

齐心集团 (002301)

证券研究报告

2024年05月06日

B2B 增长稳健，静待好视通业务调整

公司发布 2023 年报及 2024 年一季报

24Q1 收入 21.9 亿元，同增 14.7%；归母净利润 0.5 亿元；同增 11.0%；扣非净利润 0.4 亿元，同增 3.6%。24Q1 合同负债期末余额 2.3 亿元，主要系新开拓客户点单后商品处于发货状态，收入尚未确认，我们预计为 Q2 收入提供可观增长动力。

23Q4 收入 33.4 亿元，同增 76.8%；归母净利润-0.7 亿元；扣非净利润-0.7 亿元。

23A 收入 111.0 亿元，同增 28.6%；归母净利润 0.8 亿元，同减 39.4%；扣非净利润 0.8 亿元，同减 17.6%。收入高增主要系 B2B 业绩优异；归母净利润减少主要系好视通业务研发投入转化为销售较为滞后，亏损较大，基于谨慎性计提商誉减值 0.55 亿元；剔除商誉减值影响后归母净利润 1.32 亿元。

公司 2023 年度拟派发现金红利 0.59 亿元，分红率 77.3%。

分产品看，办公物资收入 109.9 亿元，同增 30.0%；毛利率 8.1%，同减 1.3%；公司 B2B 办公物资集采业务及品牌新文具实现扣除商誉减值后的净利润 1.89 亿元，本期公司计提商誉减值 0.55 亿元，剔除商誉减值后 B2B 办公物资集采业务及品牌新文具净利润为 2.44 亿元，同比增长 8.93%。

互联网 SaaS 软件及服务 0.8 亿元，同减 47.2%；毛利率 34.2%，同减 4.3%；营业收入不达预期，云服务业务总体面临较大亏损。

聚焦优质大客户，增量客户可观，订单规模稳步增长

公司持续聚焦央企、央企金融机构、政府等优质大客户，持续履约与新增中标国家电网、南方电网、中石化、华润、中船集团、中林集团、等集采项目，储备订单规模保持稳步增长。

2023 年前五名客户合计销售金额 64.9 亿元，同增 65.9%，净增 25.8 亿，占收入 58.5%。我们认为，公司深度拓展超大型客户、提升大客户订单占比、拥抱优质客户，或将有效降低回款风险，提升集采业务发展稳定性。

B2B 结构优化，办公物资稳健，MRO 深度延展

公司办公行政物资业务稳健发展，营收规模呈逐年稳健增长；此外业务场景强化 MRO 工业品、员工福利核心业务服务能力，拓展营销物料等高附加值业务服务边界。目前 MRO 工业品平台已服务多家大型企业客户，如国家电网、南方电网等，MRO 工业品业务已成为公司核心业务和主要收入来源之一。

MRO 通用物资毛利率不高，而长尾物资毛利率则相对较高，但现阶段公司长尾物资销售占比较低。我们认为，长期来看，随着公司长尾物资业务操作日渐熟练，净利润及盈利率表现或将更优。

好视通及云视频业务调整，推进降本增效进程

公司于 2024 年年初对研发投入、团队规模进行较大调整，努力实现降本增效。在业务发展上，好视通顺应业务场景聚焦和重点区域聚焦的发展战略，把精力聚焦在全国核心片区，例如广东政务国企市场、珠三角教育市场等。未来云视频业务通过行业化聚焦、标准化产品和规模化复制实现效益运营。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司聚焦优质大客户实现订单规模稳步增长，调整好视通及云视频业务减小拖累。随着市场规模逐步扩大，集采渗透率进一步提升，充分释放规模

投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.86 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	721.31
流通 A 股股本(百万股)	717.99
A 股总市值(百万元)	4,226.86
流通 A 股市值(百万元)	4,207.42
每股净资产(元)	4.34
资产负债率(%)	62.24
一年内最高/最低(元)	7.77/4.33

