

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晨光股份(603899)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

- 1、《晨光股份(603899)跟踪报告系列一:线下复苏,买入当时》
- 2、《晨光股份(603899):Q3传统核心业务修复,科力普保持高增》
- 3、《晨光股份(603899)半年报点评:科力普持续高增,文创龙头效能提升》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q4 科力普持续高增, 23 年盈利有望修复

2023 年 03 月 31 日

事件: 公司发布年报, 2022 年实现营业收入 199.96 亿元, 同比增长 13.6%, 实现归母净利润 12.82 亿元, 同比下降 15.5%, 扣非归母净利润 11.56 亿元, 同比下降 14.4%。单 Q4 实现营业收入 62.67 亿元, 同比增长 14.9%, 实现归母净利润 3.47 亿元, 同比下降 13.4%, 扣非归母净利润 3.13 亿元, 同比下降 12.3%。

点评:

- **全年传统核心及零售大店经营受疫情扰动, 科力普增长靓丽。**公司 2022 年实现营业收入 199.96 亿元, 同比增长 13.6%, 单 Q4 实现营业收入 62.67 亿元, 同比增长 14.9%。**分业务看, 1) 传统核心业务:** 传统核心业务(含晨光科技)22 年实现收入约 84.95 亿元, 同比下降 4.4%, 其中晨光科技实现收入 6.52 亿元, 同比增长 23.7%; 单 Q4 传统核心业务收入同比下降约 11%。**2) 办公直销业务:** 晨光科力普 22 年实现收入 109.3 亿元, 同比增长 40.7%, 全年实现净利润 3.72 亿元, 同比增长 53.6%; 单 Q4 收入同比增长约 41%。**3) 零售大店:** 22 年实现收入 8.84 亿元, 同比下降 16.1%, 全年亏损约 0.35 亿元; 单 Q4 同比下降约 31.4%; 截止 22 年 12 月 31 日, 公司在全国拥有 540 家零售大店, 同比增长 17 家, 其中九木杂物社 489 家(直营 337 家, 加盟 152 家), 晨光生活馆 51 家。**分产品看,** 22 年公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品分别实现收入 21.7 亿元、31.9 亿元、32.2 亿元、4.7 亿元, 分别同比变化-23.1%、+2.1%、-3.4%、-14.1%。
- **费用优化成效显著, 23 年盈利能力有望修复。****1) 毛利率:** 公司 22 年实现毛利率 19.36%, 同比-3.8pct; 单 Q4 毛利率 16.54%, 同比-4.6pct。分产品看, 22 年书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销毛利率分别为 39.6%、32.4%、26.3%、44.6%、8.4%, 分别同比-1.0pct、-0.7pct、-1.6pct、-0.2pct、-0.1pct。**2) 期间费用率:** 22 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.8%、4.0%、0.9%、-0.2%, 分别同比-1.1pct、-0.3pct、-0.2pct、-0.2pct, 费用管控成效显著。**3) 利润率:** 公司实现归母净利润 12.82 亿元, 同比下降 15.5%, 扣非归母净利润 11.56 亿元, 同比下降 14.4%; 归母净利率为 6.41%, 同比-2.2pct。单 Q4 公司实现归母净利润 3.47 亿元, 同比下降 13.4%。**4) 现金流方面,** 公司 22 年实现经营活动现金流 13.5 亿元, 同比下降 13.4%。投资活动现金流-1.51 亿元, 上年同期为-6.6 亿元, 主要购置长期资产净流出较上年同期有所减少, 以及上年同期收购挪威贝克莱曼支付投资款所致。筹资活动现金流-9.22 亿元, 上年同期为-7.29 亿元。
- **静待线下消费回暖, 预计公司传统核心业务复苏趋势不变。**持续看好公司传统核心业务具备较强渠道力和产品力, 渠道端聚焦深耕线上线下并进, 产品端高端化价格提升+品类扩展驱动产品力精进路径清晰, 新业务办公直销与零售大店有望快速发展。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 17.59 亿元、20.90 亿元、24.62 亿元, 分别同比+37.1%、

+18.8%、+17.8%，目前股价对应 23 年、24 年 PE 分别为 25x、21x，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**疫情反复风险，市场竞争风险，原材料价格大幅上涨

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	17,607	19,996	24,045	28,474	33,318
增长率 YoY %	34.0%	13.6%	20.2%	18.4%	17.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,518	1,282	1,759	2,090	2,462
增长率 YoY%	20.9%	-15.5%	37.1%	18.8%	17.8%
毛利率%	23.2%	19.4%	21.1%	21.3%	21.4%
净资产收益率ROE%	24.5%	18.7%	22.4%	23.1%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.39	1.90	2.25	2.66
市盈率 P/E(倍)	39.22	39.63	25.46	21.43	18.19
市净率 P/B(倍)	9.66	7.44	5.69	4.94	4.27

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,294	9,998	11,152	13,246	15,703
货币资金	3,011	3,363	3,910	5,747	7,206
应收票据	40	37	54	64	75
应收账款	1,721	2,957	2,959	2,725	3,190
预付账款	91	83	98	116	136
存货	1,547	1,625	2,079	2,457	2,871
其他	1,885	1,932	2,051	2,136	2,226
非流动资产	3,131	3,025	3,072	3,127	3,118
长期股权投资	37	40	40	40	40
固定资产	1,840	1,744	1,856	1,870	1,809
无形资产	435	418	448	483	518
其他	819	823	729	735	751
资产总计	11,424	13,023	14,224	16,373	18,821
流动负债	4,544	5,414	5,562	6,467	7,453
短期借款	180	189	189	189	189
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	2,810	3,999	3,899	4,607	5,383
其他	1,554	1,226	1,474	1,671	1,881
非流动负债	357	357	357	357	357
长期借款	0	0	0	0	0
其他	357	357	357	357	357
负债合计	4,901	5,770	5,919	6,824	7,810
少数股东权益	328	403	439	481	532
归属母公司	6,195	6,849	7,866	9,068	10,480
负债和股东权益	11,424	13,023	14,224	16,373	18,821

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	17,607	19,996	24,045	28,474	33,318	
同比	34.0%	13.6%	20.2%	18.4%	17.0%	
归属母公司净利润	1,518	1,282	1,759	2,090	2,462	
同比	20.9%	-15.5%	37.1%	18.8%	17.8%	
毛利率(%)	23.2%	19.4%	21.1%	21.3%	21.4%	
ROE%	24.5%	18.7%	22.4%	23.1%	23.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.39	1.90	2.25	2.66	
P/E	39.22	39.63	25.46	21.43	18.19	
P/B	9.66	7.44	5.69	4.94	4.27	
EV/EBITDA	26.08	24.11	17.27	14.37	11.87	

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,607	19,996	24,045	28,474	33,318
营业成本	13,521	16,124	18,973	22,420	26,196
营业税金及附加	67	76	91	108	126
销售费用	1,398	1,358	1,803	2,136	2,499
管理费用	745	794	962	1,139	1,333
研发费用	189	184	240	285	333
财务费用	7	-41	-35	-19	-22
减值损失合	-17	-19	-15	-15	-15
投资净收益	6	0	0	0	0
其他	110	125	128	147	168
营业利润	1,781	1,608	2,124	2,540	3,006
营业外收支	80	56	80	80	80
利润总额	1,861	1,665	2,204	2,620	3,086
所得税	328	310	410	487	574
净利润	1,534	1,355	1,794	2,133	2,512
少数股东损	16	73	36	43	50
归属母公司净利润	1,518	1,282	1,759	2,090	2,462
EBITDA	2,200	1,996	2,398	2,753	3,210
EPS(当年)(元)	1.65	1.39	1.90	2.25	2.66

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,561	1,352	1,708	3,096	2,828
净利润	1,534	1,355	1,794	2,133	2,512
折旧摊销	462	536	422	365	379
财务费用	41	4	15	15	15
投资损失	-6	0	0	0	0
营运资金变	-428	-517	-434	673	12
其它	-41	-27	-90	-90	-90
投资活动现	-663	-151	-390	-340	-290
资本支出	-371	-162	-390	-340	-290
长期投资	-356	-5	-30	-30	-30
其他	64	15	30	30	30
筹资活动现	-729	-922	-772	-919	-1,080
吸收投资	53	2	4	0	0
借款	211	356	0	0	0
支付利息或股息	-479	-563	-776	-919	-1,080
现金流净增 加额	162	289	547	1,837	1,459

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com

华南区销售

聂振坤

15521067883

niezhenkun@cindasc.com

华南区销售

宋王飞逸

15308134748

songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。