

# 晨光股份 (603899)

**证券研究报告**
**2022年03月29日**

## 零售能力持续提升，科力普收入同比+55%，品牌力进一步加强

公司发布 2021 年报，21 年实现收入 176.07 亿元，同比+34.02%，其中 Q1-Q4 单季度收入分别为 38.12/38.74/44.65/54.56 亿元，同比分别 +82.96%/+44.68%/+18.25%/+18.61%；21 年实现归母净利润 15.18 亿元，同比+20.9%，其中 Q1-Q4 单季度归母净利润分别为 3.28/3.38/4.51/4.01 亿元，同比分别+42.5%/+44.34%/+0.57%/+16.98%，Q4 单季度归母净利润同比增速显著回升。

### 传统业务持续推动产品结构升级，全渠道布局提升零售服务能力。

产品方面，公司以爆款思路精准开发产品，控制新品数量，重点提高单品贡献，减量提质成效显著；持续提升高端化产品占比，优化产品结构，通过引入 IP、加强研发、优化品控，产品力得到进一步提升。渠道方面，线下渠道利用数字化手段为终端赋能，利用晨光联盟 APP 帮助超过十万家终端门店建立渠道自动补货机制，提高商品管理能力，以提升渠道库存质量和终端订单满足率。线上持续推进拼多多、抖音、快手等新渠道业务，推进精细化会员管理，晨光天猫旗舰店会员数量超百万级且增长显著。21 全年晨光科技实现营业收入 5.27 亿元，同比+11%。

### 零售大店业务稳步发展，打造全国领先的中高端文创杂货零售品牌。

21 年晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 10.5 亿元，同比+60%，其中，九木杂物社实现营业收入 9.5 亿元，同比+70%，零售大店业务亏损显著缩小。截至 21 年末，公司拥有 523 家零售大店，其中晨光生活馆 60 家，较 20 年末减少 20 家，九木杂物社 463 家，较 20 年末净增 102 家，其中直营 319 家（净增 82 家）加盟 144 家（净增 20 家）。九木杂物社通过建立商品动态分析平台，配合营销节奏，提升销售预测精确度，加强补货和货品调拨的准确性，优化门店商品运营效率。通过营销推广、店员培训等方式提升门店经营效率，分析并及时跟进关键零售指标，推进单店质量提升，九木目前平均坪效约 1.8-2.2 万元/坪，公司将通过标准化店铺运营，继续推动盈利能力提升。

### 科力普业务快速增长，在办公直销市场的影响力进一步加强。

21 年科力普实现营业收入 77.6 亿元，同比增长 55%，实现净利润 2.4 亿元，同比增长 68%。科力普客户资源优质，入围国家能源集团、中国通用技术集团等项目、农业银行、国家开发银行等项目；仓配物流方面，伴随华东智能新仓一期投入使用，采用自动化立体仓库，供应链效率有效提升。

### 费用管控有效，业务结构变化致盈利水平有所波动。

21 年毛利率为 23.21%，同比 -2.15pct，其中 Q1-Q4 毛利率分别为 24.63%/23.41%/24.39%/21.11%，同比分别 -3.29/-3/-2.7/-1.05pct，我们认为主要原因是毛利率较低的科力普业务占比由 20 年的 38%提升 44%。21 年归母净利率为 8.62%，同比 -0.94pct，其中 Q1-Q4 分别为 8.61%/8.72%/10.1%/7.34%，同比分别 -2.44/-0.02/-1.77/-0.1pct。21 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.94%/4.23%/1.07%/0.04%，同比分别 -0.46/-0.36/-0.15/-0.03pct，费用基本稳定，管控有效。

**盈利预测与估值：**公司传统业务依赖强大的产品力、品牌力、渠道力护城河难以撼动，新业务、新渠道布局前瞻。精品文创业务赋予传统业务增长活力，九木加速扩张，看好其依托现有的供应链和品牌优势，继续提升精品文创市场占有率。受益办公集采政策东风，科力普近年发展迅速，后续有望持续放量，我们看好公司长期发展，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 18.04/21.12/24.43 亿元，同比+18.86%/+17.07%/+15.65%，对应 PE 25.6x/21.9x/18.9x，维持“买入”评级。

**风险提示：**科力普、零售大店等新业务拓展不及预期；新冠疫情反复；宏

### 投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	49.81 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	927.75
流通 A 股股本(百万股)	922.01
A 股总市值(百万元)	46,211.01
流通 A 股市值(百万元)	45,925.34
每股净资产(元)	6.68
资产负债率(%)	42.90
一年内最高/最低(元)	93.80/47.20

### 作者

**范张翔** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080004  
fanzhangxiang@tfzq.com

**尉鹏洁** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521070001  
weipengjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《晨光文具-公司点评:品牌高端化持续推进，新业务科力普及九木保持高速增长》 2022-03-09
- 《晨光文具-公司点评:控股股东一致行动人拟增持 1-5 亿元，看好公司长远发展》 2021-12-06
- 《晨光文具-季报点评:新业务收入持续高增，零售大店及科力普合计增长 73%》 2021-10-29

观经济波动等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,137.75	17,607.40	21,114.67	25,273.74	29,676.42
增长率(%)	17.92	34.02	19.92	19.70	17.42
EBITDA(百万元)	1,843.41	2,164.86	2,401.75	2,746.95	3,110.37
净利润(百万元)	1,255.43	1,517.87	1,804.10	2,112.05	2,442.67
增长率(%)	18.43	20.90	18.86	17.07	15.65
EPS(元/股)	1.35	1.64	1.94	2.28	2.63
市盈率(P/E)	36.81	30.44	25.61	21.88	18.92
市净率(P/B)	8.90	7.46	6.07	4.94	4.03
市销率(P/S)	3.52	2.62	2.19	1.83	1.56
EV/EBITDA	42.51	25.51	16.67	13.72	11.34

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,562.16	3,010.65	4,522.21	6,834.93	9,142.76
应收票据及应收账款	1,561.21	1,760.58	1,646.49	2,851.10	2,527.09
预付账款	131.60	90.83	154.17	181.49	224.16
存货	1,322.81	1,546.65	2,268.60	2,665.06	2,920.27
其他	1,663.37	1,885.05	1,939.35	2,011.07	2,035.40
<b>流动资产合计</b>	<b>7,241.15</b>	<b>8,293.76</b>	<b>10,530.82</b>	<b>14,543.65</b>	<b>16,849.67</b>
长期股权投资	34.72	36.51	36.51	36.51	36.51
固定资产	1,847.64	1,840.10	1,631.14	1,422.17	1,213.20
在建工程	54.95	66.74	66.74	66.74	66.74
无形资产	320.75	434.85	416.37	397.89	379.41
其他	210.71	752.42	729.10	711.05	764.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,468.76</b>	<b>3,130.63</b>	<b>2,879.86</b>	<b>2,634.36</b>	<b>2,460.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,709.91</b>	<b>11,424.39</b>	<b>13,410.68</b>	<b>17,178.01</b>	<b>19,310.09</b>
短期借款	180.18	179.93	143.94	115.15	92.12
应付票据及应付账款	2,602.02	2,809.77	3,036.00	4,736.31	4,501.61
其他	1,269.08	1,407.41	1,888.04	2,210.50	2,443.75
<b>流动负债合计</b>	<b>4,051.28</b>	<b>4,397.10</b>	<b>5,067.97</b>	<b>7,061.97</b>	<b>7,037.48</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	103.54	357.41	393.15	432.47	475.71
<b>非流动负债合计</b>	<b>103.54</b>	<b>357.41</b>	<b>393.15</b>	<b>432.47</b>	<b>475.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,268.92</b>	<b>4,901.10</b>	<b>5,461.12</b>	<b>7,494.43</b>	<b>7,513.19</b>
少数股东权益	247.42	328.40	333.61	333.76	333.95
股本	927.43	927.75	927.75	927.75	927.75
资本公积	533.38	454.19	454.19	454.19	454.19
留存收益	3,906.65	4,960.80	6,334.02	8,017.88	10,101.01
其他	(173.89)	(147.84)	(100.00)	(50.00)	(20.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,440.99</b>	<b>6,523.29</b>	<b>7,949.56</b>	<b>9,683.58</b>	<b>11,796.89</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,709.91</b>	<b>11,424.39</b>	<b>13,410.68</b>	<b>17,178.01</b>	<b>19,310.09</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,238.37	1,533.60	1,804.10	2,112.05	2,442.67
折旧摊销	256.56	286.64	227.45	227.45	227.45
财务费用	13.24	40.97	(17.43)	(38.37)	(58.02)
投资损失	(3.85)	(6.29)	(9.44)	(10.38)	(10.38)
营运资金变动	213.36	(617.27)	(78.23)	410.93	9.72
其它	(445.98)	323.56	6.85	0.19	0.22
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,271.70</b>	<b>1,561.20</b>	<b>1,933.30</b>	<b>2,701.87</b>	<b>2,611.65</b>
资本支出	634.95	155.27	(35.74)	(39.32)	(43.25)
长期投资	(0.86)	1.79	0.00	0.00	0.00
其他	(1,699.54)	(819.90)	45.84	48.82	54.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,065.45)</b>	<b>(662.84)</b>	<b>10.10</b>	<b>9.50</b>	<b>10.75</b>
债权融资	(12.08)	171.46	(47.16)	(20.42)	14.99
股权融资	(369.67)	(52.83)	(384.68)	(378.22)	(329.57)
其他	181.69	(847.89)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(200.06)</b>	<b>(729.26)</b>	<b>(431.84)</b>	<b>(398.64)</b>	<b>(314.58)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>6.19</b>	<b>169.10</b>	<b>1,511.56</b>	<b>2,312.72</b>	<b>2,307.83</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>13,137.75</b>	<b>17,607.40</b>	<b>21,114.67</b>	<b>25,273.74</b>	<b>29,676.42</b>
营业成本	9,806.61	13,520.84	16,123.51	19,377.67	22,823.45
营业税金及附加	50.69	66.51	80.27	96.09	112.82
销售费用	1,103.18	1,397.65	1,668.06	1,996.63	2,344.44
管理费用	602.63	745.02	886.82	1,061.50	1,246.41
研发费用	160.18	188.76	211.15	252.74	296.76
财务费用	9.06	6.90	(17.43)	(38.37)	(58.02)
资产/信用减值损失	(78.51)	(24.11)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
公允价值变动收益	32.28	38.64	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.85	6.29	9.44	10.38	10.38
其他	38.93	(120.50)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,408.84</b>	<b>1,781.39</b>	<b>2,141.74</b>	<b>2,507.87</b>	<b>2,890.95</b>
营业外收入	128.78	98.16	75.58	82.97	96.37
营业外支出	20.47	18.15	19.50	19.25	19.34
<b>利润总额</b>	<b>1,517.15</b>	<b>1,861.40</b>	<b>2,197.81</b>	<b>2,571.59</b>	<b>2,967.98</b>
所得税	278.78	327.81	386.86	459.35	525.09
<b>净利润</b>	<b>1,238.37</b>	<b>1,533.60</b>	<b>1,810.95</b>	<b>2,112.24</b>	<b>2,442.89</b>
少数股东损益	(17.05)	15.73	6.85	0.19	0.22
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,255.43</b>	<b>1,517.87</b>	<b>1,804.10</b>	<b>2,112.05</b>	<b>2,442.67</b>
每股收益(元)	1.35	1.64	1.94	2.28	2.63

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.92%	34.02%	19.92%	19.70%	17.42%
营业利润	9.79%	26.44%	20.23%	17.10%	15.28%
归属于母公司净利润	18.43%	20.90%	18.86%	17.07%	15.65%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.36%	23.21%	23.64%	23.33%	23.09%
净利率	9.56%	8.62%	8.54%	8.36%	8.23%
ROE	24.17%	24.50%	23.69%	22.59%	21.31%
ROIC	73.91%	104.10%	111.50%	140.48%	283.11%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.96%	42.90%	40.72%	43.63%	38.91%
净负债率	-43.78%	-40.66%	-53.19%	-68.15%	-75.87%
流动比率	1.74	1.83	2.08	2.06	2.39
速动比率	1.42	1.48	1.63	1.68	1.98
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.16	10.60	12.39	11.24	11.04
存货周转率	9.73	12.27	11.07	10.25	10.63
总资产周转率	1.52	1.67	1.70	1.65	1.63
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.35	1.64	1.94	2.28	2.63
每股经营现金流	1.37	1.68	2.08	2.91	2.82
每股净资产	5.60	6.68	8.21	10.08	12.36
<b>估值比率</b>					
市盈率	36.81	30.44	25.61	21.88	18.92
市净率	8.90	7.46	6.07	4.94	4.03
EV/EBITDA	42.51	25.51	16.67	13.72	11.34
EV/EBIT	47.46	28.47	18.41	14.96	12.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com