

2024年10月30日

# 大环境下经营承压，期待后续改善

## 晨光股份(603899)

评级:	买入	股票代码:	603899
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	40.99/25.01
目标价格:		总市值(亿)	269.02
最新收盘价:	29.12	自由流通市值(亿)	269.02
		自由流通股数(百万)	923.83

### 事件概述

晨光股份发布2024年三季报:2024年前三季度公司实现收入171.14亿元,同比+7.91%;归母净利润10.22亿元,同比-6.63%;扣非后归母净利润9.28亿元,同比-6.84%。其中单Q3季度来看,实现营收60.63亿元,同比+2.78%,归母净利润3.89亿元,同比-20.62%。现金流方面,2024年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为14.21亿元,同比+5.46%。

### 分析判断:

#### ► 按渠道分拆:传统业务承压,晨光科技表现较好

##### 分渠道看:

1) **传统核心业务:**受外部消费疲软和终端信心不足影响,公司传统核心业务3季度有所承压,我们估算传统核心业务Q3同比个位数下滑。向后展望公司在产品端加大开发培育高品质、强功能产品,提高必备品上柜率,并在渠道端不断提升传统线下终端门店质量,积极推动直供模式,并在国内市场全渠道布局,同时积极加大海外如东南亚、非洲市场的开拓。我们认为,公司在传统核心业务领域品牌力、渠道力、产品力等仍保持领先优势,中长期看,得益于国内市占率提升、海外市场发力,我们预期公司传统核心文具主业中期仍将实现稳健增长。

2) **晨光科力普:**晨光科力普2024前三季度实现营收91.58亿元,同比增长10.07%,单3季度同比增长8.24%,增速有所回落,受整体大环境拖累。科力普是企业采购数字化先锋与行业引领者,得益于公司对政府、央企、金融以及其他企业等终端客户的持续开拓,中标客户持续增加,营收持续扩大。结合公司中报,上半年公司成功续标中核集团、中国华能、南方电网等项目,新拓展中国石油、中国电气装备、东方电气集团、保利集团等项目,后续随着招投标项目的持续落地预计科力普收入增速或提升。

3) **零售大店:**前三季度晨光生活馆(含九木杂物社)实现营收11.17亿元,同比增长13.11%;其中九木杂物社实现收入10.57亿元,同比增长15.43%。单Q3来看,九木收入同比增长3.2%,预计还是受消费偏弱和产品结构影响拖累。截至2024三季报末公司在全国拥有740家零售大店,其中九木杂物社702家,晨光生活馆38家。

4) **晨光科技:**2024前三季度晨光科技实现收入8.82亿元,同比增长34.19%,晨光科技保持高速发展。晨光科技与传统主业四大赛道共同构建线上产品开发的统一节奏、标准与流程,运用多店铺+旗舰店精细化运营,提高效率。持续推进拼多多、抖音、快手等新渠道业务,加速新渠道业务发展,快速实现市场排位力。

#### ► 按产品分拆:学生文具承压明显,期待后续改善

2024年前三季度公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销销售额分别为20.22、27.57、24.69、6.67、91.58亿元,同比分别为+8.83%、+0.5%、+4.5%、+19.41%、+10.07%;毛利率分别为42.09%、33.43%、26.05%、44.54%、7.12%,同比分别+0.9pct、-0.85pct、-0.51pct、-1.64pct、-0.46pct。传统业务学生文具收入增速放缓,且盈利受到影响,我们预计主要受外部环境以及产品结构影响的拖累。

#### ► 盈利能力:受费用影响,小幅回落

期间费用方面,2024Q3公司期间费用率同比+1.01pct至12.76%,销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.91pct/+0.05pct/-0.11pct/+0.16pct至7.90%/4.07%/0.82%/-0.03%,费用率有所增加。

盈利能力方面,2024Q3公司毛利率、归母净利率分别-1.40pct、-1.89pct至20.46%、6.41%,毛利率主要受科力普占比提升影响。

### ► 公司基本盘依然牢固，中长期一体两翼持续发力

晨光积极加大变革，加快新模式推广，积极探索海外市场。中长期来看，公司一体两翼持续发力，文具龙头不断向文创巨头迈进，其中，传统业务从“增量”到“提质”，渠道优化提升效率，高端化持续推进优化结构，盈利能力有望提升；科力普客户数量不断增加，规模效应发挥，净利率仍有提升空间，有望进入利润收获期；新零售渠道模式成熟，加盟开店提速，目前已经开始贡献业绩；海外市场加速探索，因地制宜推广业务模式。

### 投资建议

我们认为晨光传统业务产品与渠道升级带来量价提升空间，新业务正在迈入收获期，公司由文具龙头逐渐向文创巨头持续转型升级，迈向世界级晨光，我们看好其发展前景。受下游消费需求不景气影响，我们下调盈利预测，预计 24-26 年营收分别为 252.56/287.00/322.59 亿元（前值 267.47/308.25/355.86 亿元），24-26 年 EPS 分别为 1.66/1.93/2.19 元（前值 1.86/2.14/2.46 元），对应 2024 年 10 月 30 日 29.12 元/股收盘价，PE 分别为 18/15/13 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

传统文具需求大幅下滑风险；新业务不及预期风险；新品推广不及预期

### 盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,996	23,351	25,256	28,700	32,259
YoY (%)	13.6%	16.8%	8.2%	13.6%	12.4%
归母净利润(百万元)	1,282	1,527	1,540	1,787	2,031
YoY (%)	-15.5%	19.1%	0.9%	16.1%	13.6%
毛利率 (%)	19.4%	18.9%	18.7%	19.0%	19.4%
每股收益 (元)	1.39	1.66	1.66	1.93	2.19
ROE	18.7%	19.5%	16.4%	16.0%	15.4%
市盈率	20.99	17.57	17.51	15.08	13.27

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	23,351	25,256	28,700	32,259	净利润	1,644	1,556	1,806	2,052
YoY (%)	16.8%	8.2%	13.6%	12.4%	折旧和摊销	546	184	190	196
营业成本	18,947	20,522	23,245	26,012	营运资金变动	413	-120	-1,152	-822
营业税金及附加	97	88	100	113	经营活动现金流	2,617	1,564	779	1,372
销售费用	1,550	1,894	2,152	2,419	资本开支	-204	-30	-30	-30
管理费用	817	960	1,119	1,258	投资	204	0	0	0
财务费用	-55	-19	-18	-12	投资活动现金流	30	-25	-16	-27
研发费用	178	189	215	242	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	12	0	0	0	债务募资	31	0	0	0
投资收益	-4	5	14	3	筹资活动现金流	-771	-20	-19	-19
营业利润	1,931	1,827	2,129	2,423	现金净流量	1,880	1,519	744	1,326
营业外收支	49	70	70	70					
利润总额	1,979	1,897	2,199	2,493	<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
所得税	336	342	393	441	<b>成长能力</b>				
净利润	1,644	1,556	1,806	2,052	营业收入增长率	16.8%	8.2%	13.6%	12.4%
归属于母公司净利润	1,527	1,540	1,787	2,031	净利润增长率	19.1%	0.9%	16.1%	13.6%
YoY (%)	19.1%	0.9%	16.1%	13.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.66	1.66	1.93	2.19	毛利率	18.9%	18.7%	19.0%	19.4%
					净利率	7.0%	6.2%	6.3%	6.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	总资产收益率 ROA	10.0%	9.1%	9.7%	10.0%
货币资金	5,239	6,759	7,503	8,829	净资产收益率 ROE	19.5%	16.4%	16.0%	15.4%
预付款项	73	196	215	232	<b>偿债能力</b>				
存货	1,578	2,669	2,921	3,258	流动比率	1.88	2.11	2.50	2.87
其他流动资产	5,386	4,424	4,839	5,214	速动比率	1.63	1.68	1.99	2.30
流动资产合计	12,277	14,048	15,478	17,534	现金比率	0.80	1.01	1.21	1.45
长期股权投资	37	37	37	37	资产负债率	45.5%	41.7%	36.1%	32.2%
固定资产	1,635	1,560	1,478	1,390	<b>经营效率</b>				
无形资产	447	447	447	447	总资产周转率	1.52	1.49	1.56	1.59
非流动资产合计	3,037	2,953	2,863	2,767	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	15,314	17,001	18,341	20,301	每股收益	1.66	1.66	1.93	2.19
短期借款	190	190	190	190	每股净资产	8.45	10.12	12.05	14.25
应付账款及票据	4,854	3,936	3,184	2,851	每股经营现金流	2.82	1.69	0.84	1.48
其他流动负债	1,490	2,540	2,825	3,067	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,534	6,666	6,200	6,108	<b>估值分析</b>				
长期借款	30	30	30	30	PE	17.57	17.51	15.08	13.27
其他长期负债	399	399	399	399	PB	4.44	2.88	2.42	2.04
非流动负债合计	429	429	429	429					
负债合计	6,963	7,095	6,628	6,536					
股本	927	926	926	926					
少数股东权益	518	534	552	574					
股东权益合计	8,351	9,906	11,712	13,764					
负债和股东权益合计	15,314	17,001	18,341	20,301					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。