

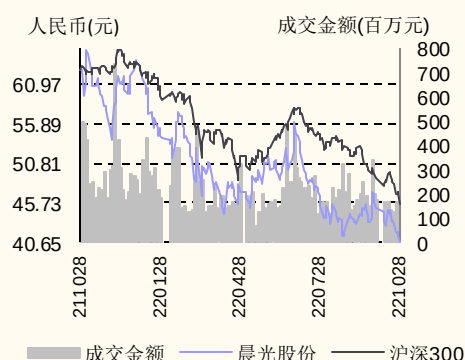
晨光股份 (603899.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 40.65 元

传统主业回暖, 回购彰显发展信心**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	9.27
已上市流通 A 股(亿股)	9.24
总市值(亿元)	376.80
年内股价最高最低(元)	65.46/40.65
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,138	17,607	19,972	25,521	31,116
营业收入增长率	17.92%	34.02%	13.43%	27.78%	21.92%
归母净利润(百万元)	1,255	1,518	1,362	1,877	2,344
归母净利润增长率	18.43%	20.90%	-10.30%	37.85%	24.87%
摊薄每股收益(元)	1.354	1.636	1.469	2.025	2.528
每股经营性现金流净额	1.37	1.68	1.58	2.45	3.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.17%	24.50%	19.42%	22.65%	23.48%
P/E	65.42	39.43	27.67	20.08	16.08
P/B	15.81	9.66	5.37	4.55	3.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10 月 28 日发布第三季度报告, 1-3Q 公司营收 137.3 亿元, 同比+12.99%; 实现归母净利润 9.35 亿元, 同比-16.28%。其中 3Q 实现营收 52.96 亿元, 同比+18.60%; 实现归母净利润 4.07 亿元, 同比减少 9.84%。

经营分析

- **传统主业: 学讯催化下营收拐点显现, 学生/办公修复更优。**华东地区封控解除线下门店客流修复, 3Q 传统核心业务 (剔除科力普、零售大店、晨光科技) 营收 22.8 亿元, 同比+3.3%, 环比+36.9%, 季度同比增速由负转正。**分品类:** 学生/办公相较书写修复速度更快, 精准爆款产品思路下单品贡献持续提升, 其中 3Q 书写/学生/办公文具营收 7.7/11.5/7.1 亿元, (同比-16%/+19%/+14%)。
- **科力普延续靓丽高增, 零售大店受疫情冲击开店放缓。**1) 科力普: 3Q 营收 25.3 亿元 (+40.3%), 毛利率 10.6% (同比+0.77pct), 积极开发营销礼品、MRO 供应链, 中后台数字化建设&规模化推动效率提升、费用优化。2) 零售大店: 3Q 营收 2.62 亿元 (同比-9%, 环比+59%), 主要受益于线下客流修复, 其中九木/生活馆营收 2.3 (-8.9%) /0.3 亿元 (-11%)。截至 3Q 末, 零售大店共计 537 家, 其中九木 484 家 (直营 328+加盟 156), 较年初+21 家, 生活馆 53 家, 较年初-7 家。3) 晨光科技: 线上直营表现较优, 3Q 营收 2.2 亿元 (+33.5%)。
- **传统业务修复带动净利率进入修复通道, 看好后续盈利改善。**受低毛利的科力普业务占比提升、疫情期间固定费用摊销提升影响, 3Q 毛利率 20.89% (同比-3.5pct, 环比+1.61pct), 3Q 净利率 8.13% (同比-2.04pct), 销售/管理&研发费用率分别为 7.29%/4.86%, 同比-0.63/-0.55pct。
- **3Q 修复可期, 大股东回购彰显发展信心。**伴随疫情控制和修复, 后续有望通过多渠道发力、品类扩张使传统业务重回增长, 办公集采空间广阔, 业务规模、利润率均具备提升空间。此外, 公司于 9 月推出体育用品系列, 包含篮球、足球、排球、羽毛球、乒乓球五大品类, 满足从初学进阶到专业体育的需求, 产品矩阵持续完善将助推传统业务持续成长。

盈利调整和投资建议

- 考虑到公司渠道护城河深厚, 新业务成长动能充足, 预计 22-24 年公司归母净利润分别为 13.6、18.8、23.4 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 28、20、16 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 传统业务增速低于预期; 疫情长时间持续影响客流; 新业务拓展低于预期。

相关报告

1. 《科力普延续高增, 疫情扰动不改长期成长-晨光股份中报点评》, 2022.8.25
2. 《品牌升级&B 端开拓成长动能充足-晨光股份一季报点评》, 2022.4.28
3. 《缘何稀缺? 新路胜算几何? -晨光股份深度报告》, 2022.3.31

尹新悦 分析师 SAC 执业编号: S1130522080004
yinxinyue@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,141	13,138	17,607	19,972	25,521	31,116
增长率		17.9%	34.0%	13.4%	27.8%	21.9%
主营业务成本	-8,230	-9,807	-13,521	-15,778	-19,906	-24,146
%销售收入	73.9%	74.6%	76.8%	79.0%	78.0%	77.6%
毛利	2,911	3,331	4,087	4,194	5,615	6,970
%销售收入	26.1%	25.4%	23.2%	21.0%	22.0%	22.4%
营业税金及附加	-42	-51	-67	-80	-102	-124
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-980	-1,103	-1,398	-1,518	-1,991	-2,489
%销售收入	8.8%	8.4%	7.9%	7.6%	7.8%	8.0%
管理费用	-469	-603	-745	-839	-1,123	-1,338
%销售收入	4.2%	4.6%	4.2%	4.2%	4.4%	4.3%
研发费用	-160	-160	-189	-220	-319	-389
%销售收入	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	1,259	1,414	1,689	1,538	2,080	2,629
%销售收入	11.3%	10.8%	9.6%	7.7%	8.2%	8.5%
财务费用	8	-9	-7	38	49	85
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-46	-79	-24	-38	-11	-5
公允价值变动收益	5	32	39	26	20	20
投资收益	24	4	6	3	15	15
%税前利润	1.9%	0.3%	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%
营业利润	1,283	1,409	1,781	1,592	2,199	2,790
营业利润率	11.5%	10.7%	10.1%	8.0%	8.6%	9.0%
营业外收支	10	108	80	40	40	25
税前利润	1,294	1,517	1,861	1,632	2,239	2,815
利润率	11.6%	11.5%	10.6%	8.2%	8.8%	9.0%
所得税	-218	-279	-328	-277	-369	-479
所得税率	16.8%	18.4%	17.6%	17.0%	16.5%	17.0%
净利润	1,076	1,238	1,534	1,355	1,870	2,337
少数股东损益	16	-17	16	-7	-7	-7
归属于母公司的净利润	1,060	1,255	1,518	1,362	1,877	2,344
净利率	9.5%	9.6%	8.6%	6.8%	7.4%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,076	1,238	1,534	1,355	1,870	2,337
少数股东损益	16	-17	16	-7	-7	-7
非现金支出	277	335	486	356	381	422
非经营收益	-28	-69	-31	106	-55	-46
营运资金变动	-243	-233	-428	-352	78	114
经营活动现金净流	1,082	1,272	1,561	1,465	2,273	2,826
资本开支	-372	-324	-371	-609	-394	-379
投资	274	-765	-356	26	10	17
其他	24	23	64	3	15	15
投资活动现金净流	-74	-1,065	-663	-580	-369	-347
股权募资	42	176	53	0	0	0
债权募资	-111	0	-14	-198	0	0
其他	-295	-376	-768	-569	-628	-669
筹资活动现金净流	-364	-200	-729	-767	-628	-669
现金净流量	636	0	162	118	1,276	1,810

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,936	2,562	3,011	3,035	4,194	5,914
应收款项	1,173	1,764	1,947	2,148	2,745	3,353
存货	1,378	1,323	1,547	1,816	2,291	2,778
其他流动资产	777	1,592	1,789	1,807	1,848	1,891
流动资产	5,264	7,241	8,294	8,806	11,078	13,935
%总资产	69.6%	74.6%	72.6%	70.7%	74.7%	78.7%
长期投资	46	40	43	43	53	56
固定资产	1,424	1,903	1,907	2,068	2,167	2,198
%总资产	18.8%	19.6%	16.7%	16.6%	14.6%	12.4%
无形资产	480	420	661	872	876	872
非流动资产	2,302	2,469	3,131	3,654	3,754	3,770
%总资产	30.4%	25.4%	27.4%	29.3%	25.3%	21.3%
资产总计	7,565	9,710	11,424	12,460	14,832	17,705
短期借款	183	180	359	169	169	169
应付款项	2,193	3,227	3,403	3,798	4,853	5,954
其他流动负债	619	758	782	560	696	840
流动负债	2,995	4,165	4,544	4,527	5,717	6,963
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	109	104	357	600	514	454
负债	3,104	4,269	4,901	5,127	6,231	7,417
普通股股东权益	4,202	5,194	6,195	7,012	8,286	9,981
其中：股本	920	927	928	927	927	927
未分配利润	2,568	3,443	4,497	5,314	6,588	8,283
少数股东权益	259	247	328	321	314	307
负债股东权益合计	7,565	9,710	11,424	12,460	14,832	17,705

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.152	1.354	1.636	1.469	2.025	2.528
每股净资产	4.567	5.600	6.677	7.565	8.940	10.768
每股经营现金净流	1.176	1.371	1.683	1.580	2.452	3.049
每股股利	0.400	0.500	0.600	0.588	0.650	0.700
回报率						
净资产收益率	25.23%	24.17%	24.50%	19.42%	22.65%	23.48%
总资产收益率	14.01%	12.93%	13.29%	10.93%	12.65%	13.24%
投入资本收益率	22.38%	20.41%	19.95%	16.81%	19.60%	20.69%
增长率						
主营业务收入增长率	30.53%	17.92%	34.02%	13.43%	27.78%	21.92%
EBIT增长率	42.08%	12.31%	19.38%	-8.93%	35.25%	26.41%
净利润增长率	31.39%	18.43%	20.90%	-10.30%	37.85%	24.87%
总资产增长率	33.25%	28.35%	17.66%	9.07%	19.03%	19.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.1	35.9	34.0	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	53.7	50.3	38.7	42.0	42.0	42.0
应付账款周转天数	70.5	83.1	73.0	73.0	74.0	75.0
固定资产周转天数	38.1	51.3	38.1	34.7	28.9	24.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.12%	-70.03%	-65.32%	-61.03%	-65.51%	-71.48%
EBIT利息保障倍数	-150.0	156.1	244.6	-40.0	-42.4	-31.0
资产负债率	41.03%	43.96%	42.90%	41.15%	42.01%	41.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	11	31	58	125
增持	1	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.08	1.11	1.08	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-31	买入	48.77	70.90 ~ 70.90
2	2022-04-28	买入	48.77	N/A
3	2022-08-25	买入	41.56	N/A

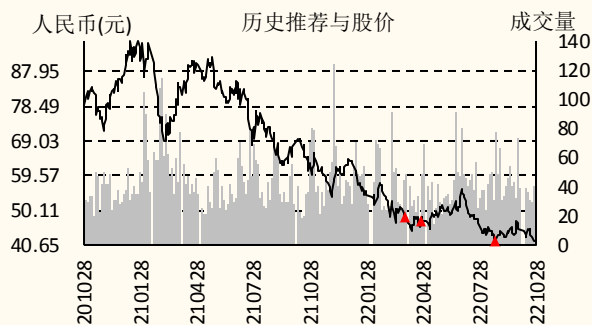
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402