

2019年10月29日

齐心集团 (002301.SZ)

公司快报

持续中标大客户，业绩延续高增长

投资要点

事件：公司发布 2019 年前三季度报告，公司实现营收 43.50 亿元，同比增长 58.01%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 30.99%。其中，Q3 单季度公司实现营收 16.86 亿元，同比增长 58.13%；归母净利润 0.43 亿元，同比增长 48.56%。

◆ **收入延续高增长，净利润增速提升。**公司 2019Q3 单季度营业收入、归母净利润同比分别增长 58.13%、48.56%，业绩持续高增长，主要是公司持续中标全国性大客户，B2B 办公物资业务收入实现快速增长。公司 Q3 单季度毛利率同比下降了 3.42 个百分点至 11.34%，净利率同比下降 0.18 个百分点至 2.54%，毛利率下降，净利率基本与去年同期持平，其中毛利率下降主要由于低毛利率的 B2B 收入占比提升。

◆ **成本管控良好，期间费用率下降。**公司成本管控效果良好，Q3 期间费用率同比下降 3.02 个百分点至 8.70%，其中销售费用率同比下降了 1.12 个百分点至 6.41%，管理费用率同比下降了 0.75 个百分点至 3.09%，研发费用率同比下降了 0.23 个百分点至 0.76%，财务费用率同比下降了 0.92 个百分点至 -1.56%，其中，财务费用由于人民币贬值，公司外汇收益大幅提升，使得财务费用为负。良好的成本管控，使得公司 Q3 单季度净利率水平与去年同期基本持平。

◆ **经营稳健，经营性现金流持续高增长。**公司经营稳健，2019 年前三季度由于公司业务体量的扩大，B2B 业务中大客户占比的提升，存货周转天数同比下降了 6.14 天至 24.83 天，应收账款周转天数同比增加了 2.96 天至 70.46 天。经营性现金流持续表现亮眼，公司加大集采环节票据结算比例，前三季度经营活动产生的现金流量净额为 1.89 亿元，同比增长 185.38%。

◆ **持续受益 B2B 办公物资快速发展，Q4 业绩或保持高增长。**我们认为：1) 持续受益 B2B 办公物资行业的快速发展，公司作为 B2B 办公物资领先者，持续中标全国性大客户办公集采订单，截至 2019 年半年度，公司持续中标包括 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 家大型政企客户的办公集采项目，上半年中标中国移动、国家电网两大央企客户，大客户数量的不断增加，集采订单较为充足；2) 持续丰富办公物资品类，公司中标品类中除传统办公文具、办公设备、办公耗材等品类外，也开始中标 MRO 工业品、员工福利等高附加值产品，产品结构持续优化，有助于提升 B2B 办公物资业务整体毛利率。从长期来看，公司近期非公开发行，募集资金净额 9.42 亿元持续投入云视频会议平台升级及业务线拓展、智能办公设备开发及产业化、集团数字化运营平台建设等项目，为公司长远发展奠定了基础。

◆ **投资建议：**看好 B2B 办公物资行业的快速发展以及公司具有的客户、产品、规模优势，上调此前预测，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.59、3.40、4.63 亿元，对应 PE 分别为 34 倍、26 倍、19 倍，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**B2B 业务拓展不及预期；云视频业务拓展不及预期；技术风险

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

增持-A(维持)

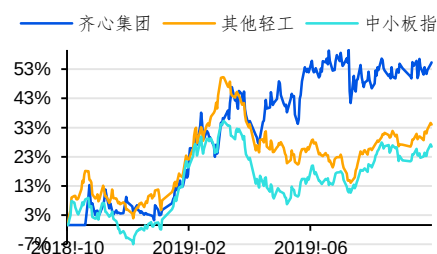
股价(2019-10-29)

11.85 元

交易数据

总市值(百万元)	8,698.14
流通市值(百万元)	7,589.67
总股本(百万股)	734.02
流通股本(百万股)	640.48
12个月价格区间	0.00/12.35 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.28	-7.77	31.84
绝对收益	0.25	-0.25	55.79

分析师

叶中正

SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsc.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维

SAC 执业证书编号：S0910519080004
 yangweiwei@huajinsc.cn
 0755-83231652

相关报告

齐心集团：受益于阳光采购政策，收入持续高增长 2019-08-15

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3,181.6	4,241.2	6,193.9	8,185.0	10,465.5
同比增长(%)	11.1%	33.3%	46.0%	32.1%	27.9%
营业利润(百万元)	159.4	181.9	277.2	370.1	504.2
同比增长(%)	58.7%	14.1%	52.4%	33.5%	36.2%
净利润(百万元)	140.1	191.8	258.7	339.6	463.3
同比增长(%)	33.5%	36.9%	34.9%	31.3%	36.4%
每股收益(元)	0.19	0.26	0.35	0.46	0.63
PE	62.1	45.4	33.6	25.6	18.8
PB	3.6	3.5	2.3	2.3	2.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,181.6	4,241.2	6,193.9	8,185.0	10,465.5	年增长率					

减:营业成本	2,568.0	3,469.0	5,235.5	6,913.9	8,860.6
营业税费	17.5	25.2	37.2	47.6	61.9
销售费用	253.6	324.5	400.8	497.9	617.5
管理费用	169.6	154.9	266.6	337.2	409.0
财务费用	32.4	32.1	8.6	13.4	18.0
资产减值损失	7.1	33.1	-5.0	30.0	19.4
加:公允价值变动收益	2.3	9.6	-13.1	-	-
投资和汇兑收益	6.0	10.6	40.0	25.0	25.2
营业利润	159.4	181.9	277.2	370.1	504.2
加:营业外净收支	2.2	36.3	17.5	18.2	24.0
利润总额	161.7	218.2	294.7	388.3	528.2
减:所得税	20.5	24.8	34.7	46.4	61.7
净利润	140.1	191.8	258.7	339.6	463.3

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,930.5	3,511.5	5,128.2	6,776.8	8,664.8
交易性金融资产	6.6	13.5	13.5	13.5	13.5
应收帐款	453.8	977.6	1,362.3	1,593.4	2,161.5
应收票据	3.6	2.0	8.4	5.3	10.9
预付帐款	157.4	273.3	309.5	488.5	547.9
存货	250.2	291.6	620.4	554.2	923.4
其他流动资产	78.3	152.4	146.8	149.5	149.6
可供出售金融资产	227.2	222.4	222.4	222.4	222.4
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	8.0	6.0	6.0	6.0	6.0
投资性房地产	129.6	119.3	119.3	119.3	119.3
固定资产	436.1	430.6	392.0	406.7	394.4
在建工程	4.3	15.0	33.0	14.6	-
无形资产	104.4	97.4	101.1	123.5	66.0
其他非流动资产	922.2	917.7	914.0	910.7	910.9
资产总额	4,712.1	7,030.2	9,376.9	11,384.3	14,190.6
短期债务	1,077.7	2,683.4	3,308.6	4,692.2	6,592.2
应付帐款	354.0	968.7	1,285.4	1,619.6	2,019.2
应付票据	253.6	392.1	625.9	718.5	979.9
其他流动负债	401.5	403.8	382.6	414.9	492.8
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	175.0	69.2	70.0	70.0	69.7
负债总额	2,261.8	4,517.2	5,672.5	7,515.2	10,153.9
少数股东权益	18.8	-0.1	1.2	3.6	6.8
股本	427.9	641.8	734.0	734.0	734.0
留存收益	2,012.0	1,966.0	2,969.1	3,131.4	3,295.8
股东权益	2,450.3	2,513.1	3,704.4	3,869.1	4,036.7

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	141.1	193.4	258.7	339.6	463.3
加:折旧和摊销	64.6	73.9	75.0	101.3	104.4
资产减值准备	7.1	33.1	-	-	-
公允价值变动损失	-2.3	-9.6	-13.1	-	-
财务费用	25.2	62.4	8.6	13.4	18.0
投资损失	-6.0	-10.6	-40.0	-25.0	-25.2
少数股东损益	1.1	1.7	1.3	2.4	3.2
营运资金的变动	-521.2	-38.3	-140.6	104.7	-279.8
经营活动产生现金流量	-164.2	398.4	149.8	536.4	283.8
投资活动产生现金流量	-150.6	-215.6	0.9	-100.7	7.1
融资活动产生现金流量	1,303.8	386.4	1,465.9	1,212.9	1,597.1

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

营业收入增长率	11.1%	33.3%	46.0%	32.1%	27.9%
营业利润增长率	58.7%	14.1%	52.4%	33.5%	36.2%
净利润增长率	33.5%	36.9%	34.9%	31.3%	36.4%
EBITDA 增长率	30.5%	36.5%	12.8%	34.4%	29.2%
EBIT 增长率	34.2%	46.3%	12.2%	34.2%	36.2%
NOPLAT 增长率	45.3%	13.3%	33.0%	33.9%	36.6%
投资资本增长率	1256.1	-2.5%	9.8%	-5.8%	14.5%
净资产增长率	95.8%	2.6%	47.4%	4.4%	4.3%

盈利能力

毛利率	19.3%	18.2%	15.5%	15.5%	15.3%
营业利润率	5.0%	4.3%	4.5%	4.5%	4.8%
净利润率	4.4%	4.5%	4.2%	4.1%	4.4%
EBITDA/营业收入	7.4%	7.5%	5.8%	5.9%	6.0%
EBIT/营业收入	5.5%	6.0%	4.6%	4.7%	5.0%

偿债能力

资产负债率	48.0%	64.3%	60.5%	66.0%	71.6%
负债权益比	92.3%	179.7%	153.1%	194.2%	251.5%
流动比率	1.38	1.17	1.35	1.29	1.24
速动比率	1.26	1.11	1.24	1.21	1.15
利息保障倍数	5.38	7.95	33.28	28.57	28.98

营运能力

固定资产周转天数	50	37	24	18	14
流动营业资本周转天数	-42	5	4	4	6
流动资产周转天数	278	344	372	378	379
应收帐款周转天数	46	61	68	65	65
存货周转天数	26	23	27	26	25
总资产周转天数	481	498	477	457	440
投资资本周转天数	81	112	79	61	50

费用率

销售费用率	8.0%	7.7%	6.5%	6.1%	5.9%
管理费用率	5.3%	3.7%	4.3%	4.1%	3.9%
财务费用率	1.0%	0.8%	0.1%	0.2%	0.2%
三费/营业收入	14.3%	12.1%	10.9%	10.4%	10.0%

投资回报率

ROE	5.8%	7.6%	7.0%	8.8%	11.5%
ROA	3.0%	2.8%	2.8%	3.0%	3.3%
ROIC	170.2%	14.2%	19.4%	23.6%	34.3%

分红指标

DPS(元)	0.03	0.26	0.14	0.24	0.41
分红比率	15.3%	100.4%	40.9%	52.2%	64.5%
股息收益率	0.2%	2.2%	1.2%	2.0%	3.4%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.19	0.26	0.35	0.46	0.63
BVPS(元)	3.31	3.42	5.05	5.27	5.49
PE(X)	62.1	45.4	33.6	25.6	18.8
PB(X)	3.6	3.5	2.3	2.3	2.2
P/FCF	-53.9	5.1	12.9	4.8	4.0
P/S	2.7	2.1	1.4	1.1	0.8
EV/EBITDA	17.0	20.0	17.8	12.7	9.9
CAGR(%)	34.3%	34.1%	35.4%	34.3%	34.1%
PEG	1.8	1.3	1.0	0.7	0.6
ROIC/WACC	19.4	1.6	2.2	2.7	3.9

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn