

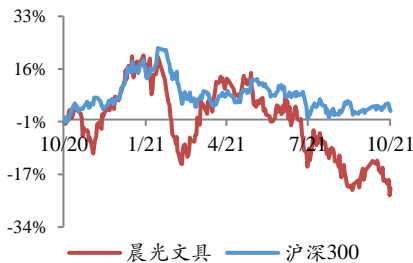
Q3 传统核心业务暂承压，新业务再创佳绩

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-10-28

收盘价（元）	63.53
近 12 个月最高/最低（元）	97.45/61.65
总股本（百万股）	928
流通股本（百万股）	922
流通股比例（%）	99.38
总市值（亿元）	589
流通市值（亿元）	586

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1. 一体两翼实现高增，晨光再创佳绩
2021-08-26

2. Q1 传统核心业务稳健较快增长，新业务表现亮眼
2021-04-28

3. 持续提升内部管理，Q4 增长强劲，全年圆满收官
2021-03-30

主要观点：

- 事件：晨光文具发布 2021 年三季报，高基数下增速环比略有放缓。

晨光文具发布 2021 年三季报，2021Q1-3 收入 121.52 亿元，同比+42.3%，归母净利润 11.17 亿元，同比+22.4%，扣非归母净利润 9.92 亿元，同比+25.1%。对应 2021Q3 收入 44.65 亿元，同比+18.2%，归母净利润 4.51 亿元，同比+0.6%，扣非归母净利 3.79 亿元，同比-6.5%，去年同期高基数下增速环比放缓。

- Q3 传统核心业务受高基数影响增长环比降速，但复合增速符合预期。

分业务拆分，传统核心业务受去年同期高基数影响，增速环比回落。估算得到公司 Q3 传统核心业务约 23.72 亿元，同比增长约 2.4%，增速较前期表现放缓的主要原因是去年受疫情影响下 Q3 大学讯下游充分补库造成高基数，以及 Q3 部分地区疫情反复和双减政策对部分下游备货信心产生冲击，不过该收入规模对应 19 年同期的复合增速仍有 11.32%，符合公司历年该业务增长的预期。

传统核心业务中，晨光科技 Q3 实现营收 1.66 亿元，同比增长 23.81%，增速环比提升。公司线上业务由晨光科技与分销商共同完成，预计前三季度线上销售保持稳定推进。

- 新业务保持健康快速发展态势，盈利能力稳健。

新业务方面，科力普 Q3 实现收入 18.05 亿元，同比增长 42.91%；生活馆实现营业收入 2.88 亿元，同比增长 46.45%，其中九木杂物社实现营业收入 2.55 亿元，同比增长 55.08%。截止 Q3 期末，公司共有 496 家零售大店，其中晨光生活馆 60 家，九木杂物社 436 家（直营 299 家，加盟 137 家）。Q3 生活馆数量较 Q2 末保持不变，九木杂物社数量净增 33 家，以直营店为主。九木杂物社是公司传统核心业务渠道和产品升级的桥头堡，也是公司高附加值产品在精品渠道发展的标杆，展望未来该业务有望贡献新的利润弹性。

分产品拆分，Q3 书写工具/学生文具/办公文具/其他产品/办公直销分别实现收入 9.18/9.72/6.20/1.49/18.04 亿元，同比增长 4.65%/-2.15%/12.31%/61.94%/42.98%。

- 会计准则变化以及原材料成本上行的影响，毛利率承压略承压。

受运输费用会计准则的变化以及原材料成本上升的影响，公司 Q3 综合毛利率为 24.39%，较去年同期下降了 2.7 个 pct；净利率 10.17%，较去年同期下降了 1.62 个 pct。其中，办公直销业务的毛利率下降相对较多，主要源于客户结构的改变与产品结构的改变，但预计该业务的盈利

能力仍稳中有升。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年收入为 162.71/197.56/236.30 亿元，同比分别增加 23.8%/21.4%/19.6%，归母净利润为 15.00/17.44/20.77 亿元，同比分别增加 19.5%/16.2%/19.1%。2021 年 10 月 28 日收盘价 63.53 元对应 2021-2023 年估值分别为 39.25X/33.78X/28.36X。晨光传统核心业务的渠道、品牌、产品护城河宽。尽管 Q3 受行业大环境以及去年高基数影响同比增速放缓，但是从两年复合增速的角度看，该业务仍保持健康平稳发展。公司新五年将坚定推进强商品战略以及全面的渠道和产品升级战略，我们看好其较强的战略落地能力。此外，公司科力普和零售大店等新业务发展顺利，盈利质量不断提升，战略地位持续深化。维持“增持”评级。

● 风险提示

内部管理提升不达预期，办公直销以及零售大店等新业务发展不达预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13138	16271	19756	23630
收入同比 (%)	17.9%	23.8%	21.4%	19.6%
归属母公司净利润	1255	1500	1744	2077
净利润同比 (%)	18.4%	19.5%	16.2%	19.1%
毛利率 (%)	25.4%	23.2%	22.9%	22.9%
ROE (%)	24.2%	24.1%	23.4%	23.4%
每股收益 (元)	1.36	1.62	1.88	2.24
P/E	65.40	39.25	33.78	28.36
P/B	15.81	9.45	7.89	6.62
EV/EBITDA	47.73	30.21	25.59	21.06

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7241	8870	10829	13065	营业收入	13138	16271	19756	23630
现金	2562	3337	4750	5852	营业成本	9807	12493	15230	18230
应收账款	1561	1917	2165	3043	营业税金及附加	51	49	75	92
其他应收款	142	174	211	252	销售费用	1103	1253	1561	1867
预付账款	132	150	183	219	管理费用	603	651	790	945
存货	1323	1711	1878	1998	财务费用	9	-2	6	21
其他流动资产	1522	1582	1642	1702	资产减值损失	-40	-8	-6	-7
非流动资产	2469	2943	3343	3716	公允价值变动收益	-32	-7	-8	-9
长期投资	35	35	35	35	投资净收益	4	5	6	7
固定资产	1848	2237	2601	2938	营业利润	1409	1685	1944	2318
无形资产	321	316	311	306	营业外收入	129	150	180	210
其他非流动资产	266	356	397	437	营业外支出	20	23	21	23
资产总计	9710	11814	14172	16781	利润总额	1517	1812	2103	2505
流动负债	4165	5247	6391	7596	所得税	279	326	378	451
短期借款	180	180	180	180	净利润	1238	1486	1724	2054
应付账款	2602	3423	4173	4994	少数股东损益	-17	-15	-19	-22
其他流动负债	1383	1644	2039	2421	归属母公司净利润	1255	1500	1744	2077
非流动负债	104	104	104	104	EBITDA	1671	1846	2124	2528
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.36	1.62	1.88	2.24
其他非流动负债	104	104	104	104					
负债合计	4269	5351	6495	7699					
少数股东权益	247	233	213	191					
股本	927	927	927	927					
资本公积	533	533	533	533					
留存收益	3733	4770	6003	7430					
归属母公司股东权益	5194	6230	7464	8891					
负债和股东权益	9710	11814	14172	16781					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1272	1855	2457	2254	成长能力				
净利润	1255	1500	1744	2077	营业收入	17.9%	23.8%	21.4%	19.6%
折旧摊销	257	216	241	268	营业利润	9.8%	19.6%	15.4%	19.3%
财务费用	13	5	5	5	归属于母公司净利	18.4%	19.5%	16.2%	19.1%
投资损失	-4	-5	-6	-7	获利能力				
营运资金变动	-233	280	653	122	毛利率 (%)	25.4%	23.2%	22.9%	22.9%
其他经营现金流	1471	1080	910	1744	净利率 (%)	9.6%	9.2%	8.8%	8.8%
投资活动现金流	-1065	-612	-528	-497	ROE (%)	24.2%	24.1%	23.4%	23.4%
资本支出	-324	-573	-491	-463	ROIC (%)	20.5%	20.1%	19.7%	20.0%
长期投资	-765	-55	-56	-56	偿债能力				
其他投资现金流	23	17	19	21	资产负债率 (%)	44.0%	45.3%	45.8%	45.9%
筹资活动现金流	-200	-469	-515	-655	净负债比率 (%)	78.5%	82.8%	84.6%	84.8%
短期借款	-3	0	0	0	流动比率	1.74	1.69	1.69	1.72
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.39	1.34	1.37	1.43
普通股增加	7	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	261	0	0	0	总资产周转率	1.35	1.38	1.39	1.41
其他筹资现金流	-466	-469	-515	-655	应收账款周转率	8.42	8.49	9.13	7.77
现金净增加额	0	775	1414	1101	应付账款周转率	3.77	3.65	3.65	3.65

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。