

前三季度规模与业绩增长符合预期，维持推荐

晨光文具 (603899.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件摘要

公司于2019年10月25日发布2019年三季度报告。2019年前三季度，公司实现营业总收入79.47亿元，同比增长29.78%；实现归母净利润8.02亿元，同比增长28.36%；实现归属扣非净利润7.61亿元，较上年同期增长32.88%。经营现金流量净额为6.78亿元，较去年同期增加37.70%。

2. 我们的分析与判断

(一) 开学季与科力普推动规模增长，产品结构优化增厚业绩

2019年前三季度，公司共计实现总营业收入79.47亿元，较去年同期增加18.23亿元，同比增长29.78%。其中，2019Q1/Q2/Q3公司单季度分别实现总营业收入23.56/24.83/31.08亿元，较去年同期分别增加5.15/5.37/7.72亿元，实现同比增长28.00%/27.57%/33.02%，三季度贡献年初至今营收增量的39.10%。相较于19年上半年公司营收同比增长27.57%的增速而言，公司第三季度规模增长受益于开学季以及科力普的持续高增长影响提速明显。

2019年前三季度，公司实现归母净利润8.02亿元，较上年同期增加1.77亿元，同比增长28.36%；实现归母扣非净利润7.61亿元，较上年同期增加1.88亿元，同比增长32.88%。其中，公司三季度实现归母净利润3.31亿元，较去年同期增加0.81亿元，同比增长32.22%；实现归母扣非净利润3.33亿元，较上年同期增加0.63亿元，同比增长43.89%。公司三季度贡献年初至今归母净利润增量的45.76%，我们预计是由于毛利率水平较高的学生文具在19年第三季度受益于开学季的积极影响规模提升明显，从而增厚公司三季度业绩表现。公司前三季度非经常性损益共计4131.68万元，其中计入当期损益的政府补助贡献3889.61万元，占非经常性损益总额94.14%。

2019年前三季度，公司经营性现金流净额实现6.78亿元，同比增加1.86亿元，同比增长37.70%，主要是受益于公司对销售、采购等经营活动的现金流管理增强，尤其是应收款项的管理得当所致。

(二) 综合毛利率上浮1.33pct，期间费用率增长0.39pct

截止2019年前三季度，公司的综合毛利率为26.79%，较去

分析师

李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

甄唯莹

☎: (8610) 83574089

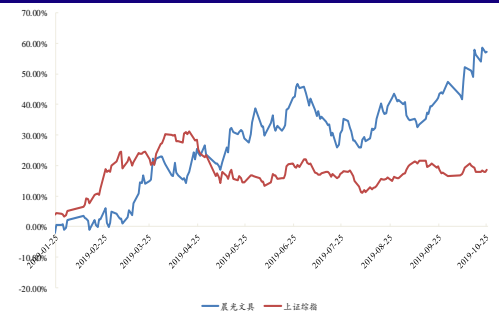
✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

☎: (8610) 86359172

✉: zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

公司数据时间 2019.10.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究报告

【中国银河研究院_李昂团队】公司三季报点评—集友股份(603429.SH)前三季度业绩增长符合预期，维持推荐_2019.10.25

年同期上浮 1.33 个百分点，其中公司三季度单季度综合毛利率 27.71%，较去年同期 25.22% 大幅提升 2.49 个百分点，相较于上半年综合毛利率 26.20% 的水平进一步提升。公司综合毛利率的提升预计主要是由于毛利率相对较高的学生文具在三季度受益于开学季的正面影响实现高增长，并在科力普大办公业务板块的毛利率保持平稳的情况下，拉动公司综合毛利率持续增长。

截止 2019 年三季度末，公司的期间综合费用率为 14.53%，相比上年同期增加 0.39 个百分点。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.82%/4.45%/1.35%/-0.09%，较去年同期分别增加-0.34/-0.06/0.78/0.02 个百分点。我们认为公司销售费用率以及管理费用率减少的原因可能是由于公司推广效率及销售人员效率提升导致销售以及管理费用的增长不及公司规模增长所致，至于研发费用率的大幅增长主要是公司加大研发方面投入以及上海安硕的研发费用并入导致研发费用额大幅提升所致，而财务费用率的提升主要是由于上海安硕增加 1.71 亿元银行短期贷款导致利息支出增加，使得财务费用率略有增长。

