

公司研究

业绩超预期，管理费用率持续下行

——中兴商业（000715.SZ）2021 年年报点评

要点

公司 2021 年营收同比增长 1.11%，归母净利润同比增长 40.09%

3月30日，公司公布2021年年报：2021年实现营业收入8.68亿元，同比增长1.11%，实现归母净利润1.36亿元，折合成全面摊薄EPS为0.33元，同比增长40.09%，实现扣非归母净利润1.16亿元，同比增长31.68%。

单季度拆分来看，4Q2021实现营业收入2.08亿元，同比减少10.12%，实现归母净利润0.50亿元，折合成全面摊薄EPS为0.12元，同比减少35.82%，实现扣非归母净利润0.47亿元，同比减少2.97%。

公司 2021 年综合毛利率上升 2.94 个百分点，期间费用率上升 0.35 个百分点

2021年公司综合毛利率为55.14%，同比上升2.94个百分点。单季度拆分来看，4Q2021年公司综合毛利率为58.79%，同比上升0.71个百分点。

2021年公司期间费用率为33.81%，同比上升0.35个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为5.73%/28.28%/-0.20%，同比分别变化+0.27/-1.17/+1.26个百分点。4Q2021年公司期间费用率为25.17%，同比上升0.70个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为6.14%/19.11%/-0.08%，同比分别变化+0.74/-1.65/+1.60个百分点。

加强线上化建设，精细管理控制管理费用

2021年公司加强线上化建设，增设小红书、视频号、大众点评等新媒体渠道，同时上线渠道二维码，推广“小积分大作用”，上线“金领结”服务，提高会员权益。线下方面公司优化品牌组合，提升专柜形象，2021年公司销售超千万品牌有60余个。在成本控制方面，公司通过精细管理降本增效，大力开展修旧利废和技术创新，公司2021年管理费用率下降了1.17个百分点。

上调盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩超预期，主要是公司进行混改后不断提高管理效率，管理费用率持续下行，从而提升公司获利空间，我们上调对公司2022/2023年EPS的预测25%/13%至0.36/0.38元，新增对公司2024年EPS的预测0.40元。公司积极开拓线上渠道，不断提高会员粘性，有利于巩固公司在沈阳地区的竞争优势，维持“增持”评级。

风险提示：主力店经营情况不达预期，混改后经营改善情况不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	858	868	897	919	938
营业收入增长率	-68.23%	1.11%	3.36%	2.46%	2.08%
净利润（百万元）	97	136	150	159	166
净利润增长率	-37.13%	40.09%	10.46%	5.75%	4.68%
EPS（元）	0.23	0.33	0.36	0.38	0.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.29%	8.20%	8.40%	8.25%	8.05%
P/E	22	15	14	13	13
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-03-30

增持（维持）

当前价：5.03元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.16
总市值(亿元):	20.91
一年最低/最高(元):	4.33/5.30
近3月换手率:	45.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.36	16.75	26.04
绝对	-0.79	2.86	11.49

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预告，打造网络新媒体宣传矩阵——中兴商业（000715.SZ）2021年半年报点评（2021-08-25）

业绩符合预期，整合资源优势推进公司发展——中兴商业（000715.SZ）2021年一季度及半年度业绩预告点评（2021-04-25）

表 1: 公司 2021 年分业态情况

业态	终端零售收入 (万元)	终端零售收入同比增速 (%)	净利润 (万元)	净利润同比增速 (%)	坪效 (万元/m ² /年)
百货	71,316.94	2.39%	14,237.88	97.23%	0.69
超市	4,800.75	-22.69%	-664.91	-711.16%	0.21
便利店	19.03	-75.79%	-42.11	-10.64%	0.16

资料来源: 公司公告

表 2: 公司 2021 年分行业情况

分行业	营业收入 (元)	毛利率 (%)	营业收入同比增速 (%)	毛利率比上年同期增减 (pct)
零售业	763,851,632.79	49.67%	0.29%	2.84pct
服务业	104,143,199.67	95.28%	7.55%	0.89pct

