

投资评级：增持(维持评级)

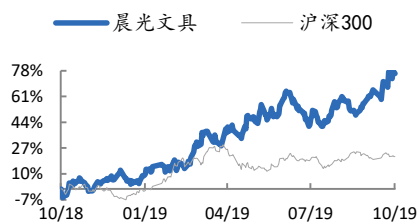
 当前价格(元): 47.56
合理价格区间(元): 48.84~50.32

证券分析师
吴春来

 资格编号: S0120519050001
电话: 021-68761616
邮箱: wucl@Tebon.com.cn

联系人
虞晓文

 电话: 021-68761616-6013
邮箱: yuxw@Tebon.com.cn

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	10.5	12.6	20.3
相对涨幅 (%)	11.3	11.3	18.9

资料来源: 德邦证券研究所

相关研究

《晨光文具: 整合创意价值与服务优势的文具文创龙头》

《晨光文具: 19年 Q1 利润增长略超预期, 经营性现金流和费用控制向好》

《晨光文具: 传统业务稳健增长, 新业务渐入佳境》

业绩表现靓丽, 龙头地位稳固

晨光文具(603899)

投资要点:

- **单三季度业绩增长超预期, 现金流继续改善。**公司前三季度共实现营业收入 79.47 亿元, YOY 29.78%; 实现归母净利润 8.02 亿元, YOY 28.36%; 扣非归母净利润 7.61 亿元, YOY 32.88%。前三季度实现经营活动现金净流量 6.78 亿元, YOY 37.70%, 主要得益于对销售、采购等经营活动的现金流的有效管理。
- 分季度来看, 公司 Q3 实现营业收入 31.09 亿元, YOY 33.03%, 环比增加 5.45 个百分点; 归母净利润 3.31 亿元, YOY 32.22%; 扣非归母净利润 3.33 亿元, YOY 43.89%, 业绩表现靓丽, 增长较上半年提速。

毛利率延续上行, 三季度传统业务增长较快。公司前三季度毛利率 26.79%, 较去年同期提升 1.33 个百分点; 单三季度毛利率 27.71%, 较去年同期提升 2.49 个百分点, 环比单二季度提升 2.33 个百分点, 主要受益于传统业务新品迭代速度快、精品文创等高附加值产品占比的不断提升和增值税减税带来的效益。传统业务单季销售会有一定波动, 二季度销售相对较淡, 但三季度受秋季开学等因素的正面影响收入增长提速。考虑安硕并表, 预计全年收入基本能保持 10%-15% 左右的增长。

科力普延续高增长, 小 B 平台上线夯实未来发展基础:科力普的办公直销业务 2016-2018 年连续三年收入呈翻倍增长态势, 今年上半年增长 56.01%, 全年收入预计保持高速增长态势。当前科力普的客户主要是政府、国企、世界 500 强等大 B 客户, 但今年下半年, 科力普推出针对中小企业的采购平台——科力普省心购, 为未来业务持续保持高增长夯实发展基础。伴随规模的不断扩大, 科力普的规模效应将逐渐释放, 凭借晨光在供应链上下游的积累, 其小 B 平台主打产品性价比。截至报告期末, 公司共有应收账款 12.95 亿元, 同比增长 60.11%, 应收款主要来自大型央企集团和政府部门, 回款账期较长, 但客户资质较好, 总体风险可控。此外, 报告期内安硕并表也带来应收款的相应增长。

上调盈利预测, 维持“增持”评级。上调盈利预测从 2019-2021 年归母净利润 10.12/12.35/15.21 亿元至 10.69/13.58/17.02 亿元, 对应 2019-2021 年 PE 为 40.94x/32.23x/25.71x。公司下游需求受经济周期影响较小, 在传统文具市场中地位稳固, 借助渠道升级和产品附加值的提升, 该业务每年保持稳定增长。科力普所处的办公直销市场空间广阔, 持续保持高增长。以九木杂物社和晨光生活馆为代表的新零售业务板块业务模式迭代升级, 渐入业务收获期。考虑到公司传统业务的稳定性和新业务的高成长性, 业绩确定性强, 给予公司 2020 年 PE33-34 倍的估值, 对应目标价 48.84-50.32 元, 维持“增持”评级。

股票数据

总股本(百万)	920.00
流通 A 股(百万)	920.00
52 周内股价区间(元)	47.97-25.36
总市值(百万)	43,709.20
总资产(百万)	6,304.40
每股净资产(元)	3.92

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6357	8535	10950	13670	16881
(+/-) YoY (%)	36.3	34.3	28.3	24.8	23.5
净利润(百万元)	634	807	1069	1358	1702
(+/-) YoY (%)	28.6	27.3	32.5	27.0	25.4
全面摊薄 EPS (元)	0.69	0.88	1.16	1.48	1.85
毛利率 (%)	26.7	25.8	26.5	26.7	27.2
净资产收益率 (%)	22.4	23.7	25.4	26.0	26.3

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

1. 盈利预测调整的说明

1.1 调整核心假设

我们对晨光文具 2019-2021 年的业绩作出如下的拆分和假设：

1) 书写工具属于公司的传统业务，假设书写工具的销量比较稳定，且伴随公司零售终端开店数接近饱和，未来销量的增长主要与行业平均增速和通过店面改造升级、单店销售自产产品比例不断提高等方式推动销量增长，预计公司 2019-2021 年书写工具的销量增速分别为 3.5%/3.6%/3.4%。

此外，2018 年公司通过新品提价使得书写工具的平均售价提升较多，主要是因为公司每年都会开发大量新品，产品升级迭代能力强，新品提价比较普遍，假设公司 2019-2021 年书写工具销售单价的增速约为 5%。

毛利率方面，书写工具的毛利率呈逐年提升趋势，这是基于公司技术工艺的优化、原材料国产化带来的议价能力增强和新品的产品附加值较高所导致的，我们假设 2019-2021 年公司的毛利率分别为 36.21%，36.65%，37.23%。

2) 学生文具分代理品和非代理品两类，代理品主要是晨光生活馆和九木杂物社销售的非晨光文具类产品，因此这块的收入增速与大店的开店数量和这块收入来自生活馆的比例有关。今年开始生活馆和九木杂物社渐入收获期，增速明显加快，假设该业务的收入增速 2019-2021 年分别为 90%，50%和 50%。非代理品销量增长比较稳定，我们考虑前期非代理品的收入增速、终端数量的增速和学生人数的增长，假设 2019-2021 年的收入增速均为 5%。预计非代理品单价也会随着公司产品的升级和精品文创业务的发展而有所提升，假设每年单价增长 6%，6.1%，5.9%。

3) 办公文具板块今年的财报口径有变化，将办公直销的收入单列。假设办公直销业务 2019-2021 年收入增速分别为 55%，35.5%，29%。

1.2 盈利预测调整

基于上述调整后的核心假设，上调盈利预测。从 2019-2021 年归母净利润 10.12/12.35/15.21 亿元上调至 10.69/13.58/17.02 亿元，对应 2019-2021 年 PE 为 40.94x/32.23x/25.71x。

公司下游需求受经济周期影响较小，在传统文具市场中地位稳固，借助渠道升级和产品附加值的提升，该业务每年保持稳定增长。科力普所处的办公直销市场空间广阔，持续保持高增长。以九木杂物社和晨光生活馆为代表的新零售业务板块业务模式迭代升级，渐入业务收获期。考虑到公司传统业务的稳定性和新业务的高成长性，业绩确定性强，给予公司 2020 年 PE33-34 倍的估值，对应目标价 48.84-50.32 元，维持“增持”评级。

2. 风险提示

办公直销业务发展不及预期

九木杂物社开店低于预期

传统业务增长不及预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	8535	10950	13670	16881
每股收益	0.88	1.16	1.48	1.85	营业成本	6330	8049	10020	12288
每股净资产	3.71	4.57	5.67	7.03	毛利率%	25.8	26.5	26.7	27.2
每股经营现金流	0.90	1.16	1.47	1.72	营业税金及附加	35	41	52	66
每股股利	0.25	0.30	0.38	0.48	营业税金率%	0.4	0.4	0.4	0.4
价值评估 (倍)					营业费用	789	982	1232	1555
P/E	54.23	40.94	32.23	25.71	营业费用率%	9.2	9.0	9.0	9.2
P/B	12.83	10.40	8.39	6.76	管理费用	380	493	617	760
P/S	5.13	4.00	3.20	2.59	管理费用率%	4.4	4.5	4.5	4.5
EV/EBITDA	39.38	30.40	23.85	18.60	研发费用	114	159	194	238
股息率%	0.5	0.6	0.8	1.0	研发费用率%	1.3	1.5	1.4	1.4
盈利能力指标 (%)					EBIT	886	1226	1556	1975
毛利率	25.8	26.5	26.7	27.2	财务费用	-8	-28	-43	-61
净利率	9.5	9.8	9.9	10.1	财务费用率%	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4
净资产收益率	23.7	25.4	26.0	26.3	资产减值损失	3	3	5	7
资产回报率	14.2	15.8	16.2	16.4	投资收益	35	30	35	44
投资回报率	30.5	38.9	46.1	52.4	营业利润	935	1288	1636	2083
盈利增长 (%)					营业外收支	25	15	19	18
营业收入增长率	34.3	28.3	24.8	23.5	利润总额	960	1303	1655	2101
EBIT 增长率	35.1	38.3	26.9	26.9	EBITDA	1085	1384	1729	2163
净利润增长率	27.3	32.5	27.0	25.4	所得税	152	222	281	378
偿债能力指标					有效所得税率%	15.9	17.0	17.0	18.0
资产负债率%	38.4	36.3	36.6	36.4	少数股东损益	1	13	16	21
流动比率	1.9	2.2	2.3	2.4	归属母公司所有者净利润	807	1069	1358	1702
速动比率	1.4	1.7	1.8	1.9					
现金比率	0.5	0.7	0.8	0.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	1047	1685	2524	3512
应收帐款周转天数	27.4	34.0	40.0	47.0	应收款项	811	1020	1498	2174
存货周转天数	55.2	52.0	50.0	48.0	存货	1043	1147	1373	1616
总资产周转率	1.7	1.8	1.8	1.8	其它流动资产	1200	1329	1443	1548
固定资产周转率	9.8	12.4	15.3	19.2	流动资产合计	4100	5181	6838	8850
					长期股权投资	30	30	30	30
					固定资产	877	891	891	869
					在建工程	25	20	15	10
					无形资产	188	181	173	168
					非流动资产合计	1578	1580	1567	1535
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	5678	6761	8406	10385
净利润	807	1069	1358	1702	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	1	13	16	21	应付账款	1319	1389	1757	2178
非现金支出	201	161	178	195	预收账款	148	195	241	299
非经营收益	-37	-45	-54	-62	其它流动负债	641	798	1007	1230
营运资金变动	-145	-133	-150	-274	流动负债合计	2108	2382	3005	3707
经营活动现金流	828	1065	1348	1582	长期借款	0	0	0	0
资产	-317	-145	-141	-138	其它长期负债	73	73	73	73
投资	-14	0	0	0	非流动负债合计	73	73	73	73
其他	36	-10	-15	-11	负债总计	2181	2455	3078	3780
投资活动现金流	-296	-155	-156	-149	实收资本	920	920	920	920
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	3411	4207	5212	6469
股权募资	5	0	0	0	少数股东权益	86	99	115	136
其他	-230	-273	-353	-445	负债和所有者权益合计	5678	6761	8406	10385
融资活动现金流	-225	-273	-353	-445					
现金净流量	307	638	839	988					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。