

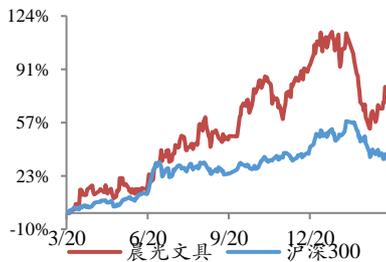
持续提升内部管理, Q4 增长强劲, 全年圆满收官

投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2021-03-30

收盘价 (元)	80.15
近 12 个月最高/最低 (元)	98.00/45.57
总股本 (百万股)	927
流通股本 (百万股)	920
流通股比例 (%)	99.20
总市值 (亿元)	743
流通市值 (亿元)	737

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师: 虞晓文

执业证书号: S0010520050002

邮箱: yuxw@hazq.com

相关报告

1. 业绩符合预期, 一体两翼毛利率稳中有升
2. Q3 传统业务强劲复苏, 业绩高增
3. 稳健成长的必选消费龙头

主要观点:

- **事件: 晨光文具发布 2020 年年报, Q4 增长强劲, 全年圆满收官。**
 公司发布 2020 年年报, 全年实现收入 131.38 亿元, 同比增长 17.92%, 实现归母净利润 12.55 亿元, 同比增长 18.43%, 实现扣非净利润 11.03 亿元, 同比增加 9.70%。对应 2020 年 Q4 营业收入 46.00 亿元, 同比增长 44.03%, 归母净利润 3.43 亿元, 同比增长 32.65%, 扣非净利润同比增长 26.67%。
- **Q4 传统业务延续了 Q3 的恢复性增长, 科力普单季同比增长 81.94% 且盈利能力进一步提升。**
 分业务拆分, 全年传统核心业务/科力普/零售大店分别实现收入 75.76/50.00/6.55 亿元, 同比增长 9.05%/36.69%/8.96%; Q4 单季度传统核心业务/科力普/零售大店分别实现收入 23.33/21.38/2.23 亿元, 同比增长 21.46%/81.94%/23.12%。
 公司持续聚焦渠道和深耕渠道, 不断优化产品结构, Q4 传统业务延续了 Q3 的恢复性增长态势。科力普获得了 81.94% 的快速增长, 这与公司持续开拓新客户, 深耕原有大客户密切相关。截至期末, 科力普在全国已投入 6 个中心仓, 新增东北中心仓, 订单响应时效得到进一步提升。2020 年科力普上线了 MRO 线上商城, 入围多个政府、央企、金融、企业客户的集采项目。此外, 科力普盈利能力持续提升, 我们测算其下半年的净利率已提升至 3.05%, 全年科力普的净利率达 2.88%, 较 2019 年的 2.07% 提升了 0.81 个 pct。

- **零售大店业务实现全年正增长, 生活馆聚焦单店质量提升, 九木杂物社净增 100 家门店。**

由于客流低于 2019 年的水平以及新开店的影响, 零售大店业务 2020 年亏损了 5022.93 万元, 较 2019 年亏损有所扩大, 但全年收入仍实现了 8.96% 的正增长。2021 年全国一二线城市各大商圈客流基本恢复, 预计零售大店业务全年盈利能力将有明显改善。

截至 2020 年末, 公司共有生活馆 80 家, 九木杂物社 361 家 (含 124 家加盟店和 237 家直营店)。全年生活馆数量较去年底净减少了 39 家, 九木杂物社数量净增加了 100 家。

生活馆方面, 公司以单店质量提升作为主要的工作方向, 持续优化店铺运营管理。九木杂物社则通过优化商品结构, 探索新的品类机会; 保持线下渠道稳健发展, 推进线上业务如天猫官方旗舰店的开设、直播、社群营销的推行。

- **内部管理持续提升, 书写工具的毛利率提升了 4.08 个百分点。**

公司全年实现毛利率 25.36%, 净利率 9.43%。其中分产品来看, 全年分别实现书写工具/学生文具/办公文具/其他文具/办公直销收入

22.80/27.06/28.21/3.23/50.00 亿元，较 2019 年同期分别增加 4.29%/2.29%/20.22%/8.30%/36.69%；各业务分别实现毛利率 40.83%/33.43%/28.25%/44.28%/10.98%，分别较 2019 年增加了 4.08/0.77/1.79/-2.15/-2.11 个百分点。

书写工具等产品毛利率的提升与公司持续完善内部管理等举措有关。2020 年晨光积极推动 MBS（晨光管理系统）管理，推进多个公司级改善项目，包括新品 SKU 管控、渠道效率提升、APP 订单满足率提升等，推进精益改善工具，形成标准流程。办公直销业务的毛利率因涉及到业务模式是否含代理商会产生波动，从净利率来看这块业务的盈利能力是持续提升的。

● 投资建议

持续推荐晨光文具，维持“增持”评级。预计公司 2021-2023 年收入为 162.85/201.68/247.52 亿元，同比分别增加 24.0%/23.8%/22.7%，归母净利润为 15.69/19.77/24.52 亿元，同比分别增加 25.0%/26.0%/24.1%。2021 年 3 月 29 日收盘价 80.15 元对应 2021-2023 年估值分别为 47.36X/37.61X/30.31X。

晨光传统核心业务的渠道、品牌、产品护城河宽，聚焦深耕线下渠道提高市场份额，同时加速线上销售占比的提升；科力普所处的办公集采行业容量大，其品牌影响力和盈利能力持续提升；零售大店稳步发展，生活馆聚焦单店质量提升，九木杂物社持续推进线上线下渠道发展。

根据公司年报，2021 年是晨光新五年战略的开局之年，新的五年战略将顺应新时代的人口趋势和消费升级潮流，通过高端化、线上提升等战略举措，数字化、MBS、兼并购等战略支撑，实现“让学习和工作更快乐更高效”的使命和成为世界级晨光的愿景。

● 风险提示

内部管理提升不达预期，办公直销以及零售大店等新业务发展不达预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13138	16285	20168	24752
收入同比 (%)	17.9%	24.0%	23.8%	22.7%
归属母公司净利润	1255	1569	1977	2452
净利润同比 (%)	18.4%	25.0%	25.9%	24.1%
毛利率 (%)	25.4%	24.9%	24.5%	24.3%
ROE (%)	24.2%	24.9%	25.5%	25.6%
每股收益 (元)	1.35	1.69	2.13	2.64
P/E	59.21	47.36	37.61	30.31
P/B	14.31	11.80	9.57	7.77
EV/EBITDA	43.06	36.78	28.78	22.67

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7241	9196	11833	14994	营业收入	13138	16285	20168	24752
现金	2562	3699	5706	7564	营业成本	9807	12235	15219	18729
应收账款	1561	1918	2210	3187	营业税金及附加	51	60	77	97
其他应收款	142	174	215	264	销售费用	1103	1384	1674	1980
预付账款	132	147	183	225	管理费用	603	700	827	1015
存货	1323	1676	1876	2052	财务费用	9	-5	-6	-4
其他流动资产	1522	1582	1642	1702	资产减值损失	-40	-8	-6	-7
非流动资产	2469	2593	2648	2676	公允价值变动收益	-32	-7	-8	-9
长期投资	35	35	35	35	投资净收益	4	5	6	7
固定资产	1848	1937	2001	2038	营业利润	1409	1768	2225	2771
无形资产	321	316	311	306	营业外收入	129	150	180	210
其他非流动资产	266	306	302	297	营业外支出	20	23	21	23
资产总计	9710	11790	14481	17670	利润总额	1517	1895	2384	2958
流动负债	4165	5155	6402	7815	所得税	279	341	429	532
短期借款	180	180	180	180	净利润	1238	1554	1955	2426
应付账款	2602	3352	4169	5131	少数股东损益	-17	-16	-22	-26
其他流动负债	1383	1623	2052	2504	归属母公司净利润	1255	1569	1977	2452
非流动负债	104	104	104	104	EBITDA	1671	1925	2391	2953
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.35	1.69	2.13	2.64
其他非流动负债	104	104	104	104					
负债合计	4269	5259	6505	7918					
少数股东权益	247	232	210	184	主要财务比率				
股本	927	927	927	927	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	533	533	533	533	成长能力				
留存收益	3733	4838	6305	8107	营业收入	17.9%	24.0%	23.8%	22.7%
归属母公司股东权益	5194	6299	7766	9568	营业利润	9.8%	25.5%	25.8%	24.6%
负债和股东权益	9710	11790	14481	17670	归属于母公司净利	18.4%	25.0%	25.9%	24.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	25.4%	24.9%	24.5%	24.3%
					净利率 (%)	9.6%	9.6%	9.8%	9.9%
					ROE (%)	24.2%	24.9%	25.5%	25.6%
					ROIC (%)	20.5%	20.9%	21.6%	22.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	44.0%	44.6%	44.9%	44.8%
					净负债比率 (%)	78.5%	80.5%	81.6%	81.2%
					流动比率	1.74	1.78	1.85	1.92
					速动比率	1.39	1.43	1.53	1.63
					营运能力				
					总资产周转率	1.35	1.38	1.39	1.40
					应收账款周转率	8.42	8.49	9.13	7.77
					应付账款周转率	3.77	3.65	3.65	3.65
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.35	1.69	2.13	2.64
					每股经营现金流薄)	1.37	2.01	2.92	2.87
					每股净资产	5.60	6.79	8.37	10.32
					估值比率				
					P/E	59.21	47.36	37.61	30.31
					P/B	14.31	11.80	9.57	7.77
					EV/EBITDA	43.06	36.78	28.78	22.67

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、电子烟和造纸包装等板块。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。