资料来源: 公司公告

表 3: 公司 4Q2021 归母净利润同比减少 35.82%

	归母净利润 (万元)	归母净利润增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
3Q2019	2964.74	35.24	0.07	2819.09	27.43	0.07	145.64
4Q2019	3631.57	27.45	0.09	3842.87	26.16	0.09	-211.30
1Q2020	-2268.07	NA	-0.05	-40.51	NA	0.00	-2227.56
2Q2020	1185.98	-82.59	0.03	1144.36	-68.71	0.03	41.62
3Q2020	2921.16	-1.47	0.07	2842.99	0.85	0.07	78.17
4Q2020	7862.45	116.50	0.19	4867.76	26.67	0.12	2994.69
1Q2021	2362.60	NA	0.06	1693.55	NA	0.04	669.05
2Q2021	3150.87	165.68	0.08	2714.12	137.17	0.07	436.75
3Q2021	3030.56	3.74	0.07	2475.65	-12.92	0.06	554.91
4Q2021	5046.46	-35.82	0.12	4723.38	-2.97	0.11	323.07
TTM	13590.49	40.09	0.33	11606.70	31.68	0.28	1983.78

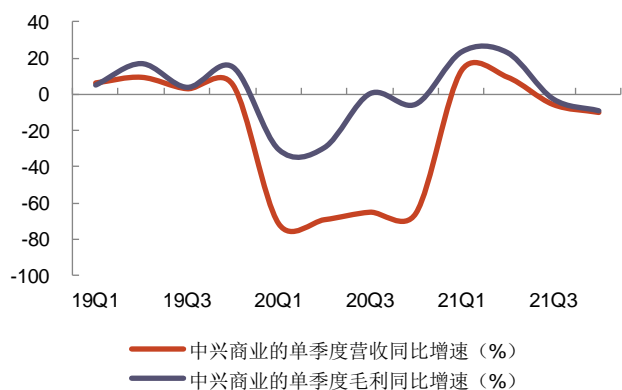
资料来源: 公司公告; 数据已做追溯调整

表 4: 公司 4Q2021 净利率较上年同期下降 9.73 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
3Q2019	64817.58	3.02	18.47	0.18	11.60	4.57	1.09
4Q2019	67952.62	5.15	20.86	1.84	11.73	5.34	0.93
1Q2020	20389.70	-71.74	46.63	27.65	39.42	-11.12	-13.93
2Q2020	19902.93	-69.52	49.46	28.08	38.50	5.96	-4.47
3Q2020	22451.59	-65.36	53.62	35.15	32.81	13.01	8.44
4Q2020	23104.23	-66.00	58.09	37.22	24.48	34.03	28.69
1Q2021	23076.13	13.18	50.97	4.34	37.53	10.24	21.36
2Q2021	21784.63	9.45	55.74	6.28	35.51	14.46	8.50
3Q2021	21172.09	-5.70	55.49	1.87	36.49	14.31	1.30
4Q2021	20766.63	-10.12	58.79	0.71	25.17	24.30	-9.73
TTM	86799.48	1.11	55.14	2.94	33.81	15.66	4.36

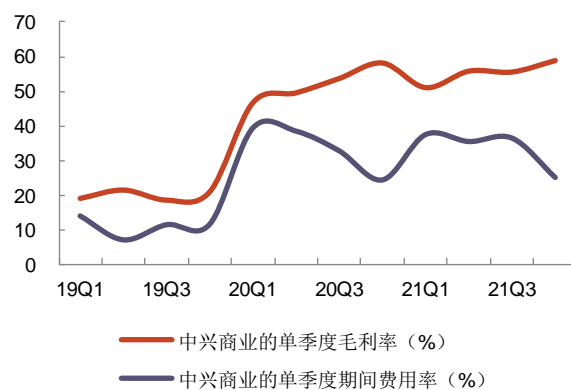
资料来源: 公司公告; 数据已做追溯调整

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2019Q1-2021Q4)



