2020 年 08 月 24 日
证券研究报告•2020 年中报点评
晨光文具（603899）轻工制造

买入（维持）
当前价：65.37 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 业绩逐步恢复，新渠道持续发力

## 投资要点

- **业绩总结：**2020H1 公司实现营业收入 47.6 亿元，同比下降 1.6%；归母净利润 4.6 亿元，同比下降 1.4%；扣非后净利润 3.9 亿元，同比下降 9.4%。其中，Q2 实现营收 26.8 亿元，同比增长 7.8%；归母净利润 2.3 亿元，同比增长 10.2%；扣非后净利润 2.1 亿元，同比增长 9.5%，增速回升，业绩逐步修复。
- **多项业务在 Q2 逐步恢复，科力普、九木、晨光科技表现亮眼。**今年上半年受疫情影响，“学汛”期反复延后，公司线下经销业务受到冲击，公司通过积极布局线上、深耕线下来减弱业务压力。通过依托晨光科技加快发展线上渠道：1）加强新品研发，陆续推出多款线上专供产品，开辟增量市场；2）拓展线上分销网络，授权电商店铺超过 2000 家，推进重点店铺建设；3）通过“外部直播+品牌自播”的方式提高引流。上半年晨光科技实现营收 2 亿元，同比增长 63.9%。得益于二季度疫情缓解，门店恢复营业，客流量逐步回升，报告期内晨光生活馆（含九木杂物社）实现总收入 2.4 亿元，同比增长 1.8%；其中，九木杂物社实现营收 2 亿元，同比增长 19.1%。疫情期间，公司专项推进防疫物资寻源，凭借强大的数字化统筹能力和运营能力，推动办公直销业务持续发展。2020H1 科力普（办公直销）实现收入 16 亿元，同比增长 6.6%。分品类看，上半年公司办公文具实现收入 10.4 亿元，同比增长 1.5%；学生文具和书写工具分别实现收入 10.2、9.9 亿元，同比下降 5%、12.4%，预计三季度开学期来临将带来新一波需求高峰，为收入恢复提供有力支撑。
- **盈利能力保持稳定。**2020H1 公司毛利率为 27.1%，同比提升 0.9pp，其中 Q2 实现毛利率 26.4%，同比上涨 1pp，公司整体费率为 17%，同比提升 2pp。其中销售费率/管理费率分别为 10.2%/5.3%，同比上涨 1pp/0.7pp；研发费率上涨 0.3pp 至 1.7%，主要系报告期内公司为开拓新品、加大研发投入；财务费率为 -0.1%，与去年同期基本持平。综合之下上半年公司实现净利率 9.8%（+0.1pp），盈利水平维持稳定。公司实现经营性现金流量净额 1.3 亿元，同比下降 48.8%，主要由于疫情原因使回款和应付产生波动，预计随着复工复产继续推进，公司回款速度加快，现金流情况将有所改善。
- **继续深耕零售新渠道，股权激励释放新动能。**公司是文具行业绝对龙头，在零售终端网络覆盖的广度和深度方面具有明显的先发优势。目前，公司在全国拥有 36 家一级合作伙伴、近 1200 个城市的二、三级合作伙伴，近 8 万家零售终端。在保持传统业务稳步发展的基础上，公司全面推进九木杂物社建设、试点优化晨光生活馆，扩大新业务的线下布局。截至 2020H1，公司在全国拥有 404 家零售大店，其中晨光生活馆 109 家，九木杂物社 295 家（直营 180 家，加盟 115 家）。同事，公司在上半年顺利实施了《2020 年限制性股票激励计划》，于 2020 年 5 月底完成首次授予。本次限制性股票激励计划的落地将进一步完善公司治理结构，健全公司激励机制，利好公司持续发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32 元、1.7 元、2.05 元，对应 PE 分别为 50 倍、38 倍和 32 倍。考虑到公司享有较高的品牌护城河和难以超越的渠道优势，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；传统业务销售增速不及预期的风险；新业务推进不及预期的风险。

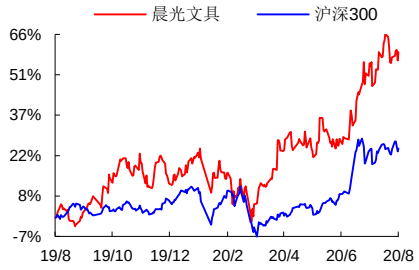
| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 11141.10 | 13226.43 | 16350.23 | 19623.90 |
| 增长率 | 30.53% | 18.72% | 23.62% | 20.02% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1060.08 | 1223.00 | 1577.64 | 1897.34 |
| 增长率 | 31.39% | 15.37% | 29.00% | 20.26% |
| 每股收益 EPS（元） | 1.14 | 1.32 | 1.70 | 2.05 |
| 净资产收益率 ROE | 24.12% | 22.79% | 23.92% | 23.54% |
| PE | 57 | 50 | 38 | 32 |
| PB | 13.59 | 11.28 | 9.15 | 7.48 |

*数据来源：Wind，西南证券*


### 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn


### 相对指数表现




*数据来源：聚源数据*

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 9.27 |
| 流通 A 股(亿股) | 9.20 |
| 52 周内股价区间(元) | 40.1-67.98 |
| 总市值(亿元) | 606.26 |
| 总资产(亿元) | 70.57 |
| 每股净资产(元) | 4.84 |

### 相关研究

1. 晨光文具（603899）：业绩小幅回落，不改中长期成长逻辑 (2020-04-29)
2. 晨光文具（603899）：业绩持续亮眼，股权激励焕发新活力 (2020-04-14)
3. 晨光文具（603899）：经营质量优异，新业态表现亮眼 (2019-10-28)
4. 晨光文具（603899）：增长优质，新业务表现亮眼 (2019-08-25)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 11141.10 | 13226.43 | 16350.23 | 19623.90 |
| 营业成本 | 8229.84 | 9744.99 | 12003.32 | 14478.55 |
| 营业税金及附加 | 42.00 | 51.17 | 62.72 | 75.49 |
| 销售费用 | 980.17 | 1163.93 | 1422.47 | 1668.03 |
| 管理费用 | 469.26 | 872.94 | 1062.77 | 1255.93 |
| 财务费用 | -8.40 | -49.29 | -77.18 | -117.45 |
| 资产减值损失 | -17.84 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 投资收益 | 23.99 | 22.80 | 21.66 | 20.57 |
| 公允价值变动损益 | 4.61 | 1.15 | 1.44 | 1.80 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 1283.18 | 1456.64 | 1889.24 | 2275.73 |
| 其他非经营损益 | 10.50 | 10.58 | 10.77 | 10.71 |
| **利润总额** | 1293.68 | 1467.22 | 1900.00 | 2286.43 |
| 所得税 | 217.60 | 242.14 | 315.57 | 378.95 |
| 净利润 | 1076.08 | 1225.08 | 1584.43 | 1907.48 |
| 少数股东损益 | 15.99 | 2.08 | 6.79 | 10.14 |
| 归属母公司股东净利润 | 1060.08 | 1223.00 | 1577.64 | 1897.34 |

| 现金流量表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 1076.08 | 1225.08 | 1584.43 | 1907.48 |
| 折旧与摊销 | 88.41 | 217.47 | 221.00 | 225.01 |
| 财务费用 | -8.40 | -49.29 | -77.18 | -117.45 |
| 资产减值损失 | -17.84 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 经营营运资本变动 | 1069.62 | -758.84 | 331.22 | -351.28 |
| 其他 | -1125.93 | -44.48 | -27.83 | -35.01 |
| **经营活动现金流净额** | 1081.94 | 599.93 | 2041.64 | 1638.76 |
| 资本支出 | -550.74 | -40.00 | -40.00 | -45.00 |
| 其他 | 476.39 | 23.95 | 23.10 | 22.37 |
| **投资活动现金流净额** | -74.35 | -16.05 | -16.90 | -22.63 |
| 短期借款 | 183.19 | -183.19 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 7.43 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -276.00 | -316.63 | -338.12 | -427.74 |
| 其他 | -271.49 | 48.77 | 77.18 | 117.45 |
| **筹资活动现金流净额** | -364.30 | -443.63 | -260.94 | -310.30 |
| **现金流量净额** | 635.94 | 140.25 | 1763.80 | 1305.83 |

| 资产负债表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1935.60 | 2075.85 | 3839.65 | 5145.48 |
| 应收和预付款项 | 1229.11 | 1464.56 | 1811.11 | 2171.94 |
| 存货 | 1378.11 | 1649.35 | 2032.67 | 2461.21 |
| 其他流动资产 | 720.71 | 1490.49 | 1195.52 | 1596.83 |
| 长期股权投资 | 35.58 | 35.58 | 35.58 | 35.58 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 1424.17 | 1277.27 | 1128.73 | 978.56 |
| 无形资产和开发支出 | 361.18 | 342.45 | 321.82 | 303.81 |
| 其他非流动资产 | 480.65 | 468.81 | 456.98 | 445.15 |
| **资产总计** | 7565.12 | 8804.37 | 10822.07 | 13138.56 |
| 短期借款 | 183.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 2480.54 | 2926.62 | 3607.06 | 4344.13 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 440.46 | 501.48 | 592.43 | 692.11 |
| **负债合计** | 3104.19 | 3428.09 | 4199.49 | 5036.24 |
| 股本 | 920.00 | 927.43 | 927.43 | 927.43 |
| 资本公积 | 272.35 | 272.35 | 272.35 | 272.35 |
| 留存收益 | 3008.63 | 3914.99 | 5154.52 | 6624.11 |
| 归属母公司股东权益 | 4201.50 | 5114.77 | 6354.29 | 7823.88 |
| 少数股东权益 | 259.42 | 261.50 | 268.29 | 278.44 |
| **股东权益合计** | 4460.93 | 5376.27 | 6622.58 | 8102.32 |
| 负债和股东权益合计 | 7565.12 | 8804.37 | 10822.07 | 13138.56 |

| 财务分析指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 30.53% | 18.72% | 23.62% | 20.02% |
| 营业利润增长率 | 37.28% | 13.52% | 29.70% | 20.46% |
| 净利润增长率 | 33.20% | 13.85% | 29.33% | 20.39% |
| EBITDA 增长率 | 21.19% | 19.19% | 25.13% | 17.23% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 26.13% | 26.32% | 26.59% | 26.22% |
| 三费率 | 12.93% | 15.03% | 14.73% | 14.30% |
| 净利率 | 9.66% | 9.26% | 9.69% | 9.72% |
| ROE | 24.12% | 22.79% | 23.92% | 23.54% |
| ROA | 14.22% | 13.91% | 14.64% | 14.52% |
| ROIC | 37.23% | 37.08% | 43.44% | 49.49% |
| EBITDA/销售收入 | 12.24% | 12.28% | 12.43% | 12.14% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.68 | 1.62 | 1.67 | 1.64 |
| 固定资产周转率 | 10.92 | 12.13 | 17.35 | 24.74 |
| 应收账款周转率 | 12.14 | 11.73 | 11.91 | 11.76 |
| 存货周转率 | 6.65 | 6.30 | 6.42 | 6.35 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 113.63% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 41.03% | 38.94% | 38.80% | 38.33% |
| 带息债务/总负债 | 5.90% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 1.76 | 2.01 | 2.17 | 2.31 |
| 速动比率 | 1.30 | 1.52 | 1.67 | 1.81 |
| 股利支付率 | 26.04% | 25.89% | 21.43% | 22.54% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 1.14 | 1.32 | 1.70 | 2.05 |
| 每股净资产 | 4.81 | 5.80 | 7.14 | 8.74 |
| 每股经营现金 | 1.17 | 0.65 | 2.20 | 1.77 |
| 每股股利 | 0.30 | 0.34 | 0.36 | 0.46 |

| 业绩和估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 1363.19 | 1624.81 | 2033.06 | 2383.30 |
| PE | 57.19 | 49.57 | 38.43 | 31.95 |
| PB | 13.59 | 11.28 | 9.15 | 7.48 |
| PS | 5.44 | 4.58 | 3.71 | 3.09 |
| EV/EBITDA | 42.08 | 35.40 | 27.43 | 22.85 |
| 股息率 | 0.46% | 0.52% | 0.56% | 0.71% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |