

参与设立产业基金，文创业务再下一城 买入（维持）

2018年07月10日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,357	8,609	11,642	16,258
同比（%）	36.3%	35.4%	35.2%	39.6%
净利润（百万元）	634	826	1,039	1,358
同比（%）	28.6%	30.3%	25.8%	30.7%
每股收益（元/股）	0.69	0.90	1.13	1.48
P/E（倍）	43.97	33.74	26.83	20.52

投资要点

【事件】：

公司拟出资 8900 万元(出资比例 44.5%)与晨光控股(出资比例 55%)、平石创投(出资比例 0.5%)共同出资 2 亿元设立宁波钟晨股权投资合伙企业，意在收购以文化文创为主的优质资产。

【点评】

- **外延并购提速，文创事业添彩：**该产业基金有效提升公司对于文创产业的感知力和把控力，同时有利于通过其内部孵化增强外延项目与晨光主体的良好协同。晨光后续有望通过外延的方式助推旗下文创事业持续升级和转型。
- **向文创龙头迈进，护城河凸显：**公司通过杂物社、生活馆等方式进行精品文创直营模式的探索，目前发展已初见成效。18 年九木将开启加盟模式，渠道拓展加速。且公司在零售经验的基础上，将对传统的头部门店持续升级改造，渠道护城河凸显
- **掘金文具市场，一体两翼稳步增长。**晨光文具依赖新业务的培养，获得了新的成长点。2B 业务一站式办公用品采购平台科力普高速增长，成长逻辑持续验证；C 端 7.5 万家传统门店，渠道护城河深厚，伴随精品文创高附加值产品持续渗透，在消费升级大势下具有较大成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 86.1 亿元、116.4 亿元、162.6 亿元，同比增速分别为 35.4%、35.2%、39.6%；归母净利润分别为 8.3 亿元、10.4 亿元、13.6 亿元，同比增速分别为 30.3%、25.8%、30.7%，对应 EPS 分别为 0.90、1.13、1.48 元。当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 33.7X、26.8X、20.5X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业务拓展不及预期，原材料价格上涨

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.30
一年最低/最高价	16.46/34.34
市净率(倍)	9.18
流通 A 股市值(百万元)	27876.00

基础数据

每股净资产(元)	3.30
资产负债率(%)	28.04
总股本(百万股)	920.00
流通 A 股(百万股)	920.00

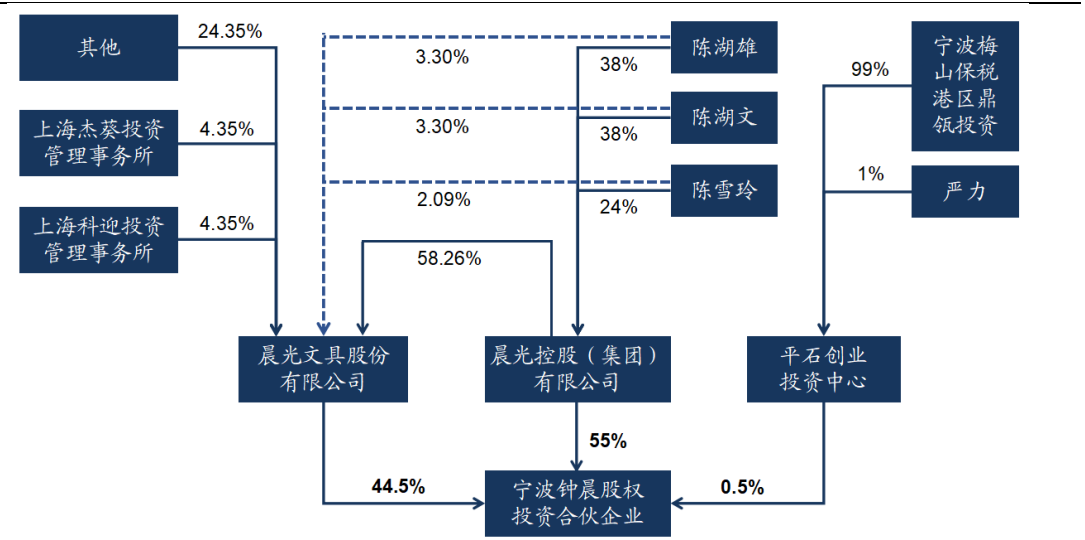
相关研究

- 1、《业绩再超预期，文具龙头向文创龙头迈进》2018-03-27
- 2、《业绩超预期，价值再体现》2017-10-24
- 3、《晨光文具：传统主业增长稳健，科力普即将进入业绩释放期》2017-08-21

完整点评：

事件：公司拟出资 8900 万元（出资比例 44.5%）与晨光控股（出资比例 55%）、平石创投（出资比例 0.5%）共同出资 2 亿元设立宁波钟晨股权投资合伙企业，意在收购以文化文创为主的优质资产。

图 1：新设股权投资合伙企业股权结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **外延并购提速，文创事业添彩：**该产业基金在提升公司对于文创产业的感知力和把控制的同时，有利于通过其内部孵化增强外延项目与晨光主体的良好协同。晨光后续有望通过外延的方式助推旗下文创事业持续升级和转型。
- **向文创龙头迈进，护城河凸显：**此前公司通过杂物社、生活馆等方式进行精品文创直营模式的探索，目前发展已初见成效。截至 17 年末公司布局九木杂物社 25 家，生活馆 152 家。18 年下半年起将开启九木杂物社加盟模式，预计渠道拓展将持续加速。且公司在零售经验的基础上，将对传统的头部门店持续升级改造，借助品类拓展、单价提升等方式，打造全渠道的“一站式”文具零售。我们认为公司渠道护城河凸显，伴随高价值产品的拓展向文创龙头大幅迈进。

表 1：九木杂物社&晨光生活馆收入拆分

	2014	2015	2016	2017
收入/亿	0.28	0.56	1.51	2.53
yoy	-	98.90%	168.77%	67.17%
净利润/亿	-0.07	-0.15	-0.24	-0.41
净利率	-24.75%	-26.62%	-16.07%	-16.34%
九木&生活馆				
门店数	47	71	175	177
其中：九木	-	-	2	25
生活馆	47	71	173	152
单店收入/万	60.28	79.37	86.54	142.25
yoy	-	31.67%	9.04%	64.37%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

- **掘金文具市场，一体两翼稳步增长。**晨光文具依赖新业务的培养，获得了新的成长点。2B 业务一站式办公用品采购平台科力普高速增长，18Q1 收入增速达 150%，成长逻辑持续验证；C 端渠道护城河深厚，伴随精品文创高附加值产品持续渗透，在消费升级大势下具有较大成长空间。

表 2：科力普业务营收状况

		2015	2016	2017	2017Q1	2018Q1
科力普	收入/亿	2.27	5.16	12.55	1.47	3.68
	yoy	47.77%	126.85%	143.34%	-	150.00%
	净利润/亿	-0.24	0.05	0.21	-0.04	-0.19
	净利率	-10.59%	0.91%	1.68%	-2.72%	-5.16%
科力普 (剔除欧迪 后)	收入/亿	2.27	5.16	10.95	1.47	-
	yoy	47.77%	126.85%	112.38%	-	-
	净利润/亿	-0.24	0.05	0.05	-0.04	-
	净利率	-10.59%	0.91%	0.47%	-2.72%	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 86.1 亿元、116.4 亿元、162.6 亿元，同比增速分别为 35.4%、35.2%、39.6%；归母净利润分别为 8.3 亿元、10.4 亿元、13.6 亿元，同比增速分别为 30.3%、25.8%、30.7%，对应 EPS 分别为 0.90、1.13、1.48 元。当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 33.7X、26.8X、20.5X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业务拓展不及预期，原材料价格上涨

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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2975	3617	4537	5952	营业收入	6357	8609	11642	16258
现金	436	590	757	993	减:营业成本	4721	6405	8674	12129
应收账款	469	619	760	1052	营业税金及附加	26	33	46	65
存货	872	1071	1395	1946	营业费用	570	762	1065	1520
其他流动资产	1197	1338	1625	1960	管理费用	384	513	704	1009
非流动资产	1414	1576	1731	1883	财务费用	-3	-7	-8	-10
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	21	11	10	20
固定资产	871	953	1040	1148	加:投资净收益	38	50	39	42
在建工程	27	57	77	72	其他收益	0	0	0	0
无形资产	196	216	236	260	营业利润	683	941	1192	1568
其他非流动资产	319	350	377	403	加:营业外净收支	63	31	31	30
资产总计	4388	5193	6268	7835	利润总额	746	972	1223	1599
流动负债	1395	1758	2170	2872	减:所得税费用	119	155	195	255
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-7	-9	-11	-15
应付账款	841	1129	1422	1947	归属母公司净利润	634	826	1039	1358
其他流动负债	553	629	749	924	EBIT	682	929	1200	1600
非流动负债	1352	1233	1128	1049	EBITDA	805	1065	1357	1780
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1352	1233	1128	1049	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1474	10134	11371	11718	每股收益(元)	0.69	0.90	1.13	1.48
少数股东权益	80	77	81	80	每股净资产(元)	3.08	3.57	4.28	5.23
归属母公司股东权益	2834	3283	3941	4809	发行在外股份(百万股)	920	920	920	920
负债和股东权益	4388	5193	6268	7835	ROIC(%)	19.8%	23.2%	25.1%	27.5%
					ROE(%)	23.1%	26.0%	27.8%	30.2%
					毛利率(%)	25.7%	25.6%	25.5%	25.4%
					销售净利率(%)	10.0%	9.6%	8.9%	8.4%
					资产负债率(%)	33.6%	35.3%	35.8%	37.6%
					收入增长率(%)	36.3%	35.4%	35.2%	39.6%
					净利润增长率(%)	28.6%	30.3%	25.8%	30.7%
					P/E	43.97	33.74	26.83	20.52
					P/B	9.84	8.49	7.07	5.80
					EV/EBITDA	1.29	1.17	1.10	1.10

数据来源: 贝格数据, 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>

