

业绩优于预期，传统业务逐月恢复

2023 年 04 月 28 日

➤ **事件：**公司发布 23 年一季报：公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 48.83/3.34/2.95 亿元，同比 15.44%/21.02%/15.41%。

➤ **一季度整体表现超预期，商圈修复快于校边店。** 23 年一季度传统核心业务（不含晨光科技，未考虑内部抵减，下同）/晨光科技/科力普/零售大店分别实现收入 17.55/1.86/26.41/3.00 亿元，分别同增 3.2%/58.0%/23.1%/13.3%。科力普在高基数上增长稳健（22Q1 同增 46.4%），得益于公司老客户较高粘性&新客户持续开拓。线下消费场景改善初显；校边店受制于部分地区延迟开学&上新课，小学汛波峰平滑，部分购买行为分流至线上；九木杂物社所在商圈客流量增长明显，消费&社交场景回归刺激精品文创销量。

➤ **传统主业盈利稳定，九木杂物社或扭亏为盈。** 23Q1 公司销售毛利率/净利率分别为 19.68%/7.49%，分别同比变动-2.0/+0.7pct，毛利率降低主因办公直销业务科力普占整体营收比例提升。**分业务看**，书写工具/学生文具/办公文具/其他产品/科力普毛利率为 40.49%/33.68%/28.13%/47.29%/7.24%，分别同比变动+0.09/+0.26/-1.11/+0.73/-2.06pct。体育用品逐渐放量，办公文具板块受正向影响；九木杂物社整体经营能力提升得到体现，其他产品毛利稳中有升，我们判断九木盈利或转正；科力普业务结构改变&与地方服务商合作供货导致毛利降低，但净利率保持稳定；晨光科技连续同比高增，我们判断线上业务或已贡献正向利润。**费用方面**，公司经营业务伸长持续优化费用率，23Q1 期间费用率为 10.8%，同降 1.5pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 6.98%/3.96%/0.96%/-0.11%，分别同降 1.10/0.35/0.11/0.02pct；费率降低一方面得益于公司精细化管理，同时亦与科力普占比提升相关（科力普费用率相对较低）；23Q1 计入政府补助 4563.8 万元，存在一部分递延收益转入政府补助。

➤ **修复正在进行时，持续看好公司中长期竞争力。**短期来看，线下消费持续修复，九木经营能力整体改善，Q2 有望于低基数上体现较高增长。**中长期看**，渠道方面：公司聚焦头部大店，借力数字化工具&供应链协同持续推动直供业务，创造增量；线上由淘系、京东向抖音、拼多多、快手等新业务渠道拓展，通过差异化开发提升市场占有率。品类方面，公司持续于产品品质&IP 外观等多维度进行投入研发，儿美、体育、益智等新兴品类有望持续贡献增量。**科力普业务：**受益于党政军办公物资线上化采购&科力普四大业务场景同步发展，我们预计 23 年收入端仍有 30%+ 的增速，伴随规模效益体现，利润增速或大于收入。考虑到公司品牌及渠道护城河深厚，新业务逐步迈进收获期；预计 23-25 年归母净利润为 17.8/21.7/25.6 亿元，对应估值为 23/19/16X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**校边店动销恢复不及预期；疫情反复影响客流；新业务拓展不及预期；双减政策持续影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	19,996	24,950	29,506	35,934
增长率 (%)	13.6	24.8	18.3	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,282	1,784	2,170	2,560
增长率 (%)	-15.5	39.1	21.6	18.0
每股收益 (元)	1.38	1.92	2.34	2.76
PE	33	23	19	16
PB	6.1	5.2	4.4	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

45.20 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. 晨光股份 (603899.SH) 2022 年年报点评：疫情之下核心主业承压，不改晨光长期成长本色-2023/04/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,996	24,950	29,506	35,934
营业成本	16,124	19,980	23,567	28,840
营业税金及附加	76	100	118	144
销售费用	1,358	1,622	1,888	2,264
管理费用	794	948	1,121	1,366
研发费用	184	225	266	323
EBIT	1,537	2,194	2,663	3,142
财务费用	-41	-27	-49	-70
资产减值损失	-19	-22	-26	-32
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,608	2,199	2,686	3,180
营业外收支	56	57	57	57
利润总额	1,665	2,256	2,743	3,237
所得税	310	397	483	570
净利润	1,355	1,859	2,260	2,667
归属于母公司净利润	1,282	1,784	2,170	2,560
EBITDA	2,072	2,751	3,438	3,879

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,363	5,244	7,039	9,089
应收账款及票据	2,994	2,684	3,153	3,840
预付款项	83	180	212	260
存货	1,625	2,168	2,557	3,129
其他流动资产	1,932	1,936	1,976	2,036
流动资产合计	9,998	12,211	14,937	18,352
长期股权投资	40	45	47	49
固定资产	1,744	1,774	1,784	1,758
无形资产	418	416	414	412
非流动资产合计	3,025	3,006	2,942	2,982
资产合计	13,023	15,217	17,879	21,334
短期借款	189	189	189	189
应付账款及票据	3,999	4,105	4,843	5,926
其他流动负债	1,226	2,047	2,366	2,829
流动负债合计	5,414	6,341	7,398	8,945
长期借款	0	16	16	16
其他长期负债	357	360	360	397
非流动负债合计	357	376	376	413
负债合计	5,770	6,717	7,774	9,357
股本	927	927	927	927
少数股东权益	403	477	568	674
股东权益合计	7,252	8,500	10,106	11,977
负债和股东权益合计	13,023	15,217	17,879	21,334

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.57	24.77	18.26	21.79
EBIT 增长率	-11.54	42.76	21.40	17.97
净利润增长率	-15.51	39.13	21.60	17.99
盈利能力 (%)				
毛利率	19.36	19.92	20.13	19.74
净利润率	6.41	7.15	7.35	7.12
总资产收益率 ROA	9.85	11.73	12.14	12.00
净资产收益率 ROE	18.72	22.24	22.75	22.65
偿债能力				
流动比率	1.85	1.93	2.02	2.05
速动比率	1.52	1.54	1.63	1.66
现金比率	0.62	0.83	0.95	1.02
资产负债率 (%)	44.31	44.14	43.48	43.86
经营效率				
应收账款周转天数	53.97	38.00	38.00	38.00
存货周转天数	36.79	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	1.64	1.77	1.78	1.83
每股指标 (元)				
每股收益	1.38	1.92	2.34	2.76
每股净资产	7.39	8.66	10.29	12.19
每股经营现金流	1.46	3.21	3.36	3.82
每股股利	0.50	0.71	0.86	1.01
估值分析				
PE	33	23	19	16
PB	6.1	5.2	4.4	3.7
EV/EBITDA	18.85	13.52	10.30	8.61
股息收益率 (%)	1.11	1.56	1.90	2.24

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,355	1,859	2,260	2,667
折旧和摊销	536	557	775	737
营运资金变动	-517	591	99	150
经营活动现金流	1,352	2,978	3,117	3,543
资本开支	-162	-490	-652	-718
投资	-5	0	0	0
投资活动现金流	-151	-492	-653	-720
股权募资	2	0	0	0
债务募资	13	21	0	37
筹资活动现金流	-922	-605	-668	-774
现金净流量	289	1,881	1,795	2,049

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026