（三）办公直销业务持续高增长，聚焦万亿级别大办公市场

公司的主营业态为书写工具和办公文具产品的销售，拥有独立完整的从品牌、产品设计研发、原辅料采购、产品制造、供应链管理、营销网络管理到仓储物流的健全经营体系。公司一方面在不断巩固自身传统文具制造业务，另一方面还积极开拓了 TO B 的办公直销业务。晨光科力普作为公司办公直销业务的运作主体在促进传统书写工具和办公文具产品销售的同时，还通过扩充产品品类与服务项目有效地覆盖了大型企事业单位包括办公文具及办公耗材在内的一站式采购需求。截止 2019 年上半年，公司在全国已投入运营 5 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，并且在上海、北京、广州、深圳、天津等 9 大城市自建配送队伍提高配送效率，从而有效地提高客户体验。与此同时，公司还通过新设分公司和办事处的方式深度挖掘各省市内的潜在客户，努力拓宽公司的办公渠道网络。针对个别重点市场，公司优先为其配置优质资源，努力做到为客户提供更优质服务。近年来，公司凭借出色的服务与过硬的产品质量已经成功入围了多家政府客户、央企客户和金融企业的采购白名单，大大提高了自身在大办公市场中的占有率。

（四）顺应个性化需求崛起之势，借助线下门店进军精品文创市场

近年来，个性化需求的崛起对公司原先定位偏向传统的文具产品造成了一定冲击，为了应对来自需求端的改变，公司已经开始进行转型升级，从单纯生产标准化的文具产品转变为打造高品质精品文创产品的品牌零售商。对于此业务，公司主要借助晨光生活馆与九木杂物社的线下门店推广自身与各大 IP 的联名产品以及具备设计感与创意的文创产品。截至目前，公司仍在通过不断优化产品结构以及运营升级的方式对主营精品文具的晨光生活馆进行调整，并已成功实现减亏，预计短期内或将全面实现扭亏为盈；至于全面发展主营精品杂货的九木杂物社，公司对其的定位是进一步拓展公司在精品文创市场占有率，从而提升公司在蓬勃向上发展的文创市场中的品牌影响力。截至 2019 年上半年，公司在全国拥有 300 家零售大店，其中晨光生活馆 129 家，九木杂物社 171 家（直营 114 家，加盟 57 家），较 2018 年末生活馆减少 11 家，九木杂物社增加 56 家，其中直营增加 27 家，加盟增加 29 家。在加速展店的同时，公司不忘持续提升内部管理能力，努力提升可比门店的运营效率，早日实现全面扭亏。另外在 IT 方面，公司的区域仓库 WMS 系统现已正式上线运行，借助此系统公司总部与区域仓库间的调拨转货变得畅通无阻，大大提升了运营效率；并且，九木杂物社的微信小程序已正式上线，不仅为九木杂物社的会员提供了线上购物的渠道，还使得公司能够享受到线上营销带来的高转化率。

3. 投资建议

在传统文具制造板块受益于公司转型升级聚焦精品文创市场而重拾增长的同时，公司的办公直销业务持续保持高速增长。未来预计在公司“一体两翼”的发展策略引导下，在线

下门店保持扩张以及科力普不断扩充品类与客户的前提下，公司规模与业绩有望继续保持高速增长。考虑到公司在传统文具领域的品牌优势、在大办公领域的品质服务优势以及精品文创市场的高成长性等优势，我们预计公司 2019E/2020E/2021E 年分别实现营收 110.94/140.25/169.58 亿，实现归母净利润 10.37/12.63/15.10 亿元，对应 PS3.94/3.12/2.58 倍，对应 PE42/35/29 倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

办公直销市场竞争加剧的风险；线下零售受其他业态分流的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测(直接贴了表格)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(单位:百万元)	6357.10	8534.99	11093.52	14025.31	16957.65
增长率(%)	36.35%	34.26%	29.98%	26.43%	20.91%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	634.04	806.85	1036.72	1263.27	1510.14
增长率(%)	28.63%	27.26%	28.49%	21.85%	19.54%
EPS(元/股)	0.69	0.88	1.13	1.37	1.64
销售毛利率	25.73%	25.83%	25.98%	25.48%	25.14%
净资产收益率(ROE)	22.37%	23.66%	27.63%	28.21%	28.37%
市盈率(P/E)	39	36	42	35	29
市净率(P/B)	8.01	8.16	10.69	9.00	7.57
市销率(P/S)	3.98	3.48	3.94	3.12	2.58

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测(股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价)

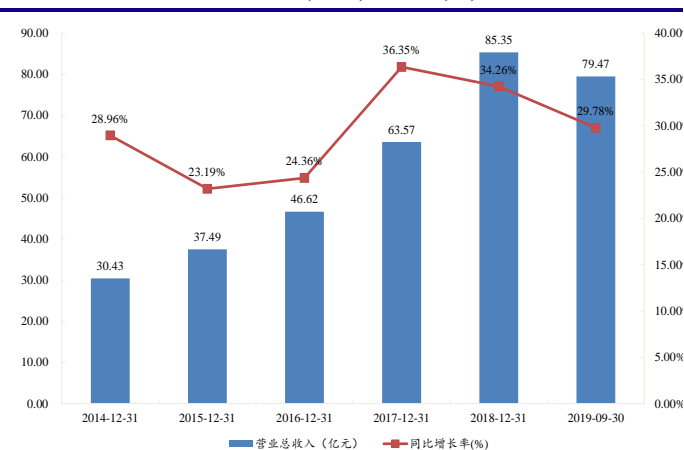
表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司					
	齐心集团		均值	中位数	
PE	37		37	37	
PB	3.03		3.03	3.03	
PS	1.61		1.61	1.61	
境外可比公司					
	Pilot (百乐)	KOKUYO (国誉)	三菱铅笔	均值	中位数
PE	8	14	23	15	14
PB	2.13	1.02	1.79	1.65	1.79
PS	1.20	0.65	2.16	1.34	1.20

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

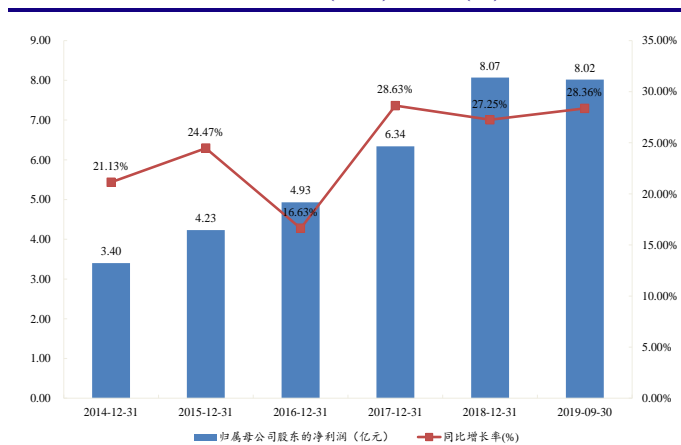
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2014-2019Q3 营业收入(亿元)及同比(%)



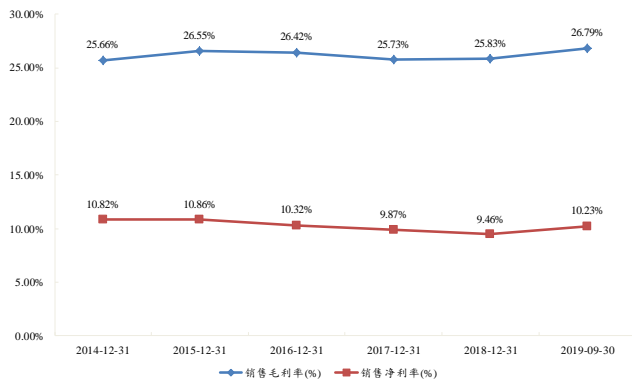
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2：2014-2019Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)



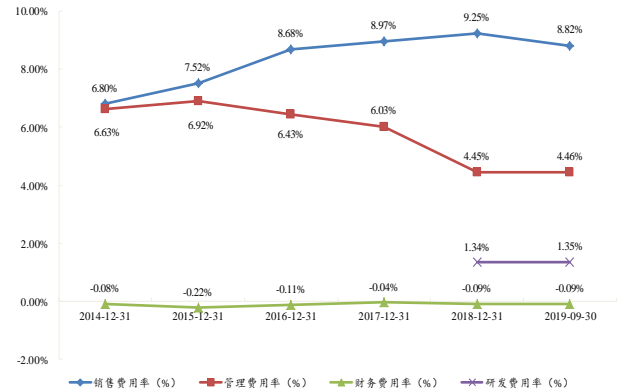
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3：2014-2019Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



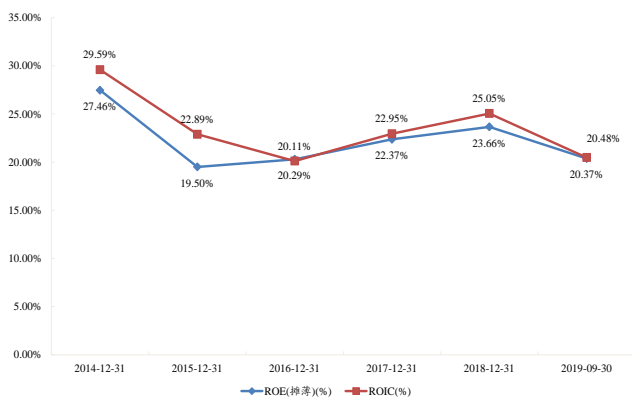
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2014-2019Q3 期间费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2014-2019Q3 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：晨光文具营业收入和成本构成

	2019/9/30				2018/9/30			
	营业收入 (单位：亿元)	占比比重 (%)	营业成本 (单位：亿元)	占比比重 (%)	营业收入 (单位：亿元)	占比比重 (%)	营业成本 (单位：亿元)	占比比重 (%)
分季度								
第一季度	23.56	29.64%	20.79	29.66%	18.40	30.05%	16.28	29.90%
第二季度	24.83	31.24%	22.43	32.00%	19.46	31.78%	17.57	32.26%
第三季度	31.09	39.12%	26.87	38.34%	23.37	38.16%	20.60	37.83%
合计	79.47	100.00%	70.08	100.00%	61.24	100.00%	54.46	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 4：晨光文具 2019 年截止第三季度重大事项进展

事件类型	内容
股东及董事减持股份	2019 年 9 月 4 日公司披露了股东科迎投资、杰葵投资、陈湖文和陈湖雄的股份减持计划。 科迎投资（原持股比例 2.89%）、杰葵投资（原持股比例 2.85%）、陈湖文

(原持股比例 3.30%) 和陈湖雄 (原持股比例 2.83%) 计划在该减持计划披露之日起 3 个交易日后 6 个月内, 分别通过大宗交易的方式减持公司无限售条件流通股不超过 320 万股、310 万股、760 万股和 320 万股。在减持计划实施期间内, 科迎投资实际减持 320 万股 (减持 0.35%), 杰葵投资实际减持 310 万股 (减持 0.34%), 陈湖文实际减持 760 万股 (减持 0.83%), 陈湖雄实际减持 320 万股 (减持 0.35%)。截至 2019 年 9 月 19 日, 上述减持计划已实施完毕。

工商变更登记

变更后, 公司的经营范围为: 文具用品制造及销售, 饰品、办公用品、工艺礼品、橡塑制品、电子产品、家用电器、玩具、模具、五金交电、通讯器材、计算机软件及辅助设备、日用百货批发、零售, 从事货物及技术的进出口业务, 企业管理咨询。(企业经营涉及行政许可的, 凭许可证件经营) 现为: 文具用品制造及销售, 数码产品、安防设备、仪器仪表、劳防用品、家具、装饰品、化妆品、饰品、办公用品、工艺礼品(象牙及其制品除外)、橡塑制品、电子产品、家用电器、玩具、模具、五金交电、通讯器材、计算机软件及辅助设备、日用百货批发、零售, 从事货物及技术的进出口业务, 食品销售, 电子商务, 出版物经营, 其他印刷品印刷, 包装印刷服务, 企业管理咨询。【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 5: 晨光文具前十大股东情况 (更新自 2019 年三季报)

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动 (万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	股本性质
1	晨光控股(集团)有限公司	不变	53600.00	-	58.26	-	境内非国有法人
2	香港中央结算有限公司	增加	3054.15	954.77	3.32	1.04	未知
3	上海科迎投资管理事务所(有限合伙)	减少	2340.00	-320.00	2.54	-0.35	其他
4	上海杰葵投资管理事务所(有限合伙)	减少	2310.00	-310.00	2.51	-0.34	其他
5	陈湖雄	减少	2280.00	-420.00	2.48	-0.46	境内自然人
6	陈湖文	减少	2280.00	-320.00	2.48	-0.35	境内自然人
7	陈雪玲	不变	1440.00	-	1.57	-	境内自然人
8	招商银行股份有限公司 一兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	新进	1285.00	1285.00	1.40	1.40	未知
9	中国工商银行股份有限公司 一景顺长城新兴成长混合型证券投资基金	不变	1149.99	-	1.25	-	未知
10	全国社保基金四零六组合	不变	956.14	-	1.04	-	未知
合计			70695.29		76.85		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn