一体两翼齐发力，Q3 业绩超预期

晨光文具(603899)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	47.56
合理价格区间(元):	52.17~53.28

陈羽锋 执业证书编号：S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

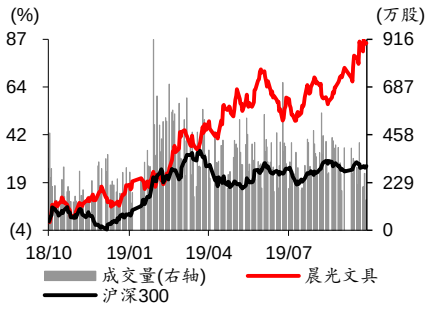
倪娇娇 执业证书编号：S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

1《晨光文具(603899 SH,增持)：新业务持续高增长，业绩超预期》2019.08
2《晨光文具(603899,增持)：文具龙头稳健成长，现金流向好》2019.04
3《晨光文具(603899,增持)：办公业务高增长，业绩符合预期》2019.03

一年内股价走势图



资料来源：Wind

2019 年前三季度归母净利润同比增长 28.4%，业绩超预期

2019 年前三季度晨光文具实现营收 79.47 亿元，同比增长 29.8%；实现归母净利 8.02 亿元，同比增长 28.4%，略超我们此前预期；扣非后归母净利 7.61 亿元，同比增长 32.9%。19Q3 单季度营收同比增长 33.0%至 31.08 亿元，归母净利同比增长 32.2%至 3.31 亿元。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.11、1.36、1.66 元，维持“增持”评级。

19Q3 收入增速环比提升，产品结构优化带动盈利水平显著提升

分季度看，19Q1/19Q2/19Q3 公司营收同比增速分别为 28%/28%/33%，19Q3 公司收入提速增长，我们认为一方面系三季度进入开学期、同时公司加大新品销售力度，带动传统文具业务收入增长；另一方面系九木杂物社等零售大店开店及销售情况良好，驱动收入增长、产品结构优化。前三季度毛利率同比增长 1.3pct 至 26.8%，其中 Q3 毛利率同比提升 2.5pct，我们认为主要是因为零售大店快速发展带动高毛利率精品文创产品占比提升所致。

期间费用率同比略升，经营性净现金流表现良好

期间费用率同比增长 0.39%至 14.5%，其中销售/管理+研发/财务同比变动 -0.3/+0.7/0.0pct 至 8.8%/5.8%/-0.1%，管理费用增加主要系新业务人员引进较多、收购安硕后人员并入使得薪酬增长较快所致。应收账款较期初增长 60%，主要系科力普业务回款账期较长以及收购上海安硕并表所致，但考虑到应收款主要来自大型央企集团和政府部门，整体风险可控；在 ToB 科力普业务快速发展同时，公司仍维持了较好现金流水平，经营性现金流净额同比增长 38%。公司所得税费用同比增长 55%，主要系近两年晨光科力普实现盈利且前期可抵减亏损已弥补完，报告期按 25%的税率纳税所致。

一体两翼齐发力，稳步迈向文创巨头

公司持续推进终端门店升级，量价齐升带动传统业务稳健增长；九木杂物社放开加盟模式后，开店速度有所提升，新零售业务顺利发展对于提升品牌形象、优化产品结构起到重要作用，有望带动公司整体盈利能力的进一步提升；受益阳光集采政策红利，科力普业务实现快速增长，后续随着采购规模效应释放、盈利水平有望持续提升，同时公司已上线服务于中小企业的专业办公采购平台，发展前景值得期待。

文具行业领军者，维持“增持”评级

考虑到公司新业务高增长、产品结构持续升级带动利润率提升，略微上调盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 10.2、12.5、15.2 亿元（前值 10.1、12.5、15.2 亿元），对应 EPS 为 1.11、1.36、1.66 元。参照可比公司 2019 年 PE 平均值为 37 倍，考虑到公司作为文具行业龙头在渠道、品牌等方面优势显著，今年以来业绩持续超预期，呈现出优于可比公司的成长稳健性，给予公司 2019 年 47~48x 目标 PE，对应目标价 52.17~53.28 元，维持“增持”评级。

风险提示：科力普业务拓展不及预期，精品文创拓展速度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	920.00
流通 A 股 (百万股)	920.00
52 周内股价区间 (元)	25.85-47.97
总市值 (百万元)	43,755
总资产 (百万元)	6,908
每股净资产 (元)	4.28

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,357	8,535	10,827	13,413	16,561
+/-%	36.35	34.26	26.85	23.89	23.47
归属母公司净利润 (百万元)	634.04	806.85	1,022	1,252	1,523
+/-%	28.63	27.25	26.69	22.53	21.61
EPS (元，最新摊薄)	0.69	0.88	1.11	1.36	1.66
PE (倍)	69.01	54.23	42.80	34.93	28.73

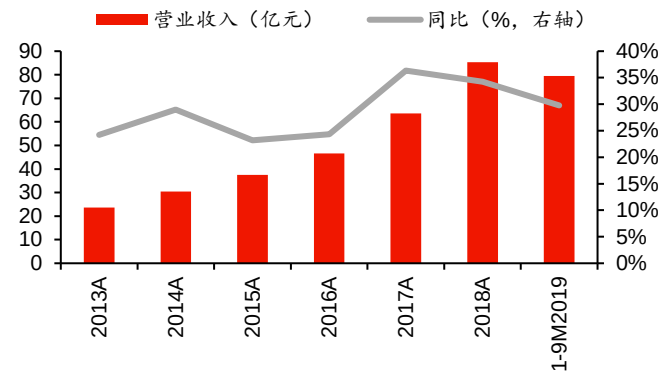
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值对比（截至 2019 年 10 月 25 日，参考 Wind 一致预期）

证券代码	公司简称	当前股价（元）	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元） 2019E	2020E	2021E	PE（X） 2019E	2020E	2021E
002301.SZ	齐心集团	11.65	85.51	2.75	3.73	4.94	31	23	17
300329.SZ	海伦钢琴	7.83	19.86	0.72	0.94	1.36	28	21	15
002678.SZ	珠江钢琴	8.00	108.67	2.04	2.37	2.55	53	46	43
平均值							37	30	25

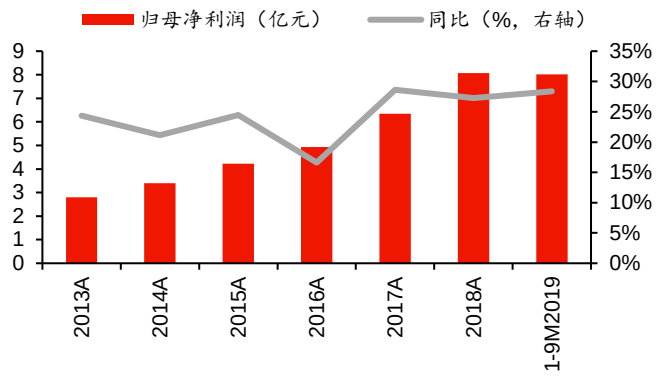
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：晨光文具 2013 年以来营业收入及增速



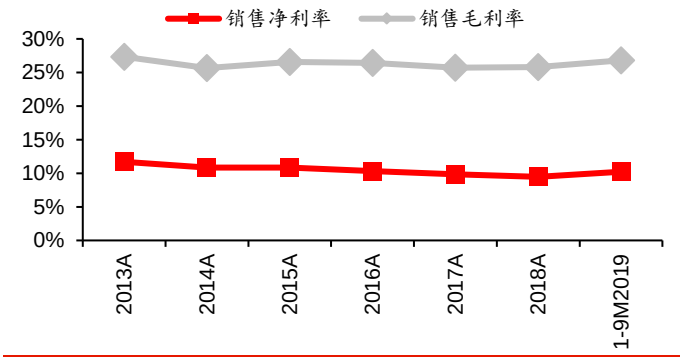
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：晨光文具 2013 年以来归母净利润及增速



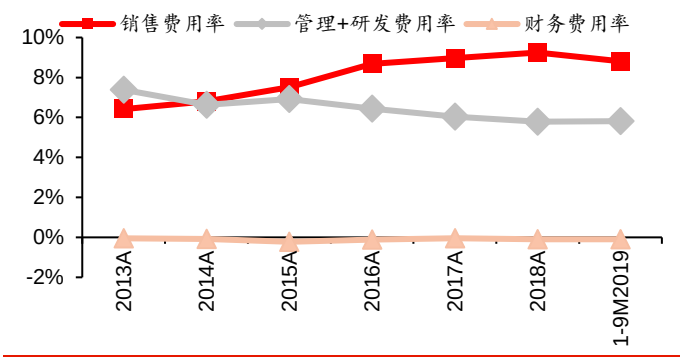
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：晨光文具 2013 年以来销售净利率、毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

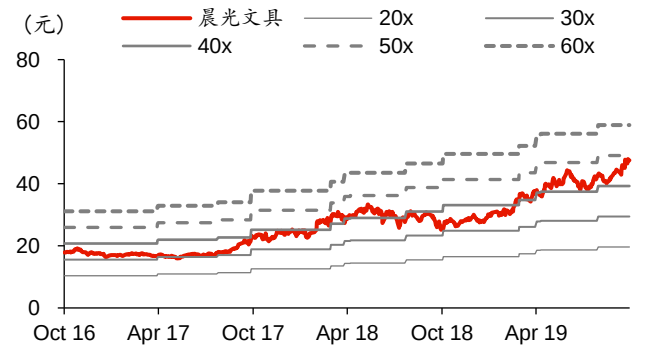
图表5：晨光文具 2013 年以来各项费用率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

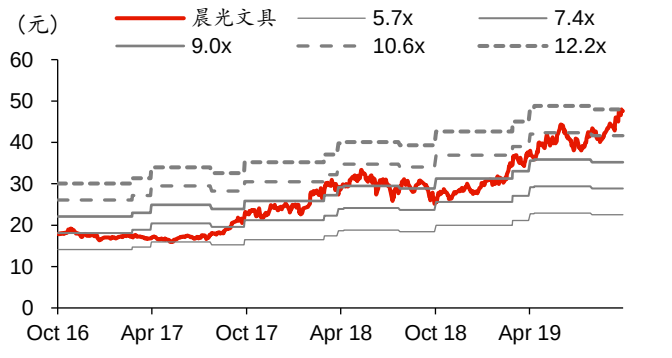
PE/PB – Bands

图表6：晨光文具历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：晨光文具历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,975	4,100	5,441	7,035	8,990
现金	436.36	1,047	2,202	3,262	4,567
应收账款	469.16	810.67	667.81	827.35	1,022
其他应收账款	134.25	110.28	139.89	173.31	213.99
预付账款	46.21	42.34	54.03	67.32	83.52
存货	871.86	1,043	1,331	1,658	2,057
其他流动资产	1,017	1,047	1,047	1,047	1,047
非流动资产	1,414	1,578	1,611	1,640	1,658
长期投资	0.00	33.78	33.78	33.78	33.78
固定投资	870.93	876.62	961.45	1,026	1,068
无形资产	196.48	187.99	179.92	172.26	164.99
其他非流动资产	346.25	479.49	435.77	407.92	390.85
资产总计	4,388	5,678	7,052	8,675	10,647
流动负债	1,395	2,108	2,689	3,349	4,154
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	841.35	1,319	1,684	2,098	2,603
其他流动负债	553.36	788.48	1,005	1,251	1,551
非流动负债	79.64	72.95	72.95	72.95	72.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	79.64	72.95	72.95	72.95	72.95
负债合计	1,474	2,181	2,762	3,422	4,227
少数股东权益	79.97	85.86	87.11	88.64	90.51
股本	920.00	920.00	920.00	920.00	920.00
资本公积	272.35	272.35	272.35	272.35	272.35
留存公积	1,642	2,218	3,011	3,972	5,138
归属母公司股东权益	2,834	3,411	4,203	5,164	6,330
负债和股东权益	4,388	5,678	7,052	8,675	10,647

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	717.50	827.94	1,578	1,535	1,837
净利润	634.04	806.85	1,022	1,252	1,523
折旧摊销	159.47	198.07	205.42	209.52	220.86
财务费用	(2.81)	(7.96)	(10.43)	(19.77)	(28.34)
投资损失	(37.84)	(35.12)	(35.12)	(35.12)	(35.12)
营运资金变动	(177.88)	198.47	394.68	126.52	154.49
其他经营现金	142.53	(332.37)	1.25	1.54	1.87
投资活动现金	(617.43)	(295.97)	(203.36)	(203.36)	(203.36)
资本支出	538.78	318.23	238.48	238.48	238.48
长期投资	78.66	(22.26)	(35.12)	(35.12)	(35.12)
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(230.00)	(225.10)	(219.57)	(271.63)	(328.69)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(230.00)	(225.10)	(219.57)	(271.63)	(328.69)
现金净增加额	(129.94)	306.87	1,155	1,060	1,305

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,357	8,535	10,827	13,413	16,561
营业成本	4,721	6,330	8,079	10,067	12,489
营业税金及附加	26.42	34.72	44.04	54.57	67.37
营业费用	570.06	789.39	963.57	1,154	1,408
管理费用	383.58	379.62	459.89	559.33	662.46
财务费用	(2.81)	(7.96)	(10.43)	(19.77)	(28.34)
资产减值损失	20.58	3.41	3.41	3.41	3.41
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.84	35.12	35.12	35.12	35.12
营业利润	682.89	934.75	1,186	1,460	1,782
营业外收入	72.93	46.01	46.01	46.01	46.01
营业外支出	9.71	20.54	15.00	15.00	15.00
利润总额	746.11	960.21	1,217	1,491	1,813
所得税	118.94	152.38	193.05	236.54	287.67
净利润	627.16	807.84	1,023	1,254	1,525
少数股东损益	(6.88)	0.99	1.25	1.54	1.87
归属母公司净利润	634.04	806.85	1,022	1,252	1,523
EBITDA	815.36	1,199	1,485	1,789	2,156
EPS (元，基本)	0.69	0.88	1.11	1.36	1.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.35	34.26	26.85	23.89	23.47
营业利润	10.74	10.95	10.95	10.88	10.76
归属母公司净利润	28.63	27.25	26.69	22.53	21.61
获利能力 (%)					
毛利率	25.73	25.83	25.38	24.95	24.59
净利率	9.87	9.46	9.45	9.35	9.21
ROE	24.09	23.66	24.32	24.25	24.06
ROIC	21.52	23.10	23.86	23.87	23.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.60	38.41	39.17	39.45	39.70
净负债比率 (%)	15.40	30.69	52.39	63.17	72.14
流动比率	2.13	1.94	2.02	2.10	2.16
速动比率	1.51	1.45	1.53	1.61	1.67
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.50	1.54	1.55	1.56
应收账款周转率	23.18	23.18	23.18	23.18	23.18
应付账款周转率	5.16	5.75	5.71	5.77	5.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.88	1.11	1.36	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.90	1.72	1.67	2.00
每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.71	4.57	5.61	6.88
估值比率					
PE (倍)	69.01	54.23	42.80	34.93	28.73
PB (倍)	15.44	12.83	10.41	8.47	6.91
EV_EBITDA (倍)	53.66	36.50	29.46	24.46	20.30

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com