

晨光股份（603899.SH）

经营整体稳健，盈利短期承压，期待回暖

核心观点：

- **公司经营稳健，盈利略有承压。**2024Q1-3 公司实现营业收入 171.1 亿元，同比+7.9%；归母净利润 10.2 亿元，同比-6.6%；扣非净利 9.3 亿元，同比-6.8%。24Q3 营业收入 60.6 亿元，同比+2.8%；归母净利润 3.9 亿元，同比-20.6%；扣非净利 3.6 亿元，同比-20.4%。
- **经营整体稳健。**（1）**传统业务：**传统业务 24Q1-3 收入预计稳增，产品端聚焦核心品类，提升新品研发产品质量，渠道端聚焦重点终端、提升单店效益，尽管消费习惯快速变化，但公司保持产品与收入改善，传统业务稳中有增。晨光科技 24Q1-3 收入 88.19 亿元，同比+34.19%，公司加速电商投放，跨平台扩张，实现渠道增量布局。（2）**科力普：**24Q1-3 收入 91.58 亿元，同比+10.07%，办公一站式、MRO 工业品、营销礼品和员工福利四大板块多元发展，尽管办公集采环境有所变化，公司仍可拓展大客户推动增长。（3）**零售大店：**24Q1-3 收入 11.17 亿元，同比+13.11%，九木杂物社保持开店节奏，强化摆场设计和选品，店面坪效持续提升，数字化赋能会员触达，复购效应持续贡献，虽然当前也受到整体消费和卖场流量影响，期待后续回暖。
- **盈利略有承压。**公司 24Q3 毛利率 20.5%，同比-1.4pct，受行业低迷影响，低毛利产品占比有所提升。公司 Q3 销售/管理研发/财务费用率同比+0.9/+0.1/-0.1/+0.2pct，公司电商投流增加，整体盈利能力略有压力，期待后续调整改善。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 24-26 年归母净利 15/17/19 亿元，公司经营稳定，产品渠道持续迭代，给予公司 2025 年 20xPE 估值，对应合理价值 36.78 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**消费习惯快速变化；新业务不及预期；出生率持续下行。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	19996	23351	25892	29322	33099
增长率（%）	13.6%	16.8%	10.9%	13.3%	12.9%
EBITDA（百万元）	1996	2309	2161	2398	2698
归母净利润（百万元）	1282	1527	1526	1699	1934
增长率（%）	-15.5%	19.1%	0.0%	11.3%	13.9%
EPS（元/股）	1.38	1.65	1.65	1.84	2.09
市盈率（P/E）	39.74	22.79	17.72	15.92	13.98
ROE（%）	18.7%	19.5%	17.1%	16.9%	17.0%
EV/EBITDA	24.11	13.08	10.10	8.79	7.45

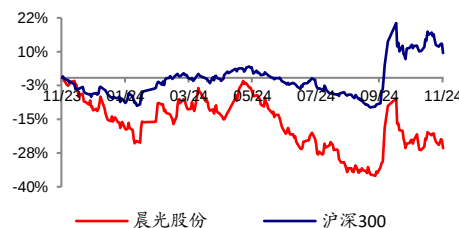
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	29.27 元
合理价值	36.78 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-22

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-38003692



zhangyulu@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

晨光股份（603899.SH）：Q2 2024-09-12

增速保持稳健，产品渠道持续向上

晨光股份 2024-05-03

（603899.SH）：23Q1 稳步增长，一体两翼持续推进

晨光股份 2024-04-09

（603899.SH）：23Q4 继续改善，释放积极信号

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,998	12,277	13,244	14,756	16,689
货币资金	3,363	5,239	5,859	6,668	7,693
应收及预付	3,078	3,699	3,028	3,268	3,689
存货	1,625	1,578	2,434	2,758	3,111
其他流动资产	1,932	1,761	1,924	2,062	2,196
非流动资产	3,025	3,037	3,079	3,210	3,198
长期股权投资	40	37	37	37	37
固定资产	1,744	1,635	1,605	1,665	1,615
在建工程	72	95	105	115	122
无形资产	418	447	527	592	627
其他长期资产	751	823	805	801	797
资产总计	13,023	15,314	16,324	17,966	19,887
流动负债	5,414	6,534	6,488	7,000	7,649
短期借款	189	190	200	250	300
应付及预收	3,999	4,854	4,057	4,268	4,592
其他流动负债	1,226	1,490	2,231	2,482	2,757
非流动负债	357	429	429	429	429
长期借款	0	30	30	30	30
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	357	399	399	399	399
负债合计	5,770	6,963	6,916	7,429	8,078
股本	927	927	924	924	924
资本公积	428	373	376	376	376
留存收益	5,687	6,751	7,823	8,972	10,266
归属母公司股东权益	6,849	7,833	8,905	10,053	11,348
少数股东权益	403	518	503	484	461
负债和股东权益	13,023	15,314	16,324	17,966	19,887

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19996	23351	25892	29322	33099
营业成本	16124	18947	21153	23966	27034
营业税金及附加	76	97	98	111	126
销售费用	1358	1550	1735	1935	2151
管理费用	794	817	1036	1173	1324
研发费用	184	178	259	293	331
财务费用	-41	-55	-64	-66	-62
资产减值损失	-19	12	-49	-54	-64
公允价值变动收益	32	27	36	42	48
投资净收益	0	-4	39	53	73
营业利润	1608	1931	1809	2068	2385
营业外收支	56	49	40	30	30
利润总额	1665	1979	1849	2098	2415
所得税	310	336	338	418	504
净利润	1355	1644	1511	1680	1912
少数股东损益	73	117	-15	-19	-23
归属母公司净利润	1282	1527	1526	1699	1934
EBITDA	1996	2309	2161	2398	2698
EPS (元)	1.38	1.65	1.65	1.84	2.09

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,352	2,617	1,742	2,031	2,189
净利润	1,355	1,644	1,511	1,680	1,912
折旧摊销	536	546	550	555	565
营运资金变动	-517	413	-258	-144	-213
其它	-23	14	-61	-61	-75
投资活动现金流	-151	30	-622	-660	-501
资本支出	-162	-204	-565	-659	-526
投资变动	-5	204	-152	-101	-101
其他	15	30	95	100	126
筹资活动现金流	-922	-771	-500	-561	-663
银行借款	356	282	10	50	50
股权融资	2	0	-3	0	0
其他	-1,279	-1,053	-507	-611	-713
现金净增加额	289	1,880	620	809	1,025
期初现金余额	1,539	1,828	5,239	5,859	6,668
期末现金余额	1,828	3,708	5,859	6,668	7,693

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	13.6%	16.8%	10.9%	13.3%	12.9%
营业利润	-9.7%	20.0%	-6.3%	14.3%	15.3%
归母净利润	-15.5%	19.1%	0.0%	11.3%	13.9%
获利能力					
毛利率	19.4%	18.9%	18.3%	18.3%	18.3%
净利率	6.8%	7.0%	5.8%	5.7%	5.8%
ROE	18.7%	19.5%	17.1%	16.9%	17.0%
ROIC	15.3%	16.3%	13.1%	13.1%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	44.3%	45.5%	42.4%	41.3%	40.6%
净负债比率	79.6%	83.4%	73.5%	70.5%	68.4%
流动比率	1.85	1.88	2.04	2.11	2.18
速动比率	1.53	1.63	1.64	1.69	1.75
营运能力					
总资产周转率	1.54	1.52	1.59	1.63	1.66
应收账款周转率	6.76	6.51	9.13	9.61	9.61
存货周转率	12.30	14.80	10.64	10.63	10.64
每股指标 (元)					
每股收益	1.38	1.65	1.65	1.84	2.09
每股经营现金流	1.46	2.82	1.89	2.20	2.37
每股净资产	7.39	8.45	9.64	10.88	12.28
估值比率					
P/E	39.74	22.79	17.72	15.92	13.98
P/B	7.44	4.44	3.04	2.69	2.38
EV/EBITDA	24.11	13.08	10.10	8.79	7.45

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：高级研究员，悉尼大学硕士，2023 年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1 年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。