

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)

维持评级

报告原因：公司公告

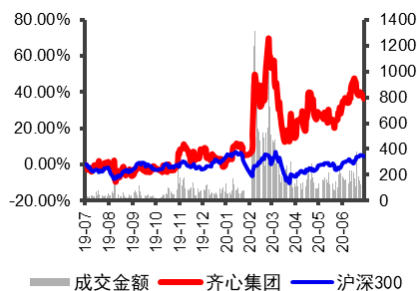
“云+端+行业”战略升级，持续中标大客户支撑高增长

买入

2020 年 8 月 4 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 3 日

收盘价(元):	17.18
年内最高/最低(元):	11.94/21.21
流通 A 股/总股本(亿):	6.41/7.34
流通 A 股市值(亿):	110
总市值(亿):	126

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.25
摊薄每股收益:	0.25
每股净资产(元):	4.75
净资产收益率:	5.39%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【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

事件描述

➤ 8 月 3 日晚间，公司发布 2020 年半年报：报告期内，公司实现营业收入 37.57 亿元，同比增长 41.06%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比增长 31.20%；实现扣非后归母净利润 1.76 亿元，同比增长 42.68%。

事件点评

➤ 受益于存量中标客户持续发力，持续丰富办公物资品类，持续新中标大客户集采项目带来业务增长，在新冠疫情影响下，公司二季度业绩仍然保持高速增长。单季度来看，公司 2020Q2 实现营业收入 22.34 亿元，同比增长 40.73%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 31.12%；实现扣非后归母净利润 1.27 亿元，同比增长 44.14%。2020Q1，公司营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 15.22 亿元（+41.56%）、0.51 亿元（+31.41%）、0.48 亿元（+38.95%）。

➤ 毛利率净利率有所下滑，期间费用率大幅下降，长期来看，集采规模效应的释放有望提升公司盈利能力。报告期内，公司毛利率、净利率分别为 13.29%（-3.37pct）、4.96%（-0.35pct），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。此外受新冠肺炎疫情影响，采购成本略有上升。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。报告期内，公司期间费用率为 7.24%，同比下降 3.16pct。其中，销售费用率 4.40%（-1.37 pct）；管理费用率 2.91%（-0.79pct），其中研发费用为 0.26 亿元，同比增加 5.73%；财务费用率-0.08%（-1.02pct）。

➤ 2020 上半年办公直销 B2B 大客户业务收入实现 59.04%的增长，Q2 中标率保持在 90%以上，全年存量及新增客户订单充足，品类持续深耕强化，MRO 工业品成为公司重要产品版图。在商品与供应链管理、商务与交付服务、数据化运营平台三大核心能力的支撑下，存量中标客户持续发力，持续新中标多家 B2B 办公物资及 MRO 合约大客户项目，增量客户带来业务增长，同时公司深挖客户业务需求，提升销售内占比。报告期内，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
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

公司 B2B 业务实现收入 34.96 亿元，同比增长 42.46%，占营业总收入的比重达到 93.06%，其中 B2B 大客户业务实现 59.04% 的增长。2020 年 3-6 月份招标的中标率依然保持在 90% 以上，新增中标新疆维吾尔自治区财政厅、宁夏回族自治区财政厅、太平保险、国铁物资有限公司、湖南中烟、四川航空、中国水利电力物资北京有限公司、西安交通大学、浦发银行、上海银行以及国网湖南、辽宁、江苏、江西、安徽等省电力有限公司等政府、央企项目，为后续业务订单新增标包储备池，预计给公司带来较好的业绩增长。此外，报告期内，齐心集团新增中标了中海油、远洋地产、国家电网、中煤集团、华能、攀钢集团等多家大型客户的 MRO 工业品集中采购项目，随着公司数字化能力的不断提升和 MRO 品类的不断丰富，未来有望持续中标更多大型客户 MRO 集采项目，进一步提升 B2B 业务整体收入。

➤ **疫情加速云视频行业的普及和发展，好视通逐步从会议工具渗透至各行业各类型客户的业务流程，公司将进一步强化行业应用场景解决方案。**

报告期内，SaaS 软件服务板块实现营收 26.08 亿元，同比增长 24.64%。疫情期间，齐心集团云视频会议服务系统新注册客户和使用量较往年同期有数倍增长，两个月之内有 25 万家的注册机构使用好视通平台，公司展开疫情期间免费用户向收费用户的积极转换推动，5-6 月已有三四千家转化为付费客户。云视频目前已成为各大政府机关、事业单位、军队、军工、央企等政企单位办公协作的重要方式，基于纯国产生态的云视频系统更被政府、事业单位、军队、军工及涉密企业的所青睐。公司继续以智慧教育、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，加快推动“云+端+行业”发展战略的实施落地与各行业、多场景的推广渗透。

投资建议

➤ 公司推动“云+端+行业”发展战略，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”的企业一站式办公服务平台。预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 3.18、4.06、5.20 亿元，同比增长 38.17%、27.66%、28.13%，对应 EPS 为 0.41/0.53/0.68 元，PE 为 41.6/32.6/25.5 倍，维持“买入”评级。

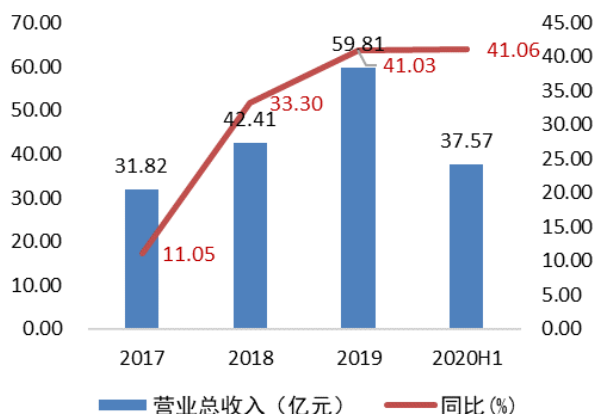
存在风险

➤ 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	318.1	406.1	520.4
	同比增长	36.91%	20.06%	38.17%	27.66%	28.13%
每股收益（元）		0.30	0.31	0.41	0.53	0.68
PE		57.50	54.77	41.63	32.61	25.45
PB		4.39	3.76	3.35	3.03	2.75

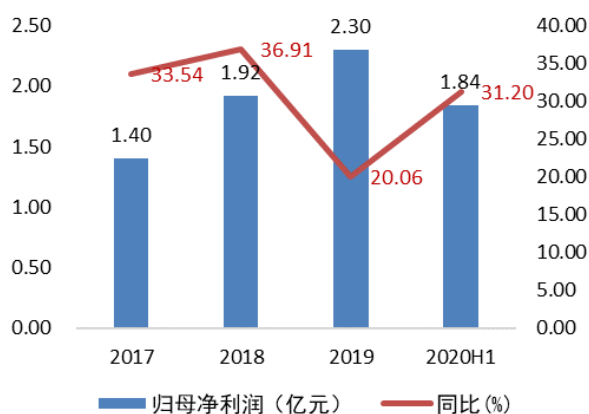
数据来源：wind、山西证券研究所

图：齐心集团近三年一期营业收入及同比增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

图：齐心集团近三年一期净利润及同比增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

表：齐心集团主营业务收入结构

项目	本报告期		上年同期		同比增减
	金额（亿元）	占营业收入比重	金额（亿元）	占营业收入比重	
分行业					
B2B	34.96	93.06%	2,453,907,965.17	92.14%	42.46%
SAAS 软件服务	2.61	6.94%	209,247,127.95	7.86%	24.64%
分产品					
办公用品	20.87	55.56%	1,479,945,070.49	55.57%	41.04%
办公设备	13.82	36.79%	955,232,550.96	35.87%	44.68%
互联网 SAAS 软件及服务	2.61	6.94%	209,247,127.95	7.86%	24.64%
其他业务	0.27	0.71%	18,730,343.72	0.70%	41.91%
分地区					
中国	32.78	87.26%	2,387,149,323.39	89.64%	37.33%
亚洲（不含中国）	0.75	2.00%	164,946,862.96	6.19%	-54.46%
欧美	4.00	10.66%	102,989,667.03	3.87%	288.77%
其他	0.03	0.08%	8,069,239.74	0.30%	-62.21%

资料来源：齐心集团公告、山西证券研究所

表：齐心集团主营业务收入同比增速及毛利率变化

项目	营业收入 (亿元)	营业收入比上年同期增减	毛利率	毛利率比上年同期增减
B2B	34.96	42.46%	10.48%	-2.05%
SAAS 软件服务	2.61	24.64%	50.83%	-14.26%
办公用品	20.87	41.04%	14.07%	-2.78%
办公设备	13.82	44.68%	4.89%	-0.41%
互联网 SAAS 软件及服务	2.61	24.64%	50.83%	-14.26%
其他	0.27	41.91%	19.54%	-20.82%

资料来源：齐心集团公告、山西证券研究所

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	7,389.3	9,734.5	12,611.0	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%	38.0%	27.7%	28.0%
销售费用	324.5	397.5	424.7	619.0	819.3	净利润增长率	36.5%	33.3%	4.9%	24.0%	46.9%
管理费用	154.9	173.6	263.3	382.6	512.0	EBITDA增长率	46.3%	39.7%	4.6%	28.8%	28.0%
财务费用	32.1	31.2	-2.5	1.0	1.0	EBIT增长率	13.3%	35.5%	23.3%	28.6%	28.1%
资产减值损失	33.1	0.2	11.9	6.1	9.0	NOPLAT增长率	36.9%	20.1%	38.2%	27.7%	28.1%
加:公允价值变动收益	9.6	-5.5	-4.2	6.4	-2.9	投资资本增长率	-2.5%	4.4%	74.9%	28.3%	16.3%
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%	17.9%	10.3%	10.5%
营业利润	181.9	271.6	374.8	478.6	612.8	利润率					
加:营业外净收支	36.3	-0.3	-1.0	-0.6	-0.8	毛利率	18.2%	15.7%	13.0%	13.5%	13.8%
利润总额	218.2	271.4	373.8	478.0	612.0	营业利润率	4.3%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%
减:所得税	24.8	41.1	55.7	71.8	91.6	净利率	4.5%	3.8%	3.7%	3.6%	3.6%
净利润	191.8	230.2	318.1	406.1	520.4	EBITDA/营业收入	7.5%	7.1%	5.3%	4.9%	5.6%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	6.0%	6.0%	4.4%	4.3%	4.2%
货币资金	3,511.5	3,575.0	3,142.0	2,864.5	3,024.3	投资回报率					
交易性金融资产	13.5	3.0	-	5.5	2.9	ROE	7.6%	6.9%	8.0%	9.3%	10.8%
应收帐款	1,012.0	1,972.3	1,769.4	2,344.5	3,047.8	ROA	2.8%	2.9%	3.6%	4.0%	4.4%
应收票据	2.0	-	-	-	-	ROIC	14.2%	19.7%	23.3%	17.1%	17.1%
预付帐款	273.3	171.1	420.7	554.3	718.1	费用率					
存货	291.6	248.1	1,012.2	1,333.5	1,727.6	销售费用率	7.7%	6.6%	5.0%	5.5%	5.6%
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%	3.1%	3.4%	3.5%
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%	8.1%	8.9%	9.1%
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	266	219	195
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	268
资产总额	7,030.2	7,875.7	8,738.9	10,028.5	11,753.4	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%	54.7%	56.5%	59.0%
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%	120.8%	129.8%	143.8%
应付账款	968.7	1,627.8	1,488.3	1,960.7	2,540.1	流动比率	1.17	1.35	1.35	1.28	1.25
其他流动负债	69.2	7.2	7.6	8.0	8.4	速动比率	1.11	1.29	1.14	1.04	1.00
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	4,780.9	5,664.3	6,932.5	EPS(元)	0.30	0.31	0.41	0.53	0.68
股本	641.8	734.0	770.9	770.9	770.9	BVPS(元)	3.92	4.57	5.13	5.66	6.25
资本公积与留存收益	793.2	834.5	1,152.6	1,558.7	2,027.1	PE(X)	57.5	54.8	41.6	32.6	25.5
少数股东权益	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	PB(X)	4.4	3.8	3.3	3.0	2.7
股东权益	2,513.1	3,357.4	3,958.0	4,364.1	4,820.9	P/FCF	6.5	-17.2	-18.7	-49.4	58.7
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	P/S	2.6	2.1	1.6	1.2	0.9
净利润	193.4	230.2	318.1	406.1	520.4	EV/EBITDA	13.2	16.3	26.1	21.5	14.7
加:折旧和摊销	33.1	13.9	-	-	-	CAGR(%)	28.1%	31.2%	31.1%	28.1%	31.2%
资产减值准备	73.9	80.2	74.6	74.6	200.3	PEG	205.0%	175.4%	133.8%	116.3%	81.5%
公允价值变动损失	-9.6	5.5	-4.2	6.4	-2.9						
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	-539.7	-156.2	-203.5						
经营活动产生现金流量	398.4	576.6	-175.2	305.0	491.0						
投资活动产生现金流量	-215.6	-147.8	-535.7	-581.5	-468.2						
融资活动产生现金流量	386.4	-313.8	285.0	-1.0	-64.6						

数据来源: wind、山西证券研究所

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。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

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

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

电话：010-83496336

