

2026 年 04 月 22 日
齐心集团 (002301.SZ)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

文娱轻工 III

投资评级

买入-A

首次评级

6 个月目标价

8.91 元

股价 (2026-04-21)

6.68 元

交易数据

总市值(百万元)

4,818.34

流通市值(百万元)

4,796.17

总股本(百万股)

721.31

流通股本(百万股)

717.99

12 个月价格区间

6.16/8.58 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.6	-17.9	-31.4
绝对收益	-5.2	-16.9	-5.4

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@sdicsc.com.cn

刘夏凡

分析师

SAC 执业证书编号: S1450525050001

liuxf3@sdicsc.com.cn

多元引擎驱动增长,

MRO 打开成长空间

目 齐心集团: 中国 B2B 办公物资与服务市场领军企业。24 年营收在政企数字化采购服务领域处于行业前列, 截至 2025 年上半年, 公司累计服务超过 60 家央企及众多世界 500 强企业。截至 2025 年 10 月 21 日, 控股一致行动人合并持股比例 37.93%, 股权架构稳定。公司 2024 年营收达 113.97 亿元, 近 5 年 CAGR 约为 9.22%, 主要得益于其深耕优质大客户市场等。2021 年受商誉减值、研发投入增加等因素影响利润大幅走低。公司盈利增长动能充足, 其 AI 大模型已落地近 70 个场景, SaaS 业务持续减亏, 2025 前三季度净利润已提前完成 1.4 亿元股权激励目标, 且 2018-2025 前三季度期间费用率持续优化。

目 数字化驱动 MRO 重塑, 公司以 AI 赋能锤炼竞争力开拓专业领域。2024 年全行业企业物资采购市场规模 188.3 万亿元, 其中 MRO 工业品占比最高为 38.02%。在政策推动、企业降本增效诉求与数字化技术三重驱动下, MRO 行业加速数字化转型进程, 数字化采购渗透率持续增长。2017-2023 年数字化采购总额提升至 18.6 万亿元, CAGR 高达 16.6%; 2021-2023 年数字化采购渗透率累计提升 3.4pct 至 10.6%, 年均提升 1.7pct, 较 2017-2021 年的 0.5pct 显著加速。在数字化采购趋势下, 行业更加考验公司的数智化、供应链履约及场景服务三大能力。公司持续将集采服务延伸向更高附加值的 MRO 领域, 并依托存量优质客户资源在数字化采购大势中占据先发优势。同时持续打磨竞争力, 包括 1) 建立以 AI 驱动的全链条数智化运营体系, 覆盖超 70% 主营业务环节; 2) 战略聚焦垂直行业场景; 3) 深化“专家驻场”服务模式。公司 MRO 业务快速发展, 已成功拓展至核心工业与基础设施领域, 有望在行业结构性机会中实现持续增长。

目 品牌、渠道与 IP 协同赋能公司自有品牌新文具业务发展。2025 年中国文具市场规模预计达 1500 亿元, 企业通过 IP 联名推高产品附加值, 培育文具市场新消费增长点, 推动 IP 联名文具市场规模增速远超普通文具。顺应行业发展机遇, 公司通过 IP 联名实现自有品牌文化赋能与合作壁垒双升级, 于 2021-2023 年签约吾皇猫、山海经、孔子爷爷溯源等优质国潮 IP 并斩获行业奖项, 持续推出高附加值 IP 联名文创产品以驱动自有品牌增长。同时公司布局 B 端口碑及 C 端市场来强化自有品牌触达力, 切实将自有品牌作为中长期发展核心战略推进。

目 投资建议: 我们预计齐心集团 2025-2027 年营业收入为 128.84、141.82、156.13 亿元, 同比增长 13.05%、10.08%、10.09%; 2025-2027 年归母净利润为 2.23、2.79、3.40 亿元, 同比增长 255.44%、25.13%、21.65%。我们给予齐心集团 26 年 23xPE, 目标价 8.91 元, 给予买入-A 的投资评级。

目 风险提示：市场竞争加剧风险；原材料价格上涨风险；技术和产品创新滞后风险；MRO 市场拓展不及预期风险；海外市场发展不及预期风险；IP 开发效果不及预期风险；预测及假设不及预期风险。

(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	11,099	11,397	12,884	14,182	15,613
净利润	77	63	223	279	340
每股收益(元)	0.11	0.09	0.31	0.39	0.47
市盈率(倍)	62.6	76.7	21.6	17.2	14.2
市净率(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4
净利润率	0.7%	0.6%	1.7%	2.0%	2.2%
净资产收益率	2.5%	2.0%	6.7%	8.2%	9.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

目 录

1. 政企采购数字化服务领军者	5
1.1. 中国 B2B 办公物资服务龙头，深耕数字化采购平台	5
1.2. 股权结构稳定，创始人控股与机构投资者协同布局	5
1.3. 营收稳步增长，盈利修复可期	7
2. 数字化驱动 MRO 重塑，公司以 AI 赋能锤炼竞争力	7
2.1. MRO 行业加速数字化转型，行业竞争聚焦于三大核心能力	8
2.2. 全场景数字化集采赋能，技术壁垒构筑核心优势	11
3. 品牌、渠道与 IP 协同赋能自有品牌新文具业务发展	14
3.1. 文具市场行业集中度低，IP 合作成为主流战略导向	14
3.2. 三十载铸就品牌优势，渠道与 IP 赋能业务发展	15
3.3. 立足自有品牌，构筑战略优势	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	18

目 录

图 1. 齐心集团发展历程	5
图 2. 齐心集团股权结构（截至 2025 年 10 月 21 日）	6
图 3. 齐心集团营收及增速	7
图 4. 齐心集团归母净利润及增速	7
图 5. 齐心集团毛利率与净利率	7
图 6. 齐心集团期间费用率	7
图 7. 集采规模及增速	8
图 8. MRO 市场规模及增速	8
图 9. 采购物资分类	8
图 10. 中国数字化采购总额及渗透率	9
图 11. 齐心集团 MRO 采购服务范围	11
图 12. 齐心集团企业服务	13
图 13. 齐心智磐 AI	13
图 14. 2018-2025E 中国文具市场规模及其增速	14
图 15. 2019-2024 年中国授权商品零售额及其增速	14
图 16. 公司全国业务布局	15
图 17. 2021-2024 年公司分销售模式收入及增速对比	15
图 18. 2022-2025 年公司线上各平台收入占比	15
图 19. 公司联名 IP 文创产品	16
图 20. 0.5mm 黑色中性笔普通款与 IP 联名款对比	16
图 21. 2017-2024 年公司海外业务营业收入及增速	16
图 22. 齐心集团全球化布局	17
表 1: 齐心集团主要产品矩阵	5
表 2: 齐心集团管理团队主要人员	6
表 3: 员工持股计划业绩考核目标	6
表 4: 数字集采龙头	9
表 5: MRO 行业核心竞争要素	10
表 6: MRO 行业龙头对比	10

表 7: 齐心集团集采服务覆盖领域	11
表 8: 齐心集团集 MRO 产品情况	11
表 9: 齐心集团 MRO 业务升级情况	12
表 10: 齐心集团代表性核心客户	12
表 11: 齐心集团 AI 功能、人效表格梳理	13
表 12: 齐心集团盈利预测	17
表 13: 齐心集团与可比公司估值对比（截至 2026 年 4 月 22 日）	18

1. 政企采购数字化服务领军者

1.1. 中国 B2B 办公物资服务龙头，深耕数字化采购平台

中国 B2B 办公物资与服务市场领军企业，市场地位稳固。作为国内较早进入 B2B 大客户数字化集采市场的企业，公司始终以服务中大型政企客户为核心，提供涵盖办公用品、办公设备及相关 SaaS 软件与服务的数字化集采解决方案。凭借在长期实践中积累的深厚行业经验，公司已发展成为该领域内具有重要影响力的服务商之一。2024 年实现营业总收入 113.97 亿元，公司在政企数字化采购服务领域处于行业前列。截至 2025 年上半年，公司累计服务超过 60 家央企及众多世界 500 强企业。

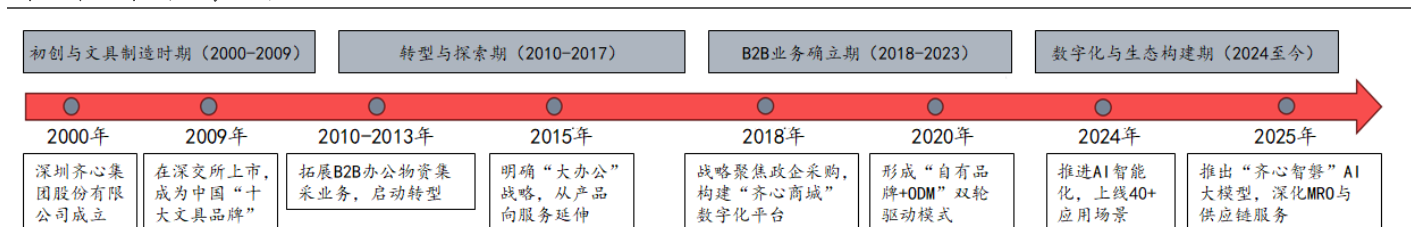
表1：齐心集团主要产品矩阵

业务板块	业务布局	主要产品	主要场景/业务内容
企业服务	办公行政物资	办公文具、办公设备、电脑及数码、办公电器、办公家具、食品饮料等	会议室、财务室、窗口服务、办公室、文印室、休息区、独立办公室
	MRO 工业品	建材家居日杂、液压工具设备、五金机械加工、实验室用品、搬运储存包装等	紧急逃生、防疫、应急维修、工矿下井
	工会福利	年节福利、生日礼汇、电影通兑等	家庭场景、甄选好物、年节福利、礼品
	营销物料	定制化营销物料	年节活动、产品促销、积分兑换、开卡送礼、品牌推广
自有品牌	齐心文创	QQfamily、吾皇猫、孔子爷爷、山海经溯源等 IP 联名文创产品	IP 孵化及运营、IP 联名及衍生品定制等
	齐心定制	办公用品、学生用品、健康运动、生活用品、家纺用品、数码电器等品类	根据企业的不同定位，量身打造个性化需求方案

资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

深耕办公物资集采，推进 AI 大模型布局新赛道。深圳齐心集团股份有限公司于 2000 年成立，2009 年在深交所上市，成为中国办公用品领域知名企业。2010-2013 年，公司逐步拓展 B2B 集采业务，开启数字化转型。2018 年后聚焦政企采购，构建齐心数字运营平台，实现自有品牌“齐心”和 ODM 代工双轮驱动。2024 年公司推进 AI 智能化，上线 40+ 应用场景，并于 2025 年推出齐心智磐 AI 大模型，覆盖商品寻源、订单分配、供应链结算等环节。2025 年上半年，公司深化 MRO 工业品服务，推进企业级全场景运营创新。

图1. 齐心集团发展历程



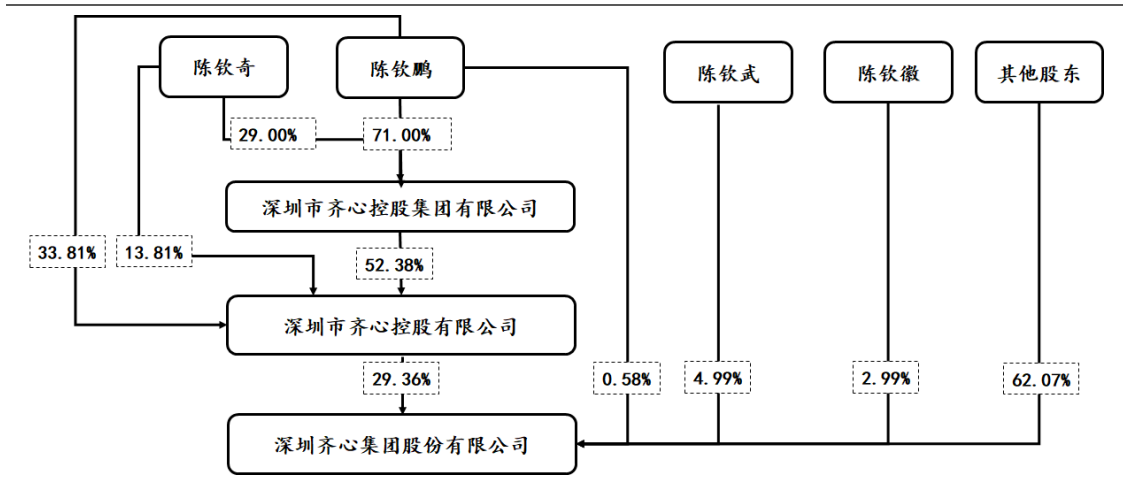
资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

1.2. 股权结构稳定，创始人控股与机构投资者协同布局

控股股东合并持股 37.93%，股权架构稳定。公司股权结构集中，控股股东主要由创始人陈钦鹏先生控制的深圳市齐心控股有限公司、家族成员以及机构投资者构成。其中，齐心控股及

其行动一致人合并持股 37.93%，股权结构具备稳定性，其余股东持股比例为 62.07%。

图2. 齐心集团股权结构（截至 2025 年 10 月 21 日）



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

创始人行业资历深厚，核心团队经验丰富。创始人陈钦鹏先生作为行业资深专家，拥有深厚的商业背景。其于 2000 年起担任公司董事长兼总经理，带领公司从传统文具向数字化采购转型，深耕办公行业超 20 年。在其带领下，公司组建了经验丰富的核心团队，成员大多拥有十年以上行业经验。核心高管团队在办公用品、B2B 数字化集采及 SAAS 服务领域拥有深厚积累，推动公司持续聚焦央企、金融机构及政府等优质大客户，通过直销模式与数字化采购解决方案实现业务增长。

表2：齐心集团管理团队主要人员

姓名	职务	行业经历
陈钦鹏	董事长、总经理	公司创始人，2000 年至今担任公司董事长，带领公司于 2009 年在深圳 A 股上市。现任深圳市政协委员、中国文教体育用品协会副理事长。
黄家兵	董事、副总经理、财务总监	拥有丰富的财务管理经验。曾任职于 TCL 集团股份有限公司，2009 年加入齐心集团，历任财务部门多个管理岗位，2014 年起担任公司财务总监。
戴盛杰	董事、副总经理	在办公用品行业经验丰富。1997 年起曾担任上海齐心文化用品有限公司总经理等职，2011 年加入齐心集团，现任公司 B2B 事业部总经理。
王占君	副总经理、董事会秘书	拥有超过 13 年上市公司董秘经验。曾担任深圳市沃尔核材股份有限公司董事会秘书、副总经理等职，2022 年加入齐心集团。

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

核心团队与公司利益联结，高增长考核彰显发展信心。公司于 2025 年推出员工持股计划，以建立长效激励。计划资金总额不超过 3456 万元，涉及公司回购的 960 万股（占股本 1.33%），受让价为 3.60 元/股。参与对象为不超过 180 名核心管理与业务骨干，其中董事及高管认购占比约 14%，其余面向广大中层及核心员工，实现了关键人才与公司利益联结。计划设定了以 2025 年及 2026 年为考核期的挑战性目标，要求净利润分别不低于 1.4 亿元与 1.8 亿元，较 2024 年基数分别增长 123%与 187%，充分彰显了管理层对公司业绩增长的信心。

表3：员工持股计划业绩考核目标

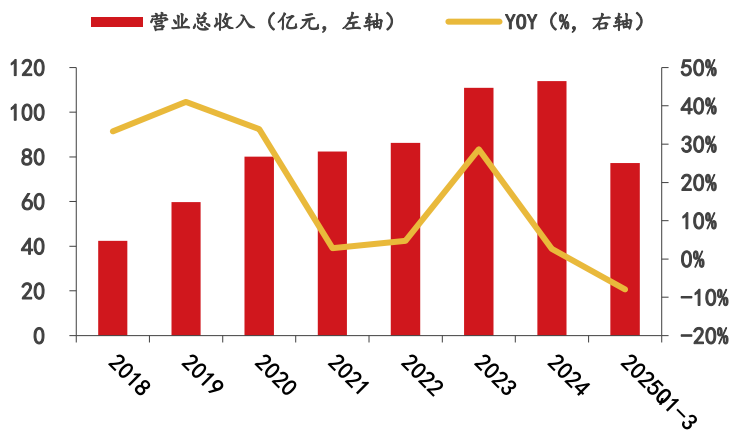
考核年度	营业收入增长率	净利润	净利润增长率
2025 年	不低于 3%	不低于 1.4 亿元	不低于 123%
2026 年	不低于 8%	不低于 1.8 亿元	不低于 187%

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

1.3. 营收稳步增长，盈利修复可期

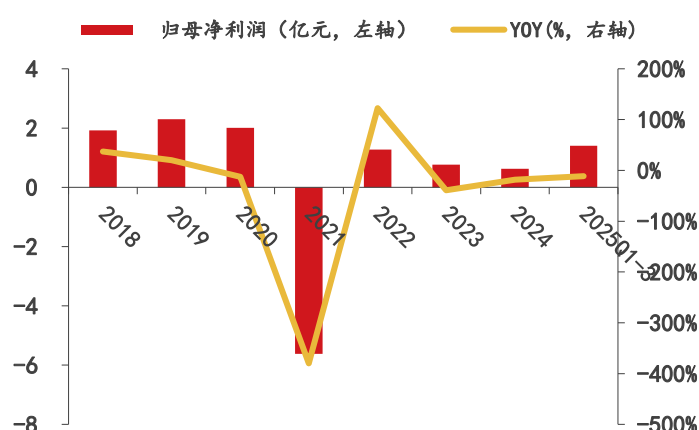
公司营收整体稳健增长，归母净利润呈修复态势。2024 年营收 113.97 亿元，近 5 年 CAGR 约 9.22%，其中内销占比 94.23%，B2B 业务占比 99.61%，主要依靠大客户战略驱动，前五大客户销售额 55.36 亿元，积极稳固央企、金融机构及政府等核心客户。归母净利润受商誉减值、外部环境及研发投入等影响在 2021 年明显承压，2024 - 2025 年上半年集中计提好视通商誉减值及存货、应收款等资产减值与费用，一次性因素压低业绩基数。

图3. 齐心集团营收及增速



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

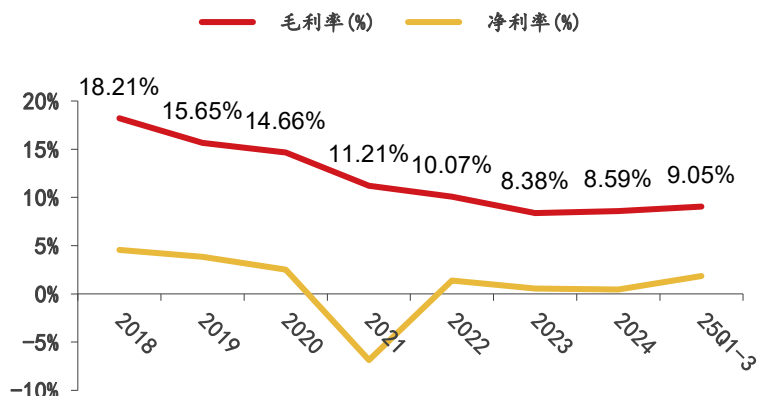
图4. 齐心集团归母净利润及增速



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

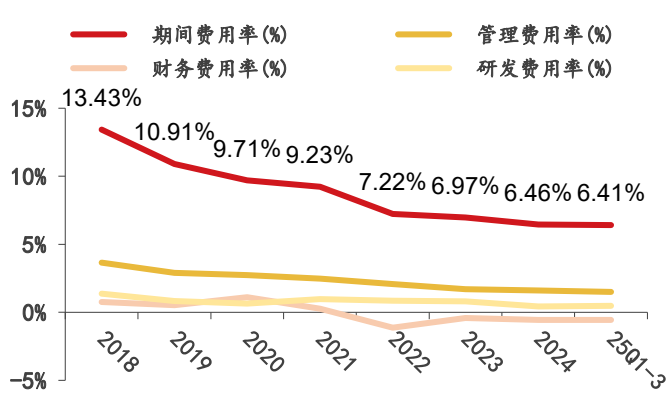
公司盈利端具备增长驱动与可持续修复基础。公司 MRO 高附加值品类及自有品牌占比提升，“齐心智磐 AI 大模型”在近 70 个业务场景的效能释放，SaaS 业务持续减亏以及 2025 年前三季度净利润已提前完成不低于 1.4 亿元年度股权激励目标，皆为后续盈利提供强有力的支撑。虽然 2018-2025 前三季度年毛利率与净利率整体上有所下降，反映出公司盈利能力的收窄，但 25Q1-3 已呈现修复态势，且期间费用率已从 2018 年的 13.43% 优化至 25Q1-3 的 6.41%，显示出公司在费用管控方面卓有成效，持续加码盈利修复。

图5. 齐心集团毛利率与净利率



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图6. 齐心集团期间费用率



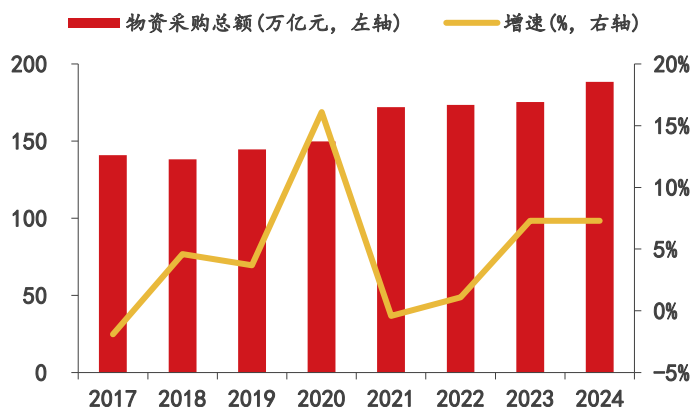
资料来源：iFind，国投证券证券研究所

2. 数字化驱动 MRO 重塑，公司以 AI 赋能锤炼竞争力

2.1. MRO 行业加速数字化转型，行业竞争聚焦于三大核心能力

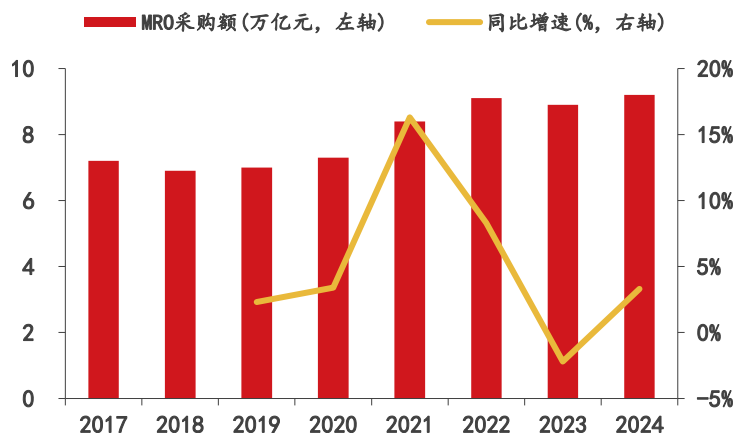
集采规模空间广阔，其中 MRO 占比最高。2024 年全行业企业物资采购总额已达 188.3 万亿元，同比增长 7.3%。其中，工业采购额占比较高，约 38.02%。从物资采购品类看，2023 年生产性物资采购额为 97.3 万亿元，非生产性物资采购额为 78.1 万亿元。其中，非生产性物资中工业品 MRO（维护、维修和运营所需的间接工业物料）采购额为 8.9 万亿元、办公用品约 2 万亿元、营销物资超 2 万亿元、工会福利超 1 万亿元。

图7. 集采规模及增速



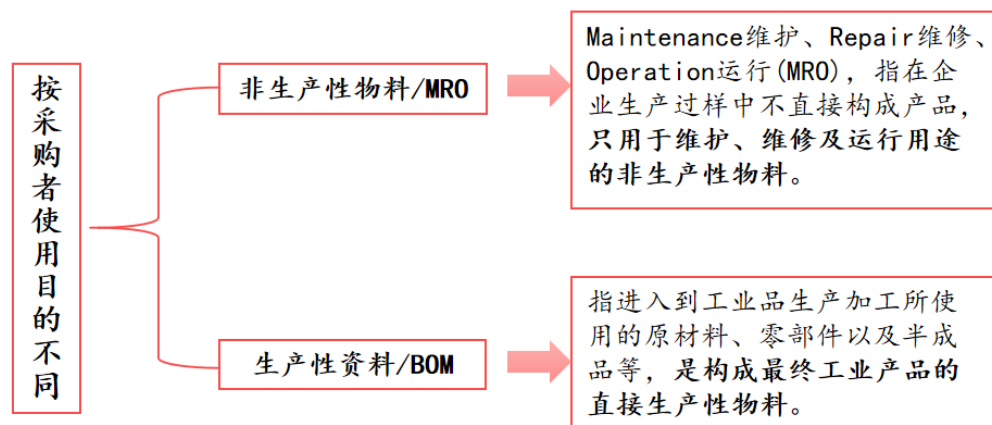
资料来源：亿联智库，国家统计局，国投证券证券研究所

图8. MRO 市场规模及增速



资料来源：亿联智库，国家统计局，国投证券证券研究所

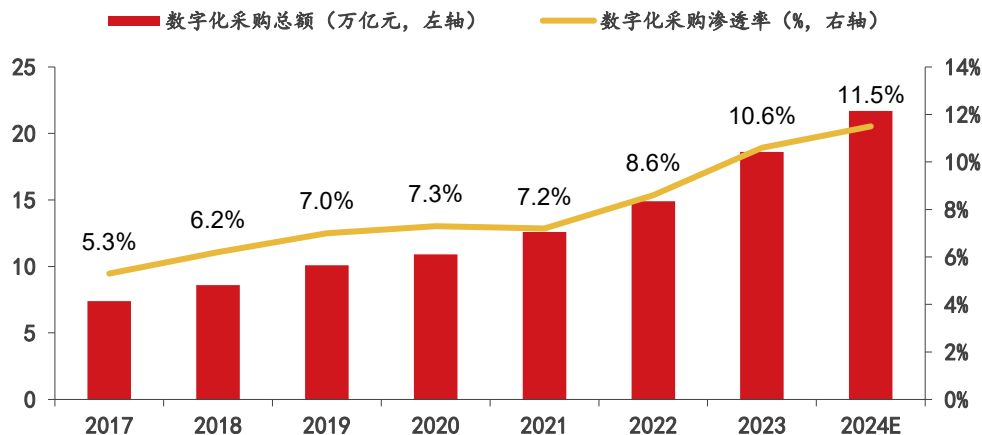
图9. 采购物资分类



资料来源：艾瑞咨询，国投证券证券研究所

MRO 行业加速数字化转型，政策、需求与技术三重驱动下，市场规模与渗透率双升。集采尤其是 MRO 行业正在进行数字化的供应链改革，利用云计算、大数据、AI 等数字技术，对寻源、招投标、订单、履约、结算等全流程进行在线化、智能化重塑，旨在将采购从被动执行的“成本中心”转变为主动优化供应链、创造价值的战略管理中心。数字化改革由政策与企业降本增效的内外需求共同驱动。1) 政策支持持续加码，各级政府出台的数字化转型专项政策为企业采购数字化提供了明确指引和资金支持。2) 宏观经济增速放缓背景下，企业降本增效诉求凸显。3) 技术加速发展驱动效应显现，大数据、AI 等技术的深度应用不仅优化了采购流程，还通过智能匹配、自动审批等功能显著提升了采购效率。数字化采购渗透率近年持续提升，据亿邦动力研究院数据所示，2017-2023 年数字化采购总额从 7.4 万亿元提升至 18.6 万亿元，CAGR 高达 16.6%；2021-2023 年数字化采购渗透率累计提升 3.4pct 至 10.6%，年均提升 1.7pct，显著高于 2017-2021 年的年均增幅 0.5pct，行业数字化采购进程明显加速。

图10. 中国数字化采购总额及渗透率



资料来源：亿邦动力研究院，国投证券证券研究所

表4: 数字集采龙头

参与者类型	代表企业/模式	核心竞争力/商业模式	市场定位
央国企自建平台	易派客(中石化)、欧贝(宝武)、国铁采购平台、云筑(中建)	以内部需求为基础，向行业开放。核心是服务本集团及产业链，通过数字化实现合规、降本与供应链协同。 商业模式从内部管理成本中心，逐步转向对外提供供应链服务	产业互联网生态构建者。从封闭的“私域”转向开放的“行业平台”，旨在引领和赋能整个产业链的数字化转型
综合数字化巨头	京东工业	核心竞争力在于数字化基础设施，如京东工业的“墨卡托”商品库解决标准问题；建设庞大供应商网络；全国履约能力及AI技术。 商业模式为“商品销售+技术服务”双轮驱动	工业供应链技术服务提供商、企业综合采购解决方案提供商。 定位为产业效率的“连接器”与“优化器”
垂直数字化服务商	供应链平台：震坤行、鑫方盛； 品牌平台：齐心集团、科力普、得力	深耕垂直领域的供应链整合与服务。核心竞争力在于对工业MRO、政企办公等细分行业的深度理解、专业品类管理、线下服务网络及行业化数字工具。 商业模式主要通过商品销售价差及增值服务获利	垂直领域的数字化采购专家。 在特定品类和客户群体中建立专业壁垒，与客户业务绑定紧密

资料来源：亿邦动力研究院，国投证券证券研究所

MRO 行业数字化与专业化升级，行业竞争聚焦于数智化、供应链履约、场景服务能力。1) 数智化能力：通过建立行业标准商品库（解决“一物多码”难题）、实现与企业内部管理系统的高效集成，并运用AI大模型等技术优化从寻源、比价到交付、结算的全链路决策。2) 供应链与履约网络：通过覆盖全国的智能仓储配送体系实现高效交付，打造提供现场技术支援、安装调试、紧急维修等线下深度服务能力，并保障服务承诺得到落实。3) 场景深耕与非标技术服务：深刻理解央国企等大客户对待合规、审计上的严苛要求，并组建属地化团队，为能源、电网、制造等不同行业提供高度定制化的专业解决方案。

表5：MRO 行业核心竞争要素

竞争要素	
数智能化能力	● 标准化：通过标准商品库解决“一物多码”难题，为数字化流程提供准确、可比的数据基础。 ● 系统对接：与企业内部管理系统深度集成。将外部服务嵌入企业内控流程，实现高效协同与合规管控。 ● AI 全链路：应用大模型等技术优化从寻源到结算的全链条关键决策，实现成本、效率与风险控制系统性优化。
供应链与履约网络	● 全国仓配：通过覆盖全国的智能仓储和配送体系，保障海量 SKU 的高效流通与准时交付。 ● 现场服务：提供安装、调试、维修等线下技术支持，解决产品交付后“最后一米”的实际问题。 ● 智能交付：利用数据与算法优化从订单到收货的全流程，实现状态可视、预测精准。
场景深耕与非标技术服务	● 央国企合规：严格遵循其采购流程、审计标准与风险控制体系，确保业务全链条规范、透明与可追溯 ● 专业方案：针对能源、制造等具体行业的生产场景，提供从产品选型、技术适配到运维支持的一体化、定制化解决方案 ● 属地化团队：在客户所在地部署团队确保快速响应、现场支持与深度客户关系维护

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

现有 MRO 行业各龙头整体呈现“各有所长、短板并存”的多元化态势。1) 齐心集团：一站式数字化企业办公服务平台。“齐心智磐”大模型助力全链路决策。公司服务超六十家央企。业务从办公扩展至 MRO、福利、营销等场景。2) 晨光股份（科力普）：服务于政府、央企、金融等大型客户，服务履约体系覆盖全国。“小科 AI”与供应链服务模式主打为客户降本增效。公司 B2B 集采业务规模大但毛利率相对较低。3) 京东工业：背靠京东集团的全国性智能仓配体系，行业“墨卡托”标准商品库解决“一物多码”难题。拥有“太璞”数实一体化供应链解决方案。服务覆盖制造业、能源等企业，SKU 超 8000 万。

表6：MRO 行业龙头对比

对比维度	齐心集团	晨光股份 (科力普)	京东工业
公司定位	综合物资集采服务平台	国内 B2B 电商采购领域企业	工业供应链技术与服务提供商
核心竞争力	业务覆盖行政办公物资、MRO、营销物料等多场景。将 AI 应用于业务数据分析等环节以提升效率，并通过 派驻服务人员 深入客户市场，精准满足需求	背靠母公司供应链等资源，借助专业电子化交易系统、智慧化仓储物流管理体系、优质的产品供应链及个性化服务进行 横向规模扩张	借助“ 太璞 ”数智化工业供应链解决方案，通过技术链接供需，实现降本增效；2024 年中国工业供应链技术与服务市场最大服务提供商，市场份额达 4.1%，2024 年营收达 204 亿元
典型客户	B2B 集采业务服务超过 60 家央企及大型金融、政府机构。赢得 200 多家头部大型客户信赖	为政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业	覆盖汽车制造、工程机械等各行业的头部企业，并为超百家中资出海企业提供服务
典型场景	通用性强，涵盖行政办公、MRO、员工福利、营销物料等一站式集采	以标准化办公用品集采为核心基础，持续向办公相关 MRO 品类及营销礼品等场景拓展	聚焦生产性物料与专业 MRO 的采购，提供覆盖寻源、履约、管理的全链路数字化供应链解决方案

资料来源：公司公告，东方财富网，招股书，国投证券证券研究所

2.2. 全场景数字化集采赋能，技术壁垒构筑核心优势

齐心集团集采服务场景延伸向更专业、更高附加值的 MRO 领域，打开市场空间。齐心集团凭借办公集采领域积累的深厚基础，横向扩张新领域 MRO、福利、营销，形成办公行政物资、MRO 工业品、员工福利、营销物料四大业务场景布局，具备在“全场景综合化竞争”中参与头部博弈的基础条件。其中，MRO 领域竞争壁垒较高，但市场空间广阔。

图11. 齐心集团 MRO 采购服务范围



资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

表7：齐心集团集采服务覆盖领域

核心业务领域	主要产品/服务类型
办公行政物资	办公用品、办公设备、办公家电、生活用品、后勤物资（如食品饮料）等
MRO 工业品	维护、维修和运营所需的工业品，例如工具、备品备件、仪器仪表等
员工福利	节日福利礼品、各类消费卡券、礼包等
营销物料	市场活动所需的宣传品、促销礼品、印制物料等

资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

表8：齐心集团集 MRO 产品情况

行业领域	典型客户	服务特点与产品品类
能源电力	国家电网、南方电网、中国华能等	为电网建设、运营维护提供专业 MRO 物资，服务网络覆盖从省级到乡镇的各级网点，对全国性履约能力要求高
航天军工	中国航发、航天科工、中国船舶等	提供高精尖制造业所需的专业 MRO 产品。针对航空飞机制造等复杂场景，已采用派驻工程师驻场服务的模式，以满足现场即时、专业的需求
石油化工	中国石化、中国石油等	服务大型能源化工企业的日常维护与检修物资采购
大型制造与工程	中国一重、中核集团、中国建材、中交建筑集团等	覆盖重型装备制造、核电工程、建筑工程等领域的工业品需求，品类涉及焊接设备、刀具磨具、机床附件等
金融与公共事业	大型金融机构、南水北调集团等	为数据中心、办公楼宇及重大国家工程的设施运维提供 MRO 产品支持

资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

2025 年齐心集团 MRO 业务从存量客户横向拓展，进阶为核心工业客户垂直深耕。公司从 2018 年正式进入，上线“齐心 MRO 工业品平台”，并于 2019 年组建专业 MRO 团队。产品方面，齐心已打造出一站式数字化 MRO 采购服务平台，完善供应链布局，聚焦垂直行业，着力满足不同场景下的特定需求，逐步向全品类、专业化发展，为客户提供高效、专业的 MRO 工业品采购解决方案。服务领域方面，截至 2025 年，齐心集团的 MRO 工业品业务已从其传统的办公客户群体，成功拓展至多个对专业性和可靠性要求极高的核心工业与基础设施领域。同时，行



业聚焦进一步深化，业务已深入能源、军工、高端制造等门槛高、专业性强的核心工业领域。服务模式进一步升级，大力推广“驻场服务”等深度服务模式。

表9：齐心集团 MRO 业务升级情况

升级维度	成果及抓手	具体表现
行业聚焦深化	成功拓展至高壁垒核心工业领域	2025 年 MRO 业务新增了中核集团、南水北调、中电科、哈电集团、中国电子等 7 家重量级客户，标志着其服务能力成功打入核电、重大工程、高端装备等更核心的工业板块
	明确聚焦垂直行业场景	MRO 业务已聚焦能源电力、轨道交通、石油化工、汽车电子等多个垂直行业场景，提供定制化解决方案
	深化存量优势行业覆盖	在能源电力（国家电网、南方电网）、航天军工（中国航发、航天科工）等传统优势行业持续深耕，并中标了中国船舶、中国建材等大型集团项目
服务模式升级	推广“专家驻场”深度服务模式	公司通过派驻专家驻场服务，精准满足客户长尾、非标与即时需求，将服务模式从单纯产品供应升级为“专家驻场、产品寻源、配送交付至现场安装”的端到端深度服务，有效提升服务价值、客户粘性
	AI 数字化能力贯穿全链路	自研的“齐心智磐”AI 大模型应用场景从年初的“50+”扩展至年中的“近 70 个”，覆盖从智能寻源、商品上架到履约配送、结算对账的全链路，显著提升了运营效率

资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

齐心集团深耕央国企等优质大客户，在数字化采购浪潮中占据先发优势。齐心多年深耕央国企及大型政企客户，当前已在 100 家央企中服务超过 60 家，核心客户包括国家电网、南方电网、中国华能等，并持续向央管金融机构、政府、世界 500 强等优质大客户拓展。央企客群具有三大特征：采购规模大、要求高、黏性强。大型央企从招标、试点到全面履约往往历经 2-3 年认证周期，一旦通过并沉淀大量采购与履约数据，平台的替换成本极高。在央国企数字化采购大势中，齐心具备一定先发优势与客户壁垒。

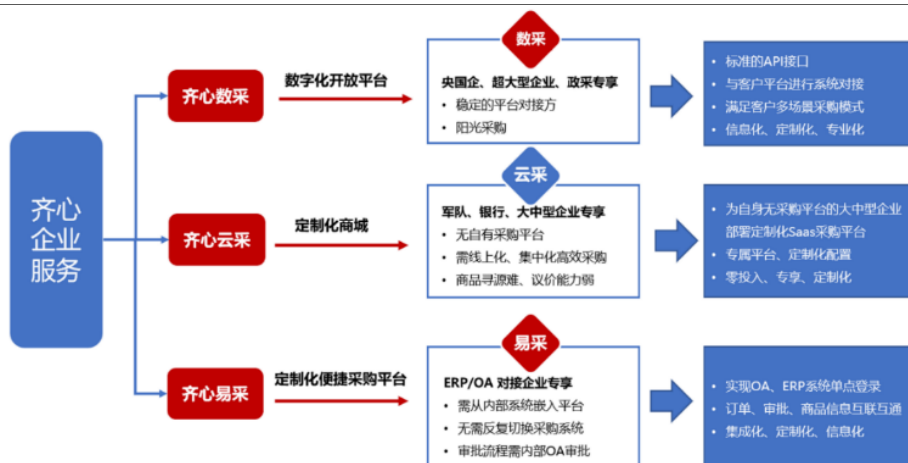
表10：齐心集团代表性核心客户

行业领域	代表性核心客户（近年有公开中标或服务记录）
能源电力	国家电网、南方电网、中国华能、中国华电、国家能源
石油化工	中国石化、中国石油
航天军工	航空工业集团、航天科工、中国船舶、中国兵器装备集团、中国航发
交通运输与物流	国铁集团、中国铁建、中国中车、中交建筑集团、中国航空油料集团
金融	中国农业银行、中国银行、中国工商银行、兴业银行、上海银行
信息通信与科技	中国电子科技集团、中国电子、中国通服、中国电信
重大工程与装备制造	中核集团、中国一重、哈电集团、中国建材、通用技术集团
其他	中国邮政集团、保利集团、中粮集团、南水北调集团、中直机关

资料来源：公司年报，公司公告，国投证券证券研究所

齐心以 AI 打造智能供应链平台，以全链路自动化高效服务 MRO 客户。齐心把握传统集采龙头的资源优势，以自动化、AI 智能化为主线，建立覆盖从采购、运营到服务的全链条业务场景的平台。根据不同客户的行业特点和规模需求，公司灵活提供“数采”、“云采”、“易采”等采购前端，与后端 ERP、WMS 系统自动无缝结合，构建了一站式企业服务平台。基于 AI 和大数据技术的深度应用，进一步增强了订单处理、供应商管理等环节的自动化水平，提升服务响应速度与准确性。通过智能化数字供应链平台，不断提升客户响应速度和响应质量，帮助客户实时掌握采购动态，优化库存结构，提升运营效率，降低运营风险。截至 2025H1，公司累计上线近 70 个 AI 应用场景，其中主业务生产场景占比超过 70%，在智能选品、智能比价、商品审核、订单路由、物流协同、账务对账等环节均实现不同程度的自动化与智能化。

图12. 齐心集团企业服务



资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

齐心智磐 AI 深度落地多个业务场景，推动业务模式向“AI+”升级，有效优化经营指标。公司与华为云等头部厂商深度合作，自研面向办公集采行业的齐心智磐 AI 大模型(Qixin Rock)，2025 年初正式推出。以齐心智磐 AI 为代表的大模型体系已在近 70 个场景落地，核心场景自动化率与准确率显著改善，如商品匹配最高 97%、结算自动审核成功率最高 96%。齐心通过 AI 赋能的具体环节包括数智化能力，在订单获取、商品治理、供应链履约、结算与回款、客户运营，使得业务模式逐步从局部提效的“+AI”走向 AI 成为生产力中枢的“AI+”，并已经在库存结构优化、费用率优化上体现出结果。

图13. 齐心智磐 AI



资料来源：亿邦动力研究院，国投证券证券研究所

表11: 齐心集团 AI 功能、人效表格梳理

环节	AI 应用能力	关键数据与效果	战略意义
数据治理与商品标准化	AI 数据治理系统、商品标准库模型、商品专有大模型库	商品自动去重，商品匹配准确率最高 97%；海量 SKU 自动清洗和标准化	大幅降低人工维护成本，支撑海量 SKU 扩张与 MRO 拓品
商品上架与价格管理	AI 智能审核、AIGC 图片优化、动态议价与定价	上架从提报到上架“全自动化”；AIGC 优化模糊商品图，提升展示与转化	降低单 SKU 上架成本，提升价格竞争力与响应速度
招投标与智能报价	AI 投标技术方案自动生成、智能报价系统	可在短时间内处理数万 SKU 询价单，自动生成投标方案；投标响应速度与准确性显著提升，中标率大幅提升	提高招投标效率与命中率，巩固央企大客户阵地
客户下单与选品	AI 下单（语音/文字/图片）、智能推荐系统	经销商可语音/图片轻松下单；AI 推荐提升选品效率与订单获取率	提升客单转化与订单内占比，增强平台粘性

