

业绩基本符合预期，文创巨头砥砺前行

晨光文具(603899)

事件概述(详见正文分析)

晨光文具发布2021年三季度报：2021年前三季度公司实现收入121.52亿元，同比+42.33%；归母净利润11.17亿元，同比+22.38%；扣非后归母净利润9.92亿元，同比+25.13%。分季度看，Q3单季度收入44.65亿元，同比+18.25%；归母净利润4.51亿元，同比+0.57%；扣非后归母净利润3.79亿元，同比-6.53%，主要受政府补助的影响。Q3收入稳步增长，利润端受原材料价格上涨等因素影响有所承压。

分析判断：

► **按渠道分拆：传统业务短期承压，新业务保持快速增长。**

分渠道看：

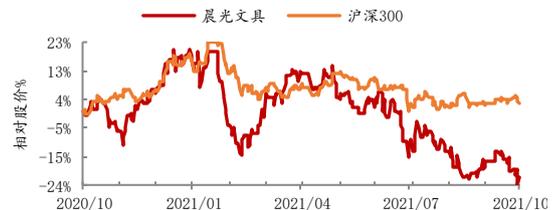
1) **传统核心业务：**我们估算2021年前三季度传统业务收入同比增长约20%以上，其中，Q3单季度预计传统业务收入同比增长0-5%，增速有所放缓，预计主要受去年同期高基数和三季度疫情反复等影响。盈利方面，我们估算2021年前三季度传统业务盈利水平有所下降，主要受原材料价格上涨和收入放缓等因素影响，短期有所承压。中长期看，2021年是公司新的五年战略开局之年，公司用新发展理念提高发展质量和效益，全面推进传统核心业务稳定发展，聚焦和深耕渠道，推动高端化和提升线上质量，产品研发推陈出新，内部管理不断提升。随着公司四大赛道产品高端化战略持续推进，我们认为传统业务盈利水平仍存在较大提升空间。

2) **晨光科力普：**晨光科力普2021年前三季度实现营收49.32亿元，同比增长72.31%；毛利率为9.54%，同比-3.18pct。分季度看，Q3单季度晨光科力普收入18.05亿元，同比增长42.92%；毛利率为9.87%，同比-2.57pct。业务规模持续高增长，主要得益于公司对政府、央企、金融以及其他企业等终端客户的持续开拓以及仓配物流降本提效。毛利率有所下降，预计主要受公司产品结构变化和落地服务商占比提升等因素影响，中长期看，随着科力普业务规模的逐步扩大，规模效应的发挥，盈利能力预计将逐渐提升。

3) **零售大店：**2021年前三季度晨光生活馆(含九木杂物社)实现营收7.74亿元，同比增长79.39%。其中，九木杂物社实现收入6.97亿元，同比增长93.38%。分季度看，Q3单季度晨光生活馆(含九木杂物社)实现营收2.88亿元，同比增长46.66%。其中，九木杂物社实现收入2.55亿元，同比增长54.64%。新零售业务收入持续高增长，主要得益于客流逐步恢复以及公司加速新开门店。截至2021年9月底，九木共拥有

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	63.53
股票代码：	603899
52周最高价/最低价：	100.77/60.5
总市值(亿)	589.40
自由流通市值(亿)	585.75
自由流通股数(百万)	922.01



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

相关研究

1. 【华西轻工】晨光文具(603899.SH)点评报告：Q2业绩处于预告偏上水平，文创巨头稳步发展
2021.08.27
2. 【华西轻工】晨光文具(603899.SH)点评报告：Q2维持快速增长势头，彰显文创巨头王者风范
2021.07.01
3. 【华西轻工】晨光文具(603899.SH)点评报告：Q1延续高增长，文创巨头成长动力十足
2021.04.28

门店 436 家，其中直营 299 家 (Q3 净增 23 家)，加盟 137 家 (Q3 净增 10 家)。九木杂物社落实新一轮五年战略定位，成为晨光品牌和产品升级的桥头堡，和全国领先的中高端文创杂货零售品牌。中长期来看，九木杂物社战略明确，并随着加盟开店不断推进以及高端化推进，未来发展潜力较大。

