

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/文娱用品

晨光文具 (603899.SH)

维持评级

报告原因：公告点评

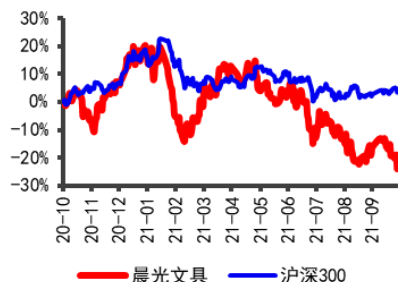
传统业务稳健增长，科力普影响力进一步提升

买入

2021年10月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月28日

收盘价(元):	63.53
年内最高/最低(元):	100.21/60.50
流通 A 股/总股本(亿):	9.22/9.28
流通 A 股市值(亿):	586
总市值(亿):	589

基础数据：2021年9月30日

基本每股收益	1.21
摊薄每股收益:	1.20
每股净资产(元):	6.16
净资产收益率:	19.88%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】晨光文具 (603899.SH) : 2021H1 科力普收入同比增长 96%，零售大店显著恢复》2021-8-27

《【山证轻工】晨光文具 (603899.SH) 深度报告：产品与渠道实力护航，科力普处在快速增长轨道》2020-1-2

事件描述

➢ 公司发布 2021 年第三季度报告：报告期内，公司实现营业收入 121.52 亿元，同比增长 42.33%；归属于母公司所有者的净利润 11.17 亿元，同比增长 22.38%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 9.92 亿元，同比增长 25.13%。业绩符合预期。

事件点评

➢ 报告期内，公司传统核心业务增长 23%，零售大店和办公直销业务合计增长 73%。2021Q3，公司营收、归母净利润同比分别增长 18.24%、0.57%，大幅超越 2019 年同期表现。单季度来看，公司 2021Q3 实现营业收入 44.65 亿元，同比增长 18.24%，相对 2019Q3 增长 43.62%；实现归母净利润 4.51 亿元，同比增长 0.57%，相对 2019Q3 增长 36.25%；实现扣非后归母净利润 3.79 亿元，同比下降 6.53%，相对 2019Q3 增长 13.81%。

➢ 科力普业务销售收入占比提升，导致毛利率、净利率有所下降。报告期内，公司毛利率为 24.15% (-2.93pct)，净利率为 9.21% (-1.26pct)，主要系新业务晨光科力普增长较大，毛利率相对偏低所致。费用端看，公司期间费用率同比下降 1.77pct 至 13.72%，其中，销售费用率 8.02% (-1.27pct)；管理费用率 5.67% (-0.50pct)；财务费用率 0.02% (+0pct)。分产品来看，书写工具、学生文具、办公文具、办公直销毛利率分别为 39.99%、33.20%、26.23%、9.54%，同比变化-0.08、-0.93、+0.02、-3.18pct。

➢ 科力普大客户和订单储备丰富、仓配物流实现降本提效，在办公直销市场品牌影响力进一步提升。报告期内，晨光科力普实现营业收入 493,221.98 万元，同比增长 72.31%，在办公直销市场品牌影响力进一步提升，具体如下：（1）客户开发，央企客户方面，入围中石化、中国航空工业、中国烟草、国家电网、中国邮政、中国有色集团、东方航空等集团采购项目；政府客户方面，入围深圳市政府、武汉市政府、西安市政府电商等项目；金融客户方面，入围中信银行、农业银行、中国银行、中国邮储银行、江苏银行等全行或分行项目；其他企业客户方面，中标湖南省高速公路集团、罗氏中国、万物云、乌鲁木齐城市轨道交通集团、江苏省机场集团、娃哈哈、小鹏汽车等采购项目。（2）仓配物流方面，截至报告期末，晨光科力普在全国已投入 6 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中、

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层  
山西证券股份有限公司  
http://www.i618.com.cn

东北六大区域，通过精细化、规范化管理实现仓储降本提效；2021 年初华东智能新仓一期投入使用，启动密集存储系统等多项智能处理系统，迈入仓储物流智能化的领先行列。

➤ **零售大店稳步发展，精品文创持续推进。**报告期内，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 77,444.06 万元，同比增长 79.39%，其中九木杂物社实现营业收入 69,707.03 万元，同比增长 93.38%。截止报告期末，公司在全国拥有 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）。精品文创方面，公司完善重点品类开发与呈现方案，形成强功能精品文创产品阵营；以头部刚需产品升级为主要抓手，把握盲盒、季节限定、IP 等流行趋势，同时扩大精品文创产品在传统渠道占比。报告期内通过小学汛、樱花季，增加晨光品牌露出，反哺晨光传统核心业务，带动晨光的高端化产品开发。

➤ **聚焦和深耕渠道，推进渠道转型，提升线上发展质量。**截至报告期末，公司在全国拥有 36 家一级合作伙伴、覆盖 1,200 个城市的二、三级合作伙伴和大客户，超过 8 万家使用“晨光文具”店招的零售终端。公司积极推广晨光联盟 APP，借助数字化工具更紧密地连接总部、各级合作伙伴和终端门店，运用数据赋能传统分销的升级，提升业务的数字化水平，以实现信息流高效精准送达和提升营运效率的目的。晨光科技加快发展线上分销渠道，线上销售增速亮眼。报告期内，晨光科技实现营业收入 39,568.84 万元，同比增长 16.87%。

**投资建议**

➤ 预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 14.85、17.62、20.49 亿元，同比增长 18.32%、18.60%、16.32%，对应 EPS 为 1.60/1.90/2.21 元，PE 为 39.68、33.46、28.76 倍，维持“买入”评级。

**存在风险**

➤ 宏观经济下行风险；新冠疫情影响下复学复课受阻；产品同质化风险；精品文创推广不达预期；原材料价格上涨；市场竞争加剧；行业政策变化风险等。

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,141.10	13,137.75	17,210.45	21,134.43	24,515.94
同比增长	30.53%	17.92%	31.00%	22.80%	16.00%
归母净利润（百万元）	1,060.08	1,255.43	1,485.43	1,761.64	2,049.21
同比增长	31.39%	18.43%	18.32%	18.60%	16.32%
每股收益（元）	1.15	1.35	1.60	1.90	2.21
PE	55.13	46.93	39.68	33.46	28.76
PB	13.91	11.34	8.59	6.83	5.64

数据来源：wind、山西证券研究所

表 1：晨光科技近三年营业收入和净利润（万元）

晨光科技	2020 年	2019 年	2018 年	三年平均
营业收入	47,368.78	29,668.20	23,434.15	33,490.38
净利润	-1,195.77	-120.59	963.31	-117.68

资料来源：山西证券研究所、晨光文具 2020 年报

表 2：晨光科力普近三年营业收入和净利润（万元）

晨光科力普	2020 年	2019 年	2018 年	三年平均
营业收入	500,027.59	365,806.17	258,604.90	374,812.89
净利润	14,382.86	7,580.35	3,213.52	8,392.24

资料来源：山西证券研究所、晨光文具 2020 年报

表 3：晨光生活馆近三年营业收入和净利润（万元）

生活馆（合并）	2020 年	2019 年	2018 年	三年平均
营业收入	65,484.36	60,063.70	30,592.14	52,046.73
净利润	-5,022.93	-804.67	-3,030.04	-2,952.55
其中，九木杂物社	2020 年	2019 年	2018 年	三年平均
营业收入	55,849.09	46,043.51	15,299.61	39,064.07
净利润	-4,207.86	-693.11	-2,602.78	-2,501.25

资料来源：山西证券研究所、晨光文具 2020 年报



利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,141.1	13,137.7	17,210.4	21,134.4	24,515.9	成长性					
减:营业成本	8,229.8	9,806.6	13,036.9	16,041.0	18,602.7	营业收入增长率	30.5%	17.9%	31.0%	22.8%	16.0%
营业税费	42.0	50.7	67.1	81.2	94.8	营业利润增长率	37.3%	9.8%	24.8%	17.4%	17.3%
销售费用	980.2	1,103.2	1,376.8	1,716.1	1,980.9	净利润增长率	26.8%	23.2%	3.1%	16.7%	24.0%
管理费用	469.3	602.6	977.6	1,211.0	1,407.2	EBITDA增长率	42.0%	12.6%	5.9%	18.1%	17.3%
财务费用	-8.4	9.1	-10.0	1.0	1.0	EBIT增长率	36.0%	9.1%	23.4%	18.5%	17.6%
资产减值损失	-17.8	-40.3	-10.0	9.0	-14.8	NOPLAT增长率	31.4%	18.4%	18.3%	18.6%	16.3%
加:公允价值变动收益	4.6	32.3	-48.3	-30.0	-50.0	投资资本增长率	-21.4%	-9.6%	54.9%	39.3%	8.7%
投资和汇兑收益	24.0	3.9	35.0	19.4	27.2	净资产增长率	27.6%	22.0%	30.7%	24.8%	20.7%
营业利润	1,283.2	1,408.8	1,758.7	2,064.5	2,421.3	利润率					
加:营业外净收支	10.5	108.3	59.4	83.9	71.6	毛利率	26.1%	25.4%	24.3%	24.1%	24.1%
利润总额	1,293.7	1,517.1	1,818.1	2,148.3	2,493.0	营业利润率	11.5%	10.7%	10.2%	9.8%	9.9%
减:所得税	217.6	278.8	332.7	386.7	443.7	净利润率	9.5%	9.6%	8.6%	8.3%	8.4%
净利润	1,060.1	1,255.4	1,485.4	1,761.6	2,049.2	EBITDA/营业收入	13.4%	14.0%	11.0%	10.5%	11.2%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	13.2%	12.6%	10.2%	9.8%	9.9%
货币资金	1,935.6	2,562.2	3,504.4	4,470.2	6,113.8	投资回报率					
交易性金融资产	661.9	1,428.3	1,380.0	1,350.0	1,300.0	ROE	25.2%	24.2%	21.6%	20.4%	19.6%
应收帐款	1,143.7	1,703.0	1,871.1	2,297.7	2,665.4	ROA	14.2%	12.8%	12.8%	12.8%	12.6%
应收票据	-	-	-	-	-	ROIC	53.2%	73.9%	100.9%	77.3%	65.2%
预付帐款	85.4	131.6	131.2	161.5	187.3	费用率					
存货	1,378.1	1,322.8	1,785.9	2,197.4	2,548.3	销售费用率	8.8%	8.4%	8.0%	8.1%	8.1%
其他流动资产	58.8	88.7	91.4	94.1	96.9	管理费用率	4.2%	4.6%	5.7%	5.7%	5.7%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.9%	13.1%	13.6%	13.9%	13.8%
长期股权投资	35.6	34.7	34.7	34.7	34.7	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	33	41	42	40	39
固定资产	1,163.7	1,847.6	2,182.4	2,527.0	2,723.7	流动资产周转天数	151	171	167	165	172
在建工程	260.5	54.9	131.7	248.8	239.3	应收帐款周转天数	33	39	53	53	48
无形资产	331.0	320.7	307.8	294.9	282.0	存货周转天数	53	50	43	45	46
其他非流动资产	362.3	111.7	115.0	118.5	122.0	总资产周转天数	214	237	223	216	221
资产总额	7,565.1	9,709.9	11,578.2	13,797.7	16,316.7	偿债能力					
短期借款	183.2	180.2	121.1	121.1	151.4	资产负债率	41.0%	44.0%	38.6%	35.7%	34.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	69.6%	78.5%	62.8%	55.5%	52.4%
应付账款	1,861.1	2,602.0	2,861.9	3,521.4	4,083.8	流动比率	1.76	1.74	2.01	2.20	2.35
其他流动负债	109.0	103.5	108.7	114.2	119.9	速动比率	1.30	1.42	1.60	1.74	1.89
长期借款	-	-	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	109.0	103.5	108.7	114.2	119.9	业绩和估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债总额	3,104.2	4,268.9	4,466.0	4,923.8	5,610.1	EPS(元)	1.15	1.35	1.60	1.90	2.21
股本	920.0	927.4	927.7	927.7	927.7	BVPS(元)	4.57	5.60	7.40	9.30	11.27
资本公积与留存收益	3,008.6	3,906.6	5,392.1	7,153.7	8,998.0	PE(X)	55.1	46.9	39.7	33.5	28.8
少数股东权益	259.4	247.4	247.4	247.4	247.4	PB(X)	13.9	11.3	8.6	6.8	5.6
股东权益	4,460.9	5,441.0	7,112.2	8,873.9	10,706.6	P/FCF	35.0	42.0	90.7	65.5	32.5
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/S	5.2	4.5	3.4	2.8	2.4
净利润	1,076.1	1,238.4	1,485.4	1,761.6	2,049.2	EV/EBITDA	28.2	42.5	28.6	24.1	18.8
加:折旧和摊销	28.0	40.3	-	-	-	CAGR(%)	17.9%	18.3%	22.5%	17.9%	18.3%
资产减值准备	88.4	256.6	151.4	151.4	326.0	PEG	308.7%	256.7%	176.3%	187.4%	157.3%
公允价值变动损失	-4.6	-32.3	-48.3	-30.0	-50.0						
财务费用	15.7	13.2	-10.0	1.0	1.0						
投资收益	-24.0	-3.9	-35.0	-19.4	-27.2						
少数股东损益	16.0	-17.1	-	-	-						
营运资金的变动	768.3	327.5	-322.3	-376.2	-94.7						
经营活动产生现金流量	1,081.9	1,271.7	1,221.3	1,488.5	2,204.3						
投资活动产生现金流量	-74.4	-1,065.4	-415.9	-521.6	-373.5						
融资活动产生现金流量	-364.3	-200.1	195.8	-1.0	-217.5						

数据来源：wind、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 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。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20% 以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

