

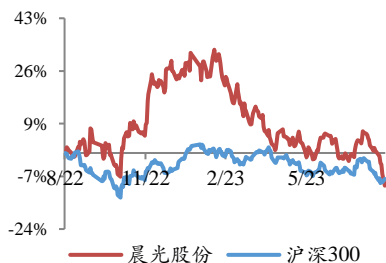
传统业务稳步增长，科力普与零售大店增长靓丽

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-29

收盘价(元)	38.63
近12个月最高/最低(元)	57.29/38.63
总股本(百万股)	927
流通股本(百万股)	924
流通股比例(%)	99.70
总市值(亿元)	358
流通市值(亿元)	357

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1.23Q1 利润率环比改善，零售大店销售回暖 2023-04-28

2.科力普增速靓丽，传统及零售大店复苏可期 2023-03-31

主要观点：

- **公司发布2023年半年报。**23H1 公司营收 99.61 亿元，同比+18.11%，归母净利润 6.04 亿元，同比+14.34%。23Q2 营收 50.79 亿元，同比/环比+20.8%/+4.1%，归母净利润 2.71 亿元，同比/环比+7.1%/-18.7%。
- **传统核心业务稳步增长，全渠道布局提升零售服务力。**公司 23Q2 传统核心业务营收约 19.26 亿元，同比+8%。其中 23H1 书写工具/学生文具/传统办公营收 5.07/7.16/8.17 亿元，同比-0.6%/+12.8%/+14.4%。公司持续优化产品结构，产品开发减量提质。同时渠道端通过线下新渠道、线上业务和直供业务直接接触客户，形成全渠道多触点布局，持续向品牌零售服务商转变，其中晨光科技 23H1 营收 3.7 亿，同比+60%。产品与渠道端的优化推动传统核心业务盈利能力提升，23H1 书写/学生/传统办公毛利率分别 42.96%/36.3%/23%，同比+3.8/+2.2/+0.8pct。
- **科力普高增持续，零售大店拓店与利润提速。**科力普：聚焦办公一站式、MRO、营销礼品及员工福利四大板块，23Q2 营收 28.5 亿元，同比+26.5%，收入高增延续，毛利率 8.2%，同比-0.3pct，上半年科力普净利润 1.8 亿元，同比+33%。零售大店：23Q2 晨光生活馆（含杂物社）营收 3 亿元，同比+81.7%，其中九木杂物社营收 2.81 亿元，同比+76.4%，上半年九木杂物社净利润 0.17 亿元，净利率 3.1%。开店方面，截至 23H1 公司零售大店合计 573 家，较年初净新增 26 家，其中九木杂物社 531 家，较年初+42 家。随客流修复+拓店提速，零售大店盈利改善显著。
- **盈利能力稳健，费用管控良好。**23H1 公司毛利率 19.52%，同比-0.99pct，净利率 6.59%，同比+0.1pct。23Q2 公司毛利率 19.4%，同比/环比分别+0.08/-0.3pct，净利率 5.72%，同比/环比-0.5/-1.8pct。公司产品结构持续优化减弱业务结构变动对毛利率的影响。23Q2 销售/管理/研发/财务费率 7.3%/4.4%/0.8%/-0.5%，同比+0.13/-0.05/-0.12/-0.14pct，期间费用率同比-0.9pct，整体费用管控良好。
- **投资建议** 预计公司 23-25E 归母净利润 16.3/20.2/23.3 亿元，同比分别+27%/+24%/+15%，对应 PE 21.9X/17.7X/15.4X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格波动、需求修复与拓店节奏不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19996	25082	31083	36169
收入同比(%)	13.6%	25.4%	23.9%	16.4%
归属母公司净利润	1282	1631	2022	2332
净利润同比(%)	-15.5%	27.2%	24.0%	15.3%
毛利率(%)	19.4%	20.4%	20.4%	20.6%
ROE(%)	18.7%	20.7%	20.4%	19.1%
每股收益(元)	1.39	1.76	2.18	2.52
P/E	39.63	21.94	17.70	15.35
P/B	7.44	4.54	3.62	2.93
EV/EBITDA	23.22	13.18	10.16	8.19

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9998	11761	15875	18462	营业收入	19996	25082	31083	36169
现金	3363	4637	6510	9234	营业成本	16124	19968	24756	28730
应收账款	2957	2515	4432	3586	营业税金及附加	76	95	118	137
其他应收款	209	248	323	340	销售费用	1358	1844	2294	2713
预付账款	83	114	137	160	管理费用	794	1028	1243	1483
存货	1625	2411	2554	3218	财务费用	-41	19	33	-4
其他流动资产	1761	1836	1920	1924	资产减值损失	-19	3	4	-1
非流动资产	3025	3093	3082	3099	公允价值变动收益	32	0	0	0
长期投资	40	42	45	48	投资净收益	0	4	5	5
固定资产	1744	1660	1560	1457	营业利润	1608	1993	2503	2901
无形资产	418	444	456	473	营业外收入	69	80	80	80
其他非流动资产	823	947	1020	1120	营业外支出	12	21	23	23
资产总计	13023	14854	18957	21562	利润总额	1665	2052	2560	2958
流动负债	5414	6169	8180	8368	所得税	310	374	467	541
短期借款	189	196	203	210	净利润	1355	1678	2093	2416
应付账款	3999	4286	6046	5921	少数股东损益	73	47	70	85
其他流动负债	1226	1688	1932	2236	归属母公司净利润	1282	1631	2022	2332
非流动负债	357	357	357	357	EBITDA	2072	2404	2935	3310
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.39	1.76	2.18	2.52
其他非流动负债	357	357	357	357					
负债合计	5770	6526	8537	8724					
少数股东权益	403	450	520	605	主要财务比率				
股本	927	927	927	927	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	428	428	428	428	成长能力				
留存收益	5494	6523	8545	10877	营业收入	13.6%	25.4%	23.9%	16.4%
归属母公司股东权	6849	7878	9900	12232	营业利润	-9.7%	23.9%	25.6%	15.9%
负债和股东权益	13023	14854	18957	21562	归属于母公司净利	-15.5%	27.2%	24.0%	15.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	19.4%	20.4%	20.4%	20.6%
					净利率 (%)	6.4%	6.5%	6.5%	6.4%
					ROE (%)	18.7%	20.7%	20.4%	19.1%
					ROIC (%)	16.1%	18.4%	18.8%	17.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	44.3%	43.9%	45.0%	40.5%
					净负债比率 (%)	79.6%	78.4%	81.9%	68.0%
					流动比率	1.85	1.91	1.94	2.21
					速动比率	1.52	1.48	1.60	1.79
					营运能力				
					总资产周转率	1.64	1.80	1.84	1.79
					应收账款周转率	8.55	9.17	8.95	9.03
					应付账款周转率	4.74	4.82	4.79	4.80
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.39	1.76	2.18	2.52
					每股经营现金流薄)	1.46	2.53	2.45	3.34
					每股净资产	7.39	8.50	10.68	13.20
					估值比率				
					P/E	39.63	21.94	17.70	15.35
					P/B	7.44	4.54	3.62	2.93
					EV/EBITDA	23.22	13.18	10.16	8.19

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 马远方, 新加坡管理大学量化金融硕士, 曾任职国盛证券研究所, 2020年新财富轻工纺服第4名团队, 2021年加入华安证券研究所, 2022年水晶球轻工造纸行业(公募榜)第五名, 2022年新浪金麒麟纺织服装最佳分析师, 2022年Choice轻工制造行业最佳分析师。以龙头白马确立研究框架, 擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。