

晨光股份(603899)

报告日期: 2023年03月30日

传统业务复苏可期, 电商及科力普表现靓丽

——晨光股份 22A 业绩点评

投资要点

☐ 晨光股份披露 2022A 年报:

2022 年公司实现营收 199.96 亿元 (+13.57%), 实现归母净利润 12.82 亿元 (-15.51%), 扣非后归母净利润 11.56 亿元 (-14.37%)。22Q4 单季实现营收 62.67 亿元 (+14.86%), 实现归母净利润 3.47 亿元 (-13.35%), 扣非后归母净利润 3.13 亿元 (-12.30%)。疫情压力下公司收入端展韧性, 利润端于 23 年有望随传统业务修复回暖。

☐ 疫情扰动传统业务表现承压, 线上渠道增长靓丽

分品类看, 测算 22Q4 公司书写工具/学生文具/办公文具收入分别为 3.89/ 6.87/ 10.70 亿元, 同比-12.83%/ -8.45%/ -14.98%; 毛利率分别为 42.51%/ 31.71%/ 29.19%, 同比-1.14/ -1.07/ -1.50pct。受四季度疫情扰动, 线下客流大幅缩减, 致使公司主要文具品类均表现承压。

公司传统核心业务 22A 实现营收 84.95 亿元 (-4.00%), 其中晨光科技实现收入 6.50 亿元 (+23.34%); 测算 22Q4 单季收入约 20.88 亿元 (-10.88%), 晨光科技收入约 1.94 亿元 (+48.30%)。受益于公司线上差异化产品开发及拼多多、抖音、天猫等全平台布局, 公司线上渠道经营表现靓丽。线下传统业务则受疫情扰动承压, 但仍通过产品开发减量提质, 提高单款的上柜率和销售贡献, 持续优化产品结构, 并发掘儿美、益智、体育等新品类增长点。展望 23 年, 公司将聚焦重点终端单店提升, 数字化赋能效率提升, 积极推动直供模式, 持续拓展线上渠道等方式助力公司传统核心业务随消费回暖快速修复, 并推动公司进一步从批发商向品牌零售服务商转变升级。

☐ 科力普延续高增, 看好 23 年零售大店重拾快速增长势头

科力普: 22A 实现收入 109.20 亿元 (+40.62%), 毛利率 8.35% (-1.02pct), 净利润 3.72 亿元 (+53.55%), 净利率 3.40% (+0.29pct)。落地服务商比例提升致使毛利率有所下滑, 但随着收入快速增长带动规模效应释放拉动净利率提升。测算 22Q4 科力普实现收入 39.87 亿元 (+40.71%), 测算净利润约 1.35 亿元, 净利率约 3.39%。年内科力普持续将业务场景由办公物资采购向 MRO 工业品、营销礼品、员工福利等高附加值品类延伸。在客户开发方面, 入围央企客户中国华能、南方航空等, 政府客户江苏省政采、昆明地铁等, 金融客户交通银行、中国人保等项目, MRO 中核集团和航空工业等项目。在组织人才方面持续引入高端人才, 提升团队竞争力。公司持续加强智慧仓储网络及数字化信息化建设, 提高运营管理效率。看好 23 年科力普延续快速增长表现, 为公司成长提供强劲动能。

九木杂物社&生活馆: 22A 实现收入 8.84 亿元 (-16.12%), 全年亏损约 0.35 亿元, 22Q4 单季实现收入 1.92 亿元 (-31.37%); 其中 22A 九木杂物社实现收入 8.13 亿元 (-14.38%), 22Q4 单季实现收入 1.78 亿元 (-29.34%)。截至 22 年末, 九木杂物社门店数量达 489 家 (直营 337 家、加盟 152 家), 生活馆门店 51 家, 22Q4 公司零售大店净增 3 家。我们预计 23 年在线下消费场景修复催化下, 九木展店节奏有望恢复, 且数字化精准营销赋能同店提升, 推动零售大店业务重回快速增长中枢。

