太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-27

公司点评报告

买入/维持

晨光文具(603899)

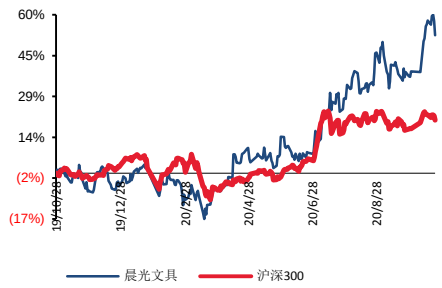
目标价：90

昨收盘：74.6

轻工消费

Q3 传统业务大超预期，新业务 Q4 继续回暖

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	927/920
总市值/流通(百万元)	69,186/68,632
12 个月最高/最低(元)	78.40/40.81

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

晨光文具（603899）《年报业绩靓丽，九木增速亮眼，股权激励坚定长远信心》--2020/04/13

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

事件：晨光文具发布 2020 三季报，实现营收 85.38 亿元，同比增长 7.43%；归母净利 9.12 亿元，同比增长 13.85%，扣非后利润 7.92 亿元，同比增长 4.24%。其中，Q3 单季度营收 37.76 亿元，同比增长 21.48%，归母净利 4.48 亿元，同比增长 35.63%，Q3 业绩略超市场预期。

点评：

Q3 传统业务增速亮眼，晨光科技继续高速增长

分业务看，传统业务单三季度增长 17.7%，剔除安硕并表的影响，我们估计传统业务四条核心赛道增长接近 20%，疫情后公司在零售端的市占率进一步提升，虽然从行业整体来说 Q3 同比呈现下滑态势，但是晨光却加速增长。**科力普** Q3 同比增长 28%，复苏明显，下半年是旺季，我们预计 Q4 增速有望继续提升。**零售大店** Q3 同比增长 4%，其中九木前三季度增长 17.41%至 3.6 亿，目前九木杂物社 334 家（直营 211 家，加盟 123 家）。**晨光科技**单 Q3 同比增长 64.8%，作为线上直销窗口，疫情期间收入端加速明显，Q3 继续维持高增长。

分品类看，书写工具/学生文具/办公文具/办公直销前三季度同比变动分别为 0.73%/1.14%/11.91%/15.24%，晨光仍存在品类拓展和结构优化的趋势。

毛利率和期间费用率保持稳定，经营性净现金流快速增长

Q3 毛利率上升 0.2pct 至 27.1%，主要系增值税影响、原材料价格下降与产品结构优化。**期间费用率**略有下降，销售/管理/研发费用率上升 0/-0.1/-0.1pct。**经营性净现金流 Q3** 同比增长 78.11%，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 18.13%至 40.31 亿。

全年预判传统业务继续稳健向上，科力普与零售大店继续恢复可期。

传统业务，在 Q3 旺季大考交出满意答卷之后，Q4 基数相对 Q3 略低，与此同时公司优化渠道、迭代新品、联盟 APP 提升终端运营效率，市占率有望继续提升。**科力普**，公司持续开发大客户，并通过省心购业务开拓小微企业市场，Q4 有望增速进一步恢复。**零售大店**，商场客流恢复，公司积累经验，完善选品铺货与运营模式，在 Q3 走了一定弯路的情况下，公司做出了相应的调整，Q4 增速有望修复，我们中长期

依旧看好公司在这条赛道上的布局。

盈利预测：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.29/1.59/1.98 元，对应 20-22 年 PE 分别为 60X/49X/39X，公司传统业务稳健增长，新业务未来空间可期，维持“买入”评级。

风险提示：加盟商生存情况不及预期，科力普客户拓展不及预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11141.10	12952.62	16415.88	19945.29
(+/-%)	30.53	16.26	26.74	21.50
净利润(百万元)	1060.08	1184.19	1464.41	1824.01
(+/-%)	31.39	11.71	23.66	24.56
摊薄每股收益(元)	1.15	1.29	1.59	1.98
市盈率(PE)	68	60	49	39

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(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4100	5264	6430	8266	10495
现金	1047	1936	3038	4134	5613
应收账款	809	1026	964	1266	1538
预付账款	110	118	170	203	245
存货	1043	1378	1461	1834	2236
非流动资产	1578	2302	2394	2561	2684
长期投资	34	46	76	106	136
固定资产	901	1424	1648	1796	1900
无形资产	306	480	319	307	296
其他	337	352	352	352	352
资产总计	5678	7565	8824	10827	13178
流动负债	2108	2995	3325	4139	4965
短期借款	0	183	150	59	0
应付账款	1319	1861	0	0	0
其他	788	951	3175	4081	4965
非流动负债	73	109	109	109	109
长期借款	0	0	0	0	0
其他	73	109	109	109	109
负债合计	2181	3104	3434	4248	5074
少数股东权益	86	259	281	308	341
股本	920	920	920	920	920
资本公积	272	272	272	272	272
留存收益	2218	3009	3917	5078	6570
归属母公司股东权益	3411	4202	5110	6271	7763
负债和股东权益	5678	7565	8824	10827	13178

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	828	1082	1484	1632	1964
投资性现金流	-296	-74	-61	-135	-93
融资性现金流	-225	-364	-320	-402	-392
现金增加额	307	643	1103	1096	1479

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8535	11141	12953	16416	19945
营业成本	6330	8230	9591	12192	14859
营业税金及附加	35	42	49	62	75
营业费用	789	980	1166	1477	1755
管理费用	380	469	570	722	838
财务费用	-8	-8	11	7	2
资产减值损失	3	-18	15	18	21
投资净收益	35	24	30	30	30
营业利润	935	1283	1400	1738	2176
营业外收入	46	29	80	90	95
营业外支出	21	19	30	35	38
利润总额	960	1294	1450	1793	2233
所得税	152	218	244	302	376
净利润	808	1076	1206	1491	1857
少数股东损益	1	16	22	27	33
归属母公司净利润	807	1060	1184	1464	1824

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	25.83%	26.13%	25.95%	25.73%	25.50%
销售净利率	9.45%	9.52%	9.14%	8.92%	9.15%
销售收入增长率	34.26%	30.53%	16.26%	26.74%	21.50%
营业利润增长率	36.88%	37.28%	9.07%	24.15%	25.22%
净利润增长率	27.25%	31.39%	11.71%	23.66%	24.56%
ROE	23.66%	25.23%	23.18%	23.35%	23.50%
ROIC	30.86%	51.43%	64.45%	81.33%	104.3%
资产负债率	38.41%	41.03%	38.91%	39.24%	38.50%
净负债比率	0.00%	4.36%	2.93%	0.94%	0.00%
流动比率	194.5%	175.7%	193.4%	199.7%	211.4%
PE(X)	41.23	42.30	50.79	41.07	32.97
PB(X)	9.75	10.67	11.77	9.59	7.75
EV/EBITDA(X)	29.71	31.97	29.18	22.92	17.68

资料来源：WIND，太平洋证券

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@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

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。