

## 晨光文具 (603899. SH)

### 占据渠道最高点，文具龙头强者愈强

评级：**买入**      前次：  
 目标价（元）：**35—40**  
 分析师                      联系人  
 吴晓宇                      王雨丝  
 S0740515030001  
 021-20315169  
 wuxy@r.qlzq.com.cn      wangys@r.qlzq.com.cn  
 2015年09月15日

#### 基本状况

总股本(百万股)	460
流通股本(百万股)	460
市价(元)	31.09
市值(百万元)	14,301
流通市值(百万元)	14,301

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	3,040	3,819	4,792	5,999
营业收入增速	28.86%	25.60%	25.49%	25.18%
核心净利润（百万元）	307	408	529	684
核心净利润增速	17.21%	32.71%	29.64%	29.28%
核心每股收益（元）	0.67	0.89	1.15	1.49
市场预测每股收益（元）	0.85	0.92	1.13	1.35
市盈率（倍）		35	27	21
PEG		1.08	0.92	0.72
总股本（百万股）		460	460	460

备注：市场预测取 Wind 一致预期

核心净利润为扣除非经常性和非经营性损益后的可持续性净利润

#### 投资要点

- 渠道、产品、品牌三箭齐发，铸就龙头地位。**1) 高效渠道管控力，校园渠道业内第一。目前公司超 6 万家零售终端，覆盖 80% 学校商圈。“层层投入、层层分享”营销模式保证各区域“零窜货”和“全排他”，支持渠道高效运转，2011-2014 年加盟店及样板店数量 CAGR 分别为 42% 和 9%，单店收入 CAGR 为 13%。未来公司在坚持渠道升级的同时将加大校内店、大学城投入，利于更精准服务学生群体，外延扩张仍有较大空间。2) 紧跟潮流，创新单品频出。以“创意带来更多乐趣”为理念，新品推出速度冠居全市场，2014 年推出 1,572 款新品，未来比较优势将更进一步扩大。3) 文具第一品牌，知名度深入人心。公司在 2013 年中国十大文具品牌中位列第一，2011-2014 年公司书写工具市占率连续 4 年位居行业榜首（7.5%、8.5%、8.8%、12%），预计未来市占率仍有较大提升空间。
- 竞争对手分析：1) 晨光 VS 真彩，学生、书写业务龙头地位难以撼动。**两者均以经销商渠道为主，但晨光为代理制，真彩为分公司制。鉴于文具行业单价低、消费者对产品价格敏感度低、更多以量取胜的特点，同时考虑晨光创始人（经销商出身）能充分理解并让利经销商以提升整个渠道凝聚力，我们认为晨光代理制更具优势，既保证渠道向心力，又能快速高效运转；另外晨光新品研发实力优于真彩。这两项优势使晨光渠道扩张速度、主营增速及盈利能力远超真彩；2011-2013 年晨光收入及业绩 CAGR 为 27.7% 和 47.5%，同期真彩呈下滑趋势，两项指标 CAGR 分别为 -1% 和 -14.5%。2013 年晨光净利率（11.3%）也远超真彩（3.6%）。2) 晨光 VS 齐心、广博，办公业务赶超龙头可期。目前 A 股涉及办公文具的齐心、广博均有不同程度的主业转型，唯独晨光专注主业，深耕文具市场。同时辅以渠道优势，晨光办公业务以近 70% 的高年均增速快速缩小与齐心（12.3%）差距，15 年上半年办公文具收入已达到齐心的 77%。考虑到广博体量较小，短期难以超越晨光，因此，晨光未来超越对手成为办公文具新龙头可期。
- 文具行业现状利好公司未来发展。**1) 书写工具：格局分散，利好龙头企业。国内书写工具市场行业前五

名企业收入占比为 29%，集中度提升空间较大。2) 学生文具：基数庞大、时尚性强，产品推陈出新致胜。2 亿以上学生人口造就学生文具的庞大市场。学生文具时尚性趣味性要求较高，故快速推陈出新至关重要。3) 办公文具：文具行业新蓝海，品牌文具受青睐。近十年国内办公用品市场规模已增长至 869 亿元，复合增速为 16.3%，随着反腐倡廉力度加大，办公物资采购将逐步区域透明化，故能够提供一站式办公服务，且具有品牌知名度的企业将受到青睐。

- 首次覆盖给予“买入”评级，未来 3-6 个月目标价 35-40 元：预计公司 2015-2017 年核心 EPS 0.89 元、1.15 元和 1.49 元，对应 PE 为 35 倍、27 倍、21 倍，未来三年收入 CAGR 25.4%，核心净利润 CAGR 30.5%，考虑到公司在充分利用渠道、品牌、产品三大优势建立起的行业龙头地位、竞争者威胁总体不强以及未来量价齐升空间依然较大的背景下，给予公司 2016 年 30-35 倍估值，未来 3-6 个月目标价 35-40 元。
- 风险提示：市场需求低于预期，渠道开拓力度低于预期。

## 内容目录

核心竞争力：渠道、产品、品牌三箭齐发，铸就龙头地位.....	- 5 -
高效渠道管控能力，校园渠道业内第一.....	- 5 -
紧跟时尚潮流，创新单品频出.....	- 8 -
国内文具第一品牌，品牌知名度深入人心.....	- 9 -
竞争对手分析：学生、书写业务龙头地位难以撼动、办公业务赶超对手可期..	- 10 -
学生文具、书写工具，龙头地位确立.....	- 10 -
办公用品：势头强劲，超越现有龙头可期.....	- 13 -
文具行业现状利好公司未来发展.....	- 14 -
书写工具：格局分散，利好龙头企业.....	- 15 -
学生文具：基数庞大、时尚性强，产品推陈出新致胜.....	- 15 -
办公文具：文具行业新蓝海，品牌文具受青睐.....	- 17 -
晨光：书写工具与学生文具平稳增长，办公文具高增长无忧.....	- 18 -
新业务拓展：晨光生活馆+文艺小资互联网产品.....	- 21 -
首次覆盖给予“买入”评级，未来 3-6 个月目标价 35-40 元.....	- 22 -
风险提示.....	- 22 -
附录：文具内销龙头简介.....	- 23 -
国内文具第一品牌.....	- 23 -
渠道高覆盖率.....	- 24 -
业绩较快增长.....	- 24 -
股权集中.....	- 24 -

## 图表目录

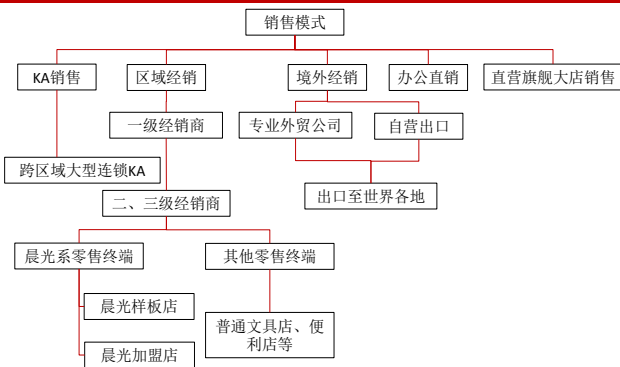
图表 1: 销售模式.....	- 5 -
图表 2: 2014 年 1-9 月各渠道收入占比 .....	- 5 -
图表 3: 晨光零售终端简介 .....	- 5 -
图表 4: 2011-2015 年上半年公司各类门店数量 (家) .....	- 6 -
图表 5: “晨光金字塔”营销模式.....	- 6 -
图表 6: “晨光伙伴金字塔”优势.....	- 7 -
图表 7: 2011-2014 年加盟店及样板店数 (家) .....	- 8 -
图表 8: 2011-2014 年加盟店及样板店单店收入 (万) .....	- 8 -
图表 9: 晨光米菲系列产品 .....	- 8 -
图表 10: 晨光史努比系列产品 .....	- 8 -
图表 11: 2011-2014 年新品数量 (款) .....	- 9 -
图表 12: 2011-2013 年书写工具市占率.....	- 9 -
图表 13: 晨光、齐心、广博、真彩分产品占比.....	- 10 -
图表 14: “晨光伙伴金字塔”营销模式.....	- 11 -
图表 15: 真彩经销模式 .....	- 11 -
图表 16: 晨光、真彩分销模式比较 .....	- 11 -
图表 17: 2013 年晨光文具和真彩文具财务数据 (万元) .....	- 12 -
图表 18: 2011-2013 年晨光、真彩研发投入 (万元) .....	- 12 -
图表 19: 2011-2013 年晨光、真彩新品数 (款) .....	- 12 -
图表 20: 2006-2015 年上半年晨光、齐心和广博办公文具收入规模 (万元) .....	- 13 -
图表 21: 2006-2015 年上半年晨光、齐心和广博办公文具收入同比增速.....	- 13 -
图表 22: 齐心集团、广博股份转型事项.....	- 13 -
图表 23: 1999-2014 年度文具制造行业收入及增速 (亿元) .....	- 14 -
图表 24: 1999-2014 年度文具制造行业利润及增速 (亿元) .....	- 14 -
图表 25: 中国教育经费投入快速增长.....	- 15 -
图表 26: 中国城镇居民可支配收入稳步提升, 文教娱乐支出比例快速提高....	- 15 -
图表 27: 2004-2014 年度笔的制造企业收入及增速 (亿元) .....	- 15 -
图表 28: 2014 年国内书写工具市场份额 .....	- 15 -
图表 29: 2004-2014 年中国学生人数 .....	- 16 -
图表 30: 1991-2011 中国财政教育经费支出及增速 (亿) .....	- 16 -
图表 31: 2004-2012 中国城镇居民文教娱乐用品及服务支出及增速 (亿) ....	- 16 -
图表 32: 2004-2012 中国农村居民文教娱乐用品及服务支出及增速 (亿) ....	- 16 -
图表 33: 学生文具款式多样 .....	- 16 -

图表 34: 学生文具款式多样 .....	- 16 -
图表 35: 2004-2012 年国内规模以上文教办公用品制造企业营业收入及增速 (亿元) .....	- 17 -
图表 36: 2004-2012 年国内规模以上文教办公用品制造企业净利润及增速 (亿元) .....	- 17 -
图表 37: 2004-2014 年中国城镇单位就业人数 (万人) .....	- 17 -
图表 38: 2012-2015 上半年书写工具、学生文具收入增速.....	- 18 -
图表 39: 2011-2015 上半年书写工具、学生文具毛利率 .....	- 18 -
图表 40: 2011-2014 年 9 月书写工具产能情况.....	- 19 -
图表 41: 书写工具生产线投产后新增产能情况 (万元/万支) .....	- 19 -
图表 42: 2012-2014 年学生文具收入与各类门店数及单店收入变化趋势.....	- 19 -
图表 43: 公司门店提升项目具体计划 (万元) .....	- 20 -
图表 44: 2012-2014 年学生文具收入与新品数量增速.....	- 20 -
图表 45: 晨光生活馆 .....	- 21 -
图表 46: 晨光生活馆 .....	- 21 -
图表 47: 晨光集客套装 .....	- 21 -
图表 48: 晨光优品 ONE BOX•无用之诗 .....	- 21 -
图表 49: 可比公司估值比较 .....	- 22 -
图表 50: 2014 年分产品收入占比 .....	- 23 -
图表 51: 公司产品.....	- 23 -
图表 52: 公司产品.....	- 23 -
图表 53: 2011-2014 年营业收入及增速 (百万) .....	- 24 -
图表 54: 2011-2014 年归属净利润及增速 (百万) .....	- 24 -
图表 55: 晨光股权结构图 .....	- 24 -
图表 56: 销售预测 (万元) .....	- 26 -
图表 57: 财务报表 (万元) .....	- 27 -

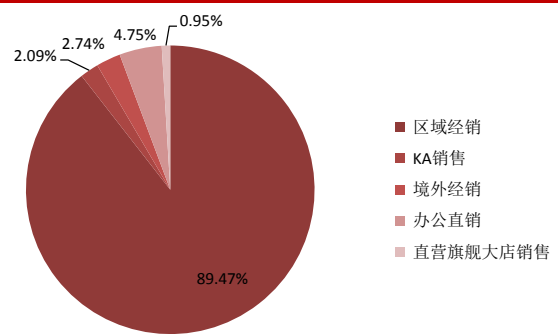
## 核心竞争力：渠道、产品、品牌三箭齐发，铸就龙头地位

### 高效渠道管控能力，校园渠道业内第一

- 文具行业门槛较低，企业水平参差不齐，大多中小企业在产品设计、销售模式和价格体系上存在模仿几个大牌的现象，我国文具产品同质化严重。如何有效获得目标客户，提高产品可得性成为文具企业成败的关键。我们认为：文具行业已经进入“渠道为王”时代。晨光文具其校园渠道无论在规模还是在管控能力上均为业内第一，其地位难以撼动。
- 公司建立了以区域经销为主，结合 KA 销售、境外经销、办公直销和直营旗舰大店的销售模式，其中区域经销商收入占比近 90%。

**图表 1：销售模式**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 2：2014 年 1-9 月各渠道收入占比**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 为了提升渠道销量，公司将区域经销商管理的零售门店划分为标准样板店、高级样板店和加盟店三类。三类门店越往后排他性和单店盈利能力越强，对门店的要求也越高。

**图表 3：晨光零售终端简介**

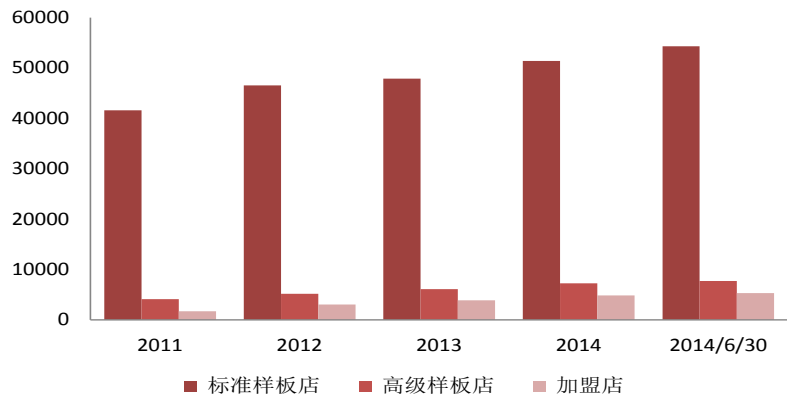
项目	零售终端			批发
	M&G 晨光标准样板店	M&G 晨光高级样板店	M&G 晨光加盟店	M&G 晨光 4S 店
平均盈利	单店盈利强于普通文具店	单店盈利强于标准样板店	单店盈利能力最强	作为区域配送中心，从事批发业务
发行人的权利	产品排他	无强制性晨光产品排他要求	部分品类排他要求	全排他
	单店出样标准	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在 265 款以上	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在 370 款以上	销售晨光产品数量在 1000 款以上 全款批发晨光产品
发行人的责任	品牌形象	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识
	服务支持/要求	培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验，一般不提供货架等硬件支持	培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验，通常提供货架等硬件支持	“六个统一”要求，培训、装修、货柜等服务支持，公司收取加盟管理费 M&G 晨光 4S 店 4S：“销售 (Sale)、服务 (Service)、展示 (Show)、调查 (Survey)”
店铺形象				

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

■ **超 6 万家零售终端，覆盖 80% 学校商圈**

过去 4 年，公司渠道扩张迅速，整体渠道年复合增速为 10.28%。其中，标准样板店门店数和高级样板店门店数年复合增速分别为 7.33% 和 21.06%，加盟店门店数年复合增速达到 42.44%。截至 2015 年 6 月 30 日，公司已拥有超过 6 万家零售终端（54,310 家标准样板店、7,719 家高级样板店以及 5,309 家加盟店），覆盖 80% 学校商圈。

**图表 4：2011-2015 年上半年公司各类门店数量（家）**



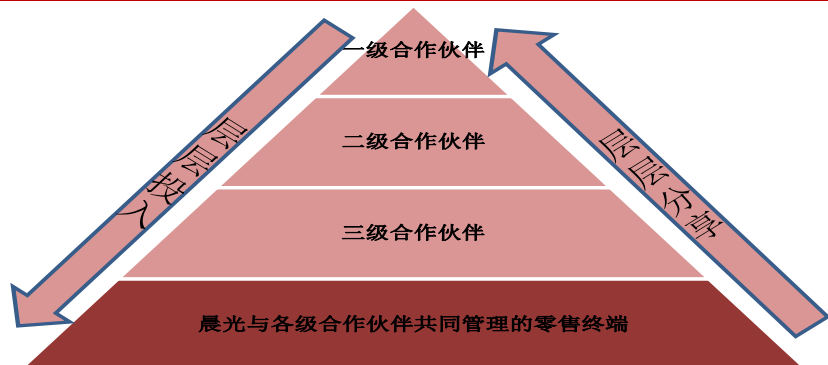
来源：Wind，齐鲁证券研究所

无论是渠道扩张速度，还是渠道数量，晨光文具在业内均属第一。目前齐心门店数为 3 万家，真彩为 2 万家，两者皆与晨光存在较大差距，短期之内难以超越。

■ **层层投入，层层分享，渠道向心力强**

如此庞大渠道有效运转的背后是公司高效的渠道管控力。公司创始人为经销商出身，有丰富的市场推广经验和渠道管控经验，同时非常注重经销商利益。所以公司独创“晨光伙伴金字塔”营销模式，提倡“层层投入、层层分享”，与各级经销商以合作伙伴的方式共同建立稳定、共赢的分销渠道，整个渠道向心力极强。

**图表 5：“晨光金字塔”营销模式**



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**自上而下层层投入。**公司统一的营销管理体系内，各级合作伙伴分别在各自的唯一授权管理区域内开展下一级经销商管理、终端网络扩充等营销网络开拓与维护工作，并按照各自分管区域，投入相应人员、资金、软硬件等资源，做到从上而下的“层层投入”，借助这一机制，晨光实现各区域零串货，大大提升了营销渠道的管理能力与覆盖能力。至 2014 年底，公司总部销售人员仅 60 多人，通过这部分人员管理全国各级经销商超过约 3,000 人的销售团队。公司通过培训、制度建设、考核体系、文化建设、标准化操作等措施，打造了一支具有强大执行力的晨光文具销售团队。

**自下而上层层分享。**在“标准化”价格体系管理下，各级合作伙伴独自分享各自授权区域的所有经营收益，极大的调动了各级合作伙伴的在各自授权管理区域的市场开拓积极性。

**图表 6：“晨光伙伴金字塔”优势**

项目	晨光伙伴金字塔优势
产品经营	在一级合作伙伴层面已实现了晨光品牌产品“全排他”经营，在二、三□合作伙伴层面，书写工具做到了竞争性产品的排他
渠道管理	将“窜货”纳入每年一级经销商的 KPI 考核范围，并对销往每个省份的产品采用不同标签进行标识。一旦发现串货将严厉惩处。而且每年公司管理层都会亲自去终端店进行检查、复查，三个人检查，保证各区域间“零窜货”；经销商□店经营的现代化 4S 管理
营销团队	执行“多维度”的 KPI 体系，打造了一支具有高执行力和高效率的泛晨光文具营销团队

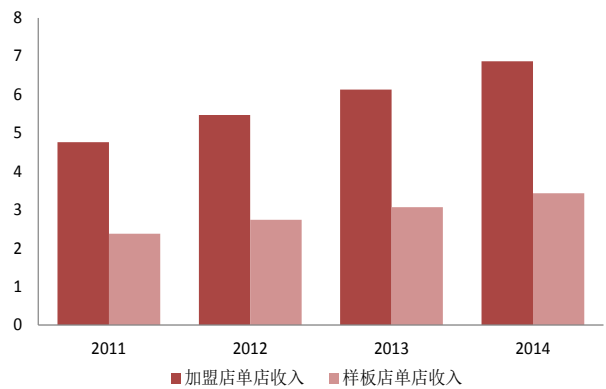
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

#### ■ 门店数量及单店收入逐年提升

在高效的渠道管控力下，公司各类门店数量及其单店收入均呈现稳步提升态势。加盟店由 2011 年的 1,670 家增加至 2014 年的 4,826 家，复合增速达 42.44%。同期样板店数量由 45,651 家扩张至 58,647 家，复合增速为 8.71%。2011-2014 年加盟店单店收入由 4.76 万元提升至 6.87 万元，复合增速达 13.01%。样板店单店收入从 2.88 万元上升至 3.43 万元，复合增速为 12.96%。

**图表 7：2011-2014 年加盟店及样板店数（家）**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 8：2011-2014 年加盟店及样板店单店收入(万)**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

### ■ 其他渠道各尽其职

除经销商渠道外，KA 渠道（大润发、沃尔玛等全国性的连锁零售商）、境外销售（以东南亚为主的海外市场）、办公直销（中小客户线上购买，大中型客户合约服务及超大型客户定制业务）、晨光生活馆直营大店（学习生活相关的“全品类一站式”文化时尚购物场所）各尽其责。

### 紧跟时尚潮流，创新单品频出

- 对于学生群体而言，文具的功能性是基本前提，但文具的趣味性、时尚性才是其购买文具的首要考虑因素。所以能够紧跟潮流，不断推出新品是留住客户、业绩提升的关键。
- 公司一直以“创意带来更多乐趣”为理念，不断把握市场流行元素、及时推出新品，形成了快速的市场反应能力和强大的新品设计研发能力。公司在韩国、日本两个引领亚洲潮流的地区均设有设计工作室，推出各卡通系列产品，如米菲主题系列、史努比系列、糖果狗狗系列等。各季新产品的创意、风格、设计及功能都受到消费者，尤其是学生群体的好评。

**图表 9：晨光米菲系列产品**

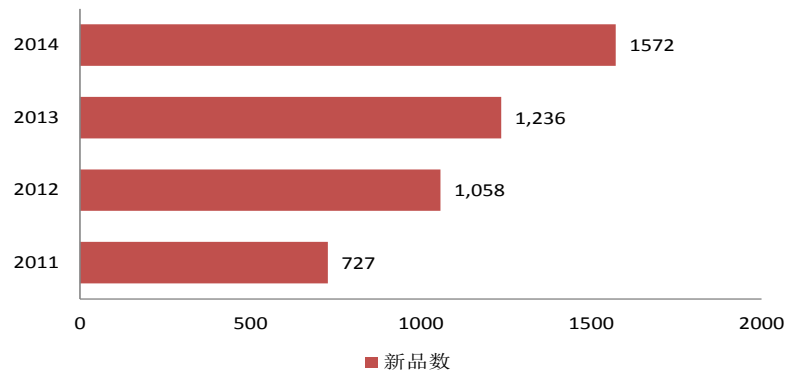

来源：天猫商城，齐鲁证券研究所

**图表 10：晨光史努比系列产品**


来源：天猫商城，齐鲁证券研究所



公司的口号之一就是“晨光每周都有新品”，在 2011 至 2014 年期间，公司每年开发新品数量分别为 727 款、1,058 款、1,236 款和 1572 款，平均每天都有 4 款新品推出。每年两个开学季，公司更是一共推出 600 款新品，业内领先。新品的不断成功推出得到了消费者及合作伙伴的高度认可，公司新品销售占比近三年维持在 20% 左右。

**图表 11：2011-2014 年新品数量（款）**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

### 国内文具第一品牌，品牌知名度深入人心

- 有渠道高覆盖率和新品推出高频率的保驾护航，晨光已成为国内文具第一品牌，其在“2013 年最受欢迎的中国十大文具品牌排行榜”和“2013 年中国圆珠笔十大品牌影响力排行”上均位居第一位。其“真诚、品质、创意、乐趣”的品牌价值体现了其对文具市场消费特征及趋势的准确把握，大大提升了晨光在国内文具市场的品牌知名度和美誉度。目前，在各类人群和各线城市中，晨光文具已经渗透到人们的学习、工作和生活中。尤其在书写工具领域，晨光已经树立起强大的品牌认知度，公司 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年国内市场占有率分别为 7.51%、8.46%、8.77% 及 12%，连续四年居行业榜首。

**图表 12：2011-2013 年书写工具市占率**

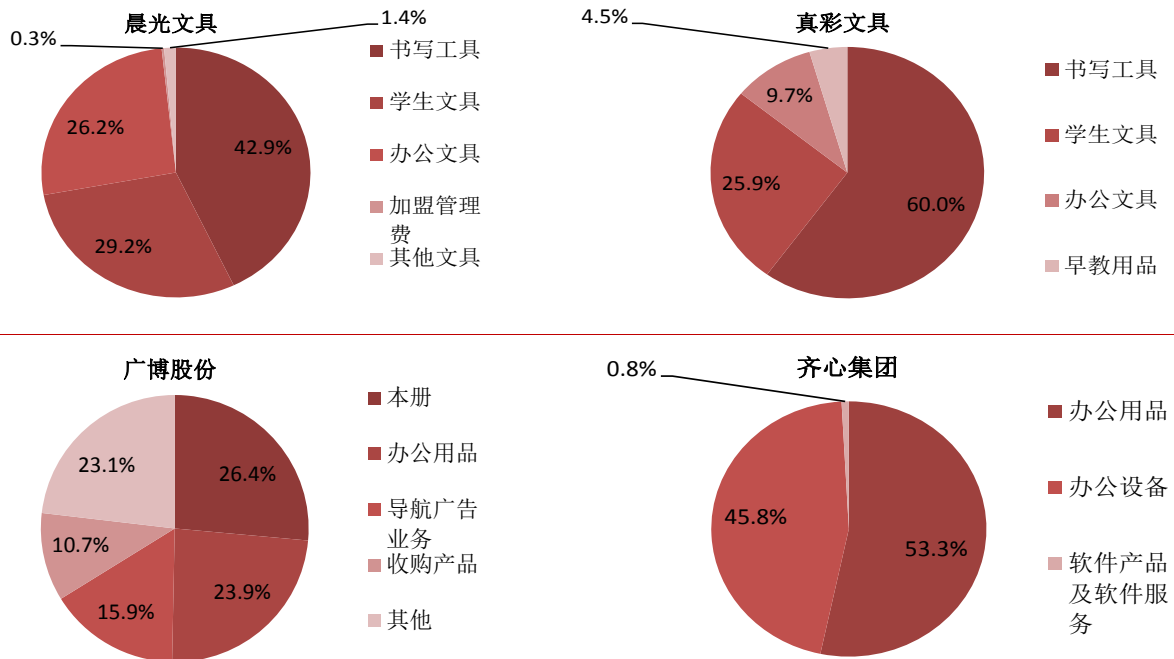
年份	市占率	排名
2011	7.51%	NO.1
2012	8.46%	NO.1
2013	8.77%	NO.1
2014	12%	NO.1

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

## 竞争对手分析：学生、书写业务龙头地位难以撼动、办公业务赶超对手可期

- 公司在行业内主要的竞争对手有真彩文具、齐心集团和广博股份等。从主业来看，真彩文具主业和晨光类似，以书写工具和学生文具为主；齐心集团和广博股份主销办公用品。我们按主营产品分析晨光的相对竞争对手的优势。

图表 13：晨光、齐心、广博、真彩分产品占比

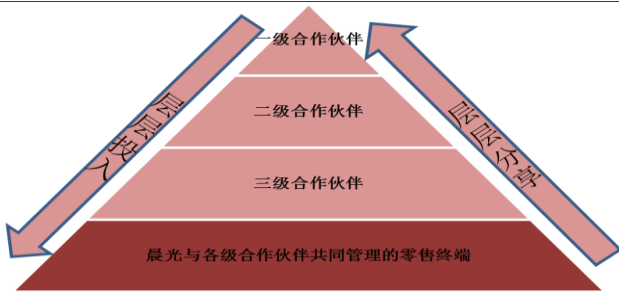


来源：Wind，齐鲁证券研究所

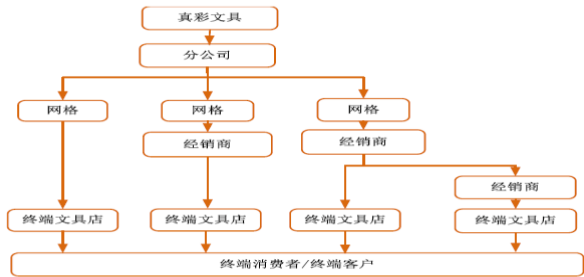
### 学生文具、书写工具，龙头地位确立

- 真彩是目前在书写工具和学生文具市场上仅次于晨光的品牌，二者在产品品类和营销渠道的选择上均较为相似。但在经销模式、新品研发上有很大差别，这些也是造成两者较大差距的主要原因。
- 经销模式：金字塔 vs 棋盘网**

经销商渠道是晨光和真彩最主要的销售渠道，两者 2013 年经销商渠道收入占比分别为 88.76% 和 69.34%。具体来看，晨光采用的是代理制，真彩则是分公司制。晨光与 30 家一级经销商（其中 5 家为晨光自有）以合作伙伴的方式，通过“晨光金字塔”模式“层层投入、层层分享”共同管理庞大的分销渠道。真彩则是采用建立以 26 家分公司为经营中心，以 300 个片区为业务中心的“棋盘式”网格营销管理系统。

**图表 14：“晨光伙伴金字塔”营销模式**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 15：真彩经销模式**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

两种分销模式下，两家公司呈现出不同发展道路。晨光在省级代理商的协助下，实现了渠道的快速扩张，至 2013 年终端零售店已有近 6 万家。公司独创的“晨光伙伴金字塔”模式充分考虑到各级经销商的利益。在此模式下晨光在减少费用，提高效率的同时能够充分调动各级经销商的积极性，整个渠道上下一心，互利共赢。真彩的“棋盘式”分销模式提高了总公司对各级经销商和终端的掌控力，利于提升品牌形象，但这是以牺牲整个渠道效率为代价的。

考虑到文具行业，尤其是学生文具和书写工具，产品单价低，消费者对产品价格敏感度低，更多的是以销量取胜。同时，考虑到晨光创始人经销商出身，能充分理解经销商的诉求，给经销商提供更多利益，从而增强整个渠道的向心力。所以晨光的“金字塔”分销模式更符合文具行业形势，既能提高销量、提升效率，又能保证整个渠道的凝聚力。

**图表 16：晨光、真彩分销模式比较**

	晨光文具	真彩文具
经销模式	与一级经销商以合作伙伴方式，互利共赢	设立分公司，直接掌控渠道
扩张速度	快	慢
费用投入	低	高

来源：齐鲁证券研究所

晨光和真彩 2013 年的财务数据也可反映晨光模式的优势。截至 2013 年末，晨光已有近 6 万家终端零售店，而真彩只有 2 万家。真彩的销售规模和成长能力也和晨光相去甚远。2013 年真彩营收规模（9.3 亿元）不及晨光（23.6 亿元）一半，且其营业收入增长接近停滞状态，2011-2013 年主营业务复合增速为 -1%，归属净利润同样表现不佳，年复合增速为 -14.48%。同期，晨光则表现优异，营业收入复合增速达到 27.70%，归属净利润复合增速更是高达 47.54%。

晨光毛利率（27.34%）略低于真彩（28.27%），主要由两者收入核算基数不同造成，晨光以出厂价入账，真彩以分公司售价入账。晨光的代理商模式相比真彩分公司模式大大降低了期间费用，2013 年，晨光期间费用（13.75%）远低于真彩（23.72%）。综合来看，真彩通过分公司模式提升的毛利率不抵增加的费用，所以晨光净利率（11.25%）远超真彩（3.61%）。