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《齐心集团-首次覆盖报告:专注政企采购服务，经营优化，规模效应有望释放》 2024-03-19
- 《齐心集团-年报点评报告:B2B 高速增长，云视频展望乐观》 2020-04-22
- 《齐心集团-半年报点评:业绩高速增长，双轮驱动业务前景广阔》 2019-08-18

效应下，有望迎来阳光集采新发展。同时，参考 23 年报及 24 年一季报，我们预计好视通业务或对净利润产生拖累。鉴于此，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母净利分别为 2.51/3.10/4.17 亿元（24-25 年前值分别为 2.66/3.24 亿元），EPS 分别为 0.35/0.43/0.58 元/股，对应 PE 分别为 17/13/10X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；B2B 客户流失风险；云视频业务持续亏损风险；人才缺失风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,629.14	11,098.85	13,109.97	15,465.83	18,096.56
增长率(%)	4.77	28.62	18.12	17.97	17.01
EBITDA(百万元)	183.11	302.23	237.02	302.56	370.93
归属母公司净利润(百万元)	126.69	76.91	250.56	310.04	417.12
增长率(%)	(122.53)	(39.29)	225.79	23.74	34.54
EPS(元/股)	0.18	0.11	0.35	0.43	0.58
市盈率(P/E)	32.62	53.74	16.50	13.33	9.91
市净率(P/B)	1.35	1.33	1.25	1.14	1.02
市销率(P/S)	0.48	0.37	0.32	0.27	0.23
EV/EBITDA	11.20	5.93	4.48	(1.18)	(0.64)

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,781.87	3,391.88	3,055.67	4,471.45	4,371.62	营业收入	8,629.14	11,098.85	13,109.97	15,465.83	18,096.56
应收票据及应收账款	2,888.98	3,087.25	4,924.39	4,097.34	5,956.31	营业成本	7,760.10	10,168.97	11,794.77	13,883.67	16,229.00
预付账款	265.05	165.87	374.43	315.33	477.18	营业税金及附加	50.94	34.43	78.66	92.79	108.58
存货	261.75	254.27	563.50	385.22	732.78	销售费用	467.05	542.90	706.63	830.51	969.98
其他	314.08	202.96	284.39	296.62	333.57	管理费用	179.21	187.24	259.58	303.13	352.88
流动资产合计	6,511.73	7,102.23	9,202.38	9,565.95	11,871.46	研发费用	74.48	89.85	110.12	125.27	142.96
长期股权投资	42.03	41.98	43.02	44.15	46.21	财务费用	(97.57)	(46.79)	(90.06)	(108.27)	(128.63)
固定资产	451.49	443.39	406.76	370.12	333.49	资产/信用减值损失	(56.51)	(53.91)	(5.36)	(35.40)	(30.88)
在建工程	1.85	1.91	2.91	3.41	3.91	公允价值变动收益	(21.81)	(3.32)	(2.79)	(9.31)	(5.14)
无形资产	233.06	191.69	165.52	143.34	129.67	投资净收益	(47.88)	(4.16)	1.40	2.30	2.50
其他	533.34	494.28	477.63	488.45	479.37	其他	189.76	118.69	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,261.76	1,173.25	1,095.83	1,049.47	992.65	营业利润	131.38	64.95	243.51	296.30	388.28
资产总计	7,773.49	8,275.48	10,298.21	10,615.42	12,864.11	营业外收入	3.49	2.06	3.10	2.45	2.54
短期借款	379.00	452.69	412.15	441.00	489.51	营业外支出	10.10	4.15	6.64	7.13	7.00
应付票据及应付账款	3,979.56	4,438.13	6,046.11	6,140.67	7,834.30	利润总额	124.77	62.86	239.98	291.61	383.81
其他	216.26	179.34	509.49	398.24	515.50	所得税	4.10	1.74	7.26	8.45	11.37
流动负债合计	4,574.83	5,070.17	6,967.75	6,979.90	8,839.31	净利润	120.67	61.12	232.72	283.17	372.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(6.01)	(15.79)	(17.84)	(26.87)	(44.67)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	126.69	76.91	250.56	310.04	417.12
其他	51.14	40.64	43.59	50.14	46.38	每股收益(元)	0.18	0.11	0.35	0.43	0.58
非流动负债合计	51.14	40.64	43.59	50.14	46.38						
负债合计	4,696.74	5,165.81	7,011.34	7,030.04	8,885.69	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	11.29	2.71	(15.13)	(42.01)	(86.68)	成长能力					
股本	721.31	721.31	721.31	721.31	721.31	营业收入	4.77%	28.62%	18.12%	17.97%	17.01%
资本公积	1,985.75	1,967.04	1,967.27	1,967.27	1,967.27	营业利润	-122.73%	-50.57%	274.95%	21.68%	31.04%
留存收益	461.45	538.58	789.14	1,099.18	1,516.29	归属于母公司净利润	-122.53%	-39.29%	225.79%	23.74%	34.54%
其他	(103.05)	(119.97)	(175.71)	(160.37)	(139.77)	获利能力					
股东权益合计	3,076.75	3,109.67	3,286.87	3,585.38	3,978.42	毛利率	10.07%	8.38%	10.03%	10.23%	10.32%
负债和股东权益总计	7,773.49	8,275.48	10,298.21	10,615.42	12,864.11	净利率	1.47%	0.69%	1.91%	2.00%	2.30%
						ROE	4.13%	2.48%	7.59%	8.55%	10.26%
						ROIC	8.66%	6.40%	-64.79%	79.09%	-29.20%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	60.42%	62.42%	68.08%	66.22%	69.07%
净利润	120.67	61.12	250.56	310.04	417.12	净负债率	-77.24%	-94.05%	-79.81%	-111.93%	-97.10%
折旧摊销	81.19	93.38	77.81	78.81	80.31	流动比率	1.40	1.39	1.32	1.37	1.34
财务费用	(98.00)	(31.98)	(90.06)	(108.27)	(128.63)	速动比率	1.35	1.34	1.24	1.32	1.26
投资损失	47.88	4.16	(1.40)	(2.30)	(2.50)	营运能力					
营运资金变动	(70.80)	533.57	(507.52)	1,025.03	(595.65)	应收账款周转率	2.51	3.71	3.27	3.43	3.60
其它	244.52	(26.45)	(20.63)	(36.18)	(49.81)	存货周转率	30.38	43.02	32.06	32.60	32.37
经营活动现金流	325.46	633.80	(291.24)	1,267.13	(279.16)	总资产周转率	1.04	1.38	1.41	1.48	1.54
资本支出	70.70	(12.02)	14.09	15.08	36.32	每股指标(元)					
长期投资	1.05	(0.05)	1.04	1.13	2.06	每股收益	0.18	0.11	0.35	0.43	0.58
其他	(125.58)	(13.80)	(60.00)	(17.07)	(58.26)	每股经营现金流	0.45	0.88	-0.40	1.76	-0.39
投资活动现金流	(53.84)	(25.88)	(44.86)	(0.86)	(19.88)	每股净资产	4.25	4.31	4.58	5.03	5.64
债权融资	(354.27)	108.68	55.41	134.17	178.61	估值比率					
股权融资	67.43	(35.62)	(55.52)	15.34	20.60	市盈率	32.62	53.74	16.50	13.33	9.91
其他	205.42	(451.42)	0.00	(0.00)	(0.00)	市净率	1.35	1.33	1.25	1.14	1.02
筹资活动现金流	(81.42)	(378.37)	(0.10)	149.51	199.21	EV/EBITDA	11.20	5.93	4.48	-1.18	-0.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	18.71	8.13	6.67	-1.60	-0.81
现金净增加额	190.20	229.56	(336.21)	1,415.78	(99.83)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com