务业务实现销售额 2.09 亿元，同比增长 23.17%。截至中报披露日，公司累计中标近 150 家大型政企客户的办公集采项目，在政府、央企、金融、军队等领域具备大客户资源优势。公司与京东建立长期战略合作伙伴关系，共同发展“无界智慧办公零售”，产品覆盖全国 31 个省市区超过 5 万家京东便利店和京东之家。

➢ B2B 业务毛利率下滑，期间费用率大幅下降，集采规模效应对盈利能力有显著影响。(1) 2019H1 公司毛利率、净利率分别为 16.66%、5.31%，同比下滑 3.66、1.38pct，主要原因是公司 B2B 业务毛利率同比下降 2.76pct，由于报告期内公司 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，因此毛利率仍然偏低。(2) 2019H1 公司期间费用率同比下降 3.61pct 至 10.40%，销售/管理（合并研发口径）/财务费用率同比下降 1.80、1.41、0.39pct 至 5.77%、3.70%、0.94%。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，通过加强成本效率管控、优化产品销售结构、发挥规模效益等方式，预期 B2B 业务的盈利能力将不断增强。

➢ 公司现金流量、营运能力有所改善。2019H1，公司经营活动现金流量净额同比增加 125.86%至 0.69 亿元，主要原因包括：随着公司供应链集采规模增大，公司加大了集采环节票据结算比例，应付票据增加，应付账款周转天数同比增加 26.40 天至 74.57 天，节约了资金占用；其次，随着办公服务平台能力提升，商务效率加快，存货周转、大客户回款效率提升，存货周转率同比提升 1.72 至 7.10。

市场数据：2019 年 8 月 14 日

收盘价(元):	11.09
年内最高/最低(元):	7.61/12.35
流通 A 股/总股本(亿):	6.41/6.42
流通 A 股市值(亿):	71.18
总市值(亿):	71.18

基础数据：2019 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.22
摊薄每股收益:	0.22
每股净资产(元):	3.82
净资产收益率:	5.66%

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

Email: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：杨晶晶

Tel: 010-83496308

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】齐心集团 (002301.SZ)：看好 B2B 业务放量与增利，业绩处于快



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

《速增长轨道》2019-4-25

《【山证轻工】办公直销行业专题研究：增量仍广阔、存量待深耕，多维度对比齐心集团 vs 晨光科力普》2019-4-18

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 投资建议

➤ 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，为客户提供多场景办公服务，致力于打造“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台。预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 2.68、3.54、4.48 亿元，同比增长 39.91%、32.21%、26.41%，对应 EPS 为 0.40/0.53/0.67 元，PE 为 27.80/21.03/16.64 倍，维持“增持”评级。

### 存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；办公物资 B 端市场竞争加剧；客户开拓不顺利；云视频业务拓展不及预期等。

会计年度		2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）		3,181.6	4,241.2	5,852.9	7,491.7	9,364.7
	同比增长	11.05%	33.30%	38.00%	28.00%	25.00%
归母净利润（百万元）		140.1	191.8	268.3	354.7	448.4
	同比增长	33.54%	36.91%	39.91%	32.21%	26.41%
每股收益（元）		0.33	0.30	0.40	0.53	0.67
PE		33.88	37.12	27.80	21.03	16.64
PB		1.95	2.83	1.77	1.63	1.50

数据来源：wind

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,181.6</b>	<b>4,241.2</b>	<b>5,852.9</b>	<b>7,491.7</b>	<b>9,364.7</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,568.0	3,469.0	4,814.0	6,158.2	7,697.8	营业收入增长率	11.1%	33.3%	38.0%	28.0%	25.0%
营业税费	17.5	25.2	34.5	39.1	52.8	营业利润增长率	58.7%	14.1%	57.4%	34.2%	27.2%
销售费用	253.6	324.5	430.2	543.2	669.6	净利润增长率	30.5%	36.5%	8.8%	29.1%	51.6%
管理费用	169.6	154.9	289.7	363.3	449.5	EBITDA增长率	34.2%	46.3%	11.3%	35.7%	27.1%
财务费用	32.4	32.1	-2.5	1.0	1.0	EBIT增长率	45.3%	13.3%	32.7%	35.0%	27.5%
资产减值损失	7.1	33.1	13.7	15.3	17.3	NOPLAT增长率	33.5%	36.9%	39.9%	32.2%	26.4%
加:公允价值变动收益	2.3	9.6	-6.4	2.9	0.2	投资资本增长率	1189.5%	-2.5%	78.4%	29.5%	16.7%
投资和汇兑收益	6.0	10.6	19.3	9.4	11.3	净资产增长率	95.8%	2.6%	67.7%	8.4%	8.6%
<b>营业利润</b>	<b>159.4</b>	<b>181.9</b>	<b>286.2</b>	<b>384.0</b>	<b>488.3</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.2	36.3	16.3	18.1	18.3	毛利率	19.3%	18.2%	17.8%	17.8%	17.8%
<b>利润总额</b>	<b>161.7</b>	<b>218.2</b>	<b>302.5</b>	<b>402.1</b>	<b>506.6</b>	营业利润率	5.0%	4.3%	4.9%	5.1%	5.2%
减:所得税	20.5	24.8	34.2	47.4	58.1	净利润率	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%	4.8%
<b>净利润</b>	<b>140.1</b>	<b>191.8</b>	<b>268.3</b>	<b>354.7</b>	<b>448.4</b>	EBITDA/营业收入	7.4%	7.5%	5.9%	6.0%	7.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	5.5%	6.0%	4.8%	5.1%	5.2%
货币资金	1,930.5	3,511.5	2,975.9	2,634.9	2,793.7	<b>投资回报率</b>					
交易性金融资产	6.6	13.5	6.7	8.9	9.7	ROE	5.8%	7.6%	6.4%	7.8%	9.0%
应收帐款	453.8	1,012.0	1,063.6	1,361.4	1,701.8	ROA	3.0%	2.8%	3.7%	4.4%	4.9%
应收票据	3.6	2.0	-	-	-	ROIC	161.5%	14.2%	19.3%	14.6%	14.4%
预付帐款	157.4	273.3	331.5	424.1	530.1	<b>费用率</b>					
存货	250.2	291.6	659.5	843.6	1,054.5	销售费用率	8.0%	7.7%	7.4%	7.3%	7.2%
其他流动资产	18.3	63.3	65.2	67.2	69.2	管理费用率	5.3%	3.7%	5.0%	4.9%	4.8%
可供出售金融资产	227.2	222.4	-	-	-	财务费用率	1.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.3%	12.1%	12.3%	12.1%	12.0%
长期股权投资	8.0	6.0	6.0	6.0	6.0	<b>运营效率</b>					
投资性房地产	129.6	119.3	119.3	119.3	119.3	固定资产周转天数	50	37	40	52	56
固定资产	436.1	430.6	859.4	1,295.4	1,628.7	流动资产周转天数	278	344	319	253	223
在建工程	4.3	15.0	97.8	223.3	224.0	应收帐款周转天数	46	62	53	53	56
无形资产	107.5	99.5	73.9	48.2	22.5	存货周转天数	32	28	36	44	36
其他非流动资产	75.2	75.4	77.7	80.0	82.4	总资产周转天数	481	498	438	366	329
<b>资产总额</b>	<b>4,712.1</b>	<b>7,030.2</b>	<b>7,218.5</b>	<b>7,999.1</b>	<b>9,126.6</b>	<b>偿债能力</b>					
短期借款	1,077.7	2,683.4	1,340.3	1,340.3	1,610.4	资产负债率	48.0%	64.3%	41.6%	42.9%	45.6%
应付票据	253.6	392.1	541.1	692.6	865.8	负债权益比	92.3%	179.7%	71.3%	75.1%	84.0%
应付账款	320.2	968.7	740.7	947.5	1,184.4	流动比率	1.38	1.17	1.76	1.61	1.52
其他流动负债	175.0	69.2	72.6	76.3	80.1	速动比率	1.26	1.11	1.53	1.36	1.26
长期借款	-	-	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	175.0	69.2	72.6	76.3	80.1	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>2,261.8</b>	<b>4,517.2</b>	<b>3,003.8</b>	<b>3,429.7</b>	<b>4,165.3</b>	EPS(元)	0.33	0.30	0.40	0.53	0.67
股本	427.9	641.8	672.6	672.6	672.6	BVPS(元)	5.68	3.92	6.27	6.79	7.38
资本公积与留存收益	622.9	793.2	1,061.5	1,416.3	1,819.8	PE(X)	33.9	37.1	27.8	21.0	16.6
少数股东权益	18.8	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	PB(X)	2.0	2.8	1.8	1.6	1.5
<b>股东权益</b>	<b>2,450.3</b>	<b>2,513.1</b>	<b>4,214.6</b>	<b>4,569.4</b>	<b>4,961.3</b>	P/FCF	-29.8	4.2	-3.4	-22.5	34.4
<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	P/S	1.5	1.7	1.3	1.0	0.8
净利润	141.1	193.4	268.3	354.7	448.4	EV/EBITDA	26.9	13.2	16.0	13.1	8.8
加:折旧和摊销	7.1	33.1	-	-	-	CAGR(%)	36.0%	32.3%	36.8%	36.0%	32.3%
资产减值准备	64.6	73.9	64.3	64.3	192.0	PEG	94.2%	114.7%	75.5%	58.5%	51.4%
公允价值变动损失	-2.3	-9.6	-6.4	2.9	0.2						
财务费用	25.2	62.4	-2.5	1.0	1.0						
投资收益	-6.0	-10.6	-19.3	-9.4	-11.3						
少数股东损益	1.1	1.7	-	-	-						
营运资金的变动	-523.5	-47.2	-531.3	-152.3	-195.7						
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-164.2</b>	<b>398.4</b>	<b>-227.0</b>	<b>261.2</b>	<b>434.5</b>						
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-150.6</b>	<b>-215.6</b>	<b>-289.3</b>	<b>-601.2</b>	<b>-488.4</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,303.8</b>	<b>386.4</b>	<b>1,323.7</b>	<b>-1.0</b>	<b>-57.4</b>						

数据来源: wind

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336