☐ 利润率受结构变动下滑, 期间费用率持续优化

利润率: 22A 公司销售毛利率为 19.36% (-3.85pct), 22Q4 公司单季毛利率 16.54% (-4.56pct); 22A 公司销售净利率为 6.78% (-2.21pct), 其中 22Q4 单季净利率为 6.02% (-1.59pct)。由于盈利能力较好的传统核心业务在疫情扰动下占比下滑, 低利润率的产品及科力普业务占比提升影响, 公司盈利能力有所下滑。预计后续公司通过: (1) 产品结构持续升级, 高端产品销售占比提升; (2) 产品开发减量提质, 提升部分品类的自制比例; (3) 通过华东、华北、华南等仓配服体

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥48.31
总市值(百万元)	44,780.14
总股本(百万股)	926.93

股票走势图



相关报告

- 《核心业务修复正在途中, 长期不改成长本色》2023.03.08
- 《Q3 经营表现环比改善, 文创龙头韧性凸显——晨光股份点评报告》2022.10.30
- 《至暗时刻已过, 文具龙头砥砺前行——晨光股份点评报告》2022.08.27

系建设优化物流成本；(4) 数字化赋能及精益化管理实现降本增效，推动公司盈利能力逐步企稳回升。

期间费用率：效率提升带动期间费用率优化。22A 公司期间费用率同比-1.81pct 至 11.48%，其中销售费用率同比-1.15pct 至 6.79%，管理及研发费用率同比-0.41pct 至 4.89%，财务费用率同比-0.25pct 至-0.21%。

现金流及运营效率：22A 公司实现经营现金流净额 13.52 亿元，同比-13.41%。其中销售商品和劳务收到现金占营收比例与去年同期相比+0.09pct 至 106.72%。运营效率方面，22A 公司应收账款周转天数较去年同期+8.55 天至 42.11 天，存货周转天数较去年同期 -2.79 天至 35.41 天。

□ 市场份额提升空间广阔，双减影响有限、长期成长不改

短期维度看，二胎政策放开后首批二胎儿童已达到入学年龄，预计于 23 年 9 月入学后为行业带来增量需求。长期维度看，晨光书写工具份额对标海外仍有广阔提升空间，且晨光在本册、儿美等赛道均有较强的成长潜力。复盘日本文具行业景气变迁，我们认为双减政策影响偏短期，文具需求具备韧性。目前我国双减影响趋弱，线下消费复苏态势清晰，晨光作为文创龙头，份额持续提升，长期价值明确。

□ 盈利预测与估值

文创龙头核心优势稳固，疫后传统业务快速修复、新业务持续兑现，成长属性突出，坚定看好公司投资价值。此前公司 22 年 3 月控股股东增持，且公司累计回购股份 1.5 亿元，展示经营信心。我们预计 2023-2025 年公司实现收入 265.64、330.60、400.29 亿元，同比 +32.85%、+24.45%、+21.08%；归母净利润 17.61、21.97、27.05 亿元，同比+37.32%、+24.73%、+23.14%，对应 PE 分别为 25X、20X、17X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

疫情反复影响客流、新业务客户开拓不及预期、新品销售不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19,996	26,564	33,060	40,029
(+/-) (%)	13.57%	32.85%	24.45%	21.08%
归母净利润	1,282	1,761	2,197	2,705
(+/-) (%)	-15.51%	37.32%	24.73%	23.14%
每股收益(元)	1.38	1.90	2.37	2.92
P/E	34.92	25.43	20.39	16.56

