

传统核心业务稳步增长，结构升级持续推进

2024 年 04 月 28 日

➤ **事件：**晨光股份发布 2024 年一季度报，2024Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 54.85/3.80/3.28 亿元，同比增长 12.37%/13.88%/11.10%。

➤ **新业态收入增速领先，科力普阶段性承压。**24 年一季度晨光科技/科力普/晨光生活馆分别实现收入 2.47/29.47/3.71 亿元，分别同增 32.7%/11.6%/23.53%；我们判断传统核心业务 24Q1 收入或达成双位数增长。晨光科技持续高增，公司顺应渠道多元化趋势，利用数字化手段在不同平台针对性推广投放。科力普或受外部环境影响增速阶段性放缓，考虑到公司已拓展电力、汽车、能源等多领域业务版图，我们认为其新中标订单有望在后续逐季释放增量。九木杂物社实现收入 3.48 亿元，同增 25.05%；截至 24Q1 公司拥有九木杂物社 639 家（直营 435 家，加盟 204 家），24Q1 新增 21 家（直营 18 家，加盟 3 家），我们预计公司全年或开店 100 家左右。**分产品看**，24Q1 书写工具/学生文具/办公文具/其他产品分别实现收入 5.6/8.5/9.0/2.1 亿元，同比增长 15.7%/17.1%/6.4%/24.0%，经典产品销售潜力得到体现。24Q1 公司经营活动产生的现金流量同比减少 49.7%，主因支付的货款有所增加。

➤ **产品结构持续优化，大众产品盈利表现优异。**24Q1 公司销售毛利率/净利率分别为 20.17%/7.36%，分别同比变动+0.5/-0.1pct，基本保持稳定。**分业务看**，书写工具/学生文具/办公文具/其他产品/科力普毛利率为 43.8%/34.7%/27.5%/45.9%/7.2%，分别同比变动 +3.3/+1.0/-0.7/-1.4/0.0pct。大众产品下的书写、学生产品盈利表现优异；办公文具或存在产品结构调整，较低价产品占比增加影响其毛利率；九木杂物社 2023 年已实现盈利，我们判断 24Q1 其利润率或随着管理优化进一步提升。**费用方面**，2024Q1 公司期间费用率 11.97%，同比/环比变动+0.2/+3.8pct，销售/管理/研发/财务费率分别为 7.4%/3.9%/0.9%/-0.3%，同比变动+0.4/0.0/-0.1/-0.2pct，环比变动 +1.7/+1.7/+0.4/-0.09pct。

➤ **聚焦&协同，精益管理与持续结构并进。****产品：**公司致力于精细化、适配渠道特点的产品开发，聚焦核心畅销经典款产品推广。**渠道：**线下聚焦重点终端，推动核心大店绑定，积极拓展办公专业渠道；九木杂物社单店模型跑通且坪效仍有提升空间。线上快速拓展，探索天猫、抖音等平台差异化打法，公司层面进行全网营销赋能经销商。**管理：**精益管理提升供应链协同性，上新及订货节奏柔性化，数字化系统赋能业务端及经销商。公司传统主业在渠道、品牌方面护城河深厚，新业务持续贡献增量，我们看好公司长期成长性。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 18/15/12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**终端需求不及预期，新业务拓展不及预期。

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	2,556
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	21	18	15	12
PB	4.0	3.5	3.0	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

34.20 元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 杜嘉欣

执业证书：S0100123030012

邮箱：dujiixin@mszq.com

相关研究

- 1.晨光股份 (603899.SH) 2023 年年报点评：线下回暖，高端化进程现转机-2024/03/30
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	2,651	3,175
营业外收支	49	57	57	57
利润总额	1,979	2,274	2,708	3,232
所得税	336	400	477	569
净利润	1,644	1,874	2,231	2,663
归属于母公司净利润	1,527	1,799	2,142	2,556
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	6,812	8,620	10,699
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	1,759	1,807	1,870
流动资产合计	12,277	14,157	17,074	20,607
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	2,995	2,918	2,970
资产合计	15,314	17,152	19,992	23,577
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	2,297	2,680	3,173
流动负债合计	6,534	7,070	8,342	9,984
长期借款	30	30	30	30
其他长期负债	399	385	370	422
非流动负债合计	429	415	400	452
负债合计	6,963	7,485	8,742	10,435
股本	927	927	927	927
少数股东权益	518	593	682	789
股东权益合计	8,351	9,667	11,250	13,141
负债和股东权益合计	15,314	17,152	19,992	23,577

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
成长能力 (%)				
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	19.10	19.34
盈利能力 (%)				
毛利率	18.86	19.09	19.14	19.05
净利润率	6.54	6.53	6.50	6.42
总资产收益率 ROA	9.97	10.49	10.71	10.84
净资产收益率 ROE	19.49	19.82	20.27	20.69
偿债能力				
流动比率	1.88	2.00	2.05	2.06
速动比率	1.61	1.62	1.66	1.67
现金比率	0.80	0.96	1.03	1.07
资产负债率 (%)	45.47	43.64	43.73	44.26
经营效率				
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
每股指标 (元)				
每股收益	1.65	1.94	2.31	2.76
每股净资产	8.45	9.79	11.41	13.33
每股经营现金流	2.82	2.89	3.44	3.88
每股股利	0.80	0.70	0.83	0.99
估值分析				
PE	21	18	15	12
PB	4.0	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	11.86	10.15	8.23	7.26
股息收益率 (%)	2.34	2.04	2.44	2.91

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,644	1,874	2,231	2,663
折旧和摊销	546	604	835	786
营运资金变动	413	232	131	153
经营活动现金流	2,617	2,679	3,186	3,597
资本开支	-204	-499	-699	-778
投资	204	0	0	0
投资活动现金流	30	-512	-700	-780
股权募资	0	0	0	0
债务募资	31	-18	-15	52
筹资活动现金流	-771	-594	-679	-737
现金净流量	1,880	1,573	1,807	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