

2019年10月29日

B2B 业务继续扩张，非公开发行募资助力未来发展

齐心集团 (002301)

事件概述 (详见正文分析)

齐心集团发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营收 43.5 亿元，同比增长 58.0%；归母净利润 1.8 亿元，同比增长 31.0%；扣非后净利为 1.6 亿元，同比增长 44.7%。三季度单季度公司实现营收 16.9 亿元，同比增长 58.1%，归母净利润 4,285 万元，同比增长 48.6%；扣非后净利为 3,783 万元，同比增长 28.6%。前三季度公司经营活动产生现金流量净额 1.89 亿元，同比增长 185.4%，经营现金流大幅好转。

分析判断

► **收入端：B2B 业务持续高增长，云视频业务持续落地**
报告期内，公司 B2B 业务大客户数量不断提升，公司中标了中国移动“2019 年至 2022 年电商平台合作伙伴集中采购”项目以及 2019 年国家电网物资采购项目。B2B 业务的持续高增长为公司业绩带来弹性。同时，云视频服务持续有项目落地，报告期内入围国家税务总局 2019 年度协议供应商。

► **利润端：新产品尚未形成规模效应，利润率同比略有下降**

公司持续丰富办公物资品类，目前新增品类尚在集采初期，还未形成规模效应，导致公司整体利润率有所下降。2019 年 Q3 公司毛利率为 11.34%，同比下降了 3.41pct。净利率为 2.54%，同比下降了 0.18pct。公司 2019 年 Q3 的期间费用率为 9.47%，同比下降了 3.23pct。

► **非公开发行股票顺利实施，为公司长远发展奠定基础**

公司非公开发行股票顺利实施，募集资金净额为 9.42 亿元，新增股份于 2019 年 10 月 22 日在深交所上市。认购方为“格力金融投资管理有限公司”、“招商基金”、“宝盈基金”等 7 家投资机构。本次非公开发行的发行对象认购的股票限售期为 12 个月，预计可上市流通时间为 2020 年 10 月 22 日。随着募资项目的稳定推进，公司未来的市占率有望进一步提升。

投资建议

受益于国家推行阳光化采购，公司这样的头部供应商面临较好的政策红利；另一方面，公司在电商化集采方面做的比较早，具有先发优势。公司未来将重点布局 2,000-3,000 个核心高毛利商品，提高销售过亿的商品数量和规模，通过和品牌客户统谈分签，降低销售费用；通过更有效的激励机制，促进销售人员提升销售。我们预计 2019/2020/2021 年营收分别达到 62.6/86.7/112.6 亿元，归母净利润分别达到 2.77/3.80/5.15

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	15.6
最新收盘价:	11.8
股票代码:	002301
52 周最高价/最低价:	12.17/7.84
总市值(亿)	86.61
自由流通市值(亿)	75.58
自由流通股数(百万)	640.48



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：17701086910

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：13651997419

亿元，对应 EPS 分别为 0.38/0.52/0.70 元，参考可比公司 2020 年平均 31 倍 PE，我们给予公司 30 倍 PE 估值，对应目标价 15.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1) 客户拓展不及预期 2) 互联网巨头进入云视频服务市场导致市场竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3181.64	4241.24	6263.80	8671.92	11262.30
YoY (%)	11.05%	33.30%	47.69%	38.45%	29.87%
归母净利润(百万元)	140.07	191.77	276.55	379.61	514.69
YoY (%)	33.54%	36.91%	44.21%	37.27%	35.58%
毛利率 (%)	19.29%	18.21%	17.63%	17.02%	17.14%
每股收益 (元)	0.19	0.26	0.38	0.52	0.70
ROE	5.76%	7.63%	10.23%	12.73%	15.25%
市盈率	62.10	45.36	31.45	22.91	16.90

资料来源: Wind, 华西证券研究所

1. 事件：齐心集团发布 2019 年三季度报

齐心集团发布 2019 年三季度报，前三季度公司实现营收 43.5 亿元，同比增长 58.0%；归母净利润 1.8 亿元，同比增长 31.0%；扣非后净利为 1.6 亿元，同比增长 44.7%。三季度单季度公司实现营收 16.9 亿元，同比增长 58.1%，归母净利润 4,285 万元，同比增长 48.6%；扣非后净利为 3,783 万元，同比增长 28.6%。三季度业绩符合市场预期。

