



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2021-08-26

公司点评报告

买入/维持

晨光文具(603899)

目标价: 110.00

昨收盘: 73.67

轻工造纸

晨光文具: Q2 业绩表现亮眼, 新业务打开成长空间

■ 走势比较

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	927/922
总市值/流通(百万元)	68,296/67,925
12 个月最高/最低(元)	98.00/64.74

相关研究报告:

晨光文具(603899)《晨光中报预告
点评: Q2 业绩超市场预期, 中长期
成长确定性无虞》--2021/07/01

晨光文具(603899)《Q1 新业务超
预期, 看好公司长期发展空间》
--2021/04/28

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

证券分析师: 庞盈盈

电话: 18801904361

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521050002

事件: 公司发布 2021 年中报: 21H1 公司实现营收 76.86 亿元, 同比+61.43%, 归母净利润 6.66 亿元, 同比+43.43%, 扣非净利润 6.13 亿元, 同比+58.32%; Q2 单季公司营收 38.74 亿元, 同比+44.68%, 归母净利润 3.38 亿元, 同比+44.34%, 扣非净利润 3.18 亿元, 同比+49.20%。

点评:

传统核心: 伴随产品优化及渠道赋能, 未来有望持续稳健增长。 鉴于去年疫情影响下的低基数, 21H1 公司传统核心业务营收 46.12 亿元, 同比+45%。21H1 线上晨光科技实现营收 2.30 亿元, 同比+12.65%, 其中 Q2 营收 1.22 亿元, 同比+10.10%。公司对传统核心业务持续进行产品优化, 同时对终端门店进行升级, 长期来看公司在传统业务中的壁垒和扩张能力都非常强, 终端市占率有望持续提升。

科力普: 营收增长亮眼, 未来持续放量、盈利改善可期。 21H1 科力普实现营收 31.28 亿元, 同比+95.51%, Q2 单季营收 16.62 亿元, 同比+59.90%。21H1 科力普毛利率 9.35%, 同比下滑 3.59pct, 净利率 2.30%, 同比下滑 0.21pct。展望未来, 办公直销市场规模空间广阔, 科力普持续中标新客户, 市场份额有所提升, 收入有望维持快速增长, 同时伴随规模效应逐渐显现, 盈利能力有望进一步改善。

零售大店: 产品优化叠加快速展店, 九木延续高增长。 21H1 零售大店营收 4.86 亿元, 同比+106.77%, 其中九木营收 4.42 亿元, 同比+125.95%, 生活馆营收 0.44 亿元, 同比+10.99%。截止 21H1 零售大店合计 463 家, 相较 20 年底增加 22 家, Q2 开店 21 家, 其中九木门店 403 家(直营 276+加盟 127 家), 21H1 九木开店 42 家, Q2 开店 29 家; 截止 21H1 生活馆 60 家, 相较 20 年底减少 20 家, Q2 关店 8 家。

科力普收入占比提升, 公司毛利率承压: 伴随科力普收入快速增长, 低毛利率的办公直销业务收入占比提升, 公司盈利能力同比有所下滑。21H1 公司毛利率 24.01%, 同比-3.06pct, 净利率 8.64%, 同比-0.79pct, 期间费用率同比-3.08pct 至 13.96%, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比变动-2.09、-0.65、-0.45、+0.11pct。Q2 单季公司毛利率 23.41%, 同比-3.00pct, 净利率 8.62%, 同比-0.09pct。

我们预计公司 21-22 年 EPS 分别为 1.68 和 2.07 元, 对应 21-22 年 PE 分别为 43X/35X, 考虑到公司未来传统业务稳健且较快速度的增长, 新业务未来空间可期, 维持“买入”评级。

风险提示: 传统业务不及预期, 科力普客户拓展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13138	16422	20035	24242
(+/-%)	17.92	25.00	22.00	21.00
归母净利润(百万)	1255	1559	1922	2334
(+/-%)	18.33	24.23	23.30	21.45
摊薄每股收益(元)	1.36	1.68	2.07	2.52
市盈率(PE)	65.32	42.78	34.70	28.57

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1936	2562	3079	4221	6392	营业收入	11141	13138	16422	20035	24242
应收和预付款项	1111	1693	1735	2116	2559	营业成本	8230	9807	12340	14955	18023
存货	1378	1323	1623	1967	2370	营业税金及附加	42	51	57	70	85
其他流动资产	809	1602	1685	1735	1792	销售费用	980	1103	1248	1523	1939
流动资产合计	5234	7180	8123	10038	13114	管理费用	630	763	952	1162	1406
长期股权投资	36	35	35	35	35	财务费用	-8	9	-177	-127	-175
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	46	79	45	45	45
固定资产	1164	1848	2662	4386	5020	投资收益	24	4	30	30	30
在建工程	260	55	-445	-1445	-1945	公允价值变动	5	32	0	0	0
无形资产开发支出	331	321	452	578	699	营业利润	1283	1408	1986	2437	2949
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	10	108	-50	-50	-50
其他非流动资产	2298	2463	2909	3759	4014	利润总额	1294	1516	1936	2387	2899
资产总计	7532	9643	11032	13797	17127	所得税	218	279	358	442	536
短期借款	183	180	0	0	0	净利润	1076	1237	1578	1945	2363
应付和预收款项	2068	2602	2198	2663	3210	少数股东损益	16	-17	19	24	29
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	1060	1255	1559	1922	2334
其他负债	853	1373	1768	2122	2544						
负债合计	3104	4155	3965	4785	5753						
股本	920	927	927	927	927	预测指标					
资本公积	272	533	533	533	533		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	3009	3907	5465	7387	9721	毛利率	26.13%	25.36%	24.86%	25.36%	25.66%
归母公司股东权益	4202	5194	6752	8674	11007	销售净利率	9.52%	9.55%	9.49%	9.59%	9.63%
少数股东权益	259	247	267	291	320	销售收入增长率	30.53%	17.92%	25.00%	22.00%	21.00%
股东权益合计	4461	5441	7019	8964	11327	EBIT 增长率	20.51%	18.66%	15.31%	28.51%	20.53%
负债和股东权益	7565	9596	10984	13750	17080	净利润增长率	15.08%	18.33%	24.23%	23.30%	21.45%
						ROE	25.23%	24.15%	23.08%	22.15%	21.20%
						ROA	14.01%	13.07%	14.19%	13.98%	13.66%
						ROIC	52.39%	76.24%	57.03%	55.54%	63.28%
						EPS(X)	1.15	1.36	1.68	2.07	2.52
						PE(X)	42.30	65.32	42.78	34.70	28.57
						PB(X)	10.67	15.81	9.87	7.69	6.06
						PS(X)	4.02	6.25	4.06	3.33	2.75
						EV/EBITDA(X)	31.36	44.76	33.15	24.83	19.61

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。