

晨光文具(603899)

传统主业增长稳健，科力普即将进入业绩释放期 增持(维持)

2017年08月20日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
010-66573557
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002
shifk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,662.47	5,863.83	7174.57	8589.82
同比(%)	24.36	25.77	22.35	19.73
净利润(百万元)	481.26	577.35	702.67	834.33
同比(%)	18.23	19.97	21.71	18.74
毛利率(%)	26.42	26.42	26.42	26.42
ROE(%)	20.27	22.11	24.39	25.55
每股收益(元)	0.54	0.64	0.78	0.92
P/E	33.22	27.86	22.92	19.34
P/B	6.51	6.05	5.36	4.71

投资要点

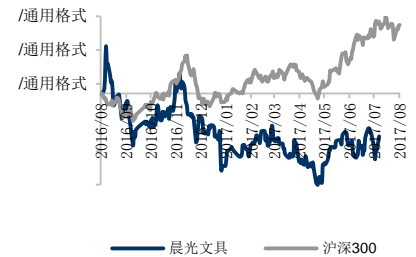
■ **公司发布 2017 半年报业绩:** 2017 年 1-6 月, 公司实现营业收入 27.85 亿元, 同比增长 27.80%; 归母净利润 2.89 亿元, 同比增长 15.36%; 扣非净利润 2.73 亿元, 同比增长 18.51%。其中, Q1、Q2 单季度实现营业收入 14.13 亿、13.73 亿, 同比增长 24.66%、31.20%; 归母净利润 1.66 亿、1.23 亿, 同比增长 13.84%、17.47%。Q2 环比 Q1 收入和利润增速均有提升。

■ **中高端市场渐显实力, 传统业务迈入新增长空间:** 上半年公司在夯实低端文具市场的基础上, 着力发展中高端市场。截止 17 年 6 月 30 日, 公司“晨光”系零售终端超过 7.3 万家, 相较年初增加 1000 家终端零售渠道。同时, 公司针对部分门店进行优化升级, 快速推广二代加盟店道具及形象使用, 使得高毛利产品得到有效推广。除了自身的经销商终端门店, 公司积极探索精品文创新型渠道, 为第三方文具店打包提供高端文具, 以此扩大公司产品在精品文具市场的占有率。渠道升级及精品大文创模式共驱公司传统主业高速增长, 公司传统文具业务迈入新的发展阶段。刨去科力普业务, 上半年公司传统文具业务收入 24.27 亿元, 同比上年同期增长 21.17%。

■ **晨光科力普收入翻番, 盈利增长可期:** 公司加大对重点投标项目和大型客户开发, 期间入围上海、天津、福建等市政府采购项目, 另外公司在全中国设立子公司, 进一步加强全国十几个省份的推广。晨光科力普上半年收入 3.58 亿元, 较上年同期增长了 101.99%, 规模快速增长。此外, 公司在报告期内零对价收购欧迪办公 100% 股权。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, 此次收购将进一步提高晨光科力普在办公直销领域市场的占有率。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, 上半年科力普亏损缩小至 460 万元(去年同期亏损 689 万元), 预计科力普 2017 年下半年新业务将逐渐进入收获期。

■ **费用率维持稳定, 科力普占比提升致使综合毛利水平下降:** 期间公司毛利率下降 0.87pct 至 26.58%, 净利率 10.07% (-1.1pct), 主要是低毛利的科力普业务规模快速提升, 致使综合毛利有所下滑。虽然公司在快速

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.80
一年最低/最高价	15.70/20.45
市净率(倍)	6.57
流通 A 股市值(百万元)	3,987

基础数据

每股净资产(元)	2.71
资本负债率(%)	26.80
总股本(百万股)	920
流通 A 股(百万股)	224

相关研究

1. 晨光文具: 新业务持续推进, 打造一站式文具供应商 -20170508

推广期，但凭借优质的管理，期间三费率维持稳定（14.51%）。其中，销售费用率提升 0.75 个百分点，主要系公司运输费增加较大；公司 HRBP 模式日趋成熟，提升内部精细化管理，使得管理费用率下降 0.87 个百分点；财务费用维持稳定。总体来看，公司在提升规模增长的同时，费用管控良好。

- **夯实传统主业，积极开发中高端市场，文具龙头向文创龙头迈进：**公司是中低端文具市场龙头，渠道具有较高的护城河，未来增长的看点主要来自于两方面。1、传统主业中高端化：公司通过不断升级自有门店及探索精品文创新型渠道，提升高毛利中高端产品的占比，同时通过地推的方式，向第三方精品文创店提供文创产品，有效利用全国密集的门店资源，可以短时间以最快的方式实现中高端化的拓展。2、继续加强科力普推广：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。公司已针对重点市场设立专门的分公司运营，提高所属区域的服务能力，进一步提升竞争力。此外，公司收购欧迪中国后，提升了拓展外资大客户的能力，为科力普打开新的成长空间。3、九木杂物社积极探索大杂类生活馆模式：公司在消费升级背景下对直营生活馆进行探索，2017H1 公司共直营晨光生活馆及九木杂物社 170 家（减少 5 家），2017H1 合计亏损 1606 万（去年同期亏损 460 万）尚处在投入期。截止目前，九木杂物社店面已经达到 15 家店，年底预计做到 20 家，毛利率水平较高，未来预计将成为公司盈利成长点之一。
- **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 17、18 年收入为 58.64、71.75 亿元，同比增长 25.8%、22.4%。归母净利润 5.88、7.15 亿元，增速分别为 19.7%、21.4%；EPS 为 0.64、0.78 元，当前对应当前 PE 为 28、23 倍 PE，继续维持“增持”评级。

晨光文具财务预测表

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	2,402.9	2,481.5	3,038.3	3,720.1	营业收入	4,662.5	5,863.8	7,174.6	8,589.8
现金	563.9	385.4	637.5	989.7	营业成本	3,430.8	4,314.8	5,279.3	6,320.7
应收款项	165.5	231.1	271.8	378.7	营业税金及附加	17.4	19.7	24.8	28.9
存货	734.0	919.3	1,101.4	1,315.6	销售费用	404.7	529.2	642.1	772.9
其他	939.5	945.7	1,027.6	1,036.1	管理费用	299.9	364.1	445.3	530.9
非流动资产	1,024.0	1,265.7	1,328.5	1,245.9	财务费用	-5.3	-3.8	-6.3	-8.8
长期股权投资	-	-	-	-	投资净收益	28.9	25.5	23.0	25.8
固定资产	731.0	868.6	954.0	936.4	其他	-	-	-	-
无形资产	135.1	135.0	133.6	131.4	营业利润	537.3	659.7	808.1	962.8
其他	157.9	262.1	240.9	178.0	营业外净收支	32.3	32.8	31.9	32.3
资产总计	3,426.9	3,747.3	4,366.8	4,966.0	利润总额	569.6	692.5	840.0	995.2
流动负债	873.3	1,006.7	1,276.9	1,455.5	所得税费用	88.3	115.2	137.3	160.9
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	-11.7	-10.4	-12.0	-12.4
应付账款	525.8	640.3	806.0	949.7	归属母公司净利润	492.9	587.8	714.6	846.7
其他	347.5	366.4	470.9	505.8	EBIT	527.0	655.7	807.9	965.3
非流动负债	36.8	34.2	34.2	34.2	EBITDA	635.8	775.7	949.9	1,125.3
长期借款	-	-	-	-					
其他	36.8	34.2	34.2	34.2	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	910.1	1,040.9	1,311.1	1,489.7	每股收益(元)	0.54	0.64	0.78	0.92
少数股东权益	86.8	64.1	72.1	74.4	每股净资产(元)	2.64	2.87	3.24	3.70
归属母公司股东权益	2,429.9	2,642.3	2,983.6	3,401.9	发行在外股份(百万股)	920.00	920.00	920.00	920.00
负债和股东权益总计	3,426.9	3,747.3	4,366.8	4,966.0	ROIC (%)	17.69%	20.20%	22.12%	23.28%
					ROE (%)	20.27%	22.11%	24.39%	25.55%
					毛利率 (%)	26.42%	26.42%	26.42%	26.42%
					EBIT Margin (%)	11.30%	11.18%	11.26%	11.24%
					销售净利率 (%)	10.57%	10.06%	9.98%	9.86%
					资产负债率 (%)	26.56%	27.78%	30.02%	30.00%
					收入增长率 (%)	24.36%	25.77%	22.35%	19.73%
					净利润增长率 (%)	16.63%	19.66%	21.38%	18.28%
					P/E	33.22	27.86	22.92	19.34
					P/B	6.51	6.05	5.36	4.71
					EV/EBITDA	27.19	22.45	18.62	15.88

数据来源：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 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>