万联证券 WANLIAN SECURITIES

疫情之下传统核心业务表现稳健，线上高速增长

——晨光文具（603899）2020 年半年报点评

增持（维持）

日期：2020 年 08 月 24 日

事件：

公司于2020年8月21日晚间发布2020年半年报。

投资要点：

- **受新冠疫情影响，公司上半年营收和净利润略有下滑。**2020H1，公司实现营收 47.61 亿元（同比-1.60%）；归母净利润 4.65 亿元（同比-1.44%）；扣非归母净利润 3.87 亿元（同比-9.42%）。其中，Q2 实现营收 26.78 亿元（+7.85%），归母净利润 2.34 亿元（+10.15%）。2020H1，公司毛利率为 27.07%（+0.87pct），净利率 9.43%（-0.38pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.17%/5.25%/1.68%/-0.06%（+0.97pct/+0.66pct/+0.31pct/+0.06pct）。经营活动产生的现金流量净额为 1.27 亿元（-48.78%），主要是受疫情影响，回款和应付有所波动所致。
- **传统核心业务发展稳健，科力普增速有所放缓，零售大店业务展店持续推进，线上增速亮眼。（1）传统业务：**2020H1，传统核心业务实现收入 27.21 亿元（-8.8%），净利润 4.50 亿元（-1.2%），表现出一定的韧性。受疫情冲击，部分终端门店关闭，截至 2020 年 6 月 30 日，“晨光系”零售终端有近 8 万家（2019 年末有超过 8.5 万家）。**（2）晨光科力普：**2020H1 实现收入同比+6.6%，增速较此前有所放缓（2019 年同比+41%，2019H1 同比+56%），净利润同比+39.6%；**（3）零售大店业务：**晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 2.35 亿元（+1.8%），净利润-3923 万元，其中，九木杂物社收入 1.95 亿元（+19.1%）。截至 2020 年 6 月 30 日，公司在全国拥有 404 家零售大店（2020H1 净增 24 家），其中晨光生活馆 109 家（2020H1 净减少 10 家）；九木杂物社 295 家（直营 180 家，加盟 115 家），较 2019 年末净增 34 家，显示九木杂物社展店推进顺利。**（4）晨光科技：**2020H1 实现收入 2.04 亿元（+63.9%），线上业务增长幅度显著高于行业水平，收入占比从 2019 年末的 2.66%提升至 4.29%，净利润-257 万元（去年同期为 42 万元）。**（5）海外业务：**公司积极探索海外市场，2020H1 海外实现收入 1.22 亿元，同比+56.39%，主要是安硕文教纳入合并报表的时间增加的影响。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,141	13,052	16,377	20,098
增长比率（%）	30.5%	17.2%	25.5%	22.7%
净利润(百万元)	1,060	1,183	1,481	1,894
增长比率(%)	31.4%	11.6%	25.2%	27.9%
每股收益(元)	1.14	1.28	1.60	2.04
市盈率(倍)	57.2	51.2	40.9	32.0

数据来源：Wind、万联证券研究所

基础数据

行业	轻工制造
公司网址	www.mg-pen.com
大股东/持股	晨光控股（集团）有限公司/58.26%
实际控制人/持股	陈湖雄、陈湖文、陈雪玲/65.84%
总股本（百万股）	927
流通A股（百万股）	920
收盘价（元）	65.37
总市值（亿元）	606
流通A股市值（亿元）	606

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 08 月 21 日

相关研究

万联证券研究所 20200519_公司首次覆盖_AAA_晨光文具（603899）首次覆盖报告

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 李滢
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

- **内部管理持续提升，股权激励落地实施。**2020H1，公司积极推动 MBS 管理，推进多个公司级改善项目，管理能力持续提升。此外，公司在 2020 年 5 月完成 2020 年限制性股票激励计划的首次授予。本次激励计划设定的业绩目标是：以 2019 年营收为基数，2020/2021/2022 年营收增长率不低于 15%/45%/75%（同比 15%/26%/21%），归母净利润增长率不低于 10%/34%/66%（同比 10%/22%/24%）。
- **盈利预测与投资建议：**受疫情影响，年初大部分公司停工、上半年学校开学时间被多次延后，但作为文具龙头，公司通过聚焦和深耕渠道、快速提升线上销售、持续壮大科力普和零售大店业务等措施保持了 2020H1 健康、稳定的发展。下半年预计随着开学季的到来以及办公直销业务的持续拓展，公司业绩将会迎来改善，我们预计公司 2020-2022 年的营收增速分别为 17.2%/25.5%/22.7%；归母净利润增速分别为 11.6%/25.2%/27.9%；EPS 为 1.28/1.60 /2.04 元，对应 PE 分别为 51.2/40.9/32.0 倍，维持“增持”评级。

- **风险因素：**疫情复燃风险、零售大店业务拓展不达预期风险、线上竞争加剧风险。

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,264	6,670	8,452	10,680
货币资金	1,936	2,750	3,829	5,247
应收票据及应收账款	1,026	1,180	1,436	1,707
其他应收款	118	125	148	165
预付账款	85	107	157	221
存货	1,378	1,730	2,051	2,457
其他流动资产	721	778	831	884
非流动资产	2,302	2,490	2,679	2,857
长期股权投资	36	41	51	61
固定资产	1,164	1,393	1,618	1,836
在建工程	260	230	190	140
无形资产	331	316	309	301
其他长期资产	511	510	511	518
资产总计	7,565	9,160	11,131	13,537
流动负债	2,995	3,779	4,739	5,863
短期借款	183	239	250	250
应付票据及应付账款	1,861	2,396	3,044	3,827
预收账款	207	261	344	442
其他流动负债	744	883	1,101	1,344
非流动负债	109	109	109	109
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	109	109	109	109
负债合计	3,104	3,888	4,848	5,972
股本	920	927	927	927
资本公积	272	272	272	272
留存收益	3,009	3,807	4,800	6,052
归属母公司股东权益	4,202	5,006	5,999	7,252
少数股东权益	259	265	284	313
负债和股东权益	7,565	9,160	11,131	13,537

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,082	1,600	2,055	2,526
净利润	1,076	1,189	1,500	1,923
折旧摊销	249	260	312	313
营运资金变动	-243	173	284	349
其它	0	-21	-41	-58
投资活动现金流	-74	-425	-463	-438
资本支出	-372	-402	-452	-442
投资变动	274	-55	-57	-60
其他	24	33	46	64
筹资活动现金流	-364	-356	-510	-671
银行借款	347	56	11	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	42	7	0	0
其他	-753	-419	-521	-671
现金净增加额	636	819	1,082	1,418
期初现金余额	742	1,936	2,750	3,829
期末现金余额	1,377	2,750	3,829	5,247

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,141	13,052	16,377	20,098
营业成本	8,230	9,716	12,075	14,702
营业税金及附加	42	39	62	76
销售费用	980	1,214	1,507	1,849
管理费用	469	600	737	904
研发费用	160	235	303	392
财务费用	-8	-8	-6	0
资产减值损失	-18	-18	-12	-15
公允价值变动收益	5	7	8	9
投资净收益	24	26	41	60
资产处置收益	6	0	0	0
营业利润	1,283	1,423	1,803	2,324
营业外收入	29	40	40	40
营业外支出	19	25	25	25
利润总额	1,294	1,438	1,818	2,339
所得税	218	249	318	416
净利润	1,076	1,189	1,500	1,923
少数股东损益	16	6	19	29
归属母公司净利润	1,060	1,183	1,481	1,894
EBITDA	1,508	1,508	2,006	2,487
EPS（元）	1.14	1.28	1.60	2.04

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	30.5%	17.2%	25.5%	22.7%
营业利润	37.3%	10.9%	26.8%	28.9%
归属于母公司净利润	31.4%	11.6%	25.2%	27.9%
获利能力				
毛利率	26.1%	25.6%	26.3%	26.8%
净利率	9.7%	9.1%	9.2%	9.6%
ROE	25.2%	23.6%	24.7%	26.1%
ROIC	22.6%	18.7%	21.4%	22.9%
偿债能力				
资产负债率	41.0%	42.4%	43.6%	44.1%
净负债比率	-39.3%	-47.6%	-57.0%	-66.1%
流动比率	1.76	1.77	1.78	1.82
速动比率	1.27	1.28	1.32	1.36
营运能力				
总资产周转率	1.47	1.43	1.47	1.48
应收账款周转率	10.86	11.06	11.41	11.77
存货周转率	5.97	5.62	5.89	5.98
每股指标（元）				
每股收益	1.14	1.28	1.60	2.04
每股经营现金流	1.17	1.73	2.22	2.73
每股净资产	4.53	5.40	6.47	7.82
估值比率				
P/E	57.16	51.23	40.90	31.99
P/B	14.42	12.10	10.10	8.36
EV/EBITDA	28.57	30.42	22.34	17.44

资料来源：Wind、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)