

轻工/文娱用品

齐心集团 (002301.SZ)

维持评级

报告原因：项目中标公告

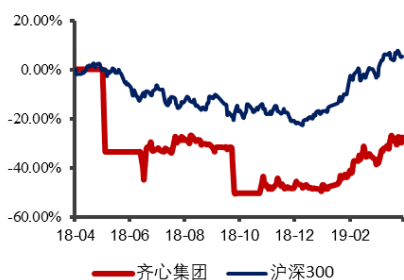
中标中国移动电商集采项目，未来三年业绩预期增厚

增持

2019年7月15日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



事件描述

➢ 公司中标中国移动电商集采项目：公司列入中国移动 2019 年至 2022 年电商平台合作伙伴集中采购中选候选人并进行公示。本项目每年预计总金额 20 亿元（不含税），三年交易总金额上限 60 亿元（不含税），中标候选人共 6 家，具体给齐心的销售金额有待分配。本项目公示截止时间为 2019 年 7 月 16 日，如公示后无异议，公司将收到中国移动正式中标通知书，确认本次合作关系。

市场数据：2019年7月12日

收盘价(元):	11.88
年内最高/最低(元):	7.84/11.95
流通 A 股/总股本(亿):	6.41/6.42
流通 A 股市值(亿):	76.09
总市值(亿):	76.25

基础数据：2019年3月31日

基本每股收益	0.60
摊薄每股收益:	0.60
每股净资产(元):	3.96
净资产收益率:	1.55%

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

Email: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：杨晶晶

Tel: 010-83496308

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】齐心集团 (002301.SZ)：看好 B2B 业务放量与增利，业绩处于快

事件点评

➢ 本次项目的成功中标显示出公司办公直销产品线的完善、信息系统对接响应能力，以及对国内电信运营商的全国办公垂直电商服务实力。本项目涉及产品品类分为办公文具、耗材配件、数码产品、普通电器、劳防用品、文体用品、五金工具、办公日用等行政性常规用品，共计 8 大类、102 个中类、478 个小类。公司负责产品仓储库存管理，提供全国范围内（不含港澳台地区）采购人指定地点的物流配送服务和产品售后服务。本次项目通过中国移动的自有电商平台与供应商自有电子商城进行系统对接来实现产品、价格、订单、物流、库存和对账结算等信息的交互，齐心集团凭借自有电子商务平台系统，预期将有效支持相关的系统对接工作。

➢ 本项目有望显著增厚公司业绩，按照平均分配方法计算，每年预期实现销售收入 3.33 亿元，相当于 2018 年营业收入的 7.85%。本项目每年预计总金额 20 亿元（不含税），三年交易总金额上限 60 亿元（不含税），若公司能最终签订正式合同并顺利实施该项目，预计将对公司未来三年经营和业绩产生积极正面影响。据中国移动采购与招标网公示文件显示，此次中标候选人共 6 家，分别为齐心集团、晨光科力普、欧菲斯、得力集团、史泰博（上海）、齐心集团和苏宁易购。假设 6 家候选人平均分配 20 亿元订单金额，2019 年该项目将为公司带来 3.33 亿元销售收入，以净利率 2.50% 来计算，预期实现净利润 833 万元，按照我们的盈利预测，对 2019 年新增净利润的贡献将接近 11%。

➢ 行业空间广阔、公司核心竞争优势突出，B2B 业务有望维持高速增长。19Q1 公司 B2B 业务收入同比增长 55%，18 年实现收入 38.18 亿元，同比增长 37.0%，增速环比提升 10pct。（1）行业端：政策驱动电商化集中采购，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

速增长轨道》2019-4-25

《【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

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

央企、国企普及程度较低，保守估计 4000 亿元头部订单尚未释放。目前龙头市占率仅为个位数，对标美国史泰博、欧迪办公（本土市占率合计超 80%），龙头品牌有望持续提升市场份额。（2）核心竞争力：公司持续深耕办公物资行业，此前我们对比分析了齐心集团和晨光科力普，总结出齐心集团的相对优势如下：齐心在办公直销领域沉淀时间更久、资源经验更丰富，在产品品类、供应链管理、信息技术、服务能力等方面具有相对优势。长期来看，办公直销平台最终比拼的还是供应链整合与落地服务能力，齐心在这两方面的实力强于同业。

➤ **通过提升成本效率、优化产品结构等方式，B2B 盈利能力有望不断增强。**18 年公司 B2B 毛利率小幅提升约 0.8pct 至 13.9%，未来提升空间主要在以下三点：（1）不断加强供应链成本效率管控，在技术端完善中后台信息化系统，渠道端加快构建纵横一体化服务网络，加强重点 SKU 的管理和制造，规模效应促使成本下降。（2）提升自有产品的销售占比，相比代理产品，齐心自有产品的毛利率更高。公司目前拥有 25 个自有品牌三级类目，产品品类 3000SKU，覆盖了办公用品、设备及耗材、办公用纸、生活劳保、学生用品、包装用品等场景所需，通过自有品牌进一步夯实了品牌影响力和产品竞争力。（3）重点布局核心高毛利商品，加强品类延拓，提升新型高毛利产品的占比，包括员工福利（主要是央企和政府）、MRO 工业品（细分、专业性强、品类特别多）、办公设备租赁等高毛利率产品和服务。

➤ **SaaS 云视频服务发展稳健，好视通国内市占率第一。**19Q1 Saas 互联网软件业务收入同比增长 40%，18 年实现收入 3.52 元，同比增长 2.6%。公司拥有 80 余项自主研发核心技术，好视通目前国内市占率第一（约 14%），全面覆盖微小中大不同类型客户（目前拥有超过 6 万用户），并进军智慧党建、智慧教育等更大的市场领域。

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 2019-2021 年实现归母公司净利润为 2.68、3.54、4.48 亿元，同比增长 39.91%、32.21%、26.41%，对应 EPS 为 0.40/0.53/0.67 元，PE 为 29.78/22.53/17.82 倍，维持“增持”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		2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）		3,181.6	4,241.2	5,852.9	7,491.7	9,364.7
	同比增长	11.05%	33.30%	38.00%	28.00%	25.00%
归母净利润（百万元）		140.1	191.8	268.3	354.7	448.4
	同比增长	33.54%	36.91%	39.91%	32.21%	26.41%
每股收益（元）		0.33	0.30	0.40	0.53	0.67
PE		36.29	39.76	29.78	22.53	17.82
PB		2.09	3.03	1.90	1.75	1.61



	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润表						财务指标					
营业收入	3,181.6	4,241.2	5,852.9	7,491.7	9,364.7	成长性					
减:营业成本	2,568.0	3,469.0	4,814.0	6,158.2	7,697.8	营业收入增长率	11.1%	33.3%	38.0%	28.0%	25.0%
营业税费	17.5	25.2	34.5	39.1	52.8	营业利润增长率	58.7%	14.1%	57.4%	34.2%	27.2%
销售费用	253.6	324.5	430.2	543.2	669.6	净利润增长率	30.5%	36.5%	8.8%	29.1%	51.6%
管理费用	169.6	154.9	289.7	363.3	449.5	EBITDA增长率	34.2%	46.3%	11.3%	35.7%	27.1%
财务费用	32.4	32.1	-2.5	1.0	1.0	EBIT增长率	45.3%	13.3%	32.7%	35.0%	27.5%
资产减值损失	7.1	33.1	13.7	15.3	17.3	NOPLAT增长率	33.5%	36.9%	39.9%	32.2%	26.4%
加:公允价值变动收益	2.3	9.6	-6.4	2.9	0.2	投资资本增长率	1189.5%	-2.5%	78.4%	29.5%	16.7%
投资和汇兑收益	6.0	10.6	19.3	9.4	11.3	净资产增长率	95.8%	2.6%	67.7%	8.4%	8.6%
营业利润	159.4	181.9	286.2	384.0	488.3	利润率					
加:营业外净收支	2.2	36.3	16.3	18.1	18.3	毛利率	19.3%	18.2%	17.8%	17.8%	17.8%
利润总额	161.7	218.2	302.5	402.1	506.6	营业利润率	5.0%	4.3%	4.9%	5.1%	5.2%
减:所得税	20.5	24.8	34.2	47.4	58.1	净利润率	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%	4.8%
净利润	140.1	191.8	268.3	354.7	448.4	EBITDA/营业收入	7.4%	7.5%	5.9%	6.0%	7.3%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	5.5%	6.0%	4.8%	5.1%	5.2%
货币资金	1,930.5	3,511.5	2,975.9	2,634.9	2,793.7	投资回报率					
交易性金融资产	6.6	13.5	6.7	8.9	9.7	ROE	5.8%	7.6%	6.4%	7.8%	9.0%
应收帐款	453.8	1,012.0	1,063.6	1,361.4	1,701.8	ROA	3.0%	2.8%	3.7%	4.4%	4.9%
应收票据	3.6	2.0	-	-	-	ROIC	161.5%	14.2%	19.3%	14.6%	14.4%
预付帐款	157.4	273.3	331.5	424.1	530.1	费用率					
存货	250.2	291.6	659.5	843.6	1,054.5	销售费用率	8.0%	7.7%	7.4%	7.3%	7.2%
其他流动资产	18.3	63.3	65.2	67.2	69.2	管理费用率	5.3%	3.7%	5.0%	4.9%	4.8%
可供出售金融资产	227.2	222.4	-	-	-	财务费用率	1.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.3%	12.1%	12.3%	12.1%	12.0%
长期股权投资	8.0	6.0	6.0	6.0	6.0	运营效率					
投资性房地产	129.6	119.3	119.3	119.3	119.3	固定资产周转天数	50	37	40	52	56
固定资产	436.1	430.6	859.4	1,295.4	1,628.7	流动资产周转天数	278	344	319	253	223
在建工程	4.3	15.0	97.8	223.3	224.0	应收帐款周转天数	46	62	53	53	56
无形资产	107.5	99.5	73.9	48.2	22.5	存货周转天数	32	28	36	44	36
其他非流动资产	75.2	75.4	77.7	80.0	82.4	总资产周转天数	481	498	438	366	329
资产总额	4,712.1	7,030.2	7,218.5	7,999.1	9,126.6	偿债能力					
短期借款	1,077.7	2,683.4	1,340.3	1,340.3	1,610.4	资产负债率	48.0%	64.3%	41.6%	42.9%	45.6%
应付票据	253.6	392.1	541.1	692.6	865.8	负债权益比	92.3%	179.7%	71.3%	75.1%	84.0%
应付账款	320.2	968.7	740.7	947.5	1,184.4	流动比率	1.38	1.17	1.76	1.61	1.52
其他流动负债	175.0	69.2	72.6	76.3	80.1	速动比率	1.26	1.11	1.53	1.36	1.26
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	175.0	69.2	72.6	76.3	80.1	业绩和估值指标					
负债总额	2,261.8	4,517.2	3,003.8	3,429.7	4,165.3	EPS(元)	0.33	0.30	0.40	0.53	0.67
股本	427.9	641.8	672.6	672.6	672.6	BVPS(元)	5.68	3.92	6.27	6.79	7.38
资本公积与留存收益	622.9	793.2	1,061.5	1,416.3	1,819.8	PE(X)	36.3	39.8	29.8	22.5	17.8
少数股东权益	18.8	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	PB(X)	2.1	3.0	1.9	1.7	1.6
股东权益	2,450.3	2,513.1	4,214.6	4,569.4	4,961.3	P/FCF	-31.9	4.5	-3.6	-24.1	36.9
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	P/S	1.6	1.8	1.4	1.1	0.9
净利润	141.1	193.4	268.3	354.7	448.4	EV/EBITDA	26.9	13.2	17.5	14.3	9.6
加:折旧和摊销	7.1	33.1	-	-	-	CAGR(%)	36.0%	32.3%	36.8%	36.0%	32.3%
资产减值准备	64.6	73.9	64.3	64.3	192.0	PEG	100.9%	122.9%	80.9%	62.6%	55.1%
公允价值变动损失	-2.3	-9.6	-6.4	2.9	0.2						
财务费用	25.2	62.4	-2.5	1.0	1.0						
投资收益	-6.0	-10.6	-19.3	-9.4	-11.3						
少数股东损益	1.1	1.7	-	-	-						
营运资金的变动	-523.5	-47.2	-531.3	-152.3	-195.7						
经营活动产生现金流量	-164.2	398.4	-227.0	261.2	434.5						
投资活动产生现金流量	-150.6	-215.6	-289.3	-601.2	-488.4						
融资活动产生现金流量	1,303.8	386.4	1,323.7	-1.0	-57.4						

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

