

传统业务收入高增、九木实现盈亏平衡，文创龙头经营再超预期

买入 (维持)

2019年10月28日

证券分析师 史凡可

执业证号: S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,535	11,283	14,600	19,207
同比 (%)	34.3%	32.2%	29.4%	31.6%
归母净利润 (百万元)	807	1,040	1,298	1,639
同比 (%)	27.3%	28.9%	24.8%	26.3%
每股收益 (元/股)	0.88	1.13	1.41	1.78
P/E (倍)	54.23	42.07	33.72	26.70

投资要点:

- 公司发布 19 年三季报: Q1-Q3 实现营收 79.47 亿 (+29.78%)，归母净利润 8.02 亿 (+28.36%)，扣非净利润 7.61 亿 (+32.88%)。**其中 Q3 单季度实现营收 31.09 亿 (+33.02%)，归母净利润 3.31 亿 (+32.22%)，扣非净利润 3.33 亿 (+43.89%)。期内公司经营优异，传统业务收入增长大幅回升、新业务盈利能力持续提振，表现超出市场预期。
- 渠道精细化梳理效益释放、叠加安硕并表贡献增量，传统业务表现靓丽:**根据测算，除去科力普及生活馆增长贡献，预期公司的传统业务 Q1-Q3 同比实现约 20% 的收入增长，其中剔除安硕并表贡献收入近 2 亿，公司的传统业务能够维持 15% 左右的稳健增速。就单季度的增长拆分来看，鉴于公司 Q2 的渠道精细化梳理成效显著，预期 Q3 单季度的内生收入增速大幅提升至 20% 左右的较高水平。期内公司发力文创精品和线上渠道，高毛利的精品文创、办公儿美类产品占比持续提升，叠加增值税减免利好，预期 Q1-Q3 书写文具、学生文具的毛利率均较去年同期分别提升 2pct 上下。长期来看，综合考虑晨光文具目前在传统文具领域中的市场份额及较强的渠道粘性、产品迭代力，我们判断其传统业务的市场份额仍具有翻倍的潜力，未来三年能够持续实现平稳增长。
- 新业务进展良好，科力普持续高增、九木实现盈亏平衡:**期内科力普和九木增长态势良好。其中科力普在办公集采的行业高景气背景下单季度实现 35-40% 的高速增长态势，同时供应链及物流配送能力提升、规模效益释放有望持续带来利润增量，预期全年净利率能够实现 2-3% 水平。九木及生活馆年内增长靓丽，开放加盟模式后逐渐进入快速扩张阶段，截至 9 月末生活馆 125 家、九木 212 家 (自营 136 家+加盟 76 家)，开店略超预期，且预期前三季度九木及生活馆盈利持平。长期来看，公司两块新业务在行业景气向上的大背景下有良好的增长前景。
- 毛利率同比提升，盈利能力优异:**公司期内实现毛利率 26.79%，较去年同期上升 1.33pct，主要系产品结构优化、增值税下调利好所致；期内的期间费用率合计 14.53%，较去年同期上升 0.39pct 基本维稳。其中销售费用率 8.82% (+0.34pct)；管理+研发费用率 5.81% (+0.27pct)，主要系公司增加研发投入、以及上海安硕并表导致费用增加；财务费用率 -0.09%。综合来看 Q1-Q3 公司实现归母净利率 10.23% (-0.07pct)，较去年同期基本持平，其中传统业务的盈利能力在竞争格局较好的市场中凸显、科力普及九木的利润率较去年同期也预期提升。此外公司 Q3 单季度的扣非利润同比实现 43.89% 的增长，经营质量较好。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.56
一年最低/最高价	23.51/48.79
市净率(倍)	11.11
流通 A 股市值(百万元)	43755.20

基础数据

每股净资产(元)	4.28
资产负债率(%)	39.33
总股本(百万股)	920.00
流通 A 股(百万股)	920.00

相关研究

- 1、《晨光文具：办公直销表现靓丽、零售大店渐入佳境，持续向文创龙头迈进》2019-08-25
- 2、《晨光文具：业绩表现靓丽，新业务持续兑现高成长》2019-04-28
- 3、《晨光文具：业绩高质量成长，收购上海安硕优化多品类供应链》2019-03-26

- **经营性现金流优异，应收账款及票据维稳：**期内公司经营性现金流量净额 6.78 亿，较去年同期增加 1.86 亿，得益于公司对销售采购现金流的有效管理，单季度现金流表现超过同期利润。期末公司存货较 19H1 减少 0.16 亿至 12.61 亿，存货周转天数较去年同期 52.20 天上升 1.25 天至 53.45 天，周转速度维稳；应收账款及票据合计较 19H1 增长 1.53 亿至 12.95 亿，应收账款周转天数同增 3.38 天至 35.77 天，系科力普持续高速增长、政府及大型央企会快账期较长所致，整体表现符合预期。
- **一体两翼发展提速，持续看好公司高质量成长：**公司传统业务深挖护城河，产品力、渠道力较同行有显著优势，通过多层次、有竞争力的经销网络实现精品文创的持续渗透和门店优化，中期预计维持 15% 左右的复合增长。科力普和九木的模式逐渐成熟，其中科力普乘政策东风快速放量，目前已经进入规模效应释放阶段；九木和生活馆扩张渐入佳境，看好公司依托现有的供应链和品牌优势、以及优秀的职业经理人团队，持续提升零售综合运营效率。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年公司分别实现收入 112.83 / 146.00 / 192.07 亿元，同比增长 32.2% / 29.4% / 31.6%。归母净利润 10.40 / 12.98 / 16.39 亿，同比增长 28.9% / 24.8% / 26.3%。当前市值对应 19-21 年 PE 分别为 42.07X / 33.72X / 26.70X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**传统零售发展不达预期，办公直销增长不达预期。

表 1：晨光文具季度数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	1,412.89	1,372.52	1,707.59	1,864.10	1,840.31	1,946.32	2,336.96	2,411.40	2,355.61	2,483.01	3,108.72
YOY	24.66%	31.20%	34.16%	54.04%	30.25%	41.81%	36.86%	29.36%	28.00%	27.57%	33.02%
归母净利润	166.08	122.99	201.63	143.34	204.64	170.02	250.06	182.13	258.72	212.55	330.61
YOY	13.84%	17.47%	39.35%	46.81%	23.22%	38.24%	24.02%	27.06%	26.42%	25.02%	32.22%
扣非归母净利润	155.66	117.26	167.73	103.86	179.60	161.22	231.57	177.03	232.64	194.72	333.20
YOY	16.41%	21.42%	34.53%	31.88%	15.37%	37.49%	38.06%	70.45%	29.54%	20.78%	43.89%
毛利率	26.82%	26.33%	26.28%	23.97%	27.19%	24.11%	25.22%	26.78%	27.07%	25.38%	27.71%
期间费用率	13.55%	15.26%	14.63%	15.09%	15.32%	14.47%	13.47%	15.21%	15.05%	14.71%	13.74%
其中：销售费用	114.78	130.57	155.58	169.14	180.83	181.44	198.79	228.32	222.18	222.74	255.83
销售费用率	8.12%	9.51%	9.11%	9.07%	9.83%	9.32%	8.51%	9.47%	9.43%	8.97%	8.23%
其中：管理费用	78.28	82.49	88.24	134.57	100.58	103.32	96.93	103.11	102.76	119.50	131.62
研发费用							10.59	79.47	29.87	36.35	41.44
管理+研发费用率	5.54%	5.77%	5.54%	6.03%	5.47%	5.38%	5.09%	5.79%	5.63%	5.96%	5.57%
其中：财务费用	-1.59	-0.40	-0.44	-0.39	0.57	-4.58	-2.75	-1.19	-0.28	-5.47	-1.69
财务费用率	-0.11%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	0.03%	-0.24%	-0.12%	-0.05%	-0.01%	-0.22%	-0.05%
归母净利率	11.75%	8.96%	11.81%	7.69%	11.12%	8.74%	10.70%	7.55%	10.98%	8.56%	10.63%
存货	646.41	791.53	791.66	871.86	790.89	889.83	893.26	1,042.70	926.48	1,276.98	1,260.79
较上年同期增减	85.23	147.87	184.47	137.90	22.35%	12.42%	12.83%	19.60%	17.14%	43.51%	41.14%
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.89	0.00	5.40	0.40
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.89	0.00	5.40	0.40
应收账款	245.48	285.38	395.29	469.16	592.58	812.67	1,000.15	808.77	829.91	1,136.68	1,294.91
较上年同期增减	87.70	84.85	173.63	303.69	347.10	527.29	604.86	339.61	237.33	324.01	294.76
应付账款及应付票据	494.18	531.22	600.99	841.35	705.48	1,041.01	1,099.82	1,319.41	1,079.26	1,446.77	1,679.67
较上年同期增减	120.68	83.33	183.47	315.53	211.30	509.79	498.84	478.06	373.79	405.76	579.84
预收账款	63.01	58.17	67.61	119.39	36.56	43.12	109.31	147.65	46.03	91.83	152.76
较上年同期增减	30.87	12.78	33.08	-2.10	-26.45	-15.06	41.71	28.26	9.47	48.72	43.44
经营性现金流净额	130.63	54.19	189.70	342.98	-37.06	201.09	328.34	335.58	99.55	147.53	430.91
较上年同期增减	-13.14	-17.96	8.83	58.18	-167.69	146.90	138.64	-7.40	136.61	-53.56	102.58
筹资性现金流净额	0.00	-230.00	0.00	0.00	0.00	-230.00	0.00	4.90	0.00	-257.79	-110.64
较上年同期增减	0.00	-32.00	-1.89	1.89	0.00	0.00	0.00	4.90	0.00	-27.79	-110.64
资本开支	53.35	264.74	109.37	111.31	53.22	154.09	60.44	50.47	103.76	27.76	66.40
较上年同期增减	18.22	214.85	54.97	41.48	-0.13	-110.65	-48.93	-60.84	50.54	-126.33	5.96
ROE	6.61%	4.84%	7.79%	5.19%	6.97%	5.65%	8.06%	5.49%	7.31%	5.84%	8.77%
YOY (±)	0.10%	0.18%	1.38%	1.09%	0.36%	0.81%	0.27%	0.30%	0.34%	0.19%	0.71%
资产负债率	23.71%	26.80%	27.92%	33.60%	28.04%	33.67%	34.49%	38.41%	32.78%	38.89%	39.33%
YOY (±)	3.29%	3.00%	5.69%	7.04%	4.33%	6.87%	6.57%	4.81%	4.74%	5.22%	4.84%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：晨光文具收入拆分一览（单位：百万元）

(亿元)	16H1	16H2	2016	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1	
总收入	21.80	24.83	46.62	27.85	35.72	63.57	37.87	47.48	85.35	48.39	
yoy	17.97%	30.57%	24.36%	27.80%	43.85%	36.35%	35.95%	32.94%	34.26%	27.78%	
净利润	2.51	2.42	4.93	2.89	3.45	6.34	3.75	4.32	8.07	4.71	
yoy	20.81%	12.60%	16.63%	15.36%	42.36%	28.63%	29.61%	25.28%	27.25%	25.78%	
净利率	11.50%	9.76%	10.57%	10.38%	9.66%	9.97%	9.89%	9.10%	9.45%	9.73%	
按品类拆分											
书写工具	8.58	7.89	16.47	9.25	8.64	17.88	10.20	9.26	19.46	11.33	
yoy	8.29%	11.04%	9.59%	7.72%	9.48%	8.56%	10.30%	7.23%	8.82%	10.49%	
学生文具	6.50	7.24	13.74	7.11	9.22	16.33	8.30	10.28	18.58	10.75	
yoy	20.59%	17.85%	19.13%	9.38%	27.39%	18.87%	16.80%	11.46%	13.79%	26.67%	
办公文具 (含办公直销)	6.44	9.08	15.52	11.18	17.15	28.33	18.90	27.23	46.13	25.25	
yoy	33.15%	76.00%	55.28%	73.71%	88.82%	82.55%	69.00%	58.79%	62.82%	33.60%	
按业务拆分											
科力普	收入	1.77	3.38	5.16	3.58	8.97	12.55	9.62	16.24	25.86	15.00
	yoy	106.97%	138.88%	126.85%	101.99%	165.01%	143.34%	168.60%	81.04%	106.03%	56.01%
	净利润	-0.07	0.12	0.05	-0.05	0.26	0.21	0.10	0.22	0.32	0.29
	净利率	-3.89%	3.42%	0.91%	-1.28%	2.86%	1.68%	1.08%	1.34%	1.24%	1.92%
九木&生活馆	收入/亿	0.52	0.99	1.51	0.85	1.20	2.05	1.18	1.88	3.06	2.31
	yoy	115.71%	208.47%	168.77%	63.30%	20.85%	35.43%	39.00%	56.33%	49.15%	95.60%
	净利润/亿	-0.10	-0.14	-0.24	-0.16	-0.25	-0.41	-0.08	-0.22	-0.30	-0.10
	净利率	-19.15%	-14.47%	-16.07%	-18.90%	-20.88%	-20.06%	-6.74%	-11.89%	-9.90%	-4.52%
	门店数	168	175	175	170	177	177	200	255	255	300
	其中：九木生活馆	-	2	2	-	25	25	55	115	115	171
	单店收入/万	168	173	173	-	152	152	145	140	140	129
传统2C	收入/亿	30.97	56.81	86.54	49.98	67.88	115.88	59.05	73.65	119.97	77.00
	yoy	-	-	39.16%	22.76%	24.36%	47.12%	26.19%	27.90%	54.09%	29.83%
	净利润/亿	-	-	5.05	3.01	3.36	6.37	3.71	4.26	7.97	4.57
	净利率	-	-	12.89%	13.22%	13.78%	13.51%	14.17%	15.27%	14.74%	15.32%
	单店收入/万	-	-	5.24	3.12	3.25	6.28	3.45	3.67	7.12	3.82
零售终端合计	72813	74766	74766	73000	75000	75000	76000	76000	76000	78000	
晨光科技	收入	-	-	0.79	0.67	1.19	1.85	0.87	1.47	2.34	1.25
	yoy	-	-	-	-	-	135%	31.34%	23.45%	26.28%	43.00%
	净利润	0.01	-0.02	-0.01	0.02	0.11	0.13	0.02	0.08	0.10	0.00
	净利率	-	-	-1.06%	2.77%	9.65%	7.18%	2.22%	5.25%	4.12%	0.33%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

晨光文具三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4100	5712	4122	7997	营业收入	8535	11283	14600	19207
现金	1047	1375	-91	1822	减:营业成本	6330	8372	10833	14213
应收账款	809	1059	918	1510	营业税金及附加	35	45	59	78
存货	1043	1685	1482	2679	营业费用	789	1004	1321	1719
其他流动资产	1201	1593	1812	1985	管理费用	494	630	847	1134
非流动资产	1578	2006	2321	2631	财务费用	-8	-8	-8	-8
长期股权投资	30	0	0	0	资产减值损失	3	35	-5	38
固定资产	877	1223	1493	1762	加:投资净收益	35	35	35	35
在建工程	25	45	40	35	其他收益	0	0	0	0
无形资产	188	279	300	319	营业利润	935	1240	1587	2068
其他非流动资产	459	460	488	516	加:营业外净收支	25	29	29	29
资产总计	5678	7718	6443	10628	利润总额	960	1269	1617	2098
流动负债	2108	3497	1293	4307	减:所得税费用	152	201	257	333
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	1	28	63	126
应付账款	148	2643	366	3187	归属母公司净利润	807	1040	1298	1639
其他流动负债	1960	854	927	1120	EBIT	921	1277	1599	2141
非流动负债	73	67	67	67	EBITDA	1069	1293	1616	2161
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	73	67	67	67	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2181	3564	1360	4374	每股收益(元)	0.88	1.13	1.41	1.78
少数股东权益	86	84	83	84	每股净资产(元)	3.71	4.42	5.43	6.71
归属母公司股东权益	3411	4070	4999	6169	发行在外股份(百万股)	920	920	920	920
负债和股东权益	5678	7718	6443	10628	ROIC(%)	22.1%	25.9%	26.5%	28.8%
					ROE(%)	25.2%	27.9%	29.5%	31.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	25.8%	25.8%	25.8%	26.0%
经营活动现金流	828	4838	-3036	5639	销售净利率(%)	9.5%	9.2%	8.9%	8.5%
投资活动现金流	-296	-352	-320	-325	资产负债率(%)	38.4%	46.2%	21.1%	41.2%
筹资活动现金流	-225	-4157	1890	-3400	收入增长率(%)	34.3%	32.2%	29.4%	31.6%
现金净增加额	309	329	-1466	1913	净利润增长率(%)	27.3%	28.9%	24.8%	26.3%
折旧和摊销	148	16	18	20	P/E	54.23	42.07	33.72	26.70
资本开支	318	355	322	327	P/B	12.83	10.75	8.75	7.09
营运资本变动	412	224	613	861	EV/EBITDA	1.06	1.69	0.90	1.18

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