资料来源: 公司公告, 数据已做追溯调整

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2019Q1-2021Q4)



资料来源: 公司公告, 数据已做追溯调整

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	858	868	897	919	938
营业成本	410	389	397	405	412
折旧和摊销	57	43	112	118	123
税金及附加	28	31	31	32	33
销售费用	47	50	49	50	50
管理费用	253	245	248	250	253
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-13	-2	-4	-6	-8
投资收益	29	20	20	20	20
营业利润	164	179	201	213	223
利润总额	123	181	200	212	222
所得税	26	45	50	53	55
净利润	97	136	150	159	166
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	97	136	150	159	166
EPS(元)	0.23	0.33	0.36	0.38	0.40

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	145	159	160	248	266
净利润	97	136	150	159	166
折旧摊销	57	43	112	118	123
净营运资金增加	-1,860	14	101	25	14
其他	1,851	-34	-203	-53	-37
投资活动产生现金流	569	-133	-78	-105	-80
净资本支出	-10	-3	-100	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	578	-130	22	-5	20
融资活动现金流	-32	-24	-19	-17	-16
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	3	-3	0	0
无息负债变化	-37	5	-72	1	5
净现金流	681	2	62	126	170

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	52.2%	55.1%	55.8%	55.9%	56.0%
EBITDA 率	21.7%	23.7%	32.2%	33.1%	33.8%
EBIT 率	14.4%	18.1%	19.7%	20.3%	20.7%
税前净利润率	14.3%	20.9%	22.3%	23.0%	23.6%
归母净利润率	11.3%	15.7%	16.7%	17.3%	17.7%
ROA	4.2%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%
ROE (摊薄)	6.3%	8.2%	8.4%	8.3%	8.0%
经营性 ROIC	8.6%	10.6%	11.0%	11.5%	12.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	33%	32%	28%	27%	26%
流动比率	1.88	2.12	2.50	2.72	2.99
速动比率	1.79	2.01	2.38	2.60	2.87
归母权益/有息债务	-	546.23	-	-	-
有形资产/有息债务	-	723.00	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,321	2,444	2,498	2,635	2,782
货币资金	1,134	1,137	1,200	1,326	1,496
交易性金融资产	0	150	150	150	150
应收账款	2	1	1	1	1
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	9	9	9	9	9
存货	60	68	67	70	70
其他流动资产	6	2	2	2	2
流动资产合计	1,217	1,373	1,435	1,565	1,735
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	701	672	626	580	533
在建工程	0	0	8	13	17
无形资产	198	189	212	232	250
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	19	19	19	19
非流动资产合计	1,104	1,071	1,063	1,071	1,048
总负债	777	785	710	711	716
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	180	201	202	203	206
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	3	4	4	4	4
其他流动负债	31	32	32	32	32
流动负债合计	648	649	574	575	580
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	136	136	136	136
非流动负债合计	130	136	136	136	136
股东权益	1,543	1,659	1,788	1,924	2,067
股本	416	416	416	416	416
公积金	351	364	379	388	388
未分配利润	773	874	988	1,116	1,259
归属母公司权益	1,543	1,658	1,787	1,923	2,066
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.46%	5.73%	5.50%	5.40%	5.30%
管理费用率	29.45%	28.28%	27.60%	27.20%	27.00%
财务费用率	-1.46%	-0.20%	-0.50%	-0.63%	-0.85%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	21%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06
每股经营现金流	0.35	0.38	0.38	0.60	0.64
每股净资产	3.71	3.99	4.30	4.63	4.97
每股销售收入	2.07	2.09	2.16	2.21	2.26

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	22	15	14	13	13
PB	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.3	7.7	5.2	4.5	3.9
股息率	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE