

晨光股份 (603899.SH)

一季度净利润增长 21%，传统主业与零售大店稳步复苏

买入

核心观点

一季度收入增长 14%，科力普占比增加及精益管理推动利润率提升。 2023 年一季度公司收入 48.8 亿元，增长 15.4%；归母净利润 3.3 亿元，同比增长 21%。毛利率下滑 4.6 个百分点至 19.7%，期间费用率因精益管理、投入较少的科力普业务占比提升下降 1.6 个百分点，最终净利率下降 1.6 个百分点至 7.5%。存货周转天数同比下降 7 天，应收账款与应付账款周转天数同比小幅上升。

晨光科力普延续两位数增长，传统核心业务 3 月复苏明显。 1) 收入：科力普收入 26.4 亿元，同比+23%，延续去年两位数增长趋势；传统核心业务收入推测单位数增长，1-2 月因疫情和春节放假对文具消费有一定影响，3 月复苏明显，其中晨光科技维持高速增长，同比+58%；零售大店收入 3 亿元，同比+13%，其中九木杂物社收入 2.8 亿元，同比+14.6%，1 月份随商圈客流恢复收入恢复良好，一季度末门店数量共计 504 家，较年初增加 15 家，拓店稳步推进。2) 净利率：科力普与传统核心业务基本持平，其中线上一季度贡献盈利，九木杂物社亦由去年同期亏损转为小幅盈利状态。

2023 年预期科力普延续高速增长，传统核心与零售大店业务疫后复苏。 2023 年公司计划实现营业收入 246 亿元，同比增长 23%。1) 传统核心业务将通过拓品类拓市场稳增长：产品开发减量提质、优化产品结构；全渠道布局，加大数字化运营和线上渠道发展。2) 九木杂物社有望恢复开店节奏，实现较快发展：其作为晨光品牌升级的桥头堡聚焦提升高端产品占比，围绕“学霸会员调结构提质量”战略发力会员运营和店铺运营。3) 科力普预计延续高速增长、利润率持续提升：进入高质量发展阶段，以一站式采购为基础，继续拓展 MRO、营销礼品、员工福利业务场景；长期来看，科力普目标于 2027 年收入达到 300 亿元。

风险提示：疫情反复；原材料价格波动；渠道开拓不及预期；系统性风险。

投资建议：看好疫后传统核心与零售大店业务逐步复苏。 去年疫情管控、部分地区开学延迟导致传统核心业务与零售大店增长承压，科力普高速增长、盈利改善。今年传统核心与零售大店业务有望逐步复苏，科力普预期持续提升盈利水平。维持公司盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 18/21/24 亿元，同比增长 40%/17%/15%。看好公司长期竞争力，维持合理估值 53.4-55.5 元（对应 2024 年 PE 23.5-24.5x），维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 17,607 | 19,996 | 24,760 | 29,703 | 35,194 |
| (+/-%) | 34.0% | 13.6% | 23.8% | 20.0% | 18.5% |
| 净利润(百万元) | 1518 | 1282 | 1796 | 2104 | 2425 |
| (+/-%) | 20.9% | -15.5% | 40.0% | 17.1% | 15.3% |
| 每股收益(元) | 1.64 | 1.38 | 1.94 | 2.27 | 2.62 |
| EBIT Margin | 9.7% | 7.4% | 8.4% | 8.4% | 8.3% |
| 净资产收益率 (ROE) | 24.5% | 18.7% | 22.3% | 22.2% | 21.9% |
| 市盈率 (PE) | 29.5 | 34.9 | 24.9 | 21.3 | 18.5 |
| EV/EBITDA | 25.8 | 29.3 | 22.6 | 19.4 | 17.1 |
| 市净率 (PB) | 7.23 | 6.54 | 5.56 | 4.73 | 4.04 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

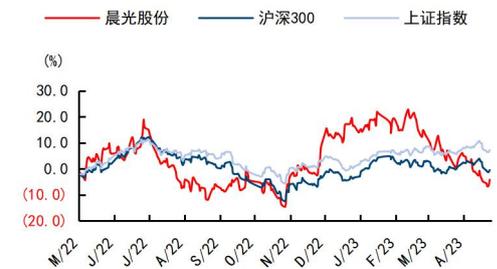
轻工制造·文具用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘璨
 0755-81981391 0755-81982887
 dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn
 S0980520040004

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 45.20 元 |
| 总市值/流通市值 | 41897/41757 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 58.89/39.30 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 164.58 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《晨光股份 (603899.SH) - 2022 年净利润下滑 16%，科力普业务高速增长》——2023-04-01
- 《晨光股份 (603899.SH) - 三季度收入增长 19%，传统核心业务恢复增长》——2022-10-30
- 《晨光股份 (603899.SH) - 疫情影响二季度业绩下滑 25%，长期目标扎实推进》——2022-08-27
- 《晨光股份 (603899.SH) - 从他山之石看晨光股份传统业务的成长动力》——2022-08-16
- 《晨光股份 (603899.SH) - 疫情不可抗力影响生产经营，一季度收入增长 10.9%》——2022-04-29

图1：公司分季度营业收入及增速



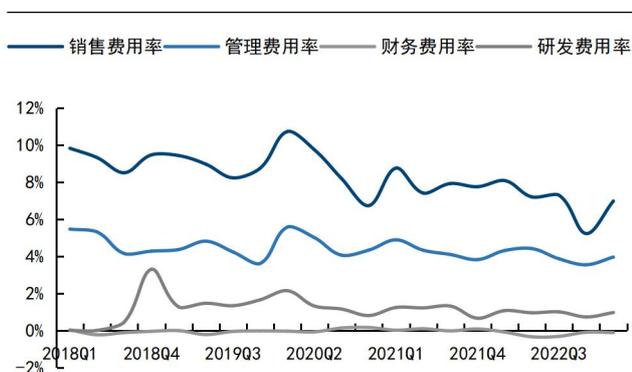
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度归母净利润及增速



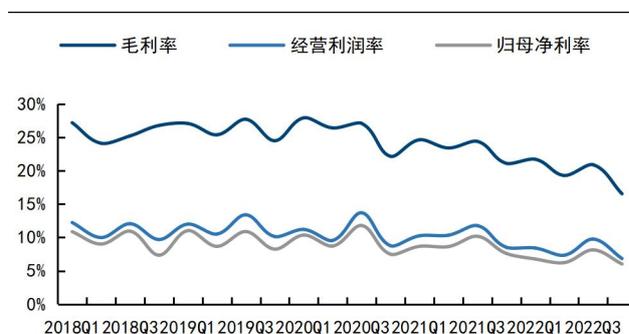
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度销售/管理/研发费用率



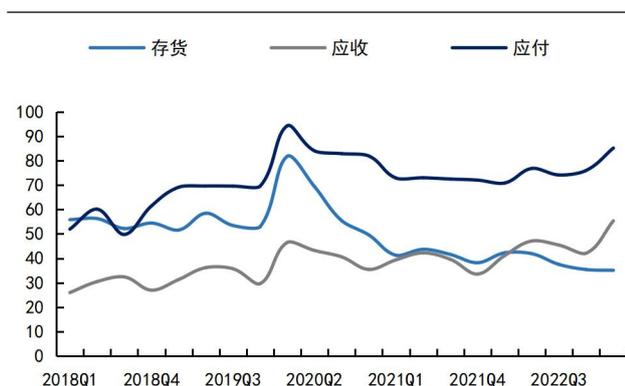
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度净利率/扣非净利率



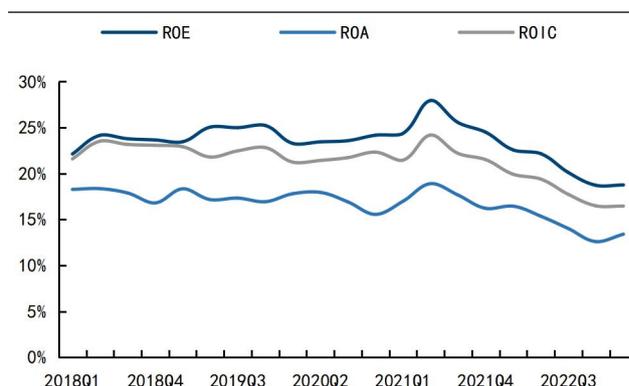
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分季度周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分季度投资回报率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好疫后传统核心与零售大店业务逐步复苏

去年疫情管控、部分地区开学延迟导致传统核心业务与零售大店增长承压，科力普高速增长、盈利改善。今年传统核心与零售大店业务有望逐步复苏，科力普预期持续提升盈利水平。维持公司盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 18/21/24 亿元，同比增长 40%/17%/15%。看好公司长期竞争力，维持合理估值 53.4-55.5 元（对应 2024 年 PE 23.5-24.5x），维持“买入”评级。

