

强烈推荐-A (维持)

晨光文具 603899.SH

目标估值: N.A.
当前股价: 47.56 元
2019年10月27日

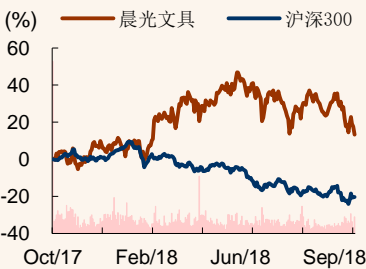
业绩表现超市场预期, 科力普九木持续高增长

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	92000
已上市流通股(万股)	92000
总市值(亿元)	438
流通市值(亿元)	438
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	25.0
资产负债率	39.3%
主要股东	晨光控股(集团)有限公
主要股东持股比例	58.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	26	78
相对表现	10	28	56



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《晨光文具(603899)——科力普持续快速发展, 九木新模式探索逐步成熟》2019-08-25
- 2、《晨光文具(603899)——科力普19Q1持续快速发展, 九木杂物社蓄势待发》2019-04-28
- 3、《晨光文具(603899)——科力普18年实现翻番, 九木杂物社蓄势待发》2019-03-26

吴昊

wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件: 公司公告 2019 年三季报, 1-9 月实现营收 79.5 亿元, +29.8%, 归母净利 8.0 亿元, +28.4%; 其中单三季度营收 31.1 亿元, +33%; 归母净利 3.3 亿元, +32.2%, 收入利润均超预期。我们预计公司 2019 年全年收入利润增速同比增长 25-30%。

评论: 收入利润增速加快, 毛利率持续提升, 现金流同比较快增长环比明显改善, 盈利质量良好; 预计传统业务增长 20%左右, 科力普 40-50%, 九木开店超预期。

- **盈利和现金流方面,** 前三季度整体毛利率 26.8%, +1.3pct, 净利率 10.2%, 同比微幅下滑 0.07pct; 其中单三季度毛利率 27.7%, +2.5pct, 净利率 10.9%, 同比微幅下滑 0.07pct, 毛利率增长与减税和产品结构持续改善有关, 净利率小幅下滑受研发费用增加影响。前三季度经营活动现金流净额 6.9 亿, 同比+37.7%, 环比改善明显, 与科力普应付账款增长有关(应付账款及票据和预收款分别+53%和+40%, 说明公司产业链话语权进一步增强)。另外应收账款同比增加近 3 亿环比增加 1.6 亿, 亦与科力普快速增长相关, 但客户结构主要是央企及政府部门, 风险可控。
- **分产品来看, 传统核心业务(含晨光科技线上销售)预计同比增长 20%左右。** 三季度进入大学汛, 学生文具增长较快, 增速贡献明显。书写工具和办公文具增速较为平稳, 预计 10-15%。精品文创占比提升明显(占比 10%左右), 带动产品均价提升。科力普持续保持高增长, 收入占比超过 30%, 三季度亦有新订单, 进一步满足客户需求, 优化产品结构、加快全国物流网络布局。科力普目前已实现 2%左右净利率, 人员效率进一步优化。生活馆和杂物社依然保持高速增长, 预计前三季度收入超过 4 亿元, 同比+90-100%, 开店速度超预期, 目前生活馆 125 家, 九木 212 家(其中自营 136 家加盟 76 家)公司积极打造精品文创店组货和服务模式, 提供基于场景的产品解决方案。

传统业务护城河深, 边界扩张能力强, 产品渠道力突出, 维持“强烈推荐-A”评级。

公司传统核心业务稳步发展, 典型的稳定持续的现金奶牛, 科力普持续受益政策推动阳光集采快速增长, 九木和生活馆新零售模式探索逐步成熟。我们预估每股收益 19-20 年 EPS 分别为 1.12、1.41 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 新业务开展不达预期

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6357	8535	10876	13614	16925
同比增长	36%	34%	27%	25%	24%
营业利润(百万元)	683	935	1207	1529	1920
同比增长	27%	37%	29%	27%	26%
净利润(百万元)	634	807	1034	1302	1627
同比增长	29%	27%	28%	26%	25%
每股收益(元)	0.69	0.88	1.12	1.41	1.77
PE	69.0	54.2	42.3	33.6	26.9
PB	15.4	12.8	10.5	8.5	6.8

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6357	8535	10876	13614	16925
营业成本	4721	6330	8096	10151	12644
营业税金及附加	26	35	44	55	69
营业费用	570	789	968	1178	1422
管理费用	384	380	484	599	736
研发费用		114	136	170	211
财务费用	(3)	(8)	(19)	(27)	(37)
资产减值损失	21	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	45	44	44	44	44
营业利润	683	935	1207	1529	1920
营业外收入	73	46	46	46	46
营业外支出	10	21	21	21	21
利润总额	746	960	1232	1554	1946
所得税	119	152	198	251	316
净利润	627	808	1035	1303	1629
少数股东损益	(7)	1	1	2	2
归属于母公司净利润	634	807	1034	1302	1627
EPS (元)	0.69	0.88	1.12	1.41	1.77

