

## 消费升级与娱乐研究中心

## 晨光文具 (603899.SH) 买入 (维持评级)

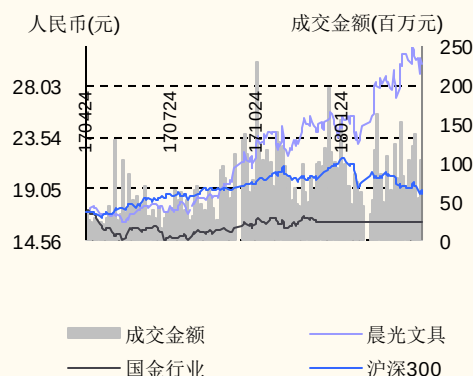
## 公司点评

市场价格 (人民币): 29.99 元

## 传统业务稳增长, 新兴业务速发力

## 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 920.00      |
| 总市值(百万元)       | 27,590.80   |
| 年内股价最高最低(元)    | 31.45/16.21 |
| 沪深 300 指数      | 3760.85     |
| 上证指数           | 3071.54     |



## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.54   | 0.68   | 0.87   | 1.12   | 1.42   |
| 每股净资产(元)    | 2.64   | 3.08   | 3.69   | 4.18   | 5.17   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.74   | 0.78   | 1.57   | 1.02   | 1.28   |
| 市盈率(倍)      | 34     | 36     | 34     | 27     | 21     |
| 行业优化市盈率(倍)  | 105    | 79     | 68     | 68     | 68     |
| 净利润增长率(%)   | 16.63% | 27.23% | 27.72% | 28.27% | 27.14% |
| 净资产收益率(%)   | 20.29% | 22.13% | 23.60% | 26.72% | 27.45% |
| 总股本(百万股)    | 920.00 | 920.00 | 920.00 | 920.00 | 920.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2018 年一季度, 公司分别实现营业收入、营业利润和净利润 18.40 亿元、2.25 亿元和 2.05 亿元, 同比增长 30.25%/20.39%/23.22%, 实现全面摊薄 EPS0.22 元, 基本符合预期。

## 经营分析

- **费用率增加, 净利润率小幅下滑:** 一季度, 得益于品牌升级奏效及新业务带动, 公司综合毛利率增至 27.19% (+0.37pct.)。期间费用率为 15.32% (+1.77pct.), 其中销售费用率提升 1.71pct., 主要系由于新业务推广期, 人员薪酬、品牌宣传等各项费用增加所致。公司经营性现金流较上期减少 1.68 亿元, 主要系由于科力普业务快速发展致应收账款大幅增加所致。
- **传统业务: 产品升级及单店优化持续驱动毛利提升。** 书写工具业务一季度收入增速 8.55% (持平于 2017 年全年增速水平), 学生文具收入增速 15.92% (略低于 17 年全年增速, 系由于新品系列多在年中开始放量), 办公文具收入增速 62.61%。传统业务端增长驱动来自于: 1) 产品结构优化, 持续增加高附加值产品占比; 2) 积极推进单店质量提升, 通过重点终端升级改造、2.0 样板店升级及样板店升级加盟店等实现业务端效益提升。
- **新兴业务: 科力普高速增长, 精品文创促进品牌升级。** 1) **科力普:** 实现营收 3.68 亿元, 同比增长 150%, 亏损 1900 万元。科力普亏损额加大主要由于欧迪并表亏损、竞购中介费支出及仓储物流建设费用加大投入所致。全年来看, 全国性中小客户开拓、规模化效应提升上下游议价能力及费用投放减少等带动下, 我们预计科力普大概率将实现盈利。2) **精品文创:** 作为精品文创重要表现渠道, 截至一季度公司共拥有 184 家直营大店 (152 家晨光生活馆, 32 家九木杂物社)。杂物社方面, 未来公司会通过开放加盟加快铺设速度, 目前坪效 1.8 万元左右, 保守估计全年贡献 3 亿元左右营收增量。

## 盈利预测与投资建议

- 公司在文具市场占有绝对市场份额及竞争优势, 科力普业务增势强劲, 精品大店即将大规模铺设, 精品文创业务将带来强劲增长动力。我们维持公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测为 0.87/1.12/1.42 元, 对应 PE 分别为 34/27/21 倍, 维持公司“买入”评级。

## 风险因素

- 新业务模式拓展不利风险; 市场风险; 财税政策风险。

## 相关报告

- 1.《晨光文具 2017 年年报点评-新兴业务增势喜人, 文创龙头闪亮登...》, 2018.3.27
- 2.《晨光文具 2017 年半年报点评-传统主业稳健增长, 期待新业务持...》, 2017.8.21

## 揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

## 邱思佳

联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

## 袁艺博

联系人  
yuanyibo@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                   | 2015         | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E         | 2020E         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>     | <b>3,749</b> | <b>4,662</b> | <b>6,357</b> | <b>7,979</b> | <b>10,189</b> | <b>13,017</b> |
| 增长率               |              | 24.4%        | 36.3%        | 25.5%        | 27.7%         | 27.8%         |
| 主营业务成本            | -2,754       | -3,431       | -4,721       | -6,005       | -7,744        | -9,989        |
| %销售收入             | 73.5%        | 73.6%        | 74.3%        | 75.2%        | 76.0%         | 76.7%         |
| 毛利                | 995          | 1,232        | 1,636        | 1,975        | 2,445         | 3,029         |
| %销售收入             | 26.5%        | 26.4%        | 25.7%        | 24.8%        | 24.0%         | 23.3%         |
| 营业税金及附加           | -14          | -17          | -26          | -33          | -40           | -48           |
| %销售收入             | 0.4%         | 0.4%         | 0.4%         | 0.4%         | 0.4%          | 0.4%          |
| 营业费用              | -282         | -405         | -570         | -598         | -713          | -857          |
| %销售收入             | 7.5%         | 8.7%         | 9.0%         | 7.5%         | 7.0%          | 6.6%          |
| 管理费用              | -260         | -300         | -384         | -479         | -581          | -697          |
| %销售收入             | 6.9%         | 6.4%         | 6.0%         | 6.0%         | 5.7%          | 5.4%          |
| 息税前利润 (EBIT)      | 440          | 510          | 656          | 865          | 1,111         | 1,426         |
| %销售收入             | 11.7%        | 10.9%        | 10.3%        | 10.8%        | 10.9%         | 11.0%         |
| 财务费用              | 8            | 5            | 3            | 25           | 45            | 56            |
| %销售收入             | -0.2%        | -0.1%        | 0.0%         | -0.3%        | -0.4%         | -0.4%         |
| 资产减值损失            | -3           | -7           | -21          | 0            | 0             | 0             |
| 公允价值变动收益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 投资收益              | 15           | 29           | 38           | 16           | 16            | 16            |
| %税前利润             | 3.0%         | 5.1%         | 5.1%         | 1.7%         | 1.4%          | 1.1%          |
| 营业利润              | 459          | 537          | 676          | 906          | 1,172         | 1,499         |
| 营业利润率             | 12.3%        | 11.5%        | 10.6%        | 11.4%        | 11.5%         | 11.5%         |
| 营业外收支             | 30           | 32           | 63           | 36           | 37            | 38            |
| 税前利润              | 490          | 570          | 739          | 942          | 1,209         | 1,537         |
| 利润率               | 13.1%        | 12.2%        | 11.6%        | 11.8%        | 11.9%         | 11.8%         |
| 所得税               | -83          | -88          | -119         | -141         | -181          | -231          |
| 所得税率              | 16.9%        | 15.5%        | 16.1%        | 15.0%        | 15.0%         | 15.0%         |
| 净利润               | 407          | 481          | 620          | 801          | 1,027         | 1,306         |
| 少数股东损益            | -16          | -12          | -7           | 0            | 0             | 0             |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>423</b>   | <b>493</b>   | <b>627</b>   | <b>801</b>   | <b>1,027</b>  | <b>1,306</b>  |
| 净利率               | 11.3%        | 10.6%        | 9.9%         | 10.0%        | 10.1%         | 10.0%         |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2015        | 2016        | 2017        | 2018E        | 2019E       | 2020E        |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| 净利润             | 407         | 481         | 627         | 801          | 1,027       | 1,306        |
| 少数股东损益          | 0           | 0           | 0           | 0            | 0           | 0            |
| 非现金支出           | 115         | 148         | 180         | 151          | 167         | 182          |
| 非经营收益           | -21         | -34         | -38         | -35          | -54         | -54          |
| 营运资金变动          | -4          | 87          | -52         | 526          | -199        | -258         |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>497</b>  | <b>682</b>  | <b>717</b>  | <b>1,443</b> | <b>942</b>  | <b>1,176</b> |
| 资本开支            | -128        | -207        | -536        | 107          | -94         | -89          |
| 投资              | -620        | -309        | -210        | -1           | 0           | 0            |
| 其他              | 15          | 80          | 128         | 16           | 16          | 16           |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-734</b> | <b>-436</b> | <b>-617</b> | <b>122</b>   | <b>-78</b>  | <b>-73</b>   |
| 股权募资            | 794         | 32          | 0           | 0            | -269        | 0            |
| 债权募资            | -1          | 0           | 0           | -4           | -4          | -3           |
| 其他              | -243        | -228        | -231        | 0            | -240        | -308         |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>550</b>  | <b>-196</b> | <b>-231</b> | <b>-4</b>    | <b>-513</b> | <b>-311</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>314</b>  | <b>49</b>   | <b>-131</b> | <b>1,561</b> | <b>351</b>  | <b>793</b>   |