资料来源：浙商证券研究所

图1: 晨光股份分季度财务数据一览

单位: 百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业总收入	2,083.59	2,677.84	3,776.38	4,599.94	3,812.03	3,874.21	4,465.38	5,455.79	4,228.85	4,204.59	5,296.16	6,266.72
YOY	-11.55%	7.85%	21.48%	44.03%	82.96%	44.68%	18.24%	18.61%	10.93%	8.53%	18.60%	14.86%
归母净利润	230.37	234.13	448.41	342.52	328.29	337.93	450.98	400.66	275.63	253.04	406.62	347.17
YOY	-10.95%	10.15%	35.63%	32.65%	42.50%	44.34%	0.57%	16.98%	-16.04%	-25.12%	-9.84%	-13.35%
扣非归母净利润	173.99	213.13	405.71	309.88	294.90	317.99	379.20	357.44	255.57	228.56	357.97	313.47
YOY	-25.21%	9.46%	21.76%	26.67%	69.49%	49.20%	-6.53%	15.35%	-13.34%	-28.13%	-5.60%	-12.30%
毛利率	27.92%	26.41%	27.09%	22.16%	24.63%	23.41%	24.39%	21.11%	21.71%	19.28%	20.89%	16.54%
期间费用率	18.40%	15.98%	13.52%	12.02%	14.89%	13.04%	13.31%	12.30%	13.37%	12.22%	11.83%	9.39%
销售费用率	10.73%	9.74%	8.19%	6.73%	8.76%	7.41%	7.92%	7.75%	8.08%	7.20%	7.29%	5.22%
管理+研发费用率	7.71%	6.32%	5.21%	5.13%	6.12%	5.54%	5.41%	4.48%	5.38%	5.36%	4.86%	4.27%
财务费用率	-0.04%	-0.08%	0.13%	0.16%	0.01%	0.09%	-0.03%	0.08%	-0.09%	-0.34%	-0.32%	-0.10%
归母净利率	10.35%	8.71%	11.79%	7.48%	8.66%	8.62%	10.17%	7.61%	6.76%	6.22%	8.13%	6.02%
存货	1,351.44	1,299.37	1,179.04	1,322.81	1,310.76	1,512.02	1,516.30	1,546.65	1,561.25	1,574.73	1,479.39	1,625.16
较上年同期增减	424.96	22.39	-81.75	-55.30	-40.68	212.65	337.26	223.84	250.49	62.71	-36.91	78.51
应收账款	1,127.15	1,260.56	1,541.44	1,561.21	1,774.36	2,045.92	2,002.20	1,720.87	2,143.35	2,692.67	2,897.36	2,956.65
较上年同期增减	297.24	123.88	246.53	535.12	647.21	785.36	460.76	159.66	369.00	646.75	895.16	1235.78
应付账款及应付票据	1285.86	1381.21	1961.54	2602.02	2065.47	2134.87	2346.19	2809.77	2403.15	2913.35	3173.42	3998.63
较上年同期增减	206.59	-65.57	281.87	740.95	779.61	753.66	384.65	207.75	337.68	778.48	827.24	1188.87
预收账款	99.87	106.34	154.31	114.10	101.18	125.57	133.98	146.59	112.68	107.20	130.52	81.75
较上年同期增减	53.84	14.51	1.55	-92.66	1.31	19.22	-20.33	32.49	11.50	-18.37	-3.46	-64.84
经营性现金流净额	-258.69	385.24	767.51	377.64	164.24	195.85	624.93	576.17	4.18	233.34	698.23	416.04
较上年同期增减	-358.24	237.71	336.60	-26.31	422.93	-189.38	-142.58	198.52	-160.06	37.48	73.29	-160.13
筹资性现金流净额	-6.27	-192.07	-1.70	-0.02	-14.91	-569.90	-77.99	-66.46	-52.78	-629.67	-70.19	-169.51
较上年同期增减	-6.27	65.71	108.93	-4.14	-8.64	-377.82	-76.29	-66.44	-37.87	-59.78	7.80	-103.05
资本开支	10.52	36.77	50.64	226.00	72.25	142.19	87.83	79.64	37.23	23.04	40.59	61.69
较上年同期增减	-93.24	9.01	-15.76	46.19	61.73	105.42	37.19	-146.37	-35.02	-119.15	-47.24	-17.95
ROE	5.34%	5.25%	9.48%	6.74%	6.11%	6.28%	8.25%	6.73%	4.35%	3.98%	6.32%	5.15%
YOY (±)	-1.97%	-0.60%	0.72%	0.40%	0.77%	1.03%	-1.23%	-0.01%	-1.76%	-2.30%	-1.93%	-1.58%
资产负债率	32.51%	32.89%	37.23%	43.96%	40.04%	40.87%	40.50%	42.90%	37.72%	41.33%	41.38%	44.31%
YOY (±)	-0.27%	-6.00%	-2.11%	2.93%	7.53%	7.98%	3.28%	-1.06%	-2.32%	0.46%	0.87%	1.41%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,998	13,768	16,788	21,473
现金	3,363	6,698	8,507	11,795
交易性金融资产	1,628	1,648	1,658	1,668
应收账款	2,994	2,598	3,507	4,093
其它应收款	209	189	406	340
预付账款	83	178	155	162
存货	1,625	2,394	2,488	3,350
其他	95	63	68	65
非流动资产	3,025	2,986	2,921	2,794
金额资产类	8	10	11	11
长期投资	40	41	44	47
固定资产	1,744	1,657	1,545	1,417
无形资产	418	447	495	478
在建工程	72	68	79	89
其他	743	763	747	751
资产总计	13,023	16,754	19,708	24,266
流动负债	5,414	7,482	8,131	9,914
短期借款	189	194	199	199
应付款项	3,999	4,995	5,718	7,516
预收账款	0	0	0	0
其他	1,226	2,293	2,214	2,199
非流动负债	357	291	274	257
长期借款	0	0	0	0
其他	357	291	274	257
负债合计	5,770	7,772	8,405	10,170
少数股东权益	403	503	628	782
归属母公司股东权益	6,849	8,479	10,676	13,315
负债和股东权益	13,023	16,754	19,708	24,266

