

2023年04月27日

一季度业绩表现良好，传统核心业务复苏确定

晨光股份(603899)

事件概述

晨光股份发布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%。现金流方面，2023Q1经营活动产生的现金流量净额为1.35亿元，同比+3136.33%，增幅较大系营运资金较去年同期有所改善；筹资活动产生的现金流量净-0.73亿元，同比净流出增加0.20亿元，主要系报告期内回购部分股票支付现金所致。

分析判断：

► **按渠道分拆：传统业务疫后修复明显，科力普进入业绩释放期。**

分渠道看：

1) **传统核心业务**（剔除晨光科技、安硕和贝克曼）：公司传统核心业务开始步入正轨，我们预计2023Q1公司传统核心业务收入同比小幅正增长，随着传统业务收入逐步恢复增长，盈利能力有望提升。23Q1受疫情封控及春节等因素影响，1、2月份略有压力，但3月开始逐步恢复，同时22年公司传统业务缩减新品SKU，减量提质提高单款效率；同时拓展儿美、益智、体育等新品类，培育新增长点。我们认为，公司在传统核心业务领域品牌力、渠道力、产品力等仍保持领先优势，随着疫情的好转，公司传统核心业务有望逐步修复。中长期看，得益于国内市占率提升、海外市场发力，我们预期公司传统核心文具主业中期仍将维持10%-15%的增长。

2) **晨光科力普**：晨光科力普2023Q1实现营收26.4亿元，同比增长23.1%，仍保持较快增长，22年科力普业务得益于公司对政府、央企、金融以及其他企业等终端客户的持续开拓，中标客户增加，营收突破百亿大关，公司作为行业领先的办公服务商的竞争优势进一步凸显；22年受落地服务商增加毛利率小幅下滑但期间费用亦有所优化，23Q1其利润率受规模增长及相关政府补贴影响预计保持相对稳定或小幅提升。

3) **零售大店**：2023Q1晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收3.0亿元，同比增长13.1%，其中，九木杂物社实现收入2.8亿元，同比增长14.6%，收入增速环比转正且较22Q1增速有所提升，主要系疫后消费复苏，线下商场客流恢复较早带动以及公司不断推进加盟开店及高端化战略。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	45.2
股票代码：	603899
52周最高价/最低价：	58.89/39.3
总市值(亿)	418.97
自由流通市值(亿)	417.57
自由流通股数(百万)	923.83



分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002

联系人：宋姝旺
邮箱：songsw@hx168.com.cn

截至 20223Q1，九木共拥有门店 504 家，其中直营 345 家（Q1 净增 9 家），加盟 159 家（Q1 净增 7 家）。

4) **晨光科技**：2023Q1 晨光科技实现收入 1.9 亿元，同比增长 58.0%，晨光科技高速发展，增速环比提升 7.0pct。公司积极推动线上业务，与赛道共同构建线上产品开发统一节奏、标准与流程，运用多店铺+旗舰店精细化运营，通过差异化开发提升市占率并逐步打造线上高客单产品；同时加速推进抖音、快手、小红书等新渠道业务，推进精细化会员管理。此外，不断提升线上发展质量，持续优化直营业务结构，并推进线上分销，聚焦头部店铺的销售占比提升，投入效率持续提升。目前来看，晨光科技仍处于品牌及渠道投入期且收入规模仍较低，盈利能力贡献较小，预计随着业务规模的扩大，业绩将逐步释放。

► **按产品分拆：我们预计受传统业务修复及产品结构变化影响，书写工具、学生工具、其他产品毛利率均有所提升。**

2023Q1 公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销销售额分别为 4.88、7.29、8.45、1.69、26.41 亿元，同比分别为 -2.27%、+1.47%、+15.78%、+26.51%、+23.06%；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，受益于零售渠道的逐步恢复，其他产品同比较快增长，办公文具受益于新品类拓展同比增长。

► **盈利能力：盈利能力小幅提升，期间费用管控良好。**

期间费用方面，2023Q1 公司期间费用率同比 -1.58pct 至 11.78%，销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -1.10pct/-0.35pct/-0.10pct/-0.03pct 至 6.98%/3.96%/0.96%/-0.11%，各费用率均表现不同程度的下滑，期间费用管控良好。

盈利能力方面，2023Q1 公司毛利率、归母净利率分别 -2.03pct、+0.32pct 至 19.68%、6.83%，毛利率下滑预计受产品结构影响，净利率受益于期间费用的良好管控及政府补助增加等影响同比小幅提升。

► **公司护城河加固，中长期一体两翼持续发力。**

受疫情影响，公司传统核心业务和零售大店业务下滑，从而对公司业绩产生一定压力。但同时，公司加大变革，加快新模式推广，积极探索海外市场。随着疫情的逐步恢复以及公司应时而变，公司业绩有望有所改善。中长期来看，公司一体两翼持续发力，文具龙头不断向文创巨头迈进，其中，传统业务从“增量”到“提质”，渠道优化提升效率，高端化持续推进优化结构，盈利能力逐步提升；科力普客户数量不断增加，规模效应发挥，净利率将明显改善，逐步进入利润

收获期；新零售渠道模式成熟，加盟开店提速，盈利预计将明显改善；海外市场加速探索，因地制宜推广业务模式。

投资建议

我们认为晨光传统业务产品渠道升级带来量价提升空间，新业务正在迈入收获期，公司逐渐由文具龙头向文创巨头持续转型升级，看好其发展前景。考虑到疫后线下消费场景逐步修复，公司传统主业疫后复苏确定，我们维持此前盈利预测，预计 23-25 年营业收入分别为 248.16、299.39、361.45 亿元，23-25 年 EPS 分别为 1.93、2.30、2.74 元，对应 2023 年 4 月 27 日 45.20 元/股收盘价，PE 分别为 25/21/18 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

传统文具需求大幅下滑风险；新业务不及预期风险；短期疫情影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,607	19,996	24,816	29,939	36,145
YoY (%)	34.0%	13.6%	24.1%	20.6%	20.7%
归母净利润(百万元)	1,518	1,282	1,790	2,133	2,534
YoY (%)	20.9%	-15.5%	39.6%	19.2%	18.8%
毛利率 (%)	23.2%	19.4%	20.9%	21.2%	20.9%
每股收益 (元)	1.65	1.39	1.93	2.30	2.74
ROE	24.5%	18.7%	20.7%	19.8%	19.0%
市盈率	29.37	34.82	25.00	20.97	17.66

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,996	24,816	29,939	36,145	净利润	1,355	1,808	2,155	2,560
YoY (%)	13.6%	24.1%	20.6%	20.7%	折旧和摊销	536	181	187	193
营业成本	16,124	19,633	23,602	28,608	营运资金变动	-517	249	-1,163	-960
营业税金及附加	76	94	117	141	经营活动现金流	1,352	2,164	1,104	1,713
销售费用	1,358	1,787	2,186	2,602	资本开支	-162	-30	-30	-30
管理费用	794	1,017	1,257	1,482	投资	-5	0	0	0
财务费用	-41	1	-6	-4	投资活动现金流	-151	-10	-9	-5
研发费用	184	261	359	434	股权募资	2	0	0	0
资产减值损失	-19	0	0	0	债务募资	13	0	0	0
投资收益	0	20	21	25	筹资活动现金流	-922	-16	-15	-15
营业利润	1,608	2,125	2,554	3,041	现金净流量	289	2,138	1,079	1,693
营业外收支	56	70	70	70	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	1,665	2,195	2,624	3,111	成长能力				
所得税	310	386	469	550	营业收入增长率	13.6%	24.1%	20.6%	20.7%
净利润	1,355	1,808	2,155	2,560	净利润增长率	-15.5%	39.6%	19.2%	18.8%
归属于母公司净利润	1,282	1,790	2,133	2,534	盈利能力				
YoY (%)	-15.5%	39.6%	19.2%	18.8%	毛利率	19.4%	20.9%	21.2%	20.9%
每股收益	1.39	1.93	2.30	2.74	净利率	6.8%	7.3%	7.2%	7.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	9.8%	11.4%	12.0%	12.2%
货币资金	3,363	5,501	6,581	8,274	净资产收益率 ROE	18.7%	20.7%	19.8%	19.0%
预付款项	83	188	218	256	偿债能力				
存货	1,625	2,554	2,965	3,583	流动比率	1.85	2.02	2.40	2.72
其他流动资产	4,926	4,579	5,190	5,869	速动比率	1.53	1.59	1.89	2.14
流动资产合计	9,998	12,822	14,955	17,981	现金比率	0.62	0.87	1.05	1.25
长期股权投资	40	40	40	40	资产负债率	44.3%	42.5%	37.0%	33.6%
固定资产	1,744	1,670	1,590	1,503	经营效率				
无形资产	418	418	418	418	总资产周转率	1.54	1.57	1.68	1.74
非流动资产合计	3,025	2,943	2,856	2,764	每股指标 (元)				
资产合计	13,023	15,765	17,811	20,745	每股收益	1.39	1.93	2.30	2.74
短期借款	189	189	189	189	每股净资产	7.39	9.33	11.63	14.37
应付账款及票据	3,999	3,765	3,233	3,135	每股经营现金流	1.46	2.34	1.19	1.85
其他流动负债	1,226	2,394	2,817	3,288	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,414	6,349	6,239	6,613	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	34.82	25.00	20.97	17.66
其他长期负债	357	357	357	357	PB	7.44	5.18	4.15	3.36
非流动负债合计	357	357	357	357					
负债合计	5,770	6,706	6,596	6,970					
股本	927	926	926	926					
少数股东权益	403	421	443	470					
股东权益合计	7,252	9,060	11,215	13,775					
负债和股东权益合计	13,023	15,765	17,811	20,745					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，7年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，1年从业经验，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。