

轻工/文娱用品

齐心集团 (002301.SZ)

下调评级

报告原因：公司公告

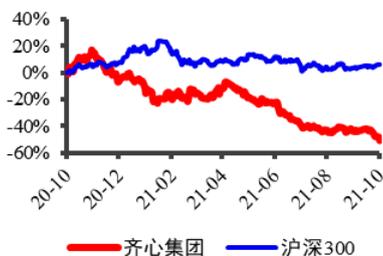
21Q3 盈利能力有所改善，B2B 业务延续稳健增长

增持

2021 年 10 月 29 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 10 月 28 日

收盘价(元):	6.48
年内最高/最低(元):	21.06/6.65
流通 A 股/总股本(亿):	7.33/7.34
流通 A 股市值(亿):	47
总市值(亿):	47

基础数据：2021 年 9 月 30 日

基本每股收益	0.18
摊薄每股收益:	0.18
每股净资产(元):	4.87
净资产收益率:	3.65%

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): 受商誉减值拖累净利润下降，B2B 业务盈利能力大幅提升》2020-4-22

《【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

➢ 公司发布 2021 年第三季度报告：报告期内，公司实现营业收入 68.43 亿元，同比增长 12.27%；归属于上市公司股东的净利润 1.29 亿元，同比减少 46.31%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.19 亿元，同比减少 47.48。业绩符合预期。

事件点评

➢ 2021Q3，公司营收、归母净利润同比分别增长 0.81%、2.88%，大幅超越 2019 年同期表现。单季度来看，公司 2021Q3 实现营业收入 23.58 亿元，同比增长 0.81%，相对 2019Q3 增长 39.86%；实现归母净利润 5682.25 万元，同比增长 2.88%，相对 2019Q3 增长 32.56%；实现扣非后归母净利润 5647.28 万元，同比增长 9.41%，相对 2019Q3 增长 47.37%。

➢ B2B 业务投入增加、大宗商品采购成本上涨及海外运力调整等因素作用下，公司毛利率、净利率承压下行。单季度来看，Q3 盈利能力指标环比、同比均有所好转。2021Q3，公司毛利率同比提升 0.38pct 至 10.01%，净利率同比提升 0.03pct 至 2.34%；2021 前三季度，公司毛利率同比下滑 2.16pct 至 9.72%，净利率同比下降 2.09pct 至 1.85%，毛利率承压下降，主要原因系大宗商品采购成本上涨，B2B 业务各项投入的加大，以及上半年国外客户订单因物流资源紧缺不能顺利报关出口等。费用端看，公司期间费用率同比增加 0.35pct 至 7.38%，其中，销售费用率 4.30% (-0.22pct)；管理费用率 2.99% (+0.13pct)，其中研发费用占营业收入的比重提升 0.32pct 至 0.97%；财务费用率 0.09% (+0.32pct)。

➢ B2B 大客户业务收入稳健增长，全年存量及新增客户订单充足，品类持续深耕强化。报告期内，公司加大对 B2B 业务投入，强化前端招投标能力、业务开拓能力、落地服务能力，建设数字化运营平台服务体系等，进一步夯实竞争壁垒。2021H1，公司 B2B 业务实现营收 43.65 亿元，同比增长 24.85%；毛利率 8.29% (-2.19pct)。其中，大 B 客户业务实现收入 39.48 亿元，同比增长 26.06%，实现净利润 1.05 亿元，对应净利率 2.65%。上半年自有品牌业务实现收入 4.17 亿元，同比增长 14.45%，净利润亏损 0.26 亿元。

➢ 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



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

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

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。2021H1 公司 SaaS 云视频服务实现营收 1.21 亿元，同比下滑 53.56%；毛利率 55.65%（+4.82pct.）。公司持续推动“云+端+行业”发展战略落地，增强销售渠道开拓和加大市场推广投入，加大云视频核心技术的研发投入，发布多款智能终端新品，在垂直行业客户和渠道合作伙伴开发初见成效。但受上半年国内芯片短缺、主要原材料价格上涨影响，好视通产品销售出货受阻，短期业绩承压。

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 1.98、2.24、2.75 亿元，同比增长-1.64%、13.53%、22.67%，对应 EPS 为 0.26/0.30/0.36 元，PE 为 24.77、21.82、17.79 倍。公司 21Q3 业绩环比、同比均有所改善，但考虑到 B2B 投入回报周期较长，且目前面临国内芯片短缺、主要原材料价格上涨等负面影响，短期内盈利能力或将继续承压，因此下调至“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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,981.3	8,009.3	8,954.4	10,431.9	11,892.4
同比增长	41.03%	33.91%	11.80%	16.50%	14.00%
归母净利润（百万元）	230.2	200.8	197.6	224.3	275.1
同比增长	20.06%	-12.77%	-1.64%	13.53%	22.67%
每股收益（元）	0.31	0.27	0.26	0.30	0.36
PE	20.66	23.68	24.77	21.82	17.79
PB	1.42	1.37	1.24	1.18	1.11