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2015         | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 514          | 564          | 436          | 1,998        | 2,348        | 3,141        |
| 应收款项            | 142          | 279          | 603          | 612          | 804          | 1,052        |
| 存货              | 650          | 734          | 872          | 1,237        | 1,595        | 2,057        |
| 其他流动资产          | 658          | 826          | 1,063        | 55           | 71           | 91           |
| 流动资产            | 1,964        | 2,403        | 2,975        | 3,902        | 4,818        | 6,341        |
| %总资产            | 67.7%        | 70.1%        | 67.8%        | 76.9%        | 80.9%        | 85.4%        |
| 长期投资            | 0            | 0            | 0            | 1            | 0            | 0            |
| 固定资产            | 739          | 819          | 898          | 911          | 899          | 862          |
| %总资产            | 25.5%        | 23.9%        | 20.5%        | 18.0%        | 15.1%        | 11.6%        |
| 无形资产            | 187          | 189          | 285          | 261          | 239          | 221          |
| 非流动资产           | 938          | 1,024        | 1,414        | 1,175        | 1,140        | 1,085        |
| %总资产            | 32.3%        | 29.9%        | 32.2%        | 23.1%        | 19.1%        | 14.6%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>2,902</b> | <b>3,427</b> | <b>4,388</b> | <b>5,077</b> | <b>5,958</b> | <b>7,425</b> |
| 短期借款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项            | 541          | 754          | 1,137        | 1,057        | 1,359        | 1,747        |
| 其他流动负债          | 101          | 119          | 257          | 470          | 603          | 770          |
| 流动负债            | 642          | 873          | 1,395        | 1,526        | 1,961        | 2,517        |
| 长期贷款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 1            |
| 其他长期负债          | 28           | 37           | 80           | 76           | 72           | 68           |
| <b>负债</b>       | <b>670</b>   | <b>910</b>   | <b>1,474</b> | <b>1,602</b> | <b>2,033</b> | <b>2,587</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,167</b> | <b>2,430</b> | <b>2,834</b> | <b>3,395</b> | <b>3,845</b> | <b>4,759</b> |
| 少数股东权益          | 65           | 87           | 80           | 80           | 80           | 80           |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>2,902</b> | <b>3,427</b> | <b>4,388</b> | <b>5,077</b> | <b>5,958</b> | <b>7,425</b> |

**比率分析**

|               | 2015    | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.92    | 0.54    | 0.68    | 0.87    | 1.12    | 1.42    |
| 每股净资产         | 4.71    | 2.64    | 3.08    | 3.69    | 4.18    | 5.17    |
| 每股经营现金净流      | 1.08    | 0.74    | 0.78    | 1.57    | 1.02    | 1.28    |
| 每股股利          | 0.50    | 0.50    | 0.25    | 0.26    | 0.34    | 0.43    |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 19.50%  | 20.29%  | 22.13%  | 23.60%  | 26.72%  | 27.45%  |
| 总资产收益率        | 14.56%  | 14.38%  | 14.29%  | 15.78%  | 17.25%  | 17.59%  |
| 投入资本收益率       | 16.37%  | 17.10%  | 18.88%  | 21.15%  | 24.05%  | 25.04%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 23.19%  | 24.36%  | 36.35%  | 25.52%  | 27.69%  | 27.76%  |
| EBIT 增长率      | 21.27%  | 15.86%  | 28.71%  | 31.81%  | 28.46%  | 28.42%  |
| 净利润增长率        | 24.47%  | 16.63%  | 27.23%  | 27.72%  | 28.27%  | 27.14%  |
| 总资产增长率        | 65.68%  | 18.08%  | 28.05%  | 15.69%  | 17.35%  | 24.64%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 7       | 10      | 18      | 19      | 20      | 20      |
| 存货周转天数        | 80      | 74      | 62      | 75      | 75      | 75      |
| 应付账款周转天数      | 44      | 49      | 53      | 44      | 44      | 44      |
| 固定资产周转天数      | 70      | 57      | 50      | 41      | 32      | 25      |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -23.02% | -22.41% | -14.97% | -57.49% | -59.83% | -64.89% |
| EBIT 利息保障倍数   | -52.7   | -95.4   | -233.0  | -34.7   | -24.9   | -25.4   |
| 资产负债率         | 23.08%  | 26.56%  | 33.60%  | 31.56%  | 34.13%  | 34.83%  |

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|    | 1           | 11          | 13          | 16          | 28          |
|    | 0           | 3           | 4           | 4           | 8           |
|    | 0           | 2           | 2           | 2           | 4           |
|    | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
|    | <b>1.00</b> | <b>1.44</b> | <b>1.42</b> | <b>1.36</b> | <b>1.40</b> |

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1  | 2016-08-15 | 买入 | 18.79 | N/A |
| 2  | 2016-10-19 | 买入 | 18.38 | N/A |
| 3  | 2017-03-21 | 买入 | 17.94 | N/A |
| 4  | 2017-08-21 | 买入 | 17.80 | N/A |
| 5  | 2018-03-27 | 买入 | 27.81 | N/A |

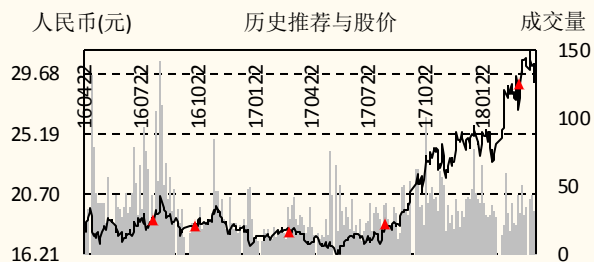
来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH