

2021 年中报点评：业绩表现靓丽，高端化战略起航

买入（维持）

2021 年 08 月 27 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

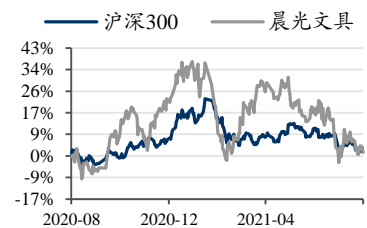
zouwj@dwzq.com

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%	21.9%	20.6%
每股收益（元/股）	1.35	1.69	2.06	2.48
P/E（倍）	53.11	42.59	34.93	28.98

投资要点

- **业绩表现靓丽，位于此前业绩预告中枢，符合市场预期。**公司 2021H1 实现营业收入 76.86 亿元，同比+61.43%，较 2019H1+58.9%；实现归母净利润 6.66 亿元，同比+43.43%，较 2019H1+41.4%。其中，2021Q2 营业收入 38.74 亿元，同比+44.68%，较 2019H1+56%；归母净利润 3.38 亿元，同比+44.34%，较 2019H1+59%。公司 2021H1 业绩表现靓丽，落于此前预告中枢，符合市场预期。
- **淡季不淡势头向好，各项业务均取得亮眼增长。**1) **传统核心业务（含安硕）增长稳健：**2021H1 收入 38.4 亿元，同比+41.1%，2019H1-2021H1 两年平均增速约 13%；2021Q2 收入 18.5 亿元，同比+32.9%，2019H1-2021H1 两年平均增速约 14%。2) **科力普业务延续高增：**2021H1 收入 31.3 亿元，同比+95.5%，2019H1-2021H1 两年平均增速约 44%。科力普客户拓展情况顺利，并于 2021 年初投入使用华东智能新仓一期，迈入仓储物流智能化的领先行列。2021H1 实现净利润 7194 万元，净利润率 2.3%；利润率短期由于原材料价格上涨较快及费用投放增加而略有回落，但下半年随着原材料价格趋于平稳及规模效应的不断释放，科力普盈利能力有望回升。3) **新零售业务品牌宣传效果持续增强：**2021H1 公司零售大店业务收入 4.9 亿元，同比+106.8%，其中九木杂物社收入 4.4 亿元，同比+126%。截至 2021H1 末，九木杂物社已有 403 家门店（直营 276 家，加盟 127 家），较 2020 年末增加 42 家。九木杂物社承担着晨光品牌和产品升级桥头堡的作用，随着门店数量的扩增及晨光品牌露出的增加，九木对于带动产品结构升级、品牌调性提升的作用不断增强。2021H1 公司收购子公司晨光生活馆少数股东股权，对九木的持股比例提升至 85%。
- **盈利能力较为稳定，经营效率提升。**2021H1 公司综合毛利率同比-3.1pp 至 24.01%，其中科力普以外业务中书写工具、学生文具、办公文具毛利率同比分别-0.09pp、-1.40pp、+0.32pp，科力普毛利率同比-3.59pp 至 9.35%。传统核心业务通过提价方式对冲部分原材料上涨影响，同时产品结构持续优化，毛利率较为稳定。若剔除安硕及股权激励费用摊销影响，测算传统业务 2021H1 净利率约为 18.5%-19%。2021H1 公司存货周转天数及应收账款周转天数同比分别下降 26 天、1 天，经营效率提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 15.7、19.1、23.0 亿元，对应 PE43、35、29X，公司渠道优势持续深化，高端化战略有望带动盈利能力持续提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，教育政策影响需求等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.89
一年最低/最高价	64.08/100.77
市净率(倍)	12.79
流通 A 股市值(百万元)	66283.33

基础数据

每股净资产(元)	5.62
资产负债率(%)	40.87
总股本(百万股)	927.75
流通 A 股(百万股)	922.01

相关研究

- 1、《晨光文具（603899）：2021 年中报业绩预告点评：业绩超市场预期，淡季不淡增长势头良好》2021-07-02
- 2、《晨光文具（603899）：再谈晨光长期价值，三十年沉淀核心竞争力》2021-06-30

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
流动资产	7,241	8,745	11,166	14,044	营业收入	13,138	16,852	20,705	25,638
现金	2,562	2,891	4,286	5,506	减:营业成本	9,807	12,861	15,940	19,907
应收账款	1,561	1,776	2,775	3,188	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	1,289	1,500	1,820
其他流动资产	1,795	1,859	1,935	2,038	管理费用	763	903	1,068	1,271
非流动资产	2,469	3,010	3,097	3,538	研发费用	160	180	211	262
长期股权投资	35	34	33	32	财务费用	9	-33	-51	-83
固定资产	1,848	2,191	2,239	2,664	资产减值损失	40	8	4	3
在建工程	55	76	89	111	加:投资净收益	4	21	25	27
无形资产	321	342	368	389	其他收益	46	85	83	85
其他非流动资产	211	367	369	342	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	9,710	11,755	14,263	17,581	营业利润	1,409	1,878	2,287	2,754
流动负债	4,165	5,133	6,229	7,755	加:营业外净收支	108	10	10	10
短期借款	180	207	238	274	利润总额	1,517	1,888	2,297	2,764
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
非流动负债	104	104	104	104	归属母公司净利润	1,255	1,565	1,909	2,301
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,451	1,818	2,203	2,633
其他非流动负债	104	104	104	104	EBITDA	1,708	2,121	2,514	3,004
负债合计	4,269	5,236	6,333	7,859	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
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	6,296	7,740	9,577	每股净资产(元)	5.60	6.79	8.35	10.33
负债和股东权益	9,710	11,755	14,263	17,581	发行在外股份(百万股)	927	928	928	928
					ROIC(%)	85.1%	74.5%	86.8%	78.2%
					ROE(%)	22.8%	23.6%	23.6%	23.2%
					毛利率(%)	25.4%	23.7%	23.0%	22.4%
					销售净利率(%)	9.6%	9.3%	9.2%	9.0%
					资产负债率(%)	44.0%	44.5%	44.4%	44.7%
					收入增长率(%)	17.9%	28.3%	22.9%	23.8%
					归母净利润增长率(%)	18.4%	24.7%	21.9%	20.6%
					P/E	53.11	42.59	34.93	28.98
					P/B	12.84	10.59	8.61	6.96
					EV/EBITDA	37.00	29.63	24.45	20.05

数据来源: Wind, 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>