



## 全年业绩稳健高增，新兴业务飞速成长

——晨光文具（603899）2018年度财报业绩点评

2019年04月01日

强烈推荐/首次

晨光文具 财报点评

### 投资要点：

- 事件：**3/26 公司发布 2018 年报，报告期内实现营收 85.35 亿元，同比增长 34.26%；归母净利润 8.07 亿元，同比增长 27.25%。其中 Q4 实现营收 24.11 亿元，同比增长 29.36%，归母净利润 1.82 亿元，同比增长 29.36%。
- 传统业务稳定增长，新兴业务持续发展。**2018 年公司将“调结构、稳增长”作为年度重点，聚焦和深耕终端。（1）**传统业务构建护城河。**18 年营收同比增长 16%，大众产品、精品文创、办公产品、儿童美术产品四产品全面推进。公司已拓展零售终端 7.6 万余家，分销体系和门店渠道形成稳固护城河。分产品来看，书写工具保持稳定增长，实现营收 19.46 亿元（8.82%yoy）；学生文具实现营收 18.58 亿（13.79%yoy）；办公文具实现营收 46.13 亿元（62.82%yoy）。（2）**新兴业务高增长。**科力普受益于客户拓展，实现营收 25.86 亿元（106.03%yoy），占公司营收比重已达 30.3%，净利润增长 1114 万元至 3214 万元，盈利能力不断增强；晨光生活馆实现营收 3.06 亿元（49.15%yoy），零售门店数量达到 255 家，其中九牧杂物社 18 年 Q3 季度开放加盟，扩张速度加快，全年减亏明显，预计 2019 年将是盈利的重要拐点；晨光科技业务稳步发展，产品阵营不断丰富，线上授权店超 1000 家，进一步提高线上渗透率。
- 整体盈利保持稳定，产品毛利率稳中有升。**综合毛利率同比下滑 0.78pct 至 25.8%，主因系收入结构变化，低毛利的办公产品业务拓展。其中，书写工具/学生文具/办公文具毛利率分别变动+0.48pct/1.89pct/0.09pct 至 34.8%/33.50%/18.97%。费用端，受科力普、九木渠道建设、物流成本上升及宣传投入影响，销售费用率上升 0.28pct 至 9.25%；人员管控合理，管理费用下降 0.24pct 至 5.79%。2018 年净利率下滑 0.52pct 至 9.5%，预计随着科力普和文创业务的盈利能力释放，公司净利率水平有望稳中向上。
- 收购上海安硕，助力品类、渠道深入拓展。**公司以 1.932 亿元收购安硕文教 56% 股权。安硕文教 2018 年 1-9 月实现收入 3.9 亿元，净利润-6136 万元，亏损主因为外销订单的下滑，但大客户关系依旧维持。上海安硕旗下知名品牌 MARCO 在木杆铅笔的细分领域中拥有较高的知名度和较强的研发能力，其产品渠道遍布全球 80 多个国家。本次收购顺应公司“强产品”战略，助力产品矩阵进一步完善。同时上海安硕的外销渠道和经验，可极大促进公司的出口业务发展。公司海外渠道将得到深入拓展，内外协同效用可期。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为文具龙头，传统业务+新兴业务构成业绩双动能。传统业务渠道优势明显，在产品升级和门店拓展下，构成业绩稳增长的安全垫；新兴业务逐渐步入高速发展期，科力普受益于政府客户全国范围内拓展，文创业务快速布局，整体盈利能力有望不断改善；收购上海安硕，“强产品”+海外渠道下内外协同可期。预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 105.57 亿元、130.50 亿元、164.37 亿元；净利润分别为 9.82 亿元、12.11 亿元、14.88 亿元；EPS 分别为 1.07 元、1.32 元、1.62 元，对应的 PE 分别为 34.66x、28.1x 和 22.88x。首次覆盖，给与公司“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**产品更新换代不及市场变化；公司若不能维持高新技术产业评定，可能面临财税风险

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 魏鹤翀

研究助理

010-66554044

weihch@dxzq.net.cn

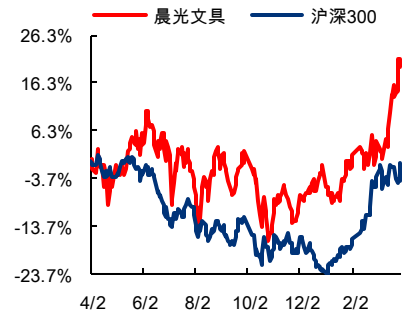
执业证书编号：

S1480118070038

### 交易数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 52 周股价区间 (元)    | 37-29.79    |
| 总市值 (亿元)        | 340.4       |
| 流通市值 (亿元)       | 340.4       |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 92000/92000 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | /           |
| 52 周日均换手率       | 0.28        |

### 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 财务指标预测

| 指标        | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 6,357.10 | 8,534.99 | 10,556.6 | 13,049.6 | 16,437.0 |
| 增长率（%）    | 36.35%   | 34.26%   | 23.69%   | 23.62%   | 25.96%   |
| 净利润（百万元）  | 634.04   | 806.85   | 982.22   | 1,211.42 | 1,487.79 |
| 增长率（%）    | 30.32%   | 28.81%   | 21.71%   | 23.31%   | 22.80%   |
| 净资产收益率（%） | 22.37%   | 23.66%   | 23.88%   | 24.33%   | 24.62%   |
| 每股收益(元)   | 0.69     | 0.88     | 1.07     | 1.32     | 1.62     |
| PE        | 53.69    | 42.19    | 34.66    | 28.10    | 22.88    |
| PB        | 12.01    | 9.98     | 8.28     | 6.84     | 5.63     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司盈利预测表

| 资产负债表          | 单位: 百万元 |       |       |       |       | 利润表            | 单位: 百万元 |        |        |        |        |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2017A   | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |                | 2017A   | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 2975    | 4100  | 5199  | 6544  | 8237  | <b>营业收入</b>    | 6357    | 8535   | 10557  | 13050  | 16437  |
| 货币资金           | 436     | 1047  | 1640  | 2379  | 3247  | <b>营业成本</b>    | 4721    | 6330   | 7939   | 9813   | 12361  |
| 应收账款           | 469     | 809   | 1000  | 1237  | 1558  | 营业税金及附加        | 26      | 35     | 43     | 53     | 67     |
| 其他应收款          | 134     | 110   | 136   | 169   | 212   | 营业费用           | 570     | 789    | 955    | 1174   | 1479   |
| 预付款项           | 46      | 42    | 37    | 31    | 24    | 管理费用           | 384     | 380    | 522    | 646    | 846    |
| 存货             | 872     | 1043  | 1308  | 1616  | 2036  | 财务费用           | -3      | -8     | -14    | -21    | -28    |
| 其他流动资产         | 1017    | 1047  | 1075  | 1110  | 1157  | 资产减值损失         | 21      | 3      | 3      | 3      | 3      |
| <b>非流动资产合计</b> | 1414    | 1578  | 1529  | 1480  | 1430  | 公允价值变动收益       | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期股权投资         | 0       | 30    | 30    | 30    | 30    | 投资净收益          | 38      | 35     | 35     | 35     | 35     |
| 固定资产           | 871     | 877   | 835   | 814   | 783   | <b>营业利润</b>    | 683     | 935    | 1143   | 1416   | 1744   |
| 无形资产           | 196     | 188   | 179   | 170   | 161   | 营业外收入          | 73      | 46     | 46     | 46     | 46     |
| 其他非流动资产        | 211     | 311   | 311   | 311   | 311   | 营业外支出          | 10      | 21     | 21     | 21     | 21     |
| <b>资产总计</b>    | 4388    | 5678  | 6728  | 8024  | 9667  | <b>利润总额</b>    | 746     | 960    | 1169   | 1441   | 1770   |
| <b>流动负债合计</b>  | 1395    | 2108  | 2455  | 2884  | 3462  | 所得税            | 119     | 152    | 185    | 229    | 281    |
| 短期借款           | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>     | 627     | 808    | 983    | 1212   | 1489   |
| 应付账款           | 841     | 1319  | 1632  | 2017  | 2541  | 少数股东损益         | -7      | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 预收款项           | 119     | 148   | 183   | 226   | 280   | 归属母公司净利润       | 634     | 807    | 982    | 1211   | 1488   |
| 一年内到期的         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | EBITDA         | 990     | 1253   | 1129   | 1395   | 1716   |
| <b>非流动负债合计</b> | 80      | 73    | 73    | 73    | 73    | <b>EPS (元)</b> | 0.69    | 0.88   | 1.07   | 1.32   | 1.62   |
| 长期借款           | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>  |         |        |        |        |        |
| 应付债券           | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2017A   | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>负债合计</b>    | 1474    | 2181  | 2528  | 2957  | 3535  | <b>成长能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 80      | 86    | 87    | 88    | 89    | 营业收入增长         | 36.35%  | 34.26% | 23.69% | 23.62% | 25.96% |
| 实收资本(或股        | 920     | 920   | 920   | 920   | 920   | 营业利润增长         | 27.10%  | 36.88% | 22.30% | 23.83% | 23.21% |
| 资本公积           | 272     | 272   | 272   | 272   | 272   | 归属于母公司净利       | 21.74%  | 23.33% | 21.74% | 23.33% | 22.81% |
| 未分配利润          | 1372    | 1875  | 2159  | 2509  | 2938  | <b>获利能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 归属母公司股         | 2834    | 3411  | 4113  | 4979  | 6043  | 毛利率(%)         | 25.73%  | 25.83% | 24.80% | 24.80% | 24.80% |
| <b>负债和所有者</b>  | 4388    | 5678  | 6728  | 8024  | 9667  | 净利率(%)         | 9.87%   | 9.46%  | 9.31%  | 9.29%  | 9.06%  |
| <b>现金流量表</b>   | 单位: 百万元 |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>    |         |        |        |        |        |
|                | 2017A   | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 总资产净利润(%)      | 14.45%  | 14.45% | 14.21% | 14.60% | 15.10% |
| <b>经营活动现金</b>  | 717     | 828   | 934   | 1042  | 1233  | ROE(%)         | 22.37%  | 23.66% | 23.88% | 24.33% | 24.62% |
| 净利润            | 627     | 808   | 983   | 1212  | 1489  | 资产负债率(%)       | 34%     | 38%    | 38%    | 37%    | 37%    |
| 折旧摊销           | 113     | 138   | 39    | 41    | 41    | 流动比率           | 2.13    | 1.94   | 2.12   | 2.27   | 2.38   |
| 财务费用           | -3      | -8    | -14   | -21   | -28   | 速动比率           | 1.51    | 1.45   | 1.58   | 1.71   | 1.79   |
| 应收账款减少         | 0       | 0     | -192  | -236  | -321  | <b>营运能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 预收帐款增加         | 0       | 0     | 35    | 43    | 54    | 总资产周转率         | 1.63    | 1.70   | 1.70   | 1.77   | 1.86   |
| <b>投资活动现金</b>  | -617    | -296  | 32    | 32    | 32    | 应收账款周转率        | 20      | 13     | 12     | 12     | 12     |
| 公允价值变动         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率        | 9.30    | 7.90   | 7.15   | 7.15   | 7.21   |
| 长期股权投资         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |         |        |        |        |        |
| 投资收益           | 38      | 35    | 35    | 35    | 35    | 每股收益(最新摊       | 0.69    | 5.00   | 1.07   | 1.32   | 1.62   |
| <b>筹资活动现金</b>  | -230    | -225  | -266  | -325  | -396  | 每股净现金流(最       | -0.14   | 0.33   | 0.76   | 0.81   | 0.94   |
| 应付债券增加         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新       | 3.08    | 3.71   | 4.47   | 5.41   | 6.57   |
| 长期借款增加         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |         |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | P/E            | 53.69   | 42.19  | 34.66  | 28.10  | 22.88  |
| 资本公积增加         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | P/B            | 12.01   | 9.98   | 8.28   | 6.84   | 5.63   |
| <b>现金净增加额</b>  | -130    | 307   | 700   | 749   | 869   | EV/EBITDA      | 33.96   | 26.34  | 28.69  | 22.70  | 17.95  |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。