

疫情之下核心主业承压，不改晨光长期成长本色

2023 年 04 月 01 日

➤ **事件：**公司发布 22 年年报：公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 199.96/12.82/11.56 亿元，同比 13.6%/-15.5%/-14.4%。22Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 62.67/3.47/3.13 亿元，同比 14.9%/-13.4%/-12.3%。

➤ **科力普增长潜力兑现，整体收入符合预期。**22 年传统核心业务（不含晨光科技，未考虑内部抵减，下同）/晨光科技/科力普/零售大店分别实现收入 75.3/6.50/109.3/8.84 亿元，同比变动-8.8%/24.0%/40.7%/-16.1%。22Q3 疫情好转，核心业务收入为 22.75 亿元，一度同比转正（+3.1%）；22Q4 疫情多发，核心业务再次走低，但线上业务增速加快。22Q4 核心业务/晨光科技/科力普/零售大店分别实现收入 18.84/1.94/39.96/1.92 亿元，同比变动-14.8%/48%/41.1%/-31.4%。投资并购项目方面，安硕全年亏损 5701 万元，减亏 26.2%；贝克曼稳健发展，全年实现收入 1.4 亿元，同增 16.7%。

➤ **多因素扰动，利润承压。**22 年公司毛利率 19.4%，同降 3.8pct，主因高毛利产品占比减少&成本端大宗商品价格波动幅度较大；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 39.6%/32.4%/26.3%/44.6%/8.4%，同比变动-1.0/-0.7/-1.6/-0.2/-1.0pct。高毛利率的书写工具销量同减 26.3%，22 年占总收入比重同降 5.1pct 至 10.9%；就科力普而言，伴随规模效应逐步显现，净利率同增 0.3pct 至 3.4%。费用率方面，疫情期间公司持续控制费用投放，费用率下降约 1.8pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 6.8%/4.0%/0.9%/-0.21%，同比变动-1.15/-0.26/-0.15/-0.25pct，财务费用为负主因汇兑收入。

➤ **线下消费复苏叠加去年同期低基数，核心业务有望于 Q2 重回快速增长区间。**23Q1 核心业务仍受疫情影响，部分地区延迟开学抑制小学汛放量，九木杂物社恢复良好；Q2 往后随着零售回暖，叠加 22 年低基数，我们预计核心&零售大店恢复快速增长可期。科力普成立 10 周年已成数字化集采行业引领者，业务板块由办公物资拓展到 MRO 工艺品、营销礼品、员工福利的同时签约进展喜人，成功入围江苏省政采、华能、中核在内的多家核心用户，23 年高增延续可期。

➤ **中长期来看，晨光成长本色不改。**品类方面，公司积极拓展传统文具以外的文创、文化产品；双减背景下儿童美术、晨光体育等素质教育产品受益。渠道方面，公司聚焦重点终端质量提升，并积极推动直供模式以提升管理效率&利润率；公司通过晨光联盟 APP 直链终端店主，精细化、针对性上货。新业态沫沫班长首次以联营企业身份出现在年报中，该业务聚焦较低学龄消费群体，卡位亲子资源丰富的特色商圈，沫沫班长多采用联营加盟模式，若该业务模式跑通快速开店或带来较大业绩增量。预计 23-25 年归母净利润为 17.9/21.3/25.3 亿元，对应估值为 26/21/18X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**终端动销不及预期；新业务拓展不及预期；双减政策持续影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	19,996	24,906	29,823	35,698
增长率 (%)	13.6	24.6	19.7	19.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,282	1,785	2,130	2,531
增长率 (%)	-15.5	39.2	19.4	18.8
每股收益 (元)	1.38	1.93	2.30	2.73
PE	35	26	21	18
PB	6.6	5.7	4.8	4.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐
首次评级
当前价格：
49.10 元

分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,996	24,906	29,823	35,698
营业成本	16,124	19,941	23,899	28,666
营业税金及附加	76	100	119	143
销售费用	1,358	1,619	1,909	2,249
管理费用	794	946	1,133	1,357
研发费用	184	224	268	321
EBIT	1,537	2,194	2,613	3,105
财务费用	-41	-27	-49	-70
资产减值损失	-19	-22	-26	-31
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,608	2,199	2,636	3,143
营业外收支	56	57	57	57
利润总额	1,665	2,256	2,693	3,200
所得税	310	397	474	564
净利润	1,355	1,859	2,219	2,637
归属于母公司净利润	1,282	1,785	2,130	2,531
EBITDA	2,072	2,751	3,388	3,842

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,363	5,223	6,999	9,009
应收账款及票据	2,994	2,679	3,187	3,814
预付款项	83	179	215	258
存货	1,625	2,163	2,593	3,110
其他流动资产	1,932	1,931	1,975	2,029
流动资产合计	9,998	12,177	14,968	18,221
长期股权投资	40	45	47	49
固定资产	1,744	1,774	1,784	1,758
无形资产	418	416	414	412
非流动资产合计	3,025	3,020	2,956	2,996
资产合计	13,023	15,196	17,924	21,217
短期借款	189	189	189	189
应付账款及票据	3,999	4,097	4,911	5,890
其他流动负债	1,226	2,039	2,389	2,809
流动负债合计	5,414	6,325	7,489	8,889
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	357	362	362	398
非流动负债合计	357	362	362	398
负债合计	5,770	6,687	7,850	9,287
股本	927	927	927	927
少数股东权益	403	477	566	671
股东权益合计	7,252	8,509	10,074	11,929
负债和股东权益合计	13,023	15,196	17,924	21,217

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.57	24.55	19.74	19.70
EBIT 增长率	-11.54	42.76	19.12	18.81
净利润增长率	-15.51	39.16	19.37	18.81
盈利能力 (%)				
毛利率	19.36	19.94	19.86	19.70
净利率	6.41	7.17	7.14	7.09
总资产收益率 ROA	9.85	11.74	11.89	11.93
净资产收益率 ROE	18.72	22.22	22.41	22.48
偿债能力				
流动比率	1.85	1.93	2.00	2.05
速动比率	1.52	1.54	1.61	1.66
现金比率	0.62	0.83	0.93	1.01
资产负债率 (%)	44.31	44.00	43.80	43.77
经营效率				
应收账款周转天数	53.97	38.00	38.00	38.00
存货周转天数	36.79	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	1.64	1.77	1.80	1.82
每股指标 (元)				
每股收益	1.38	1.93	2.30	2.73
每股净资产	7.39	8.67	10.26	12.15
每股经营现金流	1.46	3.20	3.34	3.76
每股股利	0.00	0.71	0.84	1.00
估值分析				
PE	35	26	21	18
PB	6.6	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	20.59	14.84	11.52	9.65
股息收益率 (%)	0.00	1.44	1.72	2.04

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,355	1,859	2,219	2,637
折旧和摊销	536	557	775	737
营运资金变动	-517	590	120	127
经营活动现金流	1,352	2,966	3,096	3,489
资本开支	-162	-490	-652	-718
投资	-5	0	0	0
投资活动现金流	-151	-495	-653	-720
股权募资	2	0	0	0
债务募资	13	5	0	37
筹资活动现金流	-922	-610	-668	-759
现金净流量	289	1,860	1,775	2,010

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。	公司评级	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