

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晨光股份(603899)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

Q3 传统核心稳步恢复, 盈利提升持续推荐

晨光股份(603899) 深度报告系列二:

MRO 长坡厚雪, 科力普行稳致远

晨光股份(603899): Q4 科力普持续高增, 23 年盈利有望修复

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

传统核心经营回暖, 提分红重回报

2024 年 04 月 03 日

事件: 晨光股份发布年报, 2023 年实现营业收入 233.51 亿元, 同比增长 16.8%, 实现归母净利润 15.27 亿元, 同比增长 19.1%, 扣非归母净利润 13.98 亿元, 同比增长 21.0%。单 Q4 实现营业收入 74.92 亿元, 同比增长 19.5%, 实现归母净利润 4.33 亿元, 同比增长 24.6%, 扣非归母净利润 4.02 亿元, 同比增长 28.1%。2023 年度公司拟每股派发现金红利 0.8 元。

点评:

➤ **Q4 营收加速改善, 年内传统核心稳健增长, 零售大店表现亮眼。**2023 年实现营业收入 233.51 亿元, 同比增长 16.8%, 单 Q4 实现营业收入 74.92 亿元, 同比增长 19.5%。**分业务看, 1) 传统核心:** 传统核心业务(含晨光科技)2023 年实现收入 91.36 亿元, 同比增长 8%, 其中晨光科技实现收入 8.57 亿元, 同比增长 30%。产品开发减量提质, 聚焦产品力提升, 并通过晨光联盟、聚宝盆 APP 等数字化工具赋能渠道效率提升。直供通过零售峰会有针对性输出大店一盘货, 增加与行业头部大店合作粘性。线上运用多店铺+旗舰店精细化运营, 持续推进拼多多、抖音、快手等新渠道。**2) 办公直销:** 晨光科力普 23 年实现收入 133.1 亿元, 同比增长 22%, 单 Q4 实现收入 49.9 亿元, 同比增长 24.8%。客户开发方面, 公司成功拓展电力、汽车、能源、政府、金融客户, 并对已合作项目做到持续深挖; MRO 客户方面入围南方电网、大唐集团、航天科技集团等项目。**3) 零售大店:** 23 年实现收入 13.4 亿元, 同比增长 51%; 单 Q4 实现收入 3.5 亿元, 同比增长 81%; 截止 2023 年末, 公司在全国拥有 659 家零售大店, 较年初净增 119 家, 其中九木杂物社 618 家(直营 417 家, 加盟 201 家), 晨光生活馆 41 家。零售大店伴随着商场客流恢复业绩恢复增长, 持续带动品牌升级、产品升级。**分产品看,** 23 年公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品分别实现收入 22.7 亿元、34.7 亿元、35.1 亿元、7.4 亿元, 分别同比增长 4.8%、8.6%、8.9%、57.7%。**分地区看,** 23 年公司实现境外收入 8.5 亿元, 同比增长 21.6%, 聚焦非洲、东南亚市场持续提升品牌、渠道能力。

➤ **主要产品毛利率提升、期间费用下降, 零售大店实现盈利, 全年盈利靓丽。****1) 毛利率:** 公司 23 年实现毛利率 18.86%, 同比-0.5pct。**分产品看,** 23 年书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销毛利率分别为 41.9%、34.0%、27.6%、44.9%、7.2%, 分别同比+2.4pct、+1.6pct、+1.3pct、+0.3pct、-1.2pct。**2) 期间费用率:** 23 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.6%、3.5%、0.8%、-0.2%, 分别同比-0.2pct、-0.5pct、-0.2pct、-0.03pct。**3) 净利润:** 公司 23 年实现归母净利润 15.27 亿元, 同比增长 19.1%, 净利率为 6.5%, 同比+0.12pct; 单 Q4 实现归母净利润 4.33 亿元, 同比增长 24.6%, 净利率为 5.8%, 同比+0.24pct。**分业务看,** 科力普、晨光生活馆(含九木杂物社)2023 年净利率分别为 3%、1.7%, 年内零售大店实现盈利。**4) 现金流方面,** 公司 23 年实现经营活动现金流 26 亿元, 同比增长 94%, 主要为销售及资金回笼有所增长。投资活动现金流 0.3 亿元, 上年同期为-1.5 亿元,

主要为银行理财产品的净赎回额较上年增加。筹资活动现金流-8 亿元，上年同期为-9 亿元。

- **分红重视股东回报，24 年规划收入增长 18%。**分红方面，2023 年度公司拟每股派发现金红利 0.8 元，现金分红及股份回购合计金额占归母净利润的 50%。经营规划方面，公司规划 2024 年实现营业收入 275 亿元，同比增长 18%。**1) 传统核心：**持续推动产品优化，以爆品思路开发培育新品，聚焦重点终端开展单店质量提升，实现渠道升级；线上加速新渠道业务发展。**2) 零售大店：**围绕“学霸会员调结构提质量”战略，在会员营运和店铺营运标准优化上持续发力，保持线下渠道的快速增长和线上业务的多渠道增长，实现复购率和客单价的提升，助力提升高端化产品在该渠道的销售比例。**3) 办公直销：**做好关键核心供应商和厂商的开发及 MRO 工业品和营销礼品品类的开发，并推动仓储的全国布局和效率改进。
- **文创龙头配置价值显现，维持“买入”评级。**公司渠道端全国终端覆盖广泛、壁垒深厚，产品升级+品类扩展驱动产品力精进，办公直销与零售大店业务有望快速发展。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 17.93 亿元、20.80 亿元、24.11 亿元，分别同比增长 17.4%、16.0%、15.9%，目前股价对应 24 年 PE 为 20x，维持“买入”评级
- **风险因素：**市场竞争风险，原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	19,996	23,351	27,694	32,514	38,057
增长率 YoY %	13.6%	16.8%	18.6%	17.4%	17.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,282	1,527	1,793	2,080	2,411
增长率 YoY%	-15.5%	19.1%	17.4%	16.0%	15.9%
毛利率%	19.4%	18.9%	18.5%	18.3%	18.1%
净资产收益率ROE%	18.7%	19.5%	19.9%	20.1%	20.3%
EPS(摊薄)(元)	1.39	1.66	1.93	2.24	2.60
市盈率 P/E(倍)	39.63	22.65	20.05	17.28	14.91
市净率 P/B(倍)	7.44	4.44	4.00	3.48	3.02

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 04 月 02 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,998	12,277	13,706	16,328	19,311
货币资金	3,363	5,239	5,816	8,184	10,007
应收票据	37	38	62	73	85
应收账款	2,957	3,587	3,399	3,103	3,634
预付账款	83	73	87	102	120
存货	1,625	1,578	2,473	2,910	3,415
其他	1,932	1,761	1,869	1,955	2,050
非流动资产	3,025	3,037	2,980	2,905	2,860
长期股权投资	40	37	37	37	37
固定资产(合计)	1,744	1,635	1,758	1,771	1,752
无形资产	418	447	477	507	537
其他	823	918	707	589	534
资产总计	13,023	15,314	16,686	19,233	22,171
流动负债	5,414	6,534	6,612	7,660	8,864
短期借款	189	190	190	190	190
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	3,999	4,854	4,637	5,457	6,403
其他	1,226	1,490	1,785	2,013	2,271
非流动负债	357	429	429	429	429
长期借款	0	30	30	30	30
其他	357	399	399	399	399
负债合计	5,770	6,963	7,040	8,089	9,293
少数股东权益	403	518	653	810	991
归属母公司股东权益	6,849	7,833	8,992	10,334	11,888
负债和股东权益	13,023	15,314	16,686	19,233	22,171
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19,996	23,351	27,694	32,514	38,057
同比(%)	13.6%	16.8%	18.6%	17.4%	17.0%
归属母公司净利润	1,282	1,527	1,793	2,080	2,411
同比(%)	-15.5%	19.1%	17.4%	16.0%	15.9%
毛利率(%)	19.4%	18.9%	18.5%	18.3%	18.1%
ROE%	18.7%	19.5%	19.9%	20.1%	20.3%
EPS(摊薄)(元)	1.39	1.66	1.93	2.24	2.60
P/E	39.63	22.65	20.05	17.28	14.91
P/B	7.44	4.44	4.00	3.48	3.02
EV/EBITDA	23.22	12.61	11.58	9.59	8.02

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19,996	23,351	27,694	32,514	38,057
营业成本	16,124	18,947	22,566	26,556	31,160
营业税金及附加	76	97	111	130	152
销售费用	1,358	1,550	1,800	2,097	2,439
管理费用	794	817	942	1,086	1,248
研发费用	184	178	194	228	255
财务费用	-41	-55	-61	-67	-79
减值损失合计	-19	12	-15	-15	-15
投资净收益	0	-4	-5	-5	-6
其他	125	106	138	160	184
营业利润	1,608	1,931	2,261	2,623	3,044
营业外收支	56	49	60	70	78
利润总额	1,665	1,979	2,321	2,693	3,122
所得税	310	336	393	457	529
净利润	1,355	1,644	1,928	2,237	2,593
少数股东损益	73	117	135	157	181
归属母公司净利润	1,282	1,527	1,793	2,080	2,411
EBITDA	2,072	2,395	2,659	2,962	3,316
EPS(当年)(元)	1.39	1.66	1.93	2.24	2.60

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,352	2,617	1,703	3,540	3,105
净利润	1,355	1,644	1,928	2,237	2,593
折旧摊销	536	546	577	545	514
财务费用	4	20	17	17	17
投资损失	0	4	5	5	6
营运资金变动	-517	413	-760	810	58
其它	-27	-10	-64	-75	-84
投资活动现金流	-151	30	-460	-400	-393
资本支出	-162	-204	-456	-395	-386
长期投资	-5	204	-30	-30	-30
其他	15	30	25	25	24
筹资活动现金流	-922	-771	-666	-770	-890
吸收投资	2	0	0	0	0
借款	356	282	0	0	0
支付利息或股息	-563	-470	-666	-770	-890
现金流净增加额	289	1,880	576	2,369	1,822

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。