订单分配与履约调度	智能分单、供应链自动推荐模型、智能配送	自动匹配最佳供应商与路径，部分品类库存降低20%，履约效率提升15%以上	优化库存结构，降低履约成本与缺货风险
结算对账与财务处理	智能结算审核、AI 报销	履约签收校验通过率 85.8%，结算自动审核成功率 96%，结算周期显著缩短，为财务减轻 70%以上工作量	释放财务人力，减少差错，加快回款与资金周转
客服与售后服务	智能客服、AI 购物助手、商品智能问答、数字人	集中多平台问答回复，实现 24 小时服务，回复更及时、标准；有效提升客户满意度	降低客服人力成本，提升服务体验与品牌形象
决策分析与运营优化	智能大数据平台、AI 商品分析工具	实时业务分析，支持风险评估、预警及改善措施推荐；对消费者需求与订单行为进行深度洞察	支撑精细化运营、产品规划与客户经营策略升级

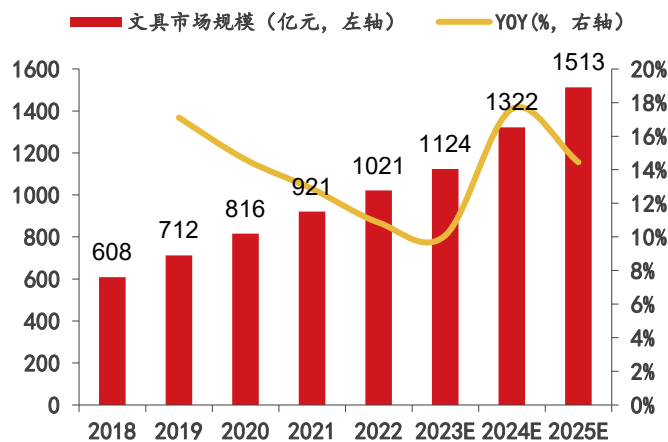
资料来源：公司公告，齐心集团微信公众号，亿邦动力，国投证券证券研究所

3. 品牌、渠道与 IP 协同赋能自有品牌新文具业务发展

3.1. 文具市场行业集中度低，IP 合作成为主流战略导向

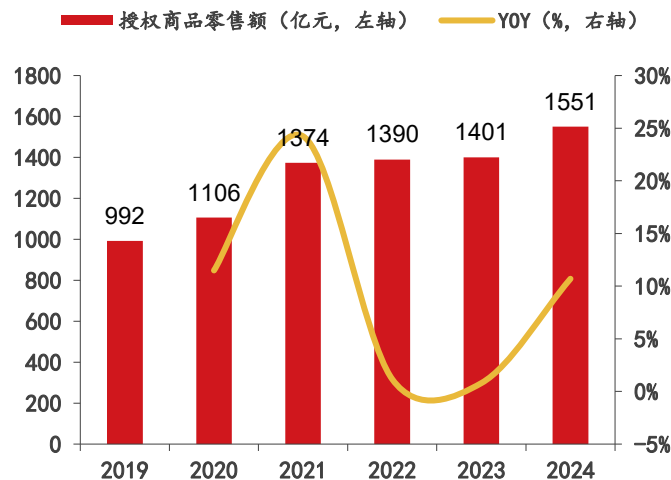
文具行业规模扩容却困于分散与同质，IP 合作成为破局新动力。据前瞻研究院预测，2025 年中国文具市场规模突破 1500 亿元，但其市场集中度低，前十企业年销售总额占市场总额比重不足 10%，加之业内产品同质化的痛点凸显，行业亟待探寻新经济增长点。通过 IP 合作赋能，文具行业拓展出新消费需求空间，顺应当下注重实用的物质需求转向“好看”、“好玩”、“收藏”的精神需求的发展趋势，企业以 IP 联名来提升文具产品附加值，推出超行业平均水平的高价值文具产品。IP 赋能下的联名文具市场规模增速远超普通文具，预计未来五年仍将保持高位复合增长。

图14. 2018-2025E 中国文具市场规模及其增速



资料来源：中国工业统计年鉴，前瞻研究院，国投证券证券研究所

图15. 2019-2024 年中国授权商品零售额及其增速



资料来源：《2025 年中国授权行业发展白皮书》，国投证券证券研究所

3.2. 三十载铸就品牌优势，渠道与 IP 赋能业务发展

公司以 30 余年行业积淀构筑品牌信任壁垒，塑造良好的品牌形象。公司已在全国布局了 60 多家分子公司，实现了广泛的区域业务覆盖。截至 2024 年，公司累计参与 80 项国标、行标制、团体标准修订，打造值得信赖的品牌形象。同时作为国内知名品牌，公司已服务超 60 家央企、200 余家头部企业，并通过 B 端口碑反哺 C 端市场，强化自有品牌的品牌公信力，相较白牌更易获取订单。据年报，2024 年公司品牌价值评估为 175.28 亿元。

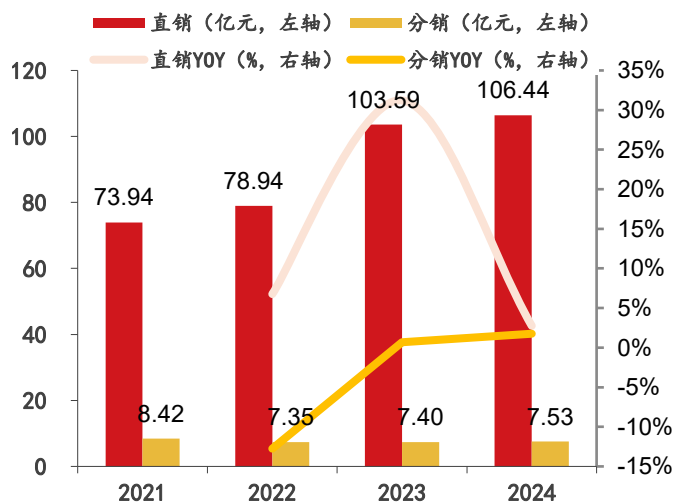
图16. 公司全国业务布局



资料来源：公司官方宣传视频，国投证券证券研究所

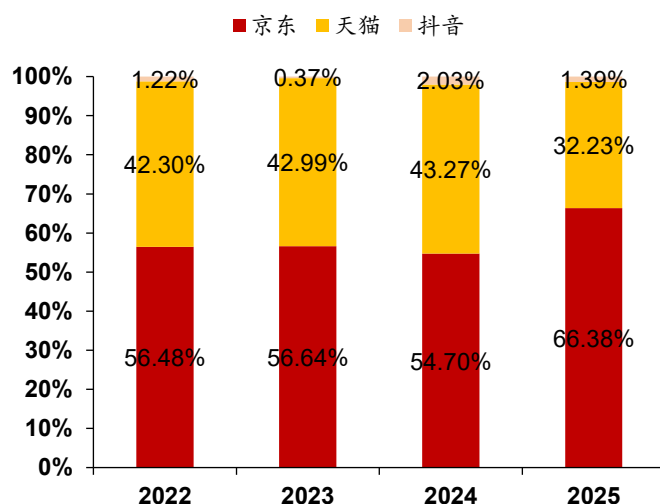
以全渠道布局强化品牌触达力，自有品牌渗透力持续提升。公司在线上覆盖办公集采平台、电商、直播等渠道，强化自营与分销布局，以场景化直播深化品牌与消费者的情感链接，其中公司以京东、天猫为主营电商平台，京东销售额占比在 2025 年高达 66.38%；在线下，公司联动经销商、商超、专业渠道，拓展定制、海外渠道，通过全渠道价值链管理，提高终端触达能力，并借助数字化集采平台，扩大 B2B 办公集采中的自有品牌份额。

