

客户调整趋于尾声，现金流大幅改善

2023 年 04 月 24 日


分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

➤ **事件。**22 全年实现营收 86.29 亿元，同增 4.77%，归母净利润/扣非净利润 1.27/0.91 亿元，同增 122.53%/116.16%；其中 22Q4 实现营收 18.89 亿元，同增 35.60%，归母净利润/扣非净利润-0.16/-0.37 亿元。23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 19.11/0.45/0.43 亿元，同降 11.04%/18.90%/24.64%。

➤ **B2B 业务持续发展，云服务研发转化滞后暂时承压。**分行业看，B2B 业务小幅增长，22 年 B2B 办公物资/云服务实现营收 84.83/1.46 亿元，同比变化 5.2%/-14.4%。B2B 业务：继续聚焦央企、银行等优质大客户，储备订单规模稳步增长；自主品牌：吾皇猫、国家宝藏等 IP 合作助力产品创意化+IP 化，提升产品附加值；SAAS：好视通业务“云+端+行业场景”发展战略实施落地，聚焦服务垂直行业客户，完善线上办公生态。22Q4 收入同增 35.6%，22Q4 B2B 业务收入为 18.96 亿元，同比增长 38.4%，环比下降 22.5%，同比上升主因 21Q4 较多客户未续标导致低基数，环比下降主因 Q4 受疫情放开影响造成大面积企业停工停产所致。22Q4 云服务收入为-0.08 亿元，我们估计主因客户收入确认延迟及退货影响。23Q1 收入同减 11.04%，主因客户结构调整叠加疫情影响所致。

➤ **净利润大幅上升，费用控制进一步优化。**22 年归母净利润/扣非净利润 1.27/0.91 亿元，同比分别增长 122.53%/116.16%。22Q4 单季度归母净利润/扣非净利润亏损-0.16/-0.37 亿元，同比分别增长 97.68%/94.65%。分业务来看：22Q4 B2B/云服务利润分别为 0.36/-0.52 亿元，环减 47.8%/372.7%，同增 157.1%/7.1%，环比减少主因疫情放开病毒迅速扩散，企业停产停工所致。22Q4 毛利率/净利率同比变化-7.66/+48.65pct 至 10.86%/-1.01%，净利率变化主因 21 年商誉影响导致基数较低；费用率层面，22Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比下降 2.67/2.20/0.62/1.26pct，管理费用率下降主因报告期公司管理人员薪酬、办公费用、股份支付较上年同期下降所致。

➤ **客户结构调整盈利可期，资产负债结构逐季优化。**23Q1 归母净利润为 0.45 亿元，同比下降 18.9%，公司当前客户结构仍在调整中，大客户策略落地净利润上行可期。23Q1 毛利率/净利率同比变动-0.07/-0.43pct 至 10.16%/2.18%，销售/管理/研发/财务费用率同比变动+0.74/+0.15/-0.04/-0.41pct。2022 年公司经营活动现金流量净额为 3.25 亿元，同增 53.3%，23Q1 经营性现金流净额亦录得 808 万元，去年同期为-500 万元，主因公司逐步完成客户结构调整，客户回款效率在加速，同时信息化升级带动运营效率提升优化现金流，公司资产负债率逐季下降，从 21Q4 的 67.46%下降至 23Q1 的 58.33%，应收账款从 39.82 亿元下降至 24.23 亿元，财务质量提高。

推荐
维持评级
当前价格：
7.27 元
相关研究

1.齐心集团 (002301.SZ) 2022 年业绩预告点评：疫情下业绩稳步增长，期待 23 年增长持续兑现-2023/02/06

➤ **展望未来：**办公集采方面：22 年客户数已达 8 万+，客户结构优化基本完成，持续为公司贡献收入利润。MRO 方面：公司从 B2B 业务中拆出独立团队，并搭建驻场工程师团队，短期以 MRO 通用物资为主，随着对行业理解加深，进入非通用物资领域。自主品牌方面：通过与知名 IP 联名，提升年轻群体好感度。云视频业务：持续优化客户结构，聚焦预算充足大客户，并持续优化人员数量降本增效。员工福利业务：定制化模式满足客户需求，同时提高自身盈利水平。

➤ **投资建议：**2023 年办公集采依然是行业中确定性较强的方向。公司调整客户结构后，聚焦核心客户的办公物资采购，深挖客户业务需求，相比于国企、地方政府等回款安全性更高，同时伴随党政军线上化采购渗透率持续提升，看好公司 B2B 业绩持续兑现，小 B 客户业务和云视频伴随疫情好转和业务线调整完成，2023 年减亏可期。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.6/3.3/3.8 亿元，对应估值为 20X/16X/14X，维持“**推荐**”评级。

➤ **风险提示：**办公集采线上化渗透不及预期，市场竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,629	10,534	12,466	14,776
增长率 (%)	4.8	22.1	18.3	18.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	127	259	325	379
增长率 (%)	122.5	104.5	25.3	16.6
每股收益 (元)	0.18	0.36	0.45	0.52
PE	41	20	16	14
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,629	10,534	12,466	14,776
营业成本	7,760	9,224	10,962	13,003
营业税金及附加	51	53	50	59
销售费用	467	527	598	709
管理费用	179	253	299	355
研发费用	74	105	125	148
EBIT	109	327	379	439
财务费用	-98	-18	-21	-26
资产减值损失	-7	-2	-2	-2
投资收益	-48	3	4	4
营业利润	131	311	402	468
营业外收支	-7	-7	-7	-7
利润总额	125	304	395	461
所得税	4	52	67	78
净利润	121	253	328	382
归属于母公司净利润	127	259	325	379
EBITDA	216	443	522	585

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,782	3,043	3,501	4,029
应收账款及票据	2,889	3,455	4,089	4,847
预付款项	265	314	373	442
存货	262	302	359	425
其他流动资产	314	465	482	514
流动资产合计	6,512	7,579	8,803	10,257
长期股权投资	42	42	42	42
固定资产	451	464	473	491
无形资产	193	209	226	241
非流动资产合计	1,262	1,305	1,339	1,394
资产合计	7,773	8,884	10,142	11,651
短期借款	379	379	379	379
应付账款及票据	3,980	4,726	5,616	6,662
其他流动负债	287	381	408	470
流动负债合计	4,646	5,485	6,404	7,511
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	51	74	87	106
非流动负债合计	51	74	87	106
负债合计	4,697	5,559	6,490	7,617
股本	721	721	721	721
少数股东权益	11	8	11	15
股东权益合计	3,077	3,324	3,652	4,034
负债和股东权益合计	7,773	8,884	10,142	11,651

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.77	22.07	18.34	18.53
EBIT 增长率	24.75	200.81	15.79	15.96
净利润增长率	122.53	104.48	25.27	16.64
盈利能力 (%)				
毛利率	10.07	12.43	12.06	12.00
净利润率	1.47	2.46	2.60	2.56
总资产收益率 ROA	1.63	2.92	3.20	3.25
净资产收益率 ROE	4.13	7.81	8.91	9.42
偿债能力				
流动比率	1.40	1.38	1.37	1.37
速动比率	1.25	1.21	1.21	1.21
现金比率	0.60	0.55	0.55	0.54
资产负债率 (%)	60.42	62.58	63.99	65.37
经营效率				
应收账款周转天数	120.02	120.00	120.00	120.00
存货周转天数	12.31	12.00	12.00	12.00
总资产周转率	1.04	1.26	1.31	1.36
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.36	0.45	0.52
每股净资产	4.25	4.60	5.05	5.57
每股经营现金流	0.45	0.60	0.91	1.01
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	41	20	16	14
PB	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.38	6.06	4.25	2.92
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	121	253	328	382
折旧和摊销	108	116	143	145
营运资金变动	112	-67	86	87
经营活动现金流	325	429	655	727
资本开支	-52	-167	-183	-207
投资	3	0	0	0
投资活动现金流	-54	-163	-169	-203
股权募资	57	0	0	0
债务募资	-465	16	-12	19
筹资活动现金流	-81	-5	-27	3
现金净流量	245	261	458	528

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026