

晨光文具 (603899.SH)

公司分析

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2019-08-30)

42.78 元

交易数据

总市值(百万元)	39,357.60
流通市值(百万元)	39,357.60
总股本(百万股)	920.00
流通股本(百万股)	920.00
12个月价格区间	23.70/45.48 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.64	4.39	33.24
绝对收益	7.87	3.96	39.14

分析师

叶中正

 SAC 执业证书编号: S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维

 SAC 执业证书编号: S0910519080004
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

国内文具行业龙头，科力普持续发力

投资要点

- ◆ **国内文具行业龙头，业绩快速稳定增长。**公司是国内文具行业龙头，主要产品为书写工具、学生文具、办公文具及办公直销，其合计营收占比为 97%。公司产品针对 C 端个人和 B 端企业采用不同销售模式。对 C 端客户，以区域经销为主，在学校、小区、超市等各类场景深度布局，积极探索零售小店新模式。面向 B 端客户，由于公司晨光科力普采用办公直销方式，为政企客户提供各类办公用品的采购、配送服务。2018 年公司实现营业收入 85.35 亿元，同比增长 34.26%；实现归母净利润 8.07 亿元，同比增长 27.25%。2019 H1 公司实现营收 48.39 亿元，同比增长 27.78%；实现归母净利润 4.71 亿元，同比增长 25.78%，业绩保持稳定高增长。
- ◆ **大办公市场空间广阔，行业集中度较低。**在阳光采购政策推动下，下游政府、央企、大型银行、保险机构、大中企业及中小企业的集中采购需求逐渐释放。目前我国大办公文具市场规模约 1.90 万亿，2020 年预计可达 2.26 万亿，行业市场空间广阔。国内大 B 办公直销市场参与者主要有晨光科力普、齐心集团、得力文具等垂直类公司以及京东企业购、阿里企业采购、苏宁等平台类公司。我国办公直销市场企业规模、专业化程度及市场集中度相对处于较低水平，晨光文具、齐心集团和广博股份合计市场占有率仅为 0.36%，相较于发达国家，我国办公文具的行业集中度具有较大的提升空间。
- ◆ **阳光采购政策驱动，晨光科力普快速成长。**受益于国家阳光采购政策，B2B 办公物资的采购迎来快速发展的历史机遇。2015 年公司开始开展科力普业务，依托自身在产品研发制造、供应链管理等方面的优势，科力普持续发力，业绩保持高增长，科力普自 2016 年扭亏为盈，营业收入连续三年保持超过 100% 的增长率。2019H1 科力普业务实现营业收入 15.00 亿元，同比增长 55.94%；营收占比达到 31.01%，且保持快速上升趋势；2019H1 实现净利润 2,875.49 万元，同比增长 176.66%。2019 年科力普先后中标山西省政府、吉林省政府、中国邮政集团等多个政企大客户集采项目。随着下游政企客户办公物资采购需求的不断释放，科力普有望快速稳定成长，成为公司未来业绩增长主引擎之一。
- ◆ **投资建议：**受益于阳光采购政策驱动，央企、政府等大 B 客户办公用品需求逐渐释放，公司办公直销业务在服务客户及产品 SKU 管理等方面具有明显优势，客户认可度高，近几年来持续中标大 B 客户订单，带动公司业绩增长，我们预测公司 2019 年至 2021 年营业收入分别为 109.22、138.12、171.36 亿元；净利润分别为 10.33、12.61、15.13 亿元，对应目前市值，PE 分别为 38 倍、31 倍、26 倍，首次覆盖，给予增持-A 建议。
- ◆ **风险提示：**科力普业务增速不及预期风险；零售终端布局不及预期风险；经销商管理难度较大风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,357.1	8,535.0	10,921.6	13,811.6	17,135.6
同比增长(%)	36.3%	34.3%	28.0%	26.5%	24.1%
营业利润(百万元)	682.9	934.7	1,186.6	1,450.4	1,760.1
同比增长(%)	27.1%	36.9%	26.9%	22.2%	21.4%
净利润(百万元)	634.0	806.8	1,033.4	1,260.6	1,512.9
同比增长(%)	28.6%	27.3%	28.1%	22.0%	20.0%
每股收益(元)	0.69	0.88	1.12	1.37	1.64
PE	62.1	48.8	38.1	31.2	26.0
PB	13.9	11.5	9.7	8.1	6.8

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、国内文具行业龙头，业绩持续保持高增长.....	4
（一）业务规模稳步扩大，办公文具占比持续提升.....	4
（二）毛利率整体平稳，销售费用率小幅上升.....	5
（三）陈氏三姐弟实际控制，公司股权结构稳定.....	5
二、行业发展空间较大，集中度有待提升.....	6
（一）阳光采购政策驱动，大办公文具发展空间大.....	6
（二）龙头市占率低，行业集中度有待提升.....	7
三、科力普业务势头迅猛，零售大店加速布局.....	8
（一）把握政策利好，科力普业务发展势头迅猛.....	8
（二）探索零售大店模式，布局线上零售渠道.....	9
四、盈利预测与估值.....	10
（一）盈利预测.....	10
（二）可比公司估值.....	11
五、风险提示.....	11

图表目录

图 1：公司营业收入（单位：万元）.....	4
图 2：公司归母净利润（单位：万元）.....	4
图 3：2019H1 公司营业收入结构.....	5
图 4：2019H1 公司毛利结构.....	5
图 5：毛利率及净利率.....	5
图 6：期间费用率.....	5
图 7：2019 年中报十大股东持股明细.....	6
图 8：大办公文具行业市场规模（万亿元）.....	7
图 9：主要产品品类份额占比.....	7
图 10：科力普多场景办公解决方案示意图.....	8
图 11：科力普业务模式示意图.....	8
图 12：科力普业务营收（万元）及同比.....	8
图 13：科力普业务净利润（万元）及同比.....	8
图 14：零售大店业务营收（万元）.....	10
图 15：零售大店业务净利润（万元）.....	10
图 16：零售大店门店数（家）.....	10
图 17：晨光科技业务营收及净利润（万元）.....	10
表 1：阳光采购政策.....	6
表 2：大办公文具业务分类.....	7
表 3：晨光科力普主要中标客户.....	9
表 4：可比公司估值.....	11

一、国内文具行业龙头，业绩持续保持高增长

公司是国内文具行业龙头，目前主要包括传统业务及新业务，其中传统核心业务主要是从事晨光及所属品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品等的设计、研发、制造和销售；新业务主要有办公一站式服务平台晨光科力普、零售大店晨光生活馆、实用美学品牌九木杂物社以及互联网和电子商务平台晨光科技四大板块。在传统核心业务的基础上不断发展新业务，近几年公司业绩实现快速稳定增长。

（一）业务规模稳步扩大，办公文具占比持续提升

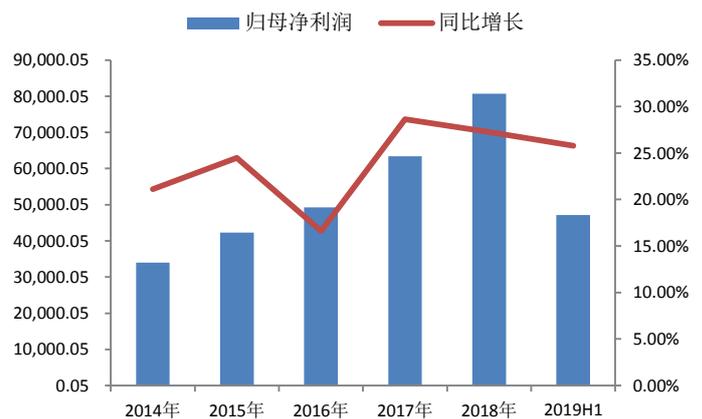
公司 2014-2018 年业绩保持快速稳定增长，营业收入年均复合增长率为 29.41%，归母净利润年均复合增长率为 24.16%。2019 年上半年公司不断强化原有传统业务，新业务方面不断发力探索，实现营收 48.39 亿元，同比增长 27.78%；实现归母净利润 4.71 亿元，同比增长 25.78%。

图 1：公司营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

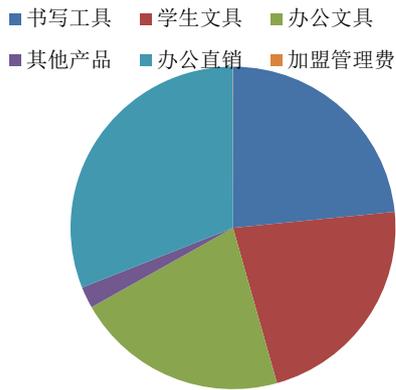
图 2：公司归母净利润（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

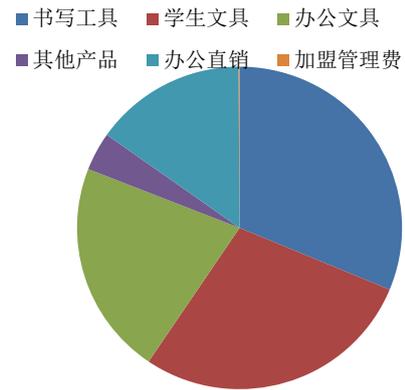
公司产品针对 C 端个人和 B 端企业采用不同的销售模式。对 C 端客户，以区域经销为主，叠加 KA 销售、境外销售渠道，在学校、小区、超市等各类场景深度布局，探索零售大店模式，并在行业内率先规模化开展零售终端的品牌销售管理和特许经营管理。面向 B 端客户，由子公司晨光科力普采用办公直销方式，为政企客户提供各类办公用品的采购、配送服务。随着公司办公直销业务的快速发展，办公直销业务收入占比也逐渐提升，2019 年上半年公司书写工具、学生文具、办公文具、办公直销业务分别实现收入 11.33、10.75、10.25、15.00 亿元，分别同比增长 10.49%、26.67%、11.52%、56.01%，占营业收入比重分别为 23%、22%、21%、31%；毛利率分别为 34.96%、33.24%、26.58%、12.77%。

图 3: 2019H1 公司营业收入结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 2019H1 公司毛利结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 毛利率整体平稳, 销售费用率小幅上升

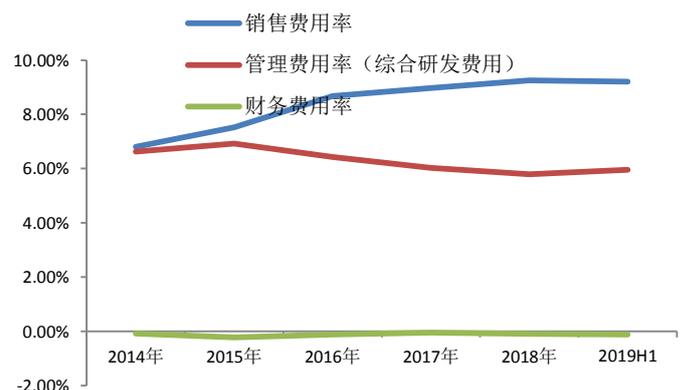
公司 2014-2018 年毛利率和净利率整体平稳, 毛利率保持在 25%-27% 左右, 净利率保持在 9%-11% 左右。2019 年上半年公司毛利率为 26.20%, 同比提升 0.60pct; 净利率为 9.81%, 同比下降 0.10pct, 毛利率、净利率基本保持平稳。期间费用方面, 期间费用率基本保持 14%-15% 左右, 2019 年上半年公司期间费用率为 15.04%, 同比提升 0.19pct, 其中销售费用率、管理费用率(综合研发费用)、财务费用率分别为 9.20%、5.96%、-0.12%, 分别变动-0.37、0.58、-0.01pct, 整体变动相对平稳。公司注重产品研发, 上半年由于加大研发投入以及上海安硕研发的并入, 上半年公司研发费用达 0.66 亿元, 同比增长 21.69%, 占营业收入的比重达 1.37%。

图 5: 毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 陈氏三姐弟实际控制, 公司股权结构稳定

公司股权结构较为稳定, 控股股东为晨光控股(集团)有限公司, 持股比例为 58.26%。实际控制人为陈湖雄、陈湖文、陈雪玲三姐弟, 截至 2019 年 6 月, 三人合计持有公司股份的 69.39%, 其中直接持股 7.70%, 间接持股 61.69%。

图 7：2019 年中报十大股东持股明细



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、行业发展空间较大，集中度有待提升

（一）阳光采购政策驱动，大办公文具发展空间大

自 2015 年起，国家施行《中华人民共和国政府采购法实施条例》，开始推动利用信息网络进行电子化政府采购活动；并要求在 2017 年 6 月底，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。

表 1：阳光采购政策

发布时间	政策名称	主要内容
2015/1/30	《中华人民共和国政府采购法实施条例》	实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。
2015/8/14	《国务院办公厅关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》	在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。
2016/12/21	《国务院办公厅关于印发中央预算单位 2017—2018 年政府集中采购目录及标准的通知》	列明必须按规定委托集中采购机构代理采购的项目。政府采购货物或服务项目，单项采购金额达到 200 万元以上的，必须采用公开招标方式。
2019/7/26	《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	严格执行公平竞争审查制度，对妨碍统一市场和公平竞争的，要及时修改完善或者予以废止。优化采购活动办事程序，细化采购活动执行要求，及时支付采购资金，完善对供应商的利益损害赔偿和补偿机制。加快实施“互联网+政府采购”行动，加强政府采购透明度建设。
2019/8/1	《关于加快实施“互联网+政府采购”进一步贯彻落实政府采购政策的通知》	加快实施“互联网+政府采购”，进一步拓展电子卖场功能，搭建制造（精品）馆、行业馆和农业（扶贫）馆，提升项目采购电子交易系统功能，实现法定采购方式全流程的电子化，精准实施分类管理政府采购政策。

