消费升级与娱乐研究中心

晨光文具 (603899.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：65.37 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.27
已上市流通 A 股(亿股)	9.20
总市值(亿元)	606.26
年内股价最高最低(元)	67.98/60.40
沪深 300 指数	4719
上证指数	3381

2Q 环比改善明显，新业务驱动持续发展

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,535	11,141	12,848	16,356	20,358
营业收入增长率	34.26%	30.53%	15.32%	27.31%	24.46%
归母净利润(百万元)	807	1,060	1,226	1,556	2,000
归母净利润增长率	27.25%	31.39%	15.66%	26.93%	28.54%
摊薄每股收益(元)	0.877	1.152	1.322	1.678	2.157
每股经营性现金流净额	0.90	0.99	1.30	1.77	2.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.66%	25.23%	24.83%	26.51%	28.29%
P/E	34.49	42.30	49.45	38.96	30.31
P/B	8.16	10.67	12.28	10.33	8.57

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布半年报，上半年整体实现收入 47.6 亿元，同比下滑 1.6%，归母净利润同比下滑 1.4%至 4.7 亿元，扣非归母净利润同比下滑 9.4%至 3.9 亿元。其中，2Q 销售回暖明显，业绩已恢复增长，收入/归母净利润/扣非归母净利润分别实现 26.8 亿元/2.3 亿元/2.1 亿元，同比+7.9%/+10.2%/+9.5%。

经营分析

- **2Q 各业务线全面改善，线上销售更为亮眼：**此次疫情对公司各项业务均造成严峻考验，公司及时应对，快速恢复日常运营，在 2Q 如期实现整体业绩同比转正。分业务来看，公司上半年传统文具业务受学校开学推迟影响，使得零售终端数量有所下降，整体收入同比下滑 8.5%至 27.2 亿元，但随着各地学校陆续开学，2Q 销售已有所回暖，实现收入 13.9 亿元，同比下滑 2.1%，下滑幅度环比明显收窄。**科力普业务**方面，上半年整体实现收入 16 亿元，同比增长 6.6%，疫情期间，科力普专项推进防疫物资寻源，在办公直销市场品牌影响力进一步提升，为 2Q 较快恢复增长奠定基础，2Q 科力普收入同比增长 18%至 10.4 亿元。**晨光科技业务**方面表现较为亮眼，带动公司整体线上业务占比持续提升，上半年整体实现收入 2 亿元，同比增长 63.9%，并依托增强线上产品开发能力和推进重点店铺提升，2Q 进一步加速增长，收入同比增长 96.2%至 1.1 亿元。**零售大店业务**方面，上半年九木+生活馆整体实现收入 2.4 亿元，同比增长 1.8%，在一季度零售大店受疫情冲击较大的情况下，依托渠道与新品类加速拓展叠加优化店铺运营，2Q 收入实现增长 15.9%至 1.4 亿元。
- **毛利率同比改善，期间费用率有所提升：**公司上半年毛利率为 27.1%，同比提升 0.9pct，其中 2Q 毛利率同比提升 1.0pct 至 26.4%，毛利率同比持续改善预计由精品文创产品占比提升拉动。分产品看，书写工具/学生文具/办公文具/办公直销上半年毛利率分别为 40.4%/35.0%/26.1%/12.9%，分别同比+5.4pct/1.7pct/-0.5pct/0.2pct，其中办公直销（科力普）规模效应逐渐体现，毛利率有所提升。上半年公司期间费用率为 17.0%，同比提升 2.0pct，其中销售费用率同比提升 1.0pct 至 10.2%，主要是由于渠道建设费用同比增长 53%。管理费用率（含研发费用）同比提升 1.0pct 至 7.0%，主要是由于本期股权激励费用摊销影响。此外，财务费用率为-0.1%。
- **一体两翼持续发力，股权激励展现信心：**公司此前发布 2020 年股权激励计划明确业绩考核目标为 2020-2022 年收入同比增长率不低于 15%/26%/21%，净利润同比增长率不低于 10%/22%/24%，股权激励业绩目标制定展现公司对未来经营信心，增强团队干劲，为持续发展奠定基础。公司传统文具业务渠道优势明显，叠加线上销售持续发力，预计未来随着渠道优化叠加产品结构升级驱动收入依然有望实现双位数增长。科力普受益于办公集采，随着在办公直销领域品牌力逐渐增强，优先绑定中大型客户，有望在国内大办公领域快速成长，并依托规模效应盈利能力有望持续改善。此外，公司九木运营模式逐渐理顺，现已放开加盟，依托渠道快速扩张叠加探索新品类拓展，有望驱动公司整体步入新一轮成长阶段。

盈利预测及投资建议

- 我们预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 1.3/1.7/2.1 元，对应 PE 为 49/39/30 倍，考虑公司在传统文具领域的品牌优势，在办公直销及精品文创领域较高的成长空间，维持“买入评级”。

风险提示

- 疫情反复冲击线下消费；办公直销市场竞争加剧；渠道拓展不及预期

相关报告

1.《Q3 实现双三十增长，看好科力普盈利改善-晨光文具三季报点评》，2019.10.27

2.《传统业务增长确定性高，科力普盈利改善明显-晨光文具 2019 年...》，2019.8.25

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,357**	**8,535**	**11,141**	**12,848**	**16,356**	**20,358**
增长率		34.3%	30.5%	15.3%	27.3%	24.5%
主营业务成本	-4,721	-6,330	-8,230	-9,524	-12,155	-15,123
%销售收入	74.3%	74.2%	73.9%	74.1%	74.3%	74.3%
毛利	1,636	2,205	2,911	3,324	4,201	5,235
%销售收入	25.7%	25.8%	26.1%	25.9%	25.7%	25.7%
营业税金及附加	-26	-35	-42	-49	-62	-77
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-570	-789	-980	-1,131	-1,407	-1,690
%销售收入	9.0%	9.2%	8.8%	8.8%	8.6%	8.3%
管理费用	-384	-380	-469	-565	-703	-855
%销售收入	6.0%	4.4%	4.2%	4.4%	4.3%	4.2%
研发费用	0	-114	-160	-193	-245	-305
%销售收入	0.0%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润（EBIT）	656	886	1,259	1,386	1,784	2,308
%销售收入	10.3%	10.4%	11.3%	10.8%	10.9%	11.3%
财务费用	3	8	8	14	23	38
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-21	-3	-18	-28	-35	-39
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0
投资收益	38	35	24	30	30	30
%税前利润	5.1%	3.7%	1.9%	2.0%	1.6%	1.2%
营业利润	683	935	1,283	1,442	1,842	2,376
营业利润率	10.7%	11.0%	11.5%	11.2%	11.3%	11.7%
营业外收支	63	25	10	32	32	32
税前利润	746	960	1,294	1,474	1,874	2,408
利润率	11.7%	11.3%	11.6%	11.5%	11.5%	11.8%
所得税	-119	-152	-218	-236	-300	-385
所得税率	15.9%	15.9%	16.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	627	808	1,076	1,238	1,574	2,023
少数股东损益	-7	1	16	12	18	23
归属于母公司的净利润	**634**	**807**	**1,060**	**1,226**	**1,556**	**2,000**
净利率	10.0%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	627	808	1,076	1,238	1,574	2,023
少数股东损益	-7	1	16	12	18	23
非现金支出	180	201	106	85	99	110
非经营收益	-38	-37	-28	-141	-62	-62
营运资金变动	-52	-145	-243	18	16	14
经营活动现金净流	**717**	**828**	**911**	**1,200**	**1,627**	**2,085**
资本开支	-536	-317	-372	-415	-498	-548
投资	-210	-14	274	0	0	0
其他	128	36	24	30	30	30
投资活动现金净流	**-617**	**-296**	**-74**	**-385**	**-468**	**-518**
股权募资	0	5	42	0	0	0
债权募资	0	0	-111	-190	0	0
其他	-231	-227	-302	-496	-623	-800
筹资活动现金净流	**-231**	**-223**	**-372**	**-686**	**-623**	**-800**
现金净流量	**-131**	**309**	**465**	**129**	**537**	**767**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	436	1,047	1,936	2,065	2,602	3,368
应收款项	603	921	1,173	1,205	1,544	1,946
存货	872	1,043	1,378	1,402	1,822	2,309
其他流动资产	1,063	1,089	777	768	789	813
流动资产	2,975	4,100	5,264	5,440	6,757	8,436
%总资产	67.8%	72.2%	69.6%	66.2%	67.6%	69.2%
长期投资	0	34	46	46	46	46
固定资产	898	901	1,424	1,752	2,125	2,543
%总资产	20.5%	15.9%	18.8%	21.3%	21.2%	20.9%
无形资产	285	306	480	525	618	709
非流动资产	1,414	1,578	2,302	2,779	3,245	3,754
%总资产	32.2%	27.8%	30.4%	33.8%	32.4%	30.8%
资产总计	**4,388**	**5,678**	**7,565**	**8,219**	**10,002**	**12,190**
短期借款	0	0	183	0	0	0
应付款项	1,137	1,708	2,399	2,389	3,080	3,871
其他流动负债	257	400	413	516	657	831
流动负债	1,395	2,108	2,995	2,906	3,737	4,703
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	80	73	109	105	105	105
负债	**1,474**	**2,181**	**3,104**	**3,010**	**3,841**	**4,807**
普通股股东权益	**2,834**	**3,411**	**4,202**	**4,937**	**5,871**	**7,071**
其中：股本	920	920	920	920	920	920
未分配利润	1,372	1,875	2,568	3,304	4,238	5,438
少数股东权益	80	86	259	271	289	312
负债股东权益合计	**4,388**	**5,678**	**7,565**	**8,219**	**10,002**	**12,190**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.689	0.877	1.152	1.322	1.678	2.157
每股净资产	3.080	3.707	4.567	5.323	6.330	7.624
每股经营现金净流	0.780	0.900	0.991	1.305	1.769	2.266
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.533	0.677	0.870
回报率						
净资产收益率	22.37%	23.66%	25.23%	24.83%	26.51%	28.29%
总资产收益率	14.45%	14.21%	14.01%	14.92%	15.56%	16.41%
投入资本收益率	18.92%	21.32%	22.38%	22.19%	24.17%	26.12%
增长率						
主营业务收入增长率	36.35%	34.26%	30.53%	15.32%	27.31%	24.46%
EBIT增长率	28.71%	35.15%	42.08%	10.06%	28.70%	29.36%
净利润增长率	28.63%	27.25%	31.39%	15.66%	26.93%	28.54%
总资产增长率	28.05%	29.38%	33.25%	8.64%	21.70%	21.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.2	27.3	30.1	30.0	31.0	32.0
存货周转天数	62.1	55.2	53.7	54.0	55.0	56.0
应付账款周转天数	52.8	62.3	70.5	71.0	72.0	73.0
固定资产周转天数	50.0	37.5	38.1	39.5	36.0	32.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.97%	-29.93%	-54.12%	-52.35%	-52.98%	-54.59%
EBIT利息保障倍数	-233.0	-111.4	-150.0	-99.1	-76.5	-61.0
资产负债率	33.60%	38.41%	41.03%	36.63%	38.41%	39.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH