

晨光文具(603899)

报告日期: 2021年7月2日

点评报告

行业公司研究—轻工制造行业—

证券研究报告

# 中报预告略超预期，核心业务表现靓丽

## ——晨光文具点评报告

✎ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008  
 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
 ☎ 联系人: 傅嘉成  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

### 报告导读

公司发布21H1业绩预告: 21H1 归母净利润6.1-7.0亿元, 同增31%-50%; 其中21Q2 归母净利润2.8-3.7亿元, 同增21-59%, 中位数是3.3亿元, 同增40%。21H1 扣非净利润5.5-6.2亿元, 同增42%-60%; 其中21Q2 扣非净利润2.6-3.3亿元, 同增20-53%; 中位数2.9亿元, 同增36%。

### 投资要点

#### □ 传统业务盈利能力持续回升，线上线下进展良好

上年同期受新冠疫情影响基数较低，公司21H1生产恢复明显。传统业务21Q2小幅超预期，我们预测Q2传统文具表现靓丽（线下为主）。4月综合提价10%，抵消原本原材料上涨不利因素。公司品牌、渠道优势显著。品牌方面，公司是文具行业“自主品牌+内需市场”的领跑者，率先在竞争激烈的内需市场确立了自主品牌销售的龙头地位，连续九年在“中国轻工业制笔行业十强企业”评比中蝉联第一。晨光品牌已经在消费者心中建立了良好的品牌认知，是博鳌亚洲论坛多年来的指定文具品牌。渠道方面，公司在文具行业零售终端网络覆盖的广度和深度具有明显的先发优势和领先优势，建立了高效的分销体系管理与高覆盖的国内终端网络。截至报告期末，公司在全国拥有36家一级合作伙伴，覆盖1,200个城市的二、三级合作伙伴和大客户，超过8万家使用“晨光文具”店招的零售终端。

#### □ 办公集采延续高增，九木&生活馆客流坪效提升

(1) 科力普: 办公集采延续高成长，公司加强了大客户合作和加速建设智能化仓储物流，资源整合加速，渠道优势持续扩大。客户开发方面，科力普入围山东省政府、华润集团、建设银行等项目。仓配物流方面，科力普新增东北中心仓，同时华东新仓投入使用，提升了订单响应时效，提升仓库利用效率，进一步降低运输成本。(2) 九木&生活馆: 截止21Q1，公司全国开店442家零售大店，其中晨光生活馆68家，九木杂物社374家（直营249家，加盟125家）。公司积极打造精品文创店组货和服务模式，全面发展九木杂物社，试点优化晨光生活馆。预期疫后同店客流量、坪效逐步回升。

#### □ 盈利预测及估值

公司传统业务渠道护城河深厚，新业务模式趋于成熟。我们预计公司21-23年分别实现收入173.65/227.03/294.98亿元，同比增长32.17%/30.74%/29.93%；归母净利润16.10/20.10/25.14亿元，同比增长28.24%/24.88%/25.06%。当前市值对应21-23年PE分别为47.82X/38.29X/30.62X，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

线下竞争加剧，九木发展不及预期，科力普发展不及预期。

### 评级

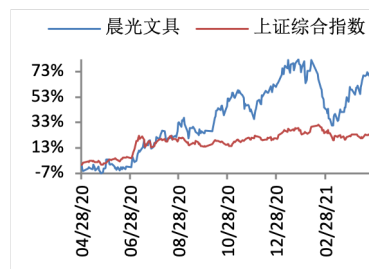
### 买入

上次评级 买入  
 当前价格 ¥82.98

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2021	0.35
4Q/2020	0.37
3Q/2020	0.48
2Q/2020	0.25



### 公司简介

文具龙头，深耕学生和办公文具。

### 相关报告

- 《【浙商轻工】晨光文具：收入增长超预期，核心业务盈利稳健 210429》2021.04.29
- 《【浙商轻工】晨光文具：年报表现靓丽，传统业务盈利能力持续提升 210330》2021.03.30
- 《【浙商轻工】晨光文具：三季度经营环比显著修复，盈利表现略超市场预期 201028》2020.10.28

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成

**财务摘要**

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	13137.75	17364.66	22702.99	29498.19
(+/-)	17.92%	32.17%	30.74%	29.93%
净利润	1255.43	1609.94	2010.45	2514.20
(+/-)	9.00%	28.24%	24.88%	25.06%
每股收益(元)	1.35	1.74	2.17	2.71
P/E	61.32	47.82	38.29	30.62

**图 1: 晨光文具季度财务数据一览**

单位: 百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
<b>营业总收入</b>	2,355.61	2,483.01	3,108.72	3,193.76	2,083.59	2,677.84	3,776.38	4,599.94	3,812.03
<b>YOY</b>	28.00%	27.57%	33.02%	32.44%	-11.55%	7.85%	21.48%	44.03%	82.96%
<b>归母净利润</b>	258.72	212.55	330.61	258.21	230.37	234.13	448.41	342.52	328.29
<b>YOY</b>	26.42%	25.02%	32.22%	41.77%	-10.95%	10.15%	35.63%	32.65%	42.50%
<b>扣非归母净利润</b>	232.64	194.72	333.20	244.63	173.99	213.13	405.71	309.88	294.90
<b>YOY</b>	29.54%	20.78%	43.89%	38.19%	-25.21%	9.46%	21.76%	26.67%	69.49%
<b>毛利率</b>	27.07%	25.38%	27.71%	24.49%	27.92%	26.41%	27.09%	22.16%	24.63%
<b>期间费用率</b>	15.05%	15.03%	13.74%	13.98%	18.40%	15.98%	13.52%	12.02%	14.89%
其中: 销售费用	222.18	222.74	255.83	279.42	223.50	260.90	309.16	309.62	333.81
销售费用率	9.43%	8.97%	8.23%	8.75%	10.73%	9.74%	8.19%	6.73%	8.76%
其中: 管理费用	102.76	119.50	131.62	115.39	116.10	134.02	153.22	199.29	186.26
研发费用	29.87	36.35	41.44	52.74	44.64	35.19	43.46	36.89	47.13
管理+研发费用率	5.63%	6.28%	5.57%	5.26%	7.71%	6.32%	5.21%	5.13%	6.12%
其中: 财务费用	-0.28	-5.47	-1.69	-0.96	-0.88	-2.06	4.86	7.13	0.42
财务费用率	-0.01%	-0.22%	-0.05%	-0.03%	-0.04%	-0.08%	0.13%	0.16%	0.01%
<b>归母净利率</b>	10.98%	8.56%	10.63%	8.08%	11.06%	8.74%	11.87%	7.45%	8.61%
<b>存货</b>	926.48	1,276.98	1,260.79	1,378.11	1,351.44	1,299.37	1,179.04	1,322.81	1,310.76
较上年同期增减	135.59	387.15	367.52	335.41	424.96	22.39	-81.75	-55.30	-40.68
<b>应收票据</b>	0.00	5.40	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	0.00	5.40	0.40	-1.89	0.00	-5.40	-0.40	0.00	0.00
<b>应收账款</b>	829.91	1,136.68	1,294.91	1,026.09	1,127.15	1,260.56	1,541.44	1,561.21	1,774.36
较上年同期增减	237.33	324.01	294.76	217.32	297.24	123.88	246.53	535.12	647.21
<b>应付账款及应付票据</b>	1079.26	1446.77	1679.67	1861.07	1285.86	1381.21	1961.54	2602.02	2065.47
较上年同期增减	373.79	405.76	579.84	541.67	206.59	-65.57	281.87	740.95	779.61
<b>预收账款</b>	46.03	91.83	152.76	206.76	99.87	106.34	154.31	114.10	101.18
较上年同期增减	9.47	48.72	43.44	59.12	53.84	14.51	1.55	-92.66	1.31
<b>经营性现金流净额</b>	99.55	147.53	430.91	403.95	-258.69	385.24	767.51	377.64	164.24
较上年同期增减	136.61	-53.56	102.58	68.37	-358.24	237.71	336.60	-26.31	422.93
<b>筹资性现金流净额</b>	0.00	-257.79	-110.64	4.12	-6.27	-192.07	-1.70	-0.02	-14.91
较上年同期增减	0.00	-27.79	-110.64	-0.78	-6.27	65.71	108.93	-4.14	-8.64
<b>资本开支</b>	103.76	27.76	66.40	179.81	10.52	36.77	50.64	226.00	72.25
较上年同期增减	50.54	-126.33	5.96	129.34	-93.24	9.01	-15.76	46.19	61.73
<b>ROE</b>	7.31%	5.84%	8.77%	6.35%	5.34%	5.25%	9.48%	6.74%	6.11%
<b>YOY (±)</b>	0.34%	0.19%	0.71%	0.86%	-1.97%	-0.60%	0.72%	0.40%	0.77%
<b>资产负债率</b>	32.78%	38.89%	39.33%	41.03%	32.51%	32.89%	37.23%	43.96%	40.04%
<b>YOY (±)</b>	4.74%	5.22%	4.84%	2.62%	-0.27%	-6.00%	-2.11%	2.93%	7.53%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 晨光文具收入结构一览(单位: 百万元)

(亿元)		1901	1902	19H1	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20H1	20Q3	20Q4	2020	21Q1	
<b>总收入</b>		23.56	24.83	48.39	31.07	31.94	111.40	20.84	26.78	47.61	37.76	46.01	131.38	38.12	
yoy		28.00%	27.57%	27.78%	32.98%	32.45%	30.53%	-11.55%	7.85%	-1.60%	21.48%	44.00%	17.92%	82.92%	
<b>净利润</b>		2.59	2.12	4.71	3.31	2.58	10.60	2.30	2.34	4.65	4.48	3.42	12.55	3.28	
yoy		26.56%	24.69%	25.78%	32.21%	41.77%	31.39%	-10.95%	10.15%	-1.44%	35.63%	32.36%	18.43%	42.50%	
毛利率		10.99%	8.54%	9.73%	10.64%	8.09%	9.66%	11.06%	8.74%	9.76%	11.87%	7.43%	9.55%	8.61%	
		<b>按品类拆分</b>													
<b>非写工具</b>		5.60	5.73	11.33	7.17	3.37	21.87	4.30	5.62	9.92	8.77	4.11	22.80	6.69	
yoy		12.00%	10.19%	10.49%	14.17%	13.08%	12.26%	-23.80%	-1.90%	-12.43%	22.32%	21.96%	4.25%	57.31%	
毛利率		34.20%	35.70%	34.96%	34.68%	47.18%	36.75%	37.90%	42.28%	40.38%	39.73%	44.27%	40.83%	39.11%	
<b>学生文具</b>		6.30	4.45	10.75	9.15	6.55	26.45	5.40	4.81	10.21	9.93	6.92	27.06	7.70	
yoy		31.25%	27.14%	26.67%	45.01%	64.89%	42.35%	-9.00%	8.15%	-4.99%	8.50%	5.68%	2.31%	42.64%	
剔除上海安顿		3.54	9.84	8.05	4.91	22.80	4.70	3.91	8.61	9.22	6.23	24.06	5.53%		
yoy		1.14%	18.53%	27.58%	23.60%	22.70%	-25.40%	10.45%	-12.50%	14.49%	26.96%	26.96%	5.53%		
毛利率		33.80%	32.45%	33.24%	35.74%	27.40%	32.66%	32.70%	37.50%	34.96%	33.28%	31.30%	33.43%	32.31%	
<b>办公文具(含办公直销)</b>		11.50	13.75	25.25	13.78	21.02	60.05	10.60	15.80	26.40	18.14	33.67	78.21	22.52	
yoy		35.29%	32.21%	33.60%	29.63%	26.59%	30.16%	-7.83%	14.92%	4.56%	31.66%	60.17%	30.24%	112.49%	
毛利率		18.50%	18.27%	18.38%	18.32%	19.24%	17.38%	18.13%	16.68%	17.78%	16.77%	17.21%	16.67%	17.21%	
其中: 传统办公		5.30	4.95	10.25	9.95	9.27	23.47	5.00	5.40	10.40	5.52	12.29	28.21	7.87	
yoy		9.96%	11.01%	10.47%	14.46%	22.88%	15.86%	-5.66%	9.17%	1.52%	39.69%	32.60%	17.30%	57.40%	
毛利率		26.58%			26.46%		26.46%	24.70%	27.43%	26.12%	26.39%	30.89%	28.25%	28.17%	
		<b>按业务拆分</b>													
<b>传统渠道</b>		16.26	14.82	31.08	19.35	18.37	68.81	14.29	14.98	29.26	23.17	22.40	74.83	21.03	
yoy		15.05%	14.61%	14.84%	27.46%	29.48%	21.94%	-12.12%	1.09%	-5.85%	19.73%	21.97%	8.75%	47.17%	
收入(含晨光科技及安顿)		16.26	13.91	30.17	18.25	16.73	65.16	13.59	14.08	27.66	22.46	21.71	71.83	20.24%	
yoy		15.05%	7.57%	11.48%	20.21%	17.92%	15.47%	-16.42%	1.22%	-8.32%	23.05%	29.81%	10.24%		
收入(不含晨光科技及安顿)		15.58	13.34	28.92	17.50	15.76	62.19	12.66	12.97	25.62	21.11	20.36	67.89	17.21%	
yoy		14.20%	6.32%	10.42%	19.90%	18.43%	14.97%	-18.74%	-2.77%	-11.41%	20.63%	29.21%	12.35		
净利润/亿		2.54	2.04	4.58	3.07	2.46	10.12	2.36	2.25	4.75	4.49	3.11	12.35	2.99	
毛利率		15.65%	13.75%	14.74%	15.88%	13.42%	14.70%	16.50%	15.01%	16.24%	19.39%	13.87%	16.50%	14.22%	
<b>其中: 上海安顿</b>			0.91	0.91	1.10	1.64	3.65	0.70	0.90	1.60	0.71	0.69	3		
yoy			(0.02)	(0.02)	(0.02)					(0.24)			(0.79)		
毛利率			-2.15%	-2.15%	-1.78%					-15.00%			-26.27%		
<b>其中: 晨光科技</b>		0.68	0.57	1.25	0.75	0.97	2.97	0.93	1.11	2.04	1.35	1.35	4.74	1.08	
yoy		38.78%	48.39%	43.00%	28.01%	10.23%	26.82%	36.76%	95.09%	63.92%	79.43%	38.62%	59.49%	15.39%	
毛利率		0.60		0.33%	1.47%		0.01						-0.12		
<b>利力普</b>		6.20	8.80	15.00	9.83	11.75	36.58	5.60	10.40	16.90	12.62	21.38	50	14.66	
yoy		68.48%	48.12%	55.91%	36.93%	29.69%	41.45%	-9.68%	18.15%	6.63%	28.43%	81.92%	36.69%	161.06%	
毛利率		0.10	0.19	0.29	0.26	0.22	0.76	0.07	0.33	0.40	0.25	0.79	1.44	0.29	
yoy		1.61%	2.13%	1.92%	2.60%	1.84%	2.08%	1.25%	3.19%	2.51%	2.00%	3.68%	2.88%	2.00%	
<b>九木生丽情</b>		1.10	1.21	2.31	1.89	1.81	6.01	0.95	1.40	2.55	1.97	2.23	6.55	2.43	
yoy				1.70	1.37	1.41	4.60	1.96	1.64	1.98	1.58	1.98	5.58	2.21	
毛利率		0.61	0.52	0.61	0.52	1.41	1.41	0.39	0.32	0.26	0.26	0.97	0.22	0.97	
yoy		86.44%	104.74%	95.60%	87.31%	108.24%	96.46%	-13.64%	15.89%	1.83%	4.08%	23.36%	8.99%	153.38%	
净利润/亿		-0.04	-0.06	-0.10	0.10	-0.08	-0.08	-0.18	-0.21	-0.39	-0.31	0.20	-0.50	0.00	
yoy		-3.64%	-5.29%	-4.52%	5.29%	-4.18%	-1.33%	-18.95%	-14.91%	-16.54%	-16.00%	9.17%	-7.63%	0.00%	
门店数		300	337	300	337	300	380	383	404	404	440	441	441	442	
yoy		171	129	171	129	125	261	272	295	295	334	361	361	374	
毛利率		119	109	119	109	109	119	109	109	106	106	80	80	68	
单店收入/万		83.24			189.29		189.29			66.76			159.56		

