

晨光股份(603899)

报告日期: 2023年08月27日

## 核心业务稳步修复, 九木杂物社表现亮眼

### ——晨光股份 23H1 业绩点评报告

#### 投资要点

##### ☐ 晨光股份披露 2023H1 业绩

23H1 公司实现营业收入 99.61 亿元 (+18.11%), 实现归母净利润 6.04 亿元 (+14.34%), 实现扣非后净利润 5.43 亿元 (+12.10%); 其中 23Q2 单季实现营业收入 50.79 亿元 (+20.80%), 实现归母净利润 2.71 亿元 (+7.07%), 扣非净利润 2.48 亿元 (+8.40%)。收入端稳步修复, 利润端受投入加大及产品结构变化影响增长较缓。

##### ☐ 减量提质显效均价提升, 看好下半年传统核心业务盈利修复

分品类看, 测算 23Q2 书写工具/学生文具/办公文具收入分别为 5.07/7.16/8.17/ 亿元, 分别同比-0.60%/ +12.79%/ +14.39%, 毛利率分别为 42.96%/ 36.30%/ 22.96%, 同比+3.77/ +2.24/ +0.80pct。公司聚焦核心单品, 产品开发减量提质效果凸显, 23H1 公司书写工具/学生文具/办公文具单价分别同比+2.70%/ +6.49%/ +9.36%, 同时单价提升也拉动产品毛利率优化向上。公司持续推进晨光办公店开拓和办公完美门店开发, 加快专业渠道转型, 同时加强办公产品的开发和推广, 看好后续公司办公文具增长潜力。

23H1 公司传统核心业务实现营收 38.67 亿元 (+7.36%), 其中晨光科技实现收入 3.70 亿元 (+57.69%); 测算 23Q2 传统核心业务实现收入 19.26 亿元 (+7.98%), 其中晨光科技收入 1.84 亿元 (+57.43%)。公司线上渠道与赛道共同构建线上产品开发的节奏、标准与流程, 通过单店提升、店货匹配实现增量, 并通过差异化开发提升市占率, 例如丙烯马克笔、自动铅笔等品类均有不错表现, 同时拼多多、抖音、快手等新渠道业务持续推进, 线上渠道延续高增。我们测算传统核心业务净利率或环比下滑, 我们认为原因为公司相关业务加大投入进一步夯实渠道优势及毛利率相对低的学生文具和办公文具占比提升影响, 大学讯公司投入显效、书写工具需求回暖、高附加值新品上市有望拉动传统核心业务盈利修复。

##### ☐ 科力普延续快速增长, 利润率基本维稳

**科力普:** 23H1 科力普实现收入 54.94 亿元 (+24.81%), 毛利率 7.76%, 实现净利润 1.80 亿元 (+33.26%), 净利率约为 3.28%; 其中 23Q2 科力普收入 28.53 亿元 (+26.48%), 测算毛利率 8.24% (-0.30pct), 测算净利率约 3.17% (+0.04pct)。科力普通过业务场景向 MRO 工业品、营销礼品、员工福利等场景延展及开拓航天科技、深圳水务、南方电网等优质客户项目延续快速增长, 盈利能力基本维持稳定。后续伴随科力普平台管理能力提升、仓储布局及效率进一步改善、以及后续规模效应逐步凸显, 看好公司科力普盈利能力稳中向上。

##### ☐ 九木杂物社表现亮眼, 精细运营线已实现盈利

**九木&生活馆:** 23H1 实现营业收入 6.00 亿元 (+38%), 其中九木杂物社实现营收 5.60 亿元 (+40%); 23Q2 单季零售大店业务实现收入 3.00 亿元 (+81.67%), 其中九木杂物社实现收入 2.81 亿元 (+79.39%)。截至 23H1, 公司拥有零售大店 573 家 (较 Q1 末净增 26 家), 其中九木杂物社 531 家 (直营/加盟分别 359/172 家, 分别净增 14/13 家), 展店加速。依托门店精细化运营及单店效率提升, 23H1 九木已实现盈利, 实现净利润 1743 万元, 测算净利率 2.91%, 看好九木展店&同店双升下增长提速, 单店模型跑通后伴随规模效应释放盈利能力快速提升。

##### ☐ 结构变化&投入加大致利润率下滑, 看好后续回升

#### 投资评级: 买入(维持)

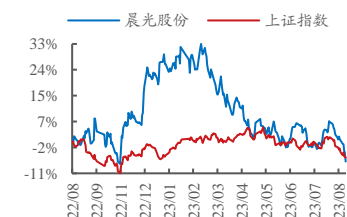
分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

研究助理: 褚远熙  
 chuyuanxi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 40.20
总市值(百万元)	37,249.18
总股本(百万股)	926.60

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《23Q1 收入增长优异, 利润增长超预期》 2023.04.28
- 《传统业务复苏可期, 电商及科力普表现靓丽》 2023.03.31
- 《核心业务修复正在途中, 长期不改成长本色》 2023.03.08

**利润率:** 23H1 公司毛利率为 19.52%，同比-0.99 pct，其中 23Q2 公司单季毛利率为 19.36%，同比+0.08pct，环比-0.32pct。我们认为受益公司书写工具、学生文具、办公文具三大核心品类均价向上，拉动公司整体毛利率同比提升，但整体受低毛利率产品及科力普占比提升导致的结构变化影响，环比有所下滑。后续公司通过高毛利率精品文创产品销售占比进一步提升、产品开发减量提质、提升部分品类自制比例、办公文具和学生文具等新品类规模效应凸显带动公司毛利率逐步回升。

**费用率&净利率:** 23H1 公司期间费用率为 11.92%，同比-0.88pct，其中 23Q2 公司期间费用率为 12.04%，销售/管理+研发/财务费用率分别为 7.33%/ 5.19%/ -0.49%，分别同比+0.13/ -0.17/ -0.14pct，环比+0.36/ +0.27/ -0.37pct。公司进一步夯实渠道优势、提升品牌形象，加大相关业务投入，致使销售费用率同环比均略有提升。综合影响下 23H1 公司净利率 6.59%，同比+0.10pct，23Q2 单季净利率为 5.72%，同比-0.50pct，环比-1.77pct。

**现金流&运营效率:** 23H1 公司实现经营现金流净额 6.76 亿元，同比+184.74%，其中收现比同比+6.13pct 至 106.57%，经营现金流健康。运营效率方面，23H1 公司应收账款周转天数 59.15 天（同比+12.05 天），存货周转天数 33.83 天（同比-8.07 天）。

#### □ 盈利预测与估值

文创龙头核心优势稳固，伴随大学汛旺季来临传统核心业务有望稳步修复、科力普第二成长曲线持续兑现，九木杂物社模式日益通顺，收入有望伴随展店&同店提升增长加速，盈利能力随精细化运营及规模效应释放有望持续提升，坚定看好公司长期投资价值。我们预计 2023-2025 年公司实现收入 245.61、302.04、370.85 亿元，同比 +22.83%、+22.98%、+22.78%；归母净利润 15.50、19.99、25.03 亿元，同比+20.89%、+28.93%、+25.20%，对应 PE 分别为 24X、19X、15X，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示:

双减政策影响需求大幅下滑、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	24,561	30,204	37,085
(+/-) (%)	13.57%	22.83%	22.98%	22.78%
归母净利润	1,282	1,550	1,999	2,503
(+/-) (%)	-15.51%	20.89%	28.93%	25.20%
每股收益(元)	1.38	1.67	2.16	2.70
P/E	29.05	24.03	18.63	14.88

资料来源：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
<b>流动资产</b>	9,998	12,244	15,508	19,552
现金	3,363	5,943	7,487	10,688
交易性金融资产	1,628	1,648	1,658	1,668
应收账款	2,994	2,177	3,402	3,639
其它应收款	209	159	385	307
预付账款	83	165	142	150
存货	1,625	2,089	2,369	3,039
其他	95	63	66	61
<b>非流动资产</b>	3,025	2,986	2,918	2,785
金融资产类	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	744	743
<b>资产总计</b>	13,023	15,230	18,426	22,338
<b>流动负债</b>	5,414	6,651	7,727	9,060
短期借款	189	194	207	209
应付款项	3,999	4,317	5,471	6,790
预收账款	0	0	0	0
其他	1,226	2,140	2,049	2,061
<b>非流动负债</b>	357	291	298	302
长期借款	0	0	0	0
其他	357	291	298	302
<b>负债合计</b>	5,770	6,942	8,025	9,362
少数股东权益	403	491	605	747
归属母公司股东权益	6,849	7,797	9,796	12,228
<b>负债和股东权益</b>	13,023	15,230	18,426	22,338

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1,352	3,308	1,662	3,340
净利润	1,355	1,639	2,113	2,645
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)	1,579	(647)	499
其它	(27)	(118)	(30)	(33)
<b>投资活动现金流</b>	(151)	(134)	(121)	(57)
资本支出	(162)	(105)	(131)	(49)
长期投资	(3)	(23)	(13)	(13)
其他	13	(6)	24	5
<b>筹资活动现金流</b>	(922)	(594)	3	(81)
短期借款	9	5	13	2
长期借款	0	0	0	0
其他	(932)	(599)	(10)	(84)
<b>现金净增加额</b>	289	2,580	1,544	3,201

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19,996	24,561	30,204	37,085
营业成本	16,124	19,526	23,801	29,038
营业税金及附加	76	84	103	132
营业费用	1,358	1,742	2,203	2,741
管理费用	794	1,209	1,565	1,962
研发费用	184	221	274	374
财务费用	(41)	(96)	(173)	(219)
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	89	121	146
<b>营业利润</b>	1,608	1,965	2,557	3,211
营业外收支	56	48	38	38
<b>利润总额</b>	1,665	2,013	2,595	3,249
所得税	310	374	482	604
<b>净利润</b>	1,355	1,639	2,113	2,645
少数股东损益	73	88	114	142
<b>归属母公司净利润</b>	1,282	1,550	1,999	2,503
<b>EBITDA</b>	2,072	2,067	2,593	3,200
<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.38	1.67	2.16	2.70

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.57%	22.83%	22.98%	22.78%
营业利润	-9.71%	22.15%	30.16%	25.54%
归属母公司净利润	-15.51%	20.89%	28.93%	25.20%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.36%	20.50%	21.20%	21.70%
净利率	6.41%	6.31%	6.62%	6.75%
ROE	18.72%	19.88%	20.41%	20.47%
ROIC	16.09%	17.18%	17.66%	17.94%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.31%	45.58%	43.55%	41.91%
净负债比率	79.57%	83.76%	77.16%	72.15%
流动比率	1.85	1.84	2.01	2.16
速动比率	1.52	1.49	1.67	1.80
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.64	1.74	1.79	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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.38	1.67	2.16	2.70
每股经营现金	1.46	3.57	1.79	3.60
每股净资产	7.39	8.41	10.57	13.20
<b>估值比率</b>				
P/E	29.05	24.03	18.63	14.88
P/B	5.44	4.78	3.80	3.05
EV/EBITDA	23.22	15.39	11.68	8.47

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>