

晨光股份 (603899.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

科力普延续高质成长,看好核心业务疫

后复苏进程

业绩简评

2022年3月30日公司发布年报,全年实现营收199.96亿元,同比+13.57%;归母净利润12.82亿元,同比-15.51%。其中,4Q实现营收62.67亿元,同比+14.86%;归母净利润3.47亿元,同比-13.35%。

经营分析

传统核心:产品结构优化,品类矩阵拓展贡献新增长点。22A受疫情封控导致线下客流减少,传统核心业务(剔除科力普、零售大店)营收84.9亿元,同比-4.3%,书写/学生/办公文具营收21.7/31.9/34.9亿元,(同比-23%/+2%/+4%)。单4Q22拆分来看,传统核心营收18.8亿元(同比-14.8%),书写/学生/办公文具营收3.9/6.9/13.3亿元(同比-12.8%/-8.5%/+5.8%)。积极推动安硕文教扭亏,推动书包品牌挪威贝克曼稳定发展,22A贝克曼实现营收1.4亿元(同比-56.4%)。

科力普实现高质高速增长,零售大店依靠私域线上运营&会员制部分对冲外部影响。1)科力普:22A实现营收109.2亿元(同比+40%),毛利率8.4%(同比-1pct),公司着力拓展营销礼品及MRO供应链开发优化品类,中后台数字化运营&规模化推动效率提升、费用优化,全年净利率3.4%(同比+0.3pct)。2)零售大店:受外部因素影响开店放缓、单店客流下滑,22A营收8.84亿元(同比-16.1%),其中九木/生活馆营收8.1(-14%)/0.7亿元(-32%)。截至22年底,零售大店共计540家,其中九木489家(直营337+加盟152)。3)晨光科技:22A营收6.5亿元(+24%),净亏损264万元(净利率-0.4%)。公司积极推动线上发展,通过差异化开发提升市场占有率,线上高客单产品打造初见成效。

疫后复苏传统业务逐季改善可期,中长期基本面进入改善通道。伴随疫情控制和修复,公司积极推动品类开拓、产品升级使传统业务重回双位数增长,积极探索直销、线上模式提升渠道效率。九木重启开店有望继续落实晨光品牌和产品升级的桥头堡作用;科力普继续保持高质成长,向25年200亿目标迈进。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司渠道护城河深厚,新业务成长动能充足,预计23-25年公司归母净利润分别为17.2、21.3、24.7亿元,当前股价对应PE分别为26、21、18倍,维持“买入”评级。

风险提示

传统业务增速低于预期;疫情长时间持续影响客流;新业务拓展低于预期

轻工组

分析师:尹新悦(执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师:张杨桓(执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价(人民币):48.31元

相关报告:

- 《传统主业回暖,回购彰显发展信心-晨光股份三季报点评》,2022.10.29
- 《科力普延续高增,疫情扰动不改长期成长-晨光股份中报点评》,2022.8.25
- 《品牌升级&B端开拓成长动能充足-晨光股份一季报点评》,2022.4.28



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,607	19,996	24,843	29,985	35,347
营业收入增长率	34.02%	13.57%	24.24%	20.70%	17.88%
归母净利润(百万元)	1,518	1,282	1,715	2,132	2,467
归母净利润增长率	20.90%	-15.51%	33.76%	24.27%	15.73%
摊薄每股收益(元)	1.636	1.384	1.851	2.300	2.661
每股经营性现金流净额	1.68	1.46	2.07	2.67	3.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.50%	18.72%	21.26%	22.21%	21.61%
P/E	39.43	39.74	26.10	21.01	18.15
P/B	9.66	7.44	5.55	4.66	3.92

来源:公司年报、国金证券研究所

业绩简评

2022年3月30日公司发布年报,全年实现营收199.96亿元,同比+13.57%;归母净利12.82亿元,同比-15.51%。其中,4Q实现营收62.67亿元,同比+14.86%;归母净利润3.47亿元,同比-13.35%。

经营分析

传统核心：产品结构优化，品类矩阵开拓贡献新增长点。22A受疫情封控导致线下客流减少，传统核心业务（剔除科力普、零售大店）营收84.9亿元，同比-4.3%，分品类角度，公司聚焦产品开发减量提质，提高单款的上柜率和销售贡献，积极发掘儿美、益智、体育等新品类渠道成长，22A书写/学生/办公文具营收21.7/31.9/34.9亿元，（同比-23%/+2%/+4%）。单4Q22拆分来看，传统核心营收18.8亿元（同比-14.8%），书写/学生/办公文具营收3.9/6.9/13.3亿元（同比-12.8%/-8.5%/+5.8%）。积极推动安硕文教扭亏，推动书包品牌挪威贝克曼稳定发展，22A贝克曼实现营收1.4亿元（同比-56.4%）。

科力普实现高质高速增长，零售大店依靠私域线上运营&会员制部分对冲外部影响。

1) 科力普：22A实现营收109.2亿元（同比+40%），毛利率8.4%（同比-1pct），着力拓展营销礼品及MRO供应链开发优化品类，中后台数字化运营&规模化推动效率提升、费用优化，全年净利率3.4%（同比+0.3pct）；4Q22营收40亿元（同比+41%），毛利率6.3%（同比-2.8pct）。

2) 零售大店：受外部因素影响开店放缓、单店客流下滑，22A营收8.84亿元（同比-16.1%），其中九木/生活馆营收8.1（-14%）/0.7亿元（-32%）。截至22年底，零售大店共计540家，其中九木489家（直营337+加盟152），较年初+17家，生活馆51家，较年初-9家，公司自研会员系统上线，提升DTC的消费者触达能力，持续升级学霸会员经营体系，学霸会员单客贡献是普通会员的2倍以上，部分缓冲外部影响冲击。4Q22零售大店营收1.9亿元（同比-31.4%），其中九木/生活馆营收同比-29.3%/-50.2%。伴随线下客流修复，九木有望重回正常开店节奏，预计23年新增店铺超100家。

3) 晨光科技：22A营收6.5亿元（+24%），净亏损264万元（净利率-0.4%）。公司积极推动线上发展，通过差异化开发提升市场占有率，线上高客单产品打造初见成效，持续推进拼多多、抖音、快手等新渠道业务，当前晨光天猫旗舰店会员数量超百万级。其中4Q实现营收1.94亿元（同比+47.9%）。

门店客流修复有望修复带动净利率进入修复通道，看好后续盈利改善。受科力普业务占比提升、疫情期间固定费用摊销比例提升影响，22A毛利率19.36%（同比-3.85pct），净利率6.78%（同比-1.9pct），销售/管理&研发费用率分别为6.79%/4.89%，同比-1.15/-0.41pct。

4Q毛利率16.54%（同/环比-4.6/-4.4pct），净利率6%（同/环比-1.6/-2.1pct）。

疫后复苏传统业务逐季改善可期，中长期战略持续推进。伴随疫情控制和修复，公司积极推动品类开拓、产品升级使传统业务重回双位数增长，积极探索直销、线上模式提升渠道效率。九木重启开店有望继续落实晨光品牌和产品升级的桥头堡作用；科力普继续保持高质成长，向25年200亿目标迈进，中长期公司基本面进入改善通道。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司渠道护城河深厚，新业务成长动能充足，预计23-25年公司归母净利分别为17.2、21.3、24.7亿元，当前股价对应PE分别为26、21、18倍，维持“买入”评级。

风险提示

传统业务增速低于预期；疫情长时间持续影响客流；新业务拓展低于预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	13,138	17,607	19,996	24,843	29,985	35,347
增长率	34.0%	13.6%	24.2%	20.7%	17.9%	
主营业务成本	-9,807	-13,521	-16,124	-19,725	-23,838	-28,207
%销售收入	74.6%	76.8%	80.6%	79.4%	79.5%	79.8%
毛利	3,331	4,087	3,872	5,118	6,147	7,140
%销售收入	25.4%	23.2%	19.4%	20.6%	20.5%	20.2%
营业税金及附加	-51	-67	-76	-99	-120	-141
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,103	-1,398	-1,358	-1,789	-2,129	-2,439
%销售收入	8.4%	7.9%	6.8%	7.2%	7.1%	6.9%
管理费用	-603	-745	-794	-1,043	-1,199	-1,414
%销售收入	4.6%	4.2%	4.0%	4.2%	4.0%	4.0%
研发费用	-160	-189	-184	-273	-330	-389
%销售收入	1.2%	1.1%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	1,414	1,689	1,461	1,913	2,369	2,757
%销售收入	10.8%	9.6%	7.3%	7.7%	7.9%	7.8%
财务费用	-9	-7	41	51	67	105
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-147	-157	-145	-57	-12	-4
公允价值变动收益	32	39	32	26	20	20
投资收益	4	6	0	3	15	15
%税前利润	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.6%	0.5%
营业利润	1,409	1,781	1,608	2,018	2,505	2,939
营业利润率	10.7%	10.1%	8.0%	8.1%	8.4%	8.3%
营业外收支	108	80	56	40	40	25
税前利润	1,517	1,861	1,665	2,058	2,545	2,964
利润率	11.5%	10.6%	8.3%	8.3%	8.5%	8.4%
所得税	-279	-328	-310	-350	-420	-504
所得税率	18.4%	17.6%	18.6%	17.0%	16.5%	17.0%
净利润	1,238	1,534	1,355	1,708	2,125	2,460
少数股东损益	-17	16	73	-7	-7	-7
归属于母公司的净利润	1,255	1,518	1,282	1,715	2,132	2,467
净利率	9.6%	8.6%	6.4%	6.9%	7.1%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,238	1,534	1,355	1,708	2,125	2,460
少数股东损益	-17	16	73	-7	-7	-7
非现金支出	335	486	547	350	359	400
非经营收益	-69	-31	-34	16	-56	-47
营运资金变动	-233	-428	-517	-157	49	88
经营活动现金净流	1,272	1,561	1,352	1,917	2,477	2,901
资本开支	-324	-371	-162	-612	-394	-379
投资	-765	-356	-5	26	10	17
其他	23	64	15	3	15	15
投资活动现金净流	-1,065	-663	-151	-583	-369	-347
股权募资	176	53	2	192	0	0
债权募资	0	-14	13	-378	0	0
其他	-376	-768	-936	-709	-627	-668
筹资活动现金净流	-200	-729	-922	-895	-627	-668
现金净流量	0	162	289	439	1,481	1,886

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,562	3,011	3,363	3,716	5,085	6,885
应收款项	1,764	1,947	3,225	3,139	3,789	4,474
存货	1,323	1,547	1,625	1,946	2,351	2,782
其他流动资产	1,592	1,789	1,785	1,865	1,906	1,950
流动资产	7,241	8,294	9,998	10,665	13,131	16,091
%总资产	74.6%	72.6%	76.8%	75.2%	78.3%	81.4%
长期投资	40	43	48	48	58	61
固定资产	1,903	1,907	1,816	1,989	2,100	2,142
%总资产	19.6%	16.7%	13.9%	14.0%	12.5%	10.8%
无形资产	420	661	602	825	840	844
非流动资产	2,469	3,131	3,025	3,513	3,635	3,672
%总资产	25.4%	27.4%	23.2%	24.8%	21.7%	18.6%
资产总计	9,710	11,424	13,023	14,178	16,766	19,763
短期借款	180	359	380	0	0	0
应付款项	3,227	3,403	4,492	4,630	5,658	6,769
其他流动负债	758	782	542	585	705	835
流动负债	4,165	4,544	5,414	5,215	6,362	7,604
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	104	357	357	497	415	359
负债	4,269	4,901	5,770	5,712	6,778	7,963
普通股股东权益	5,194	6,195	6,849	8,070	9,600	11,418
其中：股本	927	928	927	927	927	927
未分配利润	3,443	4,497	5,222	6,252	7,781	9,599
少数股东权益	247	328	403	396	389	382
负债股东权益合计	9,710	11,424	13,023	14,178	16,766	19,763

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.354	1.636	1.384	1.851	2.300	2.661
每股净资产	5.600	6.677	7.389	8.707	10.356	12.318
每股经营现金净流	1.371	1.683	1.458	2.068	2.672	3.130
每股股利	0.400	0.500	0.600	0.740	0.650	0.700
回报率						
净资产收益率	24.17%	24.50%	18.72%	21.26%	22.21%	21.61%
总资产收益率	12.93%	13.29%	9.85%	12.10%	12.71%	12.48%
投入资本收益率	20.41%	19.95%	15.28%	18.75%	19.80%	19.39%
增长率						
主营业务收入增长率	17.92%	34.02%	13.57%	24.24%	20.70%	17.88%
EBIT 增长率	12.31%	19.38%	-13.51%	30.97%	23.83%	16.39%
净利润增长率	18.43%	20.90%	-15.51%	33.76%	24.27%	15.73%
总资产增长率	28.35%	17.66%	13.99%	8.87%	18.25%	17.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.9	34.0	42.7	42.0	42.0	42.0
存货周转天数	50.3	38.7	35.9	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	83.1	73.0	77.1	73.0	74.0	75.0
固定资产周转天数	51.3	38.1	31.8	26.7	23.7	21.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-70.03%	-65.32%	-63.58%	-63.12%	-67.20%	-72.14%
EBIT 利息保障倍数	156.1	244.6	-35.3	-37.8	-35.6	-26.3
资产负债率	43.96%	42.90%	44.31%	40.29%	40.42%	40.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-31	买入	48.77	70.90~70.90
2	2022-04-28	买入	48.77	N/A
3	2022-08-25	买入	41.56	N/A
4	2022-10-29	买入	40.65	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402