太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-29

公司点评报告

买入/维持

晨光文具(603899)

目标价：110

昨收盘：80.15

轻工消费

Q4 科力普、利润端超出市场预期，长期空间巨大，上调目标价至 110 元

■

事件：晨光文具发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 131.38 亿元，同比增长 17.92%，归母净利润 12.55 亿元，同比增长 18.43%，扣非净利润 11.03 亿元，同比增长 9.70%，非经常性损益同比增长 178.18%，主要系政府补助增加所致。其中 Q4 公司实现营收 46.00 亿元，同比增长 44.03%，收入增速提升明显，归母净利润 3.43 亿元，同比增长 32.65%，扣非净利润 3.10 亿元，同比增长 26.67%。

点评：

传统业务：产品升级叠加渠道赋能，未来有望持续稳健增长。2020 年公司传统核心业务+晨光科技同比增长 9%至 75.7 亿元，若剔除晨光科技，则公司传统核心业务增长 6.4%至 70 亿元，若进一步剔除安硕并表，我们估计传统核心业务同比增长接近 8%至 67 亿元。其中单 Q4 若剔除安硕并表，我们预计传统业务同比增速至少在 25%以上。一方面产品结构进一步优化，另一方面终端门店升级以及终端市占率的提升都对收入增速带来了较大的促进作用。

科力普：Q4 收入超预期，未来收入持续放量、盈利改善可期。2020 年科力普实现营收 50.00 亿元，同比增长 36.69%，其中 Q4 营收 21.38 亿元，同比增长 81.93%，超出预期。2020 年科力普实现净利润 1.44 亿元，同比增长 89.74%，净利率 2.88%，同比提升 0.80pct。展望未来，办公直销市场规模空间广阔，科力普持续中标新客户，市场份额有所提升，收入有望维持快速增长，同时伴随规模效应逐渐显现，盈利能力有望进一步改善。

零售大店：终端逐步回暖，产品优化、展店持续有望驱动九木收入快速增长。Q4 零售大店业务整体环比增速提升至 23%。2020 年晨光生活馆（含九木）实现营收 6.55 亿元，同比增长 9.02%，亏损 0.50 亿元，亏损增加主要系疫情影响客流及新开店进展。其中九木实现营收 5.58 亿元，同比增长 21.30%，生活馆实现营收 0.96 亿元，同比下滑 31.28%。截止 2020 年底，公司零售大店合计 441 家，其中九木门店 361 家（直营 237 家，加盟 124 家），全年新开店 100 家，生活馆 80 家，全年净减少 39 家。展望未来，九木持续优化商品结构，线下稳健发展叠加线上推行，九木模式逐渐跑通，未来有望扭亏为盈；生活馆门店持续优化以提升单店质量。

晨光科技：线上渠道拓展加速，有望持续贡献收入增量。2020 年晨光科技实现营收 4.74 亿元，同比增长 59%，亏损 0.12 亿元，亏损

■ **股票数据**

总股本/流通(百万股)	927/920
总市值/流通(百万元)	74,333/73,738
12 个月最高/最低(元)	98.00/45.93

晨光文具（603899）《Q3 传统业务大超预期，新业务 Q4 继续回暖》--2020/10/27

晨光文具（603899）《Q2 各项业务回暖，线上表现亮眼》--2020/08/23

晨光文具（603899）《疫情短期扰动业绩，看好长期成长逻辑》--2020/04/30

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL：chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

增加主要系线上费用投入所致。疫情影响下，公司加快发展线上分销渠道，增强线上产品开发能力，开展外部直播合作和品牌自播，线上业务增长幅度显著高于行业水平。未来公司加强线上发力，晨光科技收入有望快速增长。

盈利能力有所下滑，费用管控良好。2020 年公司毛利率 25.36%，同比下滑 0.77pct，净利率 9.43%，同比下滑 0.23pct，期间费用率 14.27%，同比下滑 0.10pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.40%、4.59%、1.22%、0.07%，同比分别变动-0.40、0.37、-0.22、0.15pct，另外公司一次性计提安硕的商誉减值约 3000 万元，很大程度上影响 Q4 单季度利润。

盈利预测：我们预计公司 21-22 年 EPS 分别为 1.76 和 2.21 元，对应 21-22 年 PE 分别为 46X/36X，考虑到公司未来传统业务稳健且较快速度的增长，新业务未来空间可期，20 年全年实际利润强于表观数字，公司短期涨跌更多对标贵州茅台、海天味业等标的，但是考虑到长期来看，公司不管是产品力、拓品类空间、净利率弹性、提价（产品结构优化）等诸多方面均不逊色于海天味业，且两者目前尚存在较大估值差距，我们将公司长期上调目标价至 110 元，维持“买入”评级。

风险提示：传统业务不及预期，科力普客户拓展不及预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13137.75	16435.32	20067.53	24462.31
(+/-%)		25.1%	22.1%	21.9%
净利润(百万元)	1255.43	1629.48	2051.27	2624.63
(+/-%)		29.8%	25.9%	28.0%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.76	2.21	2.83
市盈率(PE)	59	46	36	28

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	**7180**	**9122**	**11837**	**15352**
现金	2562	4146	6068	8637
应收账款	1561	1465	1829	2243
其他应收款	142	176	208	255
预付账款	132	137	175	214
存货	1323	1736	2097	2543
其他	1460	1461	1461	1461
非流动资产	**2463**	**2398**	**2345**	**2241**
长期投资	35	65	95	125
固定资产	1903	1919	1849	1727
无形资产	420	308	295	283
其他	106	106	106	106
资产总计	**9643**	**11520**	**14182**	**17594**
流动负债	**4051**	**4604**	**5555**	**6719**
短期借款	180	147	56	0
应付账款	2602	0	0	0
其他	1269	4457	5500	6719
非流动负债	**104**	**104**	**104**	**104**
长期借款	0	0	0	0
其他	104	104	104	104
负债合计	**4155**	**4707**	**5659**	**6823**
少数股东权益	247	220	186	143
股本	927	927	927	927
资本公积	533	533	533	533
留存收益	3907	5258	7003	9294
归属母公司股东权益	5194	6545	8290	10581
负债和股东权益	**9596**	**11472**	**14135**	**17546**

现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**1233**	**2017**	**2461**	**3053**
净利润	1238	1602	2017	2581
折旧摊销	257	241	255	263
财务费用	13	11	7	2
投资损失	-4	-30	-30	-30
营运资金变动	-233	228	249	274
其他	-38	-35	-37	-36
投资活动现金流	**-1065**	**-111**	**-135**	**-93**
资本支出	-324	-111	-135	-93
长期投资	-765	0	0	0
其他	23	0	0	0
筹资活动现金流	**-200**	**-322**	**-404**	**-391**
短期借款	0	-33	-91	-56
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	176	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-376	-289	-313	-336
现金净增加额	**-32**	**1584**	**1922**	**2569**

利润表	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**13138**	**16435**	**20068**	**24462**
营业成本	9807	12129	14770	17955
营业税金及附加	51	63	77	94
营业费用	1103	1381	1646	1981
管理费用	603	723	883	1027
财务费用	9	11	7	2
资产减值损失	-40	15	18	21
公允价值变动收益	32	0	0	0
投资净收益	4	30	30	30
营业利润	**1409**	**1913**	**2416**	**3105**
营业外收入	129	80	90	95
营业外支出	20	30	35	38
利润总额	**1517**	**1963**	**2471**	**3162**
所得税	279	361	454	581
净利润	**1238**	**1602**	**2017**	**2581**
少数股东损益	-17	-27	-34	-44
归属母公司净利润	**1255**	**1629**	**2051**	**2625**
EBITDA	1831.18	2150.23	2665.50	3360.92
EPS(元)	1.35	1.76	2.21	2.83

主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	17.92%	25.10%	22.10%	21.90%
营业利润	9.79%	35.80%	26.30%	28.51%
归属母公司净利润	18.43%	29.79%	25.89%	27.95%
获利能力				
毛利率	25.36%	26.20%	26.40%	26.60%
净利率	9.56%	9.91%	10.22%	10.73%
ROE	24.17%	24.90%	24.74%	24.81%
ROIC	78.72%	118.96%	201.22%	443.31%
偿债能力				
资产负债率	43.30%	41.03%	40.03%	38.88%
净负债比率	3.47%	2.24%	0.67%	0.00%
流动比率	177.22%	198.14%	213.08%	228.48%
速动比率	1.45	1.60	1.75	1.91
营运能力				
总资产周转率	1.53	1.55	1.56	1.54
应收账款周转率	10.16	10.86	12.18	12.02
应付账款周转率	5.89	12.63	—	—
每股指标(元)				
每股收益	1.35	1.76	2.21	2.83
每股经营现金	1.33	2.17	2.65	3.29
每股净资产	5.60	7.06	8.94	11.41
估值比率				
P/E	65.42	45.62	36.24	28.32
P/B	15.81	11.36	8.97	7.03
EV/EBITDA	43.55	32.71	25.63	19.55

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。