

参与设立文创基金， 精品文创布局加快，持续推荐

事件

7月10日，晨光文具发布《关于参与投资设立文创产业股权投资基金暨关联交易的公告》，公司（出资0.89亿元，占比44.50%）拟与公司控股股东晨光集团（出资1.10亿元，占比55.00%）、上海平石创业投资中心（有限合伙）（出资0.01亿元，占比0.50%）共同出资设立宁波钟晨股权投资合伙企业（有限合伙）。

我们的分析和判断

参与设立股权投资合伙企业，加快精品文创业务布局

本次拟设立的股权投资合伙企业，公司和晨光集团为有限合伙人，平石创投为普通合伙人。出资人均以现金出资，根据投资进度分五到十期缴付，每期缴付的出资为各合伙人认缴出资额的10-25%。投资方向为文创、文化、生活、消费类品牌及产品的设计、研发、生产和销售等领域。

公司此次参与投资设立股权投资合伙企业，一方面可以借助专业机构的投资能力、投资渠道及资源挖掘和整合能力，加强公司在文创、文化、生活、消费类品牌及产品领域的布局，对公司未来发展起到积极的促进作用，另一方面股权投资合伙企业通过向具有良好成长性和发展前景的项目进行投资，可以使公司获得新的利润来源。

传统业务渠道优化升级夯实同店增长，办公业务潜力大，精品文创快速拓展

公司业务结构目前是一体两翼，传统存量业务（书写工具、学生用品、儿童美术、办公产品）+增量一（晨光科力普，提供一站式办公解决方案）+增量二（晨光科技、九木杂物社、晨光生活馆）。

（1）一体两翼之“体”，传统存量业务渠道覆盖广阔，渠道优化升级夯实同店增长

截至2017年底，“晨光系”零售终端超过7.5万家，较2016年净增加超过2000家，目前的覆盖范围已较广阔。预计公司未来传统业务的增长主要来源于同店增长，通过推进精品文创，实现品类扩充以提高中高端产品占比，加强终端管控以

晨光文具 (603899)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2018年07月12日

股价表现



相关研究报告

- 18.04.23 晨光文具（603899）：春节因素致 Q1 低预期，但一体两翼继续向好
- 18.04.16 晨光文具深度推荐相关研究之三：无印良品（MUJI），精品杂物先驱，龙头地位稳固
- 18.04.09 晨光文具（603899）：一体两翼继续向好，小幅减持不改长期推荐逻辑
- 18.03.27 晨光文具（603899）：年报略超预期，一体两翼稳发力，文创龙头扬帆时
- 18.03.05 晨光文具（603899）：签约 A.O. 史密斯，办公方案再添新品牌，继续推荐
- 18.02.26 晨光文具（603899）：中标邮储大单，一体两翼稳增长，继续推荐
- 17.10.27 晨光文具（603899）：Q3 收入利润双高增，业绩持续加快，继续强推
- 17.10.26 晨光文具深度（603899）：从文具品牌与渠道的国际视野，看晨光的推荐逻辑
- 17.08.24 晨光文具（603899）：业绩稳增，渠道升级，新业务发力
- 17.06.05 晨光文具（603899）：零对价收购欧迪中国，办公网络直销添新翼

提升门店质量，从而夯实同店增长。

(2) 两翼之“办公直销”，科力普保持高速增长，大办公业务潜力大

2017年8月晨光科力普完成对欧迪的并表。一方面，欧迪中国与国内众多知名跨国外资品牌有着长期合作关系，公司计划将通过一到两年的时间周期完成从市场、客户、供应链采购、物流配送、IT系统、组织架构、团队人员等一系列整合工作，收购进一步提高晨光科力普在办公直销领域市场的占有率；另一方面，科力普将继续推进：1) 拓展业务服务范围，提升市场占有率；2) 聚焦核心客户，加强大客户挖掘，提升服务品质，拓展产品品类，形成“一条龙”办公解决方案；3) 对欧迪进行整合。

2017年回顾来看，晨光科力普在重大投标项目和大客户开发方面成绩优异，全年实现营业收入12.55亿元，同比增长143%，实现净利润约2104.34万元，继续保持高速增长（公司实际净利润率水平，我们独立测算已约有3%水平）。2018年以来，科力普相继中标中国邮政储蓄银行电商平台采购项目、北京市市级行政单位2018-2019年度办公设备协议采购项目、中石化2018年桌上办公用品及耗材项目，并与A.O.史密斯、联想集团签署战略合作协议，成为其在办公行业的独家签约代理商或者全面战略合作伙伴。持续扩展服务产品品类和提升服务品质的同时未来也将积极提升市占率，晨光“大办公”有望高速发展。

(3) 两翼之“生活馆+九木”，产品渠道升级，业绩逐步向好

晨光生活馆：公司将继续升级晨光生活馆的店铺形象，优化组品方案和场景陈列，提升单店运营质量，提高坪效，促进产品升级和渠道升级，进而改善盈利，晨光生活馆拖累有望减少。截至2017年底晨光生活馆店面为152家。

九木杂物社：定位于精品文创生活，受众主要是初高中生以上至年轻白领的阶层，产品策略是做精品文具，覆盖文创文具类（占比30%左右）、旅行类、文娱类、小家纺类，旨在打造高品质、高复购率、高客单价、高性价比商品模式的店铺新模式。截止2018年6月，门店数量超过40家，未来将采取“直营+加盟”、经销商加盟为主的模式，加快渠道开拓速度，2018年有望盈利（未考虑后台），发展潜力可期。

投资建议：

我们预计，公司2018-2019年营业收入分别为85.19亿元和111.58亿元，同比增长34.01%和30.98%；公司净利润分别为8.05亿元和10.11亿元，同比增长26.97%和25.65%，对应EPS分别为0.88和1.10元/股，PE分别为34.2、27.2倍。维持“买入”评级。

风险提示：

文具用品市场竞争大幅加剧。

表1：晨光文具分业务拆分表

	2013	2014	2015	2016	2017
分产品					
书写工具收入（亿元）	10.57	13.47	15.03	16.47	17.88
同比（%）	11.64	27.45	11.60	9.59	8.56
占比（%）	44.79	44.26	40.09	35.33	28.13
毛利率（%）	33.18	31.69	31.71	32.36	33.16
办公文具收入（亿元）	5.02	6.98	10.00	15.52	28.33
同比（%）	73.41	39.12	43.28	55.28	82.55

占比 (%)	21.25	22.93	26.66	33.29	44.57
毛利率 (%)	14.83	13.94	16.40	17.72	18.20
学生文具收入 (亿元)	7.33	9.11	11.53	13.74	16.33
同比 (%)	21.61	24.39	26.55	19.13	18.87
占比 (%)	31.04	29.94	30.76	29.47	25.69
毛利率 (%)	27.35	25.79	28.66	29.58	30.54
加盟管理费 (亿元)	0.10	0.09	0.11	0.04	0.03
同比 (%)	64.14	-7.96	15.59	-59.75	-30.18
占比 (%)	0.44	0.31	0.29	0.09	0.05
毛利率 (%)	-	-	-	-	-
其他文具 (亿元)	0.58	0.75	0.79	0.83	0.95
同比 (%)	5.67	29.09	4.97	4.92	14.91
占比 (%)	2.46	2.47	2.10	1.77	1.49
毛利率 (%)	15.45	12.37	12.39	13.05	22.53
分业务	2013	2014	2015	2016	2017
晨光科力普营收 (亿元)	1.07	1.54	2.27	5.16	12.55
同比 (%)	-	44.17	47.77	126.85	143.34
占比 (%)	4.52	5.06	6.07	11.06	19.74
净利润 (亿元)	-0.16	-0.22	-0.24	0.05	0.21
同比 (%)	-	-37.77	-9.44	119.49	348.31
占比 (%)	-5.79	-6.69	-5.92	0.98	3.32
晨光生活馆营收 (亿元)	-	0.28	0.56	1.51	2.00
同比 (%)	-	-	98.84	168.77	32.45
占比 (%)	-	0.93	1.50	3.25	3.15
净利润 (亿元)	-	-0.07	-0.15	-0.24	-0.41
同比 (%)	-	-	-113.96	-59.76	-71.72
占比 (%)	-	-2.13	-3.69	-4.98	-6.49
晨光科技营收 (亿元)	-	-	-	0.79	1.85
同比 (%)	-	-	-	-	135.00
占比 (%)	-	-	-	1.69	2.94
净利润 (万元)	-	-	177.00	-83.33	1330.00
同比 (%)	-	-	-	-52.92	1696.06
占比 (%)	-	-	-	-0.17	2.10

资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

表 2: 晨光文具渠道数据一览

	2014	2015	2016	2017
传统零售终端-国内(家)	超过 6 万	超过 6.8 万	超过 7.2 万	超过 7.5 万
传统零售终端-国外(家)		超过 1800	超过 2000	
晨光生活馆(家)	47	71	173	152
九木杂物社(家)	-	-	2	25

资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

表 3：本次投资设立文创产业股权投资基金出资比例及出资方式

名称	类型	认缴出资额（万元）	出资比例	出资方式
晨光控股（集团）有限公司	有限合伙人	11,000	55%	现金
上海晨光文具股份有限公司	有限合伙人	8,900	44.5%	现金
上海平石创业投资中心（有限合伙）	普通合伙人	100	0.5%	现金
合计		20,000	100%	

资料来源：公司公告 中信建投研究发展部

图 1：晨光科力普政府单位合作案例


资料来源：公开资料整理 中信建投研究发展部

图 2：金融客户合作案例



资料来源：公开资料整理 中信建投研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859