

晨光文具 (603899.SH)

传统业务提振+科力普、九木稳步推进，三季度表现亮眼

事件：19Q1-3 实现收入 79.47 亿元，同比增长 29.8%；归母净利润为 8.02 亿元，同比增长 28.4%；扣非归母净利润为 7.61 亿元，同比增长 32.9%。其中 19Q3 实现收入 31.09 亿元，同比增长 33.0%；归母净利润为 3.31 亿元，同比增长 32.2%；扣非归母净利润为 3.33 亿元，同比增长 43.9%。

大学汛旺季+单品贡献增加，单三季度传统业务表现良好。Q3 为传统大学汛旺季，此次公司在大学汛期间适当减少 SKU 品类，单款贡献增加，传统业务在 Q3 表现良好。我们预计传统业务 Q3 收入增速提升至 15%~20%，预计全年增速在 10%~15%。

科力普稳步推进，全年净利率将有所提升。根据我们测算，预计 Q3 科力普收入增速 35%~40%，较上半年略微放缓，但增长整体格局并未发生改变，预计全年收入增速接近 50%。18 年科力普实现盈利，净利率 1.5%~2%，伴随规模扩张，预计 19 年科力普业务净利率提升至 2%~3%。

九木开店略超预期，预计 19 年实现盈利。截止 19 年 10 月末，九木已开张门店达 223 家，较 18 年底净增 108 家。根据公司初始规划，预计 19 年新增 100 家门店，由于展店顺畅，预计全年开店在 120 家左右。九木销售产品附加值高，坪效在 18000~20000 元左右（生活馆 8000 元左右），预计 19 年将实现盈利。

产品结构优化毛利率继续提升，并表安硕费用率小幅上升。19Q1-3 公司毛利率为 26.8%，同比+1.3pct；单 Q3 毛利率 27.7%，同比+2.5pct，环比+2.3pct。我们认为公司毛利率持续提升主要因公司产品结构持续改善，高附加值精品文创类产品销售占比增加，预计未来仍有持续提升空间。19Q1-3 公司期间费用率为 14.5%，同比+0.4pct；其中销售/管理/财务费用率分别为 8.8%/5.8%/-0.1%，同比-0.3/+0.7/0pct。公司管理费用率上升主要因加大研发投入、并表安硕所致，研发费用同比+31.2%。19Q1-3 公司净利率同比小幅回落 0.07pct 至 10.2%；单 Q3 净利率 10.9%，同比-0.06pct，环比+2.2pct。

经营现金流表现良好，科力普业务扩展应收账款有所增加。19Q1-3 公司经营现金流净额 6.78 亿元，同比+37.7%，主要因为公司对销售、采购等经营活动的现金流管理效率提高。截至三季度末，公司应收账款 12.95 亿元，同比+60.1%，主要由于科力普业务快速增长所致，应收款主要来自大型央企集团和政府部门，相对于传统业务回款账期要长，但应收款风险可控。

公司为文具行业龙头企业，传统文具业务渠道优势明显，产品结构具备持续改善能力，办公直销业务拓展顺畅，积极探索新零售和精品文创，增厚利润空间，内生增长动能充足，维持“买入”评级。考虑到公司九木开店略超预期、科力普业务拓展顺畅、传统业务产品结构持续改善，上调 19~21 年盈利预测。我们预计 19~21 年净利分别为 10.29/12.87/16.05 亿元（前值：10.14/12.57/15.52），同比增长 27.6%/25.1%/24.7%（前值：25.6%/23.9%/23.5%），对应 PE 42.5X/34.0X/27.3X。

风险提示：科力普业务不及预期、产品结构调整不及预期、九木杂物社开店不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,357	8,535	11,060	14,089	17,612
增长率 yoy (%)	36.3	34.3	29.6	27.4	25.0
归母净利润(百万元)	634	807	1,029	1,287	1,605
增长率 yoy (%)	28.6	27.3	27.6	25.1	24.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.43	0.88	1.12	1.40	1.74
净资产收益率 (%)	21.5	23.1	24.5	24.7	24.5
P/E(倍)	110.6	54.2	42.5	34.0	27.3
P/B(倍)	15.4	12.8	10.5	8.5	6.7

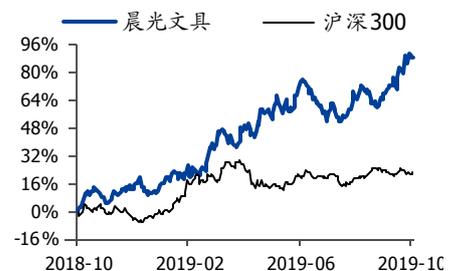
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	买入
最新收盘价	47.56
总市值(百万元)	43,755.20
总股本(百万股)	920.00
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	1.58

股价走势



作者

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

相关研究

- 《晨光文具(603899.SH)：科力普+杂物社齐头并进，中报业绩表现亮眼》2019-08-24
- 《晨光文具(603899.SH)：盈利能力增强，现金流同比改善明显》2019-04-28
- 《晨光文具(603899.SH)：文具行业领军者，持续发力办公直销+精品文创》2019-03-25



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2975	4100	4965	6242	7759
现金	436	1047	1300	1949	2683
应收账款	469	809	847	1262	1375
其他应收款	134	0	174	48	229
预付账款	46	42	72	74	109
存货	872	1043	1414	1749	2205
其他流动资产	1017	1159	1158	1160	1159
非流动资产	1414	1578	1887	2193	2548
长期投资	0	30	60	90	120
固定投资	871	877	1175	1480	1782
无形资产	196	188	190	192	196
其他非流动资产	346	483	462	431	450
资产总计	4388	5678	6852	8435	10308
流动负债	1395	2108	2515	3069	3591
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	841	1319	1453	2117	2345
其他流动负债	553	788	1062	952	1246
非流动负债	80	73	73	73	73
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	80	73	73	73	73
负债合计	1474	2181	2588	3142	3664
少数股东权益	80	86	100	118	140
股本	920	920	920	920	920
资本公积	272	272	272	272	272
留存收益	1642	2218	2876	3712	4753
归属母公司股东收益	2834	3411	4164	5175	6504
负债和股东权益	4388	5678	6852	8435	10308

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	717	828	990	1399	1523
净利润	627	808	1043	1305	1627
折旧摊销	159	198	179	232	239
财务费用	-3	-8	-2	-35	-52
投资损失	-38	-35	-25	-30	-30
营运资金变动	-52	-145	-205	-74	-261
其他经营现金流	23	10	0	0	0
投资活动净现金流	-617	-296	-463	-509	-565
资本支出	539	318	279	276	325
长期投资	-210	-14	-30	-30	-30
其他投资现金流	-289	8	-214	-263	-270
筹资活动净现金流	-230	-225	-274	-241	-224
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-230	-225	-274	-241	-224
现金净增加额	-131	309	253	649	734

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6357	8535	11060	14089	17612
营业成本	4721	6330	8122	10459	13074
营业税金及附加	26	35	45	57	71
营业费用	570	789	1029	1296	1585
管理费用	384	380	657	789	986
财务费用	-3	-8	-2	-35	-52
资产减值损失	21	3	0	0	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	38	35	25	30	30
营业利润	683	935	1235	1553	1942
营业外收入	73	46	45	45	45
营业外支出	10	21	15	16	15
利润总额	746	960	1265	1582	1972
所得税	119	152	221	277	345
净利润	627	808	1043	1305	1627
少数股东收益	-7	1	14	18	22
归属母公司净利润	634	807	1029	1287	1605
EBITDA	892	1127	1408	1765	2142
EPS (元/股)	0.43	0.88	1.12	1.40	1.74

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	36.3	34.3	29.6	27.4	25.0
营业利润 (%)	27.1	36.9	32.1	25.8	25.1
归属母公司净利润 (%)	28.6	27.3	27.6	25.1	24.7
盈利能力					
毛利率 (%)	25.7	25.8	26.6	25.8	25.8
净利率 (%)	10.0	9.5	9.3	9.1	9.1
ROE (%)	21.52	23.10	24.47	24.65	24.49
ROIC (%)	21.2	22.4	23.9	24.1	23.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.6	38.4	37.8	37.3	35.5
净负债比率 (%)	-15.0	-29.9	-30.5	-36.8	-40.4
流动比率	2.1	1.9	2.0	2.0	2.2
速动比率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9
应收账款周转率	20.0	13.4	13.4	13.4	13.4
应付账款周转率	6.9	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.88	1.12	1.40	1.74
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	1.25	1.08	1.52	1.66
每股净资产 (最新摊薄)	3.08	3.71	4.53	5.63	7.07
估值指标 (倍)					
P/E	110.6	54.2	42.5	34.0	27.3
P/B	15.44	12.83	10.51	8.45	6.73
EV/EBITDA	48.71	38.0	30.3	23.8	19.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com