Q4 全面高增，文具龙头未来强者恒强

——晨光文具（603899）点评报告

增持(维持)

2021 年 03 月 30 日

报告关键要素:

公司于 2021 年 3 月 29 日发布 2020 年年度报告。2020 年，公司实现营收 131.38 亿元（同比+17.92%）；归母净利润 12.55 亿元（同比+18.43%）；扣非归母净利润 11.03 亿元（同比+9.70%）。其中，Q4 营收和归母净利润分别同比+44.03%/+32.65%，恢复亮眼增长。2020 年，公司毛利率为 25.36%（-0.77pct），净利率 9.43%（-0.23pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.40%/4.59%/1.22%/0.07%（-0.40pct/+0.15pct/-0.22pct/+0.15pct）。

投资要点:

传统核心业务发展稳健，科力普持续壮大，零售大店展店持续推进，线上收入增速亮眼。（1）传统核心业务：2020 年实现收入 75.76 亿元（同比+9.1%），净利润 10.9 亿元（同比+9.4%），表现出强大的韧性。截至 2020 年 12 月 31 日，“晨光文具”店招的零售终端有近 8 万家（2019 年末有超过 8.5 万家）。**（2）晨光科力普**：科力普业务持续发展，2020 年实现收入 50.0 亿元（同比+36.7%），净利润 1.4 亿元（同比+89.7%），净利率提升 0.8pct 至 2.88%。2020 年，科力普在办公直销市场的品牌影响力进一步提升，客户方面，入围多个政府、央企、金融等公司项目，并上线了 MRO 线上商城；仓储物流方面，华东新仓投入使用，智能化建设业内领先；**（3）零售大店业务**：2020 年，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 6.5 亿元（同比+9.0%），净利润-5023 万元，其中，九木杂物社收入 5.58 亿元（同比+21.3%），净利润-4208 万元，主要是由于 2020 年疫情影响导致客流水平较低，以及新开店的影响，亏损有所增加。截至 2020 年 12 月 31 日，公司在全国拥有 441 家零售大店（净增 61 家），其中晨光生活馆 80 家（净减少 39 家）；九木杂物社 361 家（直营 237 家，加盟 124 家），较 2019 年末净增 100 家，显示九木杂物社展店推进顺利。**（4）晨光科技**：2020 年实现收入 4.74 亿元（同比+59.7%），线上业务增长幅度显著高于行业水平，收入占比从 2019 年末的 2.66%提升至 3.61%，净利润-1195 万元（去年为-120 万元）。**（5）海外业务**：公司积极探索海外市场，

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13137.75	16961.87	21574.97	27864.85
增长比率(%)	17.92	29.11	27.20	29.15
净利润(百万元)	1255.43	1586.66	1929.33	2362.81
增长比率(%)	18.43	26.38	21.60	22.47
每股收益(元)	1.35	1.71	2.08	2.55
市盈率(倍)	65.42	46.85	38.53	31.46
市净率（倍）	15.81	11.96	9.93	8.23

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	927.43
流通A股(百万股)	920.00
收盘价(元)	80.15
总市值(亿元)	743.33
流通A股市值(亿元)	737.38

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20201028_晨光文具（603899）季报点评报告_AAA_无惧疫情变改，文具龙头 Q3 业绩表现亮眼

万联证券研究所 20200823_晨光文具（603899）2020 年半年报点评_AAA_疫情之下传统核心业务表现稳健，线上高速增长

分析师: 陈雯
执业证书编号: S0270519060001
电话: 18665372087
邮箱: chenwen@wlzq.com.cn
研究助理: 李滢
电话: 15521202580
邮箱: liying1@wlzq.com.cn

2020 年海外实现收入 3.63 亿元，同比-5.91%，主要是受海外疫情持续的影响。

内部管理持续提升，数字化建设持续推进，股权激励落地实施。2020 年，公司积极推动 MBS 管理，推进多个公司级改善项目，管理能力持续提升。此外，公司持续推进数据中台建设，推动数据为业务赋能。公司在 2020 年 5 月完成 2020 年限制性股票激励计划的首次授予，激励计划设定的业绩目标是：以 2019 年营收为基数，2020/2021/2022 年营收增长率不低于 15%/45%/75%（同比 15%/26%/21%），归母净利润增长率不低于 10%/34%/66%（同比 10%/22%/24%）。

盈利预测与投资建议：作为文具龙头，随 2021 年国内生产和开学的全面恢复，以及科力普、零售大店等业务的推进，公司业绩的亮眼增长，继续看好文具龙头未来的业务发展，预计公司 2021-2023 年的归母净利润增速分别为 26%/22%/22%，对应 PE 分别为 47/39/31 倍，维持“增持”评级。

风险因素：疫情复燃、零售大店业务拓展不达预期、竞争加剧风险。

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**13138**	**16962**	**21575**	**27865**
%同比增速	18%	29%	27%	29%
营业成本	9807	12708	16315	21243
毛利	3331	4254	5260	6621
%营业收入	25%	25%	24%	24%
税金及附加	51	65	83	107
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	1103	1399	1758	2229
%营业收入	8%	8%	8%	8%
管理费用	603	721	906	1170
%营业收入	5%	4%	4%	4%
研发费用	160	212	259	334
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	9	6	30	48
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-40	-12	-10	-10
信用减值损失	-38	-18	-15	-15
其他收益	46	50	69	85
投资收益	4	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	32	8	9	10
资产处置收益	0	5	3	6
营业利润	**1409**	**1883**	**2281**	**2809**
%营业收入	11%	11%	11%	10%
营业外收支	108	30	40	50
利润总额	**1517**	**1913**	**2321**	**2859**
%营业收入	12%	11%	11%	10%
所得税费用	279	326	404	503
净利润	1238	1588	1917	2356
%营业收入	9%	9%	9%	8%
归属于母公司的净利润	**1255**	**1587**	**1929**	**2363**
%同比增速	18%	26%	22%	22%
少数股东损益	-17	1	-13	-7
EPS（元/股）	1.35	1.71	2.08	2.55

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2562	2143	2254	2317
交易性金融资产	1428	2178	2878	3578
应收票据及应收账款	1561	1789	2420	3032
存货	1323	1921	2334	3125
预付款项	132	151	207	261
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	235	276	326	392
流动资产合计	7241	8459	10418	12705
长期股权投资	35	36	35	36
固定资产	1848	2519	3290	4161
在建工程	55	5	105	205
无形资产	321	356	389	420
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	100	100	100	100
其他非流动资产	111	98	90	81
资产总计	**9710**	**11572**	**14425**	**17706**
短期借款	180	250	250	250
应付票据及应付账款	2602	3123	4169	5324
预收账款	0	157	100	194
合同负债	114	74	142	154
应付职工薪酬	153	218	267	356
应交税费	477	505	713	875
其他流动负债	819	927	1212	1437
流动负债合计	4165	5004	6604	8341
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	37	37	37	37
其他非流动负债	67	67	67	67
负债合计	**4269**	**5107**	**6707**	**8445**
归属于母公司的所有者权益	5194	6216	7483	9033
少数股东权益	247	248	236	228
股东权益	**5441**	**6464**	**7718**	**9262**
负债及股东权益	**9710**	**11572**	**14425**	**17706**

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	**1272**	**1581**	**2494**	**2703**
投资	-765	-753	-701	-702
资本性支出	-324	-765	-1007	-1094
其他	23	23	19	20
投资活动现金流净额	**-1065**	**-1495**	**-1689**	**-1776**
债权融资	0	0	0	0
股权融资	176	0	0	0
银行贷款增加（减少）	180	70	0	0
筹资成本	-375	-569	-691	-861
其他	-182	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-200**	**-500**	**-691**	**-861**
现金净流量	**0**	**-419**	**110**	**63**

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.35	1.71	2.08	2.55
BVPS	5.60	6.70	8.07	9.74
PE	65.42	46.85	38.53	31.46
PEG	3.55	1.78	1.78	1.40
PB	15.81	11.96	9.93	8.23
EV/EBITDA	47.73	36.19	29.87	24.33
ROE	24%	26%	26%	26%
ROIC	21%	23%	23%	24%

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场