

晨光文具 (603899)

证券研究报告

2021年03月30日

传统业务强劲恢复，科力普占比进一步提升，一体两翼战略稳步推进

事件：公司2020年全年实现营业收入131.38亿元，同比+17.92%，分季度来看，Q1-Q4分别实现收入20.84/26.78/37.76/46.00亿元，同比-11.55%/+7.85%/+21.48%/+44.03%，Q4收入增速亮眼。2020年全年归母净利润实现12.55亿元，同比+18.43%，其中Q1-Q4分别实现归母净利润2.30/2.34/4.48/3.43亿元，同比-10.95%/+10.15%/+35.63%/+32.65%，Q3、Q4增速显著提升，疫情后业务强劲复苏。

受益于办公集采，科力普发展迅速，在办公直销市场的品牌影响力进一步扩大。2020年科力普实现收入50亿元，同比+37%，其中单Q4实现收入21.38亿元，同比+82%。20全年科力普实现净利润1.44亿元，同比+90%。**收入端：**公司拥有优质大客户资源，订单增长趋势较强，入围山东省政府、湖南省政府、重庆市政府电商等政府客户项目，华润集团、中国铁路、中国铝业等央企集团采购项目，入围建设银行、光大银行、浦发银行等分行项目，以及中标世茂集团、顺丰、临港集团等大型企业采购项目。**利润端：**完善仓配物流中心布局，降低物流成本，通过数字化手段加强精细化运营能力，提升盈利水平。科力普在全国已投入6个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中、东北六大区域，新增东北中心仓，华东新仓投入使用，搭建智慧物流仓储体系，提升了订单响应时效。

传统核心业务上半年受疫情影响，下半年强劲恢复增长，线上销售占比提升。传统核心业务20全年实现收入75.76亿元，同比+9.05%。20上半年受疫情影响，学校开学不断延迟，对校园周边的零售门店造成了一定影响，伴随疫情趋于平稳，市场在下半年逐步回暖。截至20年期末，使用“晨光文具”店招的零售终端超过8万家。公司坚持聚焦终端，推进单店质量提升，优化终端门店的产品结构，提升重点商圈的门店占比，以扩大市场份额。面对疫情期间终端市场需求的减弱，以及消费习惯的变化，公司加快发展线上渠道，推出多款线上专款产品，并通过外部直播合作和品牌自播体系相结合的方式对产品推广，20年线上端晨光科技实现收入4.74亿元，同比+59%。

零售大店业务探索文创体验，九木杂物社门店进一步拓展。20年零售大店业务实现营收6.55亿元，同比+9%，其中九木杂物社实现营收5.58亿元，同比+21%。截至20年期末，公司在全国拥有441家零售大店，其中晨光生活馆80家（较19年减少39家），九木杂物社361家（较19年增加100家）。九木杂物社持续优化商品结构，在保持线下稳定发展的同时，开拓线上渠道，利用直播、社群等方式推广，并策划多次主题季及节假日营销提升复购率。晨光生活馆持续优化门店管理，提升人效，以提升单店质量。由于20年线下经营受限以及持续拓店，零售大店业务亏损有所增加。

业务结构变化致盈利水平有所变动，期间费用稳定。公司20年毛利率为25.36%，同比下降0.78pct，主要因为低毛利的科力普占比由2019年的32.8%提升至38.1%。20年公司净利率为9.43%，同比下降0.23pct，Q1-Q4单季度净利率分别为10.35%、8.71%、11.79%、7.48%，分别同比-0.67pct、+0.05pct、+0.92pct、-0.76pct。20年公司销售费用率为8.4%，同比下降0.4pct，主要得益于运输费用下降；管理费用率为4.59%，同比上升0.37pct，主要为股份支付费用8219.90万的影响；财务费用率0.07%，同比+0.14pct，主要为利息收入减少、汇兑损益影响。

盈利预测及估值：晨光文具一体两翼发展稳健，新业务、新渠道布局前瞻，看好公司长期成长。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。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，17年科力普收购欧迪办公，进一步完善客户矩阵，后续有望持续放量。由于20年业绩超预期，上调盈利

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	80.15元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	927.43
流通A股股本(百万股)	920.00
A股总市值(百万元)	74,333.32
流通A股市值(百万元)	73,738.00
每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	43.96
一年内最高/最低(元)	100.77/45.50

作者

范张翔	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《晨光文具-季报点评:Q3 利润增长超预期，看好公司长期发展》2020-11-03
- 2 《晨光文具-半年报点评:Q2 回暖显著，H2 或加速好转，持续看好文创巨头》2020-08-23
- 3 《晨光文具-年报点评报告:营收净利双超预期，向文创巨头进军》2020-04-15

预测，预计 2021/22/23 收入分别为 161.65/197.17/237.66 亿元，同比 +23.04%/+21.97%/+20.53%；21/22/23 年归母净利分别为 15.12/18.45/22.03 亿元（原 21/22 年归母净利润预测分别为 14.36/17.80 亿元），同比 +20.44%/+22.01%/+19.43%，对应 PE49/40/34x，维持“买入”评级。

风险提示：零售终端恢复低于预期，宏观经济波动，新冠肺炎疫情升级

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141.10	13,137.75	16,165.26	19,717.25	23,765.78
增长率(%)	30.53	17.92	23.04	21.97	20.53
EBITDA(百万元)	1,496.38	1,843.41	1,842.37	2,249.82	2,671.31
净利润(百万元)	1,060.08	1,255.43	1,512.08	1,844.83	2,203.20
增长率(%)	31.39	18.43	20.44	22.01	19.43
EPS(元/股)	1.14	1.35	1.63	1.99	2.38
市盈率(P/E)	70.12	59.21	49.16	40.29	33.74
市净率(P/B)	17.69	14.31	11.38	9.27	7.50
市销率(P/S)	6.67	5.66	4.60	3.77	3.13
EV/EBITDA	28.20	42.51	37.49	29.24	24.31

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,935.60	2,562.16	3,921.97	7,232.66	8,054.64
应收票据及应收账款	1,026.09	1,561.21	449.03	701.14	751.22
预付账款	85.37	131.60	77.54	193.86	151.54
存货	1,378.11	1,322.81	2,209.34	2,046.97	3,166.34
其他	838.36	1,658.73	1,593.20	1,632.56	1,647.43
流动资产合计	5,263.53	7,236.51	8,251.09	11,807.19	13,771.16
长期股权投资	35.58	34.72	34.72	34.72	34.72
固定资产	1,163.70	1,847.64	1,833.13	1,829.25	1,818.76
在建工程	260.47	54.95	68.97	89.38	83.63
无形资产	331.01	320.75	307.84	294.93	282.02
其他	510.82	210.71	163.39	135.13	148.64
非流动资产合计	2,301.58	2,468.76	2,408.04	2,383.41	2,367.76
资产总计	7,565.12	9,709.91	10,660.68	14,192.66	16,141.67
短期借款	183.19	180.18	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,861.07	2,602.02	2,189.43	3,925.44	3,636.08
其他	950.90	1,383.18	1,576.60	1,869.97	2,211.60
流动负债合计	2,995.17	4,165.38	3,766.03	5,795.41	5,847.68
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	109.02	103.54	113.90	125.29	137.82
非流动负债合计	109.02	103.54	113.90	125.29	137.82
负债合计	3,104.19	4,268.92	3,879.93	5,920.70	5,985.50
少数股东权益	259.42	247.42	248.59	249.73	240.68
股本	920.00	927.43	927.43	927.43	927.43
资本公积	272.35	533.38	533.38	533.38	533.38
留存收益	3,280.97	4,440.03	5,604.73	7,094.81	8,988.06
其他	(271.82)	(707.28)	(533.38)	(533.38)	(533.38)
股东权益合计	4,460.93	5,440.99	6,780.74	8,271.97	10,156.17
负债和股东权益总计	7,565.12	9,709.91	10,660.68	14,192.66	16,141.67

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,076.08	1,238.37	1,512.08	1,844.83	2,203.20
折旧摊销	88.41	256.56	73.39	76.37	79.16
财务费用	15.73	13.24	(5.37)	(2.60)	1.78
投资损失	(23.99)	(3.85)	(5.78)	(6.35)	(6.35)
营运资金变动	768.29	327.46	183.75	1,823.60	(1,090.70)
其它	(842.57)	(560.08)	1.17	1.15	(9.05)
经营活动现金流	1,081.94	1,271.70	1,759.24	3,736.99	1,178.04
资本支出	695.54	634.95	49.65	68.61	37.47
长期投资	5.41	(0.86)	0.00	0.00	0.00
其他	(775.30)	(1,699.54)	(100.78)	(142.77)	(81.80)
投资活动现金流	(74.35)	(1,065.45)	(51.13)	(74.16)	(44.33)
债权融资	183.19	180.18	0.00	0.00	0.00
股权融资	8.92	84.98	179.26	2.60	(1.78)
其他	(556.42)	(465.22)	(527.56)	(354.75)	(309.94)
筹资活动现金流	(364.30)	(200.06)	(348.29)	(352.14)	(311.72)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	643.29	6.19	1,359.81	3,310.69	821.98

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,141.10	13,137.75	16,165.26	19,717.25	23,765.78
营业成本	8,229.84	9,806.61	12,151.83	14,843.52	17,984.13
营业税金及附加	42.00	50.69	63.02	76.87	92.66
营业费用	980.17	1,103.18	1,357.88	1,656.25	1,996.09
管理费用	469.26	602.63	622.36	719.68	808.04
研发费用	160.40	160.18	215.49	262.37	307.61
财务费用	(8.40)	9.06	(5.37)	(2.60)	1.78
资产减值损失	(17.84)	(40.29)	(8.53)	(8.53)	(8.53)
公允价值变动收益	4.61	32.28	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.99	3.85	5.78	6.35	6.35
其他	(26.11)	0.70	(11.55)	(12.71)	(12.71)
营业利润	1,283.18	1,408.84	1,774.35	2,176.05	2,590.36
营业外收入	29.36	128.78	69.27	68.35	73.94
营业外支出	18.86	20.47	19.96	19.76	20.06
利润总额	1,293.68	1,517.15	1,823.66	2,224.64	2,644.24
所得税	217.60	278.78	310.41	378.67	450.09
净利润	1,076.08	1,238.37	1,513.24	1,845.97	2,194.15
少数股东损益	15.99	(17.05)	1.17	1.15	(9.05)
归属于母公司净利润	1,060.08	1,255.43	1,512.08	1,844.83	2,203.20
每股收益(元)	1.14	1.35	1.63	1.99	2.38

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	30.53%	17.92%	23.04%	21.97%	20.53%
营业利润	37.28%	9.79%	25.94%	22.64%	19.04%
归属于母公司净利润	31.39%	18.43%	20.44%	22.01%	19.43%
获利能力					
毛利率	26.13%	25.36%	24.83%	24.72%	24.33%
净利率	9.52%	9.56%	9.35%	9.36%	9.27%
ROE	25.23%	24.17%	23.15%	23.00%	22.22%
ROIC	53.24%	73.91%	103.71%	142.51%	-408.80%
偿债能力					
资产负债率	41.03%	43.96%	36.39%	41.72%	37.08%
净负债率	-39.28%	-43.78%	-57.84%	-87.44%	-79.31%
流动比率	1.76	1.74	2.19	2.04	2.36
速动比率	1.30	1.42	1.60	1.68	1.81
营运能力					
应收账款周转率	12.13	10.16	16.08	34.29	32.73
存货周转率	9.20	9.73	9.15	9.26	9.12
总资产周转率	1.68	1.52	1.59	1.59	1.57
每股指标(元)					
每股收益	1.14	1.35	1.63	1.99	2.38
每股经营现金流	1.17	1.37	1.90	4.03	1.27
每股净资产	4.53	5.60	7.04	8.65	10.69
估值比率					
市盈率	70.12	59.21	49.16	40.29	33.74
市净率	17.69	14.31	11.38	9.27	7.50
EV/EBITDA	28.20	42.51	37.49	29.24	24.31
EV/EBIT	28.78	47.46	39.04	30.27	25.05

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com