

晨光文具 (603899.SH)

收入实现快速增长, 办公直销业务成长可期

核心观点:

- 公司收入快速增长, 销售费用率提升压低净利润增速

2017年上半年公司实现营业收入 27.85 亿元 (YoY+27.80%), 归母净利润 2.89 亿元 (YoY+15.36%), 其中二季度实现营业收入 13.73 亿元 (YoY+31.20%), 归母净利润 1.23 亿元 (YoY+17.47%)。报告期内公司实现毛利率 26.58%, 较去年同期略有下降。由于新业务扩张需要, 市场投入、渠道建设费用增加, 销售费率有所上升。此外, 汇兑收益和利息收入较去年同期减少, 综合致使利润增速低于营收增速。

- 多渠道发展提升盈利能力, 办公直销业务成长可期

公司聚焦重点终端渠道, 推进渠道优化升级, 拓展产品品类, 积极探索精品文创市场, 保持传统核心业务稳定增长。上半年“晨光系”零售终端超过 7.3 万家。与此同时, 公司积极探索和发展新渠道、新业务, 线上分销渠道进一步延伸, 直营大店明确精品文具店模式和精品小百货模式共同推进路线。办公直销业务方面成功中标多项政府采购项目和大公司集采项目, 市场实现扩张。科力普收购欧迪办公在华子公司, 有助于公司在外企客户市场的快速拓展, 从而推动市场占有率和品牌知名度的提升。

- 盈利预测与投资建议

公司办公文具销售有望持续高速增长, 并随着产品结构的优化进一步提升毛利率, 渠道升级能够有效帮助终端经营效率并提升价格中枢, 规模化过程中利润贡献将逐步体现。预计公司 2017-2019 年主营业务收入分别为 59.04/80.37/107.98 亿元, 归母净利润为 5.87/7.34/9.38 亿元, 8 月 18 日收盘股价分别对应 27.90/22.30/17.45 倍市盈率, 维持公司买入评级。

- 风险提示

文具行业增速下滑, 原材料成本上升超预期, 市场拓展有不确定性。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,749.11	4,662.47	5,903.99	8,036.60	10,797.67
增长率(%)	23.19%	24.36%	26.63%	36.12%	34.36%
EBITDA(百万元)	551.18	650.78	723.81	909.61	1,143.32
净利润(百万元)	422.65	492.92	586.95	734.41	938.29
增长率(%)	24.47%	16.63%	19.08%	25.12%	27.76%
EPS(元/股)	0.919	0.536	0.638	0.798	1.020
市盈率(P/E)	45.78	33.97	27.90	22.30	17.45
市净率(P/B)	8.93	6.89	5.43	4.37	3.49
EV/EBITDA	34.17	24.86	21.17	16.12	12.07

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

17.80 元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-21

相对市场表现



分析师: 赵中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究:

晨光文具 (603899.SH): 收 2017-06-02
购全球领先办公用品服务商

在华子公司, 助力做强国内办公直销业务

晨光文具 (603899.SH): 增 2017-03-21
长符合预期, 改良渠道迎接消费升级

晨光文具 (603899.SH): 主 2016-08-15
业成长动力充足, 新模式探索四面开花

联系人: 汪达 010-59136610

wangda@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1964	2403	3058	4163	5605
货币资金	514	564	1053	1712	2579
应收及预付	171	297	300	409	550
存货	650	734	897	1234	1668
其他流动资产	630	808	808	808	808
非流动资产	938	1024	1067	1065	1015
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	721	731	779	781	736
在建工程	18	88	88	88	88
无形资产	187	189	184	180	175
其他长期资产	12	16	16	16	16
资产总计	2902	3427	4126	5228	6620
流动负债	642	873	998	1384	1863
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	642	873	998	1384	1863
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	28	37	37	37	37
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	37	37	37	37
负债合计	670	910	1034	1421	1900
股本	460	920	920	920	920
资本公积	732	272	272	272	272
留存收益	975	1238	1825	2559	3497
归属母公司股东权	2167	2430	3017	3751	4690
少数股东权益	65	87	74	56	30
负债和股东权益	2902	3427	4126	5228	6620

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	497	682	581	721	886
净利润	407	481	574	716	913
折旧摊销	111	141	106	128	143
营运资金变动	-4	87	-46	-75	-117
其它	-17	-28	-54	-48	-52
投资活动现金流	-734	-436	-92	-61	-20
资本支出	-128	-207	-121	-96	-61
投资变动	-605	-231	29	35	42
其他	0	2	0	0	0
筹资活动现金流	550	-196	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	794	32	0	0	0
其他	-244	-228	0	0	0
现金净增加额	314	49	489	660	866
期初现金余额	200	514	564	1053	1712
期末现金余额	514	563	1053	1712	2579

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	23.2	24.4	26.6	36.1	34.4
营业利润增长	26.4	17.0	22.0	25.2	28.3
归属母公司净利润增长	24.5	16.6	19.1	25.1	27.8
获利能力(%)					
毛利率	26.5	26.4	26.0	25.2	24.8
净利率	10.9	10.3	9.7	8.9	8.5
ROE	19.5	20.3	19.5	19.6	20.0
ROIC	21.3	22.0	25.5	31.4	39.3
偿债能力					
资产负债率(%)	23.1	26.6	25.1	27.2	28.7
净负债比率	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
流动比率	3.06	2.75	3.07	3.01	3.01
速动比率	2.00	1.89	2.14	2.09	2.09
营运能力					
总资产周转率	1.61	1.47	1.56	1.72	1.82
应收账款周转率	49.09	33.35	33.35	33.35	33.35
存货周转率	4.57	4.87	4.87	4.87	4.87
每股指标(元)					
每股收益	0.92	0.54	0.64	0.80	1.02
每股经营现金流	1.08	0.74	0.63	0.78	0.96
每股净资产	4.71	2.64	3.28	4.08	5.10
估值比率					
P/E	45.8	34.0	27.9	22.3	17.5
P/B	8.9	6.9	5.4	4.4	3.5
EV/EBITDA	34.2	24.9	21.2	16.1	12.1

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3749	4662	5904	8037	10798
营业成本	2754	3431	4372	6010	8125
营业税金及附加	14	17	22	30	40
销售费用	282	405	512	698	937
管理费用	260	300	380	517	695
财务费用	-8	-5	-12	-21	-32
资产减值损失	3	7	4	16	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	29	29	35	42
营业利润	459	537	655	820	1053
营业外收入	35	35	31	32	34
营业外支出	5	3	3	3	3
利润总额	490	570	684	850	1085
所得税	83	88	109	134	172
净利润	407	481	574	716	913
少数股东损益	-16	-12	-12	-19	-26
归属母公司净利润	423	493	587	734	938
EBITDA	551	651	724	910	1143
EPS(元)	0.92	0.54	0.64	0.80	1.02

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 汪 达： 研究助理，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。