资料来源：中国政府网，浙江省财政厅，华金证券研究所

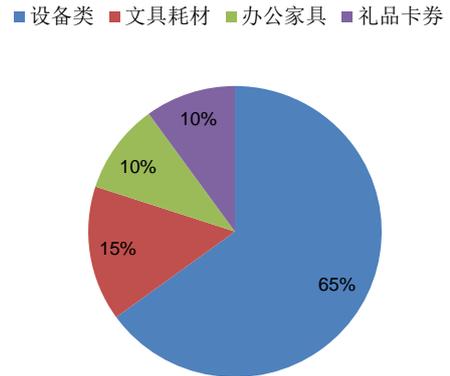
受益于国家政策的大力支持，B2B 办公物资迎来快速发展。据中国产业信息网，国内大办公文具（包括办公家具、器材等）目前市场规模预计约 1.90 万亿，未来 3-5 年复合年均增长率约 9%，到 2020 年市场规模预计可达 2.26 万亿。从产品品类来看，大办公文具产品通常包含设备类、文具耗材、办公家具、礼品卡券等，设备类产品所占市场份额最大，达到 65%，其他三类产品所占份额分别为 15%、10%、10%。目前，我国大办公文具市场下游 B 端客户包含了 250 个省、地市级政府，97 家央企，30 余家大型银行、保险机构，20+ 军区、军工企业，以及 200 万中大企业以及 2500 万家中小企业，下游市场企业办公采购需求较大。

图 8：大办公文具行业市场规模（万亿元）



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 9：主要产品品类份额占比



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

（二）龙头市占率低，行业集中度有待提升

我国办公直销市场目前主要参与者主要包括外资龙头、国内大型办公用品供应商、电商平台类公司以及办公用品经销商。外资龙头如史泰博、欧迪、Askul 等进入中国市场较早，业务经营丰富，但由于管理与机制等原因在国内市场难以盈利，逐步退出中国市场，史泰博（中国）、欧迪（中国）分别被得力、晨光收购。办公用品经销商数量众多，以区域经销为主，服务能力较为有限，主要客户为中小企业。因此，国内大 B 办公直销市场参与者主要有晨光科力普、齐心集团、得力文具等垂直类公司以及京东企业购、阿里企业采购、苏宁等平台类公司。相较于发达国家，我国办公直销市场企业规模、专业化程度及市场集中度相对处于较低水平。

从龙头企业的规模来看，2018 年我国办公文具龙头晨光文具、齐心集团和广博股份的 B 端办公集采业务营业收入合计仅 67.82 亿元，相对于行业万亿市场规模而言市场占有率仅在 0.36% 左右。据中国产业信息网，2016 年美国市场的欧迪办公、史泰博在办公用品的市场份额已分别达到 41.3%、39.7%，相较而言，我国办公文具的行业集中度具有较大的提升空间。

表 2：大办公文具业务分类

类型	主要企业	营销方式
垂直类	齐心集团、晨光文具、得力文具、广博股份等	直销
平台类	京东、苏宁等	代销

资料来源：Wind，华金证券研究所

三、科力普业务势头迅猛，零售大店加速布局

（一）把握政策利好，科力普业务发展势头迅猛

受益于国家鼓励办公采购电子化，B2B 办公物资的采购迎来快速发展的历史机遇。晨光科力普作为后起之秀，在办公一站式采购业务方面持续大发力，发展迅猛。晨光的科力普业务主要为政府、企事业单位、世界 500 强企业等提供高性价比办公采购一站式服务，晨光科力普拥有 15 大核心品类，覆盖办公用品、办公设备、IT 数码、办公家具、劳保用品、食品饮料等，确保全部商品厂家直供，并提供个性化的增值服务。

2016 年科力普业务扭亏为盈，实现净利润 469.39 万元。通过不断提升服务品质，丰富产品品类，加强客户挖掘，优化全国供应链体系，加强全国各中心仓覆盖区域属地服务能力，科力普业务保持高速增长，2019 年上半年实现营业收入 15.00 亿元，较去年同比增长 55.94%，占全年营业收入的 31.01%。2019 年上半年科力普业务实现净利润 2,875.49 万元，较去年同比增长 176.66%；科力普自 2016 年实现盈利之后，连续三年净利润逐年增加。目前科力普的营收中，晨光品牌的占比不到 10%，未来通过提升自有品牌的占有率，有望进一步提升毛利率，实现利润的增加。

图 10：科力普多场景办公解决方案示意图



资料来源：科力普官网，华金证券研究所

图 11：科力普业务模式示意图



资料来源：科力普官方公众号，华金证券研究所

图 12：科力普业务营收（万元）及同比

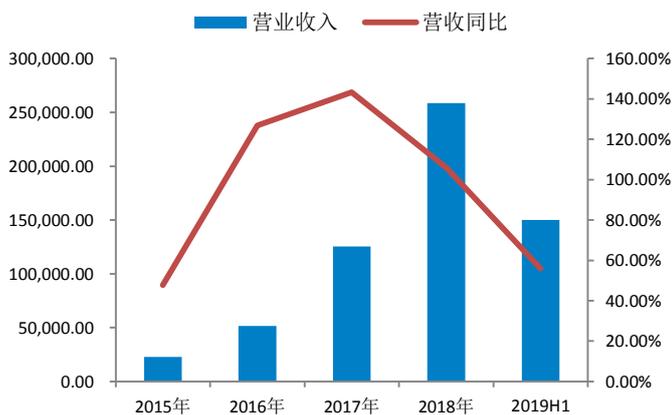
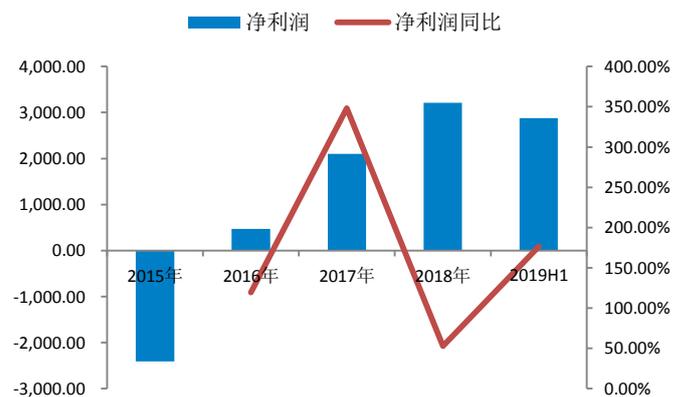


图 13：科力普业务净利润（万元）及同比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

2018 年科力普成功入围中央政府采购电商项目、国税总局办公用品电商项目、2019-2020 年南方电网办公电商项目、中国建设银行全国办公邮政集采项目等多个优质客户项目,并在全国投入运营 5 个中心仓,覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域,提升配送效率,积极拓展新市场,精耕华南及华中区域市场,新设武汉、广州、成都分公司。2019 年上半年,科力普喜报频出,先后中标山西省政府电商项目、招商银行全行办公用品项目、中国移动 2019 年至 2022 年电商平台合作伙伴集中采购项目等多个项目,续签中国银联办公用品及办公设备耗材定点采购项目(包件-办公用品)。2019 年晨光科力普业务有望持续壮大,市场份额有望进一步提高。

表 3: 晨光科力普主要中标客户

年份	客户名称及中标产品	
2019 年	政府客户	山西省政府、吉林省政府、重庆市政府
	央企客户	中国移动(办公文具、耗材配件等 8 大类行政性常规用品)、中国邮政集团公司
	金融客户	中国银联(办公用品、办公设备耗材)、中国工商银行黑龙江省分行(计算机耗材)、招商银行
	其他客户	默沙东(中国)投资有限公司、TCL 集团股份有限公司、上海盒马网络科技有限公司、德勤华永会计师事务所、西门子(中国)医疗系统集团、壳牌华北石油集团有限公司
2018 年	政府客户	中央政府(办公用品等)、国税总局、深圳市政府
	央企客户	南方电网(办公文具、MRO)、中国邮政储蓄四川分公司、江西分公司、上海分公司、河南分公司
	金融客户	中国邮储银行、中国建设银行、中邮保险、广州农商银行
2017 年	政府客户	上海市政府、天津市政府、成都市政府、深圳市政府、福建省政府
	央企客户	国家电网、中国石化、上航公司、南方电网、联通集团、中化股份、中国移动、中国电建、英大商务
	金融客户	招商银行、中信银行
2016 年	其他客户	海南航空、耐克公司、金科地产、万科物业、特斯拉
	政府客户	河南省政府、海南省政府、湖北省政府、浙江省政府、安庆市政府、武汉市政府、长沙市政府、连云港市政府
	央企客户	中国电子科技集团、国家电力投资集团
	金融客户	工商银行、国投瑞银、交银康联、渣打银行、中国人寿、中欧基金
	其他客户	南方航空、强生(中国)、德尔福、新希望集团、天地华宇

资料来源: Wind, 科力普官方公众号, 华金证券研究所

(二) 探索零售大店模式, 布局线上零售渠道

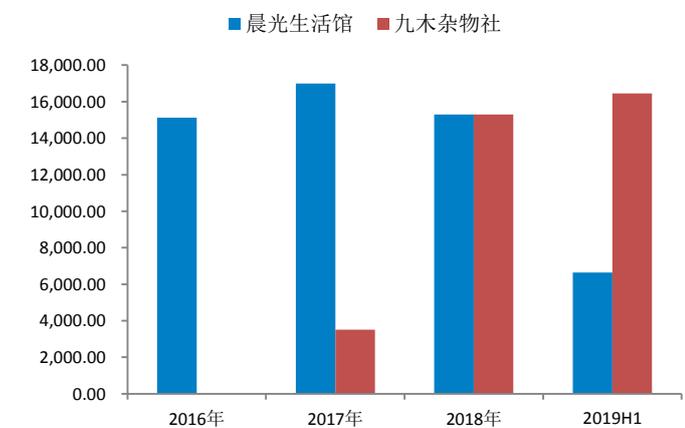
公司传统核心业务面临消费者,尤其是学生群体个性化需求带来的新产品需求的挑战,传统核心业务依靠销量增长对业绩的贡献减弱,消费升级使得国内文具产品呈个性化、精品化方向发展。公司大胆探索零售新模式,升级原有消费渠道,打造晨光生活馆和九木杂货社两种零售店铺类型。

晨光生活馆主要是集中于新华书店渠道的精品文具店,是为应对学生群体个性化需求,对现有传统渠道的优化升级。九木杂物社是基于对实用美学的探索而开设的精品杂物店,销售产品除了文具文创,还包括实用家居、益智文娱等品类。2019 年上半年零售大店业务实现营业收入 2.31

亿元，同比增长 95%，其中九木杂物社实现营业收入 1.64 亿元，同比增加 240%。门店数量方面，截至 2019 年上半年公司在全国拥有零售大店 300 家，其中晨光生活馆 129 家，九木杂物社 171 家，报告期内晨光生活馆净减少 11 家，九木杂物社净新增 56 家。九木杂物社于 2018 年第三季度开始推动加盟，并于 2019 年上半年新增 29 家、累计共拥有 57 家加盟店，通过不断完善和调整产品品类，优化店铺管理和服务，不断满足消费升级带来的消费需求，九木杂物社和晨光生活馆有望进一步拓展在精品文创市场的占有率，实现转亏为盈。

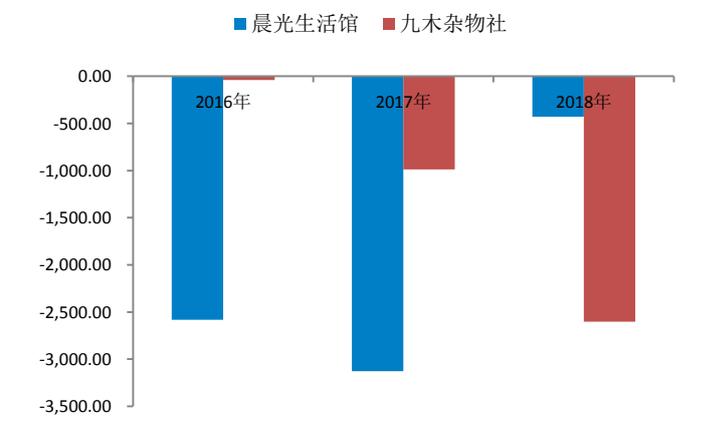
晨光科技业务可分为天猫业务和京东业务，其中天猫业务为晨光科技在天猫开立线上门店，供客户线上下单；京东业务为每月根据库存情况和动销比下采购订单，晨光科技根据库存将确认无误的订单发送给大仓系统，由大仓向京东发货。2019 年上半年，晨光科技稳步发展，实现营收 1.25 亿元，较去年同比增长 43%。

图 14：零售大店业务营收（万元）



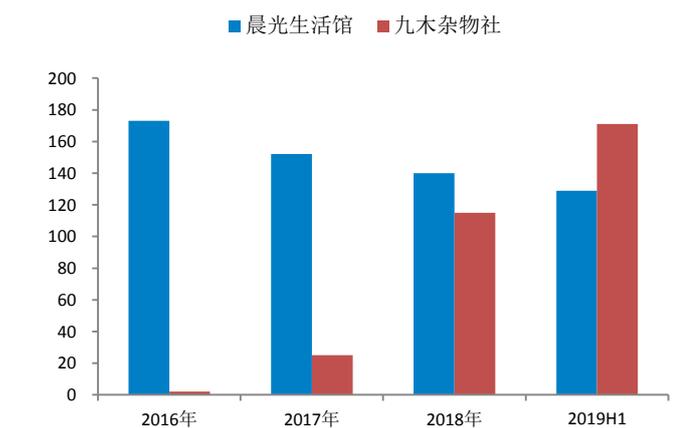
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：零售大店业务净利润（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：零售大店门店数（家）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：晨光科技业务营收及净利润（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

受益于阳光采购政策驱动，央企、政府等大 B 客户办公用品需求逐渐释放，公司办公直销业务在服务客户及产品 SKU 管理等方面具有明显优势，客户认可度高，近几年来持续中标大 B 客户订单，带动公司业绩增长，我们预测公司 2019 年至 2021 年营业收入分别为 109.22、138.12、171.36 亿元；净利润分别为 10.33、12.61、15.13 亿元，对应目前市值，PE 分别为 38 倍、31 倍、26 倍，首次覆盖，给予增持-A 建议。

（二）可比公司估值

表 4：可比公司估值

股票代码	股票简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	PE			EPS		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
002301.SZ	齐心集团	11.17	71.69	37.23	27.93	20.69	0.30	0.40	0.54
603899.SH	晨光文具	42.78	393.58	48.61	38.20	31.23	0.88	1.12	1.37

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：数据日期为截至 2019 年 8 月 30 日

五、风险提示

（1）科力普业务拓展不及预期风险。科力普业务或因为中标量低于预期等情形，产生收入增速偏低风险。

（2）传统业务渠道风险。公司传统核心业务的经销渠道扩张过程中，或因店铺经营管理不善等情形，产生营业收入不及预期风险。

（3）经营管理风险。随着公司规模扩大，员工数量增长，公司内部控制、人员管理越发重要。随着晨光生活馆、九木杂物社等零售大店的门店扩张，以及九木杂物社加盟模式的推进，店铺的管理水平、服务质量或将对此块业务的业绩表现产生愈来愈大的影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,357.1	8,535.0	10,921.6	13,811.6	17,135.6	年增长率					
减:营业成本	4,721.1	6,330.4	8,135.1	10,462.7	13,156.8	营业收入增长率	36.3%	34.3%	28.0%	26.5%	24.1%
营业税费	26.4	34.7	43.5	56.2	69.3	营业利润增长率	27.1%	36.9%	26.9%	22.2%	21.4%
销售费用	570.1	789.4	972.6	1,132.7	1,301.2	净利润增长率	28.6%	27.3%	28.1%	22.0%	20.0%
管理费用	383.6	379.6	615.8	742.1	883.0	EBITDA 增长率	24.2%	48.3%	15.2%	22.1%	20.1%
财务费用	-2.8	-8.0	-8.2	-8.3	-8.1	EBIT 增长率	26.5%	53.4%	14.1%	22.4%	21.5%
资产减值损失	20.6	3.4	10.2	11.4	8.3	NOPLAT 增长率	27.2%	36.4%	27.3%	22.2%	21.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	14.6%	-7.7%	26.4%	-4.3%	9.9%
投资和汇兑收益	37.8	35.1	33.9	35.6	34.9	净资产增长率	15.8%	20.0%	18.0%	19.3%	19.5%
营业利润	682.9	934.7	1,186.6	1,450.4	1,760.1	盈利能力					
加:营业外净收支	63.2	25.5	40.3	43.0	36.3	毛利率	25.7%	25.8%	25.5%	24.2%	23.2%
利润总额	746.1	960.2	1,227.0	1,493.4	1,796.3	营业利润率	10.7%	11.0%	10.9%	10.5%	10.3%
减:所得税	118.9	152.4	193.5	236.9	284.4	净利润率	10.0%	9.5%	9.5%	9.1%	8.8%
净利润	634.0	806.8	1,033.4	1,260.6	1,512.9	EBITDA/营业收入	12.5%	13.8%	12.4%	12.0%	11.6%
						EBIT/营业收入	10.6%	12.1%	10.8%	10.4%	10.2%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	33.6%	38.4%	34.3%	37.3%	36.4%
货币资金	436.4	1,046.7	1,351.4	2,255.3	2,970.8	负债权益比	50.6%	62.4%	52.3%	59.6%	57.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.13	1.94	2.31	2.25	2.40
应收帐款	603.4	808.8	627.1	1,378.6	1,146.9	速动比率	1.51	1.45	1.45	1.67	1.60
应收票据	-	1.9	0.5	2.5	1.3	利息保障倍数	-239.18	-129.72	-143.77	-173.50	-215.07
预付帐款	46.2	42.3	70.4	74.8	108.2	营运能力					
存货	871.9	1,042.7	1,793.4	1,663.5	2,640.8	固定资产周转天数	45	37	30	24	19
其他流动资产	1,016.8	1,157.3	993.9	1,056.0	1,069.0	流动营业资本周转天数	60	44	38	35	31
可供出售金融资产	-	3.6	3.6	3.6	3.6	流动资产周转天数	152	149	147	147	151
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	25	30	24	26	27
长期股权投资	-	30.2	30.2	30.2	30.2	存货周转天数	45	40	47	45	45
投资性房地产	-	-	-1.3	-2.5	-3.8	总资产周转天数	221	212	197	184	180
固定资产	870.9	876.6	920.6	947.2	866.2	投资资本周转天数	114	88	74	64	53
在建工程	27.4	24.5	61.2	21.2	-	费用率					
无形资产	196.5	188.0	178.3	168.7	159.1	销售费用率	9.0%	9.2%	8.9%	8.2%	7.6%
其他非流动资产	318.9	455.0	254.9	256.8	261.7	管理费用率	6.0%	4.4%	5.6%	5.4%	5.2%
资产总额	4,388.3	5,677.5	6,284.2	7,855.8	9,254.0	财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	15.0%	13.6%	14.5%	13.5%	12.7%
应付帐款	1,017.9	1,319.4	1,496.2	2,217.7	2,476.1	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	22.4%	23.7%	25.6%	26.0%	26.1%
其他流动负债	376.8	788.5	598.3	643.3	827.4	ROA	14.3%	14.2%	16.4%	16.0%	16.3%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	30.4%	36.1%	49.8%	48.2%	61.2%
其他非流动负债	79.6	73.0	63.1	71.9	69.3	分红指标					
负债总额	1,474.4	2,180.8	2,157.6	2,933.0	3,372.9	DPS(元)	0.25	0.30	0.44	0.50	0.60
少数股东权益	80.0	85.9	85.9	81.8	80.8	分红比率	36.3%	34.2%	39.0%	36.5%	36.6%
股本	920.0	920.0	920.0	920.0	920.0	股息收益率	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%
留存收益	1,914.0	2,490.8	3,120.7	3,921.0	4,880.4						
股东权益	2,913.9	3,496.7	4,126.6	4,922.8	5,881.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.69	0.88	1.12	1.37	1.64
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	3.08	3.71	4.39	5.26	6.30
净利润	627.2	807.8	1,033.4	1,260.6	1,512.9	PE(X)	62.1	48.8	38.1	31.2	26.0
加:折旧和摊销	159.5	198.1	181.0	218.0	241.9	PB(X)	13.9	11.5	9.7	8.1	6.8
资产减值准备	20.6	3.4	-	-	-	P/FCF	109.8	40.4	77.7	28.8	30.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	6.2	4.6	3.6	2.8	2.3
财务费用	1.3	-2.6	-8.2	-8.3	-8.1	EV/EBITDA	48.6	32.1	27.8	22.2	18.2
投资损失	-37.8	-35.1	-33.9	-35.6	-34.9	CAGR(%)	26.1%	23.2%	29.0%	26.1%	23.2%
少数股东损益	-6.9	1.0	-	-4.1	-1.0	PEG	2.4	2.1	1.3	1.2	1.1
营运资金的变动	-294.2	-15.1	-255.4	83.4	-356.0	ROIC/WACC	2.9	3.4	4.7	4.6	5.8
经营活动产生现金流量	717.5	827.9	916.8	1,514.0	1,354.8						
投资活动产生现金流量	-617.4	-296.0	-216.8	-158.1	-93.8						
融资活动产生现金流量	-230.0	-225.1	-395.3	-451.9	-545.4						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com