

**证券研究报告—动态报告**

轻工

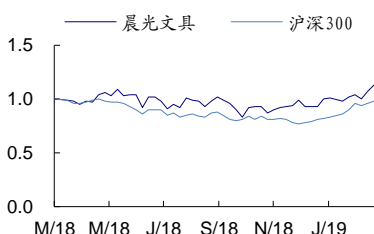
文教体育用品 II

**晨光文具(603899)**
**增持**

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 01 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	920/920
总市值/流通(百万元)	34,040/34,040
上证综指/深圳成指	3,091/9,907
12 个月最高/最低(元)	37.47/23.70

**相关研究报告:**

 《晨光文具-603899-海量市场, 快速成长》—  
 —2018-12-12

**证券分析师: 王学恒**

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

**联系人: 丁诗洁**

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 业绩符合预期, 龙头稳健成长

**● 2018 年业绩符合预期, 稳健增长**

2018 年公司实现营收 85.35 亿元, 同增 34%; 实现归母净利 8.07 亿元, 同比增长 27%。公司 2018 年更改会计估计准则, 影响净利润 1594 万元, 若剔除该影响, 则公司实际实现归母净利润 7.91 亿元, 同比增长 24.74%, 符合预期。18 年 Q1/Q2/Q3/Q4 每季营收同比增长 30%/42%/37%/29%, 归母净利同比增长 23%/38%/24%/27%。此外, 公司拟每 10 股派发现金红利 3.00 元。由于办公文具业务占比提升, 18 年公司毛利率基本持平, 净利率下降 0.4p.p. 至 9.46%。应收账款周转同增 73% 主要为科力普业务占比提升的结构性原因。

**● 办公业务持续高增长, 传统业务稳步推进**

按营收分产品看, 书写工具实现收入 19.46 亿元, 同增 8.8%, 毛利率小幅提升; 学生文具实现收入 18.58 亿元, 同增长 13.8%, 毛利率提升 1.89p.p.; 办公业务同比增长 62.8% 至 46.13 亿元, 毛利率持平, 其中科力普实现营收 25.86 亿元, 同增 106%; 分业务来看, 新业务 (晨光科力普、晨光科技、晨光生活馆) 同比增长 90%, 传统核心业务同比增长 16%。

**● 收购安硕, 马克铅笔品牌协同可期**

公司拟以 1.93 亿元自有资金收购上海安硕 56% 的股权, 安硕拥有马克铅笔 (Macro) 品牌, 收购后与晨光有望在产品和渠道上发挥协同效应, 通过提高产能利用率、共享晨光的内销渠道来提升安硕的盈利能力。整体收购估值对应 PB 为 1, 估值合理。

**● 风险提示:**

1. B 端市场竞争激烈, 科力普增长放缓; 2. 精品文创旗舰店扭亏速度不及预期; 3. 传统业务国际国产品牌竞争, 挤压成长空间; 4. 市场的系统性风险。

**● 投资建议: 把握文创龙头成长期, 维持“增持”评级。**

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 10/13/15 亿元, 同比增速 29/22/20%; 摊薄 EPS=1.13/1.37/1.64 元, 当前股价对应 PE=32/27/22x。公司“一体两翼”打开成长空间, 业绩稳健增长, 看好龙头品牌长期增长潜力, 对应 19 年 37 倍 PE, 合理估值 42 元, 维持“增持”评级。

**盈利预测和财务指标**

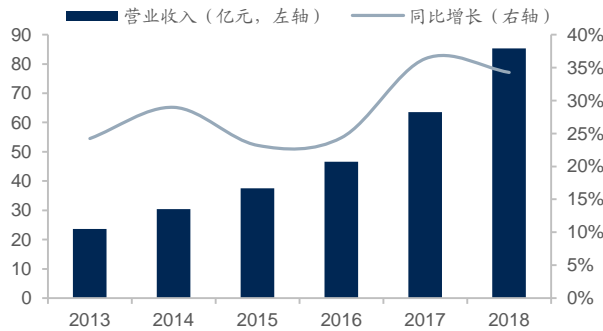
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,357	8,535	11,004	13,579	16,157
(+/-%)	36.3%	34.3%	28.9%	23.4%	19.0%
净利润(百万元)	634	807	1,037	1,264	1,511
(+/-%)	28.6%	27.3%	28.6%	21.9%	19.6%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.88	1.13	1.37	1.64
EBIT Margin	10.3%	11.7%	10.4%	10.4%	10.6%
净资产收益率(ROE)	22.4%	23.7%	25.0%	25.0%	24.6%
市盈率(PE)	52.8	41.5	32.3	26.5	22.2
EV/EBITDA	44.9	31.1	29.1	23.8	20.2
市净率(PB)	11.82	9.82	8.07	6.63	5.46

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

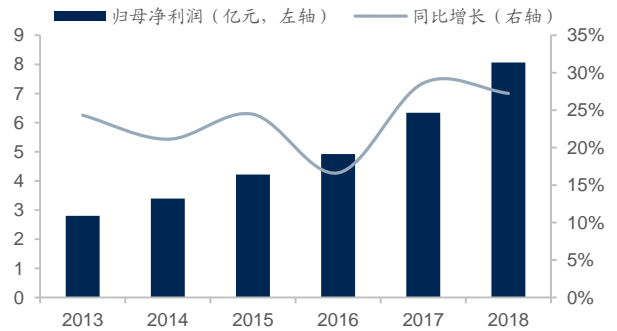
**2018年业绩符合预期,稳健增长。**2018年公司实现营收85.35亿元,同增34%;实现归母净利8.07亿元,同比增长27%,公司2018年更改会计估计准则,影响净利润1594万元,若剔除该影响,则公司实际实现归母净利润7.91亿元,同比增长24.74%,符合预期。18年Q1/Q2/Q3/Q4每季营收同比增长30%/42%/37%/29%,归母净利同比增长23%/38%/24%/27%。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

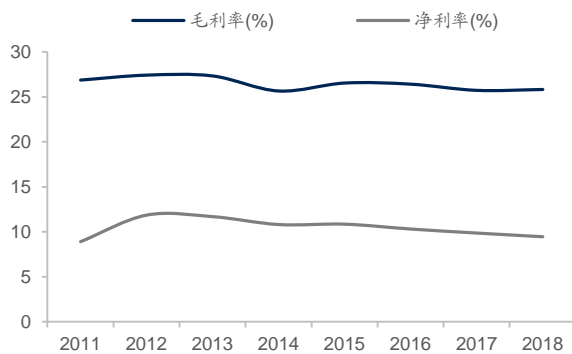
图 2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

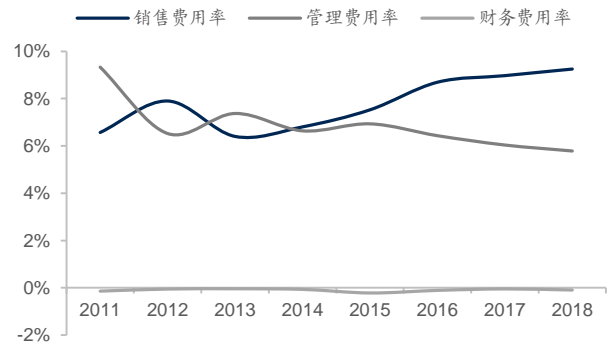
**利润率基本持平,办公业务扩大对毛利率产生结构性影响。**2018年公司毛利率25.8%,净利率9.46%,相对平稳。三项费用各种三项费用率同比下滑0.1p.p.至14.9%。销售费用率上升主要由于新业务的拓展,在工资、租金、推广、渠道建设等费用的增加;根据新的会计政策,增加了研发费用,我们将研发费用并入管理费用,比率整体小幅下降;财务费用率保持净收益的良好水平。

图 3: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

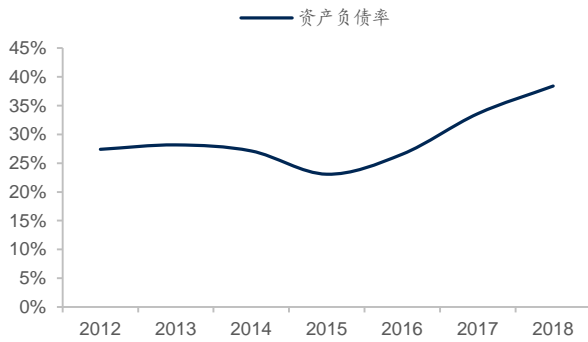
图 4: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

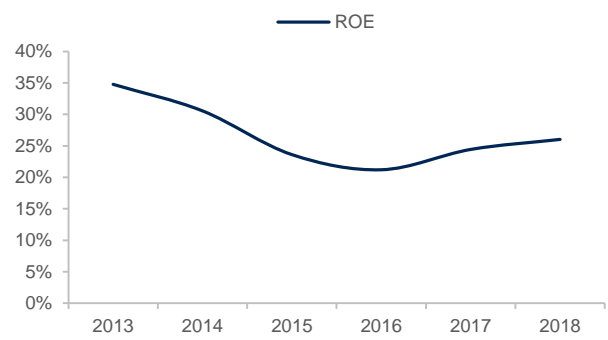
**业务结构变化促使 ROE 提升。**2018年公司资产负债率提升4.8p.p.至38.4%,负债主要增加应付类流动负债,属于业务结构变化导致,杠杆率仍然维持健康水平。科力普的快速增长使得公司周转亦有所加快,综合作用下公司的 ROE 继续提升至26%。

图 5: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

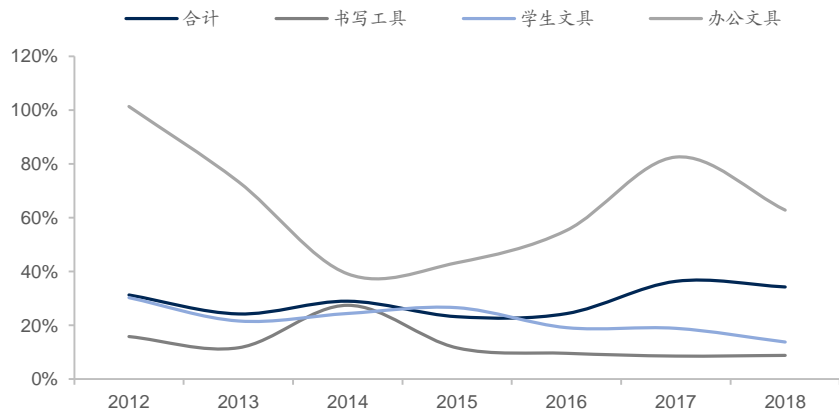
图 6: 公司 ROE 水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

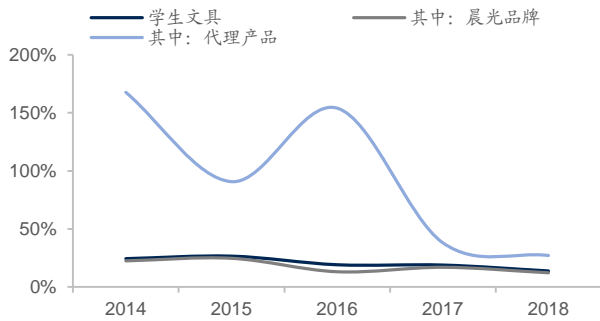
**传统业务增长稳健，科力普持续实现快速增长。**按产品分类来看，公司书写工具/学生文具/办公文具收入分别达到 19.5/18.6/46.1 亿元，同增 8.8%/13.8%/62.8%。其中，学生文具中的晨光品牌同增 12.2%，代理产品同增 27.1%；办公文具中的晨光品牌同增 27.7%，代理品牌同增 109.2%。公司办公文具的快速增长主要反映了科力普的贡献。按业务分类看，传统业务收入 56 亿元，同增 16%；晨光科力普实现收入 25.9 亿元，同增 106%，并实现净利润 3000 万元以上；晨光生活馆与九木杂物社合计实现营收 3.06 亿元，同增 49.2%，亏损同比减少。

图 7: 公司按产品分部业务增长情况



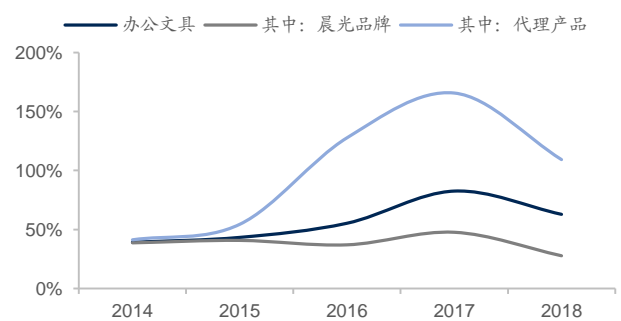
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司学生文具分品牌增长情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司办公文具分品牌增长情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**深耕传统渠道, 探索零售大店, 推进科力普大客户开发。**传统渠道保持高覆盖率, 2018 年底, 公司零售终端超过 7.6 万家, 较 2017 年底净增加 1000 家以上; 零售大店加快开店, 2018 年底, 晨光生活馆与九木杂物社共有 255 家, 从 2018 Q3 开始开发加盟, 从江浙沪向全国投资, 不去九木杂物社已进驻 32 个城市。科力普方面, 公司继续加强重大投标项目和大客户开发, 2018 年入围中央政府采购电商平台、国税总局办公用品电商平台、深圳市政府电商平台等政府客户以及南方电网、中国邮政、中国建设银行等央企、金融企业项目。目前, 公司在全国华北、华南、华东个、华西、华中五大区域运营 5 个中心仓, 新设武汉、广州、成都分公司, 加大覆盖配送能力, 提升服务体验。

**收购上海安硕 56% 股权, 加速儿美业务发展, 品牌协同可期。**公司以自有资金 1.93 亿元收购安硕文教用品(上海)股份有限公司, 安硕拥有马克铅笔(Macro)品牌, 收购后与晨光有望在产品和渠道上发挥协同效应, 扩大公司品牌与品类宽度, 通过提高产能利用率、共享晨光的内销渠道来提升安硕的盈利能力。整体收购估值对应 PB 为 1, 估值合理。

图 10: 上海安硕公司的马可彩色铅笔



资料来源: 天猫、国信证券经济研究所整理

图 11: Marco 马可美术雷诺阿手绘水溶彩铅



资料来源: 天猫、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 一体两翼空间广阔, 拥抱文具龙头成长期。**公司实现又一个快速增长的年度, 长期一体两翼发展路径清晰, 成长空间广阔。公司经营稳健, 质地优秀, 执行有力, 我们看好公司长期增长潜力, 预计 2019-2021 年收入 110/136/162 亿元, 同增 29%/23%/19%, 归母净利润 10.4/12.6/15.1 亿元, 同增 29%/22%/20%, 摊薄 EPS=1.13/1.37/1.64 元, 当前股价对应 PE=32/27/22x。公司“一体两翼”打开成长空间, 业绩稳健增长, 看好龙头品牌长期增长潜力, 对应 19 年 37 倍 PE, 合理估值 42 元, 维持“增持”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1047	682	682	1041	<b>营业收入</b>	<b>8535</b>	<b>11004</b>	<b>13579</b>	<b>16157</b>
应收款项	921	1191	1675	2162	营业成本	6330	8367	10335	12313
存货净额	1043	1613	1878	2143	营业税金及附加	35	44	55	65
其他流动资产	1089	1732	2137	2543	销售费用	789	981	1219	1450
<b>流动资产合计</b>	<b>4100</b>	<b>5218</b>	<b>6373</b>	<b>7888</b>	管理费用	380	472	553	624
固定资产	901	1111	1301	1472	财务费用	(8)	(22)	(9)	(20)
无形资产及其他	188	180	173	165	投资收益	35	35	35	35
投资性房地产	459	459	459	459	资产减值及公允价值变动	(3)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	30	40	50	60	其他收入	(106)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5678</b>	<b>7008</b>	<b>8356</b>	<b>10045</b>	营业利润	935	1186	1451	1750
短期借款及交易性金融负债	0	308	73	0	营业外净收支	25	52	58	54
应付款项	1319	1396	1810	2226	<b>利润总额</b>	<b>960</b>	<b>1238</b>	<b>1509</b>	<b>1804</b>
其他流动负债	788	949	1171	1392	所得税费用	152	200	243	291
<b>流动负债合计</b>	<b>2108</b>	<b>2653</b>	<b>3054</b>	<b>3618</b>	少数股东损益	1	1	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>807</b>	<b>1037</b>	<b>1264</b>	<b>1511</b>
其他长期负债	73	116	159	201					
<b>长期负债合计</b>	<b>73</b>	<b>116</b>	<b>159</b>	<b>201</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2181</b>	<b>2769</b>	<b>3212</b>	<b>3820</b>	<b>净利润</b>	<b>807</b>	<b>1037</b>	<b>1264</b>	<b>1511</b>
少数股东权益	86	87	88	89	资产减值准备	(17)	1	1	1
股东权益	3411	4152	5056	6136	折旧摊销	148	105	124	144
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5678</b>	<b>7008</b>	<b>8356</b>	<b>10045</b>	公允价值变动损失	3	10	10	10
					财务费用	(8)	(22)	(9)	(20)
关键财务与估值指标					营运资本变动	35	(1202)	(476)	(475)
每股收益	0.88	1.13	1.37	1.64	其它	18	0	1	1
每股红利	0.25	0.32	0.39	0.47	<b>经营活动现金流</b>	<b>994</b>	<b>(48)</b>	<b>924</b>	<b>1191</b>
每股净资产	3.71	4.51	5.50	6.67	资本开支	(120)	(318)	(318)	(318)
ROIC	27%	24%	25%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	24%	25%	25%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(150)</b>	<b>(328)</b>	<b>(328)</b>	<b>(328)</b>
毛利率	25.8%	24%	24%	24%	权益性融资	5	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	10%	11%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	11%	11%	支付股利、利息	(230)	(296)	(360)	(431)
收入增长	34%	29%	23%	19%	其它融资现金流	222	308	(235)	(73)
净利润增长率	27%	29%	22%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(233)</b>	<b>12</b>	<b>(595)</b>	<b>(504)</b>
资产负债率	40%	41%	39%	39%	<b>现金净变动</b>	<b>610</b>	<b>(364)</b>	<b>0</b>	<b>359</b>
息率	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	货币资金的期初余额	436	1047	682	682
P/E	41.5	32.3	26.5	22.2	货币资金的期末余额	1047	682	682	1041
P/B	9.8	8.1	6.6	5.5	企业自由现金流	905	(459)	519	780
EV/EBITDA	31.1	29.1	23.8	20.2	权益自由现金流	1127	(133)	291	724

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032