

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

22 年现金流改善, B2B 业务能力提升

股票数据

05月19日收盘价(元)	7.19
52周股价波动(元)	5.65-8.58
总股本/流通A股(百万股)	721/718
总市值/流通市值(百万元)	5186/5162

相关研究

市场表现



	1M	2M	3M
沪深300对比			
绝对涨幅(%)	-9.8	-10.1	-4.0
相对涨幅(%)	-5.4	-9.8	-1.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郭庆龙

Email: gq13820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师: 王文杰

Tel: (021)23185637

Email: wwj14034@haitong.com

证书: S0850523020002

投资要点:

- 公司是国内大型企业级全场景运营服务商, 业务以 B2B 办公物资集采和 SaaS 云视频服务为主, 22 年及 23 年一季度分别实现收入 86.29、19.11 亿元, 同比变动 +4.77%、-11.04%; 实现归母净利润 1.27、0.45 亿元, 同比变动 +122.53%、-18.90%, 实现扣非后归母净利润 0.91、0.43 亿元, 同比变动 +116.16%、-24.64%, 基本每股收益 0.17、0.06 元。
- **22 年现金流改善, 一季度收入利润同比下滑:** 4Q22/1Q23 公司实现营业收入 18.89、19.11 亿元, 同比变动 +35.60%、-11.04%, 实现归母净利润 -0.16、0.45 亿元 (单 22Q1/Q2/Q3 分别为 0.55/0.30/0.57 亿元), 1Q23 收入利润同比下滑。分业务看, 22 年 B2B 办公物资及品牌新文具收入 84.83 亿元, 实现净利润 2.24 亿元, 盈利同比增加 0.44 亿元, 云服务收入 1.46 亿元, 净亏损 0.97 亿元, 主要由于研发投入加大。22 年经营活动现金流量净额 3.25 亿元, 同比增长 53.32%, 改善较为明显。
- **23Q1 毛利率同比基本持平, 净利率有所下滑:** 1Q23 公司毛利率 10.16%, 同比下降 0.07pct。期间费用率方面, 销售费用率同比提升 0.74pct 至 5.33%, 管理费用率同比提升 0.15pct 至 1.91%, 研发费用率同比下降 0.04pct 至 1.07%, 财务费用率同比下降 0.41pct 至 -0.68%, 综合影响下, 公司净利率同比下降 0.43pct 至 2.18%。
- **B2B 业务聚焦优质客户, 自有品牌推动产品创新:** 在 B2B 业务方面, 公司持续聚焦央企、银行金融机构等优质大客户, 深挖客户需求, 储备订单规模稳步增长, 同时加大开发专供产品解决方案, 提升服务价值。在办公文具自有品牌方面, 公司推动产品创新发展, 打造差异化产品, 提升单品贡献, 通过 IP 合作的方式提升产品附加值, 并持续提升产品触达终端客户的能力。
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 23-24 年净利润分别 2.65、3.31 亿元, 同比增速 109.0%、25.0%, 5 月 19 日收盘价对应 23-24 年 PE 为 19.6、15.7 倍, 参考可比公司给予公司 23 年 22-23 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 8.14-8.51 元, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 新客户开拓不及预期, 市场竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	8236	8629	9238	9846	10445
(+/-)YoY(%)	2.8%	4.8%	7.1%	6.6%	6.1%
净利润(百万元)	-562	127	265	331	389
(+/-)YoY(%)	-380.0%	122.5%	109.0%	25.0%	17.5%
全面摊薄 EPS(元)	-0.78	0.18	0.37	0.46	0.54
毛利率(%)	11.2%	10.1%	10.2%	10.5%	10.7%
净资产收益率(%)	-19.6%	4.1%	8.0%	9.3%	10.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.37、0.46、0.54 元。
 - 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 92.38、98.46、104.45 亿元，同比增长 7.1%、6.6%、6.1%。
 - 我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 2.65、3.31、3.89 亿元，同比增长 109.0%、25.0%、17.5%。
- **主要盈利预测假设:**
 - 办公物资业务方面，我们预计收入稳步增长，23-25 年收入增长 7%/6.5%/6%。
 - 软件产品及服务业务方面，我们预计收入稳步增长，23-25 年收入增长 10%/10%/10%。
 - 毛利率方面，我们预计随着自主品牌占比提升有望改善，23-25 年毛利率分别为 10.19%/10.51%/10.73%。
 - 费用率方面，我们预计 23-25 年销售费用率保持 5.4%，管理费用率保持 2%，研发费用率保持 0.9%。

