

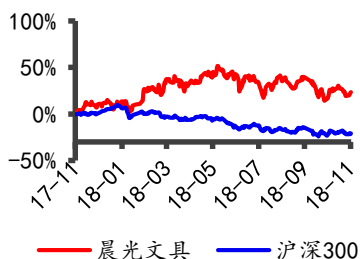
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	27.40
52周最高(元)	34.34
52周最低(元)	22.14
总市值(亿元)	252
流通市值(亿元)	252
总股本(亿股)	9.20
流通股本(亿股)	9.20
每股净资产(元)	3.51
资产负债率(%)	34.49

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

国内文具领导品牌，新业务开拓有看点

——晨光文具(603899)

核心观点

● **国内文具领导品牌，新业务开拓贡献增长点。**公司成立于2008年，2015年初上交所上市，主要从事晨光品牌书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售，连续六年荣获“中国轻工业制笔行业十强企业”第一名，现为国内文具行业领导品牌。2017年公司实现营业收入63.57亿元，同比增长36.35%；实现归母净利6.34亿元，同比增长28.63%，根据年报口径，公司主要产品及营收占比为：办公文具44.6%、书写文具28.1%、学生文具25.7%以及其它约1.6%，其中书写文具、学生文具业务毛利率高于办公文具业务，业绩弹性更佳。成长性方面，公司2013-2017年营收、归母净利润复合增速分别为28.1%、22.6%，成长性佳且区间稳定性较好，但营业外收入及投资收益近年有所增加，对业绩增速造成一定扰动。盈利能力方面，公司2013-2017年期间摊薄ROE均值为24.18%，除2015年因IPO募资影响而略低之外，区间表现较为平稳；期间毛利率、净利率均值分别为26.34%、10.71%，整体良好，但2017年表现略有承压，同时权益乘数有所上升。公司将业务划分为传统核心业务与新业务两部分以实现差异化发展，主要看点在于：近年来，公司新业务围绕晨光科力普、晨光科技、晨光生活馆、九木杂物社等平台，借助办公一站式、电商平台、特色直营挖掘新的业绩增长点，存在预期差机会。

● **制笔行业收入、利润双双承压，竞争或将加速集中度提升。**一方面，文具行业增速有所承压，以制笔行业为例，收入、利润增速持续承压：据制笔行业协会数据显示，2017年制笔行业249家规模以上企业主营收入287亿元，同比下降3.84%；实现利润16.94亿元，同比下降11.15%，而18年前三季度，行业承压局面进一步加剧，制笔行业利润同比-24.27%，但略好于行业1-5月行业利润同比-33.54%的情况，已出现企稳迹象。另一方面，文具制造行业具有“大市场，小公司”特点，国内文具制造企业约8000家（招股书数据），但90%为从事简单加工、贴牌生产的企业，目前在行业整体增速承压、业内竞争进一步加剧的背景下，龙头企业有望借助规模效应、成本控制、品牌认知度高等优势，对中低端加工企业造成挤出，从而加速行业洗牌与集中度提升。

● **公司方面：公司作为行业领导者，传统业务增速稳健，新业务发展迅速。**公司是文具行业“自主品牌+内需市场”的领跑者，是国内品牌文具商领跑品牌，产品研发能力突出，已掌握书写工具的核心技术——

笔头、油墨及其匹配技术，每年推出上千款新品，同时是多项产品国家级行业标准的参与者。2018 年前三季度，传统业务同比增长 16%，表现稳健，而新业务增长快速，其中晨光科力普、晨光科技、晨光生活馆等三项合计同比增长 113%，同时后续成本端亦有望优化：1) 晨光科力普——政府客户不断突围，新设武汉、广州、成都等分公司，正式拓展华西和华中市场；晨光生活馆（含九木杂物社）——全国已拥有 224 家零售店，其中生活馆 145 家，九木 79 家，较 18H1 增加约 24 家；晨光科技业务稳步发展，线上渠道淘系、京东及其他平台有效授权店超过 1000 家，线上分销渠道进一步扩大；2) 公司新业务目前尚处于市场开拓期，尽管收入端增速较快，但同时也伴随着大额的对应成本支出，后期伴随着前期一次性成本逐步消化、管理运营走入正轨，单位费用将会得到控制，盈利水平有望改善。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88 元、1.12 元和 1.40 元，目前股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 31.2 倍、24.4 倍和 19.6 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**经济下行，办公文具需求下滑；新业务拓展不达预期。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,357	8,519	11,016	13,791
增长率（%）	36.3%	34.0%	29.3%	25.2%
净利润（百万元）	634	808	1,032	1,285
增长率（%）	28.6%	27.5%	27.6%	24.6%
EPS（元）	0.69	0.88	1.12	1.40

财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	436	689	884	1,097	营业收入	6,357	8,519	11,016	13,791
交易性金融资产	-	-	-	-	营业成本	4,721	6,399	8,332	10,491
应收及预付	515	691	893	1,118	营业税金及附加	26	35	45	56
其他应收款	134	134	134	134	销售费用	570	804	1,009	1,226
存货	872	1,222	1,649	2,151	管理费用	384	373	468	567
其他流动资产	1,017	1,051	1,351	1,751	研发费用	-	49	66	87
流动资产合计	2,975	3,786	4,911	6,250	财务费用	-3	-9	-12	-15
长期投资	-	34	34	34	资产减值损失	21	-14	-18	-22
固定资产	871	785	711	642	其他收益	8	10	12	15
无形资产	196	263	340	426	投资净收益	38	23	29	37
其他非流动资产	346	466	462	453	公允变动收益	-	-	-	-
非流动资产合计	1,414	1,548	1,547	1,556	资产处置收益	-1	-0	-0	-0
资产总计	4,388	5,335	6,458	7,806	汇兑净收益	-	-	-	-
短期借款	-	-	-	-	营业利润	683	915	1,167	1,454
应付及预收	961	1,287	1,665	2,084	加: 营业外收入	73	64	83	104
其他流动负债	434	466	466	466	减: 营业外支出	10	8	10	12
流动负债	1,395	1,754	2,131	2,550	利润总额	746	972	1,240	1,546
长期借款	-	-	-	-	减: 所得税	119	155	198	246
应付债券	-	-	-	-	净利润	627	817	1,043	1,299
其他非流动负债	80	80	77	81	减: 少数股东损益	-7	8	11	14
非流动负债	80	80	77	81	归属母公司净利	634	808	1,032	1,285
负债合计	1,474	1,834	2,208	2,631	主要财务比率				
股本	920	920	920	920	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
资本公积	272	272	272	272	毛利率	25.7%	24.9%	24.4%	23.9%
留存收益	1,642	2,220	2,958	3,870	净利率	9.9%	9.6%	9.5%	9.4%
母公司所有者权益	2,834	3,412	4,151	5,062	净资产收益率	22.4%	23.7%	24.9%	25.4%
少数股东权益	80	88	99	113	市盈率 (倍)	38.56	31.19	24.43	19.61
负债和股东权益	4,388	5,335	6,458	7,806	市净率 (倍)	8.01	7.39	6.07	4.98
现金流量表摘要					EPS	0.69	0.88	1.12	1.40
会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	每股净资产 (元/股)	3.08	3.71	4.51	5.50
经营现金流净额	718	726	890	1,088	经营现金流 (元/股)	0.78	0.79	0.97	1.18
投资现金流净额	-617	-291	-413	-517					
筹资现金流净额	-230	-188	-281	-359					

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。