

晨光文具（603899）研究报告

新业务持续推进，打造一站式文具供应商

增持（首次）

2017年5月8日

证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001
(021) 60199746
dingwt@dwzq.com

研究助理 马莉

(8610) 66573632
mal@dwzq.com.cn

研究助理 汤军

(8610) 66573632
tangj@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可

(8610) 66573632
shifk@dwzq.com.cn

主要观点：

■ **传统业务延续良好发展，精品店是大趋势，店面升级是全年重点。**公司传统业务是制造以及通过OEM方式制造学生及办公文具，通过省级（一级）经销商下到二级、三级分销商，一些规模比较大的省份设有三级经销商。过去公司传统业务的发展以校边店和社区店模式为主，16年终端超过7.2万家，学校覆盖率达到80%以上。随着消费升级，我国文具的需求逐渐趋于精品化和高端化，因此公司自2016年开始逐步将三种类型店面（标准样板店、高级样板店、加盟店）做出优化升级，对过去加盟店升级，并且在其中一些好的标杆店中加大投入力度，重点进行升级打造。同时，向以街边店和mall中的精品文具店拓展业务，相较于其他店铺，精品店终端更有设计感，品位和档次会高一些，将成为未来主要的销售渠道。升级改造扩大精品店的覆盖面积将是全年店铺整治的重点，精品店的拓展将有利于公司产品的量价齐升。

■ **生活馆1.0持续优化，预计新增多家九木杂物社。**生活馆是公司在消费升级背景下对直营模式的探索。2016年年报公告，公司已经拥有晨光生活馆173家（包括1.0和2.0版）以及2家九木杂物社，发展态势良好。今年生活馆的发展有两条主线：（1）2.0和九木杂物社合并为一个事业部，九木杂物社一季度未达6家店，年底预计做到13-14家；（2）1.0和高价值文具合并为一个事业部（精品文创事业部），1.0未来的发展会更加聚焦于精品文具。生活馆和九木目前的开店范围仍以江浙沪为主，其中1.0以店面相对较小（100平），毛利率在40%-45%左右，2.0和九木店面相对较大（200平），毛利率预计在60%左右。生活馆和九木杂物社对公司来说是一个新的业务模式，短期不会为公司业绩有提振作用，但是长期趋势比较看好。

■ **科力普打造办公用品2B平台，精准定位一亿目标消费人群。**科力普是公司自有创办的一站式办公用品直销平台，是公司拓宽2B渠道的重要措施。2016年，晨光科力普实现收入5.16亿，同比增速高达127%。2017年公司会继续加大力度投入推广，预计收入端仍有较快速的增长。未来公司发展思路一方面考虑供应链整合，一方面通过自营+加盟+并购的方式向外延伸。利润方面预计2017年新业务盈亏打平或略有盈余。

■ **盈利预测和投资建议：**长期看好公司渠道升级和科力普规模效应带来盈利能力的提升，预计公司2017-2019年收入增速26%、22%、20%，利润增速18%、21%、19%，EPS分别为0.63、0.77、0.91，当前市值161亿，对应2017、2018、2019年PE为27X、22X、18X，考虑到渠道升级及科力普发力的时间周期，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**传统文具业务升级不及预期、科力普收入放量不及预期。

市场数据

收盘价（元）	16.90
一年最低价/最高价	16.39/18.71
市净率	7.10
流通A股市值（亿元）	37.86

基础数据

每股净资产（元）	2.82
资产负债率（%）	23.71
总股本（亿股）	9.20
流通A股（亿股）	2.24

相关研究

表：历史季度数据（单位：百万）

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万）	942.54	905.03	1024.17	877.37	1133.43	1046.12	1272.80	1210.12	1412.89
yoy	24.56%	23.12%	20.05%	25.63%	20.25%	15.59%	24.28%	37.93%	24.66%
毛利率	26.23%	26.04%	25.49%	28.65%	27.09%	27.83%	26.05%	24.95%	26.82%
同比增减	0.61%	0.53%	-0.35%	3.02%	0.86%	1.79%	0.56%	-3.70%	-0.27%
三费率合计	12.29%	13.07%	13.32%	18.53%	12.83%	16.41%	13.80%	17.07%	13.55%
销售费用率	24.69%	78.79%	13.08%	45.42%	36.11%	58.54%	44.38%	38.05%	40.91%
管理费用率	6.17%	6.80%	6.63%	8.20%	5.79%	7.56%	5.78%	6.75%	5.54%
财务费用率	-0.22%	-0.30%	-0.25%	-0.11%	-0.14%	-0.17%	-0.04%	-0.12%	-0.11%
归母净利润（百万）	109.41	98.02	117.92	97.30	145.89	104.70	144.69	97.64	166.08
yoy	25.93%	4.49%	27.46%	46.59%	33.34%	6.82%	22.70%	0.35%	13.84%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

