

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

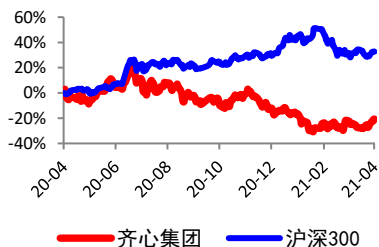
报告原因：公司公告

受商誉减值拖累净利润下降，B2B 业务盈利能力大幅提升 买入

2021 年 4 月 22 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 4 月 21 日

收盘价(元):	12.20
年内最高/最低(元):	10.40/18.90
流通 A 股/总股本(亿):	7.33/7.34
流通 A 股市值(亿):	89
总市值(亿):	90

基础数据：2021 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):	4.86
净资产收益率:	1.54%

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】齐心集团 (002301.SZ): “云+端+行业”战略升级，持续中标大客户支撑高增长》2020-8-4

《【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

➤ 公司发布 2020 年年度报告：2020 年，公司实现营业收入 800,932.76 万元，同比增长 33.91%；实现营业利润 25,875.19 万元，同比下降 4.74%；归属于上市公司股东的净利润 20,084.09 万元，同比下降 12.77%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 18,516.12 万元，同比下降 14.42%。业绩低于此前预期。

➤ 公司发布 2021 年第一季度报告：2021 年一季度，公司实现营业收入 20.60 亿元，同比增长 35.32%；归属于上市公司股东的净利润 5431.25 万元，同比增长 5.83%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4988.78 万元，同比增长 3.58%。

事件点评

➤ 受到子公司杭州麦苗计提商誉减值准备的拖累，公司净利润同比下降。单季度来看，公司 2020Q4 实现营业收入 19.14 亿元，同比增长 17.29%；实现归母净利润-3879.34 万元，同比下滑 182.82%；实现扣非后归母净利润-4197.26 万元，同比下滑 175.63%。随着更多内容电商的高速发展，传统综合电商的流量受到较大影响，杭州麦苗收入增长缓慢，省油宝、云车手等存量业务增长距预期目标有一定的差距，公司新推出的广告直播投放与直播托管业务暂未达到目标规模效益，经公司聘请的专业评估机构评估，公司子公司齐心好视通不计提商誉减值准备，子公司杭州麦苗计提商誉减值准备 4,166.67 万元，共计计提商誉减值准备 4,166.67 万元。

➤ B2B 大客户业务高速增长，盈利能力实现大幅提升，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。2020 年，B2B 大客户业务实现营业收入 69.52 亿元，同比增长 52.79%，净利润 2.98 亿元，同比增长 100.70%，净利润率达到 4.29%。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，公司新增中标国铁物资有限公司、中国太平保险集团有限责任公司、中国南方航空集团有限公司、上海浦东发展银行、中国融通集团、广发银行股份有限公司、西安交通大学、宁夏政采等央企、政府集



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

地址：

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>

采购项目；续约中标国家电网有限公司、中国南方电网有限责任公司、中共中央直属机关采购中心、中国海油、中国航发、新疆政采等单位项目，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。

➤ 报告期内云视频会议业务由于疫情免费服务付出巨大的流量成本，战略放弃小微客户减少云视频会议业务营业收入，导致云视频会议业务净利润有所下降。2020 年，云服务实现营业收入 2.36 亿元，同比下降 22.80%；实现经营利润 0.16 亿元，同比下降 75.25%。公司坚持“云+端+行业”的经营战略，积极推行“行业应用+专业终端+视频云平台”的解决方案，公司业务聚焦专业云视频会议和多个垂直应用领域，公司战略放弃部份中小微企业，短期内影响了收入与利润的进一步提升。同时，公司深入渗透行业市场开拓战略级大客户，全力推动数字广东项目（广东省人民政府粤视会平台）全面覆盖 42 个厅局、21 个地市及下属县区，全省开通用户数 150 万+，政务大型项目综合解决方案取得重大突破，行业产品上线产生了较大的研发投入，同时受制于项目运作周期，报告期销售收入贡献有限，影响了公司的经营利润。

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 2021-2023 年实现归母公司净利润为 3.30、4.88、6.78 亿元，同比增长 64.68%、47.46%、38.99%，对应 EPS 为 0.43/0.64/0.89 元，PE 为 28.24/19.15/13.78 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		2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）		5,981.3	8,009.3	10,572.3	13,744.0	17,592.3
	同比增长	41.03%	33.91%	32.00%	30.00%	28.00%
归母净利润（百万元）		230.2	200.8	330.7	487.7	677.9
	同比增长	20.06%	-12.77%	64.68%	47.46%	38.99%
每股收益（元）		0.31	0.27	0.43	0.64	0.89
PE		38.89	44.59	28.24	19.15	13.78
PB		2.67	2.58	2.29	2.04	1.81

数据来源：wind、山西证券研究所

利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,981.3	8,009.3	#####	13,744.0	17,592.3	成长性					
减:营业成本	5,044.9	6,835.5	9,081.6	11,778.6	15,059.0	营业收入增长率	41.0%	33.9%	32.0%	30.0%	28.0%
营业税费	35.9	40.9	55.0	72.8	95.1	营业利润增长率	49.4%	-4.7%	58.6%	50.5%	37.4%
销售费用	397.5	419.6	623.8	783.4	985.2	净利润增长率	33.3%	40.9%	-20.7%	44.2%	48.9%
管理费用	173.6	219.3	385.9	481.0	598.1	EBITDA增长率	39.7%	49.8%	-23.5%	51.6%	37.3%
财务费用	31.2	88.8	-2.5	1.0	1.0	EBIT增长率	35.5%	4.4%	23.1%	48.1%	39.0%
资产减值损失	0.2	-48.8	20.0	4.0	12.0	NOPLAT增长率	20.1%	-12.8%	64.7%	47.5%	39.0%
加:公允价值变动收益	-5.5	-12.3	0.8	-7.6	4.8	投资资本增长率	4.4%	-13.8%	104.9%	31.9%	18.5%
投资和汇兑收益	32.4	2.8	1.0	1.9	1.4	净资产增长率	33.6%	3.4%	17.6%	12.0%	13.1%
营业利润	271.6	258.8	410.3	617.4	848.2	利润率					
加:营业外净收支	-0.3	0.4	-2.0	-0.8	-1.4	毛利率	15.7%	14.7%	14.1%	14.3%	14.4%
利润总额	271.4	259.2	408.3	616.6	846.8	营业利润率	4.5%	3.2%	3.9%	4.5%	4.8%
减:所得税	41.1	59.1	77.6	128.8	168.9	净利率	3.8%	2.5%	3.1%	3.5%	3.9%
净利润	230.2	200.8	330.7	487.7	677.9	EBITDA/营业收入	7.1%	7.5%	4.5%	5.0%	5.8%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	6.0%	6.7%	3.9%	4.5%	4.8%
货币资金	3,575.0	3,061.5	3,175.3	2,898.0	2,707.5	投资回报率					
交易性金融资产	3.0	13.1	12.7	10.0	11.9	ROE	6.9%	5.8%	8.1%	10.7%	13.1%
应收帐款	1,972.3	3,525.5	3,042.6	3,955.3	5,062.8	ROA	2.9%	2.2%	3.2%	4.0%	4.8%
应收票据	-	19.0	-	-	-	ROIC	19.7%	19.7%	28.2%	20.4%	21.4%
预付帐款	171.1	207.2	463.9	601.6	769.2	费用率					
存货	248.1	271.0	1,244.1	1,613.5	2,062.9	销售费用率	6.6%	5.2%	5.9%	5.7%	5.6%
其他流动资产	63.8	70.5	72.6	74.8	77.0	管理费用率	2.9%	2.7%	3.7%	3.5%	3.4%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	0.5%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	10.1%	9.1%	9.5%	9.2%	9.0%
长期股权投资	37.1	40.2	40.2	40.2	40.2	运营效率					
投资性房地产	41.8	40.6	40.6	40.6	40.6	固定资产周转天数	28	22	24	30	32
固定资产	493.3	499.3	934.7	1,379.1	1,744.5	流动资产周转天数	340	298	260	226	204
在建工程	9.6	39.8	118.8	239.1	233.5	应收帐款周转天数	90	124	53	53	76
无形资产	160.8	172.2	139.6	106.9	74.3	存货周转天数	19	14	30	44	29
其他非流动资产	222.8	308.8	318.0	327.6	337.4	总资产周转天数	449	382	333	295	267
资产总额	7,875.7	9,101.9	#####	12,115.5	13,990.1	偿债能力					
短期借款	1,891.1	1,169.8	1,914.8	1,914.8	1,722.6	资产负债率	57.4%	61.9%	60.9%	62.3%	63.1%
应付票据	697.8	858.6	1,133.3	1,473.3	1,885.8	负债权益比	134.6%	162.3%	155.8%	165.2%	170.7%
应付账款	1,627.8	3,108.6	2,682.2	3,478.7	4,447.6	流动比率	1.35	1.28	1.27	1.22	1.22
其他流动负债	7.2	17.4	18.3	19.2	20.1	速动比率	1.29	1.23	1.07	1.01	0.98
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	7.2	17.4	18.3	19.2	20.1	业绩和估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债总额	4,518.4	5,631.6	6,358.2	7,546.5	8,822.6	EPS(元)	0.31	0.27	0.43	0.64	0.89
股本	734.0	734.0	765.6	765.6	765.6	BVPS(元)	4.57	4.73	5.33	5.97	6.75
资本公积与留存收益	834.5	947.5	1,278.3	1,766.0	2,376.1	PE(X)	38.9	44.6	28.2	19.2	13.8
少数股东权益	-0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	PB(X)	2.7	2.6	2.3	2.0	1.8
股东权益	3,357.4	3,470.3	4,081.3	4,569.0	5,167.5	P/FCF	-12.2	-26.9	-60.3	-33.5	-93.9
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/S	1.5	1.1	0.9	0.7	0.5
净利润	230.2	200.1	330.7	487.7	677.9	EV/EBITDA	16.3	12.5	16.1	11.6	7.8
加:折旧和摊销	13.9	105.4	-	-	-	CAGR(%)	28.4%	50.2%	19.6%	28.4%	50.2%
资产减值准备	80.2	72.4	68.2	68.2	173.2	PEG	136.8%	88.8%	144.2%	67.4%	27.5%
公允价值变动损失	5.5	12.3	0.8	-7.6	4.8						
财务费用	128.0	139.3	-2.5	1.0	1.0						
投资收益	-32.4	-2.8	-1.0	-1.9	-1.4						
少数股东损益	0.0	-0.7	-	-	-						
营运资金的变动	-19.9	179.2	-752.9	-234.6	-271.1						
经营活动产生现金流量	576.6	587.0	-356.7	312.8	584.4						
投资活动产生现金流量	-147.8	-152.5	-557.3	-589.0	-502.4						
融资活动产生现金流量	-313.8	-285.4	282.7	-1.0	-80.4						

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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或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 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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》规定特此告知公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

