



分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理：杜嘉欣

执业证号：S0100123030012

邮箱：dujiaxin@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 23 年年报：公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 233.51/15.27/13.98 亿元，同比增长 16.8%/19.1%/21.0%；23Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 74.92/4.33/4.02 亿元，同比增长 19.5%/24.6%/28.1%。

➤ **各项业务稳健增长，零售大店蓬勃发展。**2023 年，传统核心业务（不含晨光科技，未考虑内部抵减，下同）/晨光科技/科力普/零售大店分别实现收入 78.53/8.57/133.06/13.35 亿元，同比增长 4.26%/30.0%/21.74%/51.02%。主业稳步修复，新业态线上业务及九木杂物社持续高增；其中九木杂物社全年增店 129 家，伴随着商场客流恢复，单店模型跑通后开店速度逐季增加（23Q1-Q4 分别开店 15/27/41/46 家），截至 23 年底拥有 618 家九木门店（直营 417 家，加盟 201 家）。23 全年较高毛利率的书写工具/其他产品收入分别同增 4.8%/57.7%，带动整体业务结构持续优化。**23 年单 Q4 核心业务/晨光科技/科力普/零售大店分别实现收入 19.57/2.00/49.87/3.47 亿元，同比变动 3.86%/2.87%/24.78%/81.05%；Q4 政策环境影响减弱，科力普重回高速增长区间；线上业务增速放缓。投资并购项目方面，安硕扭亏显著；贝克曼稳健发展，全年实现收入 1.5 亿元，同比增长 7.1%。国际业务方面，23 年实现收入 8.54 亿元，同比增长 21.6%，海外业务有望打开新兴增长曲线。**

➤ **线下业务盈利持续改善，费用管控良好。**2023 年，公司销售毛利率/净利率分别为 18.86%/7.04%，同比-0.5/+0.26pct；较低毛利业务科力普占比持续扩大影响整体毛利水平，23 年科力普净利率为 3.0%，同减 0.4pct，23H2 科力普利润率应收应收账款影响承压；境外业务毛利率 27.91%，同比增加 4.06pct，显著高于国内业务（毛利率 18.5%）。**23 年单 Q4，公司销售毛利率/净利率分别为 15.63%/6.35%，同比变化-0.91/0.33pct，环比-6.23pct/-2.32pct。分产品看，23Q4 书写工具/学生文具/办公文具/其他产品/科力普毛利率为 45.29%/33.05%/29.85%/41.07%/6.44%，分别同比变动 +2.8/+1.3/+0.7/+0.1/-0.8pct。费用率整体管控良好，23Q4 销售/管理/研发/财务费率分别为 5.67%/2.21%/0.44%/-0.17%，同比变动 0.45/-1.33/-0.29/-0.07pct。公司分红政策积极稳定，2023 年度拟每股派发现金红利 0.8 元，现金分红及股份回购金额占归母净利润的 50%。**

➤ **主业零售服务能力持续提升，九木杂物社成为新兴增长点。**主业方面，公司聚焦单店质量提升和有效单品上柜，同时，公司各级持续推动直供业务，一方面开发线下专业渠道开发及挖潜；另一方面以精品直供聚焦核心大店客户，提升品牌货架占有率；晨光联盟聚宝盆 APP 分别赋能终端店主/业务团队，以数字化手段实现“选对店、上对货”。**新业态方面，线上业务运用多店铺+旗舰店精细化运**

推荐

维持评级

当前价格：

35.98 元

## 相关研究

1.晨光股份 (603899.SH) 2023 年三季报点评：大学汛新品表现优异，盈利进入提速期-2023/10/30

2.晨光股份 (603899.SH) 2023 年半年报点评：国内稳步恢复，加速拓展海外市场-2023/08/27

3.晨光股份 (603899.SH) 深度报告系列一：改易更化，传统主业变革正当时-2023/06/16

4.晨光股份 (603899.SH) 2023 年一季报点评：业绩优于预期，传统业务逐月恢复-2023/04/28

5.晨光股份 (603899.SH) 2022 年年报点评：疫情之下核心主业承压，不改晨光长期成长本色-2023/04/01

营降本增效；九木杂物社开店速度恢复，形成持续的人、货、场检核机制，其店铺在产品组合、精细化运营以及消费者洞察方面均有提升；**九木杂物社**通过售卖文创文具优化公司整体产品结构，承接晨光品牌和产品升级的桥头堡的角色。**科力普**已成为企业采购数字化先锋与行业引领者，成功拓展电力、汽车、能源等多个领域的业务版图，包括中国电气装备、中国一汽、东风汽车等核心央企客户。我们认为企业集采行业拥有万亿级成长空间，后续科力普或聚焦核心供应商和本地服务商的开发，以精细化管理提升净利率水平；此外，公司在办公用品基础上积极开发 MRO 工业品和营销礼品品类，我们判断科力普在 3 年维度仍然能维持 20%以上较高年复合增速。**公司积极推动海外业务**，因地制宜开发本地化产品，布局非洲以及东南亚市场；我们认为公司有望在海外欠发达地区复制中国的成功经验，打造“世界级晨光”。

➤ **投资建议：各项业务不断优化，看好公司长期成长价值。**公司传统主业在渠道、品牌方面护城河深厚；在传统文具市场需求趋于稳定的背景下，公司致力于精细化产品开发及核心渠道绑定，进行产品结构和经营质量的升级。此外，科力普面对复杂的外部环境仍维持高速增长，零售大店成功实现正向盈利且积极展店，海外业务或贡献新兴增长点。我们看好公司长期成长性，根据公司 23 年业绩实际情况及未来业务发力重点，我们调整对公司盈利预测；预计公司 24-26 年归母净利润为 18.0/21.4/25.6 亿元，对应 PE 估值为 19/16/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**终端需求不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23,351	27,564	32,931	39,799
增长率 (%)	16.8	18.0	19.5	20.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,527	1,799	2,142	2,557
增长率 (%)	19.1	17.8	19.1	19.3
每股收益 (元)	1.65	1.94	2.31	2.76
PE	22	19	16	13
PB	4.3	3.7	3.2	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	23,351	27,564	32,931	39,799
营业成本	18,947	22,302	26,628	32,218
营业税金及附加	97	110	132	159
销售费用	1,550	1,847	2,206	2,667
管理费用	817	965	1,153	1,393
研发费用	178	276	329	398
EBIT	1,849	2,195	2,615	3,124
财务费用	-55	-46	-66	-87
资产减值损失	12	-24	-29	-35
投资收益	-4	0	0	0
营业利润	1,931	2,217	2,652	3,175
营业外收支	49	57	57	57
利润总额	1,979	2,274	2,709	3,232
所得税	336	400	477	569
净利润	1,644	1,874	2,232	2,663
归属于母公司净利润	1,527	1,799	2,142	2,557
EBITDA	2,395	2,799	3,450	3,910

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,239	6,845	8,653	10,733
应收账款及票据	3,626	2,965	3,519	4,252
预付款项	73	201	240	290
存货	1,578	2,420	2,889	3,495
其他流动资产	1,761	1,749	1,797	1,860
流动资产合计	12,277	14,180	17,097	20,631
长期股权投资	37	42	44	46
固定资产	1,635	1,657	1,676	1,648
无形资产	447	446	444	442
非流动资产合计	3,037	2,994	2,917	2,968
资产合计	15,314	17,174	20,014	23,599
短期借款	190	190	190	190
应付账款及票据	4,854	4,583	5,471	6,620
其他流动负债	1,490	2,309	2,692	3,185
流动负债合计	6,534	7,082	8,354	9,995
长期借款	30	30	30	30
其他长期负债	399	387	372	424
非流动负债合计	429	417	402	454
负债合计	6,963	7,499	8,756	10,450
股本	927	927	927	927
少数股东权益	518	593	682	789
股东权益合计	8,351	9,675	11,258	13,150
负债和股东权益合计	15,314	17,174	20,014	23,599

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	16.78	18.04	19.47	20.86
EBIT 增长率	20.32	18.70	19.13	19.46
净利润增长率	19.05	17.80	19.11	19.33
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	18.86	19.09	19.14	19.05
净利润率	6.54	6.53	6.51	6.42
总资产收益率 ROA	9.97	10.47	10.70	10.83
净资产收益率 ROE	19.49	19.80	20.26	20.68
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.88	2.00	2.05	2.06
速动比率	1.61	1.62	1.66	1.68
现金比率	0.80	0.97	1.04	1.07
资产负债率 (%)	45.47	43.67	43.75	44.28
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	56.08	38.00	38.00	38.00
存货周转天数	30.40	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	1.65	1.70	1.77	1.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.65	1.94	2.31	2.76
每股净资产	8.45	9.80	11.41	13.34
每股经营现金流	2.82	2.90	3.44	3.88
每股股利	0.80	0.70	0.83	0.99
<b>估值分析</b>				
PE	22	19	16	13
PB	4.3	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	12.00	10.27	8.33	7.35
股息收益率 (%)	2.22	1.94	2.32	2.76

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,644	1,874	2,232	2,663
折旧和摊销	546	604	835	786
营运资金变动	413	246	131	153
经营活动现金流	2,617	2,688	3,187	3,597
资本开支	-204	-499	-699	-778
投资	204	0	0	0
投资活动现金流	30	-504	-700	-780
股权募资	0	0	0	0
债务募资	31	-11	-15	52
筹资活动现金流	-771	-578	-679	-737
现金净流量	1,880	1,606	1,808	2,080

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026