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	7241	8730	12143	16159
现金	2562	3711	5656	7957
交易性金融资产	1428	697	929	1018
应收账款	1561	1362	2625	2670
其它应收款	142	198	248	326
预付账款	132	82	192	257
存货	1323	2417	2438	3828
其他	93	264	56	103
<b>非流动资产</b>	2469	3131	3212	3483
金额资产类	0	1	0	1
长期投资	35	33	35	34
固定资产	1848	2060	2366	2672
无形资产	321	350	396	413
在建工程	55	105	75	65
其他	211	580	339	298
<b>资产总计</b>	9710	11861	15355	19643
<b>流动负债</b>	4165	4556	6049	7841
短期借款	180	121	161	154
应付款项	2602	3006	4096	5446
预收账款	0	208	231	218
其他	1383	1221	1561	2023
<b>非流动负债</b>	104	95	103	100
长期借款	0	0	0	0
其他	104	95	103	100
<b>负债合计</b>	4269	4651	6151	7942
少数股东权益	247	230	213	196
归属母公司股东权	5194	6980	8990	11505
<b>负债和股东权益</b>	9710	11861	15355	19643
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1272	890	2446	3642
净利润	1238	1593	1993	3188
折旧摊销	257	195	222	251
财务费用	9	(14)	(18)	(24)
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	500	365	238	1355
其它	(728)	(1246)	15	(1124)
<b>投资活动现金流</b>	(1065)	545	(546)	(340)
资本支出	(478)	(335)	(445)	(420)
长期投资	1	0	(0)	0
其他	(588)	879	(100)	79
<b>筹资活动现金流</b>	(200)	10	18	24
短期借款	180	121	161	154
长期借款	0	0	0	0
其他	(380)	(111)	(143)	(131)
<b>现金净增加额</b>	6	1445	1918	3326

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	13138	17365	22703	29498
营业成本	9807	12885	16952	22073
营业税金及附加	51	69	91	117
营业费用	1103	1467	1918	2493
管理费用	603	864	1095	1462
研发费用	160	243	318	413
财务费用	9	(14)	(18)	(24)
资产减值损失	79	36	29	28
公允价值变动损益	32	32	32	32
投资净收益	4	4	4	4
其他经营收益	46	27	33	35
<b>营业利润</b>	1409	1877	2387	3007
营业外收支	108	30	10	10
<b>利润总额</b>	1517	1907	2398	3017
所得税	279	314	404	520
<b>净利润</b>	1238	1593	1993	2497
少数股东损益	(17)	(17)	(17)	(17)
<b>归属母公司净利润</b>	1255	1610	2010	2514
<b>EBITDA</b>	1793	2103	2620	3268
<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.35	1.74	2.17	2.71
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.92%	32.17%	30.74%	29.93%
营业利润	2.47%	33.25%	27.17%	25.97%
归属母公司净利润	9.00%	28.24%	24.88%	25.06%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.36%	25.80%	25.33%	25.17%
净利率	9.43%	9.17%	8.78%	8.47%
ROE	25.36%	25.45%	24.50%	24.05%
ROIC	23.30%	22.41%	21.76%	21.40%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.96%	39.21%	40.06%	40.43%
净负债比率	4.22%	2.60%	2.63%	1.94%
流动比率	1.74	1.92	2.01	2.06
速动比率	1.42	1.39	1.60	1.57
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.52	1.61	1.67	1.69
应收帐款周转率	10.16	11.89	11.39	11.15
应付帐款周转率	4.39	4.60	4.77	4.63
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.35	1.74	2.17	2.71
每股经营现金	1.37	0.96	2.64	3.15
每股净资产	5.60	7.52	9.69	12.40
<b>估值比率</b>				
P/E	61.32	47.82	38.29	30.62
P/B	14.82	11.03	8.56	6.69
EV/EBITDA	43.83	34.67	27.01	20.91

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>