2021 年 03 月 30 日

证券研究报告•2020 年年报点评

晨光文具（603899）轻工制造

买入（维持）

当前价：80.15 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

多业态齐头并进，业绩保持亮眼增长

投资要点

- **业绩摘要：**公司发布 2020 年年报，2020 年实现收入 131.4 亿元，同比增长 17.9%；实现归母净利润 12.6 亿元，同比增加 18.4%；其中，单 Q4 公司实现营业收入 46.0 亿元，同比增长 44%；实现净利润 3.4 亿元，同比增长 32.9%，疫情后公司收入及业绩逐季快速修复，全年保持亮眼增长。

- **传统业务疫情后实现逆势增长，办公直销快速发展。**分品类看，全年公司书写工具业务实现营收 22.8 亿元，同比增长 4.3%；学生文具业务实现营收 27.1 亿元，同比增长 2.3%；办公文具实现营收 28.2 亿元，同比增长 20.2%。2020 年公司在维持传统业务稳步发展的同时，快速推进科力普、晨光科技等新业务发展。报告期内，传统核心业务收入 75.8 亿元，同比增长 9.1%，保持稳健较快增长；科力普办公业务收入 50 亿元，同比增长 36.7%。科力普得益于自身渠道优势及防疫商品及物流等应急保障能力，在报告期内入围多家政企客户项目，包括山东省政府、湖南省政府、重庆市政府电商等政府客户项目；入围华润集团、中国铁路、中国铝业、中国商飞等央企集团采购项目；金融客户方面，入围建设银行、光大银行、浦发银行等分行项目；其他企业客户方面，中标世茂集团、顺丰、临港集团等采购项目，同时上线了 MRO 线上商城，在办公直销市场品牌影响力进一步提升。

- **2C 业务毛利率上行，盈利能力整体稳定。**公司毛利率为 34.0%，同比下降 1.4pp，其中书写工具、学生文具、办公文具分别实现毛利率 40.8%（+4.1pp）、33.4%（+0.8pp）、28.3%（+1.8pp），均有较明显提升，主要原因在于近年来公司不断提升中高端产品占比，开拓精品文创市场，产品单价逐渐上升。而办公直销毛利率为 11.0%（-2.1pp），主要系办公直销处于快速发展阶段，为提高市场份额前期成本较高导致，随着未来公司市占率提高，毛利率有望回升。费用方面，本年度公司整体费率为 14.3%，同比下降 0.1pp，基本保持稳定。其中销售费率为 8.4%，同比下降 0.4pp；管理费率为 4.6%，同比上涨 0.4pp，主要由于实施限制性股票激励的相关股份支付费用增加；研发费率为 1.2%，同比下降 0.2pp；财务费用率为 0.07%，同比增长 0.2pp，主要由于报告期内汇兑损失较去年同期有所增长及获取的利息收入较去年同期有所下降导致。综合影响下公司实现净利率 9.6%（-0.04pp），盈利能力保持稳定。此外，报告期内，公司应收账款 15.6 亿元，同比增长 52.2%，主要由于晨光科力普销售增长且采购回款账期较长；而经营性现金流量净额为 12.7 亿元，同比增长 17.5%，在 2B 业务快速增长情况下仍保持良好的现金流。

- **九木表现亮眼，推进渠道转型线上业务增幅显著。**20 年公司零售大店实现收入 6.5 亿元，同比增长 9%，其中九木杂物社收入 5.6 亿元，同比增长 21%。截至报告期末，公司在全国拥有 441 家零售大店，其中晨光生活馆 80 家，同比减少 36 家，主要是公司为提升店铺运营能力，优化店铺人力成本因而发展重要店面所致；九木杂物社 361 家，年内新增 100 家，保持较快拓店步伐。预计伴随线下客流量回升，零售大店收入有望保持较快增长。公司在线上线下采取多项措施推进渠道转型，传统业务零售渠道方面，公司聚焦重点终端，推进单店质量提升和配送中心的优化升级；同时运用晨光联盟 APP 拉近终端与公司的反馈

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.27
流通 A 股(亿股)	9.20
52 周内股价区间(元)	45.93-98.0
总市值(亿元)	743.33
总资产(亿元)	97.10
每股净资产(元)	5.60

相关研究

1. 晨光文具（603899）：传统业务超预期，多业态布局稳步前进 (2020-10-28)
2. 晨光文具（603899）：业绩逐步恢复，新渠道持续发力 (2020-08-24)
3. 晨光文具（603899）：业绩小幅回落，不改中长期成长逻辑 (2020-04-29)
4. 晨光文具（603899）：业绩持续亮眼，股权激励焕发新活力 (2020-04-14)

时效，形成订单闭环，提升 APP 月活终端数量。针对线上业务，晨光科技加快发展线上分销渠道，精准匹配流量爆款产品开发，提升晨光产品线上销售，线上业务增长幅度显著高于行业水平，2020 年晨光科技实现收入 4.7 亿元，同比增长 59%。但由于晨光科技增加了品牌投入和对线上分销渠道的投入，费用有所增加。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.71 元、2.13 元、2.62 元，对应 PE 分别为 47 倍、38 倍、31 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**传统业务销售增速不及预期的风险；新业务推进不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13137.75	16455.72	20323.16	24602.20
增长率	17.92%	25.26%	23.50%	21.06%
归属母公司净利润（百万元）	1255.43	1585.14	1977.56	2428.15
增长率	18.43%	26.26%	24.76%	22.79%
每股收益 EPS（元）	1.35	1.71	2.13	2.62
净资产收益率 ROE	22.76%	23.70%	23.97%	23.85%
PE	59	47	38	31
PB	13.66	11.13	9.02	7.32

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13137.75	16455.72	20323.16	24602.20
营业成本	9806.61	12134.39	15042.54	18199.77
营业税金及附加	50.69	63.01	78.02	94.36
销售费用	1103.18	1398.74	1686.82	2041.98
管理费用	602.63	1020.25	1239.71	1500.73
财务费用	9.06	-73.79	-117.24	-169.59
资产减值损失	-40.29	10.00	10.00	10.00
投资收益	3.85	3.66	3.48	3.30
公允价值变动损益	32.28	9.22	11.53	14.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1408.84	1916.00	2398.31	2942.65
其他非经营损益	108.30	10.07	9.89	9.95
利润总额	1517.15	1926.06	2408.20	2952.60
所得税	278.78	343.93	434.19	530.64
净利润	1238.37	1582.13	1974.01	2421.96
少数股东损益	-17.05	-3.01	-3.55	-6.19
归属母公司股东净利润	1255.43	1585.14	1977.56	2428.15

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1238.37	1582.13	1974.01	2421.96
折旧与摊销	256.56	194.26	197.80	201.81
财务费用	9.06	-73.79	-117.24	-169.59
资产减值损失	-40.29	10.00	10.00	10.00
经营营运资本变动	650.48	131.05	316.57	71.18
其他	-842.49	-3.89	-34.50	-22.97
经营活动现金流净额	1271.70	1839.77	2346.63	2512.40
资本支出	-600.87	-40.00	-40.00	-45.00
其他	-464.58	17.52	15.01	17.71
投资活动现金流净额	-1065.45	-22.48	-24.99	-27.29
短期借款	-3.02	-180.18	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	268.46	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-344.59	-413.59	-504.85
其他	-465.50	71.64	117.24	169.59
筹资活动现金流净额	-200.06	-453.13	-296.35	-335.26
现金流量净额	-0.10	1364.16	2025.29	2149.86

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2562.16	3926.32	5951.61	8101.47
应收和预付款项	1834.56	2129.50	2702.99	3240.48
存货	1322.81	1617.82	2019.59	2440.72
其他流动资产	1521.61	1466.99	1473.29	1484.46
长期股权投资	34.72	34.72	34.72	34.72
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1902.58	1770.59	1636.97	1501.71
无形资产和开发支出	320.75	308.38	294.10	282.46
其他非流动资产	210.71	200.81	190.90	181.00
资产总计	9709.91	11455.13	14304.18	17267.03
短期借款	180.18	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3231.89	3884.26	4983.34	5823.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	856.86	894.49	1084.05	1289.84
负债合计	4268.92	4778.75	6067.39	7113.11
股本	927.43	927.43	927.43	927.43
资本公积	533.38	533.38	533.38	533.38
留存收益	3906.65	5147.20	6711.16	8634.47
归属母公司股东权益	5193.57	6431.97	7995.93	9919.24
少数股东权益	247.42	244.41	240.86	234.67
股东权益合计	5440.99	6676.38	8236.80	10153.91
负债和股东权益合计	9709.91	11455.13	14304.18	17267.03

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	17.92%	25.26%	23.50%	21.06%
营业利润增长率	9.79%	36.00%	25.17%	22.70%
净利润增长率	15.08%	27.76%	24.77%	22.69%
EBITDA 增长率	22.83%	21.62%	21.72%	20.01%
获利能力				
毛利率	25.36%	26.26%	25.98%	26.02%
三费率	13.05%	14.25%	13.82%	13.71%
净利率	9.43%	9.61%	9.71%	9.84%
ROE	22.76%	23.70%	23.97%	23.85%
ROA	12.75%	13.81%	13.80%	14.03%
ROIC	41.66%	53.81%	66.86%	79.39%
EBITDA/销售收入	12.75%	12.38%	12.20%	12.09%
营运能力				
总资产周转率	1.52	1.55	1.58	1.56
固定资产周转率	8.73	9.24	12.33	16.25
应收账款周转率	10.16	9.77	9.91	9.75
存货周转率	7.16	8.20	8.21	8.12
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.42%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	43.96%	41.72%	42.42%	41.19%
带息债务/总负债	4.22%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.74	1.96	2.04	2.18
速动比率	1.42	1.61	1.70	1.83
股利支付率	0.00%	21.74%	20.91%	20.79%
每股指标				
每股收益	1.35	1.71	2.13	2.62
每股净资产	5.87	7.20	8.88	10.95
每股经营现金	1.37	1.98	2.53	2.71
每股股利	0.00	0.37	0.45	0.54

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1674.46	2036.47	2478.86	2974.88
PE	59.21	46.89	37.59	30.61
PB	13.66	11.13	9.02	7.32
PS	5.66	4.52	3.66	3.02
EV/EBITDA	42.05	33.82	26.96	21.75
股息率	0.00%	0.46%	0.56%	0.68%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn