晨光文具（603899）

证券研究报告
2021 年 04 月 29 日

新业务高速发展，科力普不断壮大，持续推动公司成长

公司发布 21 年一季报，21Q1 公司实现收入 38.1 亿，同比+83.0%，较 19Q1 增长 61.8%；21Q1 归母净利 3.3 亿元，同比+42.5%，较 19Q1 增长 26.9%；21Q1 扣非归母净利 2.9 亿元，同比+69.5%，较 19Q1 增长 26.8%。

传统业务营收增长 48%，行业格局优化或将持续推动公司成长。分产品看，21Q1 公司书写工具收入 6.7 亿元，同比+57.3%；学生文具收入 7.7 亿元，同比+43.7%；办公文具 7.9 亿元，同比+57.1%。随着疫情控制有效，日常工作学习回到正轨，文具需求逐步恢复，推动公司传统业务实现高增长。面对线下零售激烈的竞争，公司加快布局线上渠道，提升线上服务质量，运用平台数据指引高端产品的设计开发，打造以红人、直播、视频构成的推广矩阵，提升品牌的内容输出能力。21Q1 负责线上端运营的子公司晨光科技收入 1.1 亿元，同比+15.4%。从行业格局来看，疫情或加速中小企业退出，资源向龙头企业集中，具备产品、品牌和渠道全方位优势的晨光文具或从中受益。

新业务营收增长 160%，办公直销科力普业务持续壮大。21Q1 科力普实现收入 14.7 亿元，同比+161.1%，占总营收比 38.5%，推动公司收入规模增长。21Q1 晨光生活馆（含九木杂物社）实现收入 2.4 亿元，同比+153.6%，其中九木杂物社实现收入 2.2 亿元，同比+174.3%，晨光生活馆整体经营亏损较去年同期减少。截至 21Q1，全国拥有 442 家零售大店，其中晨光生活馆 68 家（较 20 期末减少 12 家），九木杂物社 374 家（较 20 期末增加 13 家）。

因产品结构变化，盈利略有下滑。21Q1 公司整体毛利率为 24.6%，同比-3.3pct，分产品来看，书写工具/学生文具/办公文具/科力普毛利率分别为 39.1%/32.3%/28.2%/10.5%，由于毛利率较低的科力普业务占比持续提升，毛利率略有下滑。随着科力普全国 6 个中心仓投入使用，物流成本不断降低，同时通过数字化手段加强精细化运营能力，盈利水平或将进一步提升。21Q1 公司净利率为 8.7%，同比-1.7pct，下降幅度小于毛利率下滑幅度，得益于费用管控有效，21Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.8%/4.9%/1.2%/0.0%，同比-2.0pct/-0.7pct/-0.9pct/+0.1pct。

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，预计公司 21-22 年归母净利分别为 15.1/18.4 亿元，同比+20.4%/+22.0%，对应 PE 56.4/46.3x，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	2,683.98
净利润(百万元)	1,060.08	1,255.43	1,512.08	1,844.83	2,203.30
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)	80.50	67.97	56.43	46.26	38.73
市净率(P/B)	20.31	16.43	13.45	11.33	9.54
市销率(P/S)	7.66	6.50	5.28	4.33	3.59
EV/EBITDA	28.20	42.51	43.56	34.35	28.66

资料来源：wind，天风证券研究所

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	91.75 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)	85,091.48
流通 A 股市值(百万元)	84,410.00
每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	40.04
一年内最高/最低(元)	100.77/49.37

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-年报点评报告: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》 2021-03-30
2 《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
3 《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

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	3,879.94	6,858.95	7,186.10
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**	**8,209.06**	**11,433.48**	**12,902.63**
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**	**10,618.65**	**13,818.95**	**15,273.14**
短期借款	183.19	180.18	144.14	115.31	92.25
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**	**3,910.17**	**5,910.72**	**5,939.93**
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**	**4,024.07**	**6,036.01**	**6,077.75**
少数股东权益	259.42	247.42	248.59	249.73	251.10
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	5,418.56	6,605.78	8,016.86
其他	(271.82)	(707.28)	(533.38)	(533.38)	(533.38)
股东权益合计	**4,460.93**	**5,440.99**	**6,594.57**	**7,782.94**	**9,195.39**
负债和股东权益总计	**7,565.12**	**9,709.91**	**10,618.65**	**13,818.95**	**15,273.14**

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	2,203.30
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	1.37
经营活动现金流	**1,081.94**	**1,271.70**	**1,759.24**	**3,736.99**	**1,188.56**
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	144.14	115.31	92.25
股权融资	8.92	84.98	179.26	2.60	(1.78)
其他	(556.42)	(465.22)	(713.73)	(801.74)	(907.53)
筹资活动现金流	**(364.30)**	**(200.06)**	**(390.32)**	**(683.82)**	**(817.07)**
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**	**1,317.78**	**2,979.01**	**327.16**

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	1,984.44
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	306.58
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**	**2,603.04**
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**	**2,656.91**
所得税	217.60	278.78	310.41	378.67	452.25
净利润	**1,076.08**	**1,238.37**	**1,513.24**	**1,845.97**	**2,204.67**
少数股东损益	15.99	(17.05)	1.17	1.15	1.37
归属于母公司净利润	**1,060.08**	**1,255.43**	**1,512.08**	**1,844.83**	**2,203.30**
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%	19.62%
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%	23.83%	24.49%	24.63%
ROIC	53.24%	73.91%	103.71%	142.51%	-410.80%
偿债能力					
资产负债率	41.03%	43.96%	37.90%	43.68%	39.79%
净负债率	-39.28%	-43.78%	-56.65%	-86.65%	-77.15%
流动比率	1.76	1.74	2.10	1.93	2.17
速动比率	1.30	1.42	1.53	1.59	1.64
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	1.61	1.63
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	1.28
每股净资产	4.53	5.60	6.84	8.12	9.64
估值比率					
市盈率	80.50	67.97	56.43	46.26	38.73
市净率	20.31	16.43	13.45	11.33	9.54
EV/EBITDA	28.20	42.51	43.56	34.35	28.66
EV/EBIT	28.78	47.46	45.37	35.55	29.53

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	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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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