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,352	3,591	1,947	3,439
净利润	1,355	1,861	2,321	2,859
折旧摊销	536	209	222	224
财务费用	4	5	5	5
投资损失	(0)	(5)	0	0
营运资金变动	(517)	1,640	(556)	396
其它	(27)	(118)	(45)	(45)
投资活动现金流	(151)	(133)	(125)	(67)
资本支出	(162)	(105)	(133)	(54)
长期投资	(3)	(23)	(13)	(13)
其他	13	(5)	21	0
筹资活动现金流	(922)	(123)	(13)	(84)
短期借款	9	5	5	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(932)	(128)	(18)	(84)
现金净增加额	289	3,335	1,808	3,288

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	19,996	26,564	33,060	40,029
营业成本	16,124	21,118	26,051	31,343
营业税金及附加	76	91	112	142
营业费用	1,358	1,884	2,477	3,039
管理费用	794	1,095	1,449	1,798
研发费用	184	246	310	415
财务费用	(41)	(12)	(29)	(38)
资产减值损失	(19)	(18)	(8)	(6)
公允价值变动损益	32	0	0	0
投资净收益	0	5	0	0
其他经营收益	86	96	121	141
营业利润	1,608	2,238	2,816	3,478
营业外收支	56	48	36	34
利润总额	1,665	2,286	2,852	3,511
所得税	310	425	530	653
净利润	1,355	1,861	2,321	2,859
少数股东损益	73	100	125	154
归属母公司净利润	1,282	1,761	2,197	2,705
EBITDA	2,075	2,424	2,995	3,649
EPS (最新摊薄)	1.38	1.90	2.37	2.92

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.57%	32.85%	24.45%	21.08%
营业利润	-9.71%	39.16%	25.80%	23.50%
归属母公司净利润	-15.51%	37.32%	24.73%	23.14%
获利能力				
毛利率	19.36%	20.50%	21.20%	21.70%
净利率	6.41%	6.63%	6.64%	6.76%
ROE	18.72%	20.77%	20.58%	20.31%
ROIC	16.11%	18.99%	19.10%	19.08%
偿债能力				
资产负债率	44.31%	46.39%	42.65%	41.91%
净负债比率	79.57%	86.53%	74.36%	72.15%
流动比率	1.85	1.84	2.06	2.17
速动比率	1.52	1.49	1.73	1.81
营运能力				
总资产周转率	1.64	1.78	1.81	1.82
应收账款周转率	8.55	9.70	11.20	10.87
应付账款周转率	4.74	4.70	4.86	4.74
每股指标(元)				
每股收益	1.38	1.90	2.37	2.92
每股经营现金	1.46	3.87	2.10	3.71
每股净资产	7.39	9.15	11.52	14.36
估值比率				
P/E	34.92	25.43	20.39	16.56
P/B	6.54	5.28	4.19	3.36
EV/EBITDA	23.19	15.92	12.28	9.18

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>