

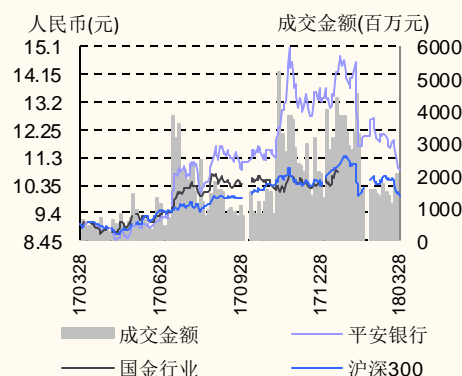
晨光文具 (603899.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 47.56元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.20
已上市流通A股(亿股)	9.20
总市值(亿元)	437.55
年内股价最高最低(元)	47.97/42.89
沪深300指数	3897
上证指数	2955



相关报告

- 1.《传统业务增长确定性高,科力普盈利改善明显-晨光文具2019年...》, 2019.8.25
- 2.《晨光文具2018年年报点评-科力普增长依旧强劲,今年迈向百亿...》, 2019.3.26
- 3.《晨光文具2018年三季报点评-传统业务稳健、新业务高增的小行...》, 2018.10.28

袁艺博 分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

Q3 实现双三十增长, 看好科力普盈利改善

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.69	0.88	1.13	1.43	1.79
每股净资产(元)	3.08	3.71	4.71	5.66	6.86
每股经营性现金流(元)	0.74	0.85	0.82	1.26	1.66
市盈率(倍)	36	34	42	33	27
净利润增长率(%)	28.63%	27.25%	29.10%	26.41%	25.07%
净资产收益率(%)	22.37%	23.66%	24.06%	25.27%	26.08%
总股本(百万股)	920.00	920.00	920.00	920.00	920.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019年前三季度, 公司分别实现营收/归母净利润 79.47 亿元/8.02 亿元, 同比分别增长 29.78%/28.36%, 全面摊薄 EPS0.87 元, 超预期。

经营分析

- **Q3 实现双三十增长, 利润质量持续提高。** Q3 公司收入增速 33.02%, 归母净利润增速 32.22%, 扣非后归母净利润增速 43.89%, 在维持稳健增长的同时, 单季实现双三十增长超预期。公司前三季度期间费用率为 14.53%, 同比微增 0.39pct, 主要系管理费用率小幅提升 0.72pct (其中, 研发费用率提升 0.78pct)。另一方面看, 公司在今年 4 月实现对上海安硕并表之后, 整体费用率较去年并未显著提升, 表明年内费用控制效果明显。前三季, 公司净利润现金含量达到 84.55%, 同比提升 5.74pct (Q1/Q2 为 38.48%/52.43%, 同比提升 56.59pct/8.65pct), 年内利润质量逐季提高。
- **9 月为学汛期, 预计 Q3 传统业务增长加速。** 上半年, 公司传统业务收入同比增长 15%, 若剔除上海安硕并表的影响, 传统业务半年度收入增速为 12%。三季度开始进入学汛期, 公司在期内产品上新加速。国金研究创新中心数据显示, 上半年公司线上累计上新 153 个, 7 月上新开始提速, 叠加 9 月开学季大促, 预计 Q3 累计上新数量将与上半年持平。我们认为, 产品更新为传统业务产品均价提升的重要驱动, 在 Q3 期内上新提速的情况之下, 预计产品均价将有显著提升。因此, 我们判断, Q3 公司传统业务收入较半年度将实现加速增长 (预计为 15%-20%)。
- **看好科力普利润率提升。** 上半年, 科力普成功入围山西、吉林和重庆等省直辖市政府电商项目, 并拓展中国邮政、TCL 集团、德勤华永会计事务所等企业成为客户。三季度内政府与央企采购订单持续落地, 科力普收入端仍有较高增长。另一方面, 针对小 B 客户的办公集采平台科力普省心购现已上线, 预计后续也将打开公司办公集采业务的新客源。在公司 5 大中心仓与自建配送团队的协同配合之下, 科力普半年度净利率提升 0.84pct 达到 1.92%, 我们看好年内盈利能力的逐步提升, 全年净利率预计将达到 2% 左右。

盈利预测与投资建议

- 看好新品拉动之下, 传统业务延续量价齐升。科力普经营效率提升, 盈利能力逐步增强。叠加生活馆与杂物社的逐步减亏, 我们上调公司 2019-2021 年 EPS 预测为 1.13/1.43/1.79 元 (前值为 1.09/1.34/1.65 元, 变动幅度为 3.67%/6.72%/8.48%), 对应 PE 为 42/33/27 倍, 维持“买入”评级。

风险因素

- 传统业务大幅下滑, 新业务拓展不及预期, 科力普盈利提升不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,662	6,357	8,535	10,958	13,993	17,859
增长率		36.3%	34.3%	28.4%	27.7%	27.6%
主营业务成本	-3,431	-4,721	-6,330	-8,047	-10,260	-13,087
%销售收入	73.6%	74.3%	74.2%	73.4%	73.3%	73.3%
毛利	1,232	1,636	2,205	2,910	3,733	4,772
%销售收入	26.4%	25.7%	25.8%	26.6%	26.7%	26.7%
营业税金及附加	-17	-26	-35	-38	-56	-68
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-405	-570	-789	-1,019	-1,322	-1,727
%销售收入	8.7%	9.0%	9.2%	9.3%	9.5%	9.7%
管理费用	-300	-384	-494	-679	-877	-1,118
%销售收入	6.4%	6.0%	5.8%	6.2%	6.3%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	510	656	886	1,174	1,478	1,859
%销售收入	10.9%	10.3%	10.4%	10.7%	10.6%	10.4%
财务费用	5	3	8	10	15	20
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-7	-21	-3	-14	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	38	35	37	39	41
%税前利润	5.1%	5.1%	3.7%	3.0%	2.5%	2.1%
营业利润	537	683	935	1,207	1,526	1,914
营业利润率	11.5%	10.7%	11.0%	11.0%	10.9%	10.7%
营业外收支	32	63	25	27	28	29
税前利润	570	746	960	1,234	1,554	1,943
利润率	12.2%	11.7%	11.3%	11.3%	11.1%	10.9%
所得税	-88	-119	-152	-191	-236	-295
所得税率	15.5%	15.9%	15.9%	15.5%	15.2%	15.2%
净利润	481	627	808	1,043	1,318	1,648
少数股东损益	-12	-7	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	493	634	807	1,042	1,317	1,647
净利率	10.6%	10.0%	9.5%	9.5%	9.4%	9.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	481	627	808	1,043	1,318	1,648
少数股东损益	-12	-7	1	1	1	1
非现金支出	115	143	151	152	169	200
非经营收益	-34	-38	-37	-64	-67	-70
营运资金变动	87	-52	-145	-379	-256	-249
经营活动现金净流	649	680	778	752	1,163	1,528
资本开支	-207	-536	-317	-174	-188	-280
投资	-309	-210	-14	0	0	0
其他	80	128	36	37	39	41
投资活动现金净流	-436	-617	-296	-138	-149	-239
股权募资	32	0	5	0	0	0
债权募资	0	0	0	-4	1	2
其他	-228	-231	-227	-124	-435	-543
筹资活动现金净流	-196	-231	-223	-128	-434	-542
现金净流量	17	-168	259	486	580	747

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	564	436	1,047	1,533	2,113	2,860
应收款项	279	603	921	1,482	2,007	2,658
存货	734	872	1,043	1,367	1,855	2,438
其他流动资产	826	1,063	1,089	1,110	1,135	1,164
流动资产	2,403	2,975	4,100	5,491	7,109	9,120
%总资产	70.1%	67.8%	72.2%	77.0%	80.8%	83.4%
长期投资	0	0	34	34	34	34
固定资产	819	898	901	948	970	1,042
%总资产	23.9%	20.5%	15.9%	13.3%	11.0%	9.5%
无形资产	189	285	306	319	346	386
非流动资产	1,024	1,414	1,578	1,641	1,693	1,809
%总资产	29.9%	32.2%	27.8%	23.0%	19.2%	16.6%
资产总计	3,427	4,388	5,678	7,133	8,803	10,929
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	754	1,137	1,708	2,342	3,043	3,955
其他流动负债	119	257	400	307	392	500
流动负债	873	1,395	2,108	2,649	3,435	4,454
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	37	80	73	69	69	70
负债	910	1,474	2,181	2,717	3,504	4,525
普通股股东权益	2,430	2,834	3,411	4,329	5,211	6,314
少数股东权益	87	80	86	87	88	89
负债股东权益合计	3,427	4,388	5,678	7,133	8,803	10,929

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.536	0.689	0.877	1.132	1.431	1.790
每股净资产	2.641	3.080	3.707	4.705	5.664	6.863
每股经营现金净流	0.706	0.740	0.845	0.817	1.264	1.661
每股股利	0.250	0.250	0.300	0.374	0.472	0.591
回报率						
净资产收益率	20.29%	22.37%	23.66%	24.06%	25.27%	26.08%
总资产收益率	14.38%	14.45%	14.21%	14.60%	14.96%	15.07%
投入资本收益率	17.10%	18.92%	21.32%	22.45%	23.64%	24.62%
增长率						
主营业务收入增长率	24.36%	36.35%	34.26%	28.39%	27.70%	27.62%
EBIT增长率	15.86%	28.71%	35.15%	32.39%	25.91%	25.84%
净利润增长率	16.63%	28.63%	27.25%	29.10%	26.41%	25.07%
总资产增长率	18.08%	28.05%	29.38%	25.63%	23.42%	24.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.3	18.2	27.3	45.0	48.0	50.0
存货周转天数	73.6	62.1	55.2	62.0	66.0	68.0
应付账款周转天数	48.5	52.8	62.3	84.0	86.0	88.0
固定资产周转天数	57.2	50.0	37.5	29.8	24.9	20.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.41%	-14.97%	-29.93%	-34.71%	-39.88%	-44.65%
EBIT利息保障倍数	-95.4	-233.0	-111.4	-113.7	-101.3	-93.6
资产负债率	26.56%	33.60%	38.41%	38.09%	39.80%	41.41%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	4	18	42
增持	0	1	7	13	21
中性	0	0	1	3	5
减持	0	0	0	1	1
评分	1.00	1.50	1.75	1.63	1.49

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

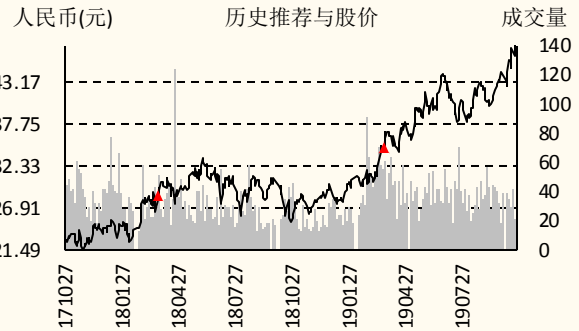
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-27	买入	27.81	N/A
2	2018-04-22	买入	29.99	N/A
3	2018-05-12	买入	29.61	34.00~40.05
4	2018-08-19	买入	27.92	N/A
5	2018-10-28	买入	25.36	N/A
6	2019-03-26	买入	34.80	N/A
7	2019-08-25	买入	42.18	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH