

# 晨光文具(603899)

## 业绩超预期，价值再体现 增持(维持)

2017年10月23日

### 投资要点

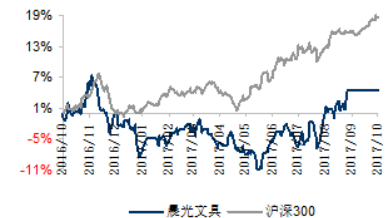
- 公司发布17年前三季度业绩:**前三季度公司共实现销售收入44.93亿元,同比增长30.14%,归母净利润4.91亿元,同比增长24.14%。其中Q3单季实现收入17.08亿元,同比增长34.16%,归母净利润2.02亿元,同比增39.35%。整体来看,公司优化产品结构效果明显,新业务推广略超市场预期。
- 传统文具业务稳中有升:**Q3单季公司传统文具业务增长环比再提速,1-9月收入同比增长18%。公司线下传统零售门店覆盖面广,已经形成一定的渠道壁垒,并且在现有基础之上,针对空白区域继续下沉。同时,公司对部分门店进行优化升级,使得高毛利产品得到进一步推广。根据规划,现有7.3万家以上的终端零售门店,将有1万家进行优化升级,未来中高端产品覆盖率将继续提升。此外,公司另辟蹊径,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。
- 欧迪并表,科力普、生活馆增速喜人:**1-9月科力普、晨光生活馆、晨光科技收入同比大增116%。期间公司加大重点投标项目,对重点大型客户进行大力推广,相继入围上海、天津、福建等市政府采购项目。此外,公司零作价收购欧迪中国100%股权,三季度正式并入公司报表,借助欧迪知名的品牌力和与国内多家跨国外资企业长期合作的关系,可助推晨光科力普业务的实现多元快速的发展。生活馆方面,公司不断探索创新模式,加大对九木杂物社的开设力度,我们估计前三季度公司新开18家九木杂物社,总门店数达到20家,由于九木杂物社均是新开门店,现今仍处投入阶段。
- 毛利率微降,业务仍处投入期,管理持续优化:**公司前三季度毛利率为26.47%,比上年同期减少0.46pct,预计主要原因是公司收入中科力普业务占比逐渐加大所致。公司前三季度三费率为14.41%,相较于上年同期微增0.14个百分点。销售费用率增加0.86pct,其中员工薪资、交通运输、品牌推广费和房屋租赁费分别增长30%、107%、61%和59%;管理费用率减少0.78pct。销售费用率微增,管理费用率持续优化,说明公司虽然在大力推广新业务,总体费用投入把控得当,同时内部也在持续的优化。
- 应收款大幅增长,现金流维持稳定:**期末公司经营性现金流净额3.75亿元,与上年同期相比减少5.61%,主要是由于科力普占比提升应收账款增加导致,现金流整体表现较好。公司应收账款期末为3.95亿元,相较期初大幅增长138.89%,主要系科力普业务针对大型集团企业,政府部门、行政单位较多,相比传统业务账期要长。此外,公司报告期内合并欧迪中国,也是应收账款增长的主要来源。去年底公司部分客户为提前备货,年底先行预付货款,本期逐步销售给客户,期末预收款较期初减少5388万元(较期初减少44.35%)。公司报告期购买松江办公用房及公租房、购买133亩土地以及对青村生产基地二期建设持续投入,期末货币资金减少1.89亿至3.75亿元。
- 投资建议:**公司前三季度业绩已经证明其正朝良性方向发展,我们长期看好公司渠道升级和科力普规模效应带来的盈利能力的提升,预计17/18年收入为60.36、83.73亿元,同比增长29.45%、38.73%;归母净利润分别为5.98、7.84亿元,同比增21.8%、30.8%;EPS为0.65、0.85元。当前市值对应17、18年34、26倍PE,继续维持“增持”评级。
- 风险提示:**科力普、生活馆业务推广不达预期

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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	21.79
一年最低/最高价	15.70/22.67
市净率(倍)	7.46
流通A股市值(百万元)	4,881

### 基础数据

每股净资产(元)	2.92
资本负债率(%)	27.92
总股本(百万股)	920
流通A股(百万股)	224

### 相关研究

1. 晨光文具:传统主业增长稳健,科力普即将进入业绩释放期 -20170821
2. 晨光文具:新业务持续推进,打造一站式文具供应商 -20170508

晨光文具三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2,402.87</b>	<b>2,353.73</b>	<b>3,067.42</b>	<b>3,942.43</b>	<b>营业收入</b>	<b>4,662.47</b>	<b>6,035.69</b>	<b>8,373.19</b>	<b>10,818.39</b>
现金	563.91	305.95	412.14	663.58	营业成本	3,430.79	4,441.25	6,161.26	7,960.52
应收款项	165.47	331.46	460.98	676.92	营业税金及附加	17.41	20.29	28.96	36.44
存货	733.96	740.47	1,146.02	1,493.59	营业费用	404.72	544.76	790.30	1,026.35
其他	939.52	975.85	1,048.28	1,108.34	管理费用	299.93	374.73	519.69	668.64
<b>非流动资产</b>	<b>1,024.03</b>	<b>1,556.52</b>	<b>1,634.24</b>	<b>1,562.28</b>	财务费用	-5.34	-3.13	-4.45	-6.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	28.87	25.48	22.99	25.78
固定资产	731.03	868.61	953.98	936.42	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	135.12	135.01	133.62	131.43	<b>营业利润</b>	<b>537.28</b>	<b>672.36</b>	<b>891.07</b>	<b>1,143.90</b>
其他	157.88	552.90	546.64	494.44	营业外净收支	32.33	32.82	31.86	32.33
<b>资产总计</b>	<b>3,426.89</b>	<b>3,910.25</b>	<b>4,701.66</b>	<b>5,504.71</b>	<b>利润总额</b>	<b>569.60</b>	<b>705.18</b>	<b>922.93</b>	<b>1176.23</b>
<b>流动负债</b>	<b>873.28</b>	<b>1,092.99</b>	<b>1,499.13</b>	<b>1,804.11</b>	所得税费用	88.34	117.30	150.86	190.11
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	(11.66)	(10.40)	(11.96)	(12.40)
应付账款	525.83	707.86	980.16	1,231.09	<b>归属母公司净利润</b>	<b>492.92</b>	<b>598.28</b>	<b>784.02</b>	<b>998.52</b>
其他	347.46	385.13	518.97	573.01	EBIT	527.02	674.95	901.94	1,162.88
<b>非流动负债</b>	<b>36.84</b>	<b>105.95</b>	<b>108.03</b>	<b>110.11</b>	EBITDA	635.83	794.94	1,043.88	1,322.81
长期借款	-	-	-	-					
其他	36.84	105.95	108.03	110.11	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>910.13</b>	<b>1,198.94</b>	<b>1,607.16</b>	<b>1,914.22</b>	每股收益(元)	0.54	0.65	0.85	1.09
少数股东权益	86.85	79.39	79.39	79.39	每股净资产(元)	2.64	2.86	3.28	3.82
归属母公司股东权益	2,429.92	2,631.93	3,015.12	3,511.10	发行在外股份(百万股)	920.00	920.00	920.00	920.00
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,426.89</b>	<b>3,910.25</b>	<b>4,701.66</b>	<b>5,504.71</b>	ROIC(%)	17.69%	20.75%	24.38%	27.15%
					ROE(%)	20.27%	22.49%	26.60%	29.50%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	26.42%	26.42%	26.42%	26.42%
经营活动现金流	681.59	945.42	958.87	1052.58	EBIT Margin(%)	11.30%	11.18%	10.77%	10.75%
投资活动现金流	(436.08)	(384.20)	(225.46)	(95.81)	销售净利率(%)	10.57%	9.95%	9.38%	9.23%
筹资活动现金流	(198.00)	(819.18)	(627.22)	(705.33)	资产负债率(%)	26.56%	30.66%	34.18%	34.77%
现金净增加额	49.36	(257.96)	106.19	251.43	收入增长率(%)	24.36%	29.45%	38.73%	29.20%
折旧和摊销	108.81	119.99	141.94	159.93	净利润增长率(%)	16.63%	21.80%	30.81%	27.16%
资本开支	209.26	415.48	256.63	127.34	P/E	40.67	33.51	25.57	20.08
营运资本变动	207.63	(268.84)	307.55	570.03	P/B	7.97	7.39	6.48	5.58
企业自由现金流	970.99	829.31	1460.63	1832.22	EV/EBITDA	32.96	26.73	20.74	16.60

数据来源: wind 资讯; 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>

