

晨光文具 (603899.SH) 传统核心业务阶段承压, 不改长期竞争优势

2021年10月30日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

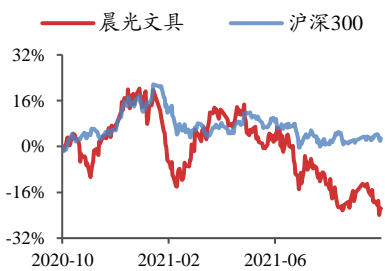
wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/10/29
当前股价(元)	63.50
一年最高最低(元)	100.77/60.50
总市值(亿元)	589.12
流通市值(亿元)	585.48
总股本(亿股)	9.28
流通股本(亿股)	9.22
近3个月换手率(%)	23.4

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《公司信息更新报告-一体两翼齐头并进, 盈利能力保持稳定》-2021.8.28
- 《公司信息更新报告-业绩预告超出预期, 新五年战略顺利起步》-2021.7.3
- 《公司信息更新报告-传统业务增速和盈利能力稳定, 新业务快速扩张》-2021.4.28

● 2021Q3 业绩受双减等因素影响, 但不改长期趋势, 维持“买入”评级

2021Q1-Q3 收入 121.5 亿元 (+42.3%), 归母净利润 11.2 亿元 (+22.4%), 扣非后净利润 9.9 亿元 (+25.1%)。2021Q3 收入 44.7 亿元 (+18.3%), 归母净利润 4.5 亿元 (+0.6%), 扣非后净利润 3.8 亿元 (-6.5%)。2021Q3, 公司传统核心业务受双减政策等因素影响有所承压, 但我们认为长期看文具行业规模平稳, 晨光文具市占率不断提升的趋势并未改变。我们下调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 15.05/18.62/22.45 亿元 (2021-2023 年原为 15.20/18.73/22.80 亿元), 对应 EPS 为 1.62/2.01/2.42 元, 当前股价对应 PE 为 39.1/31.6/26.2 倍, 维持“买入”评级。

● 收入分拆: 传统核心业务承压, 科力普、九木杂物社维持较高增速

2021Q3, 公司传统核心业务 (含安硕, 不含晨光科技) 收入 22.1 亿元, 同比增长 1.1%。受双减政策等影响且 2020Q3 为疫情后集中消费的高基数时期, 公司传统核心业务增速有所承压。分品类看, 以校边店学生群体销售为主的书写工具和文具的同比增速分别为 4.6% 和下降 2.1%, 也受到较大冲击。而办公文具同比增速为 12.4%, 相对较好。但我们认为在政策冲击下, 渠道终端短期拿货判断或过于消极, 未来有望逐步修复至合理水平。2021Q3, 公司晨光科力普收入 18 亿元, 同比增长 42.9%, 仍保持较高增速。九木杂物社收入 2.5 亿元, 同比增长 54.6%, 继续保持良好增长势头。2021Q3 九木杂物社期末门店达 436 家 (直营店 299 家, 加盟店 137 家), 单三季度净开店 33 家 (直营店 23 家, 加盟店 10 家)。

● 盈利能力: 原材料涨价影响下利润率下降幅度有限

2021Q3, 公司毛利率为 24.4%, 同比下降 2.7pct, 扣非后净利率为 8.5%, 同比下降 2.2%。毛利率有所下降主要受到原材料上涨、运费口径调整、收入结构变化 (低毛利率的科力普和零售大店收入占比提升) 影响。从长期看, 原材料价格有望回落, 低毛利率业务盈利端的规模效应有望提升。费用端, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.9%/4.1%/1.3%/-0.03%, 销售和财务费用率有所下降。

● 风险提示: 政策影响行业需求、原材料价格持续维持高位等

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141	13,138	17,237	20,891	25,215
YOY(%)	30.5	17.9	31.2	21.2	20.7
归母净利润(百万元)	1,060	1,255	1,505	1,862	2,245
YOY(%)	31.4	18.4	19.9	23.7	20.6
毛利率(%)	26.1	25.4	25.0	25.3	25.5
净利率(%)	9.5	9.6	8.7	8.9	8.9
ROE(%)	24.1	22.8	23.0	23.1	22.6
EPS(摊薄/元)	1.14	1.35	1.62	2.01	2.42
P/E(倍)	55.6	46.9	39.1	31.6	26.2
P/B(倍)	14.0	11.3	9.4	7.6	6.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5264	7241	8956	10913	13896
现金	1936	2562	2712	4672	5791
应收票据及应收账款	1026	1561	1833	2281	2685
其他应收款	118	142	312	215	380
预付账款	85	132	153	192	224
存货	1378	1323	2426	2033	3296
其他流动资产	721	1522	1519	1520	1520
非流动资产	2302	2469	2561	2672	2798
长期投资	36	35	34	33	32
固定资产	1164	1848	1972	2063	2177
无形资产	331	321	342	368	389
其他非流动资产	771	266	213	207	200
资产总计	7565	9710	11517	13585	16694
流动负债	2995	4165	4951	5519	6775
短期借款	183	180	0	0	0
应付票据及应付账款	1861	2602	3284	3818	4731
其他流动负债	951	1383	1667	1700	2044
非流动负债	109	104	104	104	104
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	104	104	104	104
负债合计	3104	4269	5054	5622	6879
少数股东权益	259	247	227	202	171
股本	920	927	928	928	928
资本公积	272	533	533	533	533
留存收益	3009	3907	4843	6001	7398
归属母公司股东权益	4202	5194	6235	7761	9644
负债和股东权益	7565	9710	11517	13585	16694

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1082	1272	1036	2509	1748
净利润	1076	1238	1485	1837	2215
折旧摊销	88	257	163	130	141
财务费用	-8	9	13	-6	20
投资损失	-24	-4	-25	-22	-20
营运资金变动	-243	-233	-599	571	-608
其他经营现金流	193	4	0	0	0
投资活动现金流	-74	-1065	-230	-219	-247
资本支出	378	324	93	112	127
长期投资	384	-751	1	1	1
其他投资现金流	688	-1493	-136	-106	-119
筹资活动现金流	-364	-200	-656	-330	-382
短期借款	183	-3	-180	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	7	0	0	0
资本公积增加	0	261	0	0	0
其他筹资现金流	-547	-466	-476	-330	-382
现金净增加额	636	-0	150	1960	1118

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11141	13138	17237	20891	25215
营业成本	8230	9807	12933	15606	18785
营业税金及附加	42	51	68	82	98
营业费用	980	1103	1500	1807	2194
管理费用	469	603	827	923	1117
研发费用	160	160	259	313	378
财务费用	-8	9	13	-6	20
资产减值损失	-18	-40	-17	-21	-25
其他收益	27	46	19	27	33
公允价值变动收益	5	32	0	0	0
投资净收益	24	4	25	22	20
资产处置收益	6	0	0	0	0
营业利润	1283	1409	1699	2236	2702
营业外收入	29	129	140	35	31
营业外支出	19	20	20	21	19
利润总额	1294	1517	1819	2250	2714
所得税	218	279	334	413	499
净利润	1076	1238	1485	1837	2215
少数股东损益	16	-17	-20	-25	-31
归母净利润	1060	1255	1505	1862	2245
EBITDA	1335	1708	1908	2269	2697
EPS(元)	1.14	1.35	1.62	2.01	2.42

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	30.5	17.9	31.2	21.2	20.7
营业利润(%)	37.3	9.8	20.6	31.6	20.8
归属于母公司净利润(%)	31.4	18.4	19.9	23.7	20.6
获利能力					
毛利率(%)	26.1	25.4	25.0	25.3	25.5
净利率(%)	9.5	9.6	8.7	8.9	8.9
ROE(%)	24.1	22.8	23.0	23.1	22.6
ROIC(%)	23.3	21.8	22.7	22.3	21.5
偿债能力					
资产负债率(%)	41.0	44.0	43.9	41.4	41.2
净负债比率(%)	-37.7	-42.8	-41.1	-58.0	-58.4
流动比率	1.8	1.7	1.8	2.0	2.1
速动比率	1.2	1.4	1.3	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.5	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	12.1	10.2	10.2	10.2	10.2
应付账款周转率	5.2	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.35	1.62	2.01	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.37	1.12	2.70	1.88
每股净资产(最新摊薄)	4.53	5.60	6.72	8.37	10.39
估值比率					
P/E	55.6	46.9	39.1	31.6	26.2
P/B	14.0	11.3	9.4	7.6	6.1
EV/EBITDA	42.6	32.4	28.9	23.4	19.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn