

**证券研究报告—动态报告**

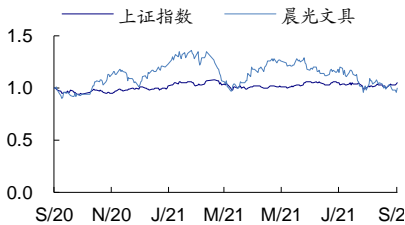
轻工

文具

**晨光文具(603899)**
**买入**
**2021 中报点评**

(维持评级)

2021 年 09 月 02 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	928/922
总市值/流通(亿元)	666/666
上证综指/深圳成指	3,567/14,314
12 个月最高/最低(元)	100.77/64.08

**相关研究报告:**

《晨光文具-603899-2020 年报点评:内修外炼,打开增长新格局》——2021-04-10  
 《国信证券-晨光文具-603899-2020 年三季报点评:重回增长轨道,产品结构升级》——2020-10-31  
 《国信证券-晨光文具-603899-2020 年中报点评:稳健行远,进化升级-200904》——2020-09-04  
 《晨光文具-603899-2019 年年报点评:一体两翼,稳中提速》——2020-04-19  
 《晨光文具-603899-2019 年三季报点评:业绩超预期,核心优势显现》——2019-10-28

**证券分析师: 荣泽宇**

电话: 010-88005307  
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003  
**联系人: 蔡志明**  
 电话: 010-88005330  
 E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

**财报点评**
**一体稳健, 两翼齐飞**
**● 收入利润平稳较快增长, 利润率小幅下滑**

2021H1 收入 76.86 亿元 (+61.4%), 较 2019 年增长 58.9%; 归母净利润 6.64 亿元 (+48.0%), 较 2019 年增长 40.0%; 毛利率 24.0% (-3.1%), 净利率 8.6% (-0.8%)。毛利率下滑主要原因是低毛利率的科力普业务增长较快,以及会计准则修改将运费由销售费用调入成本所致。费用率方面,销售、管理、财务费用率分别为 8.1% (-2.1%)、5.8% (-1.1%)、0.1% (-0.2%)。

**● 传统业务稳健, 科力普办公直销增长可观**

传统业务方面: 办公文具、学生文具、书写文具分别实现收入 14.59 (+40.3%)、14.06 (+37.7%)、14.55 (+46.7%) 亿元。办公直销渠道业绩亮眼, 2021H1 科力普办公直销收入 31.28 亿元 (+95.5%), 收入占比达 40.7%。客户拓展方面, 科力普入围多家央企、金融和其他大型企业, 同时不断完善仓配物流以实现降本提效。当前办公用品集采率仍低, 科力普有望随社会办公用品集采渗透率提升而维持快速成长。

**● 零售大店模式稳步发展**

晨光生活馆(含九木杂物社)收入 4.86 亿元 (+106.77%), 其中九木杂物社收入 4.42 亿元 (+126.0%)。公司不断优化九木杂物社商品结构, 同时探索新的品类机会。截至 2021H1, 公司在全国共有 463 家零售大店, 其中晨光生活馆 60 家, 九木杂物社 403 家(较 2020 年末增加 69 家)。零售大店业务的开展能够协助公司更高效地把握消费者需求, 从而带动公司进行产品升级。

**● 投资建议: 看好科力普与零售大店业务, 维持“买入”评级**

科力普收入增长超出我们预期, 但其利润率较低, 占总收入比上升后会一定程度拉低整体利润率, 故上调收入、下调净利润预测。预测 2021-2023 年收入 169.62/209.52/251.74 亿元, 归母净利润 14.91/18.33/21.89 亿元。考虑到科力普与零售大店良好的发展势头, 维持公司“买入”评级和合理估值区间 92.29~101.97 元。

**● 风险提示**

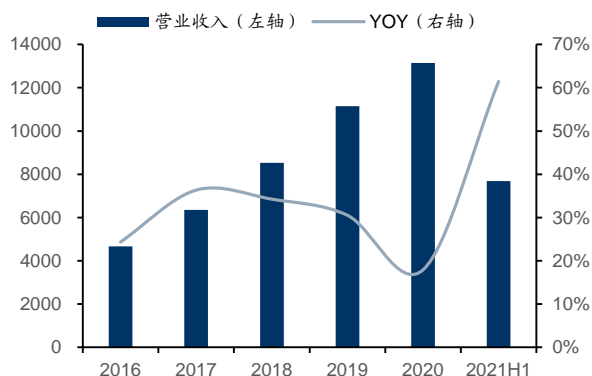
传统业务竞争激烈导致利润率下降; 办公直销业务大客户拓展不及预期; 精品文创同质化竞争加剧导致增速和利润率不及预期。

**盈利预测和财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,138	16,962	20,952	25,174
(+/-%)	17.9%	29.1%	23.5%	20.1%
净利润(百万元)	1,255	1,491	1,833	2,189
(+/-%)	18.4%	18.7%	23.0%	19.4%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.61	1.98	2.36
EBITMargin	12.0%	9.7%	9.7%	9.6%
净资产收益率(ROE)	24.2%	23.9%	24.4%	24.2%
市盈率(PE)	50.91	42.87	34.86	29.20
EV/EBITDA	38.59	37.66	31.64	27.50
市净率(PB)	12.30	10.24	8.49	7.05

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入和同比变化 (百万元)



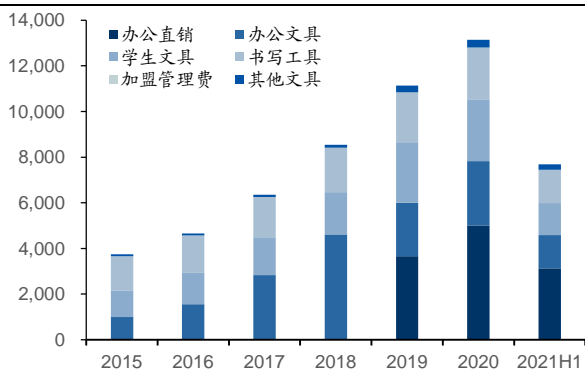
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司归母净利润及增速 (百万元)



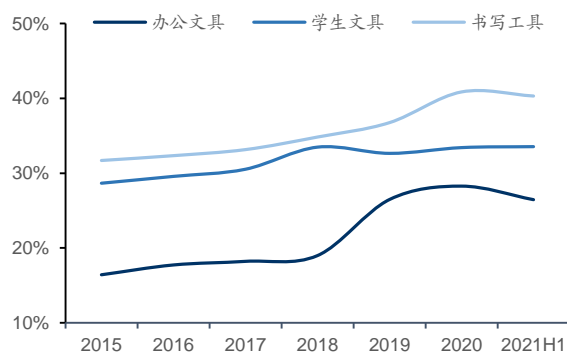
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司营收产品结构 (亿元)



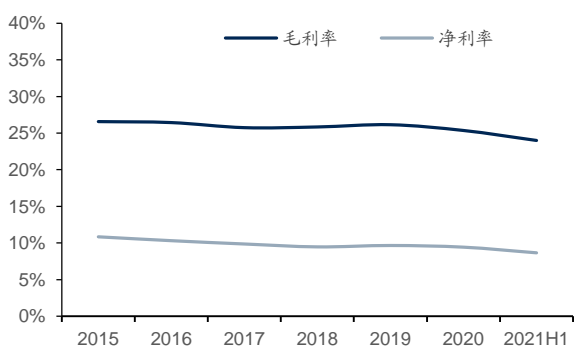
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司主营产品毛利率变化



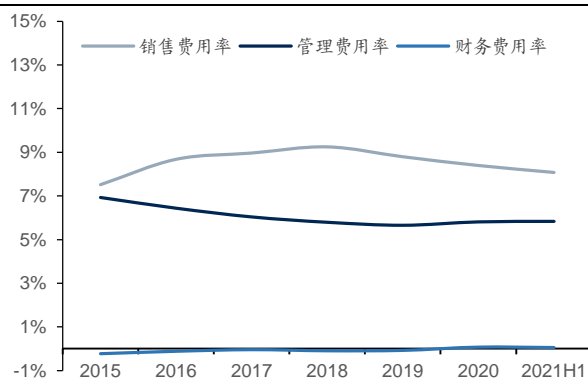
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率、净利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司三费率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 投资建议

科力普收入增长超出我们预期，但其利润率较传统业务稍低，占总收入比上升后会一定程度拉低整体利润率，故上调收入、下调净利润预测。预测 2021-2023 年收入 169.62/209.52/251.74 亿元（前值 162.66/181.61/202.77 亿元），同比增长 29.1%/23.5%/20.1%；归母净利润 14.91/18.33/21.89 亿元（前值 16.48/19.14/22.48 亿元），同比增长 18.7%/23.0%/19.4%。预测 EPS 分别为 1.61、1.98、2.36 元/股，2021 年 9 月 1 日收盘价 68.91 元对应的 2021-2023 年预测 PE 为 42.87/34.86/29.20。

