

晨光文具 (603899)

多赛道全面推进，收入业绩增长符合预期

——晨光文具 2019Q3 点评

	穆方舟 (分析师)	林昕宇 (分析师)	张心怡 (研究助理)
	0755-23976527	010-83939845	010-83939817
	mufangzhou@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com	zhangxinyi@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880518080003	S0880118070083

本报告导读:

科力普收入快速提升并从投放期进入收获期;九木杂物社有望提升终端竞争力,大众、精品文创、办公产品和儿童美术四条赛道有序推进为公司贡献多方面增长点。

投资要点:

上调目标价至 57.75 元,维持增持评级。大众、精品文创、办公产品和儿童美术四条赛道有序推进,科力普收入快速提升并逐步进入收获期;九木杂物社有望提升终端竞争力。维持 2019~2021 年 EPS 为 1.10/1.36/1.65 元,参考可比公司并考虑到晨光文具为细分行业龙头给予一定溢价,给予 2021 年 35 倍 PE,上调目标价至 57.75 元,维持增持评级。

收入和业绩增长符合预期。公司 2019 年 1-9 月实现营业收入 79.47 亿元,同增 29.78%,实现归属净利润 8.02 亿元,同增 28.36%,实现扣非归属净利润 7.6 亿元,同增 32.88%。新产品系列及精品文创占比的提升带动 2019Q3 盈利能力上升,销售毛利率达到 27.71%。

办公直销业务处在行业红利期,科力普快速增长。随着行业红利期发展,科力普积极布局客户,新增入围多个央企、大型企业客户等项目。在市场拓展方面,科力普投入运营 5 个中心仓,在北上广深等 9 个城市自建配送队伍提升效率,进一步提升客户体验。2019Q3 科力普收入保持相对较快的增速,中长期有望在办公直销的占有率和品牌影响力进一步提升。

四条赛道全面推进,加盟模式推动生活馆快速发展。公司深挖细分市场,积极布局大众、精品文创、办公、儿童美术产品并强化终端能力。在生活馆方面放开九木杂物社加盟并实现快速增长,2019Q3 营收同比继续保持快速增长,门店数量布局正在快速布局,预计将有效完成公司全年的开店计划与布局,精品文创市场业务正在稳步推进。

风险提示:原材料价格波动的风险,渠道扩张不达预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,357	8,535	10,857	13,613	16,633
(+/-)%	36%	34%	27%	25%	22%
经营利润 (EBIT)	656	886	1,167	1,452	1,768
(+/-)%	29%	35%	32%	24%	22%
净利润 (归母)	634	807	1,013	1,255	1,520
(+/-)%	29%	27%	25%	24%	21%
每股净收益 (元)	0.69	0.88	1.10	1.36	1.65
每股股利 (元)	0.25	0.30	0.30	0.30	0.30

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.3%	10.4%	10.7%	10.7%	10.6%
净资产收益率 (%)	22.4%	23.7%	24.4%	24.5%	23.9%
投入资本回报率 (%)	22.3%	30.5%	39.8%	48.6%	59.1%
EV/EBITDA	27.29	24.70	31.65	25.03	20.15
市盈率	69.01	54.23	43.21	34.88	28.78
股息率 (%)	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 57.75

上次预测: 49.50

当前价格: 47.56

2019.10.28

交易数据

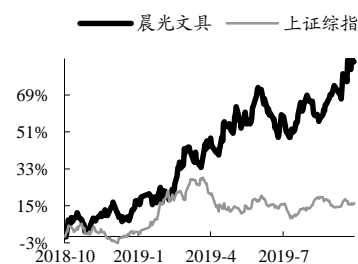
52 周内股价区间 (元)	23.70-48.79
总市值 (百万元)	43,755
总股本/流通 A 股 (百万股)	920/920
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3.15
日均成交值 (百万元)	133.08

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,937
每股净资产	4.28
市净率	11.1
净负债率	-46.41%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.22	0.28
Q2	0.18	0.23
Q3	0.27	0.36
Q4	0.20	0.23
全年	0.88	1.10

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	19%	89%
相对指数	10%	19%	75%

相关报告

《收入业绩增长符合预期, 新业务稳步推进》
2019.08.26

《收入增长略超市场预期, 新业务渐近收获期》
2019.04.15

《业绩增长略超市场预期, 新业务快速发展》
2018.10.29

《业绩增长符合预期, 科力普业务加速增长》
2018.08.23

《业绩增长符合预期, 科力普布局全面推进》
2018.04.22

模型更新时间: 2019.10.28

股票研究

原材料
林纸产品

晨光文具 (603899)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **57.75**

上次预测: 49.50

当前价格: 47.56

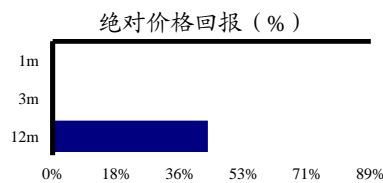
公司网址

www.mg-pen.com

公司简介

公司是一家整合创意价值与服务优势, 专注于文具产业的综合文具公司, 致力于提供高性价比的文具用品, 产品涵盖书写工具、学生文具、办公文具及其他相关产品四大领域。

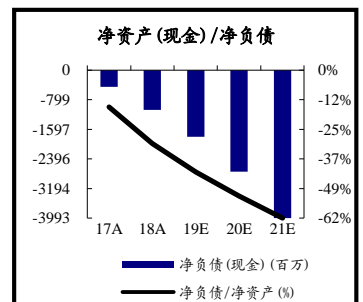
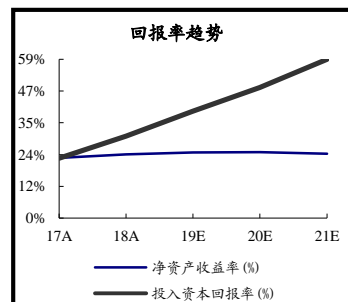
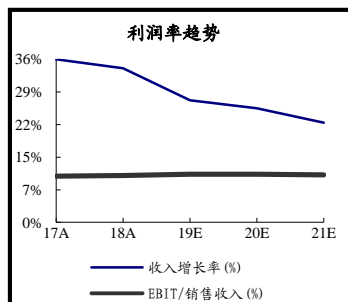
主要从事 'M&G 晨光' 品牌书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售。



52 周价格范围: 23.70-48.79
市值 (百万): 43,755

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	6,357	8,535	10,857	13,613	16,633
营业成本	4,662	6,330	8,039	10,091	12,335
税金及附加	26	35	44	55	68
销售费用	570	789	1,004	1,259	1,538
管理费用	336	380	467	585	715
EBIT	656	886	1,167	1,452	1,768
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	38	35	38	41	41
财务费用	-3	-8	0	0	0
营业利润	683	935	1,205	1,493	1,809
所得税	119	152	191	237	287
少数股东损益	-7	1	1	2	2
归母净利润	634	807	1,013	1,255	1,520
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	436	1,047	1,885	2,836	4,088
其他流动资产	2,538	3,053	3,286	3,856	4,480
长期投资	0	30	40	45	50
固定资产合计	871	877	928	992	1,019
无形及其他资产	543	671	663	677	688
资产合计	4,388	5,678	6,802	8,407	10,325
流动负债	1,395	2,108	2,494	3,119	3,792
非流动负债	80	73	73	73	73
股东权益	2,914	3,497	4,234	5,215	6,461
投入资本(IC)	2,478	2,446	2,466	2,515	2,519
现金流量表					
NOPLAT	551	746	982	1,222	1,488
折旧与摊销	159	198	160	188	208
流动资金增量	-31	-229	-33	-35	-38
资本支出	-536	-317	-202	-268	-245
自由现金流	144	398	906	1,107	1,412
经营现金流	717	828	1,169	1,439	1,727
投资现金流	-617	-296	-174	-232	-209
融资现金流	-230	-225	-156	-256	-266
现金流净增加额	-130	307	839	951	1,252
财务指标					
成长性					
收入增长率	36.3%	34.3%	27.2%	25.4%	22.2%
EBIT 增长率	28.7%	35.1%	31.6%	24.4%	21.8%
净利润增长率	28.6%	27.3%	25.5%	23.9%	21.2%
利润率					
毛利率	26.7%	25.8%	26.0%	25.9%	25.8%
EBIT 率	10.3%	10.4%	10.7%	10.7%	10.6%
归母净利润率	10.0%	9.5%	9.3%	9.2%	9.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	22.4%	23.7%	24.4%	24.5%	23.9%
总资产收益率(ROA)	14.4%	14.2%	14.9%	14.9%	14.7%
投入资本回报率(ROIC)	22.3%	30.5%	39.8%	48.6%	59.1%
运营能力					
存货周转天数	63	55	55	55	55
应收账款周转天数	18	27	27	27	27
总资产周转天数	224	215	210	204	206
净利润现金含量	113.2%	102.6%	115.5%	114.7%	113.6%
资本支出/收入	8.4%	3.7%	1.9%	2.0%	1.5%
偿债能力					
资产负债率	33.6%	38.4%	37.7%	38.0%	37.4%
净负债率	-15.4%	-30.7%	-42.6%	-52.6%	-61.8%
估值比率					
PE(现价)	69.01	54.23	43.21	34.88	28.78
PB	8.01	8.16	10.55	8.54	6.87
EV/EBITDA	27.29	24.70	31.65	25.03	20.15
P/S	6.88	5.13	4.03	3.21	2.63
股息率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		