

2024年04月07日
晨光股份(603899.SH)

SDIC

传统业务保持稳健， 一体两翼发展可期

事件：晨光股份发布2023年年报。2023年公司实现营收233.51亿元，同比增长16.78%；归母净利润15.27亿元，同比增长19.05%；扣非后归母净利润13.98亿元，同比增长21.00%。其中23Q4单季实现营收74.92亿元，同比增长19.54%；归母净利润4.33亿元，同比增长24.62%；扣非后归母净利润4.02亿元，同比增长28.14%。


多管齐下积极变革，文创龙头23Q4业绩快速增长

2023年公司传统核心业务营收91.36亿元，同比增长7.55%，业绩稳健增长。23年公司持续积极改革，Q4实现靓丽增速。具体来看，公司通过1)研发端：产品开发减量提质，提升新品存活率；同时以消费者为中心，深刻洞察使用痛点，强化产品功能设计，不断提升消费者书写体验；2)渠道端：优化产品结构，对在销品类结构精细梳理，提高必备品上柜率；3)营销端：通过推进内部自主孵化及与外部IP合作相结合的方式，丰富公司产品阵营。

其中，2023年晨光科技营收8.57亿元，同比增长30.00%，我们分析主要系公司运用多店铺+旗舰店精细化运营提高效率，运用线上作战地图布局产品线及挖掘产品力，提升线上销售，同时通过开设品牌自播间或与平台kol合作等方式持续推进抖音、快手等新渠道业务。分产品看，2023年公司书写工具实现营收22.73亿元，同比增长4.83%，学生文具实现营收34.66亿元，同比增长8.58%，办公文具营收35.11亿元，同比增长8.91%。

科力普Q4靓丽，零售大店延续高增，九木扭亏为盈表现优异

我们根据公告数据测算，1)科力普：2023年科力普营收同比增长21.75%至133.07亿元，其中23Q4科力普营收同比增长24.78%至49.88亿元，环比增长回暖明显。行业集采趋势没有改变，科力普重回快速增长区间。2)零售大店：2023年实现营收13.35亿元，同比增长51.03%，其中九木杂物社实现营收12.40亿元，同比增长52.58%，实现净利润0.26亿元，首次实现盈利，成功扭亏为盈；生活馆实现营收0.95亿元，同比增长33.41%。截至23年底，九木杂物社拥有618家门店（其中直营417，加盟201），同比增加129家，我们分析九木延续高增主要系线下商场客流逐渐恢复以及门店在产品组合、精细化运营以及消费者洞察及服务等方面能力提升显著。

 **公司快报**

证券研究报告

文娱轻工III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

56.50元

股价(2024-04-03)

38.14元

交易数据

总市值(百万元) 35,340.39

流通市值(百万元) 35,234.82

总股本(百万股) 926.60

流通股本(百万股) 923.83

12个月价格区间 30.64/50.04元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	7.8	3.3	-11.0
绝对收益	8.6	8.9	-23.8

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

传统业务稳健向上，盈利能 力表现优异	2023-11-01
产品、渠道持续优化，传统 主业疫后复苏可期	2023-04-17
22Q3 业绩环比改善，文创龙 头盈利修复可期	2022-10-31

目 盈利能力持续改善，期间费率管控良好

盈利能力方面,2023 年公司毛利率/净利率分别为 18.86%/7.04%，同比分别-0.50/+0.26pct；其中，23Q4 公司毛利率/净利率分别为 15.63%/6.35%，同比分别-0.91/+0.33pct，盈利能力持续优化。其中，23 年书写工具毛利率同比提升 2.35pct 至 41.94%，学生文具毛利率同比提升 1.58pct 至 34.03%，办公文具毛利率同比提升 1.31pct 至 27.64%，文具及工具类毛利率得到修复，盈利能力提高。我们分析书写工具与学生文具业绩回暖与毛利率提升主要系：1) 大学汛带动经销商与终端积极补充库存；2) 公司推出多种新款爆品，产品力保持行业领先。

期间费用率方面，2023 年公司期间费用率为 10.66%，同比降低 0.81pct，其中 23Q4 公司期间费用率为 8.15%，同比降低 1.24pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.67%/2.21%/0.44%/-0.17%，同比分别+0.45/-1.33/-0.29/-0.07pct，期间费用率整体管控良好。

目 **投资建议**：公司作为国内外文具集大成者，传统业务稳步回升，晨光科力普、零售大店等新业务快速增长，一体两翼高质量推进。我们预计晨光股份 2024-2026 年营业收入为 275.91、322.88、375.75 亿元，同比增长 18.16%、17.02%、16.37%；归母净利润为 18.28、21.58、24.84 亿元，同比增长 19.74%、18.05%、15.08%，对应 PE 为 19.7x、16.7x、14.5x，给予 24 年 28.7xPE，目标价 56.50 元，维持买入-A 的投资评级。

目 **风险提示**：新业务发展不及预期风险；政策影响超出预期风险等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	19,996.3	23,351.3	27,590.9	32,288.1	37,575.0
净利润	1,282.5	1,526.8	1,828.2	2,158.2	2,483.7
每股收益(元)	1.38	1.65	1.97	2.33	2.68
每股净资产(元)	7.39	8.45	10.18	12.05	14.33

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	28.0	23.5	19.7	16.7	14.5
市净率(倍)	5.2	4.6	3.8	3.2	2.7
净利润率	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%	6.6%
净资产收益率	18.7%	19.5%	19.4%	19.3%	18.7%
股息收益率	1.3%	0.0%	1.2%	1.2%	1.0%
ROIC	81.3%	79.8%	127.4%	135.2%	163.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,996.3	23,351.3	27,590.9	32,288.1	37,575.0	成长性					
减: 营业成本	16,124.2	18,946.9	22,096.7	25,780.2	30,033.7	营业收入增长率	13.6%	16.8%	18.2%	17.0%	16.4%
营业税费	75.6	96.8	107.6	127.3	147.3	营业利润增长率	-9.7%	20.0%	17.3%	19.2%	16.7%
销售费用	1,358.2	1,550.2	1,931.4	2,292.5	2,630.3	净利润增长率	-15.5%	19.1%	19.7%	18.1%	15.1%
管理费用	794.2	817.2	1,089.8	1,275.4	1,465.4	EBITDA 增长率	-11.1%	14.8%	19.7%	15.1%	15.8%
研发费用	183.6	177.5	259.4	339.0	413.3	EBIT 增长率	-13.7%	17.4%	21.4%	16.3%	16.7%
财务费用	-41.4	-54.7	-110.4	-193.7	-225.5	NOPLAT 增长率	-13.4%	22.1%	13.8%	16.2%	16.7%
资产减值损失	-18.7	11.7	-15.0	-1.6	-8.3	投资资本增长率	24.4%	-28.7%	9.5%	-3.6%	-13.3%
加: 公允价值变动收益	31.8	27.2	32.6	30.5	30.1	净资产增长率	11.2%	15.2%	20.2%	18.2%	19.1%
投资和汇兑收益	0.3	-3.9	0.9	-0.9	-						
营业利润	1,608.5	1,930.6	2,264.8	2,698.6	3,148.8	利润率					
加: 营业外净收支	56.4	48.9	64.0	56.8	56.4	毛利率	19.4%	18.9%	19.9%	20.2%	20.1%
利润总额	1,664.9	1,979.5	2,328.8	2,755.4	3,205.2	营业利润率	8.0%	8.3%	8.2%	8.4%	8.4%
减: 所得税	309.5	335.5	412.6	489.2	568.4	净利润率	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%	6.6%
净利润	1,282.5	1,526.8	1,828.2	2,158.2	2,483.7	EBITDA/营业收入	8.8%	8.6%	8.7%	8.6%	8.6%
						EBIT/营业收入	7.6%	7.6%	7.8%	7.8%	7.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	32	26	20	16	12
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-5	-4	-4	-2	-1
货币资金	3,363.1	5,239.1	6,641.2	8,538.5	10,964.5	流动资产周转天数	165	172	173	179	186
交易性金融资产	1,627.6	1,402.5	1,435.1	1,465.6	1,495.7	应收帐款周转天数	45	54	45	48	49
应收帐款	3,165.6	3,813.9	3,131.9	5,512.7	4,737.4	存货周转天数	29	25	28	27	26
应收票据	37.5	38.2	47.8	62.1	60.2	总资产周转天数	220	218	211	208	210
预付帐款	83.5	72.9	188.7	76.8	227.4	投资资本周转天数	32	26	19	17	13
存货	1,625.2	1,578.1	2,679.2	2,119.7	3,365.2						
其他流动资产	95.5	131.9	113.1	113.5	119.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.7%	19.5%	19.4%	19.3%	18.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.4%	10.7%	11.3%	11.1%	11.3%
长期股权投资	39.7	37.2	37.2	37.2	37.2	ROIC	81.3%	79.8%	127.4%	135.2%	163.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,744.4	1,634.6	1,467.0	1,328.1	1,215.3	销售费用率	6.8%	6.6%	7.0%	7.1%	7.0%
在建工程	71.9	95.4	95.4	101.8	91.1	管理费用率	4.0%	3.5%	4.0%	4.0%	3.9%
无形资产	417.8	447.3	426.4	405.5	384.6	研发费用率	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	751.0	822.9	696.5	660.9	670.9	财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.6%	-0.6%
资产总额	13,022.6	15,314.0	16,959.5	20,422.4	23,368.9	四费/营业收入	11.5%	10.7%	11.5%	11.5%	11.4%
短期债务	189.4	190.2	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	4,491.5	5,391.4	5,668.6	7,322.4	7,955.3	资产负债率	44.3%	45.5%	40.8%	41.9%	39.5%
应付票据	-	-	0.2	0.1	0.1	负债权益比	79.6%	83.4%	69.0%	72.1%	65.3%
其他流动负债	732.8	952.6	882.1	855.8	896.8	流动比率	1.85	1.88	2.17	2.19	2.37
长期借款	-	30.0	-	-	-	速动比率	1.55	1.64	1.76	1.93	1.99
其他非流动负债	356.7	398.6	370.9	375.4	381.6	利息保障倍数	-36.53	-32.45	-19.52	-12.93	-12.97
负债总额	5,770.4	6,962.8	6,921.7	8,553.7	9,233.8	分红指标					
少数股东权益	402.8	518.0	601.6	707.8	857.5	DPS(元)	0.50	-	0.48	0.47	0.40
股本	926.9	926.6	926.6	926.6	926.6	分红比率	36.0%	0.0%	24.2%	20.1%	14.8%
留存收益	6,114.6	7,124.5	8,509.6	10,234.3	12,351.1	股息收益率	1.3%	0.0%	1.2%	1.2%	1.0%
股东权益	7,252.2	8,351.2	10,037.8	11,868.7	14,135.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.38	1.65	1.97	2.33	2.68
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	7.39	8.45	10.18	12.05	14.33
净利润	1,355.4	1,643.9	1,828.2	2,158.2	2,483.7	PE(X)	28.0	23.5	19.7	16.7	14.5
加: 折旧和摊销	315.3	304.0	258.5	273.4	294.5	PB(X)	5.2	4.6	3.8	3.2	2.7
资产减值准备	18.7	-11.7	-	-	-	P/FCF	39.0	16.7	24.8	16.2	13.4
公允价值变动损失	-31.8	-27.2	32.6	30.5	30.1	P/S	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
财务费用	4.4	20.1	-110.4	-193.7	-225.5	EV/EBITDA	26.2	14.1	11.6	9.5	7.4
投资收益	-0.3	3.9	-0.9	0.9	-	CAGR(%)	18.7%	17.1%	7.7%	18.7%	17.1%
少数股东损益	72.9	117.1	88.0	108.0	153.1	PEG	1.5	1.4	2.6	0.9	0.8
营运资金的变动	-783.0	528.3	-194.6	-63.1	41.1	ROIC/WACC	12.9	12.7	20.2	21.5	26.0
经营活动产生现金流量	1,351.8	2,616.6	1,901.4	2,314.3	2,777.0	REP	1.8	1.6	0.9	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-151.5	30.1	-134.9	-181.6	-210.3						
融资活动产生现金流量	-922.1	-771.1	-364.5	-235.4	-140.6						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034