图17. 2021-2024 年公司分销售模式收入及增速对比



资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

图18. 2022-2025 年公司线上各平台收入占比



资料来源：久谦中台（截至 2026.03.03），国投证券证券研究所

以 IP 联名为核心，自有品牌实现文化赋能与合作壁垒双升级。一方面，公司深耕中国 IP，

将中华优秀传统文化融入设计，依托自身品牌与渠道优势，联合 IP 伙伴，以优质产品为载体，实现 IP 文创与数字化营销融合。公司于 2009 年自创“波乐和兜兜”IP 并应用于文具产品；于 2019 年后从自创转向“自创+外部联名”模式，与 QQfamily 进行 IP 联名；于 2021-2023 年密集签约吾皇猫、山海经、孔子爷爷溯源等优质国潮 IP 并斩获行业奖项，不断推出价值显著高于普通文具产品的 IP 联名文创产品。公司将按照既定规划持续推出具有品牌感、时尚感且受年轻人青睐的国潮文创，推动 IP 文创成为自有品牌的强劲驱动力。另一方面，IP 持有方更倾向与有稳定供应链、渠道的成熟品牌合作，降低联名风险，获取更高的联名收益，为公司自有品牌发展提供外在驱动力。

图19. 公司联名 IP 文创产品



资料来源：齐心文创官方小红书，国投证券证券研究所

图20. 0.5mm 黑色中性笔普通款与 IP 联名款对比

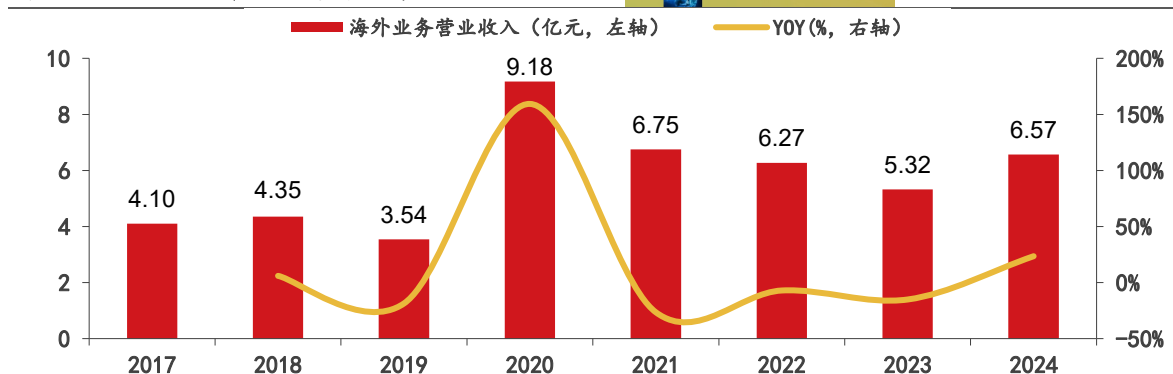
企业名称	款式	联名 IP	销售形式	价格	单价	溢价率
广博	普通款		6 支装	11.9	2.0	244.5
	联名款	初音未来	3 支装	20.5	6.8	4%
晨光股份	普通款		3 支装	9.9	3.3	134.0
	联名款	自在熊猫	4 支装	30.9	7.7	9%
齐心集团	普通款		3 支装	5.8	1.9	120.6
	联名款	吾皇猫	3 支装	12.8	4.3	9%
KACO	普通款		3 支装	12.0	4.0	40.00
	联名款	国博衍艺	3 支装	16.8	5.6	%
得力	普通款		单支	2.9	2.9	37.93
	联名款	哪吒之魔童闹海	单支	4.0	4.0	%

资料来源：各大品牌天猫旗舰店（截至 2026.01.06），国投证券证券研究所

3.3. 立足自有品牌，构筑战略优势

自有品牌是公司中长期发展规划的基石，是其业务扩张及全球化布局的核心支撑。对公司业务扩张而言，公司通过自有品牌“COMIX 齐心”的 IP 联名、自身品牌优势和渠道优势所形成的品牌辨识度是其业务得以发展至全球 120 多个国家的重要基础。25H1 公司海外业务以成熟的文具办公业务为核心，聚焦亚洲、欧美等成熟市场并通过亚马逊、沃尔玛等电商平台和近 120 家海外代理商实现全球化销售，2024 年海外营业收入为 6.57 亿元，同比增长 23.49%，海外扩张成果亮眼；对公司客户粘性而言，公司高度建设自有品牌同竞对的差异化壁垒，以数字化集采平台占据 B 端用户心智，以优质 IP 联名提高 C 端消费者粘性，推动公司的产品需求和收入增长；对公司 IP 合作而言，公司计划将 IP 联名作为其自有品牌业务的重要补充，而相较于白牌，IP 持有方更愿意选择自有品牌建设成熟、渠道丰富的公司作为被授权商进行 IP 合作。

图21. 2017-2024 年公司海外业务营业收入及增速



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

图22. 齐心集团全球化布局



资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预计齐心集团 2025-2027 年营业收入为 128.84、141.82、156.13 亿元，同比增长 13.05%、10.08%、10.09%；2025-2027 年毛利率分别为 9.85%、9.47%、9.65%。

1) **B2B 办公物资集采业务**：公司主营 B2B 办公物资集采业务主要由办公物资和其他业务构成，其已将集采场景向高附加值 MRO 领域延伸，成功拓展至工业与基建等高需求领域，同时依托 AI 与自动化数智化运营构建核心竞争力，覆盖超 70% 主营业务环节，效率与壁垒持续提升。预计 2025-2027 年营收同比增长 13.06%、10.08%、10.09%，毛利率分别为 9.81%、9.43%、9.61%。

2) **办公物资**：办公物资作为公司规模化运营的核心，供应链体系成熟，保持高比例集采续约中标率，需求随着央国企数字化采购的渗透而稳步释放。预计 2025-2027 年营收同比增长 13.00%、10.00%、10.00%，毛利率分别为 9.65%、9.24%、9.39%。

3) **其他业务**：其他业务包含高附加值品类及衍生服务，虽然体量小，但伴随客户对一站式采购及个性化服务需求的增长，具有较高的增长潜力，能保持较高的毛利率。预计 2025-2027 年营收增速为 30.00%、30.00%、30.00%，毛利率维持在 50% 水平。

4) **SAAS 软件服务**：SaaS 是基于云计算的软件交付模式，用户以订阅方式付费后即可通过互联网直接使用软件。公司以 SaaS 模式赋能集采业务，依托数字化平台为客户提供数据共通的集采对接服务，进而依托集采业务带动 SaaS 软件服务的发展，实现两者的协同增长。预计 2025-2027 年营收增速为 10.00%、10.00%、10.00%，毛利率维持在 20% 水平。

表12：齐心集团盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	42.41	59.81	80.10	82.36	86.29	110.99	113.97	128.84	141.82	156.13
YoY		41.03%	33.91%	2.83%	4.77%	28.62%	2.69%	13.0%	10.1%	10.1%
毛利率	18.21%	15.65%	14.66%	11.21%	10.07%	8.38%	8.59%	9.85%	9.47%	9.65%
B2B 办公集采 (办公物资+其他业务)										
营业收入 (亿元)	38.89	56.81	77.74	80.65	84.83	110.22	113.52	128.34	141.28	155.53
YoY		46.08%	36.84%	3.75%	5.17%	36.65%	3.00%	13.06%	10.08%	10.09%

毛利率	13.92%	12.86%	13.24%	10.42%	9.58%	8.20%	8.58%	9.81%	9.43%	9.61%
办公物资										
营业收入 (亿元)	38.18	56.28	76.99	80.35	84.54	109.91	113.14	127.85	140.63	154.69
YoY		47.41%	36.80%	4.36%	5.22%	30.00%	2.94%	13.0%	10.0%	10.0%
毛利率	12.96%	12.46%	13.12%	10.27%	9.42%	8.08%	8.38%	9.7%	9.2%	9.4%
其他业务										
营业收入 (亿元)	0.71	0.53	0.75	0.30	0.28	0.31	0.38	0.50	0.65	0.84
YoY		-25.4%	41.5%	-59.4%	-6.6%	8.3%	24.1%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	64.0%	56.1%	25.5%	50.3%	56.4%	49.4%	67.8%	50.0%	50.0%	50.0%
SAAS 软件服务										
营业收入 (亿元)	3.52	3.00	2.36	1.71	1.46	0.77	0.45	0.49	0.54	0.60
YoY		-14.8%	-21.3%	-27.5%	-14.3%	-47.2%	-41.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	65.6%	68.6%	61.2%	48.4%	38.5%	34.2%	10.4%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：iFinD，公司公告，国投证券证券研究所测算

给予“买入-A”评级。选取晨光股份、创源股份和广博股份作为可比公司进行估值对比。其中，晨光股份是国内文具行业的龙头企业，其子公司科力普主营办公集采领域，业务覆盖政企客户一站式采购、数字化供应链服务，未来有望依托品牌与渠道优势，在政企采购数智化升级中持续拓展市场空间，与齐心集团在 B2B 办公集采领域的业务布局较为相似，具备估值参考价值。创源股份与广博股份作为国内文具与办公用品制造和出口的代表性企业，反映了行业传统制造端的估值水平。2025 年可比公司平均估值为 23.1x，高于公司的 21.6x。考虑到齐心集团作为 B2B 数字化集采服务商，相较于普通制造业，具有显著的平台属性，且与央企及金融客户构筑了深厚壁垒，客户粘性极强，随着公司在 AI+办公及数字化供应链领域的持续布局，有望长期受益于政企采购数智化升级红利。此外，MRO 市场前景广阔，公司以技术壁垒构筑其核心竞争力，我们认为公司享有一定的估值溢价，并给予 2026 年 23xPE，对应目标价为 8.91 元，给予买入-A 的投资评级。

表13：齐心集团与可比公司估值对比（截至 2026 年 4 月 22 日）

代码	公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)					市盈率					25-27 年净利润 CAGR
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
603899.SH	晨光股份	25.27	232.73	1526.8	1395.8	1395.1	1561.8	1739.9	15.2	16.7	16.7	14.9	13.4	11.68%
300703.SZ	创源股份	20.96	37.81	76.7	107.9	129.8	204.2	275.8	49.3	35.0	29.1	18.5	13.7	45.77%
002103.SZ	广博股份	8.19	43.76	169.2	152.2	185.3	235.1	291.5	25.9	28.8	23.6	18.6	15.0	25.42%
可比公司 PE 均值											23.1	17.3	14.0	
002301.SZ	齐心集团	6.08	48.18	76.9	62.8	223.3	279.4	339.9	62.6	76.7	21.6	17.2	14.2	23.38%

资料来源：iFinD，国投证券证券研究所（注：晨光股份、创源股份和广博股份来自 iFinD 一致预测，齐心集团由国投证券证券研究所预测）

5. 风险提示

1) 市场竞争加剧风险：若未来行业竞争格局或相关政策发生变化，叠加同业及跨界参与者增多，公司经营业绩或将面临较大压力。

- 2) **原材料价格上涨风险**：若原材料价格上涨将抬升生产成本，进一步挤压公司盈利空间。
- 3) **技术和产品创新滞后风险**：若公司无法持续保持技术领先优势、巩固战略先发地位，则可能面临技术被超越、竞争力弱化的风险。
- 4) **MRO 市场拓展不及预期风险**：公司 MRO 业务受行业竞争加剧等因素影响，若市场拓展进度不及预期，将对公司收入增长及盈利预期产生不利影响。
- 5) **海外市场发展不及预期风险**：公司跨境业务受地缘政治摩擦、汇率波动等因素影响，可能导致海外收入增速放缓或盈利能力承压。
- 6) **IP 开发效果不及预期风险**：公司文创及 IP 衍生品开发或面临授权成本上升、IP 热度持续性不确定及同质化竞争加剧等挑战，存在投入产出比不及预期的可能。
- 7) **预测及假设不及预期风险**：基于宏观经济复苏节奏、行业竞争格局变化等假设进行的业绩预测，若关键假设发生偏离，可能导致实际经营结果与预测存在重大差异。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,099	11,397	12,884	14,182	15,613	成长性					
减:营业成本	10,169	10,418	11,615	12,839	14,107	营业收入增长率	28.6%	2.7%	13.0%	10.1%	10.1%
营业税费	34	49	57	56	66	营业利润增长率	-50.6%	31.4%	151.6%	19.5%	22.4%
销售费用	543	569	657	708	785	净利润增长率	-39.3%	-18.3%	255.4%	25.1%	21.6%
管理费用	187	183	231	240	265	EBITDA 增长率	114.4%	-13.4%	126.5%	19.4%	21.2%
研发费用	90	49	90	92	93	EBIT 增长率	-148.7%	-53.6%	1,688.7%	31.3%	31.1%
财务费用	-47	-65	-72	-89	-95	NOPLAT 增长率	-46.0%	-21.6%	839.9%	17.8%	31.4%
加:资产/信用减值损失	-54	-121	-77	-84	-94	投资资本增长率	-183.2%	87.6%	-39.2%	202.0%	-17.2%
公允价值变动收益	-3	2	-21	0	7	净资产增长率	1.1%	-1.3%	6.9%	1.1%	1.7%
投资和汇兑收益	-4	-3	-18	-8	-10						
营业利润	65	85	215	257	314	利润率					
加:营业外净收支	-2	-8	-6	-5	-6	毛利率	8.4%	8.6%	9.8%	9.5%	9.6%
利润总额	63	77	209	251	308	营业利润率	0.6%	0.7%	1.7%	1.8%	2.0%
减:所得税	2	25	19	21	25	净利润率	0.7%	0.6%	1.7%	2.0%	2.2%
净利润	77	63	223	279	340	EBITDA/营业收入	0.9%	0.7%	1.5%	1.6%	1.7%
						EBIT/营业收入	0.1%	0.1%	0.9%	1.1%	1.3%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	固定资产周转天数	15	14	12	10	8
货币资金	3,392	3,441	3,142	3,702	3,618	流动营业资本周转天数	-24	-31	-25	-26	-26
交易性金融资产	0	23	13	12	16	流动资产周转天数	221	222	226	209	207
应收帐款	3,131	3,011	5,088	3,005	6,042	应收帐款周转天数	98	97	113	103	104
应收票据	47	47	73	52	85	存货周转天数	8	7	9	8	8
预付帐款	166	149	354	142	386	总资产周转天数	260	257	254	233	227
存货	254	210	442	206	505	投资资本周转天数	1	-10	-10	-13	-17
其他流动资产	112	58	132	101	97						
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资回报率					
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROE	2.5%	2.0%	6.7%	8.2%	9.7%
长期股权投资	42	29	29	29	29	ROA	0.7%	0.6%	1.9%	2.8%	2.4%
投资性房地产	47	46	46	46	46	ROIC	6.4%	-6.0%	-30.2%	-58.5%	-25.4%
固定资产	443	430	397	363	330	费用率					
在建工程	2	1	1	1	1	销售费用率	4.9%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%
无形资产	192	147	110	72	34	管理费用率	1.7%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	447	404	389	395	394	研发费用率	0.8%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%
资产总额	8,275	7,996	10,215	8,124	11,582	财务费用率	-0.4%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
短期债务	453	371	0	0	0	四费/营业收入	7.0%	6.5%	7.0%	6.7%	6.7%
应付帐款	3,152	3,479	4,361	3,684	5,430	偿债能力					
应付票据	1,352	762	2,311	861	2,499	资产负债率	62.4%	61.6%	67.9%	59.2%	70.9%
其他流动负债	168	270	216	218	235	负债权益比	166.1%	160.5%	211.3%	144.8%	243.2%
长期借款	0	0	0	0	0	流动比率	1.39	1.42	1.34	1.52	1.32
其他非流动负债	41	44	45	43	44	速动比率	1.34	1.38	1.28	1.47	1.25
负债总额	5,166	4,927	6,934	4,806	8,208	利息保障倍数	-0.30	-0.10	-1.62	-1.72	-2.10
少数股东权益	3	-7	-38	-87	-142	分红指标					
股本	721	721	721	721	721	DPS (元)	0.08	0.07	0.16	0.27	0.32
留存收益	2,506	2,492	2,598	2,683	2,796	分红比率	77.3%	79.3%	52.2%	69.6%	67.0%
股东权益	3,110	3,069	3,282	3,318	3,375	股息收益率	1.2%	1.0%	2.4%	4.0%	4.7%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	61	52	223	279	340	EPS (元)	0.11	0.09	0.31	0.39	0.47
加:折旧和摊销	93	79	71	71	71	BVPS (元)	4.31	4.26	4.60	4.72	4.88
资产减值准备	54	121	0	0	0	PE (X)	62.6	76.7	21.6	17.2	14.2
公允价值变动损失	3	-2	-21	0	7	PB (X)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4
财务费用	-32	-46	-72	-89	-95	P/FCF	7.5	27.1	-15.6	6.0	23.7
投资收益	4	3	18	8	10	P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	-16	-11	-33	-49	-57	EV/EBITDA	18.7	19.5	6.6	2.8	2.4
营运资金的变动	518	180	-215	452	-210	CAGR (%)	55.5%	76.1%	16.4%	55.5%	76.1%
经营活动产生现金流量	634	245	-28	673	66	PEG	1.1	1.0	1.3	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-26	-39	-1	-5	-18	ROIC/WACC	0.6	-0.6	-2.9	-5.6	-2.4
融资活动产生现金流量	-378	11	-270	-108	-131	REP	-12.8	6.5	1.6	0.1	0.4

资料来源: Wind 资讯, 国投证券证券研究所预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

 免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所**深圳市****地 址：** 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层**邮 编：** 518046**上海市****地 址：** 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层**邮 编：** 200082**北京市****地 址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**邮 编：** 100034