

B2B 业务稳步发展，Q3 盈利能力持续修复

齐心集团 (002301)

评级:	买入	股票代码:	002301
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	16.18/6.56
目标价格:		总市值(亿)	48.74
最新收盘价:	6.64	自由流通市值(亿)	48.65
		自由流通股数(百万)	732.74

事件概述

齐心集团发布 2021 年三季报：前三季度公司实现营业收入 68.43 亿元，同比+12.27%；归母净利润 1.29 亿元，同比-46.31%；扣非后归母净利润 1.19 亿元，同比-47.48%。盈利能力有所下降主要受各项投入增加、原材料价格上涨、各项生产要素成本增加及外汇波动影响短期效益所致。分季度看，Q1、Q2、Q3 营业收入分别为 20.60、24.26、23.58 亿元，同比分别+35.32%、+8.57%、+0.81%；净利润分别为 0.54、0.18、0.56 亿元，同比分别+5.83%、-86.83%、+2.88%；扣非后归母净利润分别为 0.50、0.13、0.56 亿元，同比分别+3.58%、-89.84%、+9.41%。面对外汇波动、原材料价格上涨、生产要素成本增加及核心能力构建投入增加等各项环境变化，Q3 经营业绩稳步增长。

分析判断：

► 收入端：B2B 业务稳步发展，大客户储备稳定增长

2021 年前三季度公司营收增长 12.27%，分季度看，Q1、Q2、Q3 单季度营收增速逐渐放缓，Q3 单季度营收增速和去年同期基本持平，我们预计主要为：1) B2B 办公物资销售额增速放缓。受处于社会恢复期下的 2020Q3 销售额高基数影响，叠加各地散发疫情的影响，2021Q3 增速有所放缓。2) B2B 大客户订单储备持续增长。2021 年经济下行压力加大，公司持续发展优质大客户，中标客户逐步增多，对未来业绩支撑力度增强。2021Q1-Q3 公司持续中标国家电网 2021 年防疫物资及部分省份自治区采购项目、中国邮政、中国邮政储蓄银行等公司，新中标中国航发、中国航天、中国烟草、深圳政采等央企、政府集采项目，公司储备的订单规模稳步增长，客户业务驱动进入新品类、新场景，为未来发展打下良好基础。3) SAAS 服务业务方面，好视通加大了在云视频核心技术上的研发投入，尤其是高品质硬件研发及纵深行业的投入，对公司短期业绩有一定的影响；目前好视通已可为众多政企及保密单位提供自主可控的云视频安全保障，公司将继续推动好视通“云+端+行业”发展战略实施落地。

► 盈利端：Q3 盈利能力同比基本持平，期间费用率小幅提升

公司 2021 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 9.72%、1.85%，同比分别-2.16pct、-2.09pct，盈利能力略有下降。分季度来看，Q1、Q2、Q3 毛利率分别为 9.51%、9.62%、10.01%，同比分别-4.16pct、-3.40pct、+0.37pct；净利率分别为 2.62%、0.71%、2.34%，同比分别-0.82pct、-5.27pct、+0.03pct。Q3 单季度盈利能力同比基本持平，我们认为主要为：1) 公司 B2B 大客户业务规模持续扩大，2021 年公司持续发展优质大客户且存量客户稳定性较高；2) 公司持续完善企业数字化平台，共建高效、智能供需集采体系，平台服务能力不断提升，目前平台服务能力已达到 20+大品类和 150 万+商品。期间费用方面，2021 年前三季度期间费用率为 7.38%，同比+0.35pct，期间费用率有小幅上升；其中 2021Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-0.22pct、+0.13pct、+0.32pct、+0.43pct 至 4.30%、2.99%、0.97%、0.09%。研发费用率上升主要为公司企业自主研发支出费用化支出增加所致，财务费用率上升主要为财务费用汇兑损失较上年同期增加所致。

► 现金流同比有所下降，经营质量持续改善

2021 年前三季度公司经营产生的现金流量净额为 1.76 亿元，同比-16.95%，主要为公司应收账款数额较大所致；分季度看，Q1、Q2、Q3 经营活动产生的现金流量净额分别为 0.64、0.76、0.36 亿元，同比分别+115.92%、-83.29%、-77.92%。2021 年公司经营活动现金流量净额持续为正，主要得益于公司加强商品供应链

管理并合理规划供应商结算管理，应收账款回款加快，客户回款增加，订单交付服务能力和商务服务能力提升。

投资建议：

公司是国内 B2B 办公物资领域的领跑者公司，“B2B 业务+云视频业务”双轮驱动，有助于公司长期业绩的稳定发展，并且预计随着自有品牌占比提升、MRO 工业品及员工福利等高附加值产品业务规模的逐渐放量，盈利能力有望逐步提升。因为考虑原材料涨价、外汇波动及各项投入增加等原因，我们下调公司 21-23 年营收 108.01/140.37/178.28 亿元的预测至 90.77/104.61/122.73 亿元，下调 21-23 年 EPS 0.33/0.43/0.56 元的预测至 0.24/0.30/0.37 元，对应 2021 年 10 月 27 日 6.64 元/股收盘价，PE 分别为 32 倍、26 倍、21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

B2B 业务客户拓展不及预期；MRO、员工福利等高价值产品拓展不及预期；互联网巨头进入云视频服务市场导致市场竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,981	8,009	9,077	10,461	12,273
YoY (%)	41.0%	33.9%	13.3%	15.2%	17.3%
归母净利润(百万元)	230	201	178	217	273
YoY (%)	20.1%	-12.8%	-11.6%	22.1%	26.0%
毛利率 (%)	15.7%	14.7%	13.4%	13.6%	13.8%
每股收益 (元)	0.31	0.27	0.24	0.30	0.37
ROE	6.9%	5.8%	4.9%	5.6%	6.5%
市盈率	24.29	27.85	31.49	25.80	20.48

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,009	9,077	10,461	12,273	净利润	200	177	216	272
YoY (%)	33.9%	13.3%	15.2%	17.3%	折旧和摊销	72	49	51	54
营业成本	6,836	7,858	9,040	10,580	营运资金变动	79	-198	137	193
营业税金及附加	41	52	61	71	经营活动现金流	587	108	484	600
销售费用	420	540	628	736	资本开支	-150	-106	-131	-161
管理费用	219	271	312	365	投资	-3	0	0	0
财务费用	89	72	87	106	投资活动现金流	-153	-103	-128	-159
资产减值损失	-49	0	0	0	股权募资	80	0	0	0
投资收益	3	3	3	2	债务募资	4,093	0	0	0
营业利润	259	214	261	329	筹资活动现金流	-285	-82	-82	-82
营业外收支	0	-1	-1	-1	现金净流量	60	-77	274	359
利润总额	259	213	260	328					
所得税	59	36	44	56	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	200	177	216	272	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	201	178	217	273	营业收入增长率	33.9%	13.3%	15.2%	17.3%
YoY (%)	-12.8%	-11.6%	22.1%	26.0%	净利润增长率	-12.8%	-11.6%	22.1%	26.0%
每股收益	0.27	0.24	0.30	0.37	盈利能力 (%)				
					毛利率	14.7%	13.4%	13.6%	13.8%
					净利率	2.5%	1.9%	2.1%	2.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	2.2%	1.9%	2.1%	2.4%
货币资金	3,062	2,984	3,259	3,618	净资产收益率 ROE	5.8%	4.9%	5.6%	6.5%
预付款项	207	311	321	381	偿债能力 (%)				
存货	271	395	421	493	流动比率	1.28	1.31	1.29	1.27
其他流动资产	3,662	3,490	4,179	4,926	速动比率	1.20	1.18	1.17	1.15
流动资产合计	7,201	7,180	8,179	9,418	现金比率	0.55	0.55	0.51	0.49
长期股权投资	40	40	40	40	资产负债率	61.9%	60.0%	62.1%	64.0%
固定资产	499	517	538	564	经营效率 (%)				
无形资产	147	187	207	227	总资产周转率	0.88	0.99	1.02	1.06
非流动资产合计	1,900	1,964	2,054	2,180	每股指标 (元)				
资产合计	9,102	9,144	10,234	11,598	每股收益	0.27	0.24	0.30	0.37
短期借款	1,170	1,170	1,170	1,170	每股净资产	4.73	4.98	5.29	5.69
应付账款及票据	3,967	3,772	4,568	5,527	每股经营现金流	0.80	0.15	0.66	0.82
其他流动负债	477	530	596	709	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,614	5,472	6,334	7,406	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	27.85	31.49	25.80	20.48
其他长期负债	17	17	17	17	PB	2.82	1.53	1.44	1.34
非流动负债合计	17	17	17	17					
负债合计	5,632	5,490	6,351	7,424					
股本	734	734	734	734					
少数股东权益	-1	-1	-2	-3					
股东权益合计	3,470	3,654	3,882	4,174					
负债和股东权益合计	9,102	9,144	10,234	11,598					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。