



## 买入（维持）

所属行业：轻工制造/家用轻工  
当前价格(元)：40.20

### 证券分析师

徐偲

资格编号：S0120523020002

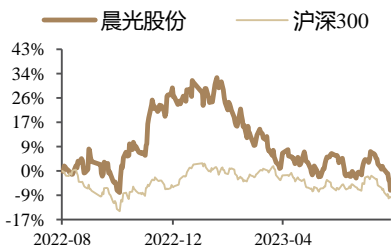
邮箱：xucai@tebon.com.cn

### 研究助理

成浅之

邮箱：chengqz@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.95	-11.51	-9.48
相对涨幅(%)	-3.88	-8.87	-5.80

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《晨光股份(603899.SH)：Q1业绩增速亮眼，稳步复苏通道开启》，2023.4.28
- 《晨光股份(603899.SH)：科力普保持高增，龙头业绩凸显韧性》，2023.3.31
- 《晨光股份(603899.SH)：挑战已过，看好公司业绩恢复向上》，2022.8.29

# 晨光股份(603899.SH)：传统核心业务提质增效，科力普保持稳健增长

### 投资要点

- 事件：**晨光股份 23H1 实现营收 99.61 亿元，同比+18.11%；实现归母净利润 6.04 亿元，同比+14.34%；实现扣非净利润 5.43 亿元，同比+12.10%。23Q2 实现营收 50.79 亿，同比+20.08%；实现归母净利润 2.71 亿元，同比+7.07%；实现扣非净利润 2.48 亿元，同比+8.40%。

- 传统核心业务提质增效，零售大店快速修复，办公直销稳健增长。**

分业务来看，1) **传统核心业务提质增效**，23H1 书写工具/学生文具/办公文具收入分别为 9.95/14.46/16.63 亿元，同比-1.42%/+6.78%/+15.09%。产品开发上，公司侧重减量提质，优化产品结构，以消费者为中心深挖优质单品，提高新品存活率和必备品上柜率。渠道上，公司聚焦经营质量更高的零售终端，积极推动直供业务，注重单店提升以增强客户粘性；通过差异化开发提升线上市场占有率，持续推进拼多多、抖音、快手等线上新渠道业务。23H1 晨光科技实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 60%。

2) **零售大店快速修复**，23H1 晨光生活馆(含九木杂物社)实现营业收入 6.0 亿元，同比增长 38%，其中九木杂物社实现营业收入 5.6 亿元，同比增长 40%，实现净利润 1,743 万元，同比增长 272%，成功扭亏为盈。截至 23H1，公司在全国拥有 573 家零售大店，相比 22 年底净增 33 家，其中九木杂物社 531 家(直营 359 家，加盟 172 家)，晨光生活馆 42 家。九木杂物社线上重点发力私域社群运营，线下以文创文具为核心品类，担任公司品牌和产品升级的桥头堡，赋能和反哺传统核心业务，零售运营、消费者服务能力逐步转化为其增长动力。

3) **办公直销保持稳健增长**，23H1 晨光科力普实现营业收入 54.9 亿元，同比增长 25%，实现净利润 1.8 亿元，同比增长 33%，盈利能力稳步提升。科力普持续发展四大业务板块，重视供应商开发和品类开发，入围航天科技集团、中煤能源、东风集团、深圳水务、成都地铁等项目。23 年 5 月科立普西北配送中心正式投入使用，仓储物流能力进一步提升，推动了产业数字化运营迈入新的台阶。

- 传统业务毛利率提升，整体盈利能力逐渐改善。**23H1 公司毛利率 19.52%，同比-0.99pct，其中书写工具/学生文具/办公文具/办公直销毛利率分别为 41.75%/34.98%/25.59%/7.76%，同比变动+1.96 pct/+1.26 pct/-0.15pct/-1.15pct。费用端：23H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 7.16%/5.06%/-0.30%/0.90%，同比-0.48pct/-0.20pct/-0.09pct/-0.11pct，费用管控能力稳步提升，带动公司整体盈利能力持续改善。23H1 公司净利率为 6.59%，同比变动+0.10pct。

- 盈利预测及投资建议：**公司作为国内文具文创龙头，品牌端渠道端产品端壁垒深厚，一体两翼成长逻辑清晰。由于需求恢复存在一定波动，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现营业收入 241.74/285.60/327.98 亿元，同比+20.9%/+18.1%/+14.8%；预计实现归母净利润 15.67/19.14/22.63 亿元，同比+22.2%/+22.2%/18.2%；预期 EPS 分别为 1.69/2.07/2.44 元，对应 PE 估值分别为 23.77/19.46/16.46X，维持“买入”评级。

- 风险提示：**原材料成本波动超预期；下游需求不及预期；新业务增长不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	926.60		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	923.83	营业收入(百万元)	17,607	19,996	24,174	28,560	32,798
52 周内股价区间(元):	39.85-57.29	(+/-)YOY(%)	34.0%	13.6%	20.9%	18.1%	14.8%
总市值(百万元):	37,249.18	净利润(百万元)	1,518	1,282	1,567	1,914	2,263
总资产(百万元):	12,812.99	(+/-)YOY(%)	20.9%	-15.5%	22.2%	22.2%	18.2%
每股净资产(元):	7.51	全面摊薄 EPS(元)	1.64	1.38	1.69	2.07	2.44
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	23.2%	19.4%	20.1%	20.5%	21.0%
		净资产收益率(%)	24.5%	18.7%	20.1%	19.7%	18.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.39	1.69	2.07	2.44
每股净资产	7.39	8.43	10.50	12.94
每股经营现金流	1.46	2.60	2.36	3.32
每股股利	0.50	0.73	0.81	0.88
价值评估(倍)				
P/E	39.63	23.77	19.46	16.46
P/B	7.44	4.77	3.83	3.11
P/S	1.86	1.54	1.30	1.13
EV/EBITDA	23.22	13.97	11.11	8.85
股息率%	0.9%	1.8%	2.0%	2.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.4%	20.1%	20.5%	21.0%
净利润率	6.8%	6.7%	7.0%	7.2%
净资产收益率	18.7%	20.1%	19.7%	18.9%
资产回报率	9.8%	10.8%	10.6%	11.0%
投资回报率	16.1%	18.2%	18.1%	17.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.6%	20.9%	18.1%	14.8%
EBIT 增长率	-11.5%	27.7%	22.5%	17.4%
净利润增长率	-15.5%	22.2%	22.2%	18.2%
偿债能力指标				
资产负债率	44.3%	42.8%	43.2%	38.6%
流动比率	1.8	1.9	2.0	2.3
速动比率	1.5	1.5	1.7	1.9
现金比率	0.6	0.8	0.9	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	42.1	39.3	40.2	39.9
存货周转天数	35.4	36.3	36.0	36.1
总资产周转率	1.5	1.7	1.6	1.6
固定资产周转率	11.5	14.6	18.3	22.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,282	1,567	1,914	2,263
少数股东损益	73	64	88	100
非现金支出	547	408	417	422
非经营收益	-34	8	8	8
营运资金变动	-517	363	-240	284
经营活动现金流	1,352	2,410	2,187	3,079
资产	-162	-483	-413	-436
投资	-5	-3	-3	-3
其他	15	0	0	0
投资活动现金流	-151	-486	-416	-439
债权募资	13	6	7	7
股权募资	2	-141	0	0
其他	-936	-470	-8	-8
融资活动现金流	-922	-604	-1	-1
现金净流量	289	1,320	1,771	2,638

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 25 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,996	24,174	28,560	32,798
营业成本	16,124	19,315	22,705	25,911
毛利率%	19.4%	20.1%	20.5%	21.0%
营业税金及附加	76	91	108	124
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	1,358	1,692	2,028	2,361
营业费用率%	6.8%	7.0%	7.1%	7.2%
管理费用	794	981	1,151	1,325
管理费用率%	4.0%	4.1%	4.0%	4.0%
研发费用	184	234	286	394
研发费用率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.2%
EBIT	1,537	1,963	2,404	2,824
财务费用	-41	-34	-51	-72
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-19	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,608	1,996	2,454	2,895
营业外收支	56	0	0	0
利润总额	1,665	1,996	2,454	2,895
EBITDA	2,072	2,370	2,820	3,244
所得税	310	365	451	531
有效所得税率%	18.6%	18.3%	18.4%	18.3%
少数股东损益	73	64	88	100
归属母公司所有者净利润	1,282	1,567	1,914	2,263

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,363	4,683	6,454	9,092
应收账款及应收票据	2,994	2,358	4,121	3,260
存货	1,625	2,274	2,270	2,931
其它流动资产	2,016	2,071	2,152	2,191
流动资产合计	9,998	11,386	14,997	17,474
长期股权投资	40	42	45	48
固定资产	1,744	1,660	1,560	1,457
在建工程	72	79	86	93
无形资产	418	444	456	473
非流动资产合计	3,025	3,103	3,101	3,118
资产总计	13,023	14,489	18,098	20,592
短期借款	189	196	203	210
应付票据及应付账款	3,999	4,016	5,461	5,332
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,226	1,640	1,795	2,046
流动负债合计	5,414	5,851	7,458	7,588
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	357	357	357	357
非流动负债合计	357	357	357	357
负债总计	5,770	6,208	7,815	7,944
实收资本	927	924	924	924
普通股股东权益	6,849	7,814	9,728	11,992
少数股东权益	403	467	555	656
负债和所有者权益合计	13,023	14,489	18,098	20,592

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。2018 年加入中泰证券，2020 年起负责轻工团队。2021 年加入国元证券，担任大消费方向负责人，主导轻工、纺服、新零售行业研究。2023 年 2 月入职德邦证券，负责轻工+中小盘研究。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。