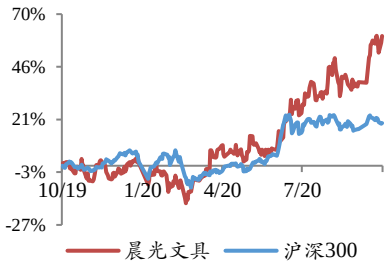
Q3 传统业务强劲复苏，业绩高增

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-10-28

收盘价（元）	78.38
近 12 个月最高/最低（元）	78.40/40.81
总股本（百万股）	927
流通股本（百万股）	920
流通股比例（%）	99.24
总市值（亿元）	727
流通市值（亿元）	721

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

1.华安证券_公司研究_首次覆盖_晨光文具（603899.SH）：稳健成长的必选消费龙头 20200525

2. 华安证券_公司研究_公司点评_晨光文具（603899.SH）：业绩符合预期，一体两翼毛利率稳中有升 20200821

主要观点：

● **事件：晨光文具发布 2020 年三季报，Q3 业绩实现强劲复苏。**

晨光文具发布 2020Q3 季报，2020 年前三季度实现营业收入 85.38 亿元，同比+7.43%，实现归母净利润 9.13 亿元，同比+13.85%；对应 2020 年 Q3 收入 37.76 亿元，同比增长 21.5%，归母净利润 4.48 亿元，同比增长 35.6%。2020 年 Q3 经营活动产生的现金流量净额同比增长 78.11%，总体来看公司 Q3 业绩实现强劲复苏。

● **Q3 传统核心业务增长靓丽，新业务逐渐恢复较快增长态势。**

分拆晨光传统核心业务，其 Q3 单季实现了 20%以上的收入增长。一方面是 Q3 为公司传统销售旺季，另一方面也表明疫情有效控制后 Q3 需求得到释放，晨光的传统业务依靠渠道升级和产品升级市场份额不断提升。新业务方面，晨光科力普和九木杂物社收入恢复较快增长，但受疫情影响，增速较往年有所回落。

综合来看，2020 年 Q1-Q3 晨光科力普/晨光生活馆（含九木杂物社）/晨光科技分别实现营业收入 28.62/4.32/3.36 亿元，分别同比增长了 15.24%/2.82%/69.97%；其中九木杂物社实现营业收入 3.60 亿元，同比增长 17.41%。截止 2020 年 Q3，公司在全国拥有 440 家零售大店，其中晨光生活馆 106 家，九木杂物社 334 家（直营 211 家，加盟 123 家）。九木的开店节奏年初被疫情打断，预计全年新开店在 100 家左右，明年开店节奏有望恢复正常。

● **盈利能力提升，主要受益于原材料价格下降与产品销售结构升级调整。**

分产品来看，2020 年 Q1-Q3，书写工具/学生文具/办公文具/其他产品/办公直销的毛利率分别+4.01/+0.47/-0.24/-0.74/-0.14 个 pct。书写工具毛利率的大幅提高主要受益于原材料价格的下降以及产品销售结构升级调整。公司精品文创和儿童美术等高客单价的产品占比持续提升。

2020 年 Q3 公司实现单季度毛利率 27.09%、净利率 11.79%，毛利率和净利率环比 Q2 分别提升了 0.68 和 3.08 个 pct，净利率较去年同期也有小幅提升。

期间费用率较去年同期下降了 0.23 个 pct。其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别较去年同期-0.05/-0.19/-0.18/+0.20 个 pct。

● **投资建议。**

持续推荐晨光文具，维持“增持”评级。预计公司 2020-2022 年收入为 124.38/153.40/189.72 亿元，同比分别+11.6%/23.3%/23.7%，归母净利润为 12.12/15.54/19.32 亿元，同比分别+14.3%/28.2%/24.3%%。当前股价对应 2020-2022 年估值分别为 59.99X/46.78X/37.63X。晨光传统核心业务渠道、品牌、产品护城河宽，聚焦深耕线下渠道提高市场份额，同时加速线上销售占比的提升；办公集采行业容量大、集中度低，晨光科力普持续壮大、办公直销市场品牌影响力进一步提升；零售大店稳步发展，持续推进店面优化和渠道拓展，盈利可期。看好公司长期发展。

● **风险提示**

疫情反复影响居民购买力，办公直销以及零售大店等新业务发展不达预期。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11141	12438	15340	18972
收入同比（%）	30.5%	11.6%	23.3%	23.7%
归属母公司净利润	1060	1212	1554	1932
净利润同比（%）	31.4%	14.3%	28.2%	24.3%
毛利率（%）	26.1%	26.2%	26.1%	26.3%
ROE（%）	25.2%	24.4%	25.9%	26.5%
每股收益（元）	1.14	1.31	1.68	2.08
P/E	68.57	59.99	46.78	37.63
P/B	17.30	14.65	12.10	9.97
EV/EBITDA	46.65	45.12	35.38	28.57

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	5264	5958	7661	9471
现金	1936	2282	2996	3482
应收账款	1026	1159	1681	2443
其他应收款	118	144	171	214
预付账款	85	84	109	132
存货	1378	1509	1863	2300
其他流动资产	721	781	841	901
非流动资产	2302	2369	2412	2427
长期投资	36	35	35	35
固定资产	1164	1253	1317	1354
无形资产	331	326	321	316
其他非流动资产	771	755	738	722
资产总计	7565	8327	10073	11898
流动负债	2995	2983	3666	4188
短期借款	183	0	0	0
应付账款	1861	1887	2329	2875
其他流动负债	951	1096	1337	1313
非流动负债	109	109	109	109
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	109	109	109	109
负债合计	3104	3092	3775	4297
少数股东权益	259	272	291	313
股本	920	920	920	920
资本公积	272	272	272	272
留存收益	3009	3771	4815	6097
归属母公司股东权	4202	4963	6007	7289
负债和股东权益	7565	8327	10073	11898

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	1082	1260	1487	1386
净利润	1060	1212	1554	1932
折旧摊销	249	216	241	268
财务费用	16	3	0	0
投资损失	-24	-44	-54	-66
营运资金变动	-243	-125	-252	-750
其他经营现金流	1327	1335	1804	2685
投资活动现金流	-74	-278	-263	-250
资本支出	-372	-278	-274	-275
长期投资	274	-55	-56	-56
其他投资现金流	24	56	67	80
筹资活动现金流	-364	-636	-510	-650
短期借款	183	-183	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-547	-453	-510	-650
现金净增加额	636	346	714	486

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
营业收入	11141	12438	15340	18972
营业成本	8230	9182	11334	13990
营业税金及附加	42	46	58	74
销售费用	980	1163	1382	1711
管理费用	469	535	629	778
财务费用	-8	-39	-53	-65
资产减值损失	-18	-8	-6	-7
公允价值变动收益	-5	-7	-8	-9
投资净收益	24	44	54	66
营业利润	1283	1451	1867	2324
营业外收入	29	38	40	41
营业外支出	19	23	21	23
利润总额	1294	1466	1886	2342
所得税	218	242	313	388
净利润	1076	1224	1573	1954
少数股东损益	16	13	19	22
归属母公司净利润	1060	1212	1554	1932
EBITDA	1508	1548	1953	2402
EPS（元）	1.14	1.31	1.68	2.08

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	30.5%	11.6%	23.3%	23.7%
营业利润	37.3%	13.1%	28.6%	24.5%
归属于母公司净利	31.4%	14.3%	28.2%	24.3%
获利能力				
毛利率（%）	26.1%	26.2%	26.1%	26.3%
净利率（%）	9.5%	9.7%	10.1%	10.2%
ROE（%）	25.2%	24.4%	25.9%	26.5%
ROIC（%）	22.6%	21.2%	22.7%	23.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	41.0%	37.1%	37.5%	36.1%
净负债比率（%）	69.6%	59.1%	59.9%	56.5%
流动比率	1.76	2.00	2.09	2.26
速动比率	1.27	1.46	1.55	1.68
营运能力				
总资产周转率	1.47	1.49	1.52	1.59
应收账款周转率	10.86	10.74	9.13	7.77
应付账款周转率	4.42	4.87	4.87	4.87
每股指标（元）				
每股收益	1.14	1.31	1.68	2.08
每股经营现金流薄）	1.17	1.36	1.60	1.49
每股净资产	4.53	5.35	6.48	7.86
估值比率				
P/E	68.57	59.99	46.78	37.63
P/B	17.30	14.65	12.10	9.97
EV/EBITDA	46.65	45.12	35.38	28.57

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。