

晨光股份（603899）

Q2 营收表现亮眼，传统业务持续修复

23Q2 收入 50.79 亿元，同增 20.80%，归母净利润 2.71 亿元，同增 7.07%

公司发布半年报，23Q2 收入 50.79 亿同增 20.80%；归母净利 2.71 亿同增 7.06%；扣非归母净利 2.48 亿同增 8.40%。23H1 收入 99.61 亿同增 18.11%，归母净利 6.04 亿同增 14.34%，扣非归母净利 5.43 亿同增 12.10%。

分品类看，23H1 办公直销收入 54.94 亿同增 24.81%；办公文具收入 16.63 亿同增 15.09%；学生文具收入 14.46 亿同增 6.78%；书写工具收入 9.95 亿同减 1.42%。公司新业务营收占比超 50%，同增 26%；传统核心业务 23H1 营收 38.7 亿，同增 7%；电商营收 3.7 亿，同增 60%。单季度看，23Q2 传统核心业务营收 19.3 亿，同增 7.59%；电商营收 1.8 亿，同增 64.2%，增长靓丽。未来五年战略继续专注传统核心业务，扩大全球竞争力。

供应链体系稳定，渠道优势凸显。公司推广智能制造技术，大幅提高检测效率，向精细化升级转型；零售渠道优势明显，分销体系管理高效。目前，公司拥有 36 家一级合作伙伴、覆盖 1200 个城市的二、三级合作伙伴和大客户，近 7 万家使用“晨光文具”店招的零售终端，并在淘系、京东、拼多多等电商渠道拥有上千家授权店铺。公司将进一步完善线上线下渠道，以期形成多层次、多触点营销网络。

传统业务保持领先，产品结构持续优化。传统核心业务保持行业龙头地位，优化产品结构，减量提质，提高单款上柜率及销售贡献，提升新品存活率。办公直销业务持续较快增长，增收增利。公司深耕传统渠道，聚焦终端质量提升。积极推动直供模式线上渠道提升，通过单店提升、店货匹配实现增量；通过差异化开发提升市占率，各赛道细分品类均表现亮眼。

科力普持续高增，引领数字化采购。23H1 科力普实现营收 54.9 亿同增 25%，净利润 1.8 亿同增 33%。成功入围航天科技集团、中煤能源等央企项目，深圳水务、成都地铁等政府项目，及兴业银行、宁波银行等金融客户项目；MRO 入围南方电网等项目；营销礼品入围农行湖南省分行等项目。

零售大店蓬勃发展，新增长点逐步孵化。九木杂物社经营持续优化，过去三年积累的零售运营能力发挥作用。线下渠道持续拓展，开店速度恢复，文创成为核心品类，承接产品升级角色，反哺总部传统业务；线上稳定增长，拼多多、抖音、社区电商等新型渠道均显著提升。23H1 晨光科技实现营收 3.7 亿同增 60%；晨光生活馆（含九木）实现营收 6.0 亿同增 38%，其中九木营收 5.6 亿同增 40%，净利润 1743 万同增 272%。目前，全国共 573 家零售大店，其中九木 531 家（直营 359 家，加盟 172 家），晨光生活馆 42 家，业务创新高，成为公司新的增长点。

投资并购卓有成效，资源合理配置。安硕文教合理布局产能，降本增效，积极拓展海外订单，推进线上线下发展，同比扭亏明显；挪威贝克曼稳定发展，实现营收 1.0 亿同增 7%，已开设天猫、京东、抖音等线上旗舰店，线下入驻九木、生活馆部分门店。

费用管控效果显著，盈利较稳健。23H1 公司毛利率为 19.52%同减 0.98pct，归母净利率为 6.07%同减 0.2pct，扣非归母净利率 5.45%同减 0.29pct。23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.16%/4.16%/0.90%/-0.30%，同比分别 -0.48/-0.20/-0.11/-0.08pct。其中财务费用变动系利息收入增加。