分季度看，2019 年 Q1/Q2/Q3 营收分别同比增长 54%/61%/58%，归母净利润分别同比增长 31%/25%/49%，扣非后净利润分别同比增长 63%/46%/29%。前三季度公司经营活动产生现金流量净额 1.89 亿元，同比增长 185.4%。Q3 公司经营活动产生现金流量净额 1.20 亿元，同比增长 166.9%。经营现金流的好转主要是因为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，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，大客户回款效率提升，公司应收账款回款加快。

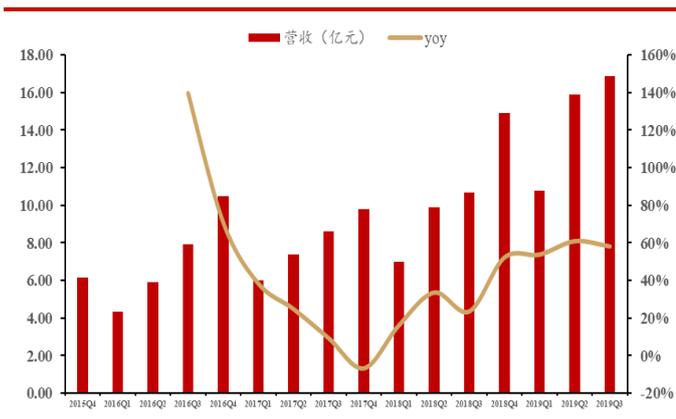
2. 收入端：B2B 业务持续高增长，云服务业务持续落地

报告期内，公司 B2B 办公物资销售额快速增长，大客户数量不断提升。公司累计在手的客户包括 80 家省市级政府、24 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，在政府、央企、金融、军队等领域具备大客户资源优势。根据公司 8 月的公开投资者关系活动记录，公司中标了中国移动“2019 年至 2022 年电商平台合作伙伴集中采购”项目以及 2019 年国家电网物资采购项目。公司还持续丰富办公物资品类，除了传统的办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等品类中标以外，也中标了 MRO 工业品等高附加值商品品类。公司还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”。B2B 业务的持续高增长为公司业绩带来弹性。

云视频服务持续有项目落地，齐心好视通新发布了“4K+H.265+AI 智能云会议终端”、“双云台智能会议跟踪摄像机”、“3D 手势识别全向麦”、“好视通远程医疗 5G 全场景解决方案”等多项重量级产品和方案。云视频服务持续有业务落地，公司入围了国家税务总局 2019 年度协议供应商。

公司通过 B2B 办公物资+云视频协同服务，为客户提供一站式办公物资与协同服务，为未来的发展奠定基础。

图1 公司营业收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表1 近期中标项目

近期入围/中标项目	
B2B业务	2019年至2022年电商平台合作伙伴集中采购(中国移动), 2019年中标国家电网物资采购项目
视频云业务	2019年度协议供应商(国家税务总局)

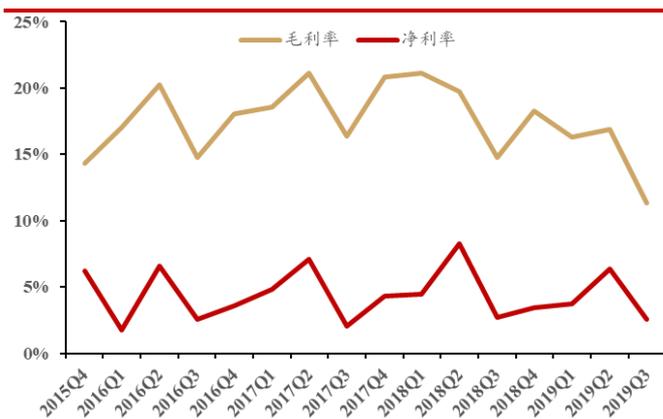
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

3. 利润端: 新产品尚未形成规模效应, 利润率同比略有下降

公司持续丰富办公物资品类, 目前新增品类尚在集采初期, 还未形成规模效应, 导致公司整体利润率有所下降。2019年Q3公司毛利率为11.34%, 同比下降了3.41pct。净利率为2.54%, 同比下降了0.18pct。

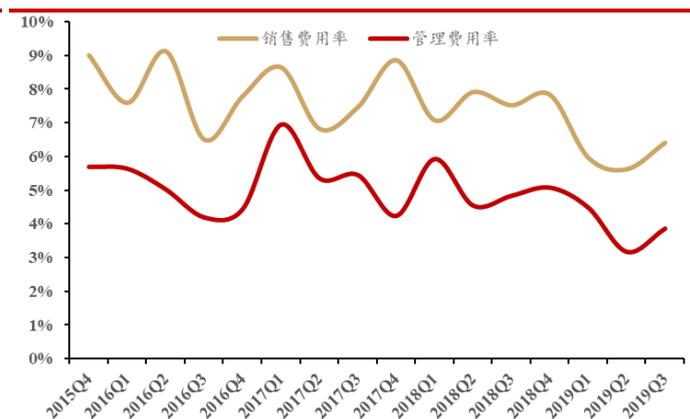
公司2019年Q3的期间费用率为9.47%, 同比下降了3.23pct。其中销售费用率为6.41%, 同比下降了1.11pct。管理费用率为3.86%, 同比下降了0.97pct。研发费用率为0.76%, 同比下降了0.23pct。财务费用率为-1.56%, 同比下降了0.92pct。财务费用的下降主要受益于人民币贬值, 公司外汇收益较上年同期大幅增加。

图2 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图3 公司管理费用率和销售费用率



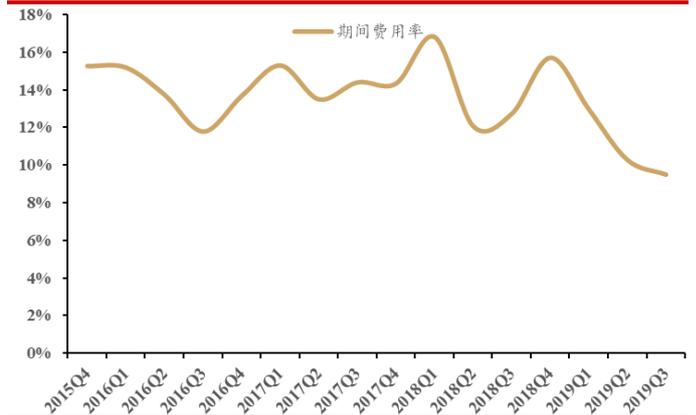
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 公司财务费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图5 公司期间费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

由于公司非公开发行股票实施, 2018年通过的回购公司部分社会公众股份的提案被终止, 截至2019年6月30日, 公司以集中竞价方式实施回购股份, 累计回购股份数量11,802,416股, 占公司总股本的1.8390%, 最高成交价为10.87元/股, 最低成交价为7.86元/股, 总成交金额为106,441,869.58元。

4. 非公开发行股票顺利实施, 为公司长远发展奠定基础

公司非公开发行股票顺利实施, 共新发行92,219,017股, 发行价格为10.41元/股, 募集资金净额为9.42亿元, 新增股份于2019年10月22日在深交所上市。认购方为“格力金融投资管理有限公司”、“招商基金”、“宝盈基金”、“博时基金”、“泰康人寿”、“南方基金”以及“国贸期货有限公司”等7家投资机构。本次非公开发行的发行对象认购的股票限售期为12个月, 预计可上市流通时间为2020年10月22日。

本次非公开发行募集资金总额在扣除相关发行费用后将用于投资建设“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”。本次非公开发行募集资金投资项目均是围绕公司现有业务进行的拓展与提升, 与公司的主营业务相关, 是公司顺应行业发展趋势、结合自身战略发展需求作出的重要举措, 符合公司打造“硬件+软件+服务”的企业级综合办公服务平台的发展战略及深化业务布局、优化产品结构、提升技术优势、有效成本控制的规划目的。募集资金投资项目的实施将对公司的经营业务产生积极影响, 有利于提高公司的持续盈利能力、抗风险能力和综合竞争力, 巩固公司在行业内的领先地位。

5. 投资建议

随着国家推行阳光化采购以来, 政企单位对办公物资的采购从之前分散的采购模式逐步转变成集中化、电商化、一站式采购, 对公司这样的头部供应商更加有利, 行业面临较好的政策红利; 另一方面, 公司在电商化集采方面做的比较早, 具有先发优势, 目前在商品品类、信息技术、供应链服务等各个方面都形成了核心竞争力。公司未来将重点布局2,000-3,000个核心高毛利商品, 提高销售过亿的商品数量和规模, 通过和品牌客户统谈分签, 降低销售费用; 通过更有效的激励机制, 促进销售人员提升销售。

我们认为公司 2B 业务在新品类加入下，收入增速有望提高，毛利率受新品类增加将有所下降；云视频目前有望维持 20%左右增速，网络营销增速维持稳定，毛利率受市场激烈竞争环境影响预计有所下降，因此我们预计 2019/2020/2021 年营收分别达到 62.6/86.7/112.6 亿元，归母净利润分别达到 2.77/3.80/5.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.38/0.52/0.70 元，参考可比公司 2020 年平均 31 倍 PE，我们给予公司 30 倍 PE 估值，对应目标价 15.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2 分产品收入和毛利率预测表

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计								
营业收入 (百万元)	1632.8	1581.9	2865.0	3181.6	4241.2	6263.8	8671.9	11262.3
YoY		-3.1%	81.1%	11.1%	33.3%	47.4%	38.5%	29.9%
毛利率	18.1%	17.0%	17.4%	19.3%	18.2%	17.6%	17.0%	17.1%
办公用品								
营业收入 (百万元)	953.4	783.0	984.2	1181.2	2266.0	3852.1	5778.2	7800.6
YoY		-17.9%	25.7%	20.0%	91.8%	70.0%	50.0%	35.0%
毛利率	22.3%	20.9%	23.5%	21.8%	17.8%	16.5%	16.0%	16.5%
办公设备								
营业收入 (百万元)	645.6	747.2	1628.3	1608.7	1552.2	1862.6	2235.1	2682.1
YoY		15.7%	117.9%	-1.2%	-3.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	12.2%	9.4%	5.1%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
软件产品及软件服务								
营业收入 (百万元)		28.1	227.9	350.5	361.6	449.6	529.3	624.4
YoY			711.1%	53.8%	3.2%	24.3%	17.7%	18.0%
毛利率		100.0%	76.0%	70.0%	65.6%	65.0%	63.0%	61.0%
其他业务								
营业收入 (百万元)	33.7	23.7	24.9	48.6	71.1	99.5	129.3	155.2
YoY		-29.7%	5.2%	95.3%	46.1%	40.0%	30.0%	20.0%
毛利率	13.6%	32.0%	47.2%	51.8%	64.0%	65.0%	65.0%	65.0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价	EPS (元)			PE			PB		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002301.SZ	齐心集团	11.85	0.26	0.38	0.52	45.4	31.5	22.9	2.5	3.2	2.9
603899.SH	晨光文具	50.00	0.88	1.12	1.39	56.8	44.6	36.0	8.2	10.2	8.2
300329.SH*	海伦钢琴	7.80	0.20	0.27	0.34	36.3	27.5	21.1	2.2	2.1	1.9
600682.SH*	二六三	5.81	0.05	0.12	0.16	91.4	47.5	36.4	4.1	4.0	3.6
平均	-	-	0.38	0.50	0.63	61.5	39.9	31.2	4.8	5.4	4.6

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所（注：带*为 Wind 一致性预测）

6. 风险提示

1) 客户拓展不及预期：公司主要的收入增速来源于对大 B 客户的拓展，如果客户拓展不顺利，将影响公司未来的收入增速。2) 互联网巨头进入云视频服务市场导致市场竞争加剧：由于互联网巨头在云服务方面拥有较大的技术优势、人员优势、成本优势，一旦决定进入云视频服务市场将加剧行业竞争，从而导致云视频服务利润率下降。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4241.24	6263.80	8671.92	11262.30	净利润	193.43	278.94	382.90	519.14
YoY (%)	33.30%	47.69%	38.45%	29.87%	折旧和摊销	73.87	0.00	0.00	0.00
营业成本	3468.98	5159.54	7195.78	9332.51	营运资金变动	41.83	204.87	-28.89	127.71
营业税金及附加	25.21	36.30	50.68	65.64	经营活动现金流	398.44	560.32	364.52	629.85
销售费用	324.54	407.15	581.02	765.84	资本开支	-39.96	-16.97	6.11	5.96
管理费用	154.86	228.09	316.06	410.35	投资	-218.10	0.00	0.00	0.00
财务费用	32.06	57.42	-11.57	-49.76	投资活动现金流	-215.57	5.53	21.11	20.96
资产减值损失	33.13	-0.30	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	10.64	35.00	15.00	15.00	债务募资	1638.25	-1682.78	-1000.61	0.00
营业利润	181.86	330.07	453.83	616.03	筹资活动现金流	386.37	-1870.72	-1128.81	-120.82
营业外收支	36.34	2.00	2.00	2.00	现金净流量	569.25	-1304.87	-743.18	530.00
利润总额	218.20	332.07	455.83	618.03					
所得税	24.77	53.13	72.93	98.88	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	193.43	278.94	382.90	519.14	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	191.77	276.55	379.61	514.69	营业收入增长率	33.30%	47.69%	38.45%	29.87%
YoY (%)	36.91%	44.21%	37.27%	35.58%	净利润增长率	36.91%	44.21%	37.27%	35.58%
每股收益	0.26	0.38	0.52	0.70	盈利能力 (%)				
					毛利率	18.21%	17.63%	17.02%	17.14%
					净利率	4.56%	4.45%	4.42%	4.61%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率 ROA	2.73%	4.63%	6.36%	7.10%
货币资金	3511.51	2206.63	1463.45	1993.46	净资产收益率 ROE	7.63%	10.23%	12.73%	15.25%
预付款项	273.33	376.42	538.98	692.97	偿债能力 (%)				
存货	291.60	422.79	580.42	756.76	流动比率	1.17	1.30	1.42	1.43
其他流动资产	1145.39	1138.40	1566.93	1984.82	速动比率	1.05	1.05	1.04	1.05
流动资产合计	5221.83	4144.25	4149.78	5428.01	现金比率	0.79	0.69	0.50	0.53
长期股权投资	5.95	5.95	5.95	5.95	资产负债率	64.25%	54.70%	49.98%	53.28%
固定资产	430.64	430.64	430.64	430.64	经营效率 (%)				
无形资产	97.41	97.41	97.41	97.41	总资产周转率	0.72	0.96	1.45	1.70
非流动资产合计	1808.42	1827.39	1823.29	1819.32	每股指标 (元)				
资产合计	7030.25	5971.64	5973.07	7247.33	每股收益	0.26	0.38	0.52	0.70
短期借款	2683.39	1000.61	0.00	0.00	每股净资产	3.42	3.68	4.06	4.60
应付账款及票据	1360.82	1677.00	2228.05	2937.55	每股经营现金流	0.54	0.76	0.50	0.86
其他流动负债	403.78	519.45	688.23	854.67	每股股利	0.31	0.13	0.16	0.19
流动负债合计	4447.99	3197.07	2916.28	3792.22	估值分析				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	45.36	31.45	22.91	16.90
其他长期负债	69.17	69.17	69.17	69.17	PB	2.47	3.22	2.92	2.58
非流动负债合计	69.17	69.17	69.17	69.17					
负债合计	4517.16	3266.24	2985.46	3861.39					
股本	641.80	641.80	641.80	641.80					
少数股东权益	-0.09	2.31	5.59	10.05					
股东权益合计	2513.09	2705.40	2987.61	3385.94					
负债和股东权益合计	7030.25	5971.64	5973.07	7247.33					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司、方正证券，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。