考虑到科力普与零售大店良好的发展势头，以及精品文创进一步提升仍有较大空间，我们认为晨光有望巩固和强化龙头地位，维持业绩的快速稳健增长。近期公司股价有所调整，但业务进展良好、业绩稳步提升，估值压力大幅减小之后有望迎来理想的布局机遇。维持公司“买入”评级和合理估值区间 92.29~101.97 元。

### 风险提示

传统业务竞争激烈导致利润率下降；办公直销业务大客户拓展不及预期；精品文创同质化竞争加剧导致增速和利润率不及预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2562	3739	5103	6736	营业收入	13138	16962	20952	25174
应收款项	1703	2603	3629	4754	营业成本	9807	12926	16126	19518
存货净额	1323	1526	1738	1975	营业税金及附加	51	66	81	97
其他流动资产	1653	1843	2277	2736	销售费用	1103	1340	1571	1863
<b>流动资产合计</b>	<b>7241</b>	<b>9712</b>	<b>12747</b>	<b>16201</b>	管理费用	603	990	1144	1272
固定资产	1903	2041	2161	2260	财务费用	9	(30)	(30)	(30)
无形资产及其他	321	308	295	282	投资收益	4	4	4	4
投资性房地产	246	246	246	246	资产减值及公允价值变动	40	18	18	18
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(201)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9710</b>	<b>12307</b>	<b>15449</b>	<b>18989</b>	营业利润	1409	1691	2082	2476
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	108	62	74	98
应付款项	2602	3902	5336	6894	<b>利润总额</b>	<b>1517</b>	<b>1753</b>	<b>2157</b>	<b>2574</b>
其他流动负债	1563	1820	2251	2709	所得税费用	279	283	348	414
<b>流动负债合计</b>	<b>4165</b>	<b>5722</b>	<b>7587</b>	<b>9603</b>	少数股东损益	(17)	(20)	(24)	(29)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1255</b>	<b>1491</b>	<b>1833</b>	<b>2189</b>
其他长期负债	104	111	119	127					
<b>长期负债合计</b>	<b>104</b>	<b>111</b>	<b>119</b>	<b>127</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4269</b>	<b>5833</b>	<b>7706</b>	<b>9731</b>	净利润	1255	1491	1833	2189
少数股东权益	247	234	216	196	资产减值准备	12	3	2	2
股东权益	5194	6240	7526	9062	折旧摊销	192	213	234	254
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9710</b>	<b>12307</b>	<b>15449</b>	<b>18989</b>	公允价值变动损失	(40)	(18)	(18)	(18)
					财务费用	9	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标					营运资本变动	127	274	203	206
每股收益	1.35	1.61	1.98	2.36	其它	(24)	(17)	(19)	(22)
每股红利	0.40	0.48	0.59	0.70	<b>经营活动现金流</b>	<b>1522</b>	<b>1945</b>	<b>2235</b>	<b>2610</b>
每股净资产	5.60	6.73	8.12	9.77	资本开支	(710)	(324)	(324)	(324)
ROIC	26.2%	27.6%	37.8%	46.2%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	24.2%	23.9%	24.4%	24.2%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(710)</b>	<b>(324)</b>	<b>(324)</b>	<b>(324)</b>
毛利率	25.4%	23.8%	23.0%	22.5%	权益性融资	176	0	0	0
EBIT Margin	12.0%	9.7%	9.7%	9.6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	13.4%	10.9%	10.8%	10.6%	支付股利、利息	(375)	(445)	(547)	(653)
收入增长	17.9%	29.1%	23.5%	20.1%	其它融资现金流	387	0	0	0
净利润增长率	18.4%	18.7%	23.0%	19.4%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(186)</b>	<b>(445)</b>	<b>(547)</b>	<b>(653)</b>
资产负债率	46.5%	49.3%	51.3%	52.3%	<b>现金净变动</b>	<b>627</b>	<b>1177</b>	<b>1364</b>	<b>1633</b>
股息率	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	货币资金的期初余额	1936	2562	3739	5103
P/E	50.9	42.9	34.9	29.2	货币资金的期末余额	2562	3739	5103	6736
P/B	12.3	10.2	8.5	7.1	企业自由现金流	894	1538	1816	2170
EV/EBITDA	38.6	37.7	31.6	27.5	权益自由现金流	1306	1563	1841	2195

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm$ 10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm$ 10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032