4) 晨光科技：2021 年前三季度晨光科技实现收入 3.96 亿元，同比增长 16.87%；其中，Q3 单季度晨光科技实现收入 1.66 亿元，同比增长 23.28%，Q3 增长提速。公司持续推进抖音、快手、小红书等新渠道业务，并推动天猫数字化品类舰长项目提升线上运营能力，推进精细化会员管理。此外，不断提升线上发展质量，持续优化直营业务结构，并推进线上分销，聚焦头部店铺的销售占比提升，投入效率持续提升。目前来看，晨光科技目前仍处于品牌及渠道投入期且收入规模仍较低，盈利能力尚未体现，预计随着业务规模的扩大，盈利能力将逐渐提升。

5) 收并购：2021 年 8 月公司拟出资 2.5 亿挪威克朗 (约 1.84 亿人民币) 收购挪威专业护脊书包品牌 Beckmann 贝克曼 91.4% 股权。Beckmann 贝克曼作为全球“专业”学生护脊书包的品牌之一，拥有 75 年的专业护脊书包经验，在挪威本土拥有超过 75% 的市场占有率，同时为 20 多个国家的消费者提供产品及服务。本次拟收购挪威 Beckmann 贝克曼，是晨光文具首次收购来自北欧的品牌，也是首次收购高端护脊书包品牌，后续收购完成后，公司有望丰富高端产品品类，发力 Beckmann 贝克曼中国市场。

► 按产品分拆：主营业务保持稳步增长，毛利率略有下降。

2021 年前三季度公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销销售额分别为 23.73、23.78、20.80、3.84、49.32 亿元，同比分别为+26.96%、+18.09%、+30.64%、+95.23%、+72.31%；毛利率分别为 39.99%、33.20%、26.23%、46.06%、9.54%，同比分别-0.08pct、-0.93pct、+0.02pct、-0.37pct、-3.18pct。

分季度看，Q3 单季度公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销销售额分别为 9.18、9.72、6.20、1.49、18.05 亿元，同比分别为+4.65%、-2.09%、+12.43%、+62.81%、+42.92%；毛利率分别为 39.51%、32.68%、25.74%、46.50%、9.87%，同比分别-0.21pct、-0.60pct、-0.64pct、+1.62pct、-2.57pct，除其他产品外，各业务毛利率有所下降，预计主要受原材料价格上涨以及运费确认的会计科目调整变化等因素影响。

► 盈利能力：期间费用管控良好，盈利水平同比略有下滑。

期间费用率方面，2021 年前三季度公司期间费用率同比-1.75pct 至 13.72%，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-1.27pct/-0.30pct/-0.18pct/-0.00pct 至 8.02%/4.42%/1.26%/0.02%。分季度看，Q3 单季度公司期间费用率同比-0.24pct 至 13.29%，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-

0.27pct/+0.03pct/+0.16pct/-0.16pct 至 7.92%/4.09%/1.31%/-0.03%。费用率下降主要由于使用新会计准则，相关运费由销售费用科目转为营业成本科目。盈利能力方面，2021 年前三季度公司毛利率、归母净利率分别-2.93pct、-1.50pct 至 24.15%、9.19%，其中，Q3 单季度毛利率、归母净利率分别-2.70pct、-1.77pct 至 24.39%、10.10%。盈利能力有所下滑，预计主要受原材料涨价、会计准则变化导致运费转为营业成本科目等影响。

► Q3 业绩基本符合预期，中长期一体两翼持续发力。

随着学校开学&企业复工将提振终端需求，叠加公司稳步推进各业务布局，2021Q3 公司业绩基本符合预期。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，传统业务从“增量”到“提质”，渠道优化提升效率，高端化持续推进优化结构，盈利能力逐步提升；科力普客户数量不断增加，规模效应发挥，净利率将明显改善，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；海外市场加速探索，因地制宜推广业务模式，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。考虑新业务收入增长强劲原因，我们上调公司 21-23 年营业收入 163.79/199.09/237.81 亿元的预测至 173.21/210.44/251.21 亿元；考虑到原材料价格上涨等原因，维持此前对 EPS 预测，预计 21-23 年 EPS 分别为 1.65/2.05/2.46 元，对应 2021 年 10 月 28 日 63.53 元/股收盘价，PE 分别为 38/31/26 倍，维持公司“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

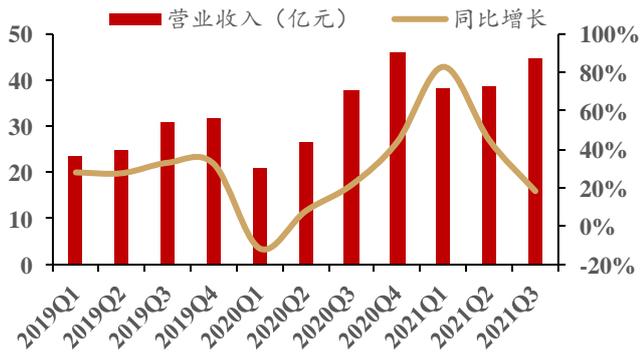
财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141	13,138	17,321	21,044	25,121
YoY (%)	30.5%	17.9%	31.8%	21.5%	19.4%
归母净利润(百万元)	1,060	1,255	1,531	1,900	2,279
YoY (%)	31.4%	18.4%	22.0%	24.1%	19.9%
毛利率 (%)	26.1%	25.4%	24.0%	25.0%	25.3%
每股收益 (元)	1.14	1.35	1.65	2.05	2.46
ROE	25.2%	24.2%	22.7%	22.0%	20.8%
市盈率	55.60	46.95	38.49	31.02	25.87

资料来源：Wind，华西证券研究所

事件：晨光文具发布 2021 年三季度报

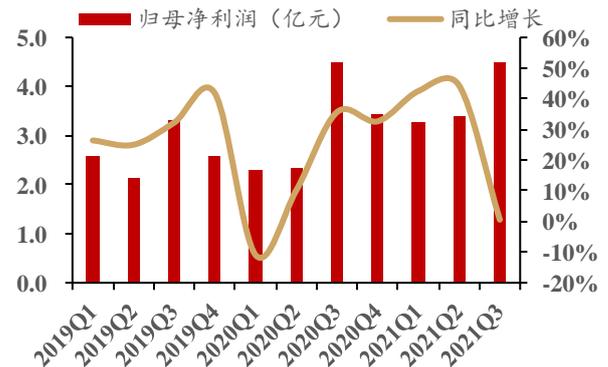
- 晨光文具发布 2021 年三季度报：2021 年前三季度公司实现收入 121.52 亿元，同比+42.33%；归母净利润 11.17 亿元，同比+22.38%；扣非后归母净利润 9.92 亿元，同比+25.13%。分季度看，Q3 单季度收入 44.65 亿元，同比+18.25%；归母净利润 4.51 亿元，同比+0.57%；扣非后归母净利润 3.79 亿元，同比-6.53%，主要受政府补助的影响。Q3 收入稳步增长，利润端受原材料价格上涨等因素影响有所承压。

图 1 2021Q3 晨光收入同比增长 18.25%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 2021Q3 晨光归母净利润同比增长 0.57%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

详细点评：

1、按渠道分拆：传统业务短期承压，新业务保持快速增长。

- 传统核心业务：我们估算 2021 年前三季度传统业务收入同比增长约 20%以上，其中，Q3 单季度预计传统业务收入同比增长 0-5%，增速略有放缓，预计主要受去年同期高基数和三季度疫情反复等影响。盈利方面，我们估算 2021 年前三季度传统业务盈利水平略有下降，预计主要受原材料价格上涨和收入放缓等因素影响，短期有所承压。中长期看，2021 年是公司新的五年战略开局之年，公司用新发展理念提高发展质量和效益，全面推进传统核心业务稳定发展，聚焦和深耕渠道，推动高端化和提升线上质量，产品研发推陈出新，内部管理不断提升。随着公司四大赛道产品高端化战略持续推进，我们认为传统业务盈利水平仍存在较大提升空间。
- 科力普办公直销：晨光科力普 2021 年前三季度实现营收 49.32 亿元，同比增长 72.31%；毛利率为 9.54%，同比-3.18pct。分季度看，Q3 单季度晨光科力普收入 18.05 亿元，同比增长 42.92%；毛利率为 9.87%，同比-2.57pct。业务规模持续高增长，主要得益于公司对政府、央企、金融以及其他企业等终端客户的持续开拓以及仓配物流降本提效。毛利率有所下降，预计主要受公司产品结构变化和落地服务商占比提升等因素影响，中长期看，随着科力普业务规模的逐步扩大，规模效应的发挥，盈利能力预计将逐渐提升，经营质量不断提升。

图 3 科力普业绩情况

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020Q1	2020H1	2020Q1-3	2020A	2021Q1	2021H1	2021Q1-3
收入(百万元)	515.8	1255.2	2586.0	3658.1	561.5	1599.7	2862.5	5000.3	1465.8	3127.6	4932.2
收入同比增速		143.3%	106.0%	41.5%		6.6%	15.2%	36.7%	161.1%	95.5%	72.3%
净利润(百万元)	4.7	21.0	32.1	75.8		40.1		143.8		71.9	
净利润同比增速		348.3%	52.7%	135.9%		39.6%		89.7%		79.2%	
毛利率			13.7%	13.1%	14.2%	12.9%	12.7%		10.5%	9.4%	9.5%
净利率	0.9%	1.7%	1.2%	2.1%		2.5%				2.3%	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

- **零售大店业务：**2021 年前三季度晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 7.74 亿元，同比增长 79.39%。其中，九木杂物社实现收入 6.97 亿元，同比增长 93.38%。分季度看，Q3 单季度晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 2.88 亿元，同比增长 46.66%。其中，九木杂物社实现收入 2.55 亿元，同比增长 54.64%。新零售业务收入持续高增长，主要得益于客流逐步恢复以及公司加速新开门店。截至 2021 年 9 月底，九木共拥有门店 436 家，其中直营 299 家（Q3 净增 23 家），加盟 137 家（Q3 净增 10 家）。晨光生活馆方面，持续优化店铺运营管理，以单店质量提升作为主要工作方向，截至 2021 年 9 月底晨光生活馆共拥有 60 家门店（Q3 净增 0 家）。九木杂物社落实新一轮五年战略定位，成为晨光品牌和产品升级的桥头堡，和全国领先的中高端文创杂货零售品牌。中长期来看，九木杂物社战略明确，并随着加盟开店不断推进以及高端化推进，未来发展潜力较大。

图 4 零售模式已经跑通，拓店持续推进

	2016A	2017A	2018A	2019A	2019H1	2020H1	2020Q1-3	2020A	2021Q1	2021H1	2021Q1-3
生活馆	175	177	255	380	300	404	440	441	442	463	496
晨光生活馆	173	152	140	119	129	109	106	80	68	60	60
九木杂物社	2	25	115	261	171	295	334	361	374	403	436
九木直营			87	158	114	180	211	237	249	276	299
九木加盟			28	103	57	115	123	124	125	127	137

资料来源：公司公告，华西证券研究所

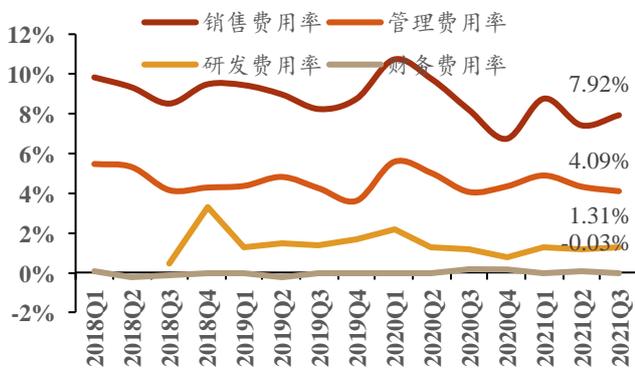
- **晨光科技：**2021 年前三季度晨光科技实现收入 3.96 亿元，同比增长 16.87%；其中，Q3 单季度晨光科技实现收入 1.66 亿元，同比增长 23.28%，Q3 增长提速。公司持续推进抖音、快手、小红书等新渠道业务，并推动天猫数字化品类舰长项目提升线上运营能力，推进精细化会员管理。此外，不断提升线上发展质量，持续优化直营业务结构，并推进线上分销，聚焦头部店铺的销售占比提升，投入效率持续提升。目前来看，晨光科技目前仍处于品牌及渠道投入期且收入规模仍较低，盈利能力尚未体现，预计随着业务规模的扩大，盈利能力将逐渐提升。
- **收并购：**2021 年 8 月公司拟出资 2.5 亿挪威克朗（约 1.84 亿人民币）收购挪威专业护脊书包品牌 Beckmann 贝克曼 91.4% 股权。Beckmann 贝克曼作为全球“专业”学生护脊书包的品牌之一，拥有 75 年的专业护脊书包经验，在挪威本土拥有超过 75% 的市场占有率，同时为 20 多个国家的消费者提供产品及服务。本次拟收购挪威 Beckmann 贝克曼，是晨光文具首次收购来自北欧的品

牌，也是首次收购高端护脊书包品牌，后续收购完成后，公司有望丰富高端产品品类，发力 Beckmann 贝克曼中国市场。

2、盈利端：盈利水平同比略有下滑，期间费用管控良好。

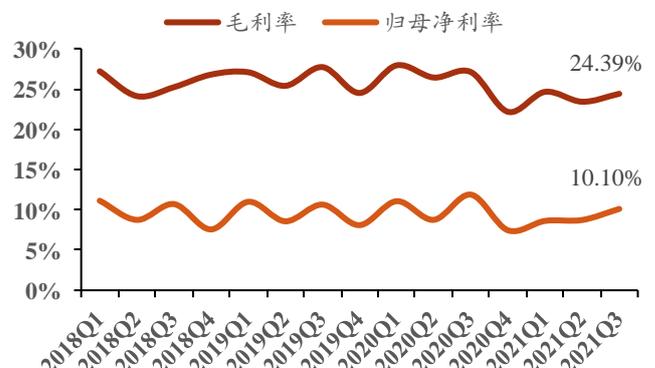
- **费用方面**，2021 年前三季度公司期间费用率同比-1.75pct 至 13.72%，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-1.27pct/-0.30pct/-0.18pct/-0.00pct 至 8.02%/4.42%/1.26%/0.02%。分季度看，Q3 单季度公司期间费用率同比-0.24pct 至 13.29%，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比 -0.27pct/+0.03pct/+0.16pct/-0.16pct 至 7.92%/4.09%/1.31%/-0.03%。费用率下降主要由于使用新会计准则，相关运费由销售费用科目转为营业成本科目。
- **盈利能力方面**，2021 年前三季度公司毛利率、归母净利率分别-2.93pct、-1.50pct 至 24.15%、9.19%，其中，Q3 单季度毛利率、归母净利率分别-2.70pct、-1.77pct 至 24.39%、10.10%。盈利能力有所下滑，预计主要受原材料涨价、会计准则变化导致运费转为营业成本科目等影响。分产品看，2021 年前三季度书写工具、学生文具、办公文具、其他产品和办公直销毛利率分别-0.08pct、-0.93pct、+0.02pct、-0.37pct、-3.18pct 至 39.99%、33.20%、26.23%、46.06%、9.54%，其中 Q3 单季度书写工具、学生文具、办公文具、其他产品和办公直销毛利率分别为 39.51%、32.68%、25.74%、46.50%、9.87%，同比分别-0.21pct、-0.60pct、-0.64pct、+1.62pct、-2.57pct。除其他产品外，各业务毛利率有所下降，预计主要受原材料价格上涨、公司产品结构变化等因素影响。

