

评级：买入（维持）

市场价格：35.19元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

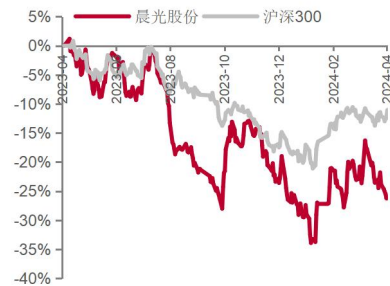
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,996	23,351	27,869	33,269	39,059
增长率yoy%	13.6%	16.8%	19.3%	19.4%	17.4%
净利润(百万元)	1,282	1,527	1,803	2,133	2,486
增长率yoy%	-15.5%	19.1%	18.1%	18.3%	16.6%
每股收益(元)	1.38	1.65	1.95	2.30	2.68
每股现金流量	1.46	2.82	1.94	2.47	2.95
净资产收益率	17.7%	18.3%	18.3%	18.4%	18.3%
P/E	25.4	21.4	17.6	14.9	12.7
P/B	4.8	4.2	3.5	2.9	2.5

备注：股价取自2024年4月29日收盘

基本状况

总股本(百万股)	927
流通股本(百万股)	924
市价(元)	35.19
市值(百万元)	32,607
流通市值(百万元)	32,510

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **事件：公司发布24Q1业绩，业绩增长稳健。**公司实现营业收入54.85亿元，同比+12.37%；实现归母净利润3.8亿元，同比+13.88%；扣非后归母净利润3.28亿元，同比+11.1%。
- **分业务模式看，传统业务稳健修复。**分业务模式看，1) 传统业务稳健修复：24Q1传统业务实现营业收入19.21亿元（不考虑内部抵消），同比+9.5%；2) 科力普业务受客户采购需求及节奏影响仍有一定承压：24Q1实现营业收入29.5亿元，同比+11.6%；3) 生活馆业务延续较快增长：24Q1晨光生活馆实现营业收入3.7亿元，同比+23.5%，其中九木杂物社营业收入3.48亿元，同比+25.05%。截至24Q1末，零售大店共678家，其中九木杂物社639家（直营435家、加盟204家），九木杂物社门店数量较23年末增长21家。4) 晨光科技增长靓丽：24Q1晨光科技实现营业收入2.47亿元，同比+32.7%。
- **分产品类型看，学生文具、书写工具及其他产品表现靓丽，办公文具略有承压。**分产品类型看，1) 书写工具：24Q1实现营业收入5.65亿元，同比+15.74%；2) 学生文具：24Q1实现营业收入8.54亿元，同比+17.12%；3) 办公文具：24Q1实现营业收入9亿元，同比+6.41%；4) 其他产品：24Q1实现营业收入2.09亿元，同比+23.96%。
- **传统核心业务毛利率提升明显，产品结构升级效果突出。**24Q1毛利率同比+0.49pp至20.17%；销售净利率同比-0.13pp至7.36%。24Q1传统核心业务（科力普以外业务）毛利率同比+0.99pp至35.1%，其中书写工具毛利率同比+3.34pp至43.83%，学生文具毛利率同比+1.00pp至34.68%，办公文具毛利率同比-0.67pp至27.46%，其他产品毛利率同比-1.35pp至45.94%。书写工具毛利率提升明显，判断主要受益于产品结构升级。期间费用方面，24Q1期间费用率同比+0.19pp至11.97%；其中，销售费用率+0.43pp至7.41%；管理费用率同比-0.1pp至4.82%；研发费用率同比-0.08pp至0.88%；财务费用率同比-0.15pp至-0.26%。
- **现金流受贷款支付影响下降，营运效率稳健。**现金流方面，24Q1实现经营现金流0.68亿元，同比-49.65%；经营现金流同比下降较多主要是由于贷款支付时间差异导致24Q1支付贷款同比增加较多。24Q1购买商品、接受劳务支付的现金共57.91亿元，同比增加21%。营运效率方面，24Q1存货周转天数31.33天，同比下降3.76天；应收账款周转天数59.27天，同比上升3.91天。
- **投资建议：**晨光作为文具龙头，传统核心业务与新业务双轮驱动，看好公司长期稳健发展，我们预计公司2024-2026年实现归母净利润18.03、21.33、24.86亿元，PE为18、15、13倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端需求不及预期、新业务拓展不及预期风险，文具行业竞争加剧风险。

图表 1：晨光股份三大财务报表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,239	6,450	7,978	9,907	营业收入	23,351	27,869	33,269	39,059
应收票据	38	40	60	66	营业成本	18,947	22,477	26,832	31,503
应收账款	3,587	3,605	4,392	5,495	税金及附加	97	109	131	156
预付账款	73	164	154	174	销售费用	1,550	1,895	2,196	2,539
存货	1,578	2,441	2,736	3,113	管理费用	817	1,115	1,297	1,484
合同资产	0	0	0	0	研发费用	178	265	291	352
其他流动资产	1,761	1,849	1,920	2,010	财务费用	-55	-133	-68	-86
流动资产合计	12,277	14,550	17,241	20,764	信用减值损失	-22	-13	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	12	9	1	6
长期股权投资	37	38	38	38	公允价值变动收益	27	23	9	2
固定资产	1,635	1,532	1,443	1,366	投资收益	-4	1	13	9
在建工程	95	161	278	347	其他收益	97	89	91	70
无形资产	447	464	456	460	营业利润	1,931	2,252	2,703	3,198
其他非流动资产	823	862	900	916	营业外收入	60	100	76	79
非流动资产合计	3,037	3,058	3,116	3,127	营业外支出	11	14	12	12
资产合计	15,314	17,607	20,357	23,891	利润总额	1,979	2,339	2,767	3,264
短期借款	190	186	189	188	所得税	336	398	470	588
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,644	1,941	2,297	2,677
应付账款	4,854	5,492	6,415	7,778	少数股东损益	117	138	164	191
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,527	1,803	2,133	2,486
合同负债	106	179	194	204	NOPLAT	1,599	1,831	2,240	2,607
其他应付款	537	541	524	534	EPS (按最新股本摊薄)	1.65	1.95	2.30	2.68
一年内到期的非流动负债	222	222	222	222					
其他流动负债	624	698	745	837	主要财务比率				
流动负债合计	6,534	7,319	8,289	9,763	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	30	60	90	120	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	16.8%	19.3%	19.4%	17.4%
其他非流动负债	399	399	399	399	EBIT增长率	18.6%	14.6%	22.4%	17.8%
非流动负债合计	429	459	489	519	归母公司净利润增长率	19.1%	18.1%	18.3%	16.6%
负债合计	6,963	7,777	8,778	10,282	获利能力				
归属母公司所有者权益	7,833	9,174	10,759	12,598	毛利率	18.9%	19.3%	19.3%	19.3%
少数股东权益	518	656	820	1,011	净利率	7.0%	7.0%	6.9%	6.9%
所有者权益合计	8,351	9,830	11,579	13,609	ROE	18.3%	18.3%	18.4%	18.3%
负债和股东权益	15,314	17,607	20,357	23,891	ROIC	26.6%	24.8%	25.5%	25.1%
					偿债能力				
					资产负债率	45.5%	44.2%	43.1%	43.0%
					债务权益比	10.1%	8.8%	7.8%	6.8%
					流动比率	1.9	2.0	2.1	2.1
					速动比率	1.6	1.7	1.7	1.8
					营运能力				
					总资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.6
					应收账款周转天数	50	46	43	46
					应付账款周转天数	84	83	80	81
					存货周转天数	30	32	35	33
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.65	1.95	2.30	2.68
					每股经营现金流	2.82	1.94	2.47	2.95
					每股净资产	8.45	9.90	11.61	13.60
					估值比率				
					P/E	21.4	17.6	14.9	12.7
					P/B	4.2	3.5	2.9	2.5
					EV/EBITDA	40.7	36.5	30.5	26.3

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。