

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/文娱用品

晨光文具 (603899.SH)

上调评级

报告原因：公告点评

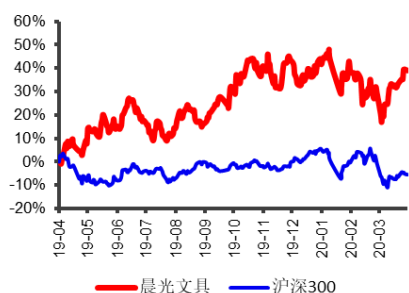
精品文创+科力普增长超预期，传统文具龙头焕彩前行

买入

2020年4月14日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年4月13日

收盘价(元):	48.47
年内最高/最低(元):	40.31/51.98
流通A股/总股本(亿):	9.20/9.20
流通A股市值(亿):	445
总市值(亿):	445

基础数据：2019年12月31日

基本每股收益	1.15
摊薄每股收益:	1.15
每股净资产(元):	4.57
净资产收益率:	27.85%

分析师：杨晶晶

证书编号：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】晨光文具 (603899.SH) 深度报告：产品与渠道实力护航，科力普处在快速增长轨道》2020-1-2

事件描述

➤ 晨光文具发布 2019 年度报告：报告期内，公司实现营业收入 111.41 亿元，同比增长 30.53%；归母净利润 10.60 亿元，同比增长 31.39%；扣非净利润 10.05 亿元，同比增长 34.13%。业绩超出我们此前的预期。

事件点评

➤ 2019Q4 归母净利润同比增长 41.77%，增速环比 Q3 大幅提升 9.55pct。公司 2019Q4 实现营业收入 31.94 亿元，同比增长 32.44%；实现归母净利润 2.58 亿元，同比增长 41.77%；实现扣非归母净利润 2.45 亿元，同比增长 38.19%。2019Q1/Q2/Q3 营业收入增速分别为 28.00%/27.57%/33.02%；归母净利润增速分别为 26.42%/25.02%/32.22%；扣非归母净利润增速分别为 20.54%/20.78%/43.89%。

➤ 盈利能力小幅提升，存货周转加快、现金流情况良好。2019 年毛利率同比提升 0.30pct 至 26.13%，净利率同比提升 0.20pct 至 9.66%，期间费用率同比下降 0.57pct 至 14.37%，研发支出同比增加 40.23%至 1.60 亿元。公司营运能力指标向好，存货周转率同比增加 0.19 至 6.80 次，应付账款周转天数增加 8.12 至 69.56 天，供应链整合及对上游占款能力有所提升，而应收账款周转率同比下降 1.22 至 12.14 次，主要系科力普业务快速扩张带来的应收账款大量增加所致。此外，报告期末公司经营性现金流量净额同比增长 30.68%至 10.82 亿元，经营活动现金流量净额/营业收入比重同比提升 0.01pct 至 9.71%。

➤ 传统核心业务实现突破，设计研发实力不断加强，各产品赛道推陈出新，推动多类产品毛利率、量价齐升。2019 年公司传统核心业务实现营收 66.51 亿元，同比增长 21%。分产品看，(1) 学生文具营收同比增长 42.35% 至 26.45 亿元，其中量/价同比分别增长 33%/7% (剔除安硕 3.64 亿元收入并表影响，收入增速约 23%)，毛利率同比下滑 0.84pct 至 32.66%。(2) 办公文具营收同比增长 15.86%至 23.47 亿元，其中量/价同比分别增长 8%/7%，毛利率同比提升 0.70pct 至 26.46%。(3) 书写工具营收同比增长 12.26%至 21.87 亿元，其中量/价同比分别增长 8%/4%，毛利率同比提升 1.72pct 至 36.75%。此外，加盟管理费同比增长 68.41%至 4.56 亿元。

➤ 办公直销业务空间广阔，科力普持续中标大客户推动业绩高增。报告期内，晨光科力普保持高速增长，实现营业收入 36.6 亿元，同比增长 41.45%，

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

在办公直销市场的占有率和品牌影响力进一步提升。2019 年，晨光科力普覆盖了多地政府与央企及大型机构客户，政府客户方面成功入围山西省政府、辽宁省政府、吉林省政府、重庆市政府电商等项目；央企客户方面成功入围中国移动、中国联通、中国邮政等集团采购项目；金融客户方面入围浦发银行、广发银行等项目；世界 500 强和其他企业客户方面中标小米、西门子、戴尔，华润置地、广州地铁等采购项目。并推出了省心购业务，以好货低价、低运营成本的模式拓展小微企业市场。