图 5 2021Q3 期间费用率同比下降 0.22pct



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2021Q3 归母净利率同比下降 1.77pct



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3、其他重要财务指标：经营性现金流提升，ROE 基本持平。

ROE：2021 年前三季度公司 ROE（加权）为 19.88%，同比-0.62pct。

资产负债表方面，截至 2021 年 9 月底，货币资金 19.14 亿元，较 20 年底下降 25.29%，主要为分配现金股利、构建长期资产、支付税费的增加以及学汛增加运营资金；应收票据及应收账款 20.02 亿元，较 20 年底增长 28.25%，主要为晨光科力普（账期较长）销售持续增长带来的商业汇票增加；应付账款 23.46 亿元，较 20 年底下降 9.84%，主要为 1 年以内以及 1-2 年的应付账款规模的下降。

现金流量表方面，2021年前三季度经营活动产生的现金流量净额为9.85亿元，同比增长10.18%，主要为销售规模提升以及定期存款到期金额增加等影响。筹资活动产生的现金流量净额为-6.63亿元，同比净流出增加4.63亿元，主要为1)公司吸收投资的现金同比减少1.23亿元，2)分配股利、利润或偿付利息支付的现金同比增加0.94亿元，3)执行新租赁准则，支付其他与筹资活动有关的现金重分类至筹资活动3.22亿元。

政府补助方面，公司2021年前三季度计入当期损益的政府补助为1.36亿元（上年同期1.36亿元），同比下降0.26%。

4、前期股权激励落地实施，彰显公司发展信心。

- 2020年上半年公司顺利实施《2020年限制性股票激励计划》，于2020年5月底完成首次授予，股权激励落地实施，深度绑定公司管理团队与业务骨干利益与公司整体发展，高业绩考核彰显发展信心。按激励要求：以2019年为基数，2020-2022年收入增速分别为15%、45%、75%，对应同比增速为15%、26%、21%；归母净利润增速分别为10%、34%、66%，对应同比增速为10%、21%、24%；业绩增速已经考虑了摊薄费用，我们认为业绩增速要求在目前环境下已经不低，也是给未来成长坚定信心。

5、Q3业绩基本符合预期，中长期一体两翼持续发力。

- **短期看：**受疫情反复、双减政策和成本上行等因素影响，对公司业绩产生一定压力。但同时，公司加大变革，加快新模式推广：晨光科技加快发展线上分销渠道，加大线上配送，提高晨光产品线上销售；持续推动数据为业务赋能，晨光联盟APP实现功能迭代及页面优化，提升终端用户的使用体验，增加终端的粘性；积极探索海外市场，目前已在泰国、越南、马来西亚等国家设有经销体系和采购网络，因地制宜推广晨光产品和业务模式。随着需求向好以及公司应时而变，2020Q2以来业绩环比改善，2021Q3业绩基本符合预期。
- **中长期看：**核心护城河稳固，一体两翼持续发力，文具龙头迈向文创巨头
 - 1) 传统文具：从“增量”到“提质”，品牌力提升带动未来稳健增长。目前公司通过渠道优化提升门店经营效率，高端化战略驱动传统核心业务产品结构优化。预计未来收入增速在10-15%，净利润增速高于收入（受益高端化推进）。
 - 2) 科力普：受益办公集采，进入利润收获期，关注经营质量。通过优先发力大中型客户，实现收入规模高速扩张。预计科力普收入增速趋稳，净利率迎来提升。
 - 3) 九木新零售：模式逐步成熟，扩张加速。九木推进落实公司品牌升级战略，其定位年轻时尚人群，产品（独有性）叠加体验（心理满足等）是优势。九木优先布局直营，目前模式已成熟，通过加盟方式加快扩张。
 - 4) 海外市场：因地制宜，加速海外市场探索。产品远销海外，加速国际化布局，20年通过向非洲派驻高级别项目团队，因地制宜推广公司产品 and 业务模式，目前已初步形成适合当地国情的渠道模式和产品开发，海外市场探索初见成效。

6、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。考虑新业务收入增长强劲原因，我们上调公司 21-23 年营业收入 163.79/199.09/237.81 亿元的预测至 173.21/210.44/251.21 亿元；考虑到原材料价格上涨等原因，维持此前对 EPS 预测，预计 21-23 年 EPS 分别为 1.65/2.05/2.46 元，对应 2021 年 10 月 28 日 63.53 元/股收盘价，PE 分别为 38/31/26 倍，维持公司“买入”评级。

7、风险提示

传统文具需求大幅下滑风险；新业务拓展不及预期风险。

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	17,321	21,044	25,121	净利润	1,238	1,510	1,874	2,248
YoY (%)	17.9%	31.8%	21.5%	19.4%	折旧和摊销	257	108	118	128
营业成本	9,807	13,172	15,785	18,776	营运资金变动	-233	-846	-900	-693
营业税金及附加	51	68	81	97	经营活动现金流	1,272	673	1,038	1,638
销售费用	1,103	1,403	1,747	2,123	资本开支	-324	-83	-128	-170
管理费用	603	745	968	1,143	投资	-765	-200	-100	-100
财务费用	9	9	18	31	投资活动现金流	-1,065	-269	-213	-252
资产减值损失	-40	0	0	0	股权募资	176	0	0	0
投资收益	4	14	15	18	债务募资	180	0	0	0
营业利润	1,409	1,753	2,244	2,714	筹资活动现金流	-200	-12	-13	-13
营业外收支	108	97	52	40	现金净流量	0	392	812	1,372
利润总额	1,517	1,850	2,296	2,754	主要财务指标				
所得税	279	340	422	506	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	1,238	1,510	1,874	2,248	成长能力				
归属于母公司净利润	1,255	1,531	1,900	2,279	营业收入增长率	17.9%	31.8%	21.5%	19.4%
YoY (%)	18.4%	22.0%	24.1%	19.9%	净利润增长率	18.4%	22.0%	24.1%	19.9%
每股收益	1.35	1.65	2.05	2.46	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	25.4%	24.0%	25.0%	25.3%
2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	9.4%	8.7%	8.9%	8.9%	
货币资金	2,562	2,954	3,766	5,138	总资产收益率 ROA	12.9%	13.4%	14.3%	14.4%
预付款项	132	149	187	224	净资产收益率 ROE	24.2%	22.7%	22.0%	20.8%
存货	1,323	1,985	2,340	2,757	偿债能力				
其他流动资产	3,225	3,748	4,322	4,937	流动比率	1.74	2.04	2.47	2.86
流动资产合计	7,241	8,836	10,615	13,056	速动比率	1.39	1.55	1.89	2.21
长期股权投资	35	35	35	35	现金比率	0.62	0.68	0.88	1.13
固定资产	1,848	1,859	1,864	1,868	资产负债率	44.0%	38.9%	33.2%	29.6%
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	1.52	1.59	1.59
资产合计	9,710	11,386	13,240	15,785	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	2,526	2,162	2,058	每股净资产	5.60	7.26	9.32	11.80
其他流动负债	1,383	1,616	1,947	2,327	每股经营现金流	1.37	0.73	1.12	1.77
流动负债合计	4,165	4,322	4,289	4,565	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	46.95	38.49	31.02	25.87
非流动负债合计	104	104	104	104	PB	15.82	8.75	6.82	5.38
负债合计	4,269	4,426	4,393	4,668					
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	11,386	13,240	15,785					

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，9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，5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，4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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。