

投资评级 优于大市 维持

Q2 业绩改善明显，产品结构提升持续

股票数据

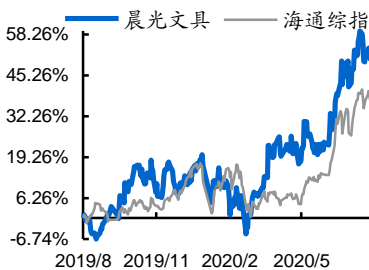
08月28日收盘价(元)	71.41
52周股价波动(元)	39.60-71.41
总股本/流通A股(百万股)	927/920
总市值/流通市值(百万元)	60626/60140

相关研究

《Q3 业绩营收靓丽，一体两翼持续高增长》
2019.11.06

《营收高增长，科力普九木双轮驱动》
2019.08.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	2.6	24.2	28.5
相对涨幅 (%)	2.0	9.1	7.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:衣桢永

Tel:(021)23212208

Email:zy12003@htsec.com

证书:S0850517100004

分析师:赵洋

Tel:(021)23154126

Email:zy10340@htsec.com

证书:S0850517100001

联系人:柳文韬

Tel:(021)23219389

Email:lwt13065@htsec.com

投资要点:

- **事件:** 公司发布 20 年中报, 上半年公司实现收入 47.6 亿元, 同比下滑 1.6%, 实现归母净利润 4.6 亿元, 同比下滑 1.4%, 扣非后归母净利润 3.87 亿元, 同比下滑 9.4%。
- **Q2 业绩改善明显, 新业务表现优异:** 分季度看, 公司 Q1 与 Q2 收入同比分别为 -11.6%, +7.9%; 归母净利润同比分别为 -11.0%, +10.2%; 扣非后归母净利润同比增速分别为 -25.2%、+9.5%, Q1 由于疫情开学、复工延迟业务下滑明显, Q2 公司业绩改善明显, 公司加快线上分销渠道, 并对学校商圈终端进行积极帮扶; 分业务看, 上半年晨光科力普、晨光生活馆、晨光科技分别实现收入 16.0 亿、2.4 亿、2.0 亿元, 分别同比变化 +6.6%、+1.8%、+63.9%, 传统文具业务我们测算约 27.2 亿元, 同比下滑 8.8%。
- **产品结构提升致毛利率提升, 费用率整体有所提升:** 上半年公司整体毛利率为 27.1% (同比 +0.87pct), 其中书写工具和学生文具毛利率分别为 40.4% (+5.4pct) 和 35.0% (+1.7pct), 反映出公司传统文具产品结构持续提升趋势, 办公直销毛利率为 12.9% (同比 +0.17pct); 费用率方面, 销售费用率为 10.2% (+0.97pct), 管理费用率 5.3% (+0.66pct), 研发费用率 1.7% (同比 +0.31pct), 财务费用率为 -0.1% (同比 +0.06pct), 我们判断销售费用的提升主要由于新业务渠道扩张导致, 管理费用率提升与计提股票激励费用 1711 万元相关。
- **传统文具产品升级带动整体盈利性, 渠道优化升级推进卓有成效:** 传统核心业务公司上半年收入我们测算约 27.2 亿元, 同比下滑 8.8%, 由于产品结构的升级带来公司整体盈利性的持续提升 (上半年公司净利率为 9.8%, 同比提升 0.03pct); 上半年公司对于传统文具持续推进渠道升级, 包括单店质量提升、品类推广与专区推广、以及提升重点商圈占比, 此外公司积极推广晨光联盟 APP, 订单满足率显著提升。
- **科力普持续壮大, 规模效应体现净利率持续提升:** 科力普上半年实现收入 16.0 亿元, 同比提升 6.6%, 净利润达到 4014 万元, 净利率持续提升至 2.5% (19H1 净利率为 1.9%); 一方面, 科力普在疫情期间服务各类企事业单位防疫物资需求, 并上线 MRO 线上商城扩张品类, 另一方面, 公司客户持续开发央企、金融与 500 强客户; 仓配物流方面, 公司新增东北中心仓, 已在全国拥有 6 大区域中心仓, 持续提升客户订单服务响应能力。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8535	11141	12935	16342	20531
(+/-)YoY(%)	34.3%	30.5%	16.1%	26.3%	25.6%
净利润(百万元)	807	1060	1186	1503	1830
(+/-)YoY(%)	27.3%	31.4%	11.9%	26.8%	21.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.87	1.14	1.28	1.62	1.97
毛利率(%)	25.8%	26.1%	26.1%	25.8%	25.6%
净资产收益率(%)	23.7%	25.2%	22.0%	21.8%	21.0%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 零售大店持续扩张, 长期打开成长空间:** 生活馆业务上半年实现收入 2.4 亿元, 同比增长 1.8%, 截止上半年末, 公司拥有 404 家零售大店, 其中生活馆 109 家 (较于 19 年末减少 10 家), 九木杂物社 295 家, 其中直营 180 家 (新增 22 家), 加盟 115 家 (新增 12 家), 零售大店整体亏损 3888 万元, 由于上半年疫情因素 Q1 处于非正常经营状态, 我们判断下半年业绩将明显恢复, 长期来看, 我们认为九木模式已逐步成熟进入可复制阶段, 文娱新零售的发展有望带来新的成长空间。
- 线上业务持续推进, 晨光科技高速增长:** 晨光科技上半年实现收入 2.0 亿元, 同比提升 63.9%, 在疫情背景下, 公司加快发展线上分销渠道, 线上业务增长幅度明显高于行业水平, 产品上公司协同四大产品赛道, 多款专供产品研发落地, 渠道方面, 公司授权店铺超过 2000 家, 并通过外部直播和品牌自播体系相结合。
- 股票激励计划保障中长期成长:** 公司将进行新一期的股票激励计划目标, 目标以 2019 年为基数, 2020-2022 年营业收入分别不低于 15%、45%、75%; 归母净利润增长率分别不低于 10%、34%、66%。考虑到疫情影响, 我们认为此次目标仍具有一定挑战性, 能够激发管理与营销团队积极性, 参考公司近年来一体两翼业务的高速扩张态势, 以及文具行业较好发展前景, 我们认为公司能够顺利完成目标。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 20-21 年净利润分别 11.9、15.0 亿元, 同比增速 11.9%、26.8%, 8 月 28 日收盘价对应 20-21 年 PE 为 56、44 倍, 由于 20 年业绩受疫情影响参考性不强, 参考可比公司给予公司 21 年 42~45 倍 PE 估值, 对应价值区间 68.04~72.90 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 科力普发展不达预期, 生活馆业务不达预期。

