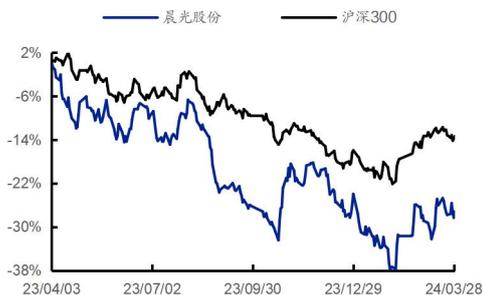


研究所:  
 证券分析师: 林昕宇 S0350522110005  
 linxy01@ghzq.com.cn  
 联系人: 杨蕊菁 S0350122090030  
 yangrj01@ghzq.com.cn

## 传统核心业务盈利向上，零售大店蓬勃发展，营收利润齐增长

### ——晨光股份（603899）2023 年年报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
晨光股份	1.0%	-4.2%	-23.5%
沪深 300	2.3%	4.8%	-10.2%

#### 市场数据

当前价格(元)	35.98
52 周价格区间(元)	29.75-51.18
总市值(百万)	33,338.94
流通市值(百万)	33,239.35
总股本(万股)	92,659.66
流通股本(万股)	92,382.84
日均成交额(百万)	59.72
近一月换手(%)	0.32

#### 相关报告

- 《晨光股份（603899）2023Q3 业绩点评：营收业绩双位数增长，全线业务同比正增（买入）\*文娱用品\*林昕宇》——2023-10-29
- 《晨光股份（603899）2023H1 业绩点评：传统主业稳步恢复，零售大店科力普业务超预期（买入）\*文娱用品\*林昕宇》——2023-08-28
- 《晨光股份（603899）公司深度研究：文具龙头踔厉奋发，一体两翼迈向世界级（买入）\*文娱用品\*

#### 事件：

**3月30日，晨光股份发布2023年年度报告：**2023年公司实现营业收入233.51亿元/同比+16.78%，归母净利润15.27亿元/同比+19.05%，扣非归母净利润13.98亿元/同比+21.00%。2023Q4实现营业收入74.92亿元/同比+19.54%，归母净利润4.33亿元/同比+24.62%，扣非归母净利润4.02亿元/同比+28.14%。

#### 投资要点：

- **聚焦产品力提升，传统核心业务业绩稳健增长。**2023年公司传统核心业务实现营业收入约91.36亿元/同比约+7.55%；晨光科技实现营业收入8.57亿元，同比增长30%。面对外部环境多重压力，公司聚焦重点终端和单店质量提升，产品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献，以产品结构完整性为框架，梳理经市场验证，满足消费者市场需求，给终端带来增量的一盘货，提升有效单品上柜，公司产品力提升带动传统业务营收实现相对平稳增长。
- **零售大店蓬勃发展，九木杂物社首次实现盈利。**1) 2023年晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入13.35亿元，同比增长51%，其中，九木杂物社实现营业收入12.40亿元，同比增长52%，实现净利润2572万元，首次实现盈利。2) 截至2023年，公司在全国拥有659家零售大店，其中九木杂物社618家（直营417家，加盟201家），同比+129家（直营+80家，加盟+49家）；晨光生活馆41家，同比-10家。伴随着商场客流恢复，九木杂物社线下门店快速复苏，线下门店在产品组合、精细化运营、消费者洞察及服务方面均有所提升，线上公域电商稳定增长，私域重点发力社群运营及到家社区电商，逐步形成以文创文具为核心品类的中高端文创杂货零售品牌，第二增长曲线日渐清晰。
- **书写工具盈利优化较为明显，办公直销业务引领增长。**2023年书写工具/学生文具/办公文具实现营收22.73/34.66/35.11亿元，同比+4.83%/+8.58%/+8.91%，毛利率同比+2.35/+1.58/+1.31pct。科力普在充满挑战的环境下业绩依然保持稳定增长，实现营业收入

林昕宇》——2023-07-23

《晨光股份（603899）2023 年一季报点评：Q1 表现超预期，后续季度复苏确定性强（买入）\*文娱用品\*林昕宇》——2023-05-04

《晨光股份（603899）2022 年报点评：看好疫后复苏，传统核心业务有望稳步增长（买入）\*文娱用品\*林昕宇》——2023-03-31

133.07 亿元，同比增长 21.75%，实现净利润 4.01 亿元，同比增长 7.98%，净利润率为 3.02%。科力普凭借专业的电子化交易系统、智慧化仓储物流管理体系、优质的产品供应链及个性化服务，已成为企业采购数字化先锋与行业引领者。

- **盈利能力较为稳定，期间费用率有所降低。** 1) 2023 年公司毛利率为 18.86%/同比-0.50pct；净利率为 7.04%/同比+0.26pct。2) 2023 年公司期间费用率 10.66%/同比-0.81pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.64%/3.50%/0.76%/-0.23%，同比分别 -0.15/-0.47/-0.16/-0.03pct。
- **维护股东权益，坚持持续稳定分红政策。** 公司自 2015 年上市以来股利支付率均超过 34%。2023 年度公司拟每股派发现金红利 0.8 元(尚待股东大会审议)，分红总额达 7.74 亿元，现金分红及股份回购合计金额占归母净利润的 50.74%。
- **盈利预测和投资评级：** 公司聚焦产品力提升与全渠道布局，传统业务稳健增长，结构优化，晨光科技增速可观，办公直销业务引领增长，零售大店收入增长与门店拓展成效亮眼，九木杂物社首次实现盈利，第二增长曲线日益清晰。基于外部环境压力，文具行业面临需求收缩、预期转弱、下行压力加大的挑战，我们调整 2024-2026 年盈利预期，预计营业收入为 271.73/316.08/368.58 亿元，归母净利润为 18.29/21.26/24.56 亿元，对应 PE 估值为 18/16/14x。维持“买入”评级。
- **风险提示：** 科力普品类拓展不及预期，头部大店效提升不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧，终端消费力疲软。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	23351	27173	31608	36858
增长率(%)	17	16	16	17
归母净利润（百万元）	1527	1829	2126	2456
增长率(%)	19	20	16	16
摊薄每股收益（元）	1.65	1.97	2.29	2.65
ROE(%)	19	19	18	17
P/E	22.65	18.23	15.68	13.57
P/B	4.44	3.45	2.83	2.34
P/S	1.49	1.23	1.05	0.90
EV/EBITDA	12.61	9.67	7.53	6.20

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 事件:

**3月30日,晨光股份发布2023年年度报告:**2023年公司实现营业收入233.51亿元/同比+16.78%,归母净利润15.27亿元/同比+19.05%,扣非归母净利润13.98亿元/同比+21.00%。2023Q4实现营业收入74.92亿元/同比+19.54%,归母净利润4.33亿元/同比+24.62%,扣非归母净利润4.02亿元/同比+28.14%。

## 评论:

**聚焦产品力提升,传统核心业务业绩稳健增长。**2023年公司传统核心业务实现营业收入约91.36亿元/同比约+7.55%;晨光科技实现营业收入8.57亿元,同比增长30%。面对国内社会预期偏弱,消费存在降级趋势、人口出生率下降的背景下,公司聚焦重点终端和单店质量提升,产品开发减量提质,提高单款上柜率和销售贡献,以产品结构完整性为框架,梳理经市场验证,满足消费者市场需求,给终端带来增量的一盘货,提升有效单品上柜,公司产品力提升带动传统业务营收增长亮眼。

**零售大店蓬勃发展,九木杂物社首次实现盈利。**1)2023年晨光生活馆(含九木杂物社)实现营业收入13.35亿元,同比增长51%,其中,九木杂物社实现营业收入12.40亿元,同比增长52%,实现净利润2572万元,首次实现盈利。2)截至2023年,公司在全国拥有659家零售大店,其中九木杂物社618家(直营417家,加盟201家),同比+129家(直营+80家,加盟+49家);晨光生活馆41家,同比-10家。伴随着商场客流恢复,九木杂物社线下门店快速复苏,线下门店在产品组合、精细化运营、消费者洞察及服务方面都有所提升,线上公域电商稳定增长,私域重点发力社群运营及到家社区电商,逐步形成以文创文具为核心品类的中高端文创杂货零售品牌,第二增长曲线日渐清晰。

**书写工具盈利优化较为明显,办公直销业务引领增长。**2023年书写工具/学生文具/办公文具实现营收22.73/34.66/35.11亿元,同比+4.83%/+8.58%/+8.91%,毛利率同比+2.35/+1.58/+1.31pct。科力普在充满挑战的环境下业绩依然保持稳定增长,实现营业收入133.07亿元,同比增长21.75%,实现净利润4.01亿元,同比增长7.98%,净利润率为3.02%,同比-0.38pct。科力普凭借专业的电子化交易系统、智慧化仓储物流管理体系、优质的产品供应链及个性化服务,已成为企业采购数字化先锋与行业引领者。

**盈利能力较为稳定,期间费用率有所降低。**1)2023年公司毛利率为18.86%/同比-0.50pct;净利率为7.04%/同比+0.26pct。2)2023年公司期间费用率10.66%/同比-0.81pct,其中销售/管理/研发/财务费用率分别为6.64%/3.50%/0.76%/-0.23%,同比分别-0.15/-0.47/-0.16/-0.03pct。

**维护股东权益,坚持持续稳定分红政策。**2023年度公司拟每股派发现金红利0.8元(尚待股东大会审议),分红总额达7.74亿元,现金分红及股份回购合计金额占归母净利润的50.74%。公司自2015年上市以来股利支付率均超过34%。

**盈利预测和投资评级：**公司聚焦产品力提升与全渠道布局，传统业务稳健增长，结构优化，晨光科技增速可观，办公直销业务引领增长，零售大店收入增长与门店拓展成效亮眼，九木杂物社首次实现盈利，第二增长曲线日益清晰。基于外部环境压力，文具行业面临需求收缩、预期转弱、下行压力加大的挑战，我们调整 2024-2026 年盈利预期，预计营业收入为 271.73/316.08/368.58 亿元，归母净利润为 18.29/21.26/24.56 亿元，对应 PE 估值为 18/16/14x。维持“买入”评级。

**风险提示：**科力普品类拓展不及预期，头部大店效提升不及预期，产品升级不及预期，宏观经济下行，终端消费力疲软。

附表：晨光股份盈利预测表

证券代码:	603899				股价:	35.98		投资评级:	买入		日期:	2024/03/29	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	19%	19%	18%	17%	EPS	1.66	1.97	2.29	2.65				
毛利率	19%	31%	30%	30%	BVPS	8.45	10.43	12.72	15.37				
期间费率	10%	19%	18%	18%	<b>估值</b>								
销售净利率	7%	7%	7%	7%	P/E	22.65	18.23	15.68	13.57				
<b>成长能力</b>					P/B	4.44	3.45	2.83	2.34				
收入增长率	17%	16%	16%	17%	P/S	1.49	1.23	1.05	0.90				
利润增长率	19%	20%	16%	16%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	1.52	1.71	1.46	1.60	营业收入	23351	27173	31608	36858				
应收账款周转率	6.51	9.85	6.17	8.66	营业成本	18947	18768	22146	25823				
存货周转率	14.80	13.33	15.16	14.01	营业税金及附加	97	397	458	590				
<b>偿债能力</b>					销售费用	1550	3500	3957	4563				
资产负债率	45%	35%	41%	33%	管理费用	817	1581	1723	2005				
流动比	1.88	2.48	2.16	2.73	财务费用	-55	0	-3	-15				
速动比	1.61	2.05	1.90	2.34	其他费用/(-收入)	178	359	424	494				
					<b>营业利润</b>	<b>1931</b>	<b>2567</b>	<b>2997</b>	<b>3471</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	49	37	31	28				
现金及现金等价物	6642	7475	10599	12353	<b>利润总额</b>	<b>1979</b>	<b>2605</b>	<b>3028</b>	<b>3499</b>				
应收款项	3626	2805	5181	4313	所得税费用	336	617	718	829				
存货净额	1578	2038	2084	2632	<b>净利润</b>	<b>1644</b>	<b>1988</b>	<b>2311</b>	<b>2670</b>				
其他流动资产	431	432	597	552	少数股东损益	117	159	185	214				
<b>流动资产合计</b>	<b>12277</b>	<b>12750</b>	<b>18460</b>	<b>19851</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1527</b>	<b>1829</b>	<b>2126</b>	<b>2456</b>				
固定资产	1635	1545	1434	1320									
在建工程	95	109	123	140	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	1270	1467	1551	1677	经营活动现金流	2617	1254	3396	2037				
长期股权投资	37	38	39	38	净利润	1527	1829	2126	2456				
<b>资产总计</b>	<b>15314</b>	<b>15910</b>	<b>21607</b>	<b>23025</b>	少数股东损益	117	159	185	214				
短期借款	190	195	200	204	折旧摊销	546	318	297	260				
应付款项	4854	3215	6525	4983	公允价值变动	-27	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	413	-1037	795	-891				
其他流动负债	1490	1732	1803	2090	<b>投资活动现金流</b>	<b>30</b>	<b>-403</b>	<b>-254</b>	<b>-260</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>6534</b>	<b>5142</b>	<b>8529</b>	<b>7277</b>	资本支出	-204	-402	-253	-261				
长期借款及应付债券	30	30	30	30	长期投资	204	-1	-1	0				
其他长期负债	399	399	399	399	其他	30	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>429</b>	<b>429</b>	<b>429</b>	<b>429</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-771</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>	<b>-23</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6963</b>	<b>5571</b>	<b>8957</b>	<b>7706</b>	债务融资	31	5	5	4				
股本	927	927	927	927	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	8351	10339	12649	15319	其它	-802	-23	-24	-26				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15314</b>	<b>15910</b>	<b>21607</b>	<b>23025</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1880</b>	<b>834</b>	<b>3123</b>	<b>1754</b>				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究助理，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

## 【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。