

**证券研究报告—动态报告**

轻工

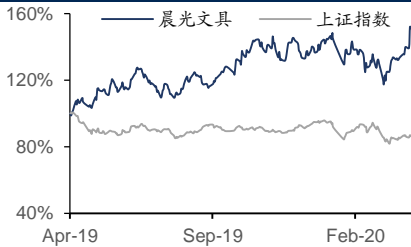
文具

**晨光文具(603899)**
**买入**

2019 年年报点评

(上调评级)

2020 年 04 月 19 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	920/920
总市值/流通(亿元)	472/472
上证综指/深圳成指	2,838/10,528
12 个月最高/最低(元)	53.75/33.48

**证券分析师: 荣泽宇**

电话: 010-88005307

E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 一体两翼, 稳中提速

**● 传统业务平稳增长, 科力普和晨光生活馆增速亮眼**

公司 2019 年实现营收 111.41 亿元 (+30.53%), 归母净利润 10.60 亿元 (+31.39%)。传统核心业务营收 66.5 亿元 (+20.68%), 为安硕并表和线上分销快速增长所致。科力普直销业务实现收入 36.58 亿元 (+41.45%), 政府、央企和金融机构大客户拓展显著。晨光生活馆零售业务开店逐渐加速, 当前公司在全国 55 个城市拥有 380 家零售大店, 精品文创店组货和服务模式趋于成熟。晨光科技线上种类不断增多, 全渠道拓展成效显著。

**● MPS 转为 MBS, 数字化运营赋能零售终端**

公司过去 5 年聚焦供应链成本控制和管理升级, 2019 年开始发力提升数字化能力赋能零售终端。报告期内公司大力推进晨光联盟 APP, 用以加强总部、各级合作伙伴和终端门店联系的紧密程度。提升业务的数字化水平, 从而提高终端用户体验、缩短响应时间、提高订单满足率, 最终实现整体运营效率的提升。

**● 股权激励彰显经营信心, 看好公司优质发展路线**

公司公布股权激励计划, 拟以 24.10 元/股授予限制性股票 918 万股, 占公司现已发行总股本的 1%。股权激励显示了公司对未来三年业绩增长的信心, 同时能够提高员工创造效益的积极性。

**● 投资建议: ROE 有望持续优化提升, 上调至“买入”评级**

预测公司 2020-2022 年收入 135.88/160.29/178.97 亿元, 同比增速 22.0%/18.0%/11.7%; 归母净利润 13.01/15.29/18.00 亿元, 同比增速 22.7%/17.5%/17.7%, EPS 为 1.41/1.66/1.96 元/股, 当前股价对应 2020-2022 年预测 PE 为 30.4/25.9/22.0X。

基于对科力普净利率上行空间较大和晨光生活馆未来 1-2 年运营成熟扭亏为盈的判断, 以及对公司前中后台数字化管理赋能带来的运营效率提升预期, 我们认为公司 ROE 将保持高质量高水平且仍有提升空间。上调评级至“买入”, 合理估值区间 56.7-66.4 元 (前值 52.0-53.0 元)。

**● 风险提示**

传统业务竞争激烈导致利润率下降; 办公直销业务大客户拓展不及预期; 精品文创同质化竞争加剧导致增速和利润率下降。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,535	11,141	13,588	16,029	17,897
(+/-%)	34.3%	30.5%	22.0%	18.0%	11.7%
净利润(百万元)	807	1,060	1,301	1,529	1,800
(+/-%)	27.3%	31.4%	22.7%	17.5%	17.7%
摊薄每股收益(元)	0.88	1.15	1.41	1.66	1.96
EBIT Margin	11.7%	12.7%	10.9%	11.0%	11.7%
净资产收益率(ROE)	23.7%	25.2%	25.3%	24.4%	23.7%
市盈率(PE)	49.0	37.3	30.4	25.9	22.0
EV/EBITDA	36.3	29.4	26.6	22.6	19.4
市净率(PB)	11.60	9.41	7.68	6.31	5.22

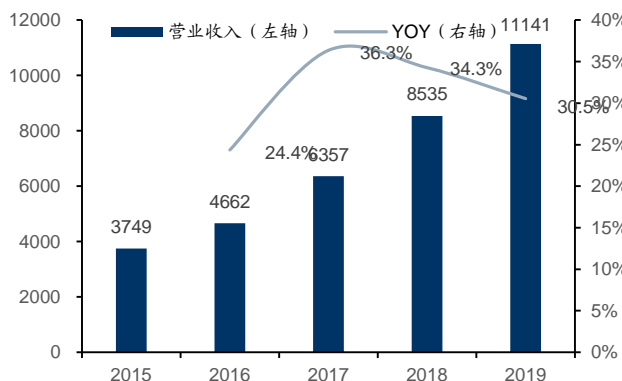
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 业绩稳健增长，费用率小幅优化

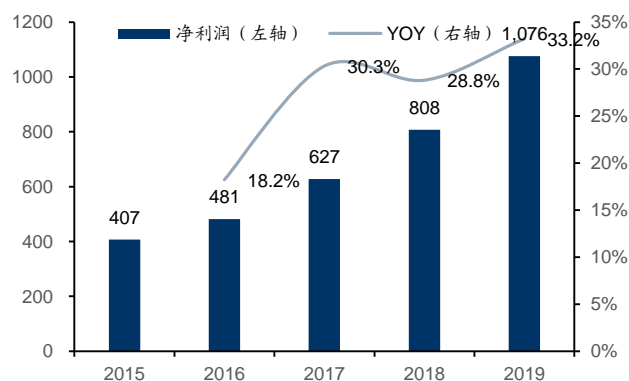
传统业务平稳增长，科力普等新业务增速亮眼。公司 2019 年实现营收 111.41 亿元 (+30.53%)，归母净利润 10.60 亿元 (+31.39%)；其中书写工具、学生文具、办公文具分别实现营收 21.87 (+12.4%)、26.45 (+42.3%)、60.05 (+162.9%) 亿元；传统核心业务、科力普、晨光生活馆、晨光科技分别实现收入 66.51 (+20.68%)、36.58 (+41.45%)、6.01 (+96.33%)、2.97 (+26.60%) 亿元。

图 1：公司营业收入和同比变化（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

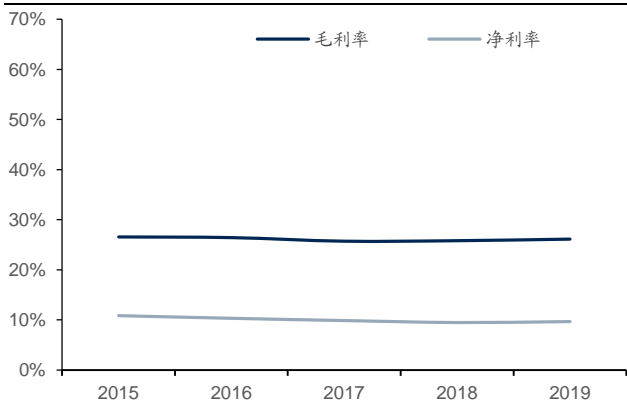
图 2：公司归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

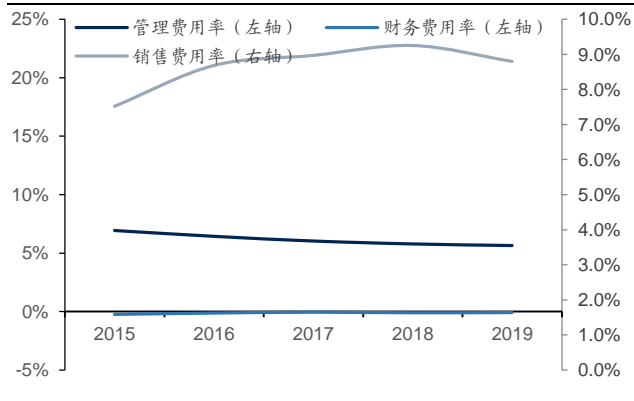
毛利率和净利率维持稳定，销售费用率小幅优化。公司 2019 年毛利率 26.1% (+0.3%)，净利率 9.7% (+0.2%)，2019 年管理费用率 5.7% (+0.1%)，销售费用率 8.8% (-0.4%)。分产品来看，书写工具、学生文具、办公文具毛利率分别为 36.7% (1.9%)、32.7% (-0.8%)、18.3% (-0.7%)。

图 3：公司毛利率、净利率变化



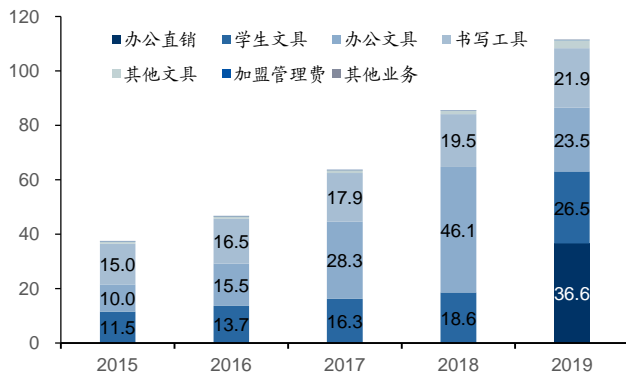
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司三费率变化



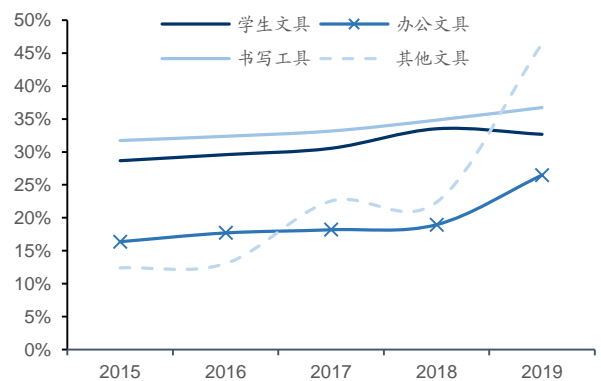
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5: 公司营收产品结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司主营产品毛利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

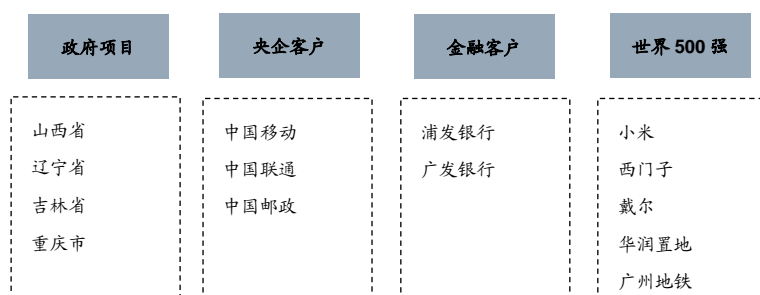
### 精品文创与办公直销两翼齐飞, 品牌和渠道优势进一步强化

公司传统业务四条核心赛道全面推进。2019 年大众产品、精品文创产品、办公产品和儿童美术产品四大类传统核心业务实现营收 66.5 亿元 (+20.68%), 其中安硕并表贡献营收 3.65 亿元。

科力普办公直销业务快速增长, 市占率进一步提高。2019 年公司科力普直销业务实现营收 36.58 亿元 (+41.5%), 净利率 2.1%(+0.9%)。对标海外文具龙头 6-7% 的净利率, 科力普净利率仍有充足的上行空间。

公司大客户拓展成果显著, 政府方面成功入围山西省、辽宁省、吉林省和重庆市等项目; 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。仓储物流方面, 公司在上海、北京、广州、深圳、天津等九个城市自建配送队伍, 提升了客户体验。

图 7: 科力普业务进展

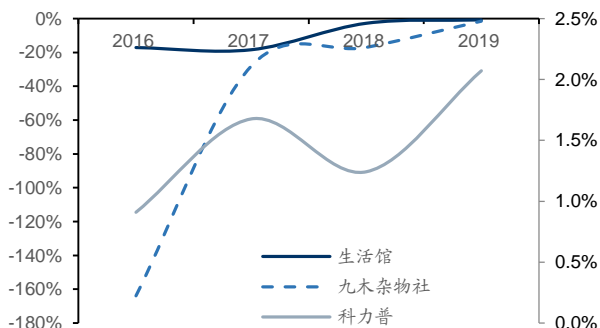


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

晨光生活馆减亏趋势向好, 零售业务开店有望加速。2019 年公司晨光生活馆(含九木杂物社) 营收 6.01 亿元 (+96.3%), 净利率 -1.3%, 较 2018 年 -9.9% 大幅收窄。截止报告期, 公司在全国 55 个城市拥有 380 家零售大店, 其中晨光生活馆 119 家, 九木杂物社 261 家。经过几年摸索, 精品文创店组货和服务模式

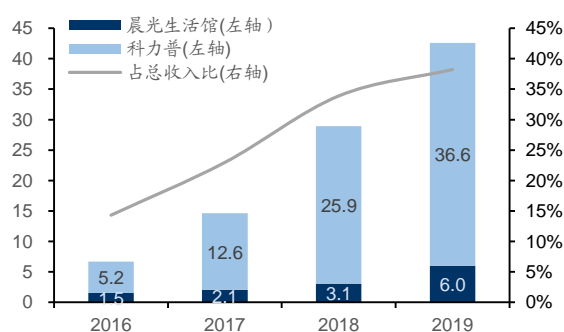
趋于成熟，未来市场开拓有望加速。晨光科技线上种类不断增多，全渠道拓展成效显著。2019 年晨光品牌在淘系学生品类书写工具、学习辅类、画具画材、纸张本册合计终端零售额市场排名第一。

图 8: 2016-2019FY 晨光生活馆和九木杂物社净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 晨光生活馆和科力普收入和占总收入比 (亿元)



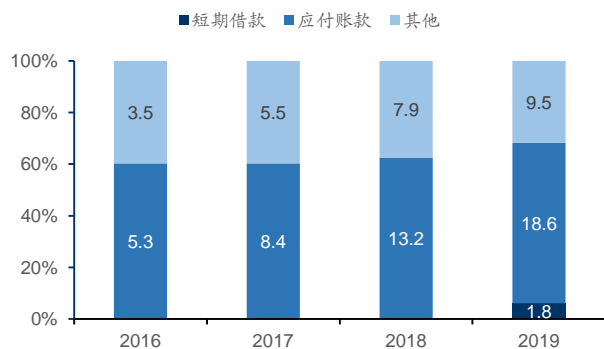
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**数字化管理赋能零售终端。**公司不断扩展重点商圈占比，提高市场份额。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。在此基础上，公司着力推动晨光联盟 APP，更紧密地连接总部、各级合作伙伴和终端门店，通过提升数字化管理水平提升终端用户体验、缩短响应时间、提高订单满足率。

### 盈利质量高，ROE 仍有提升与改善空间

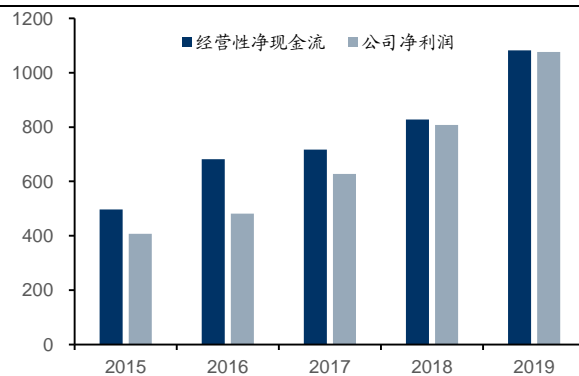
**应付账款小幅提升杠杆，运营效率有望提升。**2019 年资产负债率 41.03% (+2.62%)，其小幅上升原因主要为应付账款和短期借款增多。公司负债主要为流动负债，几乎无非流动负债。流动负债以应付账款为主，2019 年应付账款占流动负债 60%。存货周转效率显著提升，存货周转天数下降 52.95 天 (-1.49 天)，未来运营效率有望随公司数字化管理程度加深而有所增加。公司现金收益质量较高，近年来经营性净现金流均略大于或基本持平于净利润。

图 10: 公司流动负债结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 公司现金流量变化情况 (百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**ROE 仍具提升与改善空间。**公司 2019FY ROE 为 27.9% (+2.1%)，其增长主要原因是净利率增加 0.2%和权益乘数增加 0.08。

**未来净利率有望保持上升趋势。**一方面由于晨光生活馆精品文创组货和服务模式趋于成熟，其有望在近两年内扭亏为盈；另一方面科力普当前净利润率仅 2.1%，对标海外办公文具巨头 6-7%的净利率仍有充足的上升空间。总资产周转率则有望随公司数字化管理的推进小幅增加。权益乘数方面，公司对上游客户占款能力较强，由应付账款带来的部分杠杆未来有望与当前持平乃至小幅上升。

**表 1: 公司 ROE 的三因子拆解**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE (%)	25.58	37.85	35.39	31.83	24.84	21.45	24.09	25.84	27.85
净利率 (%)	8.91	11.87	11.70	10.82	10.86	10.32	9.87	9.47	9.66
总资产周转率	1.88	2.21	2.10	2.00	1.61	1.47	1.63	1.70	1.68
权益乘数	1.53	1.38	1.39	1.37	1.30	1.36	1.51	1.62	1.70

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 股权激励彰显经营信心，看好公司优质发展路线

公司公布 2020 年股权激励计划，以 24.10 元/股的价格拟授予激励对象的限制性股票数量为 918 万股，占该激励计划草案公告日公司股本总额 9.2 亿股的 1.00%。股权激励计划体现了公司对整体业务，尤其是科力普与晨光生活馆等新业务增长的信心；并且能够充分调动员工积极性。

**表 2: 公司股权激励计划**

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2019 年为基数，2020 年营业收入增长率不低于 15%，2020 年净利润增长率不低于 10%
首次授予的限制性股票 第二个解除限售期	以 2019 年为基数，2021 年营业收入增长率不低于 45%，2021 年净利润增长率不低于 34%
第三个解除限售期	以 2019 年为基数，2022 年营业收入增长率不低于 75%，2022 年净利润增长率不低于 66%
预留授予的限制性股票 第一个解除限售期	以 2019 年为基数，2021 年营业收入增长率不低于 45%，2021 年净利润增长率不低于 34%
第二个解除限售期	以 2019 年为基数，2022 年营业收入增长率不低于 75%，2022 年净利润增长率不低于 66%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**表 3: 预测股权激励摊销成本 (万元)**

2020	2021	2022	2023	合计
6922	7101	3398	855	18275

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

### 投资建议

我们根据公司最新的发展动态等因素，调整公司 2020-2022 年的收入和盈利预测。预测公司 2020-2022 年收入 135.88/160.29/178.97 亿元 (2020-2021 前值为 135.79/161.57 亿元)，同比增速 22.0%/18.0%/11.7%。归母净利润 13.01/15.29/18.00 亿元 (2020-2021 前值为 12.55/15.01 亿元)，同比增速 22.7%/17.5%/17.7%。预测 EPS 为 1.41/1.66/1.96 元/股，当前股价对应 2020-2022 年预测 PE 为 30.4/25.9/22.0X。

我们认为公司一体两翼的发展战略将在稳健推进的前提下逐步提速，新业务收入快速增长、利润率提升值得期待。同时，数字化管理和经销商合作进入新的发展阶段，也将继续让公司的龙头地位得以巩固。晨光的 ROE 有望伴随上述业务进展持续保持较高水准并进一步提升。

考虑上述因素,我们上调公司的评级至“买入”,并上调合理估值区间至 56.7-66.4 元(前值 52-53 元)。

#### 风险提示

传统业务竞争激烈导致利润率下降;办公直销业务大客户拓展不及预期;精品文创同质化竞争加剧导致增速和利润率不及预期。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1936	2015	2923	4070	营业收入	11141	13588	16029	17897
应收款项	1144	1349	1555	1709	营业成本	8230	10235	12091	13427
存货净额	1378	1692	1995	2212	营业税金及附加	42	54	63	70
其他流动资产	806	1664	1963	2192	销售费用	980	1258	1483	1629
<b>流动资产合计</b>	<b>5264</b>	<b>6720</b>	<b>8436</b>	<b>10183</b>	管理费用	469	559	625	675
固定资产	1424	1653	1857	2036	财务费用	(8)	(30)	(30)	(30)
无形资产及其他	331	318	305	291	投资收益	24	24	24	24
投资性房地产	546	546	546	546	资产减值及公允价值变动	18	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(187)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7565</b>	<b>9237</b>	<b>11144</b>	<b>13057</b>	营业利润	1283	1534	1820	2148
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	11	40	30	30
应付款项	1861	2392	2913	3305	<b>利润总额</b>	<b>1294</b>	<b>1574</b>	<b>1850</b>	<b>2178</b>
其他流动负债	1134	1287	1516	1679	所得税费用	218	254	298	351
<b>流动负债合计</b>	<b>2995</b>	<b>3679</b>	<b>4429</b>	<b>4984</b>	少数股东损益	16	19	23	27
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1060</b>	<b>1301</b>	<b>1529</b>	<b>1800</b>
其他长期负债	109	133	157	181					
<b>长期负债合计</b>	<b>109</b>	<b>133</b>	<b>157</b>	<b>181</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3104</b>	<b>3812</b>	<b>4586</b>	<b>5165</b>	净利润	807	1060	1301	1529
少数股东权益	259	274	290	310	资产减值准备	(17)	25	10	4
股东权益	4202	5151	6268	7582	折旧摊销	148	30	151	181
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7565</b>	<b>9237</b>	<b>11144</b>	<b>13057</b>	公允价值变动损失	3	(18)	2	2
					财务费用	(8)	(8)	(30)	(30)
关键财务与估值指标					营运资本变动	5	615	(660)	(30)
每股收益	1.15	1.41	1.66	1.96	其它	18	(13)	5	12
每股红利	0.31	0.38	0.45	0.53	<b>经营活动现金流</b>	<b>963</b>	<b>1699</b>	<b>808</b>	<b>1699</b>
每股净资产	4.57	5.60	6.81	8.24	资本开支	(120)	(583)	(378)	(378)
ROIC	29.9%	27.8%	32.0%	36.4%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	25.2%	25.3%	24.4%	23.7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(120)</b>	<b>(583)</b>	<b>(378)</b>	<b>(378)</b>
毛利率	26.1%	24.7%	24.6%	25.0%	权益性融资	3	42	0	0
EBIT Margin	12.7%	10.9%	11.0%	11.7%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	13.0%	12.0%	12.2%	12.9%	支付股利、利息	(230)	(286)	(351)	(413)
收入增长	30.5%	22.0%	18.0%	11.7%	其它融资现金流	<b>224</b>	<b>303</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
净利润增长率	31.4%	22.7%	17.5%	17.7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(233)</b>	<b>(227)</b>	<b>(351)</b>	<b>(413)</b>
资产负债率	44.5%	44.2%	43.8%	41.9%	<b>现金净变动</b>	<b>610</b>	<b>889</b>	<b>79</b>	<b>908</b>
股息率	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	436	1047	1936	2015
P/E	37.3	30.4	25.9	22.0	货币资金的期末余额	1047	1936	2015	2923
P/B	9.4	7.7	6.3	5.2	企业自由现金流	1243	1243	356	1256
EV/EBITDA	29.4	26.6	22.6	19.4	权益自由现金流	1571	1571	382	1282

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032