

2022年03月29日

晨光股份 (603899.SH)

**公司快报**

证券研究报告

轻工消费

 投资评级 **买入-A**
**维持评级**

 6个月目标价: **77.47元**

 股价 (2022-03-28) **49.81元**
**交易数据**

总市值(百万元)	46,211.01
流通市值(百万元)	45,925.34
总股本(百万股)	927.75
流通股本(百万股)	922.01
12个月价格区间	47.30/92.97元

**股价表现**


资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.56	-10.1	-33.02
绝对收益	-9.42	-21.55	-38.98

**罗乾生**

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450522010002  
 luogs1@essence.com.cn

**相关报告**

 晨光股份: 控股股东一致  
 行动人增持彰显信心,  
 推荐一体两翼稳步发展的  
 文创龙头/罗乾生

2022-03-03

## 21 年报延续基本面改善趋势，持续推荐强者恒强的文创龙头

■事件: 3月29日, 晨光股份发布2021年年度报告。2021年公司实现营业收入176.07亿元, 同比增长34.02%; 归母净利润15.18亿元, 同比增长20.90%; 归母扣非净利润13.50亿元, 同比增长22.38%。

### ■21Q4 业绩稳步增长, 基本面保持持续改善

2021年是公司新的五年战略开局之年, 公司用新发展理念提高发展质量和效益, 稳定推进公司发展战略和经营计划落地, 全面推进传统核心业务稳定发展, 持续发展壮大新业务, 保持了健康有质量的发展。受益于传统核心业务继续保持稳健增长, 新业务办公直销晨光科力普和零售大店九木杂物社继续保持高速增长, 2021年公司收入、利润均实现较快增长。分季度看, 2021Q1、Q2、Q3、Q4分别实现营业收入38.12、38.74、44.65、54.56亿元, 同比增长82.96%、44.68%、18.25%、18.61%; 归母净利润分别为3.28、3.38、4.51、4.01亿元, 同比增长42.50%、44.34%、0.57%、16.98%。Q4单季公司业务稳步增长, 整体表现略超预期, 公司基本面持续改善趋势中。

### ■传统核心业务收入超预期稳增, 品牌、渠道、产品仍全面领先

2021年传统核心业务(不含晨光科技)同比增长17.9%至82.6亿元, 其中21Q4同比增长5.1%至22.1亿元。受益于产品升级叠加渠道提效助力, 传统业务稳健增长略超预期。短期盈利水平略有下降, 我们认为主要是受原材料价格上涨影响。历经至少两次学汛考验后, 公司应对措施逐步成熟, 双减政策的负面影响实际已在逐渐改善, 中长期来看公司传统业务护城河仍然足够强大。公司持续推进产品结构优化升级、以及渠道升级提效: 产品方面, 通过提升精品文创、高端定制等产品占比, 以及新拓展素质教育类、益智类产品等方式, 进一步优化产品结构; 渠道方面: 对门店形象升级, 推动批发商转型为零售服务商, 积极赋能经销商, 不断提升渠道效率。公司积极应对双减政策影响, 中长期国内外市场仍有较大发展空间, 我们认为传统业务整体向好局面不改, 预计公司传统核心业务中期维持10%-15%的增长。

### ■科力普收入表现靓丽符合预期, ROE保持上行

2021年科力普办公直销业务实现收入77.7亿元, 同比增长55.3%, 其中21Q4收入增速为32.5%, 表现靓丽符合预期; 科力普业务全年实现净利润2.4亿元, 净利率同比增长0.2pct至3.1%, ROE同比提

升 5.5pct 至 34.8%、保持上升态势。科力普致力于提供办公一站式采购服务解决方案，通过持续拓展政府、央企、世界 500 强等大中型客户，近几年一直保持强劲增长。伴随收入体量规模快速提升，公司对上下游产业链议价能力进一步提升，同时公司不断优化客户结构，控费能力也有所增强，预计科力普办公直销业务利润率或将稳步提升。

### ■九木杂物社商业模式逐步成熟，经营速度与质量并存

2021 年零售大店业务实现收入 10.5 亿元，同比增长 61.0%，其中九木杂物社实现收入 9.5 亿元、同比增长 70.0%；晨光生活馆实现收入 1.0 亿元，同比增长 8.5%。21Q4 单季零售大店业务实现收入 2.8 亿元，同比增长 25.3%；其中九木杂物社实现收入 2.5 亿元，同比增长 27.4%。公司通过全渠道营销推广、优化产品组合等方式，不断强化门店运营能力。截至 2021 年末，公司拥有直营大店 523 家，其中生活馆 60 家、九木 463 家（直营 319 家、加盟 144 家），较 2021 年初分别减少 20 家、增加 102 家。九木杂物社继续推进落实新一轮五年战略定位，逐步成为晨光品牌和产品升级的桥头堡，以及全国领先的中高端文创杂货零售品牌，中长期发展潜力较大。

■**投资建议：**公司作为国内外文具集大成者，传统业务产品渠道持续升级，晨光科力普、零售大店等新业务快速增长，一体两翼高质量推进。考虑到部分地区疫情反复影响仍未明朗，我们预计晨光股份 2022-2024 年营业收入为 210.14、252.24、303.24 亿元，同比增长 19.35%、20.03%、20.22%；归母净利润为 17.63、20.63、24.17 亿元，同比增长 16.18%、17.01%、17.16%，对应 PE 为 26.2x、22.4x、19.1x，给予买入-A 的投资评级。

■**风险提示：**局部地区疫情反复风险；新业务发展不及预期风险；双减政策影响超出预期风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,137.7	17,607.4	21,014.4	25,223.7	30,323.5
净利润	1,255.4	1,517.9	1,763.4	2,063.3	2,417.4
每股收益(元)	1.35	1.64	1.90	2.22	2.61
每股净资产(元)	5.60	6.68	8.28	10.06	12.28

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	36.8	30.4	26.2	22.4	19.1
市净率(倍)	8.9	7.5	6.0	5.0	4.1
净利润率	9.6%	8.6%	8.4%	8.2%	8.0%
净资产收益率	24.2%	24.5%	22.9%	22.1%	21.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	13,137.7	17,607.4	21,014.4	25,223.7	30,323.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	9,806.6	13,520.8	15,981.9	19,297.0	23,208.4	营业收入增长率	17.9%	34.0%	19.4%	20.0%	20.2%
营业税费	50.7	66.5	79.9	96.2	115.4	营业利润增长率	9.8%	26.4%	16.6%	16.8%	18.4%
销售费用	1,103.2	1,397.6	1,760.5	2,057.7	2,507.0	净利润增长率	18.4%	20.9%	16.2%	17.0%	17.2%
管理费用	602.6	745.0	912.7	1,106.6	1,323.7	EBITDA 增长率	26.0%	17.4%	16.8%	15.4%	16.7%
财务费用	160.2	188.8	261.4	297.2	353.2	EBIT 增长率	14.2%	17.4%	18.8%	17.1%	18.3%
研发费用	9.1	6.9	2.3	10.0	7.7	NOPLAT 增长率	9.1%	27.3%	16.3%	16.7%	18.4%
资产减值损失	-40.3	-17.1	-25.1	-27.5	-23.2	投资资本增长率	-9.6%	10.9%	9.8%	-47.0%	56.7%
加:公允价值变动收益	32.3	38.6	25.2	32.0	31.9	净资产增长率	22.0%	19.9%	22.9%	20.5%	21.4%
投资和汇兑收益	3.9	6.3	11.4	7.2	9.3	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	1,408.8	1,781.4	2,077.4	2,425.6	2,872.5	毛利率	25.4%	23.2%	23.9%	23.5%	23.5%
加:营业外净收支	108.3	80.0	66.3	84.9	77.0	营业利润率	10.7%	10.1%	9.9%	9.6%	9.5%
<b>利润总额</b>	1,517.1	1,861.4	2,143.7	2,510.5	2,949.5	净利率	9.6%	8.6%	8.4%	8.2%	8.0%
减:所得税	278.8	327.8	377.3	448.4	523.0	EBITDA/营业收入	12.8%	11.2%	11.0%	10.6%	10.3%
<b>净利润</b>	1,255.4	1,517.9	1,763.4	2,063.3	2,417.4	EBIT/营业收入	11.3%	9.9%	9.9%	9.7%	9.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
货币资金	2,562.2	3,010.7	4,295.8	6,822.5	8,309.7	固定资产周转天数	41	38	30	22	16
交易性金融资产	1,428.3	1,609.1	1,634.3	1,666.3	1,698.3	流动营业资本周转天数	-12	-13	-7	-8	-6
应收账款	1,703.0	1,884.9	2,357.3	2,875.1	3,321.7	流动资产周转天数	171	159	167	179	184
应收票据	-	39.7	8.5	17.3	24.0	应收账款周转天数	39	37	36	37	37
预付账款	131.6	90.8	197.3	166.8	246.0	存货周转天数	37	29	36	34	33
存货	1,322.8	1,546.7	2,618.2	2,194.7	3,392.6	总资产周转天数	237	216	216	214	210
其他流动资产	93.3	111.9	88.0	97.8	99.2	投资资本周转天数	41	31	28	19	14
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	24.2%	24.5%	22.9%	22.1%	21.2%
长期股权投资	34.7	36.5	36.5	36.5	36.5	ROA	12.8%	13.4%	12.8%	12.8%	12.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	73.9%	104.1%	109.2%	116.1%	259.6%
固定资产	1,847.6	1,840.1	1,630.3	1,420.5	1,210.6	<b>费用率</b>					
在建工程	54.9	66.7	66.7	66.7	66.7	销售费用率	8.4%	7.9%	8.4%	8.2%	8.3%
无形资产	320.7	434.8	416.4	397.9	379.4	管理费用率	4.6%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%
其他非流动资产	210.7	752.4	483.3	397.7	458.3	研发费用率	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>资产总额</b>	9,709.9	11,424.4	13,832.6	16,159.9	19,243.1	财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	180.2	179.9	-	-	-	四费/营业收入	14.3%	13.3%	14.0%	13.8%	13.8%
应付账款	3,227.5	3,402.8	4,583.0	5,340.5	6,297.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	0.2	0.0	0.1	0.1	资产负债率	44.0%	42.9%	42.0%	40.2%	39.0%
其他流动负债	757.7	960.8	1,043.5	942.4	960.8	负债权益比	78.5%	75.1%	72.6%	67.3%	64.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.74	1.83	1.99	2.20	2.35
其他非流动负债	103.5	357.4	190.0	217.0	254.8	速动比率	1.42	1.48	1.53	1.85	1.89
<b>负债总额</b>	4,268.9	4,901.1	5,816.5	6,499.9	7,512.7	利息保障倍数	164.55	253.54	905.00	243.20	375.13
少数股东权益	247.4	328.4	331.2	329.9	338.8	<b>分红指标</b>					
股本	927.4	927.7	927.7	927.7	927.7	DPS(元)	0.50	-	0.45	0.45	0.38
留存收益	4,440.0	5,415.0	6,757.2	8,402.3	10,463.9	分红比率	36.9%	0.0%	23.9%	20.3%	14.7%
<b>股东权益</b>	<b>5,441.0</b>	<b>6,523.3</b>	<b>8,016.2</b>	<b>9,659.9</b>	<b>11,730.4</b>	股息收益率	1.0%	0.0%	0.9%	0.9%	0.8%

## 现金流量表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,238.4	1,533.6	1,763.4	2,063.3	2,417.4	EPS(元)	1.35	1.64	1.90	2.22	2.61
加:折旧和摊销	256.6	286.6	228.3	228.3	228.3	BVPS(元)	5.60	6.68	8.28	10.06	12.28
资产减值准备	40.3	17.1	-	-	-	PE(X)	36.8	30.4	26.2	22.4	19.1
公允价值变动损失	-32.3	-38.6	25.2	32.0	31.9	PB(X)	8.9	7.5	6.0	5.0	4.1
财务费用	13.2	41.0	2.3	10.0	7.7	P/FCF	32.9	30.0	35.2	16.0	24.0
投资损失	-3.9	-6.3	-11.4	-7.2	-9.3	P/S	3.5	2.6	2.2	1.8	1.5
少数股东损益	-17.1	15.7	2.9	-1.3	9.1	EV/EBITDA	46.6	27.9	17.4	14.2	11.7
营运资金的变动	327.5	-584.8	-112.5	667.8	-806.5	CAGR(%)	18.5%	16.5%	18.0%	18.5%	16.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,271.7</b>	<b>1,561.2</b>	<b>1,898.2</b>	<b>2,993.0</b>	<b>1,878.7</b>	PEG	2.0	1.8	1.5	1.2	1.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,065.4</b>	<b>-662.8</b>	<b>-38.3</b>	<b>-57.8</b>	<b>-54.3</b>	ROIC/WACC	11.7	16.5	17.3	18.4	41.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-200.1</b>	<b>-729.3</b>	<b>-574.8</b>	<b>-408.5</b>	<b>-337.2</b>	REP	4.7	2.1	1.3	2.2	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。



## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034