表 1 同业可比公司

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2021E, 倍)
齐心集团	002301	办公用品供应商	16.20	51.6
广博股份	002103	办公文具销售与生产	5.77	240.2
姚记科技	002605	扑克销售生产	35.40	41.1
易尚展示	002751	创意设计及道具研发	23.96	85.6

资料来源: WIND, 海通证券研究所 备注: PE, PS 为 Wind 一致预期, 收盘价为 8 月 28 日

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	11141	12935	16342	20531
每股收益	1.14	1.28	1.62	1.97	营业成本	8230	9561	12126	15271
每股净资产	4.53	5.82	7.44	9.42	毛利率%	26.1%	26.1%	25.8%	25.6%
每股经营现金流	1.17	1.34	1.72	2.10	营业税金及附加	42	49	62	77
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	980	1177	1438	1848
P/E	62.45	55.82	44.03	36.16	营业费用率%	8.8%	9.1%	8.8%	9.0%
P/B	15.76	12.27	9.60	7.58	管理费用	469	595	752	944
P/S	5.90	5.12	4.05	3.23	管理费用率%	4.2%	4.6%	4.6%	4.6%
EV/EBITDA	31.97	30.24	23.13	18.31	EBIT	1259	1367	1729	2095
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-8	-44	-70	-101
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
毛利率	26.1%	26.1%	25.8%	25.6%	资产减值损失	-18	0	0	0
净利润率	9.5%	9.2%	9.2%	8.9%	投资收益	24	24	24	24
净资产收益率	25.2%	22.0%	21.8%	21.0%	营业利润	1283	1434	1822	2220
资产回报率	14.1%	13.6%	13.7%	13.3%	营业外收支	10	0	0	0
投资回报率	51.2%	52.4%	61.9%	71.3%	利润总额	1294	1434	1822	2220
盈利增长 (%)					EBITDA	1348	1394	1764	2133
营业收入增长率	30.5%	16.1%	26.3%	25.6%	所得税	218	241	307	373
EBIT 增长率	42.1%	8.5%	26.5%	21.2%	有效所得税率%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
净利润增长率	31.4%	11.9%	26.8%	21.7%	少数股东损益	16	7	12	16
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1060	1186	1503	1830
资产负债率	41.2%	35.2%	35.0%	34.9%					
流动比率	1.7	2.1	2.2	2.3	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.3	1.6	1.7	1.8	货币资金	1936	2799	4163	5887
现金比率	0.6	0.9	1.1	1.3	应收账款及应收票据	1026	1066	1347	1692
经营效率指标					存货	1378	1406	1783	2246
应收帐款周转天数	30.1	30.1	30.1	30.1	其它流动资产	894	923	984	1060
存货周转天数	53.7	53.7	53.7	53.7	流动资产合计	5234	6194	8278	10885
总资产周转率	1.7	1.6	1.7	1.7	长期股权投资	36	36	36	36
固定资产周转率	10.9	10.9	13.2	16.0	固定资产	1164	1214	1263	1307
					在建工程	260	417	600	774
					无形资产	331	321	311	299
					非流动资产合计	2302	2498	2719	2927
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	7536	8692	10998	13812
净利润	1060	1186	1503	1830	短期借款	183	0	0	0
少数股东损益	16	7	12	16	应付票据及应付账款	1861	1847	2343	2951
非现金支出	116	27	35	38	预收账款	207	240	303	381
非经营收益	-28	-20	-24	-24	其它流动负债	744	864	1095	1378
营运资金变动	-82	43	70	85	流动负债合计	2995	2952	3741	4709
经营活动现金流	1082	1243	1596	1945	长期借款	0	0	0	0
资产	-372	-224	-256	-246	其它长期负债	109	109	109	109
投资	274	0	0	0	非流动负债合计	109	109	109	109
其他	24	24	24	24	负债总计	3104	3061	3850	4818
投资活动现金流	-74	-200	-232	-222	实收资本	920	927	927	927
债权募资	-111	-183	0	0	普通股股东权益	4202	5394	6898	8728
股权募资	42	7	0	0	少数股东权益	259	267	279	295
其他	-295	-4	0	0	负债和所有者权益合计	7536	8692	10998	13812
融资活动现金流	-364	-180	0	0					
现金净流量	643	864	1364	1724					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

衣楨永 造纸轻工行业
赵洋 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：公牛集团,太阳纸业,劲嘉股份,好莱客,齐心集团,索菲亚,裕同科技,欧派家居,晨光文具,诺邦股份,盈趣科技,异兴股份,志邦家居,中顺洁柔,美凯龙,尚品宅配

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。