

**证券研究报告—动态报告**

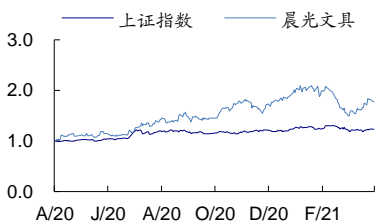
轻工

文具

**晨光文具(603899)**
**买入**
**2020 年报点评**

(维持评级)

2021 年 04 月 10 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	927/920
总市值/流通(百万元)	76,967/76,351
上证综指/深圳成指	3,483/14,083
12 个月最高/最低(元)	100.77/46.34

**相关研究报告:**

《国信证券-晨光文具-603899-2020 年三季报点评: 重回增长轨道, 产品结构升级》——2020-10-31  
 《国信证券-晨光文具-603899-2020 年中报点评: 稳健行远, 进化升级-200904》——2020-09-04  
 《晨光文具-603899-2019 年年报点评: 一体两翼, 稳中提速》——2020-04-19  
 《晨光文具-603899-2019 年三季报点评: 业绩超预期, 核心优势显现》——2019-10-28  
 《晨光文具-603899-2019 年半年报点评: 传统业务稳健, 新业务亮眼》——2019-08-26

**证券分析师: 荣泽宇**

电话: 010-88005307  
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003  
**联系人: 蔡志明**  
 电话: 010-88005330  
 E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 内修外炼, 打开增长新格局

**● 全年收入超预期, 利润率维持平稳**

2020 年收入 131.38 亿元(+17.9%), 超出我们预期; 归母净利润 12.38 亿元(+15.1%); 毛利率 25.4%(-0.8%), 净利率 9.4%(-0.3%)。科力普收入增长强劲, 实现收入 50.00 亿元(+36.7%)。晨光科技、九木杂物社收入维持增长, 分别实现收入 4.74(+59.7%)、5.58(+21.3%) 亿元; 但受疫情影响亏损幅度均有扩大。

**● 第二曲线: 办公直销和线上业务增长强劲**

在消费线上化、传统核心业务增速放缓、中长期驱动力人口增长逐步见顶回落的背景下, 公司积极布局线上和办公直销渠道, 取得了良好成效。2020 年科力普办公直销收入达 50.00 亿元(+36.7%), 收入占比 38.2%。随着未来国企央企阳光采购额度进一步扩大、社会企业集中采购数额提升, 科力普有望在万亿规模的办公用品市场获取更大份额, 成为公司新的核心增长点。晨光科技 2020 年收入 4.74 亿元(+59.7%), 随着持续的品牌投入与爆款打造, 线上业务规模有望维持高速增长, 并借由规模效应实现扭亏为盈。

**● 零售大店模式稳步发展, 顺应消费升级需求**

公司不断优化九木杂物社商品结构、同时探索新的品类机会。截至 2020 年末, 九木在全国共有 441 家零售大店, 其中晨光生活馆 80 家, 九木杂物社 361 家。零售大店业务的开展一方面在消费升级趋势下提升了客单价, 另一方面也作为公司洞察消费者需求的桥头堡, 使公司能够更及时、迅捷地推出符合市场需求的产品。

**● 投资建议: 持续自我进化, 维持“买入”评级**

维持收入和利润预测。预测 2021-2023 年收入 162.66/181.61/202.77 亿元, 归母净利润 16.48/19.14/22.48 亿元。

考虑到办公直销市场广阔的市场空间以及科力普业务的良好进展, 以及公司数字化升级对生产经营效率的提升作用。我们维持公司“买入”评级和上调合理估值区间至 92.29-101.97 元。

**● 风险提示**

传统业务竞争激烈导致利润率下降; 办公直销业务大客户拓展不及预期; 精品文创同质化竞争加剧导致增速和利润率不及预期。

**盈利预测和财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,138	16,266	18,161	20,277
(+/-)%	17.9%	23.8%	11.7%	11.7%
净利润(百万元)	1,255	1,648	1,914	2,248
(+/-)%	18.4%	31.3%	16.1%	17.4%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.78	2.06	2.42
EBITMargin	12.0%	11.2%	11.7%	12.4%
净资产收益率(ROE)	24.2%	26.0%	24.9%	24.2%
市盈率(PE)	61.31	46.70	40.21	34.24
EV/EBITDA	45.98	40.38	35.22	30.60
市净率(PB)	14.82	12.12	10.00	8.30

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

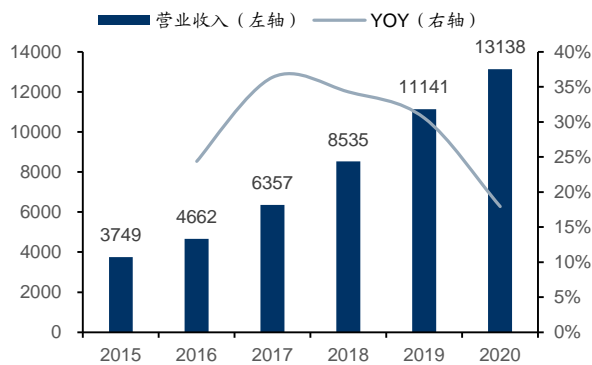
### 收入利润稳步增长，利润费用率维持稳定

公司 2020 年收入 131.38 亿元，同比增长 17.9%；净利润 12.38 亿元，同比增长 15.1%。

**科力普办公直销增长强劲。**传统核心业务收入 75.76 亿元，同比增长 9.1%；晨光科力普收入 50.00 亿元，同比增长 36.7%；零售大店业务收入 6.55 亿元，同比增长 9.0%。

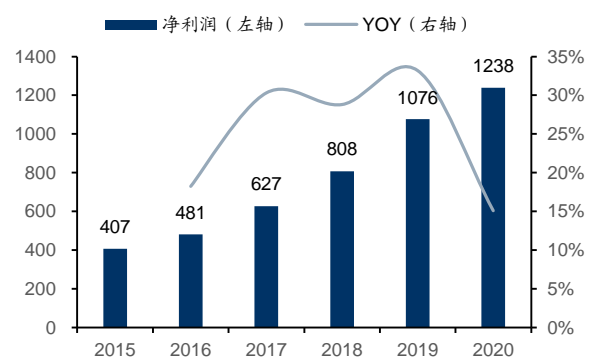
**线上和新零售业务盈利短期受挫。**晨光科技、晨光生活馆亏损幅度扩大，净利率分别为 -2.5%、-7.7%，较 2019 年亏损幅度分别扩大 2.1%、6.4%。晨光科技亏损扩大原因在于疫情期间许多品牌从线下转到线上导致流量费用有所增加。随着晨光科技规模不断扩大摊薄固定费用，其未来有望扭亏为盈。晨光生活馆亏幅扩大则是疫情期间线下门店未正常开业或客流不足。上述两项业务目前均处于起步阶段，随着未来运营成熟、经营效率不断提升，有望逐步减轻负担，为公司贡献新的利润增量。

图 1：公司营业收入和同比变化（百万元）



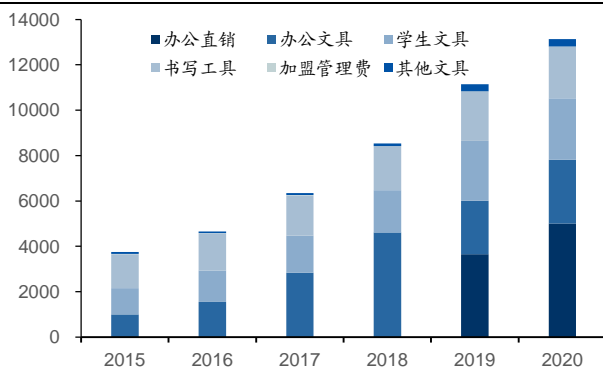
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速（百万元）



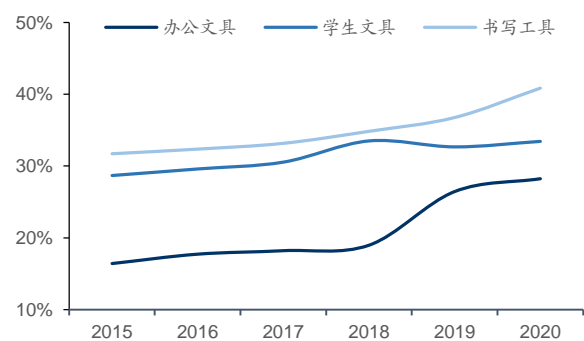
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司营收产品结构（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司主营产品毛利率变化