盈利预测与评级：晨光为文具行业领跑者，传统业务依赖深厚护城河难以撼动，新业务、新渠道布局前瞻。精品文创业务赋予传统业务增长活力，九木加速扩张。考虑行业整体弱复苏，预计公司 23-25 年 EPS 为 1.79/2.25/2.76 元/股（原预计分别为 1.91/2.26/2.97），对应 PE 为 22/18/15X，维持“买入”评级。

风险提示：行业需求收缩；市场竞争加剧；科力普、零售大店等新业务拓展不及预期；“双减”等宏观政策风险。

投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	40.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	926.60
流通 A 股股本(百万股)	923.83
A 股总市值(百万元)	37,249.18
流通 A 股市值(百万元)	37,137.90
每股净资产(元)	7.51
资产负债率(%)	42.13
一年内最高/最低(元)	58.89/39.30

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《晨光股份-年报点评报告:22 年科力普靓丽，传统业务品类渠道持续精进》 2023-04-02
- 2 《晨光股份-季报点评:股份回购彰显信心，传统业务环比改善》 2022-11-01
- 3 《晨光股份-半年报点评:传统业务短期受疫情影响承压，科力普及线上渠道依旧增长稳健》 2022-08-26

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,607.40	19,996.32	24,761.24	30,181.04	36,642.66
增长率(%)	34.02	13.57	23.83	21.89	21.41
EBITDA(百万元)	2,164.86	1,939.76	2,188.44	2,740.44	3,300.56
净利润(百万元)	1,517.87	1,282.46	1,656.93	2,088.39	2,552.85
增长率(%)	20.90	(15.51)	29.20	26.04	22.24
EPS(元/股)	1.64	1.38	1.79	2.25	2.76
市盈率(P/E)	24.54	29.05	22.48	17.84	14.59
市净率(P/B)	6.01	5.44	4.66	3.98	3.38
市销率(P/S)	2.12	1.86	1.50	1.23	1.02
EV/EBITDA	25.51	23.75	13.83	10.66	8.14

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,010.65	3,363.09	5,384.02	6,413.74	8,694.70
应收票据及应收账款	1,760.58	2,994.11	1,434.90	4,618.23	2,764.04
预付账款	90.83	83.45	212.89	172.95	251.13
存货	1,546.65	1,625.16	2,599.04	2,783.49	3,374.24
其他	1,885.05	1,932.07	1,935.84	2,088.34	2,058.48
流动资产合计	8,293.76	9,997.88	11,566.69	16,076.76	17,142.58
长期股权投资	36.51	39.73	39.73	39.73	39.73
固定资产	1,840.10	1,744.36	1,621.93	1,494.50	1,362.07
在建工程	66.74	71.90	71.90	71.90	71.90
无形资产	434.85	417.77	415.70	393.62	371.55
其他	752.42	750.96	747.72	750.16	818.40
非流动资产合计	3,130.63	3,024.71	2,896.98	2,749.91	2,663.65
资产总计	11,424.39	13,022.59	14,463.66	18,826.67	19,806.23
短期借款	179.93	189.35	151.48	121.18	96.95
应付票据及应付账款	2,809.77	3,998.63	3,458.62	6,460.26	5,268.65
其他	1,407.41	1,143.94	2,047.84	1,985.60	2,437.43
流动负债合计	4,397.10	5,331.93	5,657.94	8,567.05	7,803.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	357.41	356.74	392.42	431.66	474.83
非流动负债合计	357.41	356.74	392.42	431.66	474.83
负债合计	4,901.10	5,770.42	6,050.36	8,998.71	8,277.86
少数股东权益	328.40	402.84	420.77	457.53	502.53
股本	927.75	926.93	926.60	926.60	926.60
资本公积	454.19	427.94	427.94	427.94	427.94
留存收益	4,960.80	5,686.61	6,738.00	8,065.89	9,691.30
其他	(147.84)	(192.15)	(100.00)	(50.00)	(20.00)
股东权益合计	6,523.29	7,252.18	8,413.31	9,827.96	11,528.37
负债和股东权益总计	11,424.39	13,022.59	14,463.66	18,826.67	19,806.23