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	8,954.4	10,431.9	11,892.4	成长性					
减:营业成本	5,044.9	6,835.5	8,005.3	9,317.8	10,612.8	营业收入增长率	41.0%	33.9%	11.8%	16.5%	14.0%
营业税费	35.9	40.9	46.8	55.3	64.3	营业利润增长率	49.4%	-4.7%	-0.3%	12.9%	22.8%
销售费用	397.5	419.6	376.1	453.8	514.9	净利润增长率	33.3%	40.9%	-44.7%	9.1%	47.0%
管理费用	173.6	219.3	256.1	300.4	337.7	EBITDA增长率	39.7%	49.8%	-50.5%	11.5%	22.2%
财务费用	31.2	88.8	6.1	3.0	2.0	EBIT增长率	35.5%	4.4%	-24.0%	11.5%	22.2%
资产减值损失	0.2	-48.8	0.1	4.0	2.1	NOPLAT增长率	20.1%	-12.8%	-1.6%	13.5%	22.7%
加:公允价值变动收益	-5.5	-12.3	-7.0	-8.2	-2.2	投资资本增长率	4.4%	-13.8%	93.4%	27.9%	14.1%
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%	13.5%	5.7%	5.7%
营业利润	271.6	258.8	257.9	291.3	357.8	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%	10.6%	10.7%	10.8%
利润总额	271.4	259.2	255.9	290.5	356.4	营业利润率	4.5%	3.2%	2.9%	2.8%	3.0%
减:所得税	41.1	59.1	58.3	66.2	81.2	净利润率	3.8%	2.5%	2.2%	2.1%	2.3%
净利润	230.2	200.8	197.6	224.3	275.1	EBITDA/营业收入	7.1%	7.5%	3.7%	3.5%	4.5%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	6.0%	6.7%	2.9%	2.8%	3.0%
货币资金	3,575.0	3,061.5	3,161.1	2,759.6	2,385.8	投资回报率					
交易性金融资产	3.0	13.1	19.0	11.0	9.0	ROE	6.9%	5.8%	5.0%	5.4%	6.3%
应收帐款	1,972.3	3,525.5	2,577.0	3,002.2	3,422.5	ROA	2.9%	2.2%	2.0%	2.1%	2.5%
应收票据	-	19.0	-	-	-	ROIC	19.7%	19.7%	17.4%	10.0%	9.6%
预付帐款	171.1	207.2	408.9	475.9	542.1	费用率					
存货	248.1	271.0	1,096.6	1,276.4	1,453.8	销售费用率	6.6%	5.2%	4.2%	4.4%	4.3%
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%	2.9%	2.9%	2.8%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	0.5%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	10.1%	9.1%	7.1%	7.3%	7.2%
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	29	40	47
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	293	259	236
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	31	46	30
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	379	351	329
资产总额	7,875.7	9,101.9	9,763.5	10,562.0	11,188.9	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%	59.7%	60.6%	60.7%
应付票据	697.8	858.6	959.9	1,118.3	1,274.8	负债权益比	134.6%	162.3%	147.9%	153.8%	154.4%
应付账款	1,627.8	3,108.6	2,364.3	2,751.9	3,134.4	流动比率	1.35	1.28	1.27	1.20	1.17
其他流动负债	7.2	17.4	18.3	19.2	20.1	速动比率	1.29	1.23	1.08	1.00	0.96
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					
负债总额	4,518.4	5,631.6	5,825.8	6,400.1	6,791.0	EPS(元)	0.31	0.27	0.26	0.30	0.36
股本	734.0	734.0	755.2	755.2	755.2	BVPS(元)	4.57	4.73	5.21	5.51	5.82
资本公积与留存收益	834.5	947.5	1,145.1	1,369.3	1,617.0	PE(X)	20.7	23.7	24.8	21.8	17.8
少数股东权益	-0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	PB(X)	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1
股东权益	3,357.4	3,470.3	3,937.7	4,162.0	4,398.0	P/FCF	-6.5	-14.3	-32.1	-12.0	-15.0
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/S	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
净利润	230.2	200.1	197.6	224.3	275.1	EV/EBITDA	16.3	12.5	9.7	10.0	7.1
加:折旧和摊销	13.9	105.4	-	-	-	CAGR(%)	-0.9%	11.2%	0.7%	-0.9%	11.2%
资产减值准备	80.2	72.4	68.2	68.2	173.2	PEG	-2371.1%	211.5%	3508.9%	-2504.3%	158.8%
公允价值变动损失	5.5	12.3	-7.0	-8.2	-2.2						
财务费用	128.0	139.3	6.1	3.0	2.0						
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	-603.1	-105.4	-92.7						
经营活动产生现金流量	576.6	587.0	-339.3	179.9	354.0						
投资活动产生现金流量	-147.8	-152.5	-569.9	-578.4	-494.5						
融资活动产生现金流量	-313.8	-285.4	263.8	-3.0	-41.1						

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