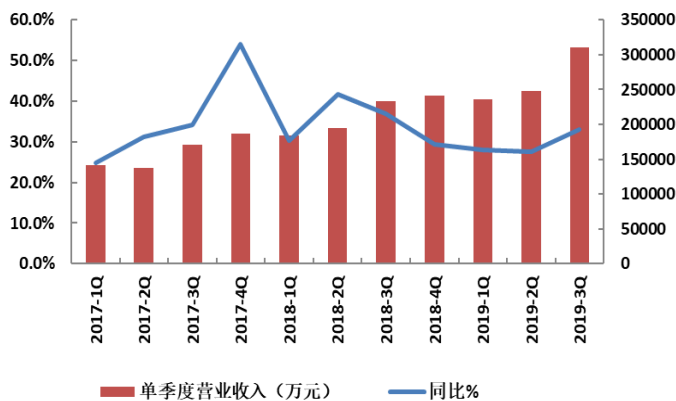
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	1946	2337	2411	2356	2483	3109
营业毛利	469	589	646	638	630	861
营业费用	181	199	228	222	223	256
管理费用	103	97	103	103	120	132
财务费用	-5	-3	-1	0	-5	-2
投资收益	1	3	19	4	18	0
营业利润	190	290	311	311	304	464
归属母公司净利润	170	250	182	259	213	331
EPS (元)	0.18	0.27	0.20	0.28	0.23	0.36
主要比率						
毛利率	24.1%	25.2%	26.8%	27.1%	25.4%	27.7%
营业费用率	9.3%	8.5%	9.5%	9.4%	9.0%	8.2%
管理费用率	5.3%	4.1%	4.3%	4.4%	4.8%	4.2%
营业利润率	9.8%	12.4%	12.9%	13.2%	12.2%	14.9%
有效税率	13.5%	14.0%	14.0%	15.6%	15.4%	15.8%
净利率	8.7%	10.7%	7.6%	11.0%	8.6%	10.6%
YoY						
收入	41.8%	36.9%	29.4%	28.0%	27.6%	33.0%
归属母公司净利润	38.2%	24.0%	27.1%	26.4%	25.0%	32.2%

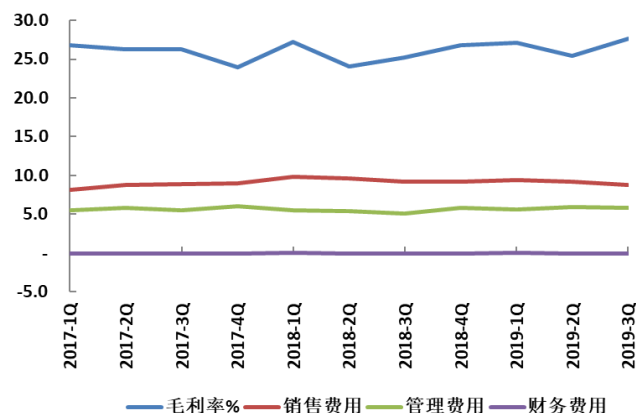
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 传统业务稳定增长, 科力普持续高增长



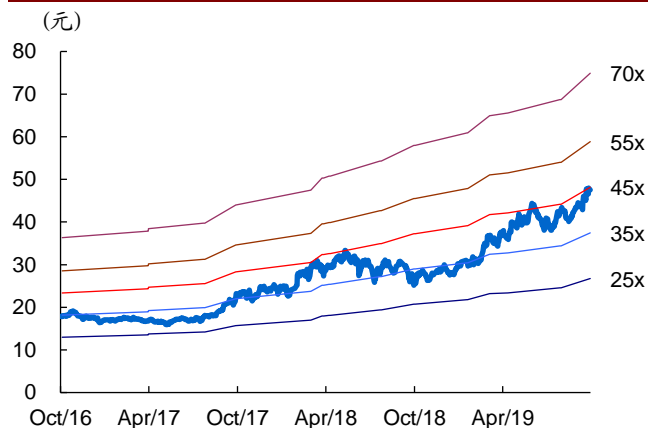
资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 受益产品结构提升和减税, 毛利率 19Q3 提升 2.5%



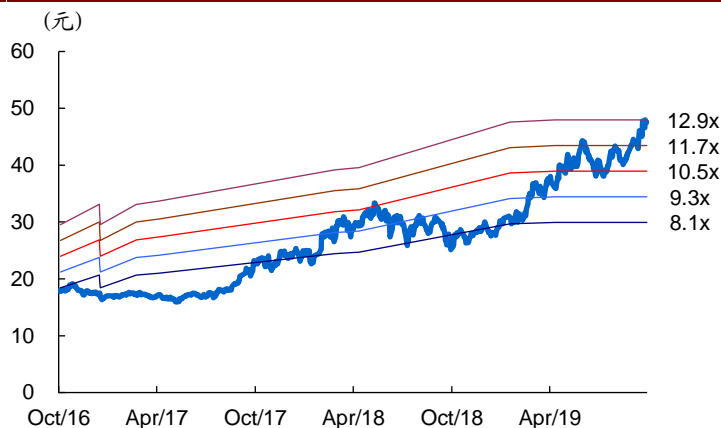
资料来源: Wind, 招商证券

图 3: 晨光文具历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 晨光文具历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《晨光文具 (603899) —科力普 19Q1 持续快速发展, 九木杂物社蓄势待发》2019-04-28
- 2、《晨光文具 (603899) —科力普 18 年实现翻番, 九木杂物社蓄势待发》2019-03-26
- 3、《晨光文具 (603899) —科力普持续快速增长, 九木杂物社积极拓展中》2018-10-28
- 4、《晨光文具 (603899) —不断修炼内功, 科力普加速发展》2018-08-20
- 5、《晨光文具 (603899) —一季度费用先行, 关注收入放量》2018-04-23
- 6、《晨光文具 (603899) —办公文具业务快速发展, 促进公司业绩高于预期》2018-03-27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2975	4100	5418	6998	8907
现金	436	1047	1532	2131	2853
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	2	2	3	4
应收款项	469	809	1031	1290	1604
其它应收款	134	0	0	0	0
存货	872	1043	1324	1660	2068
其他	1063	1200	1529	1914	2379
非流动资产	1414	1578	1447	1337	1244
长期股权投资	0	30	30	30	30
固定资产	871	877	788	714	651
无形资产	196	188	169	152	137
其他	346	483	459	441	425
资产总计	4388	5678	6865	8335	10151
流动负债	1395	2108	2537	3013	3591
短期借款	0	0	20	20	20
应付账款	841	1319	1687	2116	2635
预收账款	119	148	189	237	295
其他	434	641	641	641	641
长期负债	80	73	73	73	73
长期借款	0	0	0	0	0
其他	80	73	73	73	73
负债合计	1474	2181	2610	3086	3664
股本	920	920	920	920	920
资本公积金	272	272	272	272	272
留存收益	1642	2218	2976	3968	5204
少数股东权益	80	86	87	89	91
归属于母公司所有者权益	2834	3411	4168	5160	6397
负债及权益合计	4388	5678	6865	8335	10151

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	718	828	729	888	1082
净利润	634	807	1034	1302	1627
折旧摊销	159	198	181	160	143
财务费用	1	(3)	(19)	(27)	(37)
投资收益	(38)	(35)	(44)	(44)	(44)
营运资金变动	(37)	(131)	(426)	(507)	(613)
其它	(3)	(8)	3	4	5
投资活动现金流	(617)	(296)	(6)	(6)	(6)
资本支出	(539)	(318)	(50)	(50)	(50)
其他投资	(79)	22	44	44	44
筹资活动现金流	(230)	(225)	(237)	(283)	(354)
借款变动	(46)	4	20	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(230)	(230)	(276)	(310)	(390)
其他	46	1	19	27	37
现金净增加额	(130)	307	486	598	722

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6357	8535	10876	13614	16925
营业成本	4721	6330	8096	10151	12644
营业税金及附加	26	35	44	55	69
营业费用	570	789	968	1178	1422
管理费用	384	380	484	599	736
研发费用		114	136	170	211
财务费用	(3)	(8)	(19)	(27)	(37)
资产减值损失	21	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	45	44	44	44	44
营业利润	683	935	1207	1529	1920
营业外收入	73	46	46	46	46
营业外支出	10	21	21	21	21
利润总额	746	960	1232	1554	1946
所得税	119	152	198	251	316
净利润	627	808	1035	1303	1629
少数股东损益	(7)	1	1	2	2
归属于母公司净	634	807	1034	1302	1627

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	36%	34%	27%	25%	24%
营业利润	27%	37%	29%	27%	26%
净利润	29%	27%	28%	26%	25%
获利能力					
毛利率	25.7%	25.8%	25.6%	25.4%	25.3%
净利率	10.0%	9.5%	9.5%	9.6%	9.6%
ROE	22.4%	23.7%	24.8%	25.2%	25.4%
ROIC	19.4%	22.1%	23.2%	23.8%	24.1%
偿债能力					
资产负债率	33.6%	38.4%	38.0%	37.0%	36.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
流动比率	2.1	1.9	2.1	2.3	2.5
速动比率	1.5	1.5	1.6	1.8	1.9
营运能力					
资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7
存货周转率	5.9	6.6	6.8	6.8	6.8
应收帐款周转率	20.0	13.4	11.8	11.7	11.7
应付帐款周转率	6.9	5.9	5.4	5.3	5.3
每股资料 (元)					
EPS	0.69	0.88	1.12	1.41	1.77
每股经营现金	0.78	0.90	0.79	0.97	1.18
每股净资产	3.08	3.71	4.53	5.61	6.95
每股股利	0.25	0.30	0.34	0.42	0.53
估值比率					
PE	69.0	54.2	42.3	33.6	26.9
PB	15.4	12.8	10.5	8.5	6.8
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

濮冬燕，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名，2018 天眼行业最佳选股分析师。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。2015-2019 年，任招商证券家电行业分析师，多次获新财富/金牛奖/水晶球/IAMAC 等奖项。2019 年起任招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。