表 1：盈利预测与市场重要数据

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 17,607 | 19,996 | 24,760 | 29,703 | 35,194 |
| (+/-%) | 34.0% | 13.6% | 23.8% | 20.0% | 18.5% |
| 净利润(百万元) | 1518 | 1282 | 1796 | 2104 | 2425 |
| (+/-%) | 20.9% | -15.5% | 40.0% | 17.1% | 15.3% |
| 每股收益(元) | 1.64 | 1.38 | 1.94 | 2.27 | 2.62 |
| EBIT Margin | 9.7% | 7.4% | 8.4% | 8.4% | 8.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 24.5% | 18.7% | 22.3% | 22.2% | 21.9% |
| 市盈率(PE) | 29.5 | 34.9 | 24.9 | 21.3 | 18.5 |
| EV/EBITDA | 25.8 | 29.3 | 22.6 | 19.4 | 17.1 |
| 市净率(PB) | 7.23 | 6.54 | 5.56 | 4.73 | 4.04 |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 3011 | 3363 | 5324 | 5452 | 7099 | 营业收入 | 17607 | 19996 | 24760 | 29703 | 35194 |
| 应收款项 | 1925 | 3203 | 2713 | 3255 | 3857 | 营业成本 | 13521 | 16124 | 20026 | 24109 | 28693 |
| 存货净额 | 1547 | 1625 | 2184 | 3946 | 4699 | 营业税金及附加 | 67 | 76 | 92 | 108 | 125 |
| 其他流动资产 | 199 | 178 | 220 | 264 | 312 | 销售费用 | 1398 | 1358 | 1391 | 1636 | 1863 |
| 流动资产合计 | 8294 | 9998 | 12070 | 14546 | 17596 | 管理费用 | 745 | 794 | 983 | 1146 | 1354 |
| 固定资产 | 1907 | 1816 | 2043 | 2160 | 2264 | 研发费用 | 189 | 184 | 215 | 243 | 270 |
| 无形资产及其他 | 435 | 418 | 398 | 378 | 358 | 财务费用 | 7 | (41) | (77) | (65) | (54) |
| 投资性房地产 | 752 | 751 | 751 | 751 | 751 | 投资收益 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 37 | 40 | 34 | 29 | 23 | 资产减值及公允价值变动 | 56 | 51 | 25 | 30 | 36 |
| 资产总计 | 11424 | 13023 | 15295 | 17864 | 20993 | 其他收入 | (151) | (128) | (88) | (94) | (98) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 359 | 380 | 500 | 500 | 500 | 营业利润 | 1781 | 1608 | 2282 | 2705 | 3151 |
| 应付款项 | 2810 | 3999 | 3276 | 3946 | 4699 | 营业外净收支 | 80 | 56 | 70 | 84 | 99 |
| 其他流动负债 | 1375 | 1035 | 2678 | 3217 | 3819 | 利润总额 | 1861 | 1665 | 2352 | 2789 | 3250 |
| 流动负债合计 | 4544 | 5414 | 6454 | 7663 | 9019 | 所得税费用 | 328 | 310 | 437 | 518 | 604 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 16 | 73 | 119 | 0 | 221 |
| 其他长期负债 | 357 | 357 | 307 | 257 | 257 | 归属于母公司净利润 | 1518 | 1282 | 1796 | 2104 | 2425 |
| 长期负债合计 | 357 | 357 | 307 | 257 | 257 | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 4901 | 5770 | 6760 | 7919 | 9275 | 净利润 | 1518 | 1282 | 1796 | 2104 | 2425 |
| 少数股东权益 | 328 | 403 | 483 | 483 | 630 | 资产减值准备 | (23) | 2 | (9) | 0 | 0 |
| 股东权益 | 6195 | 6849 | 8053 | 9462 | 11087 | 折旧摊销 | 225 | 245 | 210 | 233 | 252 |
| 负债和股东权益总计 | 11424 | 13023 | 15295 | 17864 | 20993 | 公允价值变动损失 | (56) | (51) | (25) | (30) | (36) |
| | | | | | | 财务费用 | 7 | (41) | (77) | (65) | (54) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (536) | (484) | 750 | (1188) | (47) |
| 每股收益 | 1.64 | 1.38 | 1.94 | 2.27 | 2.62 | 其它 | 34 | 39 | 88 | (0) | 147 |
| 每股红利 | 0.52 | 0.61 | 0.64 | 0.75 | 0.86 | 经营活动现金流 | 1163 | 1034 | 2811 | 1118 | 2742 |
| 每股净资产 | 6.68 | 7.39 | 8.69 | 10.21 | 11.96 | 资本开支 | 0 | (185) | (383) | (301) | (301) |
| ROIC | 33% | 24% | 32% | 36% | 38% | 其它投资现金流 | (180) | (17) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 25% | 19% | 22% | 22% | 22% | 投资活动现金流 | (181) | (205) | (377) | (295) | (295) |
| 毛利率 | 23% | 19% | 19% | 19% | 18% | 权益性融资 | (7) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 10% | 7% | 8% | 8% | 8% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 11% | 9% | 9% | 9% | 9% | 支付股利、利息 | (479) | (563) | (593) | (694) | (800) |
| 收入增长 | 34% | 14% | 24% | 20% | 18% | 其它融资现金流 | 431 | 648 | 120 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 21% | -16% | 40% | 17% | 15% | 融资活动现金流 | (533) | (477) | (472) | (694) | (800) |
| 资产负债率 | 46% | 47% | 47% | 47% | 47% | 现金净变动 | 448 | 352 | 1961 | 129 | 1647 |
| 息率 | 1.1% | 1.3% | 1.3% | 1.6% | 1.8% | 货币资金的期初余额 | 2562 | 3011 | 3363 | 5324 | 5452 |
| P/E | 29.5 | 34.9 | 24.9 | 21.3 | 18.5 | 货币资金的期末余额 | 3011 | 3363 | 5324 | 5452 | 7099 |
| P/B | 7.2 | 6.5 | 5.6 | 4.7 | 4.0 | 企业自由现金流 | 0 | 782 | 2265 | 764 | 2273 |
| EV/EBITDA | 25.8 | 29.3 | 22.6 | 19.4 | 17.1 | 权益自由现金流 | 0 | 1431 | 2466 | 884 | 2394 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032