

# 晨光文具(603899)

## —政策红利驱动，掘金大办公直销千亿市场

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 31.06 元

### 事件：

晨光文具 8 月 17 日晚间发布中期业绩报告称，2018 年上半年归属于母公司所有者的净利润为 3.75 亿元，较上年同期增 29.61%；营业收入为 37.87 亿元，较上年同期增 35.95%；基本每股收益为 0.40 元，较上年同期增 29.60%。

### 结论：

**受益政府采购渠道更换，线上直销渠道收入增速 169%，为公司最具成长性业务。**晨光科力普业务为办公用品及设备 B2B 电商，主要客户为大型央企和政府部门。2015 年开始施行的《中华人民共和国政府采购法实施条例》推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。原先外商和当地供应商占主导地位的供货渠道被京东、得力和科力普等电商渠道取代。目前科力普收入 9.62 亿元，同比增速 169%，占收入比重 20%。2016 年政府货物类采购规模为 7240 亿元，同比增长 10%。除了机械设备、汽车、农用物资，其余办公用品电商平台都能提供，市场空间千亿元。公司正在加大线下仓储布局，**2018Q2 华西仓（成都）和华中仓（武汉）已建成并正式运营**，带动明年收入增长。目前平台基本盈亏平衡，未来平台数据可以协助政府预算。随收入规模扩大，公司盈利预计大幅提升。

**线上分销渠道进一步扩大，线下渠道稳固。**公司传统业务为晨光文具的生产和销售，在全国校边商圈覆盖率已经达到 80%，占绝对优势。线上渠道方面，淘系、京东及其他平台有效授权店铺超过 1000 家，渠道进一步扩大。

**研发投入是同行上市公司的 2-6 倍，高毛利文创产品拉升毛利率。**公司 2018Q2 研发支出 5442 万元，2015-2017 年年均研发费用达 1 亿元，齐心集团为 4534 万元，广博股份为 1858 万元。在研发推动下，不仅产品性价比提升，高毛利精品文创产品销售占比持续上升将带动文具毛利率提升。

**盈利预测和投资建议：**晨光文具线上渠道快速拓展，重视研发，精品文创毛利高发展快。我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 88、121、166 亿元，净利润为 8.49、11.26、14.89 亿元，EPS 分别为 0.92、1.22、1.62 元，对应 PE 为 34、25、19 倍。长期来看，办公直销潜在收入规模可达百亿，加上传统业务稳定发展，业绩存在提升数倍可能，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**1 科力普收入增速不及预期；2 精品文创收入增速不及预期；3 线上分销渠道拓展不及预期等。

发布时间：2018 年 08 月 28 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	33.62 / 18.01
上证指数/深圳成指	2780.90/8728.56
50 日均成交额(百万元)	78.26
市净率(倍)	9.59
股息率	0.80%

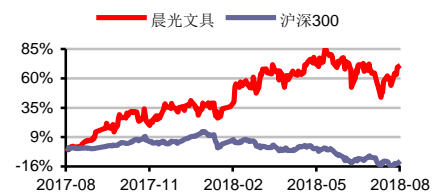
### 基础数据

流通股(百万股)	920.00
总股本(百万股)	920.00
流通市值(百万元)	28575.20
总市值(百万元)	28575.20
每股净资产(元)	3.24
资产负债率	33.67%

### 股东信息

大股东名称	晨光控股有限公司
持股比例	58.26%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究员：胡晓慧  
执业证书编号：S0020517090003  
电话：021-51097188-1906  
电邮：huxiaohui@gyzq.com.cn  
地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号  
安徽国际金融中心 A 座国元证券  
(230000)

财务预测

资产负债表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2975	4717	6516	8948
现金	436	877	1211	1659
应收账款	469	1664	2296	3146
其他应收款	134	185	256	350
预付账款	46	64	88	121
存货	872	1927	2666	3672
其他流动资产	1017	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1414	1376	1316	1283
长期投资	0	0	0	0
固定资产	871	879	820	785
无形资产	196	209	229	257
其他非流动资产	346	288	267	241
<b>资产总计</b>	4388	6093	7832	10231
<b>流动负债</b>	1395	2520	3139	4059
短期借款	0	795	899	1126
应付账款	841	1157	1601	2205
其他流动负债	553	568	639	728
<b>非流动负债</b>	80	49	55	61
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	80	49	55	61
<b>负债合计</b>	1474	2569	3195	4120
少数股东权益	80	71	59	42
股本	920	920	920	920
资本公积	272	272	272	272
留存收益	1642	2260	3386	4876
归属母公司股东权益	2834	3453	4579	6068
<b>负债和股东权益</b>	4388	6093	7832	10230

现金流量表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	717	8	366	407
净利润	627	839	1114	1473
折旧摊销	159	144	157	165
财务费用	-3	22	51	59
投资损失	-38	-27	-31	-32
营运资金变动	-52	-1034	-977	-1333
其他经营现金流	23	64	53	74
<b>投资活动现金流</b>	-617	-110	-86	-126
资本支出	539	85	55	87
长期投资	-210	0	0	0
其他投资现金流	-289	-25	-31	-39
<b>筹资活动现金流</b>	-230	543	53	167
短期借款	0	795	104	227
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-230	-252	-51	-59
<b>现金净增加额</b>	-131	441	333	448

利润表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	6357	8773	12106	16586
营业成本	4721	6492	8983	12373
营业税金及附加	26	36	50	69
营业费用	570	842	1174	1625
管理费用	384	456	605	796
财务费用	-3	22	51	59
资产减值损失	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	38	27	31	32
<b>营业利润</b>	683	951	1273	1695
营业外收入	73	48	52	57
营业外支出	10	0	0	0
<b>利润总额</b>	746	999	1325	1753
所得税	119	159	211	279
<b>净利润</b>	627.16	839.44	1113.96	1473.20
少数股东损益	-7	-9	-12	-16
<b>归属母公司净利润</b>	634	849	1126	1489
EBITDA	840	1117	1481	1919
EPS (元)	0.69	0.92	1.22	1.62

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入	36.3%	38.0%	38.0%	37.0%
营业利润	27.1%	39.3%	33.9%	33.1%
归属于母公司净利润	28.6%	33.8%	32.7%	32.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	25.7%	26.0%	25.8%	25.4%
净利率(%)	10.0%	9.7%	9.3%	9.0%
ROE(%)	22.4%	24.6%	24.6%	24.5%
ROIC(%)	23.7%	24.4%	26.4%	27.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	33.6%	42.2%	40.8%	40.3%
净负债比率(%)	0.00%	30.95%	28.16%	27.33%
流动比率	2.13	1.87	2.08	2.20
速动比率	1.50	1.10	1.22	1.29
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.63	1.67	1.74	1.84
应收账款周转率	19	8	6	6
应付账款周转率	6.91	6.50	6.51	6.50
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.92	1.22	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.01	0.40	0.44
每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.75	4.98	6.60
<b>估值比率</b>				
P/E	44.88	33.53	25.27	19.11
P/B	10.04	8.24	6.21	4.69
EV/EBITDA	33	25	19	15

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn