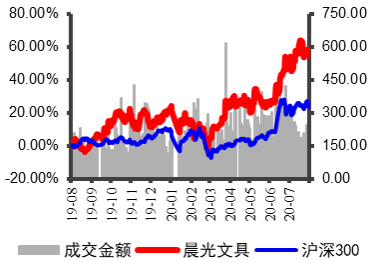
轻工/文娱用品　晨光文具（603899.SH）　维持评级

报告原因：公告点评　Q3 业绩重回双位数增长轨道，净利率环比大幅提升　买入

2020 年 10 月 27 日　公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 27 日

收盘价(元)：	78.38
年内最高/最低（元）：	40.00/80.00
流通 A 股/总股本（亿）：	9.20/9.27
流通 A 股市值（亿）：	721
总市值（亿）：	727

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益	0.99
摊薄每股收益：	0.99
每股净资产(元)：	5.36
净资产收益率：	19.91%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】晨光文具（603899.SH）：Q2 盈利能力显著提升，九木+科力普+线上渠道拉动增长》2020-8-22

《【山证轻工】晨光文具（603899.SH）深度报告：产品与渠道实力护航，科力普处在快速增长轨道》2020-1-2

事件描述

➢ **10 月 27 日晚间，公司发布 2020 年第三季度报告：**报告期内，公司实现营业收入 85.38 亿元，同比增长 7.43%；归属于上市公司股东的净利润 9.13 亿元，同比增长 13.85%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.93 亿元，同比增长 4.24%。业绩基本符合预期。

事件点评

➢ **2020Q3 业绩环比继续回升。**2020Q3，公司实现营业收入 37.76 亿元，同比增长 21.48%；归母净利润 4.45 亿元，同比增长 31.70%；扣非后归母净利润 4.06 亿元，同比增长 21.76%。2020Q2，公司营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 26.78 亿元（+7.85%）、2.34 亿元（+10.15%）、2.13 亿元（+9.46%），Q3 各项增速环比 Q2 分别提升 13.63、23.24、12.30 个百分点。

➢ **Q3 净利率大幅提升，研发费用增长 14.51%。**2020 前三季度，毛利率同比增加 0.29pct 至 27.08%，净利率同比增加 0.24pct 至 10.47%，其中 Q3 毛利率为 27.09%（+0.68pct），净利率为 11.79%（+3.08pct）。2020 前三季度，期间费用率同比增加 0.96pct 至 15.49%，其中销售费用率为 9.29%（+0.47pct）；管理费用率为 6.17%（+0.36pct），研发费用 1.23 亿元，同比增长 14.51%，设计研发有序推进，各产品赛道不断推陈出新；财务费用率为 0.02%（+0.11pct），主要系汇率变动导致汇兑损益差异较大，同时安硕文教利息支出增加所致。

➢ **晨光科技加快发展线上分销渠道，线上销售增速亮眼。**受新冠疫情影响，公司经销业务受到较大限制，学校开学时间不断延期，对学校商圈的终端经营造成一定影响，零售终端数量也有所下降。面临终端市场需求下行压力，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，线上授权店铺超过 2000 家，推进重点店铺提升。根据 wind，2020 年 7~9 月，晨光文具分别实现线上销售额 1.64、2.14 和 2.41 亿元，季度移动平均增长率分别为 81.17%、66.73%和 46.05%。

➢ **晨光科力普持续发力客户拓展和仓配物流布局，期待下半年订单加快转化为收入。**报告期内，晨光科力普在央企客户方面，成功入围华润集团、宝武集团、中国铝业、中广核、国铁商城、中国能建、中国海油等集团采

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

购项目；金融客户方面，入围银联国际、浦发银行、广发银行、交通银行等分行项目；世界 500 强和其他企业客户方面，中标智联招聘、顺丰泰森、圆通速递、融创集团等采购项目，并成功上线了 MRO 线上商城。截至报告期末，晨光科力普在全国已投入 6 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中、东北六大区域，新增东北中心仓，大幅提升东北地区的订单响应时效。

➢ **零售大店稳步发展，精品文创持续推进**。受新冠疫情影响，一季度公司零售大店大部分营业时间处于停业及非正常营业状态。二季度以来，门店逐步恢复营业，客流量逐步回升，销售逐步恢复。2020 前三季度，晨光生活馆营收同比增长 2.82%至 4.32 亿元，其中九木杂物社营收同比增长 17.41%至 3.60 亿元，九木杂物社门店数量较年初新增 73 家至 334 家（包括直营 211 家，加盟 123 家）。精品文创方面，公司完善重点品类开发与呈现方案，形成强功能精品文创产品阵营；以头部刚需产品升级为主要抓手，把握盲盒、季节限定、IP 等流行趋势，同时扩大精品文创产品在传统渠道占比。

投资建议

➢ 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 12.21、15.03、18.59 亿元，同比增长 15.17%、23.07%、23.72%，对应 EPS 为 1.32/1.62/2.00 元，PE 为 59.54/48.38/39.10 倍，维持“买入”评级。

存在风险

➢ 宏观经济下行风险；新冠疫情影响下复学复课受阻；产品同质化风险；精品文创推广不达预期；原材料价格上涨；市场竞争加剧；行业政策变化风险等。

会计年度		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）		8,534.99	11,141.10	12,277.49	14,732.99	17,237.60
	同比增长	34.26%	30.53%	10.20%	20.00%	17.00%
归母净利润（百万元）		806.85	1,060.08	1,220.93	1,502.59	1,859.01
	同比增长	27.25%	31.39%	15.17%	23.07%	23.72%
每股收益（元）		0.88	1.15	1.32	1.62	2.00
PE		89.37	68.02	59.54	48.38	39.10
PB		21.14	17.16	13.36	10.47	8.45

数据来源：wind、山西证券研究所

表 1：晨光文具单季度财务摘要

	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
报告类型	第二季度	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	24.83	31.09	31.94	20.84	26.78	37.76
同比(%)	27.57	33.02	32.44	-11.55	7.85	21.48
营业总成本	22.43	26.87	28.74	18.91	24.06	32.79
营业利润	2.61	4.16	3.24	2.33	2.56	5.17
同比(%)	34.22	47.75	38.52	-17.45	-1.98	24.28
利润总额	2.62	4.10	3.09	2.70	2.90	5.49
净利润	2.15	3.38	2.63	2.16	2.33	4.45
同比(%)	22.63	32.26	48.79	-16.91	8.46	31.70
归属母公司股东的净利润	2.13	3.31	2.58	2.30	2.34	4.48
同比(%)	25.02	32.22	41.77	-10.95	10.15	35.63
扣非后归属母公司股东的净利润	1.95	3.33	2.45	1.74	2.13	4.06
同比(%)	20.78	43.89	38.19	-25.21	9.46	21.76
EPS	0.23	0.36	0.28	0.25	0.25	0.48
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	25.78	34.12	40.89	21.45	28.87	40.31
经营活动现金净流量	1.48	4.31	4.04	-2.59	3.85	7.68
购建固定无形长期资产支付的现金	0.28	0.66	1.80	0.11	0.37	0.51
投资支付的现金	2.51	7.46	-1.70	6.36	5.55	12.40
投资活动现金净流量	4.69	-8.01	0.26	-0.56	-2.65	-6.23
吸收投资收到的现金	0.42	0.00	0.00		1.76	0.00
取得借款收到的现金	0.55	0.70	2.22			
筹资活动现金净流量	-2.58	-1.11	0.04	-0.06	-1.92	-0.02
现金流量净额	3.61	-4.78	4.23	-3.23	-0.74	1.38
关键比率						
ROE(%)	5.84	8.77	6.35	5.34	5.25	9.48
扣非后 ROE(%)	5.35	8.83	6.01	4.03	4.78	8.58
ROA(%)	3.62	5.12	3.64	2.98	3.33	5.80
销售毛利率(%)	25.38	27.71	24.49	27.92	26.41	27.09
销售净利率(%)	8.66	10.87	8.25	10.35	8.71	11.79

资料来源：山西证券研究所、wind

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8,535.0**	**11,141.1**	**12,277.5**	**14,733.0**	**17,237.6**
减:营业成本	6,330.4	8,229.8	8,962.6	10,740.4	12,557.6
营业税费	34.7	42.0	44.2	56.2	64.2
销售费用	789.4	980.2	1,092.7	1,302.4	1,516.9
管理费用	379.6	469.3	718.2	838.3	973.9
财务费用	-8.0	-8.4	-10.0	1.0	1.0
资产减值损失	3.4	-17.8	-10.0	9.0	-3.9
加:公允价值变动收益	-	**4.6**	-81.9	-30.0	47.3
投资和汇兑收益	35.1	24.0	35.0	29.5	32.2
营业利润	**934.7**	**1,283.2**	**1,432.9**	**1,785.3**	**2,207.3**
加:营业外净收支	25.5	10.5	18.0	14.2	16.1
利润总额	**960.2**	**1,293.7**	**1,450.9**	**1,799.5**	**2,223.4**
减:所得税	152.4	217.6	230.0	296.9	364.4
净利润	**806.8**	**1,060.1**	**1,220.9**	**1,502.6**	**1,859.0**

资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,046.7	1,935.6	2,652.5	3,425.5	4,537.1
交易性金融资产	-	661.9	580.0	550.0	597.3
应收帐款	919.1	1,143.7	1,120.3	1,344.4	1,572.9
应收票据	1.9	-	-	-	-
预付帐款	42.3	85.4	72.4	86.8	101.5
存货	1,042.7	1,378.1	1,227.8	1,471.3	1,720.2
其他流动资产	1,047.0	58.8	60.6	62.4	64.3
可供出售金融资产	3.6	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	30.2	35.6	35.6	35.6	35.6
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	876.6	1,163.7	1,652.5	2,164.0	2,683.0
在建工程	24.5	260.5	306.4	379.8	317.9
无形资产	188.0	331.0	315.4	299.8	284.1
其他非流动资产	336.8	362.3	373.2	384.4	395.9
资产总额	**5,677.5**	**7,565.1**	**8,487.2**	**10,236.4**	**12,340.4**
短期借款	-	183.2	61.1	61.1	76.3
应付票据	-	-	-	-	-
应付账款	1,319.4	1,861.1	1,716.4	2,056.9	2,404.9
其他流动负债	73.0	109.0	114.5	120.2	126.2
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	73.0	109.0	114.5	120.2	126.2
负债总额	**2,180.8**	**3,104.2**	**2,786.8**	**3,033.4**	**3,476.0**
股本	920.0	920.0	927.4	927.4	927.4
资本公积与留存收益	2,218.5	3,008.6	4,229.6	5,732.1	7,405.3
少数股东权益	85.9	259.4	259.4	259.4	259.4
股东权益	**3,496.7**	**4,460.9**	**5,700.4**	**7,202.9**	**8,864.5**

现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	807.8	1,076.1	1,220.9	1,502.6	1,859.0
加:折旧和摊销	3.4	28.0	-	-	-
资产减值准备	198.1	88.4	31.0	31.0	58.8
公允价值变动损失	-	-4.6	-81.9	-30.0	47.3
财务费用	-2.6	15.7	-10.0	1.0	1.0
投资收益	-35.1	-24.0	-35.0	-29.5	-32.2
少数股东损益	1.0	16.0	-	-	-
营运资金的变动	-145.4	768.3	37.2	-190.0	-76.7
经营活动产生现金流量	**827.9**	**1,081.9**	**1,162.2**	**1,285.1**	**1,857.1**
投资活动产生现金流量	**-296.0**	**-74.4**	**-351.7**	**-511.0**	**-562.3**
融资活动产生现金流量	**-225.1**	**-364.3**	**28.5**	**-1.0**	**-198.5**

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	34.3%	30.5%	10.2%	20.0%	17.0%
营业利润增长率	36.9%	37.3%	11.7%	24.6%	23.6%
净利润增长率	48.3%	26.8%	-2.8%	25.0%	24.8%
EBITDA增长率	53.4%	42.0%	-3.0%	25.5%	23.6%
EBIT增长率	36.4%	36.0%	12.9%	24.6%	23.8%
NOPLAT增长率	27.3%	31.4%	15.2%	23.1%	23.7%
投资资本增长率	-7.7%	-21.4%	33.8%	38.5%	17.5%
净资产增长率	20.0%	27.6%	27.8%	26.4%	23.1%
利润率					
毛利率	25.8%	26.1%	27.0%	27.1%	27.2%
营业利润率	11.0%	11.5%	11.7%	12.1%	12.8%
净利润率	9.5%	9.5%	9.9%	10.2%	10.8%
EBITDA/营业收入	13.8%	13.4%	11.8%	12.3%	13.2%
EBIT/营业收入	12.1%	13.2%	11.6%	12.1%	12.8%
投资回报率					
ROE	23.7%	25.2%	22.4%	21.6%	21.6%
ROA	14.2%	14.2%	14.4%	14.7%	15.1%
ROIC	36.1%	53.2%	76.5%	71.2%	63.6%
费用率					
销售费用率	9.2%	8.8%	8.9%	8.8%	8.8%
管理费用率	4.4%	4.2%	5.9%	5.7%	5.7%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	13.6%	12.9%	14.7%	14.5%	14.5%
运营效率					
固定资产周转天数	37	33	41	47	51
流动资产周转天数	149	151	161	155	162
应收帐款周转天数	32	33	53	53	46
存货周转天数	54	53	52	45	50
总资产周转天数	212	214	235	229	236
偿债能力					
资产负债率	38.4%	41.0%	32.8%	29.6%	28.2%
负债权益比	62.4%	69.6%	48.9%	42.1%	39.2%
流动比率	1.94	1.76	2.14	2.38	2.57
速动比率	1.45	1.30	1.68	1.88	2.05
现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			

业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.88	1.15	1.32	1.62	2.00
BVPS(元)	3.71	4.57	5.87	7.49	9.28
PE(X)	89.4	68.0	59.5	48.4	39.1
PB(X)	21.1	17.2	13.4	10.5	8.4
P/FCF	74.0	43.2	127.8	104.5	53.2
P/S	8.4	6.5	5.9	4.9	4.2
EV/EBITDA	22.4	28.2	47.7	37.8	29.8
CAGR(%)	23.0%	20.0%	24.9%	23.0%	20.0%
PEG	388.9%	340.3%	239.5%	210.5%	195.6%

数据来源：wind、山西证券研究所

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336