

2019年08月25日

## 办公直销表现靓丽、零售大店渐入佳境，持续向文创龙头迈进

买入 (维持)

证券分析师 史凡可

执业证号: S0600517070002  
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

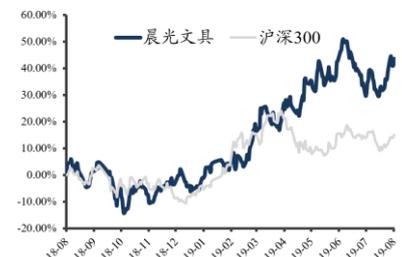
fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,535	11,036	14,011	18,309
同比 (%)	34.3%	29.3%	27.0%	30.7%
归母净利润 (百万元)	807	1,006	1,284	1,630
同比 (%)	27.3%	24.7%	27.6%	26.9%
每股收益 (元/股)	0.88	1.09	1.40	1.77
P/E (倍)	48.10	38.57	30.22	23.81

### 投资要点

- 公司发布 2019 年半年报:** 报告期内实现收入 48.39 亿 (+27.78%)，归母净利 4.71 亿 (+25.78%)；剔除上海安硕并表影响，实现营收 47.48 亿 (+25.38%)，归母净利率 4.72 亿 (+26.01%)。其中，Q2 单季实现收入 24.83 亿 (+27.57%)，归母净利 2.13 亿 (+25.02%)；剔除并表影响实现营收 23.92 亿 (+22.88%)。Q2 公司的利润增速在高基数的基础上表现靓丽，略超此前市场预期。
- 传统零售稳健增长，盈利能力持续提升:** 公司上半年传统零售综合实现营收 31.08 亿，我们估计 Q1、Q2 增速均约为 15% (Q2 剔除并表影响增速约 8%)。其中，晨光科技营收 1.25 亿 (+43%)，Q2 较 Q1 增长提速。期内，公司于 4 月底并表安硕文教 56% 股权，合计实现收入 0.91 亿、净利润-197 万，剔除并表预计公司上半年传统零售收入增速 10%+。具体分产品看，上半年公司书写工具/学生文具/办公文具 (剔除科力普，含生活馆) 营收分别实现 11.33 亿/10.75 亿/10.25 亿，同比增长 10.49%/26.67%/11.52%，毛利率分别为 34.96% (+0.90pct)/33.24% (+1.92pct)/26.58% (+1.19pct)，受益于精品文创渗透、产品结构持续升级，盈利能力环比提升。截至中期，公司线下零售终端数量升至 7.8 万家，渠道结构优化提升效率；大众产品、精品文创、办公用品、儿童美术四条赛道全面推进，叠加安硕铅笔并表完善低中高品牌矩阵。
- 科力普维持高成长，办公直销盈利能力提升:** 期内公司办公直销科力普实现营收 15 亿 (+56.01%)、毛利率 12.77% (-1.28pct)、净利率 1.92% (+0.84pct)，随着订单放量、规模效应凸显，盈利能力持续提升，净利润同比增长 177% 至 2875 万元。期内，科力普持续开拓政府及大型央企企业客户，成功入围山西、吉林、重庆等政府项目、以及中国邮政等多家央企项目。仓储物流方面，科力普全国 5 个中心仓已投入运营，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，并且通过自建团队持续提升配送效率。我们预期全年科力普将维持 50%+ 的收入增速。
- 九木杂物社开店略超预期，向文创龙头迈进:** 期内公司杂物社&生活馆实现营收 2.31 亿 (+95.60%)，其中杂物社实现收入 1.64 亿元 (+240%)，表现略超预期；净利润亏损 1044 万，Q2 较 Q1 预期减亏。截止报告期末，公司合计拥有 300 家零售大店，其中晨光生活馆 129 家 (-11 家)，通过调整货品结构和单店质量实现增效；九木杂物社 171 家 (+56 家)，含直营 114 家 (+27 家)、加盟 57 家 (+29 家)，渠道拓展加速，并通过会员系统增加消费粘性。我们预期全年九木杂物社合计开店达 150 家，发展较好，扩店速度提升，持续看好该业务带动公司文创升级。
- 毛利率环比提升，费用率微增:** 报告期内，公司销售毛利率 26.20% (+0.60pct)，考虑营业成本中研发费用重分类影响，毛利率预期与去年同期持平；期内公司合计费用率 15.04% (+0.19pct)，其中销售费用率 9.20% (-0.37pct)；管理+研发费用率 5.96% (+0.58pct)，系公司增加运

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	42.18
一年最低/最高价	23.51/45.48
市净率(倍)	10.76
流通 A 股市值(百万元)	38805.60

### 基础数据

每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	38.89
总股本(百万股)	920.00
流通 A 股(百万股)	920.00

### 相关研究

- 1、《【东吴轻工】晨光文具：业绩表现靓丽，新业务持续兑现高成长》2019-04-28
- 2、《晨光文具 (603899)：业绩高质量成长，收购上海安硕优化多品类供应链》2019-03-26
- 3、《晨光文具 (603899)：收入持续快速增长，一体两翼稳健发展》2018-10-28

营人员、新业务引进增量职工所致；财务费用率-0.12% (-0.01pct)，由公司结构性存款获取利息贡献。综合来看，公司的归母净利率 9.73% (-0.17pct)，剔除上海安硕并表影响后归母净利率 9.94%，与去年同期持平。

- **经营性现金流向好，财务数据靓丽：**期末公司存货较期初增加 2.34 亿至 12.77 亿，存货周转天数较去年同期 56.28 天上升 2.18 天至 58.47 天，周转速度维稳；应收账款及票据合计较期初增长 3.31 亿至 11.42 亿，应收账款周转天数同增 5.72 天至 36.19 天，系科力普持续高速增长，政府及大型央企会快账期较长所致。期内经营性现金流量净额 2.47 亿 (+50.64%)，主要是得益于公司对销售采购现金流的有效管理。
- **一体两翼发展提速，持续看好公司高质量成长：**依赖健全的产品力、品牌力、渠道力，公司已经建立起全面覆盖的多层次经销网络，护城河无可撼动。精品文创赋予传统业务增长活力，借政策东风科力普快速放量，消费升级下九木和生活馆加速扩张、渐入佳境，持续看好公司依托现有的供应链和品牌优势，综合公司管理团队的精细化管理和组织架构变革能力，持续提升零售综合运营效率，高质量成长！
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年公司将分别实现收入 110.36 / 140.11 / 183.09 亿元，同比增长 29.3% / 27.0% / 30.7%。归母净利润 10.06 / 12.84 / 16.30 亿，同比增长 24.7% / 27.6% / 26.9%。当前市值对应 19-21 年 PE 分别为 38.57X / 30.22X / 23.81X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**传统零售发展不达预期，办公直销增长不达预期。

表 1：晨光文具季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	1,412.89	1,372.52	1,707.59	1,864.10	1,840.31	1,946.32	2,336.96	2,411.40	2,355.61	2,483.01
YOY	24.66%	31.20%	34.16%	54.04%	30.25%	41.81%	36.86%	29.36%	28.00%	27.57%
归母净利润	166.08	122.99	201.63	143.34	204.64	170.02	250.06	182.13	258.72	212.55
YOY	13.84%	17.47%	39.35%	46.81%	23.22%	38.24%	24.02%	27.06%	26.42%	25.02%
毛利率	26.82%	26.33%	26.28%	23.97%	27.19%	24.11%	25.22%	26.78%	27.07%	25.38%
期间费用率	13.55%	15.26%	14.63%	15.09%	15.32%	14.47%	13.47%	15.21%	15.05%	14.71%
其中：销售费用率	8.12%	9.51%	9.11%	9.07%	9.83%	9.32%	8.51%	9.47%	9.43%	8.97%
管理+研发费用率	5.54%	5.77%	5.54%	6.03%	5.47%	5.38%	5.09%	5.79%	5.63%	5.96%
财务费用率	-0.11%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	0.03%	-0.24%	-0.12%	-0.05%	-0.01%	-0.22%
归母净利率	11.75%	8.96%	11.81%	7.69%	11.12%	8.74%	10.70%	7.55%	10.98%	8.56%
存货	646.41	791.53	791.66	871.86	790.89	889.83	893.26	1,042.70	926.48	1,276.98
较上年同期增减	85.23	147.87	184.47	137.90	144.48	98.30	101.60	170.84	135.59	387.15
存货周转天数	60.08	67.13	62.34	61.22	55.84	56.28	52.20	54.44	51.58	58.47
较上年同期增减	-5.86	-6.47	-4.92	-11.37	-4.24	-10.85	-10.14	-6.79	-4.26	2.18
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.89	0.00	5.40
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.89	0.00	5.40
应收账款	245.48	285.38	395.29	469.16	592.58	812.67	1,000.15	808.77	829.91	1,136.68
较上年同期增减	87.70	84.85	173.63	303.69	347.10	527.29	604.86	339.61	237.33	324.01
应收账款周转天数	13.09	14.57	16.85	17.97	25.96	30.47	32.39	26.95	31.30	36.19
较上年同期增减	2.93	2.24	4.34	7.79	12.87	15.90	15.54	8.98	5.34	5.72
应付账款及应付票据	494.18	531.22	600.99	841.35	705.48	1,041.01	1,099.82	1,319.41	1,079.26	1,446.77
较上年同期增减	120.68	83.33	183.48	315.52	211.30	509.79	498.83	478.06	373.78	405.76
预收账款	63.01	58.17	67.61	119.39	36.56	43.12	109.31	147.65	46.03	91.83
较上年同期增减	30.87	12.78	33.08	-2.10	-26.45	-15.06	41.71	28.26	9.47	48.72
经营性现金流净额	130.63	54.19	189.70	342.98	-37.06	201.09	328.34	335.58	99.55	147.53
较上年同期增减	-13.14	-17.96	8.83	58.18	-167.69	146.90	138.64	-7.40	136.61	-53.56
筹资性现金流净额	0.00	-230.00	0.00	0.00	0.00	-230.00	0.00	4.90	0.00	-257.79
较上年同期增减	0.00	-32.00	-1.89	1.89	0.00	0.00	0.00	4.90	0.00	-27.79
资本开支	53.35	264.74	109.37	111.31	53.22	154.09	60.44	50.47	103.76	27.76
较上年同期增减	18.22	214.85	54.97	41.48	-0.13	-110.65	-48.93	-60.84	50.54	-126.33
ROE	6.61%	4.84%	7.79%	5.19%	6.97%	5.65%	8.06%	5.49%	7.31%	5.84%
YOY (±)	0.10%	0.18%	1.38%	1.09%	0.36%	0.81%	0.27%	0.30%	0.34%	0.19%
资产负债率	23.71%	26.80%	27.92%	33.60%	28.04%	33.67%	34.49%	38.41%	32.78%	38.89%
YOY (±)	3.29%	3.00%	5.69%	7.04%	4.33%	6.87%	6.57%	4.81%	4.74%	5.22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：晨光文具收入拆分一览

(亿元)	16H1	16H2	2016	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1	
总收入	21.80	24.83	46.62	27.85	35.72	63.57	37.87	47.48	85.35	48.39	
yoy	17.97%	30.57%	24.36%	27.80%	43.85%	36.35%	35.95%	32.94%	34.26%	27.78%	
净利润	2.51	2.42	4.93	2.89	3.45	6.34	3.75	4.32	8.07	4.71	
yoy	20.81%	12.60%	16.63%	15.36%	42.36%	28.63%	29.61%	25.28%	27.25%	25.78%	
净利率	11.50%	9.76%	10.57%	10.38%	9.66%	9.97%	9.89%	9.10%	9.45%	9.73%	
按品类拆分											
书写工具	8.58	7.89	16.47	9.25	8.64	17.88	10.20	9.26	19.46	11.33	
yoy	8.29%	11.04%	9.59%	7.72%	9.48%	8.56%	10.30%	7.23%	8.82%	10.49%	
学生文具	6.50	7.24	13.74	7.11	9.22	16.33	8.30	10.28	18.58	10.75	
yoy	20.59%	17.85%	19.13%	9.38%	27.39%	18.87%	16.80%	11.46%	13.79%	26.67%	
办公文具(含办公直销)	6.44	9.08	15.52	11.18	17.15	28.33	18.90	27.23	46.13	25.25	
yoy	33.15%	76.00%	55.28%	73.71%	88.82%	82.55%	69.00%	58.79%	62.82%	33.60%	
按业务拆分											
科力普	收入	1.77	3.38	5.16	3.58	8.97	12.55	9.62	16.24	25.86	15.00
	yoy	106.97%	138.88%	126.85%	101.99%	165.01%	143.34%	168.60%	81.04%	106.03%	56.01%
	净利润	-0.07	0.12	0.05	-0.05	0.26	0.21	0.10	0.22	0.32	0.29
	净利率	-3.89%	3.42%	0.91%	-1.28%	2.86%	1.68%	1.08%	1.34%	1.24%	1.92%
九木&生活馆	收入/亿	0.52	0.99	1.51	0.85	1.20	2.05	1.18	1.88	3.06	2.31
	yoy	115.71%	208.47%	168.77%	63.30%	20.85%	35.43%	39.00%	56.33%	49.15%	95.60%
	净利润/亿	-0.10	-0.14	-0.24	-0.16	-0.25	-0.41	-0.08	-0.22	-0.30	-0.10
	净利率	-19.15%	-14.47%	-16.07%	-18.90%	-20.88%	-20.06%	-6.74%	-11.89%	-9.90%	-4.52%
	门店数	168	175	175	170	177	177	200	255	255	300
	其中: 九木	-	2	2	-	25	25	55	115	115	171
	生活馆	168	173	173	-	152	152	145	140	140	129
单店收入/万	30.97	56.81	86.54	49.98	67.88	115.88	59.05	73.65	119.97	77.00	
传统2C	收入/亿	-	-	39.16	22.76	24.36	47.12	26.19	27.90	54.09	29.83
	yoy	-	-	13.01%	-	-	19.08%	16.00%	14.54%	14.80%	13.90%
	净利润/亿	2.61	2.44	5.05	3.01	3.36	6.37	3.71	4.26	7.97	4.57
	净利率	-	-	12.89%	13.22%	13.78%	13.51%	14.17%	15.27%	14.74%	15.32%
	单店收入/万	-	-	5.24	3.12	3.25	6.28	3.45	3.67	7.12	3.82
零售终端合计	72813	74766	74766	73000	75000	75000	76000	76000	76000	78000	
晨光科技	收入	-	-	0.79	0.67	1.19	1.85	0.87	1.47	2.34	1.25
	yoy	-	-	-	-	-	135%	31.34%	23.45%	26.28%	43.00%
	净利润	0.01	-0.02	-0.01	0.02	0.11	0.13	0.02	0.08	0.10	0.00
净利率	-	-	-1.06%	2.77%	9.65%	7.18%	2.22%	5.25%	4.12%	0.33%	

注：传统 2C 净利润由公司总利润减去各科力普、生活馆、晨光科技贡献的利润得到。

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

晨光文具三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4100	4469	5198	6699	<b>营业收入</b>	8535	11036	14011	18309
现金	1047	210	1105	695	减:营业成本	6330	8255	10508	13732
应收账款	809	1026	872	1443	营业税金及附加	35	44	57	74
存货	1043	1649	1423	2597	营业费用	789	933	1192	1558
其他流动资产	1201	1583	1799	1964	管理费用	494	649	824	1077
<b>非流动资产</b>	1578	2005	2319	2628	财务费用	-8	-1	-6	-5
长期股权投资	30	0	0	0	资产减值损失	3	33	-6	37
固定资产	877	1223	1493	1762	加:投资净收益	35	45	58	75
在建工程	25	45	40	35	其他收益	0	0	0	0
无形资产	188	279	300	319	<b>营业利润</b>	935	1168	1500	1912
其他非流动资产	459	459	486	513	加:营业外净收支	25	29	28	28
<b>资产总计</b>	5678	6474	7517	9327	<b>利润总额</b>	960	1197	1528	1939
<b>流动负债</b>	2108	2277	2402	3047	减:所得税费用	152	190	242	308
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	2	2
应付账款	1319	1432	1487	1946	<b>归属母公司净利润</b>	807	1006	1284	1630
其他流动负债	788	845	915	1101	EBIT	921	1199	1487	1943
<b>非流动负债</b>	73	67	67	67	EBITDA	1069	1215	1505	1963
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	73	67	67	67	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	2181	2344	2469	3114	每股收益(元)	0.88	1.09	1.40	1.77
少数股东权益	86	84	83	84	每股净资产(元)	3.71	4.40	5.40	6.66
归属母公司股东权益	3411	4046	4965	6129	发行在外股份(百万股)	920	920	920	920
<b>负债和股东权益</b>	5678	6474	7517	9327	ROIC(%)	22.1%	24.4%	24.8%	26.3%
					ROE(%)	25.2%	26.4%	28.0%	29.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	25.8%	25.2%	25.0%	25.0%
经营活动现金流	828	78	1569	789	销售净利率(%)	9.5%	9.1%	9.2%	8.9%
投资活动现金流	-296	-352	-320	-325	资产负债率(%)	38.4%	36.2%	32.8%	33.4%
筹资活动现金流	-225	-561	-354	-874	收入增长率(%)	34.3%	29.3%	27.0%	30.7%
现金净增加额	309	-836	894	-410	净利润增长率(%)	27.3%	24.7%	27.6%	26.9%
折旧和摊销	148	16	18	20	P/E	48.10	38.57	30.22	23.81
资本开支	318	355	322	327	P/B	11.38	9.59	7.82	6.33
营运资本变动	412	200	605	855	EV/EBITDA	1.06	1.76	0.91	1.23

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

