

**齐心集团(002301)/家用轻工**
**B2B 业务持续高增长，客户拓展空间广阔**
**评级：买入（维持）**

市场价格：17.18

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	734
流通股本(百万股)	641
市价(元)	17.18
市值(百万元)	12,610
流通市值(百万元)	11,005

**股价与行业-市场走势对比**
**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4241.24	5981.27	8463.50	11183.66	14173.06
增长率 yoy%	33.30%	41.03%	41.50%	32.14%	26.73%
净利润	191.77	230.24	336.70	455.32	583.75
增长率 yoy%	36.91%	20.06%	46.24%	35.23%	28.20%
每股收益(元)	0.26	0.31	0.46	0.62	0.80
每股现金流量	0.54	0.79	0.50	0.94	1.14
净资产收益率	7.70%	6.86%	9.18%	11.22%	12.82%
P/E	60	50	37	28	22
PEG	1.6	2.5	0.81	0.79	0.77
P/B	4.59	3.43	3.43	3.10	2.76

备注：

**投资要点**

- 事件：齐心集团发布 2020 年半年度财务报告。**2020H1 公司实现营收 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%；扣非净利润 1.76 亿元，同比增长 42.68%；经营活动现金流净额 0.49 亿元，同比降低 19.13%。其中，20Q2 单季度公司实现营收 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%，扣非净利润 1.27 亿元，同比增长 44.14%。
- 受产品结构影响毛利率有所下滑，运营效率提升。**2020H1 公司整体毛利率 13.29% (-3.37pct.)，净利率 4.96% (-0.35pct.)，其中 2020Q2 公司毛利率 13.02% (-3.89pct.)，净利率 5.98% (-0.41pct.)。毛利率下滑主要系报告期内公司 B2B 业务部分新增 SKU 未形成集采规模效应，毛利率偏低所致。2020H1 公司费用率（加回研发费用）7.24% (-3.16pct.)。其中，销售费用率 4.40% (-1.36pct.)；管理费用率（加回研发费用）2.91% (-0.79pct.)，财务费用率-0.08% (-1.01pct.)。
- B2B 业务：大 B 业务持续中高速增长，看好客户拓展及 MRO 业务线延伸。**2020H1 公司 B2B 业务实现营收 34.96 亿元，同比增长 42.46%；毛利率 10.48% (-2.05pct.)。其中大 B 客户业务收入增长 59.04%，净利润 1.28 亿元，增长 66%。1) 分品类看，2020H1 办公用品实现营收 20.87 亿元 (+41.04%)，毛利率 14.07% (-2.78pct.)；办公设备实现营收 13.82 亿元 (+44.68%)，毛利率 4.89% (-0.41pct.)。2) 渠道端客户招标空间广阔，产品端 MRO 业务稳步推进。客户拓展上，3-6 月份公司招标的中标率保持在 90% 以上，新增中标新疆财政厅、太平保险、湖南中烟及国网等集采项目，目前政府、央企等目标客户集采率约 30%-35%，部分集采客户仍处于业务初级阶段，办公集采渗透率和执行度提升空间广阔。在产品线上，公司新增中标中海油能源物流、远洋房地产、国网江西等公司 MRO 集采项目，目前公司 MRO 产品占比约 25%，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。
- SaaS 服务：云视频领域领导品牌，发力全场景服务及政企渠道落地。**2020H1 公司 SaaS 服务实现营收 26.08 亿元，同比增长 24.64%；毛利率 50.83% (-14.26pct.)。其中好视通实现营收 2.32 亿元，实现净利润 0.45 亿元，杭州麦苗收入利润有所下滑。受疫情推动，上半年公司累计获取 25 万家免费客户，其中超过 3000 家完成付费转化。此外，公司积极构建云视频生态，与国产操作系统统信 UOS、龙芯中科、上海兆芯、长城科技、天津麒麟等多家国产化产业链的核心厂商完成产品兼容性认证。
- 投资建议：**B2B 业务受益集采趋势，客户储备资源丰富，SaaS 业务成长空间广阔，公司业绩有望持续稳健增长。我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 84.6、111.8、141.7 亿元，同比增长 41.5%、32.1%、26.7%，实现归属于母公司净利润 3.37、4.55、5.84 亿元，同比增长 46.2%、35.2%、28.2%，EPS 为 0.46、0.62、0.8 元，“买入”评级。
- 风险提示：**客户拓展不及预期风险、文具行业竞争加剧风险。

**图表 1: 齐心集团三大财务报表**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5981.27	8463.50	11183.66	14173.06	净利润	230.25	337.57	456.52	584.99
营业成本	5044.92	7088.18	9341.71	11816.08	折旧与摊销	80.22	64.28	75.83	89.58
营业税金及附加	35.94	42.32	55.92	70.87	财务费用	31.24	67.71	100.65	141.73
销售费用	397.52	572.98	753.78	954.13	资产减值损失	0.20	12.00	10.00	10.00
管理费用	173.63	323.31	428.33	539.99	经营营运资本变动	156.14	-82.60	76.83	37.37
财务费用	31.24	67.71	100.65	141.73	其他	78.53	-33.98	-29.93	-28.04
资产减值损失	0.20	12.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	576.57	364.98	689.90	835.64
投资收益	32.40	22.00	20.00	18.00	资本支出	-90.10	-220.00	-250.00	-280.00
公允价值变动损益	-5.52	0.00	0.00	0.00	其他	-57.71	-30.33	-22.69	-28.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-147.80	-250.33	-272.69	-308.92
营业利润	271.63	379.01	513.26	658.26	短期借款	-792.28	108.89	-100.00	-100.00
其他非经营损益	-0.25	2.00	2.00	2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	271.37	381.01	515.26	660.26	股权融资	942.43	0.00	0.00	0.00
所得税	41.13	43.43	58.74	75.27	支付股利	-189.00	-46.05	-67.34	-91.06
净利润	230.25	337.57	456.52	584.99	其他	-274.97	-7.42	-110.65	-141.73
少数股东损益	0.00	0.87	1.20	1.24	筹资活动现金流净额	-313.81	55.42	-277.99	-332.80
归属母公司股东净利润	230.24	336.70	455.32	583.75	现金流量净额	120.85	170.07	139.22	193.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3574.98	3745.06	3884.28	4078.20	成长能力				
应收和预付款项	2143.46	2651.43	3654.32	4639.79	销售收入增长率	41.03%	41.50%	32.14%	26.73%
存货	248.05	489.22	607.63	753.88	营业利润增长率	49.36%	39.53%	35.42%	28.25%
其他流动资产	104.94	91.81	123.46	150.41	净利润增长率	19.03%	46.61%	35.24%	28.14%
长期股权投资	37.12	37.12	37.12	37.12	EBITDA 增长率	33.12%	33.39%	34.98%	28.97%
投资性房地产	41.84	82.30	74.98	71.90	获利能力				
固定资产和在建工程	502.94	624.61	767.24	928.61	毛利率	15.65%	16.25%	16.47%	16.63%
无形资产和开发支出	992.48	1027.23	1059.48	1089.23	三费率	10.07%	11.39%	11.47%	11.54%
其他非流动资产	229.93	279.22	328.51	377.81	净利率	3.85%	3.99%	4.08%	4.13%
资产总计	7875.75	9027.99	10537.02	12126.95	ROE	6.86%	9.18%	11.22%	12.82%
短期借款	1891.11	2000.00	1900.00	1800.00	ROA	2.92%	3.74%	4.33%	4.82%
应付和预收款项	2582.72	3210.16	4414.71	5586.37	ROIC	16.33%	21.85%	25.78%	29.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.40%	6.04%	6.17%	6.28%
其他负债	44.55	138.64	153.94	178.29	营运能力				
负债合计	4518.38	5348.81	6468.65	7564.66	总资产周转率	0.80	1.00	1.14	1.25
股本	734.02	734.02	734.02	734.02	固定资产周转率	12.95	15.82	17.67	18.71
资本公积	2022.99	2022.99	2022.99	2022.99	应收账款周转率	4.13	4.11	4.24	4.04
留存收益	834.47	1125.13	1513.11	2005.79	存货周转率	18.57	19.15	16.98	17.32
归属母公司股东权益	3357.45	3678.40	4066.38	4559.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	136.30%	—	—	—
少数股东权益	-0.08	0.79	1.99	3.23	资本结构				
股东权益合计	3357.37	3679.18	4068.37	4562.29	资产负债率	57.37%	59.25%	61.39%	62.38%
负债和股东权益合计	7875.75	9027.99	10537.02	12126.95	带息债务/总负债	41.85%	37.39%	29.37%	23.79%
					流动比率	1.35	1.31	1.28	1.27
					速动比率	1.29	1.21	1.19	1.17
					股利支付率	82.09%	13.68%	14.79%	15.60%
业绩和估值指标									
EBITDA	383.08	511.00	689.75	889.57	每股指标				
PE	54.77	37.45	27.70	21.60	每股收益	0.31	0.46	0.62	0.80
PB	3.76	3.43	3.10	2.76	每股净资产	4.57	5.01	5.54	6.22
PS	2.11	1.49	1.13	0.89	每股经营现金	0.79	0.50	0.94	1.14
EV/EBITDA	27.61	20.30	14.64	10.97	每股股利	0.26	0.06	0.09	0.12
股息率	1.50%	0.37%	0.53%	0.72%					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。