

控股股东增持彰显长期发展信心 买入（维持）

2021年12月07日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,138	16,852	20,705	25,638
同比（%）	17.9%	28.3%	22.9%	23.8%
归母净利润（百万元）	1,255	1,565	1,909	2,301
同比（%）	18.4%	24.7%	21.9%	20.6%
每股收益（元/股）	1.35	1.69	2.06	2.48
P/E（倍）	43.60	34.97	28.68	23.79

投资要点

- **事件：控股股东拟增持 1-5 亿元。**2021/12/3 公司公告控股股东科迎投资及杰葵投资拟自 2021/12/3 起 3 个月内增持不低于 1 亿元，不超过 5 亿元，其中 2021/12/3 已分别增持 10 万股/13 万股，成交均价分别为 55.31 元/股和 55.50 元/股，合计增持 1274.6 万元。
- **控股股东及核心高管增持彰显长期发展信心。**科迎投资及杰葵投资为公司上市前的员工持股平台，其中董事长陈湖文先生持股科迎投资 79.33% 股权，总裁陈湖雄先生持股杰葵投资 73.34% 股权。本次增持彰显公司实控人及核心管理层对于公司长期发展的信心。
- **双减政策下短期冲击强于长期影响，看好学生文具赛道的持续增长。**短期来看，2021Q3 双减政策下经销商及终端渠道提货信心受到一定干扰，公司传统核心业务表现增速有所回落（同比+1.1%，较 2019Q3+18.6%）。但从中长期看，我们测算双减政策对于 2022 年全国 K12 学生学习总时长的影响幅度约为 2%，对文具行业需求端的影响较为有限。此外，公司持续进行渠道的优化和效率提升，在学生文具赛道建立了坚固的壁垒，我们继续看好公司传统业务中长期稳健增长和市场份额的持续提升。
- **科力普业务维持高增，盈利能力不断提升。**2021Q1-3 科力普业务收入 49.3 亿元，同比+72.3%；其中 2021Q3 实现营业收入 18 亿元，同比+42.9%。盈利能力方面，2021Q1/Q2/Q3 科力普毛利率分别为 10.5%、8.33%、9.87%；2021Q3 科力普毛利率环比提升。中长期看，随着科力普业务规模优势的增加和运营管理效率的提升，盈利能力有望继续提升。
- **新零售业务瞄准文创赛道，打造品牌升级桥头堡。**2021Q1-3 新零售业务收入 7.7 亿元，同比+79.4%；其中九木杂物社收入 7 亿元，同比+93.4%；截至 2021Q3 末，九木杂物社已拥有门店 436 家（其中直营 299 家，加盟 137 家），较 2021H1 末净增加 33 家，开店速度符合我们预期。
- **盈利预测与投资评级：**高基数及双减政策短期情绪影响下，2021Q3 业绩增速有所放缓，但 2021Q4 终端心态及成本端有望边际修复，我们维持此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 15.7、19.1、23.0 亿元，对应 PE35、29、24X，公司渠道优势持续深化，高端化战略有望带动盈利能力持续提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，教育政策影响需求等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	59.00
一年最低/最高价	54.08/100.77
市净率(倍)	9.58
流通 A 股市值(百万元)	54398.61

基础数据

每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	40.50
总股本(百万股)	927.75
流通 A 股(百万股)	922.01

相关研究

- 1、《晨光文具（603899）：2021 年三季度报点评：科力普、新零售延续高增，利润略承压》2021-10-29
- 2、《晨光文具（603899）：2021 年中报点评：业绩表现靓丽，高端化战略起航》2021-08-27
- 3、《晨光文具（603899）：2021 年中报业绩预告点评：业绩超市场预期，淡季不淡增长势头良好》2021-07-02

晨光文具三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,241	8,745	11,166	14,044	营业收入	13,138	16,852	20,705	25,638
现金	2,562	2,891	4,286	5,506	减:营业成本	9,807	12,861	15,940	19,907
应收账款	1,561	1,776	2,775	3,188	营业税金及附加	51	65	80	99
存货	1,323	2,219	2,171	3,312	营业费用	1,103	1,289	1,500	1,820
其他流动资产	1,795	1,859	1,935	2,038	管理费用	603	722	857	1,009
非流动资产	2,469	3,010	3,097	3,538	研发费用	160	180	211	262
长期股权投资	35	34	33	32	财务费用	9	-33	-51	-83
固定资产	1,848	2,191	2,239	2,664	资产减值损失	40	8	4	3
在建工程	55	76	89	111	加:投资净收益	4	21	25	27
无形资产	321	342	368	389	其他收益	46	85	83	85
其他非流动资产	211	367	369	342	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	9,710	11,755	14,263	17,581	营业利润	1,409	1,878	2,287	2,754
流动负债	4,165	5,133	6,229	7,755	加:营业外净收支	108	10	10	10
短期借款	180	207	238	274	利润总额	1,517	1,888	2,297	2,764
应付账款	2,602	3,251	4,004	5,056	减:所得税费用	279	347	422	508
其他流动负债	1,383	1,674	1,988	2,425	少数股东损益	-17	-24	-33	-45
非流动负债	104	104	104	104	归属母公司净利润	1,255	1,565	1,909	2,301
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,451	1,818	2,203	2,633
其他非流动负债	104	104	104	104	EBITDA	1,708	2,121	2,514	3,004
负债合计	4,269	5,236	6,333	7,859	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	247	223	190	145	每股收益(元)	1.35	1.69	2.06	2.48
归属母公司股东权益	5,194	6,296	7,740	9,577	每股净资产(元)	5.60	6.79	8.34	10.32
负债和股东权益	9,710	11,755	14,263	17,581	发行在外股份(百万股)	927	928	928	928
					ROIC(%)	85.1%	74.5%	86.8%	78.2%
					ROE(%)	22.8%	23.6%	23.6%	23.2%
					毛利率(%)	25.4%	23.7%	23.0%	22.4%
					销售净利率(%)	9.6%	9.3%	9.2%	9.0%
					资产负债率(%)	44.0%	44.5%	44.4%	44.7%
					收入增长率(%)	17.9%	28.3%	22.9%	23.8%
					归母净利润增长率(%)	18.4%	24.7%	21.9%	20.6%
					P/E	43.60	34.97	28.68	23.79
					P/B	10.54	8.70	7.07	5.72
					EV/EBITDA	30.00	23.99	19.69	16.07

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>