

信义山证汇通天下

证券研究报告

轻工/文娱用品

齐心集团 (002301.SZ)

上调评级

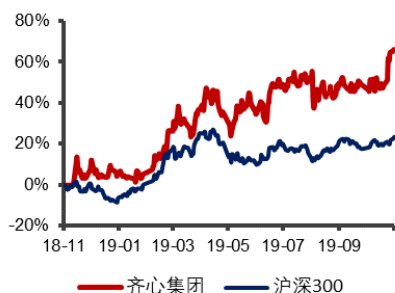
报告原因：公司公告

疫情推动云办公和 MRO 需求，B2B 业务+云视频快速放量 买入

2020 年 4 月 21 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 4 月 20 日

收盘价(元):	16.59
年内最高/最低(元):	11.52/21.39
流通 A 股/总股本(亿):	6.40/7.34
流通 A 股市值(亿):	106
总市值(亿):	122

基础数据：2020 年 3 月 31 日

基本每股收益	0.07
摊薄每股收益:	0.07
每股净资产(元):	4.57
净资产收益率:	1.53%

分析师：杨晶晶

执业证书编号：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】齐心集团 (002301.SZ): 2019 净利润同比增长 30.97%，B2B+云视频双轮驱动》2020-2-29

《【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

事件描述

- 齐心集团发布 2019 年度报告：报告期内，公司实现营业收入 59.81 亿元，同比增长 41.03%；归母净利润 2.30 亿元，同比增长 20.06%；扣非后归母净利润 2.16 亿元，同比增长 60.91%。业绩基本符合预期。
- 齐心集团发布 2020 年一季报：公司 1-3 月实现营收 15.22 亿元，同比增长 41.56%；归母净利润 5132 万元，同比增长 31.41%；扣非后归母净利润 4816 万元，同比增长 38.95%。业绩超出此前预期。

事件点评

- 2019Q4 扣非后归母净利润增速环比提升 109.37pct。公司 2019Q4 实现营业收入 16.32 亿元，同比增长 9.62%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比下滑 9.50%；实现扣非后归母净利润 0.55 亿元，同比增长 137.96%。公司 2019Q1/Q2/Q3 营业收入增速分别为 53.75%/60.90%/58.13%；归母净利润增速分别为 30.84%/24.81%/48.56%；扣非后归母净利润增速分别为 62.81%/46.23%/28.59%。Q4 扣非后归母净利润增速环比提升 109.37pct。
- 一季报业绩靓丽，主要系疫情促使齐心好视通、MRO 需求增加所致，同时 B2B 办公集采订单充足无虞，继续看好 Q2 及下半年业绩。疫情期间，齐心集团云办公直销等业务被政企单位广泛使用，齐心好视通平台的注册用户和使用量较往年同期有成倍增长，推动公司 2020 一季度实现业绩高增长，待疫情结束后，部分用户有望转化为公司的付费客户。为了防控疫情，企业防护用品的用量和需求显著增加，后续 MRO 产品的供应可能会进一步加大。办公直销客户按照国家政策安排如期有序复工复产后，B2B 业务也将全面正常推进。
- 毛利率下滑在合理范围内，主要系新增品类不具备集采规模效应所致；期间费用率大幅下降，公司费用控制和服务效率显著提升。（1）公司 2019 年毛利率同比下滑 2.55pct 至 15.65%，净利率同比下滑 0.71pct 至 3.85%，主要原因是公司 B2B 平台化运营模式目前以快速满足客户的需求为主，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，毛利率仍然偏低。（2）企业办公服务平台的服务能力增强，服务效率明显提升，固定费用有效摊薄，营运费用有效控制，公司 2019 年期间费用率同比下降 2.52pct 至 10.91%。其中，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

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>

销售费用率同比下降 1.00pct 至 6.65%，管理费用率同比下降 1.27pct 至 3.75%，财务费用率同比下降 0.24pct 至 0.52%。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、自有品牌销售占比提升、商务包装、员工福利及 MRO 等高毛利的软件及服务类商品销售规模增加，公司毛利率将会逐步提升。

➤ **“B2B 办公物资+云视频”双轮驱动，持续中标大客户，业绩处于快速增长轨道。**随着“硬件+软件+服务”商品品类的协同发展，公司一站式办公服务平台服务能力得到进一步提升。（1）B2B 办公直销：2019 年，公司实现 B2B 营业收入为 45.5 亿元，同比增长 64.37%以上。B2B 大客户业务在公司构建的商品与供应链管理、商务与交付服务、数据化运营平台三大核心能力的支撑下业务实现了 64.37%的增长。报告期内，公司中标国家电网、中国移动、中国联通等央企；工商银行、中国邮政储蓄银行等金融机构；中央国家机关政府采购中心、国家税务总局、陕西省政府等政府机构集采项目。截至目前公司累计中标及履约 100 多家大型客户集采项目，服务全国 5 万多家客户单位。（2）2019 年，公司 SaaS 业务实现收入 3.00 亿元，同比下滑 14.85%，以智慧教育、智慧党建、智慧医疗等垂直应用领域为核心，深入布局行业应用市场。

➤ **公司现金流量向好，营运能力持续改善。**2019 年末，公司经营活动现金流量净额为 5.77 亿元，同比增加 44.71%，经营活动现金流量净额占营业收入的比重提升 0.25pct 至 9.64%，主要原因有：随着公司供应链集采规模增大，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。营运能力指标方面，应付账款周转天数同比增加 25.76 天至 92.64 天，存货周转率同比提升 5.90 至 18.70 次。

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 2020-2022 年实现归母公司净利润为 3.37、4.63、5.90 亿元，同比增长 46.52%、37.21%、27.47%，对应 EPS 为 0.44/0.60/0.77 元，PE 为 37.9/27.6/21.7 倍，上调至“买入”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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,241.2	5,981.3	8,493.4	11,253.8	14,629.9
同比增长	33.30%	41.03%	42.00%	32.50%	30.00%
归母净利润（百万元）	191.8	230.2	337.3	462.9	590.0
同比增长	36.91%	20.06%	46.52%	37.21%	27.47%
每股收益（元）	0.30	0.31	0.44	0.60	0.77
PE	55.52	52.89	37.90	27.62	21.67
PB	4.24	3.63	3.21	2.88	2.58

数据来源：wind

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,241.2	5,981.3	8,493.4	11,253.8	14,629.9	成长性					
减:营业成本	3,469.0	5,044.9	7,173.5	9,498.2	12,340.3	营业收入增长率	33.3%	41.0%	42.0%	32.5%	30.0%
营业税费	25.2	35.9	49.3	65.4	86.2	营业利润增长率	14.1%	49.4%	45.9%	37.5%	27.4%
销售费用	324.5	397.5	568.2	749.5	980.2	净利润增长率	36.5%	33.3%	9.9%	32.4%	44.3%
管理费用	154.9	173.6	319.4	418.6	541.3	EBITDA增长率	46.3%	39.7%	10.6%	38.6%	27.3%
财务费用	32.1	31.2	-2.5	1.0	1.0	EBIT增长率	13.3%	35.5%	30.4%	38.4%	27.4%
资产减值损失	33.1	0.2	11.9	6.1	9.0	NOPLAT增长率	36.9%	20.1%	46.5%	37.2%	27.5%
加:公允价值变动收益	9.6	-5.5	1.2	2.9	-2.3	投资资本增长率	-2.5%	4.4%	74.9%	28.4%	16.2%
投资和汇兑收益	10.6	32.4	21.5	27.0	24.2	净资产增长率	2.6%	33.6%	18.5%	11.6%	11.7%
营业利润	181.9	271.6	396.3	544.8	693.8	利润率					
加:营业外净收支	36.3	-0.3	0.1	-0.1	0.0	毛利率	18.2%	15.7%	15.5%	15.6%	15.7%
利润总额	218.2	271.4	396.4	544.7	693.8	营业利润率	4.3%	4.5%	4.7%	4.8%	4.7%
减:所得税	24.8	41.1	59.1	81.9	103.8	净利润率	4.5%	3.8%	4.0%	4.1%	4.0%
净利润	191.8	230.2	337.3	462.9	590.0	EBITDA/营业收入	7.5%	7.1%	5.5%	5.5%	6.1%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	6.0%	6.0%	4.6%	4.8%	4.7%
货币资金	3,511.5	3,575.0	3,158.6	2,938.1	3,160.3	投资回报率					
交易性金融资产	13.5	3.0	3.0	6.5	4.2	ROE	7.6%	6.9%	8.5%	10.4%	11.9%
应收帐款	1,012.0	1,972.3	1,769.4	2,344.5	3,047.8	ROA	2.8%	2.9%	3.9%	4.6%	5.0%
应收票据	2.0	-	-	-	-	ROIC	14.2%	19.7%	24.6%	19.5%	19.3%
预付帐款	273.3	171.1	408.5	540.8	702.6	费用率					
存货	291.6	248.1	982.7	1,301.1	1,690.5	销售费用率	7.7%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%
其他流动资产	63.3	63.8	65.7	67.7	69.7	管理费用率	3.7%	2.9%	3.8%	3.7%	3.7%
可供出售金融资产	222.4	-	-	-	-	财务费用率	0.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.1%	10.1%	10.4%	10.4%	10.4%
长期股权投资	6.0	37.1	37.1	37.1	37.1	运营效率					
投资性房地产	119.3	41.8	41.8	41.8	41.8	固定资产周转天数	37	28	30	36	38
固定资产	430.6	493.3	922.2	1,358.1	1,693.0	流动资产周转天数	344	340	265	219	196
在建工程	15.0	9.6	93.2	219.9	221.9	应收帐款周转天数	62	90	53	53	65
无形资产	99.5	160.8	123.9	87.0	50.0	存货周转天数	28	19	31	43	31
其他非流动资产	75.4	222.8	229.5	236.4	243.5	总资产周转天数	498	449	352	300	269
资产总额	7,030.2	7,875.7	8,716.7	10,057.3	11,838.2	偿债能力					
短期借款	2,683.4	1,891.1	1,884.1	1,884.1	2,085.7	资产负债率	64.3%	57.4%	54.4%	55.9%	58.1%
应付票据	392.1	697.8	990.8	1,312.8	1,706.7	负债权益比	179.7%	134.6%	119.2%	126.5%	138.7%
应付账款	968.7	1,627.8	1,444.9	1,913.1	2,485.6	流动比率	1.17	1.35	1.36	1.29	1.27
其他流动负债	69.2	7.2	7.6	8.0	8.4	速动比率	1.11	1.29	1.15	1.06	1.02
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	69.2	7.2	7.6	8.0	8.4	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
负债总额	4,517.2	4,518.4	4,739.8	5,617.5	6,879.0	EPS(元)	0.30	0.31	0.44	0.60	0.77
股本	641.8	734.0	770.6	770.6	770.6	BVPS(元)	3.92	4.57	5.16	5.76	6.44
资本公积与留存收益	793.2	834.5	1,171.8	1,634.7	2,165.7	PE(X)	55.5	52.9	37.9	27.6	21.7
少数股东权益	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	PB(X)	4.2	3.6	3.2	2.9	2.6
股东权益	2,513.1	3,357.4	3,976.9	4,439.8	4,959.2	P/FCF	6.3	-16.6	-18.6	-60.0	43.3
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	P/S	2.5	2.0	1.5	1.1	0.9
净利润	193.4	230.2	337.3	462.9	590.0	EV/EBITDA	13.2	16.3	23.9	18.4	12.7
加:折旧和摊销	33.1	13.9	-	-	-	CAGR(%)	33.8%	36.8%	33.7%	33.8%	36.8%
资产减值准备	73.9	80.2	74.6	74.6	200.3	PEG	164.5%	143.6%	112.5%	81.8%	58.8%
公允价值变动损失	-9.6	5.5	1.2	2.9	-2.3						
财务费用	62.4	128.0	-2.5	1.0	1.0						
投资收益	-10.6	-32.4	-21.5	-27.0	-24.2						
少数股东损益	1.7	0.0	-	-	-						
营运资金的变动	-47.2	-19.9	-541.3	-156.3	-203.7						
经营活动产生现金流量	398.4	576.6	-152.3	358.0	561.0						
投资活动产生现金流量	-215.6	-147.8	-541.7	-577.5	-468.8						
融资活动产生现金流量	386.4	-313.8	284.7	-1.0	-71.6						

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。本报告清晰准确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

