

盈利暂时承压，线上业务增长较快

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2024年三季报。24年前三季度公司实现营收171.1亿元，同比+7.9%；实现归母净利润10.2亿元，同比-6.6%；实现扣非净利润9.3亿元，同比-6.8%。单季度来看Q3公司实现营收60.6亿元，同比+2.8%；实现归母净利润3.9亿元，同比-20.6%；实现扣非后归母净利润3.6亿元，同比-20.4%。
- 毛利率承压，费用率小幅增加。** 24年前三季度公司整体毛利率为19.8%，同比-0.6pp，单Q3毛利率为20.5%，同比-1.4pp。费用率方面，公司总费用率为12.4%，同比+0.6pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为7.5%/4.2%/-0.2%/0.8%，同比+0.4pp/+0.1pp/+0.1pp/-0.1pp。单季度Q3费用率为12.8%，同比+1pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为7.9%/4.1%/-0.03%/0.8%，同比+0.9pp/+0.05pp/+0.2pp/-0.1pp。综合来看，前三季度公司净利率为6%，同比-0.9pp；Q3净利率为6.4%，同比-1.9pp。2024前三季度公司经营性现金流净额为14.2亿，同比+5.5%。
- 晨光科技表现较好，传统业务有所承压。** 分渠道来看，24年前三季度零售大店/晨光科力普/晨光科技分别实现营业收入11.2亿元/91.6亿元/8.8亿元，同比增长13.1%/10.1%/34.2%。零售大店中九木杂物社收入10.6亿元(占比94.6%)，同比+15.43%。截止三季度末，公司在全国拥有740家零售大店，其中九木杂物社702家(Q3净增31家)，晨光生活馆38家。晨光科力普作为企业采购数字化的先锋，顺应政府采购的透明化趋势，专注于办公一站式、MRO工业品、营销礼品和员工福利四大业务板块。公司持续开拓政府、央企、金融等客户，中标项目增加，保持收入较快增长。晨光科技与传统业务协同统一线上产品开发节奏和流程，积极拓展拼多多、抖音、快手等新渠道业务，运用多店铺+旗舰店精细化运营，预期将进一步扩大市场份额。传统核心业务受外部消费疲软影响，前三季度收入增速放缓。传统核心业务销售不仅依赖线下终端，还包括线上渠道和新渠道。后续公司通过推进渠道升级转型，销售终端多元化等措施，有望逐步复苏。
- 聚焦重点品类，提升消费者满意度。** 分产品来看，前三季度书写工具/学生文具/办公直销/其他产品分别实现营收20.2亿(+8.8%)、27.6亿元(+0.5%)、91.6亿元(+10.1%)、6.7亿元(+19.4%)，毛利率分别为42.1%(+0.9pp)、33.4%(-0.9pp)、7.1%(-0.5pp)、44.5%(-1.6pp)。公司将持续关注消费者需求，开发产品减量提质，聚焦重点品类，提高单款上柜率和销售贡献，同时，应用数字化提高品类聚焦的精准度、市场反应的灵敏度和消费者的满意度。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.63元、1.92元、2.27元，对应PE分别为18倍、15倍、13倍。考虑到零售大店稳步扩张，直销业务较快增长，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 传统业务销售不及预期的风险；新业务推进不及预期的风险；利润率下行的风险；市场竞争加剧的风险。

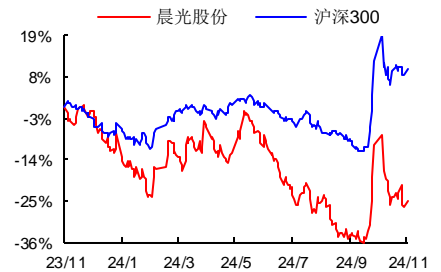
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23351.30	25327.52	28530.11	32152.79
增长率	16.78%	8.46%	12.64%	12.70%
归属母公司净利润(百万元)	1526.80	1509.30	1771.48	2097.40
增长率	19.05%	-1.15%	17.37%	18.40%
每股收益EPS(元)	1.65	1.63	1.92	2.27
净资产收益率ROE	19.69%	16.64%	17.04%	17.44%
PE	18	18	15	13
PB	3.27	2.87	2.49	2.15

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.24
流通A股(亿股)	9.24
52周内股价区间(元)	25.28-40.39
总市值(亿元)	272.90
总资产(亿元)	154.58
每股净资产(元)	9.31

相关研究

- 晨光股份(603899): 零售大店及科力普较快增长, 全年收入业绩增长稳健(2024-04-03)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着办公直销业务规模扩大，管理效率提升，毛利率稳步提升，2024-2026 年分别为 8.2%、8.6%、9.2%；

假设 2：学生文具量价稳步增长，2024-2026 年销量分别增长 1%、2%、2%；2024-2026 年单价每年增长 3%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	23351.3	25327.5	28530.1	32152.8
yoy	16.8%	8.5%	12.6%	12.7%
营业成本	18946.9	20364.4	22804.1	25582.7
毛利率	18.9%	19.6%	20.1%	20.4%
办公直销				
收入	13307.0	14637.7	16833.3	19358.3
yoy	21.8%	10.0%	15.0%	15.0%
成本	12355.1	13437.4	15385.7	17577.4
毛利率	7.2%	8.2%	8.6%	9.2%
办公文具				
收入	3510.7	3721.3	4019.0	4421.0
yoy	8.9%	6.0%	8.0%	10.0%
成本	2540.5	2604.9	2712.9	2939.9
毛利率	27.6%	30.0%	32.5%	33.5%
书写工具				
收入	2273.3	2409.7	2650.6	2783.2
yoy	4.8%	6.0%	10.0%	5.0%
成本	1319.9	1395.2	1521.5	1580.8
毛利率	41.9%	42.1%	42.6%	43.2%
学生文具				
收入	3466.5	3606.2	3788.6	3980.3
yoy	8.6%	4.0%	5.1%	5.1%
成本	2286.9	2398.1	2500.5	2607.1
毛利率	34.0%	33.5%	34.0%	34.5%
其他				
收入	793.9	952.7	1238.5	1610.0
yoy	64.7%	20.0%	30.0%	30.0%
成本	444.6	528.7	683.6	877.4
毛利率	44.0%	44.5%	44.8%	45.5%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取同属于 SW 文化用品分类的齐心集团、明月镜片作为可比公司。齐心集团的 B2B 办公物资集采等业务，与晨光股份有相似性；明月镜片作为国内镜片龙头企业，与晨光股份在消费品领域的品牌建设和市场拓展方面有相似性。可比公司 2025 年 PE 平均估值为 19.82 倍。考虑到公司零售大店稳步扩张，线上业务较快增长，给予公司 2025 年 20 倍 PE，目标价 38.4 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 ifind 一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002301	齐心集团	5.88	0.31	0.41	0.49	18.67	14.32	11.97
301101	明月镜片	26.08	0.88	1.03	1.19	29.47	25.31	21.95
平均值						24.07	19.82	16.96

数据来源：ifind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23351.30	25327.52	28530.11	32152.79	净利润	1643.94	1580.95	1867.25	2216.52
营业成本	18946.90	20364.36	22804.12	25582.72	折旧与摊销	303.96	327.45	330.99	335.00
营业税金及附加	96.77	101.89	115.93	130.21	财务费用	-54.68	-150.74	-185.11	-237.55
销售费用	1550.24	1886.90	2168.29	2443.61	资产减值损失	11.74	10.00	10.00	10.00
管理费用	817.24	1266.38	1426.51	1607.64	经营营运资本变动	463.21	-150.99	37.95	-37.93
财务费用	-54.68	-150.74	-185.11	-237.55	其他	248.42	-23.62	-27.41	-19.55
资产减值损失	11.74	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	2616.60	1593.05	2033.67	2266.49
投资收益	-3.93	-3.74	-3.55	-3.37	资本支出	81.90	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	27.19	32.49	32.54	31.02	其他	-51.79	30.11	28.99	27.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	30.12	-9.89	-11.01	-17.36
营业利润	1930.61	1877.48	2219.37	2643.80	短期借款	0.82	89.83	-30.00	-50.00
其他非经营损益	48.86	38.75	38.90	38.85	长期借款	30.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	1979.47	1916.24	2258.27	2682.66	股权融资	-55.18	0.34	0.00	0.00
所得税	335.53	335.29	391.02	466.14	支付股利	-462.04	-433.31	-407.05	-465.51
净利润	1643.94	1580.95	1867.25	2216.52	其他	-284.75	-70.48	185.11	237.55
少数股东损益	117.14	71.64	95.77	119.12	筹资活动现金流净额	-771.12	-413.63	-251.93	-277.96
归属母公司股东净利润	1526.80	1509.30	1771.48	2097.40	现金流量净额	1880.07	1169.53	1770.73	1971.18
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5239.12	6408.65	8179.39	10150.56	成长能力				
应收和预付款项	3924.95	4230.93	4771.61	5376.48	销售收入增长率	16.78%	8.46%	12.64%	12.70%
存货	1578.09	1693.58	1909.32	2148.77	营业利润增长率	20.03%	-2.75%	18.21%	19.12%
其他流动资产	1534.38	1497.73	1511.71	1524.48	净利润增长率	21.29%	-3.83%	18.11%	18.71%
长期股权投资	37.23	37.23	37.23	37.23	EBITDA 增长率	15.80%	-5.77%	15.14%	15.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1730.04	1490.78	1249.89	1007.36	毛利率	18.86%	19.60%	20.07%	20.43%
无形资产和开发支出	510.83	474.04	435.35	399.29	三费率	9.90%	11.85%	11.95%	11.86%
其他非流动资产	759.32	747.91	736.50	725.09	净利率	7.04%	6.24%	6.54%	6.89%
资产总计	15313.96	16580.87	18831.01	21369.27	ROE	19.69%	16.64%	17.04%	17.44%
短期借款	190.17	280.00	250.00	200.00	ROA	10.73%	9.53%	9.92%	10.37%
应付和预收款项	5362.78	5671.75	6407.77	7149.45	ROIC	39.76%	37.18%	43.62%	50.93%
长期借款	30.03	30.03	30.03	30.03	EBITDA/销售收入	9.34%	8.11%	8.29%	8.53%
其他负债	1379.81	1099.00	1182.92	1278.49	营运能力				
负债合计	6962.80	7080.79	7870.72	8657.97	总资产周转率	1.65	1.59	1.61	1.60
股本	926.60	923.83	923.83	923.83	固定资产周转率	13.82	16.72	22.38	31.12
资本公积	373.09	375.86	375.86	375.86	应收账款周转率	7.00	6.69	6.84	6.83
留存收益	6751.38	7827.70	9192.14	10824.03	存货周转率	11.30	11.93	12.16	12.17
归属母公司股东权益	7833.18	8910.45	10274.89	11906.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.98%	—	—	—
少数股东权益	517.99	589.63	685.40	804.52	资本结构				
股东权益合计	8351.16	9500.08	10960.29	12711.30	资产负债率	45.47%	42.70%	41.80%	40.52%
负债和股东权益合计	15313.96	16580.87	18831.01	21369.27	带息债务/总负债	3.16%	4.38%	3.56%	2.66%
					流动比率	1.88	2.08	2.20	2.33
					速动比率	1.64	1.82	1.94	2.07
					股利支付率	30.26%	28.71%	22.98%	22.19%
					每股指标				
					每股收益	1.65	1.63	1.92	2.27
					每股净资产	9.04	10.28	11.86	13.76
					每股经营现金	2.83	1.72	2.20	2.45
					每股股利	0.50	0.47	0.44	0.50
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	2179.90	2054.20	2365.25	2741.26					
PE	17.87	18.08	15.41	13.01					
PB	3.27	2.87	2.49	2.15					
PS	1.17	1.08	0.96	0.85					
EV/EBITDA	9.42	9.32	7.33	5.59					
股息率	1.69%	1.59%	1.49%	1.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
