

## 晨光股份 (603899.SH)

强烈推荐 (维持)

### 传统业务稳健发展，零售大店受益疫后消费复苏

公司发布 23Q1 季报。23Q1 公司实现营业收入 48.82 亿元，同比+15.44%，归母净利润 3.34 亿元，同比+21.02%。

- **疫情缓解刺激需求端，催化传统业务快速复苏。**分品类看，公司 23Q1 书写工具、学生文具、办公文具分别实现营收 4.88、7.29、8.45 亿元，分别同比-2.27%、+1.47%、+15.78%，实现毛利率 40.49%、33.68%、28.13%，同比+0.09、+0.26、-1.11pcts。疫情缓解+开学学汛有力刺激需求端，其中，办公文具产品业绩表现亮眼。
- **科力普覆盖政企供应链，办公直销业务高速增长。**公司 23Q1 办公直销业务收入 26.41 亿，同比+23.06%，仍处于高速增长模式。晨光科力普聚焦发展四大业务板块，办公物资采购、MRO 工业品、营销礼品、员工福利，着力拓展营销礼品及 MRO 供应链的开发，持续提升中后台能力，产品上架提高针对性、时效性和准确性。23Q1 晨光科力普实现营业收入 26.41 亿元，同比+23.06%。
- **线下消费场景复苏，零售大店业务明显反弹。**晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 3.00 亿元，同比+13.31%，其中九木杂物社实现营业收入 2.79 亿元，同比+14.58%。截止目前，公司在全国拥有 547 家零售大店，其中九木杂物社 504 家（直营 345 家，加盟 159 家），晨光生活馆 43 家。
- **盈利预测及投资建议：**公司是文具行业领跑者，疫后传统业务、科力普、九木杂物社均快速修复，新业务拓展成长空间广阔。预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利 17.7 亿元、22.5 亿元和 27.0 亿元，分别同比增长 38%、27%和 20%，对应 PE 为 23.6x、18.6x、15.5x，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**市场竞争日益加剧，宏观政策变动，经营管理风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	17607	19996	24995	30244	36596
同比增长	34%	14%	25%	21%	21%
营业利润(百万元)	1781	1608	2247	2864	3446
同比增长	26%	-10%	40%	27%	20%
归母净利润(百万元)	1518	1282	1774	2249	2698
同比增长	21%	-16%	38%	27%	20%
每股收益(元)	1.64	1.38	1.91	2.43	2.91
PE	27.6	32.7	23.6	18.6	15.5
PB	6.8	6.1	5.1	4.2	3.5

资料来源：公司数据、招商证券

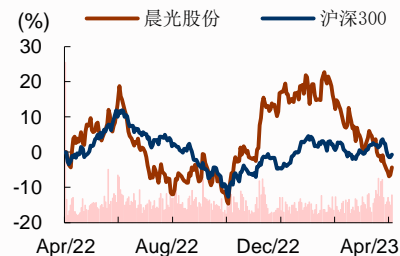
消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：45.2 元

#### 基础数据

总股本(万股)	92693
已上市流通股(万股)	92383
总市值(亿元)	419
流通市值(亿元)	418
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	18.8
资产负债率	40.2%
主要股东	晨光控股(集团)有限公司
主要股东持股比例	57.83%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	8	-3
相对表现	-7	-2	-6



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《晨光股份 (603899) —产品升级贡献收入增长，办公直销业务量价齐升》2023-03-31
- 《晨光股份 (603899) —科力普持续发力，盈利修复可期》2022-10-30
- 《晨光股份 (603899) —疫情反复致短期业绩承压，科力普增长亮眼》2022-08-27

赵中平 S1090521080001  
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn  
王月 研究助理  
✉ wangyue20@cmschina.com.cn  
王鹏 S1090522040002  
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8294	9998	12158	15181	18775
现金	3011	3363	4336	6074	8098
交易性投资	1609	1628	1628	1628	1628
应收票据	40	37	47	57	69
应收款项	1721	2957	3671	4442	5375
其它应收款	164	209	261	316	382
存货	1547	1625	1993	2396	2899
其他	203	179	222	268	324
<b>非流动资产</b>	3131	3025	2864	2723	2600
长期股权投资	37	40	40	40	40
固定资产	1840	1744	1655	1577	1509
无形资产商誉	498	481	433	390	351
其他	756	759	735	716	701
<b>资产总计</b>	<b>11424</b>	<b>13023</b>	<b>15021</b>	<b>17904</b>	<b>21375</b>
<b>流动负债</b>	4544	5414	6001	7038	8333
短期借款	180	189	0	0	0
应付账款	2810	3999	4928	5925	7170
预收账款	147	82	101	121	147
其他	1407	1144	972	992	1017
<b>长期负债</b>	357	357	357	357	357
长期借款	0	0	0	0	0
其他	357	357	357	357	357
<b>负债合计</b>	<b>4901</b>	<b>5770</b>	<b>6357</b>	<b>7395</b>	<b>8690</b>
股本	928	927	927	927	927
资本公积金	306	236	236	236	236
留存收益	4961	5686	6997	8714	10738
少数股东权益	328	403	504	632	785
归属于母公司所有者权益	6195	6849	8160	9877	11901
<b>负债及权益合计</b>	<b>11424</b>	<b>13023</b>	<b>15021</b>	<b>17904</b>	<b>21375</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1561	1352	1806	2238	2651
净利润	1534	1355	1875	2377	2852
折旧摊销	287	315	290	269	251
财务费用	41	4	(19)	(42)	(57)
投资收益	(6)	(0)	(118)	(118)	(118)
营运资金变动	(268)	(312)	(227)	(254)	(285)
其它	(26)	(11)	6	6	8
<b>投资活动现金流</b>	(663)	(151)	(10)	(10)	(10)
资本支出	(382)	(163)	(128)	(128)	(128)
其他投资	(281)	11	118	118	118
<b>筹资活动现金流</b>	(729)	(922)	(824)	(491)	(618)
借款变动	(406)	(277)	(380)	0	0
普通股增加	0	(1)	0	0	0
资本公积增加	(51)	(70)	0	0	0
股利分配	(464)	(557)	(463)	(532)	(675)
其他	191	(17)	19	42	57
<b>现金净增加额</b>	169	278	973	1738	2024

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	17607	19996	24995	30244	36596
营业成本	13521	16124	19871	23893	28911
营业税金及附加	67	76	94	114	138
营业费用	1398	1358	1698	2054	2486
管理费用	745	794	993	1201	1453
研发费用	189	184	229	278	336
财务费用	7	(41)	(19)	(42)	(57)
资产减值损失	(18)	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	39	32	32	32	32
其他收益	73	86	86	86	86
投资收益	6	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1781	1608	2247	2864	3446
营业外收入	98	69	69	69	69
营业外支出	18	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	1861	1665	2304	2920	3503
所得税	328	310	428	543	651
少数股东损益	16	73	101	128	153
<b>归属于母公司净利润</b>	1518	1282	1774	2249	2698

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	34%	14%	25%	21%	21%
营业利润	26%	-10%	40%	27%	20%
归母净利润	21%	-16%	38%	27%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.2%	19.4%	20.5%	21.0%	21.0%
净利率	8.6%	6.4%	7.1%	7.4%	7.4%
ROE	26.7%	19.7%	23.6%	24.9%	24.8%
ROIC	23.6%	17.6%	22.3%	24.0%	23.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.9%	44.3%	42.3%	41.3%	40.7%
净负债比率	3.1%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.8	2.0	2.2	2.3
速动比率	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.6	1.8	1.8	1.9
存货周转率	9.4	10.2	11.0	10.9	10.9
应收账款周转率	10.6	8.4	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	5.0	4.7	4.5	4.4	4.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.64	1.38	1.91	2.43	2.91
每股经营净现金	1.68	1.46	1.95	2.41	2.86
每股净资产	6.68	7.39	8.80	10.66	12.84
每股股利	0.60	0.50	0.57	0.73	0.87
<b>估值比率</b>					
PE	27.6	32.7	23.6	18.6	15.5
PB	6.8	6.1	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	22.0	24.5	17.4	14.2	12.0

分析师承诺

敬请阅读末页的重要说明

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王月：**香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。