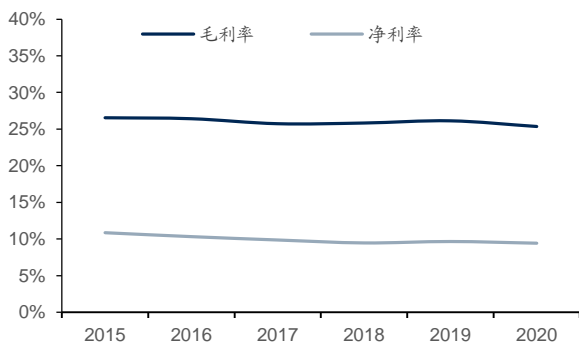
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2020年毛利率和净利率分别为25.4%、9.4%，分别降低0.8%、0.2%，表现较为稳定。毛利率下降原因主要是毛利率较低的科力普业务增长迅猛，收入占比提升拉低了集团整体毛利率。

按产品类别拆分来看。书写工具毛利率40.8%，增加4.1%；学生文具毛利率33.4%，增加0.8%；办公文具毛利率28.3%，增加1.8%；办公直销毛利率11.0%，减少2.1%。

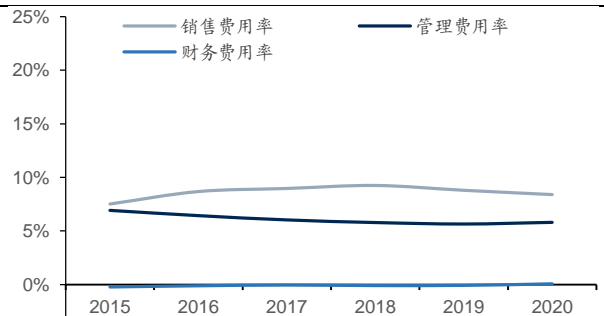
费用率方面，销售、管理、财务费用率分别为8.4%、5.8%、0.1%，分别变动-0.4%、0.2%、0.1%。

图5：公司毛利率、净利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司三费率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 适应新时代，打开增长新局面

2020年公司开启了新一轮的五年战略规划，此次五年战略规划主要方针如下：

从需求侧来看：

- 在受长期人口总量见顶影响从而增速放缓的传统文具市场，公司通过精简SKU、打造爆款、提升单品贡献等策略来保障该部分业务的增速和提升利润率。
- 在个性化、高端化的消费升级增量市场。公司积极开展新零售业务，推出盲盒、季节限定等类别产品，匹配当下年轻消费群体，尤其是女性消费群体的消费升级诉求，力求将晨光品牌的影响力从文具拓展到文创、文化，从而覆盖更多消费类别和场景，在创造新增长点的同时提升客单价。

截至2020年末，公司在全国拥有441家零售大店，其中晨光生活馆80家，九木杂物社361家（直营237家，加盟124家）。

- 在政府阳光采购以及企业集约化采购催化的办公集采市场。晨光科力普经过多年发展，目前已经初具规模，在公司收入中的占比亦逐年提升，2020财年占比约50%。

2020年科力普业务增长强劲。在客户开发方面，入围了山东省政府、湖南省政府、重庆市政府电商等项目；央企客户方面，入围华润集团、中国铁路、中国铝业、中国商飞等集团采购项目；金融客户方面，入围建设银行、光大银行、浦发银行等分行项目；其他企业客户方面，中标世茂集团、顺丰、临港集团等采购项目。此外，MRO线上商城也于2020年上线。在仓储物流方面，公司采用区域中心仓模式，年内新增东北中心仓，提升了订单的响应时效。

- 海外市场方面。公司一方面通过收购安硕文教获取广泛的海外销售渠道。另一方面重点布局非洲、东南亚等区域，输出晨光的产品与业务模式。

#### 从公司自身来看:

- **数字化转型一直在路上。**公司近年来通过多种数字化管理方式，一方面将品质管理、生产质量检测等环节可视化、系统化，提升了生产效率和产品品控；另一方面推进晨光 APP 普及，利用中后台赋能零售终端，提升存货管理和经营效率。
- **内部管理流程化体系化。**公司积极推动 MBS 晨光管理系统项目，将 SKU 管控、渠道效率提升等形成标准化流程，持续提升管理能力。

综上，在国内市场总量增长趋缓、消费者需求多变的时代下，公司通过减量提质、开拓渠道、对外输出、优化管理等方式不断扩大自身市场影响力和产品触达能力。我们认为公司正处在从文具向文创破圈、由国内走向国际的关键蜕变期。数字化转型和内部管理提升有望使公司在新品类、新渠道、新区域的布局逐步走向成熟，并在未来贡献长期稳定的成长，持续为社会和股东创造价值。