表 1 齐心集团分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
办公物资				
销售收入	8454.22	9046.02	9634.01	10212.05
增长率 (YOY)	5.22%	7.00%	6.50%	6.00%
软件产品及软件服务				
销售收入	146.47	161.12	177.23	194.95
增长率 (YOY)	-14.41%	10.00%	10.00%	10.00%
合计				
销售收入	8629.14	9238.43	9845.66	10444.87
增长率 (YOY)	4.77%	7.06%	6.57%	6.09%
营业成本	7760.10	8296.77	8811.01	9324.10
毛利率	10.07%	10.19%	10.51%	10.73%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 同业可比公司

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
晨光股份	603899	学生文具、办公文具	44.52	23.37
舒华体育	605299	健身器材	13.58	40.26

资料来源: WIND, 海通证券研究所 备注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 5 月 19 日;

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	8629	9238	9846	10445
每股收益	0.18	0.37	0.46	0.54	营业成本	7760	8297	8811	9324
每股净资产	4.25	4.56	4.95	5.41	毛利率%	10.1%	10.2%	10.5%	10.7%
每股经营现金流	0.45	1.00	0.68	0.73	营业税金及附加	51	55	58	62
每股股利	0.13	0.06	0.07	0.08	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	467	499	532	564
P/E	40.94	19.58	15.67	13.34	营业费用率%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
P/B	1.69	1.58	1.45	1.33	管理费用	179	185	197	209
P/S	0.60	0.56	0.53	0.50	管理费用率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	11.48	8.68	6.20	4.25	EBIT	109	181	223	260
股息率%	1.8%	0.8%	1.0%	1.2%	财务费用	-98	-92	-118	-141
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.1%	-1.0%	-1.2%	-1.3%
毛利率	10.1%	10.2%	10.5%	10.7%	资产减值损失	-7	0	0	0
净利润率	1.5%	2.9%	3.4%	3.7%	投资收益	-48	0	0	0
净资产收益率	4.1%	8.0%	9.3%	10.0%	营业利润	131	277	346	406
资产回报率	1.6%	3.1%	3.9%	4.3%	营业外收支	-7	-4	-5	-5
投资回报率	3.0%	4.4%	6.0%	6.4%	利润总额	125	273	341	401
盈利增长 (%)					EBITDA	216	257	301	340
营业收入增长率	4.8%	7.1%	6.6%	6.1%	所得税	4	8	10	12
EBIT 增长率	24.7%	66.5%	23.1%	16.6%	有效所得税率%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
净利润增长率	122.5%	109.0%	25.0%	17.5%	少数股东损益	-6	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	127	265	331	389
资产负债率	60.4%	61.6%	57.8%	57.0%					
流动比率	1.40	1.41	1.50	1.54	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.29	1.34	1.43	1.47	货币资金	2782	3632	3341	3759
现金比率	0.60	0.69	0.69	0.73	应收账款及应收票据	2889	3093	3296	3497
经营效率指标					存货	262	273	290	307
应收账款周转天数	120.02	120.00	120.00	120.00	其它流动资产	579	359	368	378
存货周转天数	12.31	12.00	12.00	12.00	流动资产合计	6512	7357	7295	7940
总资产周转率	1.11	1.08	1.16	1.15	长期股权投资	42	42	42	42
固定资产周转率	19.11	22.93	27.89	34.58	固定资产	451	403	353	302
					在建工程	2	2	2	2
					无形资产	193	210	227	242
					非流动资产合计	1262	1231	1197	1162
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	7773	8588	8492	9102
净利润	127	265	331	389	短期借款	379	500	0	0
少数股东损益	-6	0	0	0	应付票据及应付账款	3980	4251	4514	4777
非现金支出	164	76	78	80	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-71	40	27	6	其它流动负债	287	484	345	363
营运资金变动	112	342	52	54	流动负债合计	4646	5235	4859	5140
经营活动现金流	325	723	488	530	长期借款	0	0	0	0
资产	-52	-49	-50	-50	其它长期负债	51	51	51	51
投资	3	0	0	0	非流动负债合计	51	51	51	51
其他	-5	0	0	0	负债总计	4697	5286	4910	5191
投资活动现金流	-54	-49	-50	-50	实收资本	721	721	721	721
债权募资	-465	253	-658	0	归属于母公司所有者权益	3065	3290	3571	3900
股权募资	57	0	0	0	少数股东权益	11	11	11	11
其他	327	-76	-71	-61	负债和所有者权益合计	7773	8588	8492	9102
融资活动现金流	-81	176	-729	-61					
现金净流量	245	850	-292	419					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
王文杰 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,八方股份,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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,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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。