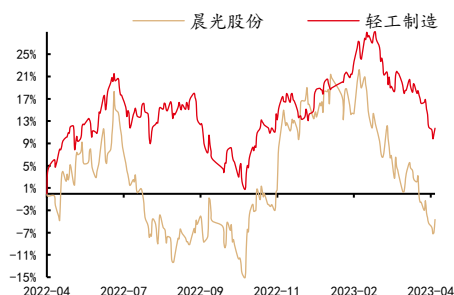


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	45.20
总股本/流通股本(亿股)	9.27 / 9.24
总市值/流通市值(亿元)	419 / 418
52 周内最高/最低价	57.93 / 40.30
资产负债率(%)	44.3%
市盈率	32.58
第一大股东	晨光控股(集团)有限公司
持股比例(%)	57.8%

研究所

分析师: 杨维维
SAC 登记编号: S1340522090007
Email: yangweiwei@cnpsec.com

晨光股份(603899)

传统业务稳步复苏，23Q1 利润端表现靓丽

● 事件：

公司发布 2023 年一季度报告：

2023Q1 公司实现收入 48.82 亿元，同比+15.44%；归母净利润 3.34 亿元，同比+21.02%；扣非后归母净利润 2.95 亿元，同比+15.41%。
2023Q1 公司收入端延续稳步增长，利润端表现靓丽。

● 分渠道：传统核心业务稳步复苏，晨光科力普延续高增

1) 传统核心业务：2023Q1 公司传统核心业务（不含晨光科技）我们预计收入个位数增长。Q1 传统核心业务受外部影响有所减弱，业务稳步复苏，预计随着行业需求进一步恢复，传统核心业务品牌、技术、产品、渠道优势逐步显现，业绩有望持续修复。

2) 晨光科力普：2023Q1 晨光科力普实现收入 26.41 亿元，同比+23.06%，收入端延续高增，表现靓丽。晨光科力普品牌影响力不断提升，已成为企业采购数字化先锋与行业引领者，品牌影响力不断提升。

3) 零售大店：2023Q1 晨光生活馆（含九木杂物社）实现收入 3.00 亿元，同比+13.31%，其中，九木杂物社收入 2.79 亿元，同比+14.58%。2023Q1 疫后商场客流有所恢复，公司零售大店业务收入恢复增长，同时拓店持续进行，截止 2023 年 3 月底，公司在全国拥有 547 家零售大店，其中：1) 九木杂物社 504 家，其中直营 345 家（2023Q1 净增 8 家），加盟 159 家（2023Q1 净增 7 家）；2) 晨光生活馆 43 家（2023Q1 净减 8 家）。九木杂物社作为晨光品牌和产品升级的桥头堡，持续带动晨光高端化产品开发。

4) 晨光科技：2023Q1 晨光科技实现营业收入 1.86 亿元，同比+57.95%，线上渠道保持高速增长，高客单产品打造成效显著。随着晨光科技与赛道共同构建产品开发节奏、标准与流程，差异化有望进一步提升市占率，考虑到当前晨光科技处于品牌及渠道投入期，收入规模仍较小，预计随着晨光科技业务规模壮大，规模效应发挥有望进一步提升盈利能力。

● 分产品：产品结构持续优化，收入同比提升

2023Q1 公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销分别实现营业收入 4.88、7.29、8.45、1.68、26.41 亿元，同比分别-2.27%、+1.47%、+15.78%、+26.51%、+23.06%，除书写工具外，其余产品收入均有不同程度的提升，预计主要得益于公司产品力提升及产品开发减量提质，产品结构持续优化带动收入增长；毛利率分别为 40.49%、33.68%、28.13%、47.29%、7.24%，同比分别+0.09pct、+0.26pct、-1.11pct、+0.73pct、-2.06pct。办公文具及办公直销产品毛利率有所下滑，其余产品毛利率表现稳健。

● 期间费用率管控良好，盈利能力略有下滑

2023Q1 公司整体毛利率、净利率分别为 19.68%、7.49%，同比分别-2.03pct、+0.73pct，毛利率同比有所下滑，净利率同比略有提升，主要得益于期间费用率的管控。期间费用率方面，2023Q1 公司期间费用率为 11.78%，同比-1.58pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 6.98%、3.96%、0.96%、-0.11%，同比分别-1.10pct、-0.35pct、-0.10pct、-0.03pct，各费用率均呈现不同程度下降，期间费用率管控良好。

● 投资建议：

公司不断提高公司品牌力、产品力、渠道力等，传统核心业务逐步修复。中长期看，持续看好传统业务产品结构优化带来的量价双升，科力普办公直销业务持续高增，其他新业务运营模式逐步成熟以及海外市场拓展持续贡献增量。维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入分别为 246.34/298.50/358.27 亿元，同比分别+23.19%/+21.17%/+20.03%；归母净利润分别为 17.58/20.99/24.81 亿元，同比分别+37.11%/+19.38%/+18.19%，对应 PE 分别为 24/20/17 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

原材料价格上涨风险；渠道开展不及预期风险；行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	19996	24634	29850	35827
增长率	13.57%	23.19%	21.17%	20.03%
EBITDA（百万元）	2072	2191	2568	2993
归属母公司净利润（百万元）	1282	1758	2099	2481
增长率	-15.52%	37.11%	19.38%	18.19%
EPS（元/股）	1.38	1.90	2.26	2.68
市盈率（P/E）	33.50	24.43	20.47	17.32
市净率（P/B）	6.27	5.07	4.06	3.29
EV/EBITDA	23.22	17.39	14.05	11.11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	19996	24634	29850	35827	营业收入	13.6%	23.2%	21.2%	20.0%
营业成本	16124	19777	24015	28917	营业利润	-9.7%	30.6%	20.0%	18.7%
税金及附加	76	94	113	136	归属于母公司净利润	-15.5%	37.1%	19.4%	18.2%
销售费用	1358	1675	2045	2440	获利能力				
管理费用	794	936	1134	1344	毛利率	19.4%	19.7%	19.5%	19.3%
研发费用	184	227	275	330	净利率	6.4%	7.1%	7.0%	6.9%
财务费用	-41	-75	-125	-176	ROE	18.7%	20.7%	19.8%	19.0%
资产减值损失	-19	0	0	0	ROIC	16.1%	17.6%	17.0%	16.4%
营业利润	1608	2101	2521	2991	偿债能力				
营业外收入	69	80	80	80	资产负债率	44.3%	41.4%	42.3%	39.7%
营业外支出	12	15	15	15	流动比率	1.85	2.06	2.10	2.29
利润总额	1665	2166	2586	3056	营运能力				
所得税	310	390	465	550	应收账款周转率	8.55	9.00	9.00	9.00
净利润	1355	1776	2120	2506	存货周转率	12.61	12.81	12.78	12.74
归母净利润	1282	1758	2099	2481	总资产周转率	1.64	1.75	1.74	1.73
每股收益(元)	1.38	1.90	2.26	2.68	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.38	1.90	2.26	2.68
货币资金	3363	5376	7404	10244	每股净资产	7.39	9.15	11.41	14.09
交易性金融资产	1628	1628	1628	1628	估值比率				
应收票据及应收账款	2994	2535	4165	3877	PE	33.50	24.43	20.47	17.32
预付款项	83	99	120	145	PB	6.27	5.07	4.06	3.29
存货	1625	2220	2449	3174	现金流量表				
流动资产合计	9998	12228	16182	19566	净利润	1355	1776	2120	2506
固定资产	1744	1679	1627	1570	折旧和摊销	536	165	172	178
在建工程	72	77	82	87	营运资本变动	-517	306	-139	282
无形资产	418	418	418	418	其他	-23	-56	-56	-56
非流动资产合计	3025	2965	2918	2865	经营活动现金流净额	1352	2191	2097	2910
资产总计	13023	15193	19100	22431	资本开支	-162	-40	-60	-60
短期借款	189	189	189	189	其他	10	0	0	0
应付票据及应付账款	3999	4242	5764	6284	投资活动现金流净额	-151	-40	-60	-60
其他流动负债	1226	1506	1770	2075	股权融资	2	-129	0	0
流动负债合计	5414	5937	7724	8548	债务融资	13	0	0	0
其他	357	357	357	357	其他	-936	-9	-9	-9
非流动负债合计	357	357	357	357	筹资活动现金流净额	-922	-139	-9	-9
负债合计	5770	6294	8080	8905	现金及现金等价物净增加额	289	2013	2028	2840
股本	927	927	927	927					
资本公积金	428	299	299	299					
未分配利润	5222	6717	8501	10610					
少数股东权益	403	421	442	467					
其他	272	536	851	1223					
所有者权益合计	7252	8899	11020	13526					
负债和所有者权益总计	13023	15193	19100	22431					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048