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,533.60	1,355.38	1,656.93	2,088.39	2,552.85
折旧摊销	286.64	315.29	244.50	249.50	254.50
财务费用	40.97	4.37	0.18	(1.18)	(3.58)
投资损失	(6.29)	(0.28)	(0.41)	(0.45)	(0.45)
营运资金变动	(617.27)	(718.21)	815.41	(474.65)	470.04
其它	323.56	395.23	28.25	57.82	70.68
经营活动现金流	1,561.20	1,351.78	2,744.86	1,919.43	3,344.03
资本支出	155.27	141.11	84.33	60.76	56.83
长期投资	1.79	3.21	0.00	0.00	0.00
其他	(819.90)	(295.82)	(205.66)	(159.79)	(156.14)
投资活动现金流	(662.84)	(151.49)	(121.33)	(99.03)	(99.31)
债权融资	171.46	62.68	(78.56)	(59.12)	(40.65)
股权融资	(609.48)	(533.40)	(524.05)	(731.55)	(923.12)
其他	(291.24)	(451.43)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(729.26)	(922.15)	(602.60)	(790.67)	(963.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	169.10	278.14	2,020.93	1,029.72	2,280.96

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17,607.40	19,996.32	24,761.24	30,181.04	36,642.66
营业成本	13,520.84	16,124.24	19,836.43	23,994.16	29,107.14
营业税金及附加	66.51	75.59	94.23	114.85	139.44
营业费用	1,397.65	1,358.22	1,683.76	2,112.67	2,564.99
管理费用	745.02	794.20	990.45	1,207.24	1,465.71
研发费用	188.76	183.55	222.85	271.63	329.78
财务费用	6.90	(41.37)	0.18	(1.18)	(3.58)
资产减值损失	(24.11)	(11.47)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
公允价值变动收益	38.64	31.84	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.29	0.28	0.41	0.45	0.45
其他	(120.50)	(127.26)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,781.39	1,608.49	1,918.75	2,467.11	3,024.64
营业外收入	98.16	68.54	81.21	74.87	78.04
营业外支出	18.15	12.13	17.40	17.04	16.18
利润总额	1,861.40	1,664.90	1,982.56	2,524.95	3,086.50
所得税	327.81	309.52	297.38	378.74	462.98
净利润	1,533.60	1,355.38	1,685.18	2,146.21	2,623.53
少数股东损益	15.73	72.92	28.25	57.82	70.68
归属于母公司净利润	1,517.87	1,282.46	1,656.93	2,088.39	2,552.85
每股收益(元)	1.64	1.38	1.79	2.25	2.76

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	34.02%	13.57%	23.83%	21.89%	21.41%
营业利润	26.44%	-9.71%	19.29%	28.58%	22.60%
归属于母公司净利润	20.90%	-15.51%	29.20%	26.04%	22.24%
获利能力					
毛利率	23.21%	19.36%	19.89%	20.50%	20.56%
净利率	8.62%	6.41%	6.69%	6.92%	6.97%
ROE	24.50%	18.72%	20.73%	22.29%	23.15%
ROIC	104.10%	81.27%	83.54%	206.34%	191.84%
偿债能力					
资产负债率	42.90%	44.31%	41.83%	47.80%	41.79%
净负债率	-40.66%	-41.14%	-60.41%	-62.81%	-73.71%
流动比率	1.83	1.85	2.04	1.88	2.20
速动比率	1.48	1.55	1.58	1.55	1.76
营运能力					
应收账款周转率	10.60	8.41	11.18	9.97	9.93
存货周转率	12.27	12.61	11.72	11.21	11.90
总资产周转率	1.67	1.64	1.80	1.81	1.90
每股指标(元)					
每股收益	1.64	1.38	1.79	2.25	2.76
每股经营现金流	1.68	1.46	2.96	2.07	3.61
每股净资产	6.69	7.39	8.63	10.11	11.90
估值比率					
市盈率	24.54	29.05	22.48	17.84	14.59
市净率	6.01	5.44	4.66	3.98	3.38
EV/EBITDA	25.51	23.75	13.83	10.66	8.14
EV/EBIT	28.47	27.18	15.57	11.73	8.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com