



2019-08-06

公司点评报告

买入/维持

晨光文具(603899)

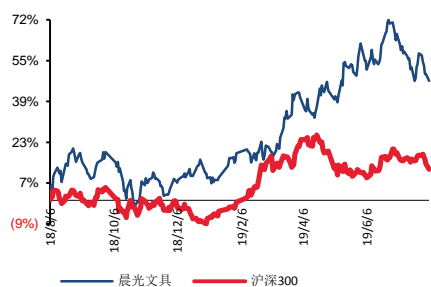
目标价: 47.00

昨收盘: 38.07

轻工制造

核心标的之 1HFY19 业绩前瞻系列: 晨光文具

■ 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) | 35,024/35,024 |
| 12 个月最高/最低(元) | 44.35/25.36 |

■ 相关研究报告:

晨光文具(603899)《晨光文具:科力普中标中国移动电商集采项目, B2B 办公业务有望持续高速增长》--2019/08/01

晨光文具(603899)《晨光文具:现金流表现优异, 新业务快速发展助力业绩提升》--2019/04/28

晨光文具(603899)《晨光文具:业绩表现靓丽, 一体两翼助力高增长》--2019/03/26

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

联系人: 庞盈盈

电话: 18801904361

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

1HFY19 业绩前瞻: 公司将于 8 月 23 日晚间发布中报, 我们预计公司 1HFY2019 收入(内生)同比增长 25.2%至 47.4 亿元, Q2 内生增速不及 Q1, 若考虑安硕并表, Q2 增速基本与 Q1 持平, 1HFY2019 收入同比增长 27.7%至 48.4 亿元。预计公司 1HFY2019 归母净利润将同比增长 21.2%至 4.55 亿元。

传统核心业务: 包含大众产品、办公文具(to C)、精品文创、儿童美术四条产品赛道。从我们草根调研情况来看, 传统业务 Q2 弱于 Q1 主要源于大众产品和精品文创。我们认为原因有 2 点: 1) 行业层面, Q2 本身为文具行业淡季; 2) 公司层面, 调研来看, 前期渠道库存略高, 影响公司产品销售, 不过目前已基本恢复至正常水平。草根情况看, 今年精品文创产品实际出新不够多, 也影响传统核端收入。

科力普办公业务: 基于我们对于行业整体情况了解和判断, Q2 受到反腐层面影响, 整个办公行业(2B) 订单受到影响, 因此我们预计科力普 Q2 收入同比增速约 50%, 增速低于 Q1。从 7、8 月情况来看, 反腐对行业影响基本消失, 因此我们维持科力普 2019 年全年 50 亿的收入预期不变。

九木杂物社&晨光生活馆: 从我们了解情况看, 零售大店业务基本符合预期, 九木开店持续, 2019 年全年新开门店预计约 100-150 家(加盟店超一半), 生活馆基本不会新开店, 门店数维持在 140 家左右。我们预计生活馆全年亏损会缩小, 九木+生活馆全年基本实现盈亏平衡。

利润端来看, 考虑到 1) 科力普收入占比提升拖累毛利率; 2) 高毛利的精品文创增速下滑; 3) 安硕并表亏损。虽然九木+生活馆减亏以及增值税率的调整会对公司的净利率水平带来一些正向拉动, 但是整体我们认为 Q2 利润端增速会比 Q1 有所下降。

当前时点我们暂不调整我们对于公司全年收入和利润的预期, 预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.10、1.37 元, 对应 2019-2020 年 PE 分别为 34.7、27.77 倍, 公司传统业务增长稳健, 精品文创、儿童美术等高价产品提升盈利能力, 科力普、生活馆(含九木杂物社)等新业务快速发展, 维持“买入”评级。

风险提示: 文具行业发展不及预期、新业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标:

| 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------|-------|-------|-------|
|-------|-------|-------|-------|

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 8535 | 11044 | 13916 | 17136 |
| (+/-%) | 34.26 | 29.40 | 26.01 | 23.14 |
| 净利润(百万元) | 807 | 1009 | 1261 | 1555 |
| (+/-%) | 27.25 | 25.09 | 24.98 | 23.30 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.88 | 1.10 | 1.37 | 1.69 |
| 市盈率(PE) | 34.49 | 34.70 | 27.77 | 22.52 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 436 | 1047 | 2012 | 3014 | 4327 |
| 应收和预付款项 | 515 | 851 | 681 | 858 | 1056 |
| 存货 | 872 | 1043 | 1388 | 1742 | 2144 |
| 其他流动资产 | 1151 | 1159 | 1319 | 1390 | 1470 |
| 流动资产合计 | 2975 | 4100 | 5401 | 7004 | 8996 |
| 长期股权投资 | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 871 | 877 | 875 | 852 | 808 |
| 在建工程 | 27 | 25 | 45 | 65 | 85 |
| 无形资产开发支出 | 196 | 188 | 211 | 234 | 256 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | | | |
| 其他非流动资产 | 1414 | 1578 | 1571 | 1591 | 1589 |
| 资产总计 | 4388 | 5678 | 6972 | 8595 | 10585 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 961 | 1467 | 1342 | 1685 | 2073 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 514 | 714 | 1378 | 1656 | 1969 |
| 负债合计 | 1474 | 2181 | 2720 | 3341 | 4042 |
| 股本 | 920 | 920 | 920 | 920 | 920 |
| 资本公积 | 272 | 272 | 272 | 272 | 272 |
| 留存收益 | 1642 | 2218 | 2998 | 4029 | 5354 |
| 归母公司股东权益 | 2834 | 3411 | 4190 | 5222 | 6547 |
| 少数股东权益 | 80 | 86 | 62 | 33 | -3 |
| 股东权益合计 | 2914 | 3497 | 4253 | 5255 | 6544 |
| 负债和股东权益 | 4388 | 5678 | 6972 | 8595 | 10585 |

| 现金流量表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营性现金流 | 717 | 828 | 1018 | 1352 | 1682 |
| 投资性现金流 | -617 | -296 | -52 | -120 | -140 |
| 融资性现金流 | -230 | -225 | 0 | -230 | -230 |
| 现金增加额 | -1 | 3 | 0 | 0 | 0 |

| 利润表(百万) | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 6357 | 8535 | 11044 | 13916 | 17136 |
| 营业成本 | 4721 | 6330 | 8172 | 10256 | 12621 |
| 营业税金及附加 | 26 | 35 | 94 | 139 | 171 |
| 销售费用 | 570 | 789 | 1103 | 1424 | 1765 |
| 管理费用 | 384 | 494 | 690 | 884 | 1071 |
| 财务费用 | -3 | -8 | -100 | -183 | -251 |
| 资产减值损失 | 21 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 38 | 35 | 20 | 20 | 20 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 683 | 935 | 1104 | 1417 | 1779 |
| 其他非经营损益 | 63 | 25 | 70 | 50 | 30 |
| 利润总额 | 746 | 960 | 1174 | 1467 | 1809 |
| 所得税 | 119 | 152 | 188 | 235 | 289 |
| 净利润 | 627 | 808 | 986 | 1232 | 1519 |
| 少数股东损益 | -7 | 1 | -23 | -29 | -36 |
| 归母股东净利润 | 634 | 807 | 1009 | 1261 | 1555 |

| 预测指标 | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 毛利率 | 25.73% | 25.83% | 26.00% | 26.30% | 26.35% |
| 销售净利率 | 9.97% | 9.45% | 9.14% | 9.06% | 9.08% |
| 销售收入增长率 | 36.35% | 34.26% | 29.39% | 26.01% | 23.14% |
| EBIT 增长率 | 31.73% | 28.11% | 12.78% | 19.51% | 21.39% |
| 净利润增长率 | 28.63% | 27.25% | 25.09% | 24.98% | 23.30% |
| ROE | 22.37% | 23.66% | 24.09% | 24.16% | 23.76% |
| ROA | 14.45% | 14.21% | 14.48% | 14.68% | 14.69% |
| ROIC | 25.21% | 33.15% | 40.87% | 48.85% | 59.93% |
| EPS (X) | 0.69 | 0.88 | 1.10 | 1.37 | 1.69 |
| PE (X) | 35.78 | 34.49 | 34.70 | 27.77 | 22.52 |
| PB (X) | 8.01 | 8.16 | 8.36 | 6.71 | 5.35 |
| PS (X) | 3.57 | 3.26 | 3.17 | 2.52 | 2.04 |
| EV/EBITDA (X) | 24.65 | 23.28 | 27.00 | 22.02 | 17.54 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhaf1@tpyzq.com |
| 华南销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。