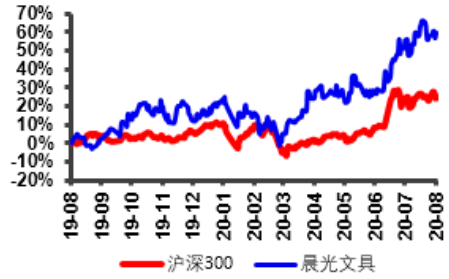
业绩符合预期，一体两翼毛利率稳中有升

投资评级：维持增持

报告日期：	2020-08-21
收盘价（元）	65.37
近 12 个月最高/最低（元）	72.85/35.31
总股本（亿股）	9.27
流通股本（亿股）	9.20
流通股比例（%）	99.24%
总市值（亿元）	606
流通市值（亿元）	601

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
电话：15802117956
邮箱：xiely@hazq.com

相关报告
《晨光文具（603899.SH）：稳健成长的必选消费龙头》2020-05-25

主要观点

事件：公司发布 2020 年半年报，受疫情影响，上半年实现营业收入 47.61 亿元，同比减少 1.6%；归母净利润 4.65 亿元，同比减少 1.44%。Q2 单季度实现收入 26.78 亿元，同比增长 7.85%；归母净利润 2.34 亿元，同比增加 10.15%。

毛利率稳中有升，期间费用率上行，经营活动产生的现金流量净额有所下滑。上半年公司整体销售毛利率为 27.07%，较去年同期提升了 0.87 个 pct；**公司持续推进强商品战略，分产品看，**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同比+5.42/+1.72/-0.46/+0.94/+0.17 个 pct。**费用支出方面，**期间费用率较去年上半年增加了 2 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+0.98/+0.66/+0.31/+0.06 个 pct。此外，公司上半年实现经营活动产生的现金流量净额 1.27 亿元，同比下滑 48.78%，主要是受疫情影响，回款和应付有所波动所致。**伴随国内疫情得到有效控制，我们预计下半年公司的回款和销售将持续向好，各项财务指标有望较上半年有所提升。**

分业务来看，传统核心业务快速提升线上销售，新业务持续健康成长。传统核心业务方面，公司积极聚焦和深耕渠道、快速提升线上销售占比。上半年受疫情影响，学校特别是中小学开学时间延迟对学校商圈的终端经营造成一定影响，零售终端数量有所下降。**公司一方面坚持聚焦重点终端，打造完美门店，推进国内渠道优化升级的年度策略，另一方面积极推广晨光联盟 APP，借助数字化工具更紧密地连接总部、各级合作伙伴和终端门店。**此外，公司上半年陆续推出了樱花季、儿童季、考试季等多个主题品牌季活动，品牌及产品信息精准触达核心圈层，持续推动品牌形象的提升。**截至报告期末，公司在全国共拥有 36 家一级合作伙伴、近 1,200 个城市的二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端近 8 万家。**

公司近年来非常重视线上业务发展，主动迎合消费者新的购买习惯。上半年晨光科技加快发展线上分销渠道，精准匹配流量爆款产品开发，**共实现营业收入 2.42 亿元，同比增长 63.92%，线上业务增长幅度显著高于行业水平。**

新业务方面，晨光科力普持续壮大，实现了营业收入 16.00 亿元、同比增长 6.63%的好成绩。上半年晨光科力普积极顺应大环境变化专项推进防疫物资寻源，致力于服务好各类企事业单位疫情防控物资需求。各类客户开发有序推进，并成功上线了 MRO 线上商城。仓储物流方面，上半年新增东北中心仓，大幅提升东北地区的订单响应时效。上半年晨光科力普实现

净利润 4014.35 万元，净利率 2.51%，盈利能力较去年仍有所提升。**零售大店业务稳步推进，上半年实现收入正增长 1.83%。**受新冠疫情影响，公司 Q1 零售大店大部分营业时间处于停业及非正常营业状态，Q2 以来门店逐步恢复营业、客流量逐步回升，**共实现总营业收入 2.35 亿元，同比增长 1.83%。其中，九木杂物社实现营业收入 1.96 亿元，同比增长 19.06%。**截至报告期末，公司在全国共拥有 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）。

投资建议：持续推荐，维持“增持”评级。预计公司 2020-2022 年收入为 130.67/161.77/196.81 亿元，同比分别+17.3%/+23.8%/+21.7%，归母净利润为 12.03/15.49/19.14 亿元，同比分别+13.5%/+28.8%/+23.6%。以 8 月 21 日收盘价 65.37 元对应 2020-2022 年估值分别为 50.40X/39.14X/31.67X。**公司传统核心业务渠道、品牌、产品护城河宽，聚焦和深耕渠道，提升线上销售占比；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。维持“增持”评级。**

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	13067	16177	19681
收入同比(%)	30.5	17.3	23.8	21.7
归属母公司净利润	1060	1203	1549	1914
净利润同比(%)	31.4	13.5	28.8	23.6
毛利率(%)	26.1	25.5	25.5	25.7
ROE(%)	25.2	24.3	25.8	26.4
每股收益(元)	1.14	1.30	1.67	2.06
P/E	42.64	50.40	39.14	31.67
P/B	10.76	12.24	10.12	8.35
EV/EBITDA	28.57	37.75	29.44	23.85

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	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5264**	**6122**	**7874**	**9623**
现金	1936	2285	2983	3426
应收账款	1026	1217	1773	2534
其他应收款	118	151	180	222
预付账款	85	89	116	137
存货	1378	1599	1982	2403
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	771	755	738	722
资产总计	**7565**	**8491**	**10287**	**12051**
流动负债	**2995**	**3156**	**3894**	**4372**
短期借款	183	0	0	0
应付账款	1861	1999	2478	3004
其他流动负债	951	1157	1416	1368
非流动负债	**109**	**109**	**109**	**109**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	109	109	109	109
负债合计	**3104**	**3265**	**4003**	**4481**
少数股东权益	259	272	291	312
股本	920	920	920	920
资本公积	272	272	272	272
留存收益	3009	3762	4801	6065
归属母公司股东	4202	4954	5993	7258
负债和股东权	**7565**	**8491**	**10287**	**12051**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	**1082**	**1261**	**1468**	**1341**
净利润	1060	1203	1549	1914
折旧摊销	249	216	241	268
财务费用	16	3	0	0
投资损失	-24	-46	-57	-69
营运资金变动	-243	-113	-263	-775
其他经营现金	1327	1314	1810	2692
投资活动现金	**-74**	**-276**	**-260**	**-248**
资本支出	-372	-278	-274	-275
长期投资	274	-55	-56	-56
其他投资现金	24	58	70	83
筹资活动现金	**-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	-547	-453	-510	-650
现金净增加额	**636**	**349**	**698**	**443**

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11141**	**13067**	**16177**	**19681**
营业成本	8230	9729	12057	14618
营业税金及附加	42	48	61	77
销售费用	980	1222	1458	1775
管理费用	469	562	663	807
财务费用	-8	-39	-53	-64
资产减值损失	-18	-8	-6	-7
公允价值变动收	-5	-7	-8	-9
投资净收益	24	46	57	69
营业利润	**1283**	**1441**	**1861**	**2303**
营业外收入	29	38	40	41
营业外支出	19	23	21	23
利润总额	**1294**	**1456**	**1880**	**2321**
所得税	218	240	312	385
净利润	**1076**	**1215**	**1567**	**1936**
少数股东损益	16	13	19	22
归属母公司净利润	**1060**	**1203**	**1549**	**1914**
EBITDA	1508	1533	1942	2378
EPS（元）	1.14	1.30	1.67	2.06

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	30.5%	17.3%	23.8%	21.7%
营业利润	37.3%	12.3%	29.2%	23.8%
归属于母公司净利	31.4%	13.5%	28.8%	23.6%
获利能力				
毛利率(%)	26.1%	25.5%	25.5%	25.7%
净利率(%)	9.5%	9.2%	9.6%	9.7%
ROE(%)	25.2%	24.3%	25.8%	26.4%
ROIC(%)	22.6%	21.0%	22.6%	23.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.0%	38.4%	38.9%	37.2%
净负债比率(%)	69.6%	62.5%	63.7%	59.2%
流动比率	1.76	1.94	2.02	2.20
速动比率	1.27	1.41	1.48	1.62
营运能力				
总资产周转率	1.47	1.54	1.57	1.63
应收账款周转率	10.86	10.74	9.13	7.77
存货款周转率	4.42	4.87	4.87	4.87
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	1.14	1.30	1.67	2.06
每股经营现金流	1.17	1.36	1.58	1.45
每股净资产(最新	4.53	5.34	6.46	7.83
估值比率				
P/E	42.64	50.40	39.14	31.67
P/B	10.76	12.24	10.12	8.35
EV/EBITDA	28.57	37.75	29.44	23.85

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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 15%；

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。