➤ **精品文创乘势而上，晨光生活馆营业收入高速增长。**报告期内，晨光生活馆（含九木杂物社）实现总营业收入 6.01 亿元，同比增长 96.34%，店铺数量增加到 380 家，其中晨光生活馆 119 家，九木杂物社 261 家（直营 158 家，加盟 103 家）。

➤ **多元化渠道拥抱“新零售”，晨光科技助力线上销售高速增长。**截至报告期末，公司在全国拥有 35 家一级合作伙伴、近 1200 个城市的二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端超过 8.5 万家。报告期内，晨光科技坚持全渠道战略，实现营业收入 29,668.20 万元，同比增长 26.60%。晨光品牌在淘系学生品类书写工具、学习辅类、画具画材、纸张本册合计终端零售额市场排名第一。

投资建议

➤ 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 12.10、16.90、20.69 亿元，同比增长 14.10%、39.73%、22.45%，对应 EPS 为 1.31/1.84/2.25 元，PE 为 40.22/28.78/23.51 倍，上调至“买入”评级。

存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；工程业务回款风险；工程订单增长不及预期；原材料价格波动风险；产能过剩风险；经销商管理风险等。

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,534.99	11,141.10	13,335.90	16,669.87	20,003.85
同比增长	34.26%	30.53%	19.70%	25.00%	20.00%
归母净利润（百万元）	806.85	1,060.08	1,209.58	1,690.13	2,069.49
同比增长	27.25%	31.39%	14.10%	39.73%	22.45%
每股收益（元）	0.88	1.15	1.31	1.84	2.25
PE	60.30	45.89	40.22	28.78	23.51
PB	14.26	11.58	8.97	6.84	5.43

数据来源：wind



利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,535.0	11,141.1	13,335.9	16,669.9	20,003.8	成长性					
减:营业成本	6,330.4	8,229.8	9,821.9	12,272.4	14,722.8	营业收入增长率	34.3%	30.5%	19.7%	25.0%	20.0%
营业税费	34.7	42.0	48.0	63.6	74.6	营业利润增长率	36.9%	37.3%	10.6%	41.6%	22.3%
销售费用	789.4	980.2	1,126.9	1,500.3	1,760.3	净利润增长率	48.3%	26.8%	-3.7%	41.8%	23.4%
管理费用	379.6	469.3	533.4	916.8	1,120.2	EBITDA增长率	53.4%	42.0%	-3.9%	42.7%	22.3%
财务费用	-8.0	-8.4	-10.0	1.0	1.0	EBIT增长率	36.4%	36.0%	11.9%	41.6%	22.5%
资产减值损失	3.4	-17.8	-10.0	9.0	-3.9	NOPLAT增长率	27.3%	31.4%	14.1%	39.7%	22.4%
加:公允价值变动收益	-	4.6	-441.3	73.5	98.1	投资资本增长率	-7.7%	-21.4%	36.1%	39.3%	18.1%
投资和汇兑收益	35.1	24.0	35.0	29.5	32.2	净资产增长率	20.0%	27.6%	27.4%	29.7%	25.1%
营业利润	934.7	1,283.2	1,419.4	2,009.9	2,459.1	利润率					
加:营业外净收支	25.5	10.5	18.0	14.2	16.1	毛利率	25.8%	26.1%	26.4%	26.4%	26.4%
利润总额	960.2	1,293.7	1,437.4	2,024.1	2,475.2	营业利润率	11.0%	11.5%	10.6%	12.1%	12.3%
减:所得税	152.4	217.6	227.8	334.0	405.7	净利润率	9.5%	9.5%	9.1%	10.1%	10.3%
净利润	806.8	1,060.1	1,209.6	1,690.1	2,069.5	EBITDA/营业收入	13.8%	13.4%	10.8%	12.2%	12.6%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	12.1%	13.2%	10.6%	12.1%	12.3%
货币资金	1,046.7	1,935.6	2,957.7	3,783.6	5,004.3	投资回报率					
交易性金融资产	-	661.9	220.6	294.2	392.2	ROE	23.7%	25.2%	22.3%	23.8%	23.1%
应收帐款	919.1	1,143.7	1,216.9	1,521.1	1,825.3	ROA	14.2%	14.2%	14.0%	15.7%	15.7%
应收票据	1.9	-	-	-	-	ROIC	36.1%	53.2%	75.7%	78.8%	69.3%
预付帐款	42.3	85.4	79.4	99.2	119.0	费用率					
存货	1,042.7	1,378.1	1,345.5	1,681.2	2,016.9	销售费用率	9.2%	8.8%	8.5%	9.0%	8.8%
其他流动资产	1,047.0	58.8	60.6	62.4	64.3	管理费用率	4.4%	4.2%	4.0%	5.5%	5.6%
可供出售金融资产	3.6	-	-	-	-	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.6%	12.9%	12.4%	14.5%	14.4%
长期股权投资	30.2	35.6	35.6	35.6	35.6	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	37	33	38	41	44
固定资产	876.6	1,163.7	1,652.5	2,164.0	2,683.0	流动资产周转天数	149	151	150	144	152
在建工程	24.5	260.5	306.4	379.8	317.9	应收帐款周转天数	32	33	53	53	46
无形资产	188.0	331.0	315.4	299.8	284.1	存货周转天数	54	53	50	44	49
其他非流动资产	336.8	362.3	373.2	384.4	395.9	总资产周转天数	212	214	219	209	215
资产总额	5,677.5	7,565.1	8,654.3	10,737.6	13,169.1	偿债能力					
短期借款	-	183.2	61.1	61.1	76.3	资产负债率	38.4%	41.0%	34.3%	31.3%	30.0%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	62.4%	69.6%	52.3%	45.7%	42.8%
应付账款	1,319.4	1,861.1	1,881.0	2,350.3	2,819.6	流动比率	1.94	1.76	2.06	2.29	2.47
其他流动负债	73.0	109.0	114.5	120.2	126.2	速动比率	1.45	1.30	1.59	1.77	1.94
长期借款	-	-	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	73.0	109.0	114.5	120.2	126.2	业绩和估值指标					
负债总额	2,180.8	3,104.2	2,972.7	3,365.9	3,946.5	EPS(元)	0.88	1.15	1.31	1.84	2.25
股本	920.0	920.0	920.0	920.0	920.0	BVPS(元)	3.71	4.57	5.89	7.73	9.74
资本公积与留存收益	2,218.5	3,008.6	4,218.2	5,908.3	7,770.9	PE(X)	60.3	45.9	40.2	28.8	23.5
少数股东权益	85.9	259.4	259.4	259.4	259.4	PB(X)	14.3	11.6	9.0	6.8	5.4
股东权益	3,496.7	4,460.9	5,681.6	7,371.7	9,222.7	P/FCF	49.9	29.2	93.1	57.1	31.4
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	P/S	5.7	4.4	3.6	2.9	2.4
净利润	807.8	1,076.1	1,209.6	1,690.1	2,069.5	EV/EBITDA	22.4	28.2	31.5	21.8	17.1
加:折旧和摊销	3.4	28.0	-	-	-	CAGR(%)	27.9%	24.4%	24.5%	27.9%	24.4%
资产减值准备	198.1	88.4	31.0	31.0	58.8	PEG	216.1%	188.4%	164.3%	103.2%	96.5%
公允价值变动损失	-	-4.6	-441.3	73.5	98.1						
财务费用	-2.6	15.7	-10.0	1.0	1.0						
投资收益	-35.1	-24.0	-35.0	-29.5	-32.2						
少数股东损益	1.0	16.0	-	-	-						
营运资金的变动	-145.4	768.3	1.9	-221.2	-106.3						
经营活动产生现金流量	827.9	1,081.9	756.2	1,545.0	2,088.8						
投资活动产生现金流量	-296.0	-74.4	367.0	-718.1	-663.9						
融资活动产生现金流量	-225.1	-364.3	21.1	-1.0	-219.5						

数据来源: wind

分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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。本人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。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

