

再谈晨光长期价值，三十年沉淀核心竞争力  
买入（首次）

2021年06月29日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

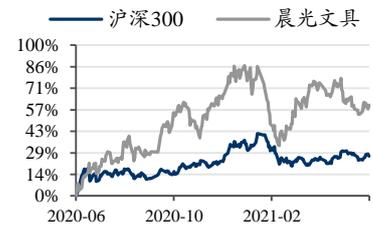
zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,138	16,852	20,705	25,638
同比（%）	17.9%	28.3%	22.9%	23.8%
归母净利润（百万元）	1,255	1,565	1,909	2,301
同比（%）	18.4%	24.7%	22.0%	20.6%
每股收益（元/股）	1.35	1.69	2.06	2.48
P/E（倍）	61.83	49.60	40.67	33.73

投资要点

- 传统业务：精耕细作成就文具龙头，成长空间依旧广阔。**公司在传统文具零售领域龙头地位稳固，其中优势品类书写工具2020年市场份额达16%（销售额口径，根据中国制笔协会市场规模数据测算）。经过三十余年深耕，“晨光文具”已成为家喻户晓的国民品牌，渠道及产品方面均建立了坚实壁垒。**在渠道端**，公司于2008年率先采用“连锁加盟”模式，具有先发优势，截至2020年末使用“晨光文具”店招的零售终端数量已超过8万家。随着渠道的持续升级优化，同时晨光联盟的推行，渠道销售效率及终端信息化水平将持续提升，继续拉大与竞争对手的差距。**在产品端**，公司制笔技术全国领先，大众产品性价比优势突出，精品文创产品带动产品结构升级及利润率提升。同时精简SKU，提升单品贡献的策略将有助于进一步提升销售效率及优化供应链。中长期看，根据国家统计局数据，2020年我国文教办公用品制造业实现营业收入1563亿元，其中书写工具营收146亿元。文具作为必选消费需求稳健，我们认为消费升级大趋势下行业在中长期将保持6-8%的稳健增长。2020年公司整体市占率（销售额口径）仅4.5%，随着在书写工具以外的品类持续发力，公司市场份额提升空间广阔。
- 科力普：行业红利期延续，规模高增下盈利能力持续提升。**根据公司年报，2020年办公集采市场规模已超万亿，阳光集采与电商化趋势下，集中度和进入壁垒将逐渐提升。后续来看，未来2-3年在办公集采渗透率提升及MRO纳入集采范围品类扩容的共同驱动下，行业红利期将持续，看好科力普业务收入端延续高增。2020年科力普净利率较2019年提升0.8pp至2.9%，已跨越微利阶段。随着规模效应、配送和管理效率提升，后续盈利能力有望持续增强。
- 新零售业务：文创消费升级的重要窗口，运营水平趋于成熟。**作为文具行业龙头，公司引领行业发展，探索文具消费向文创消费的升级路径。从“晨光生活馆”到“九木杂物社”，公司新零售运营日趋成熟，坪效持续提升。九木杂物社是沟通走向成年的、早期晨光品牌消费者的重要窗口，长期看有望带动产品结构优化及用户池的持续变现。
- 专注、坚持、稳健，三十年沉淀核心竞争力。**当同期成长起来的其他品牌寻求多元业务以追求短期快速增长时，公司始终专注于文具主业，多年来坚持渠道投放及建设，稳健拓展能力边界，在文具这一赛道上做深做精。我们预计公司21-23年净利润分别为15.7、19.1、23.0亿元，EPS 1.69、2.06、2.48元，对应PE49.6、40.7、33.7X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，疫情反复影响线下渠道销售等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	83.70
一年最低/最高价	51.76/100.77
市净率(倍)	16.34
流通 A 股市值(百万元)	77172.27

基础数据

每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	40.04
总股本(百万股)	927.75
流通 A 股(百万股)	922.01

相关研究

晨光文具三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>7,241</b>	<b>8,822</b>	<b>11,079</b>	<b>14,109</b>	<b>营业收入</b>	<b>13,138</b>	<b>16,852</b>	<b>20,705</b>	<b>25,638</b>
现金	2,562	2,985	4,654	6,030	减:营业成本	9,807	12,861	15,940	19,907
应收账款	1,561	1,758	2,320	2,729	营业税金及附加	51	65	80	99
存货	1,323	2,219	2,171	3,312	营业费用	1,103	1,297	1,511	1,845
其他流动资产	1,795	1,859	1,935	2,038	管理费用	763	903	1,078	1,284
<b>非流动资产</b>	<b>2,469</b>	<b>2,933</b>	<b>3,184</b>	<b>3,473</b>	研发费用	160	180	211	262
长期股权投资	35	34	33	32	财务费用	9	-35	-58	-96
固定资产	1,848	2,114	2,325	2,599	资产减值损失	-40	-52	-63	-79
在建工程	55	76	89	111	加:投资净收益	4	7	9	11
无形资产	321	342	368	389	其他收益	46	46	46	46
其他非流动资产	211	367	369	342	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9,710</b>	<b>11,754</b>	<b>14,263</b>	<b>17,581</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,409</b>	<b>1,878</b>	<b>2,287</b>	<b>2,755</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,165</b>	<b>5,133</b>	<b>6,229</b>	<b>7,755</b>	加:营业外净收支	108	10	10	10
短期借款	180	207	238	274	<b>利润总额</b>	<b>1,517</b>	<b>1,888</b>	<b>2,298</b>	<b>2,765</b>
应付账款	2,602	3,251	4,004	5,056	减:所得税费用	279	347	422	508
其他流动负债	1,383	1,674	1,988	2,425	少数股东损益	-17	-24	-33	-45
<b>非流动负债</b>	<b>104</b>	<b>104</b>	<b>104</b>	<b>104</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,255</b>	<b>1,565</b>	<b>1,909</b>	<b>2,301</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,451	1,816	2,197	2,620
其他非流动负债	104	104	104	104	EBITDA	1,708	2,116	2,508	2,993
<b>负债合计</b>	<b>4,269</b>	<b>5,236</b>	<b>6,333</b>	<b>7,859</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	247	223	190	145	每股收益(元)	1.35	1.69	2.06	2.48
归属母公司股东权益	5,194	6,295	7,740	9,578	每股净资产(元)	5.60	6.79	8.35	10.33
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,710</b>	<b>11,754</b>	<b>14,263</b>	<b>17,581</b>	发行在外股份(百万股)	927	927	927	927
					ROIC(%)	85.1%	78.2%	105.2%	96.0%
					ROE(%)	22.8%	23.6%	23.7%	23.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	25.4%	23.7%	23.0%	22.4%
经营活动现金流	1,272	1,570	2,581	2,339	销售净利率(%)	9.6%	9.3%	9.2%	9.0%
投资活动现金流	-1,065	-744	-538	-631	资产负债率(%)	44.0%	44.5%	44.4%	44.7%
筹资活动现金流	-200	-402	-375	-332	收入增长率(%)	17.9%	28.3%	22.9%	23.8%
现金净增加额	-0	423	1,668	1,376	净利润增长率(%)	15.1%	24.4%	21.7%	20.3%
折旧和摊销	257	300	312	373	P/E	61.83	49.60	40.67	33.73
资本开支	324	263	251	314	P/B	14.95	12.33	10.03	8.10
营运资本变动	-233	-217	476	-164	EV/EBITDA	43.40	34.83	28.72	23.60

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>