#### 投资建议

维持收入和利润预测。预测 2021-2023 年收入 162.66/181.61/202.77 亿元，同比增速 23.8%、11.7%、11.7%；归母净利润 16.48/19.14/22.48 亿元，同比增速 31.3%、16.1%、17.4%。预测 EPS 分别为 1.78、2.06、2.42 元/股，2021 年 4 月 6 日收盘价 82.99 元对应的 2021-2023 年预测 PE 为 46.70、40.21、34.24。考虑到办公直销市场广阔的市场空间以及科力普业务的良好进展，以及公司数字化升级对生产经营效率的提升作用。我们维持公司“买入”评级和上调合理估值区间至 92.29~101.97 元（前值 85.3~96.3 元）。

#### 风险提示

传统业务竞争激烈导致利润率下降；办公直销业务大客户拓展不及预期；精品文创同质化竞争加剧导致增速和利润率不及预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2562	3728	5054	6576	营业收入	13138	16266	18161	20277
应收款项	1703	2496	3146	3829	营业成本	9807	11874	13239	14721
存货净额	1323	1401	1423	1484	营业税金及附加	51	63	70	78
其他流动资产	1653	1768	1974	2204	销售费用	1103	1513	1671	1845
<b>流动资产合计</b>	<b>7241</b>	<b>9392</b>	<b>11596</b>	<b>14093</b>	管理费用	603	989	1048	1128
固定资产	1903	2041	2161	2260	财务费用	9	(30)	(30)	(30)
无形资产及其他	321	308	295	282	投资收益	4	4	4	4
投资性房地产	246	246	246	246	资产减值及公允价值变动	40	18	18	18
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(201)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9710</b>	<b>11987</b>	<b>14298</b>	<b>16881</b>	营业利润	1409	1879	2185	2556
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	108	60	66	87
应付款项	2602	3581	4369	5181	<b>利润总额</b>	<b>1517</b>	<b>1939</b>	<b>2252</b>	<b>2644</b>
其他流动负债	1563	1713	1902	2110	所得税费用	279	312	363	426
<b>流动负债合计</b>	<b>4165</b>	<b>5294</b>	<b>6271</b>	<b>7290</b>	少数股东损益	(17)	(22)	(25)	(30)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1255</b>	<b>1648</b>	<b>1914</b>	<b>2248</b>
其他长期负债	104	111	119	127					
<b>长期负债合计</b>	<b>104</b>	<b>111</b>	<b>119</b>	<b>127</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4269</b>	<b>5405</b>	<b>6390</b>	<b>7417</b>	净利润	1060	1255	1648	1914
少数股东权益	247	232	214	193	资产减值准备	25	12	3	2
股东权益	5194	6350	7693	9270	折旧摊销	30	192	213	234
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9710</b>	<b>11987</b>	<b>14298</b>	<b>16881</b>	公允价值变动损失	(18)	(40)	(18)	(18)
					财务费用	(8)	9	(30)	(30)
					营运资本变动	615	127	154	109
					其它	(13)	(24)	(19)	(20)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1699</b>	<b>1522</b>	<b>1981</b>	<b>2221</b>
					资本开支	(583)	(710)	(324)	(324)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(583)</b>	<b>(710)</b>	<b>(324)</b>	<b>(324)</b>
					权益性融资	(7)	176	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(286)	(375)	(492)	(571)
					其它融资现金流	352	387	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(227)</b>	<b>(186)</b>	<b>(492)</b>	<b>(571)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>889</b>	<b>627</b>	<b>1166</b>	<b>1326</b>
					货币资金的期初余额	1047	1936	2562	3728
					货币资金的期末余额	1936	2562	3728	5054
					企业自由现金流	894	894	1575	1808
					权益自由现金流	1306	1306	1601	1833

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.35	1.78	2.06	2.42
每股红利	0.40	0.53	0.62	0.72
每股净资产	5.60	6.85	8.30	10.00
ROIC	26.2%	30.4%	38.3%	44.8%
ROE	24.2%	26.0%	24.9%	24.2%
毛利率	25.4%	27.0%	27.1%	27.4%
EBIT Margin	12.0%	11.2%	11.7%	12.4%
EBITDA Margin	13.4%	12.5%	13.0%	13.6%
收入增长	17.9%	23.8%	11.7%	11.7%
净利润增长率	18.4%	31.3%	16.1%	17.4%
资产负债率	46.5%	47.0%	46.2%	45.1%
股息率	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%
P/E	61.3	46.7	40.2	34.2
P/B	14.8	12.1	10.0	8.3
EV/EBITDA	46.0	40.4	35.2	30.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032