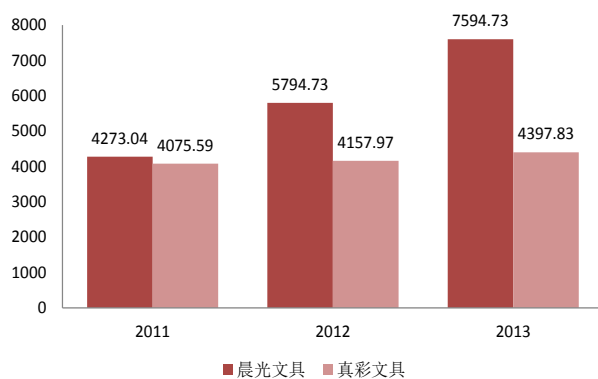
**图表 17：2013 年晨光文具和真彩文具财务数据（万元）**

	晨光文具	真彩文具
终端零售店数（家）	56,296	20,000
主营业务收入	235,985.59	93,218.55
<b>Cagr11-13</b>	<b>27.70%</b>	<b>-1%</b>
毛利率	27.34%	28.27%
归属净利润	28,034.27	3659.05
<b>Cagr11-13</b>	<b>47.45%</b>	<b>-14.48%</b>
净利率	11.25%	3.61%
期间费用率	13.75%	23.72%
所得税率	16.66%	15.14%
EBIT 比率	13.23%	5.06%
ROE	32.27%	8.22%
存货周转率	5.17	2.05
现金周转率	47.78	8.41
带息负债率	0%	35.68%

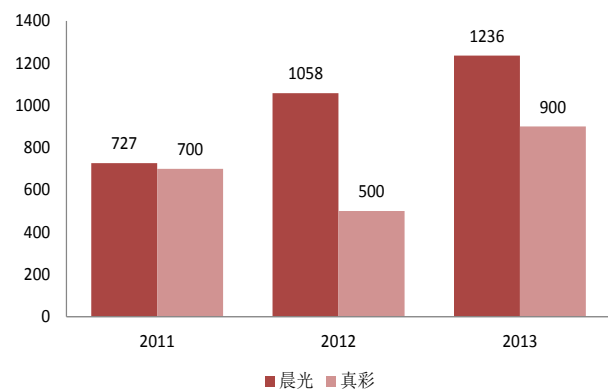
来源：Wind，齐鲁证券研究所

### ■ 新品研发：快速提升 VS 近乎停滞

除规模、渠道外，两者在新品研发方面也存在较大差距。2011-2013 年，晨光研发投入快速上升，复合增速达 33.32%。真彩研发投入增速缓慢，同期复合增速仅为 3.88%。晨光新品数量复合增速为 30.39%，远高于真彩的 13.39%。鉴于学生文具市场需求瞬息万变，消费者对产品的时尚性要求高，晨光的新品研发速度更能满足消费者需求，从而吸引更多目标客户，提升业绩。

**图表 18：2011-2013 年晨光、真彩研发投入（万元）**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 19：2011-2013 年晨光、真彩新品数（款）**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

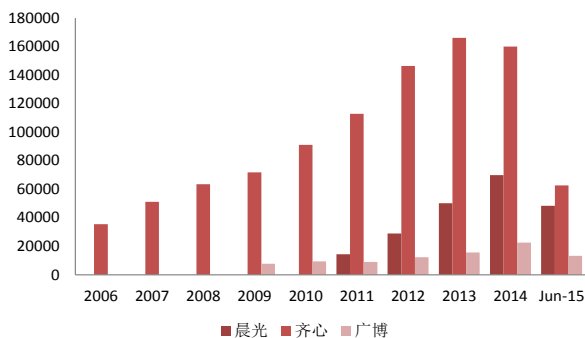
- 综合比较两者在各渠道占比、经销商模式、新品研发上的差距，同时考虑渠道建设是长久之计，需要大量的人力物力财力，真彩想要短期内快速扩建，赶超晨光的可能性较小。同时，新品研发也需要较大财力的支

持和较长时间的沉淀。基于上述，晨光在书写工具和学生文具市场龙头地位难以被撼动，强者愈强，市场份额有望持续扩大。

### 办公用品：势头强劲，超越现有龙头可期

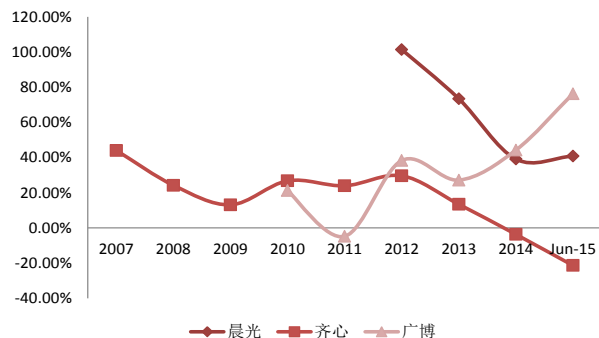
- 与书写工具和学生文具类似，晨光庞大高效的渠道是其优势之一，办公文具业内龙头企业齐心集团拥有 3 万家零售终端，而晨光是它的两倍 (6 万多家)，短期之内竞争对手难以超越。而且未来三年晨光将线下办公店建设列入其渠道建设的重点，这将充分挖掘公司线下渠道优势，在继学生文具之后，为办公文具贡献收入。
- 晨光文具作为办公领域的新进入者，势头强劲。凭借公司强大的品牌优势、渠道管控力和管理能力，公司办公用品销量规模高速增长，2011-2014 复合增速达 69.36%，远超广博(36.38%)和齐心(12.31%)。从规模来看，2014 年公司办公文具销售规模达 69,768.05 万元，与齐心办公文具的收入规模也在逐年缩小，从 2011 年仅占齐心办公文具收入的 13%，2012 的 20%、2013 的 30%、2014 的 44%，到 2015 上半年已达到 77%。未来，由于广博办公文具体量小，短期内难以超越晨光，齐心衰退明显，而晨光办公文具势头强劲。同时考虑到在目前在 A 股上市的参与办公文具的这三家企业，只有晨光专注主业，深耕文具市场，齐心和广博都不同程度的进行主业转型，精力不再集中于文具行业。综上所述，我们预计未来晨光有望赶超齐心成为办公文具行业新龙头。

**图表 20：2006-2015 年上半年晨光、齐心和广博办公文具收入规模（万元）**



来源：Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 21：2006-2015 年上半年晨光、齐心和广博办公文具收入同比增速**



来源：Wind, 齐鲁证券研究所

### 图表 22：齐心集团、广博股份转型事项

**齐心集团**
**广博股份**

2015/3/2 通过子公司投资 1,100 万美金购买 EasyPrint21.18% 股权。标的公司在中国境内所控制的运营平台“阳光印网”是国内首家、同时也是国内领先的在线印刷电子商务服务平台。

2014/12/10 收购西藏山南灵云传媒有限公司 100% 股权，标的公司主营导航网站广告业务、女性时尚品牌网站广告业务和特价导购业务。广博通过此次收购转型文化传媒产业。

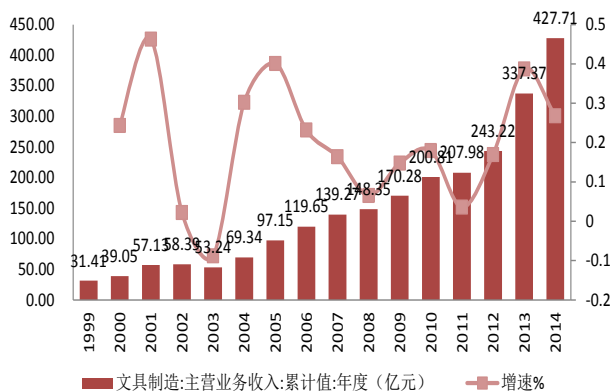
2015/4/11 出资人民币 33,750 万元收购杭州麦苗 100% 股权，标的公司主要从事互联网营销业务，定位于阿里巴巴生态圈。

2015/7/29 以自有资金 4000 万元受让黄超、李世祥分别持有的泊源公司各 5% 股权，上述股权受让完成后，公司持有泊源公司 10% 的股权。“跨境购”平台是目前标的公司全力打造的跨境电商交易平台

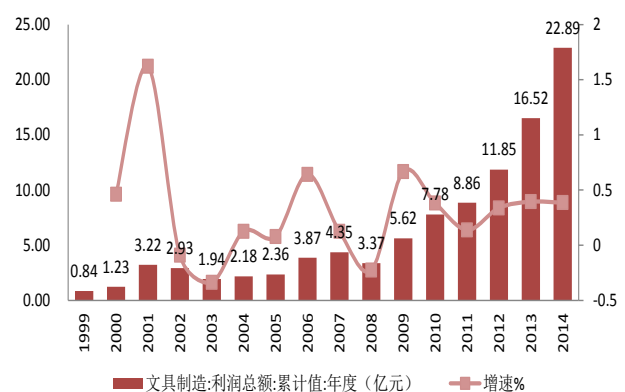
来源：Wind，齐鲁证券研究所

### 文具行业现状利好公司未来发展

- 中国规模以上文具制造企业收入和利润在过去十年呈较快上升态势。2014 年，国内规模以上文具制造企业收入规模已达到 472.71 亿元，过去十年复合增速达 20%。同期，净利润从 2.18 亿元提升至 22.89 亿元，复合增速超 26%。

**图表 23: 1999-2014 年度文具制造行业收入及增速 (亿元)**


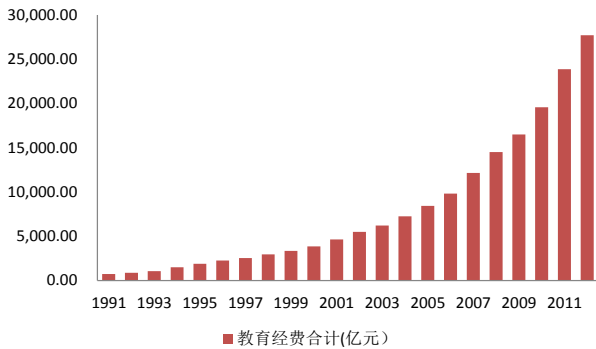
来源：Wind，齐鲁证券研究所

**图表 24: 1999-2014 年度文具制造行业利润及增速 (亿元)**


来源：Wind，齐鲁证券研究所

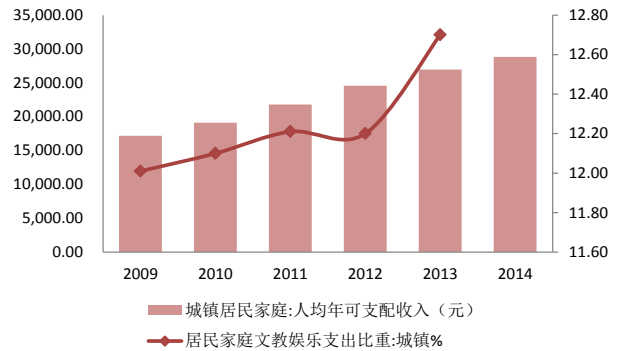
- 虽然中国文具市场增长较快，但和国际市场相比仍有较大发展空间。根据中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》数据显示，我国文具行业市场规模达到 1500 亿元，仅占国际文具市场份额（约 2,500 亿美元）的 8.6%，这与中国占世界人口的 20% 的比重相比份额偏低。
- 未来，政府教育经费的持续投入、居民生活水平不断提高和人们对文教娱乐支出的增加将驱动国内文具内需持续稳健增长。同时，鉴于中国文具市场和国际市场的差距较大，国内文具企业快速发展趋势持续性强，又考虑中国是一个传统文化大国，书写是中华的传统文化，国内文具市场需求仍有较大发展空间。

**图表 25: 中国教育经费投入快速增长**



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 26: 中国城镇居民可支配收入稳步提升, 文教娱乐支出比例快速提高**

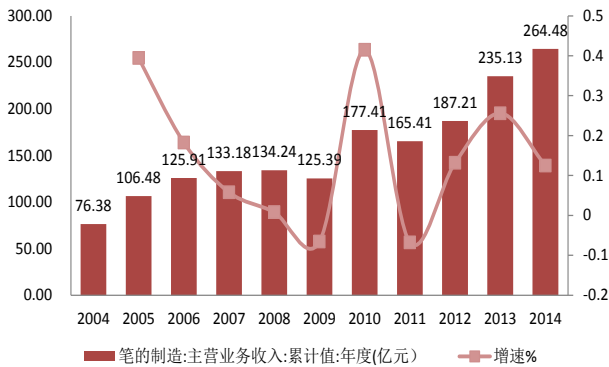


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**书写工具: 格局分散, 利好龙头企业**

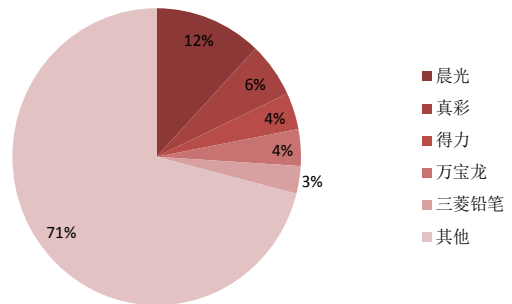
- 书写工具广泛运用于人们的学习、工作和生活中, 根据中国制笔协会统计, 2014 年我国制笔行业规模以上企业销售规模已达 264.48 亿元。但是从市占率来看, 书写工具行业格局分散, 2014 年行业前五名企业收入占比为 29%, 相比美国的 72%, 集中度提升空间巨大。此环境非常有利于品牌影响力强的龙头企业抢占市场。

**图表 27: 2004-2014 年度笔的制造企业收入及增速 (亿元)**



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 28: 2014 年国内书写工具市场份额**

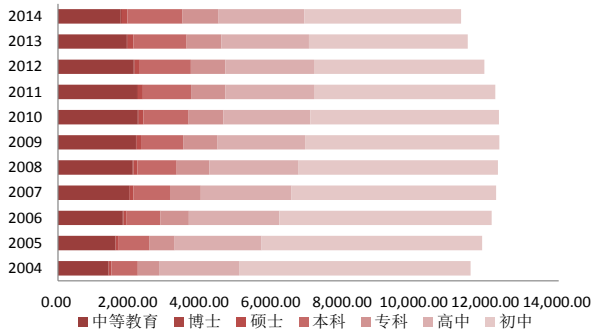


来源: Euromonitor, 齐鲁证券研究所

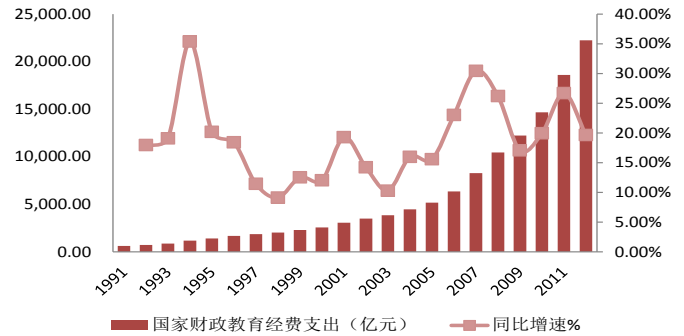
**学生文具: 基数庞大、时尚性强, 产品推陈出新致胜**

- 近几年学生文具行业市场规模不断扩大, 根据《学生文具行业“十二五”发展规划》, 2009 年, 学生文具制造企业销售规模约 90 亿元, 预计 2015 年学生文具行业的整体销售规模将达到 135.70 亿元。国内学生文具发展较快的主要因素之一是得益于中国庞大的学生人群。
- 中国学生文具市场潜在用户基数庞大, 约有 2 亿以上学生人口。2014 年, 中国小学、初中、中等教育、高中、专科、本科、硕士和博士生在校分别分别为 9,451.10 万人、4,384.6 万人、1,755.28 万人、2,200.47 万人、1,006.60 万人、1,541.10 万人、153.50 万人和 31.27 万人。虽然学生

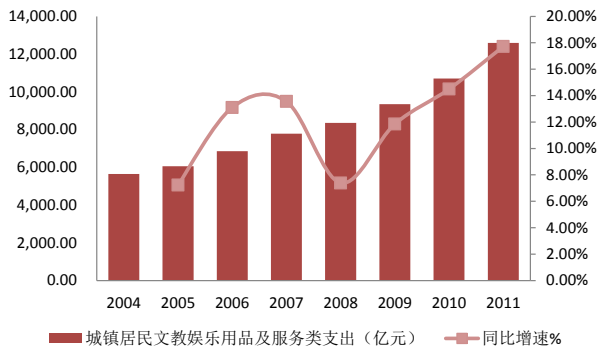
人群总数有所下滑但，全国学生人口总和在过去十年基本维持在 2 亿以上。同时，小学生、初中生和高中生的购物习惯为多频次购买，单次消费金额低，适合电商渠道的极致单品不适用于学生群体，所以传统学生文具市场受互联网冲击不大。并且，随着消费水平的提升，国家和家庭对教育支出的增加，学生文具市场需求仍有保障。

**图表 29：2004-2014 年中国学生人数**


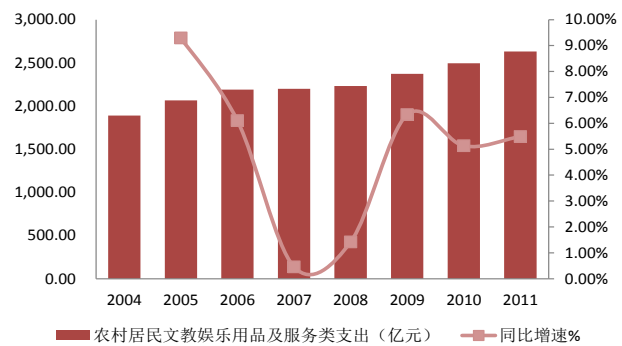
来源：Wind，齐鲁证券研究所

**图表 30：1991-2011 中国财政教育经费支出及增速（亿）**


来源：Wind，齐鲁证券研究所

**图表 31：2004-2012 中国城镇居民文教娱乐用品及服务支出及增速（亿）**


来源：Wind，齐鲁证券研究所

**图表 32：2004-2012 中国农村居民文教娱乐用品及服务支出及增速（亿）**


来源：Wind，齐鲁证券研究所

- 就产品自身特点看，对于学生群体而言，文具的功能性是基本前提，但文具的趣味性、时尚性才是其购买文具的首要考虑因素。所以能把握时尚趋势，对市场热点做出快速反应的，并且拥有强大新品研发能力的品牌文具制造企业将获得高于行业平均的增长水平。

**图表 33：学生文具款式多样**
**图表 34：学生文具款式多样**





来源：百度图片，齐鲁证券研究所

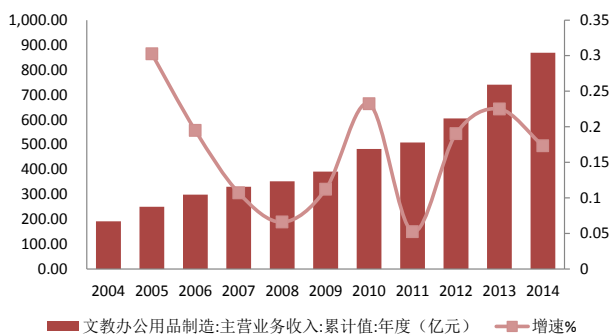


来源：百度图片，齐鲁证券研究所

### 办公文具：文具行业新蓝海，品牌文具受青睐

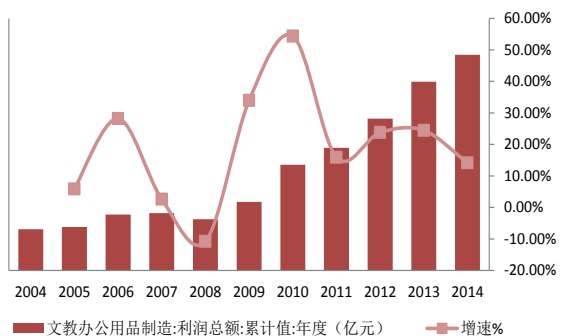
- 中国办公文具行业是近几年新兴的文具行业，它的发展主要受益于现代办公理念及小型办公化的普及。过去十年，国内文教办公用品规模以上企业收入规模已从 191.77 亿元增长至 868.81 亿元，复合增速为 16.3%。同期净利润也从 9.79 亿元提升至 51.31 亿元，复合增速达 18%。

**图表 35：2004-2012 年国内规模以上文教办公用品制造企业营业收入及增速（亿元）**



来源：Wind，齐鲁证券研究所

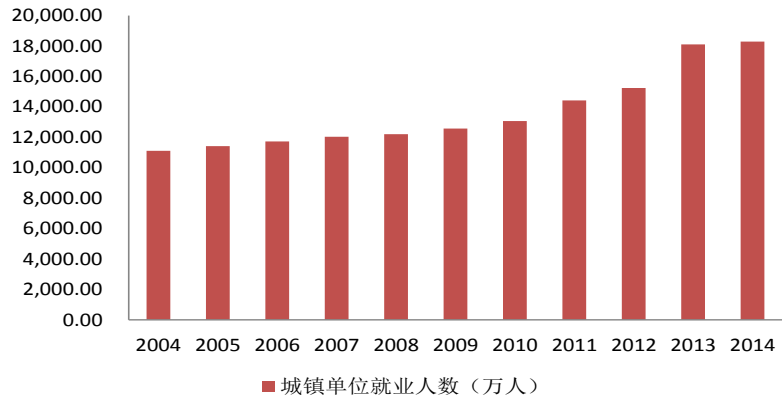
**图表 36：2004-2012 年国内规模以上文教办公用品制造企业净利润及增速（亿元）**



来源：Wind，齐鲁证券研究所

- 近十年，国内城镇单位就业人口稳步提升，至 2014 年已有 1.8 亿人。庞大的办公人群基数为办公文具市场的发展提高保障。

**图表 37：2004-2014 年中国城镇单位就业人数（万人）**



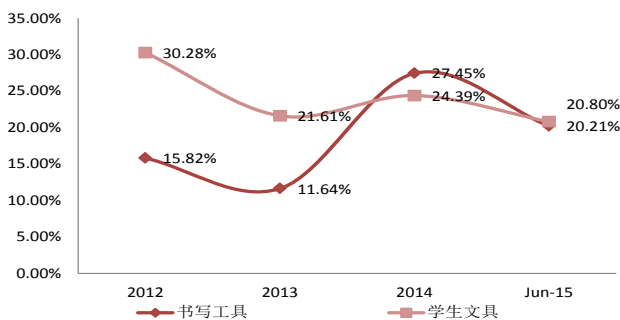
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

- 将来, 随着互联网的快速发展和 office 文化逐渐普及, 企业和政府机构一站式在线采购办公用品有望成为大趋势, 甚至不需要设置专门的团队购置办公用品, 打理公共区域。同时, 随着增幅反腐倡廉力度加大, 人情采购不再, 办公物资采购将逐步区域透明化。所以, 能够提供一站式办公服务, 切具有品牌知名度的企业将受到青睐。

#### 晨光: 书写工具与学生文具平稳增长, 办公文具高增长无忧

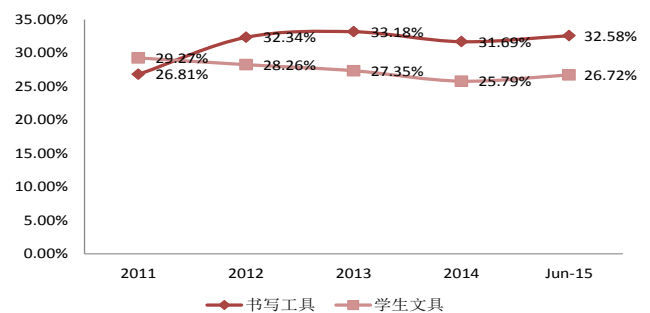
- 在书写工具和学生文具这一行业背景下, 2015 年上半年, 公司书写工具收入为 79,277.40 万元, 同比增长 20.21%, 学生文具实现营业收入 53,875.74 万元, 同比增长 20.80%。两者近三年均呈现平稳较快增长。毛利率也保持在 30%左右的较高水平。这主要得益于公司的产能扩张、渠道升级和品类拓展。

图表 38: 2012-2015 上半年书写工具、学生文具收入增速



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 39: 2011-2015 上半年书写工具、学生文具毛利率



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

#### ■ 书写工具

自 2011 年起, 随着公司市占率的不断提高, 公司主要产品的产能面临的压力逐渐增大, 过去三年各品类的产能均已达到 105%以上, 其中书写工具已达到 110%以上。

**图表 40：2011-2014 年 9 月书写工具产能情况**

项目	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-9 月
产能 (万支)	105,000	116,000	125,000	113,000
产量 (万支)	124,035	127,362	134,446	131,456
销量 (万支)	115,169	123,111	128,638	126,232
产能利用率	118.13%	109.79%	107.56%	116.33%
产销率	92.85%	96.66%	95.68%	96.03%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

为打破产能瓶颈,公司自 2013 年末投入 73,391.01 万元新建和扩建书写工具生产线,建立材料研发基地。投产第一年新增产能 60,100 万支,2014 年书写工具销量达到 163,576.08 万支,同比增长 27.16%。未来三年,随着新增产能逐步释放,我们预计书写工具销量将保持 15%-20%增速。同时,伴随规模效益的显现,书写工具的毛利率将有所提升,我们预期未来三年其毛毛利率将能保持在 32%-35%。

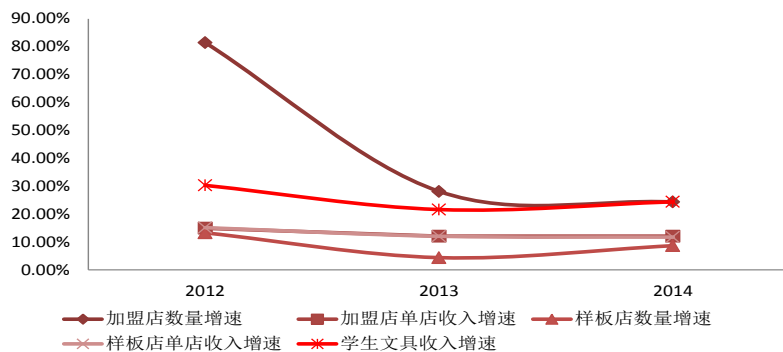
**图表 41：书写工具生产线投产后新增产能情况 (万元/万支)**

书写工具	投产第一年	投产第二年	投产第三年
总产量 (万支)	60100	130250	230400
销售总额 (万元)	33,200	74,900	139,100

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

## ■ 学生文具

近几年学生文具增长主要受门店扩张和单店收入提升驱动。2012-2014 年,加盟店及样板店的单店收入增速(加盟店:14.92%、12.07%、12.07%;样板店:15.13%、12.04%、11.73%)、样板店数量增速(13.27%、4.38%、8.66%)与学生文具收入增速基本一致,保持稳步增长。

**图表 42：2012-2014 年学生文具收入与各类门店数及单店收入变化趋势**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

未来,随着公司渠道升级项目逐渐建成,终端零售店数量和单店收入都将呈现稳步增长趋势。同时,考虑到校内店和大学城能更精准的瞄准学生群体,通过封闭式校区这一屏障,享受巨大垄断客流,我们预计公司

未来三年的渠道建设重点将向校内店和大学城倾斜。

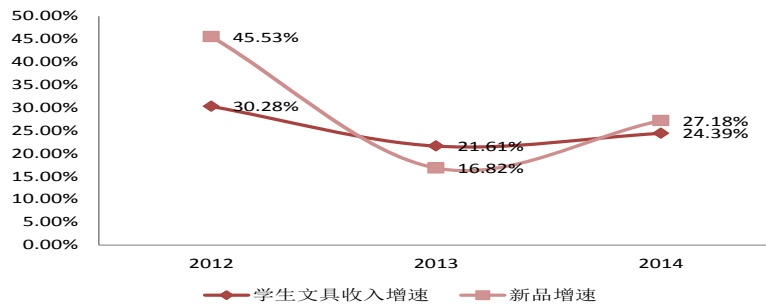
**图表 43：公司门店提升项目具体计划（万元）**

建设期第一年			建设期第二年			建设期第三年		
收入	店数	单店销售	收入	店数	单店销售	收入	店数	单店销售
35,239	5,132	6.87	66,001	8,582	7.69	114,834	13,332	8.61
188,732	54,971	3.43	219,070	56,971	3.85	253,972	58,971	4.31

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

除渠道扩张外，品类拓展也是学生文具收入增长的另一重要因素。近几年，公司已从单纯的书写工具、基本学生用品（橡皮、书包等）向耳机、计算机、闹钟、台灯等电子产品延伸，每年新品贡献的收入近 20%。2015 年上半年，公司已推出 817 款新品，在 9 月开学月更将一次性推出 600 款新品，新品研发能力强劲。

**图表 44：2012-2014 年学生文具收入与新品数量增速**



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

所以，综合考虑渠道升级、大学城和校内店的扩建以及快速提升的品类数量，我们预计，未来三年，学生文具收入增速将能达到 15%-20%。毛利率将保持在 26%-30%之间。

#### ■ 办公文具

晨光一站式办公服务平台科力普顺利完成上半年经营目标，营业收入同比增长 20.25%，全年预计增长超过 50%。上半年日订单量突破 1000 单，月订单量突破 25000 单，预计到 2015 年底日订单量将突破 1500 单，月订单量将突破 35000 单。其上半年在大客户开发方面表现优异，成功入围上海市政府采购等 4 个项目，成功签约宝钢集团、亚马逊中国等大型客户。下半年，晨光科力普将继续提升服务品质，拓展产品品类，加强大客户挖掘，积极筹备北京、上海等一线城市的业务拓展。虽科力普仍处于亏损状态，但主要由于公司正处于发展投入期，一次性基础投入较大，营业模式培育、人才引进、市场拓展、仓储物流配送等还需要大量的投入。后期随着销售规模扩大，费用率下降，科力普有望迅速成为公司利润新增长点。

- 同时考虑到公司办公文具收入近 3 年近 70%的复合增速，和公司计划加大线下办公店的建设投入，我们预计未来三年公司办公文具收入增速将能保持在 43%-50%之间。

**新业务拓展：晨光生活馆+文艺小资互联网产品**

- 晨光生活馆是公司的直营店，定位为线下体验店和日常活动基地，目标客户为年轻白领，主要设在新华书店、大型购物商城，如百联、万达等。为提升客户体验，所有门店开始逐步植入体验区域及相关设施，特别是针对儿童美术和智力玩具、亲自体验等产品和活动。目前全国范围内有 63 家生活馆，2015 年内公司计划新开生活馆 100 家。未来，晨光生活馆除了线下零售和体验门店的功能外，可能还会充分利用线下庞大的客流量，参与与学习相关的服务，拓宽公司已有业务，拓展业绩新增长点。

图表 45：晨光生活馆



来源：百度图片，齐鲁证券研究所

图表 46：晨光生活馆



来源：百度图片，齐鲁证券研究所

- 在互联网时代，文具业也需要有互联网思维。晨光顺应潮流，与多家自媒体合作，推出多款互联网创意产品。如联合热门微信公众号“罗辑思维”推出复古文艺的“集客”文具套装、“集客回家”春节礼盒、“集客完美计划”，与韩寒工作室合作推出清新小资的“晨光优品 ONE BOX•无用之诗”，“晨光 (M&G) K-BOX 凯叔讲故事学生套装组合”文具礼盒等产品均受到市场的欢迎。在 FUTURE2015 移动互联网大会举办的优秀企业评选中，公司荣获“2014 年度最具移动互联网思维企业奖”。

图表 47：晨光集客套装



来源：天猫旗舰店，齐鲁证券研究所

图表 48：晨光优品 ONE BOX•无用之诗



来源：天猫旗舰店，齐鲁证券研究所

## 首次覆盖给予“买入”评级，未来 3-6 个月目标价 35-40 元

### ■ 主业收入预测

**书写工具。**国内书写工具行业未来增速维持15%晨光作为书写工具市占率第一公司，我们预计未来其该类业务收入增速能与行业保持一致，在15%左右。

**学生文具。**与书写工具情况相似，国内学生文具也将保持15%增速。考虑到公司业内领先的研发力及品牌知名度，我们认为晨光学生业务收入增速能略高于行业增速，预计保持在15%-20%。

**办公文具。**作为国内文具行业新蓝海，国内办公文具市场处于成长阶段，增速飞快，同时考虑晨光办公业务增速迅猛，而竞争对手呈现衰退趋势，所以我们预计公司该业务未来三年能维持40%-50%增速。

- **三项费用预测。**公司渠道模式成熟，未来随着规模效应显现，有下滑预期，整体费用率保持稳定。未来三年预计销售费用率6.40%、6.20%、6.00%，管理费用率6.40%、6.25%、6.10%，财务费用率-0.28%、-0.28%、-0.22%。

- 综上所述，预计公司2015-2017年核心EPS0.89元、1.15元、1.49元，对应PE为35倍、27倍、21倍，未来三年收入增速分别为25.60%、25.49%、25.18%，核心净利润增速为32.71%、29.64%、29.28%。考虑到公司在充分利用渠道、品牌、产品三大优势建立起的行业龙头地位、竞争者威胁总体不强以及未来量价齐升空间依然较大的背景下，给予公司未来3-6个月目标价35-40元。

图表 49：可比公司估值比较

可比公司	最新收盘价 (2015/9/15)	EPS			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
齐心集团	25.90	0.18	0.32	0.39	143.89	80.94	66.41
广博股份	17.52	0.33	0.46	0.59	53.09	38.09	29.69
其他轻工制造					49.06	49.06	38.22
<b>晨光文具</b>	<b>31.09</b>				<b>35</b>	<b>27</b>	<b>21</b>

来源：Wind, 齐鲁证券研究所

### 风险提示

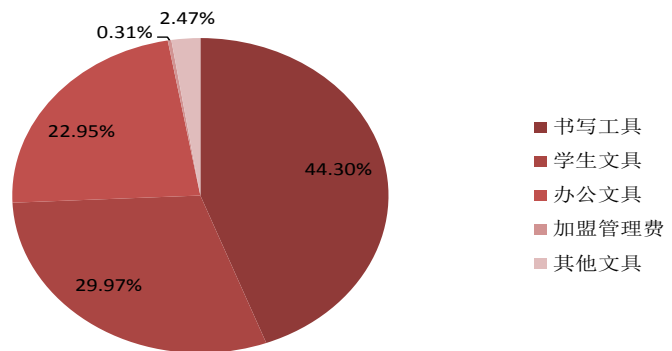
- 市场需求低于预期。国内开始提倡无纸化办公，可能会在一定程度上削弱办公市场需求。
- 渠道开拓力度低于预期。渠道升级、拓展需要大量资金支撑，人员培训、门店位置选择都需要一定的时间，可能会存在降低渠道拓展力度的风险。

## 附录：文具内销龙头简介

### 国内文具第一品牌

- 公司主要从事品牌书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售，为国内文具第一品牌。书写工具和学生文具是公司的主要产品，2014 年其收入占比分别达到 44.30%和 29.97%。近几年新拓展的办公文具领域发展较快，其收入占比已从 2011 年的 9.93%提升至 2014 年的 22.95%。

**图表 50：2014 年分产品收入占比**



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 在书写工具和学生文具细分领域，晨光品牌已经在消费者心中建立了良好的品牌认知。根据中国制笔协会统计，在书写工具市场，公司 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年国内市场占有率分别为 7.51%、8.46%、8.77%及 12%，连续四年居行业榜首。

**图表 51：公司产品**



来源：公司官网，齐鲁证券研究所

**图表 52：公司产品**



来源：公司官网，齐鲁证券研究所

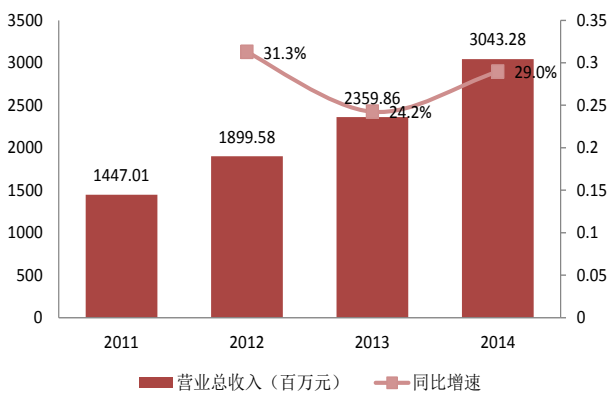
### 渠道高覆盖率

- 公司在文具行业零售终端网络覆盖的广度和深度方面具有明显的先发优势与领先优势,运用“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式,与各级经销商(合作伙伴)共同建立了“稳定、共赢”的分销体系。截至2014年12月31日,公司拥有29家一级(省级)合作伙伴、1,200余家二、三级合作伙伴,涉及超过6万家零售终端(51,393家标准样板店、7,254家高级样板店以及4,826家加盟店)覆盖全国80%的学校商圈。

### 业绩较快增长

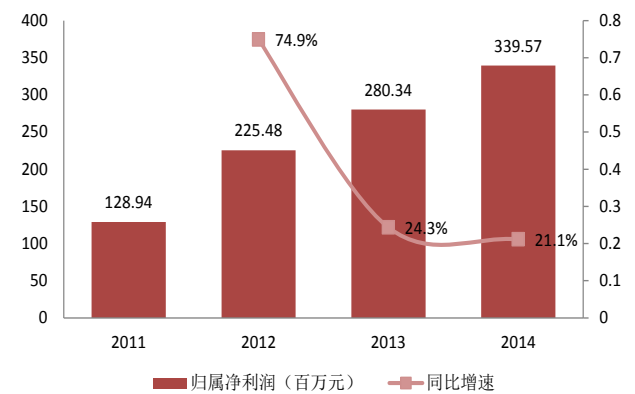
- 以良好的品牌知名度和有力的渠道管控为基石,公司业绩呈现较快增长态势。2011年至2014年,公司营业收入从1447.01百万元增长至3043.28百万元,复合增速为28.12%。同期,归属净利润由128.94万元快速提升至339.57万元,复合增速达38.10%。

图表 53: 2011-2014 年营业收入及增速 (百万)



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 54: 2011-2014 年归属净利润及增速 (百万)



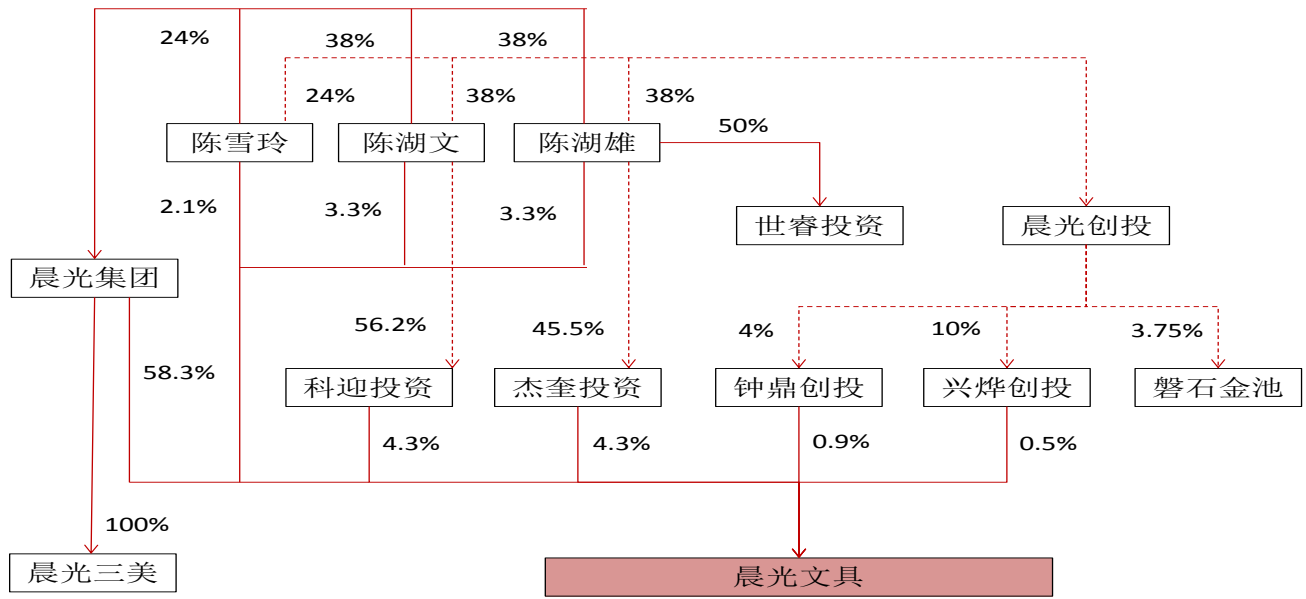
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

### 股权集中

- 公司总股本为46,000万股,三姐弟陈雪玲、陈湖文、陈湖雄通过晨光集团、科迎投资、杰奎投资、钟鼎创投、兴烨创投及磐石金池间接及自身直接持有公司股权合计达77.02%,三姐弟共为公司实际控制人;其中控股股东为晨光集团。

图表 55: 晨光股权结构图





来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 56: 销售预测 (万元)**

项 目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>书写工具</b>							
销售收入	81,741.03	94,669.37	105,687.84	134,694.87	157,593.00	184,383.81	213,885.22
增长率 (YOY)	—	15.82%	11.64%	27.45%	17.00%	17.00%	16.00%
毛利率	26.81%	32.34%	33.18%	31.69%	32.00%	33.00%	34.00%
销售成本	59,830.03	64,052.35	70,623.25	92,011.19	107,163.24	123,537.15	141,164.24
增长率 (YOY)	—	7.06%	10.26%	30.28%	16.47%	15.28%	14.27%
毛利	21,911.00	30,617.02	35,064.59	42,683.68	50,429.76	60,846.66	72,720.97
增长率 (YOY)	—	39.73%	14.53%	21.73%	18.15%	20.66%	19.52%
占总销售额比重	56.49%	49.84%	44.79%	44.30%	41.27%	38.48%	35.65%
占主营业务利润比重	56.33%	58.77%	54.39%	54.87%	51.41%	49.54%	47.06%
<b>学生文具</b>							
销售收入	46,238.38	60,238.44	73,255.24	91,124.78	108,438.49	128,499.61	151,629.54
增长率 (YOY)	—	30.28%	21.61%	24.39%	19.00%	18.50%	18.00%
毛利率	29.27%	28.26%	27.35%	25.79%	27.00%	27.60%	28.50%
销售成本	32,703.54	43,213.89	53,221.71	67,623.25	79,160.10	93,033.72	108,415.12
增长率 (YOY)	—	32.14%	23.16%	27.06%	17.06%	17.53%	16.53%
毛利	13,534.84	17,024.55	20,033.53	23,501.53	29,278.39	35,465.89	43,214.42
增长率 (YOY)	—	25.78%	17.67%	17.31%	24.58%	21.13%	21.85%
占总销售额比重	31.95%	31.71%	31.05%	29.97%	28.40%	26.82%	25.28%
占主营业务利润比重	34.80%	32.68%	31.08%	30.21%	29.85%	28.87%	27.96%
<b>办公文具</b>							
销售收入	14,363.12	28,920.45	50,150.99	69,768.05	104,652.08	151,745.51	215,478.62
增长率 (YOY)	—	101.35%	73.41%	39.12%	50.00%	45.00%	42.00%
毛利率	18.51%	10.43%	14.83%	13.94%	15.00%	15.00%	15.50%
销售成本	11,703.97	25,903.57	42,712.44	60,042.99	88,954.26	128,983.68	182,079.44
增长率 (YOY)	—	121.32%	64.89%	40.57%	48.15%	45.00%	41.16%
毛利	2,659.15	3,016.88	7,438.55	9,725.06	15,697.81	22,761.83	33,399.19
增长率 (YOY)	—	13.45%	146.56%	30.74%	61.42%	45.00%	46.73%
占总销售额比重	9.93%	15.22%	21.26%	22.95%	27.41%	31.67%	35.92%
占主营业务利润比重	6.84%	5.79%	11.54%	12.50%	16.00%	18.53%	21.61%
<b>加盟管理费</b>							
销售收入	432.00	628.03	1,030.84	948.82	1,423.23	1,992.52	2,789.53
增长率 (YOY)	—	45.38%	64.14%	-7.96%	50.00%	40.00%	40.00%
毛利率	—	—	—	—	—	—	—
销售成本	—	—	—	—	—	—	—
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	—	—
毛利	—	—	—	—	—	—	—
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	—	—
占总销售额比重	—	—	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—	—
<b>其他业务</b>							
销售收入	1,925.49	5,500.96	5,812.82	7,503.77	9,754.90	12,583.82	16,107.29
增长率 (YOY)	—	185.69%	5.67%	29.09%	30.00%	29.00%	28.00%
毛利率	18.72%	14.80%	15.45%	12.37%	13.00%	14.00%	15.00%
销售成本	1,565.03	4,686.83	4,914.84	6,575.27	8,486.76	10,822.09	13,691.20
增长率 (YOY)	—	199.47%	4.86%	33.78%	29.07%	27.52%	26.51%
毛利	360.46	814.13	897.98	928.50	1,268.14	1,761.74	2,416.09
增长率 (YOY)	—	125.86%	10.30%	3.40%	36.58%	38.92%	37.14%
占总销售额比重	1.33%	2.90%	2.46%	2.47%	2.55%	2.63%	2.69%
占主营业务利润比重	0.93%	1.56%	1.39%	1.19%	1.29%	1.43%	1.56%
总收入	144,700.02	189,957.25	235,937.73	304,040.29	381,861.69	479,205.27	599,890.20
增长率 (YOY)	—	31.28%	24.21%	28.86%	25.60%	159.51%	57.10%
销售成本小计	105,802.57	137,856.64	171,472.24	226,252.70	283,764.36	356,376.64	445,350.00
总毛利	38,897.45	52,100.61	64,465.49	77,787.59	98,097.33	122,828.63	154,540.20
毛利率	26.88%	27.43%	27.32%	25.58%	25.69%	25.63%	25.76%
销售费用率	6.57%	7.90%	6.42%	6.80%	6.40%	6.20%	6.00%
管理费用率	9.30%	6.51%	7.38%	6.63%	6.40%	6.25%	6.10%
财务费用率	-0.12%	-0.05%	-0.06%	-0.08%	-0.28%	-0.28%	-0.22%
营业税金及附加比率	0.40%	0.39%	0.31%	0.31%	0.31%	0.32%	0.31%
所得税率	21.34%	14.95%	16.66%	17.50%	16.90%	16.00%	16.00%
核心净利润	11,860.47	20,563.69	26,235.04	30,748.91	40,805.82	52,899.75	68,387.41
核心净利润增速 (YOY)	—	73.38%	27.58%	17.21%	32.71%	29.64%	29.28%
核心EPS	0.26	0.45	0.57	0.67	0.89	1.15	1.49
PE	—	—	—	—	35.22	27.17	21.01

来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 57: 财务报表 (万元)

损益表 (人民币万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	189,958	235,986	304,328	381,862	479,205	599,890
增长率	31.28%	24.2%	29.0%	25.5%	25.5%	25.2%
营业成本	-137,857	-171,472	-226,253	-283,764	-356,377	-445,350
% 销售收入	72.6%	72.7%	74.3%	74.3%	74.4%	74.2%
毛利	52,102	64,513	78,075	98,097	122,829	154,540
% 销售收入	27.4%	27.3%	25.7%	25.7%	25.6%	25.8%
营业税金及附加	-733	-722	-933	-1,184	-1,533	-1,860
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-14,999	-15,142	-20,704	-24,439	-29,711	-35,993
% 销售收入	7.9%	6.4%	6.8%	6.4%	6.2%	6.0%
管理费用	-12,371	-17,426	-20,166	-24,439	-29,950	-36,593
% 销售收入	6.5%	7.4%	6.6%	6.4%	6.3%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	23,999	31,224	36,271	48,035	61,634	80,094
% 销售收入	12.6%	13.2%	11.9%	12.6%	12.9%	13.4%
财务费用	97	130	231	1,079	1,339	1,328
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.28%	-0.28%	-0.22%
资产减值损失	180	-245	-235	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	7	88	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	24,277	31,116	36,355	49,114	62,973	81,422
营业利润率	12.8%	13.2%	11.9%	12.9%	13.1%	13.6%
营业外收支	2,235	2,022	3,569	2,328	2,906	2,589
税前利润	26,512	33,138	39,925	51,442	65,479	84,011
利润率	14.0%	14.0%	13.1%	13.5%	13.7%	14.0%
所得税	-3,964	-5,520	-6,986	-8,694	-10,477	-13,442
所得税率	15.0%	16.7%	17.5%	16.9%	16.0%	16.0%
净利润	22,548	27,618	32,939	42,748	55,003	70,569
少数股东损益	0	-416	-1,018	-1,590	-2,023	-2,596
归属于母公司的净利润	22,548	28,034	33,957	44,338	57,026	73,165
净利率	11.9%	11.9%	11.2%	11.6%	11.9%	12.2%

资产负债表 (人民币万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	15,114	12,112	20,044	52,128	37,420	51,390
应收款项	4,636	8,383	8,829	11,777	13,890	17,537
存货	27,022	39,345	55,573	55,823	71,276	90,033
其他流动资产	506	2,441	1,216	52,280	67,548	68,316
流动资产	47,277	62,280	85,662	172,008	190,134	227,275
% 总资产	49.9%	48.0%	48.9%	56.8%	51.3%	52.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	32,389	50,248	70,541	106,363	153,476	178,245
% 总资产	34.2%	38.7%	40.3%	35.1%	41.4%	41.1%
无形资产	14,966	16,748	18,220	23,491	26,285	27,928
非流动资产	47,419	67,497	89,502	130,595	180,502	206,915
% 总资产	50.1%	52.0%	51.1%	43.2%	48.7%	47.7%
资产总计	94,696	129,777	175,164	302,603	370,636	434,190
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	22,112	26,952	37,246	40,981	51,419	64,216
其他流动负债	3,174	7,720	8,083	10,140	35,731	38,919
流动负债	25,286	34,672	45,329	51,121	87,150	103,135
长期贷款	0	0	101	101	101	101
其他长期负债	665	1,891	2,081	2,081	2,081	2,081
负债	25,951	36,564	47,512	53,303	89,332	105,317
普通股股东权益	68,745	89,692	123,649	246,887	280,913	331,078
少数股东权益	0	3,521	4,003	2,414	390	-2,206
负债股东权益合计	94,696	129,777	175,164	302,603	370,636	434,190

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	1.127	0.701	0.849	0.964	1.240	1.591
每股净资产 (元)	3.437	2.242	3.091	5.367	6.107	7.197
每股经营现金净流 (元)	1.376	0.547	0.856	1.106	1.293	1.652
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	32.80%	31.26%	27.46%	17.96%	20.30%	22.10%
总资产收益率	23.81%	21.60%	19.39%	14.65%	15.39%	16.85%
投入资本收益率	38.06%	32.09%	27.78%	27.10%	28.93%	31.65%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	31.28%	24.23%	28.96%	25.48%	25.49%	25.18%
EBIT增长率	56.27%	30.10%	16.17%	32.43%	28.31%	29.95%
净利润增长率	74.87%	24.33%	21.13%	30.57%	28.62%	28.30%
总资产增长率	22.98%	37.05%	34.97%	72.75%	22.48%	17.15%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	10.2	6.9	6.5	7.9	7.1	7.2
存货周转天数	68.2	70.6	76.6	71.8	73.0	73.8
应付账款周转天数	37.4	34.6	36.9	36.9	36.9	36.9
固定资产周转天数	51.3	52.1	62.1	63.0	60.8	58.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-21.98%	-12.99%	-15.62%	-40.93%	-36.37%	-35.36%
EBIT利息保障倍数	-246.6	-239.4	-156.9	-44.5	-46.0	-60.3
资产负债率	27.40%	28.17%	27.12%	17.61%	24.10%	24.26%

现金流量表 (人民币万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	22,548	27,618	32,939	42,748	55,003	70,569
少数股东损益	0	0	0	-1,590	-2,023	-2,596
非现金支出	3,771	5,901	8,587	8,907	11,766	15,183
非经营收益	-6	-424	-254	-2,324	-2,502	-2,585
营运资金变动	1,209	-11,198	-7,021	1,528	-4,804	-7,186
经营活动现金净流	27,521	21,897	34,251	49,270	57,440	73,385
资本开支	12,999	25,396	24,850	47,672	59,167	39,007
投资	0	-150	150	-50,000	-15,000	0
其他	0	7	88	0	0	0
投资活动现金净流	-12,999	-25,539	-24,612	-97,672	-74,167	-39,007
股权募资	0	4,100	1,500	78,900	0	0
债权募资	-2,831	0	101	0	0	0
其他	-3,911	-4,200	-2,566	-4	-4	-23,004
筹资活动现金净流	-6,743	-100	-966	78,896	-4	-23,004
现金净流量	7,779	-3,742	8,673	30,494	-16,731	11,374

来源: Wind, 齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上

**增持:** 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%+5%

**减持:** 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。