

Q2 维持快速增长势头，彰显文创巨头王者风范

晨光文具(603899)

评级:	买入	股票代码:	603899
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	100.77/53.6
目标价格:		总市值(亿)	769.84
最新收盘价:	82.98	自由流通市值(亿)	765.08
		自由流通股数(百万)	922.01

事件概述

晨光文具发布 2021 年半年度业绩预增公告：预计 2021H1 公司归母净利润 6.10-7.00 亿元，同比增长 31%-50%；扣非后归母净利润 5.50-6.20 亿元，同比增长 42%-60%。分季度看，2021Q2 单季度归母净利润 2.82-3.72 亿元，同比增长 20%-59%；扣非归母净利润 2.55-3.25 亿元，同比增长 20%-53%。对比 2019Q2，则 2021Q2 单季度归母净利润、扣非后归母净利润分别增长 33%-75%、31%-67%。二季度业绩维持快速增长势头，符合预期。

分析判断：

► Q2 业绩延续高增长，龙头领先优势彰显。

公司 Q2 单季度业绩维持快速增长势头，预计主要为公司传统核心业务稳定增长，晨光科力普、零售大店等新业务快速放量。1) 传统核心业务方面：随着学校上课以及企业办公文具采购需求释放，1-5 月我国文化办公用品零售额同比+22.0%，文具行业需求不断恢复。公司不断优化和升级自身渠道、产品，加大终端支持与市场营销推广，预计 Q2 单季度公司传统核心业务增长高于行业增速，市场份额持续提升。2) 新业务方面，晨光科力普持续开拓政府、央企、金融以及其他企业等终端客户，并上线 MRO 线上商城，且二季度随着企业办公采购需求的逐渐释放，预计业务规模持续保持高增长，且盈利端有望随着规模效应陆续发挥，经营质量和盈利能力逐渐提升。零售大店则持续受益于客流的逐步恢复以及加盟开店的不断推进，预计保持快速增长。此外，晨光科技目前仍处于投入期，规模较低，公司加快发展线上分销渠道，落地多款线上专供产品开发，提高品类推广效率和品牌知名度，业务规模快速扩大。

► 一体两翼持续发力，文具龙头不断向文创巨头迈进。

中长期来看，公司一体两翼持续发力，文具龙头不断向文创巨头迈进，其中，传统核心业务从“增量”到“提质”，渠道优化提升效率，精品文创优化结构，盈利能力逐步提升。且受疫情等影响，行业份额加速向拥有渠道、产品、品牌等优势龙头企业集中，龙头企业持续受益；晨光科力普业务面向万亿市场，市场空间巨大。随着政府、央企、金融以及 500 强等合作客户数量不断增加，规模效应将逐渐发挥，净利率有望得以明显改善，科力普逐步进入利润收获期；新零售渠道模式成熟，加盟开店提速，盈利预计将明显改善，未来潜力较大；海外市场加速探索，进一步打开成长空间。公司产品远销 50 多个国家和地区，并在泰国、越南、马来西亚等国家设有经销体系和采购网络，因地制宜推广业务模式，满足不同区域的市场需求，目前已初见成效。

投资建议：

我们认为晨光传统业务产品渠道升级所带来量价提升空间，新业务正在迈入收获期，公司逐渐由文具龙头向文创巨头持续转型升级，看好其发展前景。维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年营收分别为 163.79、199.09、237.81 亿元，归母净利润分别为 15.31、19.00、22.79 亿元，对应 PE 分别为 50 倍、40 倍、34 倍，维持“买入”评级。

风险提示

传统文具需求大幅下滑风险；新业务不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141	13,138	16,379	19,909	23,781
YoY (%)	30.5%	17.9%	24.7%	21.6%	19.5%
归母净利润(百万元)	1,060	1,255	1,531	1,900	2,279
YoY (%)	31.4%	18.4%	22.0%	24.1%	19.9%
毛利率 (%)	26.1%	25.4%	25.9%	25.9%	25.9%
每股收益 (元)	1.14	1.35	1.65	2.05	2.46
ROE	25.2%	24.2%	22.7%	22.0%	20.8%
市盈率	72.57	61.28	50.24	40.48	33.76

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,138	16,379	19,909	23,781	净利润	1,238	1,510	1,875	2,248
YoY (%)	17.9%	24.7%	21.6%	19.5%	折旧和摊销	257	108	118	128
营业成本	9,807	12,137	14,749	17,619	营运资金变动	-233	-876	-829	-651
营业税金及附加	51	64	76	92	经营活动现金流	1,272	711	1,132	1,690
销售费用	1,103	1,400	1,692	2,010	资本开支	-324	-150	-150	-180
管理费用	603	770	916	1,082	投资	-765	-200	-100	-100
财务费用	9	9	18	30	投资活动现金流	-1,065	-337	-236	-263
资产减值损失	-40	0	0	0	股权募资	176	0	0	0
投资收益	4	13	14	17	债务募资	180	0	0	0
营业利润	1,409	1,820	2,267	2,724	筹资活动现金流	-200	-12	-13	-13
营业外收支	108	30	30	30	现金净流量	0	362	883	1,414
利润总额	1,517	1,850	2,297	2,754	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	279	340	422	506	成长能力 (%)				
净利润	1,238	1,510	1,875	2,248	营业收入增长率	17.9%	24.7%	21.6%	19.5%
归属于母公司净利润	1,255	1,531	1,900	2,279	净利润增长率	18.4%	22.0%	24.1%	19.9%
YoY (%)	18.4%	22.0%	24.1%	19.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.35	1.65	2.05	2.46	毛利率	25.4%	25.9%	25.9%	25.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	9.4%	9.2%	9.4%	9.5%
货币资金	2,562	2,924	3,807	5,221	总资产收益率 ROA	12.9%	13.8%	14.6%	14.7%
预付款项	132	137	175	210	净资产收益率 ROE	24.2%	22.7%	22.0%	20.8%
存货	1,323	1,829	2,186	2,587	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,225	3,638	4,187	4,776	流动比率	1.74	2.12	2.57	2.97
流动资产合计	7,241	8,528	10,355	12,794	速动比率	1.39	1.63	1.98	2.32
长期股权投资	35	35	35	35	现金比率	0.62	0.73	0.94	1.21
固定资产	1,848	1,859	1,864	1,868	资产负债率	44.0%	37.2%	31.8%	28.4%
无形资产	321	361	381	401	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2,469	2,550	2,626	2,729	总资产周转率	1.35	1.48	1.53	1.53
资产合计	9,710	11,078	12,981	15,524	每股指标 (元)				
短期借款	180	180	180	180	每股收益	1.35	1.65	2.05	2.46
应付账款及票据	2,602	2,328	2,020	1,931	每股净资产	5.60	7.26	9.33	11.81
其他流动负债	1,383	1,507	1,829	2,192	每股经营现金流	1.37	0.77	1.22	1.82
流动负债合计	4,165	4,014	4,029	4,303	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	104	104	104	104	PE	61.28	50.24	40.48	33.76
非流动负债合计	104	104	104	104	PB	15.81	11.42	8.90	7.03
负债合计	4,269	4,118	4,133	4,406					
股本	927	928	928	928					
少数股东权益	247	227	201	170					
股东权益合计	5,441	6,960	8,848	11,117					
负债和股东权益合计	9,710	11,078	12,981	15,524					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。