问答详录：

■ 科力普：一站式办公用品直销平台

Q：科力普现在的重点布局？

A：科力普是从上海开始做，现在已经覆盖北上广深这些一线城市。在上海的布局最成熟，去年在北京、广州都设了分仓，今年一季度在深圳也设了分仓，有中心仓库东西可以直接发货到这几个地方。目前的重点布局围绕着北上广深一线城市，明年可能发展到一些二级城市。

Q：目前推广科力普的方式？

A：科力普的模式是自己做直销平台（和 staple 模式相同，不同于得力）。科力普的推广方式有两种：一种是销售团队会重点在上海，针对金融等重点行业的办公环境分析后来进行地推（扫街）；还有一种就是在大的国企、大的民企比如华为等参与招标，或者是参与政府招标，比如去年广东政府采购这部分就做了 8000 多万，今年预计超过 1 个亿。

Q：科力普的产品和管理？

A：科力普的产品很多，常备产品的 SKU 一般在 1 万多种，核心品类一般在 3000 到 5000 种。从经验的角度来看，这 3000 到 5000 的核心品类要保证做好，但也尽量不要超过这个范围。管理方面要重点关注存货和应收账款，这两方面会对盈利产生很大影响。

Q：科力普的产品是由公司自己生产吗？

A：科力普上面大部分产品不是自己生产的，一方面除了自己的办公用品外有各个品牌供应商的产品，一方面对于一些没有差别的产品比如说复印纸也会贴科力普的牌子（贴自己的牌子能够提高毛利）。现在科力普主要是个贸易平台，通过较大的购买“量”以较低的价格采购产品。未来科力普会考虑做供应链整合（依靠“量”的增长提高供应链话语权，最终目的是去中间化），或者做一些相关的并购（收购一些供应链的相关产权）。过去购物者购买类似产品有很多中间环节，厂家不会直接面对顾客，现在可以直接找到科力普。科力普除了一些绿化装修不提供，可以提供一个综合的办公系统解决方案。

Q：科力普产品毛利率如何提高？

A：这个平台提高盈利的方式有两种：一个是供应一些毛利水平较高的品种；一个是在供应商端，对于一些耗材品和无差别产品贴上自己的牌子。

■ 生活馆 & 九木杂物社：直营渠道升级

Q：最近生活馆的进展？

A：公司 2016 年年报公告是已经拥有零售终端超过 7.2 万家，晨光生活馆 173 家（包括 1.0 和 2.0 版），2 家九木杂物社。今年 2.0 版的生活馆不打算再开了，去年 12 月公司开始探索九木杂物社，今年生活馆方面的探索主要是在九木杂物社上面。和之前晨光生活馆的区别包括 logo 不再出现明显的晨光特征，商品的种类更多且陈设也有调整（九木的 SKU 为 1500-1800 个，一半都不是自己的产品），整个装修的色调也有不同。九木杂物社现在已经有 6-7 家店，全年会做到 13-14 家店。

Q：九木品类的迭代还没有做？

A：到 6 月份会做一次更新，也做了一些信息搜集。

Q：九木杂物社类似店的面积？

A：要求在上海这种城市一般在 200 平米以上，但不是绝对的。目前的店面里有 100 多平米的，也有 200 多平米的。店面太小商品陈设不开，而且要考虑线下用户体验的问题。

Q：像之前生活馆 1.0 和 2.0 大概是多大面积的店？

A：要求是差不多的。目前划分是 1.0 和高价值文具是一个管理团队（1.0 进行升级，聚焦精品文具），2.0 和九木是一个管理团队。生活馆 2.0 店面以 200 多平米展开，生活馆 1.0 以 100 平方展开。生活馆按照规划要求，坪效要达到 1.5-2w。

Q：生活馆的产品多是通过代理？

A：最近公司在代理方面有所突破。原来一些国外的文具品牌在中国销售不好，他们没有自己的独立渠道，只能做高端的终端，并且他们没有找到一个好的代理商，高端这块也没有做好。随着公司中高端终端能力的增强，代理能力也在逐渐增强。代理高端化方面在生活馆 1.0 和 2.0 上会更加突出，在九木杂物社会上更加生活化。这个行业外资品牌很难统一天下，比如日本的品牌像百乐和斑马产品都很好，但是代理商不行，对公司是一个机会。

Q：今年晨光生活馆推广多少家？

A：去年晨光生活馆 1.0 推广了一百多家，生活馆 2.0 推广了 4 家，全是自营，今年不会再增加了。今年的主要工作是改造升级精品文具，再一个就是精品文创事业部为样板向街边店和 mall 里面的店做推广，打造今年 500 家的精品文具店的专区改造或整店改造。

Q：生活馆和九木的毛利率？

A：一般生活馆 1.0 的毛利率在 40%-45% 左右，2.0 和九木的毛利率预计在 60% 左右。

Q：生活馆今年的发展方向？

A：生活馆的发展主要分两块：一个是 2.0 和九木杂物社继续开店，现在 6 家年底做到 13-14 家，一般来说开店会带动销售端比较快速的增长，10 多家九木杂物社和 2.0 加起来一年卖 1 亿多是正常的；一个是 1.0 和高价值文具的团队，目前已经由原来的高价值文具事业部合并为精品文创事业部。1.0 会更加聚焦于精品文具，不再做礼品玩具之类的产品。这个是我们一直在说的转型升级。晨光原来主要做校边店，校边店会有很多好处，不利的地方就是产品的精品化受到限制。简单来说，贵的东西，小店不愿进，学生也不愿意买。现在随着生活水平的提高，需求还是有的，一块就是线上也就是电商的发展，另一块就是线下现在叫街边店。我们现在成立的一个精品文创事业部就是来帮街边店做样板。原来是路边自己摆摊自己到经销商处进货，现在我们有专门的团队提供相关的服务，我们可以帮你整店也可以按照整个文具区域帮你打造。这样一来会提高晨光高价值产品的销售，二来会对小朋友产生影响。现在小朋友在校边的逗留时间越来越短，这个在一线城市更加明显，因此要发展新的终端。比如节假日学生不会在学校边上买，要在 mall 里广场里买，需要我们把产品调性往上拉，同时

能促进公司产品量价的提升。

■ 传统业务：重点在于街边店和 mall 店升级

Q：有几级系统经销商？

A：一般是三级，公司直接对接一级经销商，由一级经销商来对接二三级经销商。晨光采取大经销商模式，而真彩划分经销商的小区域（全国 100-200 个区），因此他们毛利率和我们差不多但是费用率要比我们大很多，主要是经销商和公司之间的活动配合上面要差一些。

Q：和大经销商的绑定？

A：经销商话语权是基本没有的，主要是配合公司，我们会保证经销商的利益，但他们必须配合我们的市场拓展和管理计划。

Q：7.2 万家网络及门店都包括办公文具书写工具和学生文具？

A：大部分都会有。公司每年渠道重点都不同，前两年是校边店和校内店，这两年重点是优化升级，比如二代加盟店。

Q：未来校边店的这种模式会萎缩吗？

A：不同地方不一样，总体来看校边店也有升级和精品化的趋势，可能公司校边店的销售收入占比会逐渐减小。总体看校边店的增速是会放缓的，未来校边店在数量上的绝对增加空间不大。但是校边店的二八效应很明显，从晨光的销售中 7 万家店中 1.5 万家的销售收入是占比一半以上，所以可以抓重点。

■ 业绩预期 & 其他：

Q：为什么去年四季度毛利率下降？

A：和今年一样，主要是产品结构的变化（办公用品占比上升），单独看每一部分产品的毛利率都是涨的。这两年毛利率低的办公文具的增长是最快的：一来办公用品本身增长也快，二来科力普的统计是归到办公文具集中代理产品这个门类。这两部分毛利率都比较低，像科力普一般都是 15%-16%，办公用品的毛利率一般是 18%-20%，学生用品的毛利率在 30% 左右。另外四季度也是办公用品采购的高潮，行政费用的余额一般用来购买文具，所以四季度毛利率和净利率都偏低。

Q：普通办公用品的毛利率也比较低？

A：办公用品毛利率和其他比确实低一些，所以纯粹做办公用品是不行的。我们做这部分一个是公司自己的办公用品；一个是科力普平台方面。齐心上市后，办公文具业务部分发展不快，其他门类又做的不成功，所以就逐渐变差。齐心的落后可能因为专注度不够，做的投入不大，另外当时办公市场的三公化没有完全打开。得力这方面做得就比较好，他们和京东合作，而不是自己又做平台，又做品牌，和大平台合作利用他的优势，但是要要和京东博弈。

Q：今年新业务的业绩预期？

A：生活馆和九木还在投入期，全年预计亏损 1000-2000 万，单店不亏但公司可能会有亏损。科力普应该盈亏平衡，预计 10 个亿收入，因此也可能在账面上有亏损。

Q：增量主要还是来自主业转型还是传统业务的增长？

A：新的业务还是会贡献利润，因为 1.0 和精品是不一样的，500 家精品文具店收入不属于生活馆，它是属于传统业务，精品文具店的升级会带来业绩增量，会给一级经销商。

Q：生活馆 170 多家店的盈利反映在报表里是学生文具代理产品那块吗？

A: 代理产品项把晨光的扣掉就是生活馆的，科力普是办公文具代理部分扣除晨光自己的。

Q: 鼎晖投资是否会减持?

A: 到了 6 月份鼎晖的部分是要到期的。不是很了解鼎晖的计划，但是估计是要持减的。

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,402.87	2,618.67	3,214.02	3,848.47	营业收入	4,662.47	5,863.83	7,174.57	8,589.82
现金	563.91	953.89	1,214.57	1,683.00	营业成本	3,430.79	4,314.79	5,279.28	6,320.67
应收款项	165.47	231.14	253.86	326.95	营业税金及附加	17.41	19.71	24.82	28.94
存货	733.96	828.92	921.64	1,010.60	营业费用	404.72	539.19	661.22	797.30
其他	939.52	604.72	823.94	827.92	管理费用	299.93	377.21	463.78	551.13
非流动资产	1,024.03	1,061.02	1,086.94	1,100.97	财务费用	-5.34	-29.28	-37.57	-51.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	28.87	14.79	19.42	21.03
固定资产	731.03	759.16	768.17	769.54	其他	(51.20)	(24.19)	(35.95)	(36.30)
无形资产	135.12	135.01	133.62	131.43	营业利润	537.28	650.72	797.67	955.33
其他	157.88	166.85	185.15	200.00	营业外净收支	32.33	32.82	31.86	32.33
资产总计	3,426.89	3,679.69	4,300.96	4,949.44	利润总额	569.60	683.54	829.53	987.66
流动负债	873.28	988.16	1,253.20	1,404.56	所得税费用	88.34	113.70	135.59	159.63
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	(11.66)	(10.40)	(11.96)	(12.40)
应付账款	525.83	621.76	782.34	898.74	归属母公司净利润	492.92	580.24	705.90	840.43
其他	347.46	366.39	470.85	505.82	EBIT	527.02	632.64	770.29	920.73
非流动负债	36.84	34.16	34.16	34.16	EBITDA	635.83	747.49	897.92	1,062.20
长期借款	-	-	-	-					
其他	36.84	34.16	34.16	34.16	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	910.13	1,022.32	1,287.36	1,438.72	每股收益(元)	0.54	0.63	0.77	0.91
少数股东权益	86.85	64.11	72.13	74.36	每股净资产(元)	2.64	2.79	3.13	3.62
归属母公司股东权益	2,429.92	2,593.27	2,941.48	3,436.37	发行在外股份(百万股)	920	920	920	920
负债和股东权益总计	3,426.89	3,679.69	4,300.96	4,949.44	ROIC(%)	17.40%	20.34%	21.76%	22.60%
					ROE(%)	20.27%	22.15%	24.88%	26.04%
					毛利率(%)	26.42%	26.42%	26.42%	26.42%
					EBITMargin(%)	11.30%	10.79%	10.74%	10.72%
					销售净利率(%)	10.57%	9.93%	9.86%	9.78%
					资产负债率(%)	26.56%	28.01%	30.38%	29.69%
					收入增长率(%)	24.36%	25.77%	22.35%	19.73%
					净利润增长率(%)	16.63%	18.14%	21.44%	18.85%
					P/E	31.45	26.71	21.96	18.44
					P/B	6.37	5.92	5.46	4.80
					EV/EBITDA	24.92	20.87	17.41	14.46

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

