

## 晨光文具 (603899. SH)

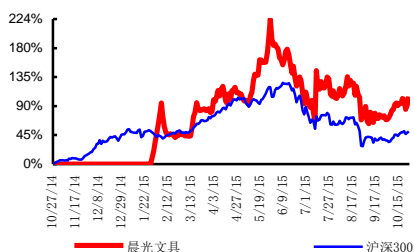
### 业绩表现持续抢眼，龙头白马价值凸显

评级: **买入**      前次: **买入**  
 目标价 (元): **40—46**  
 分析师: 吴晓宇      联系人: 王雨丝  
 S0740515030001  
 021-20315169  
 wuxy@r.qlzq.com.cn      wangys@r.qlzq.com.cn  
 2015年10月25日

#### 基本状况

总股本(百万股)	460
流通股本(百万股)	460
市价(元)	38.7
市值(百万元)	17,802
流通市值(百万元)	17,802

#### 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)		44	34	26
PEG		1.33	1.14	0.89
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

事件: 公司公布 2015 年三季报, 其中营业收入 287,174.34 万元, 同比增长 22.47%; 归属母公司净利润 32,534.95 万元, 同比增长 19.09%; 基本 EPS0.72 元, 同比增长 5.08%。

- **渠道及新品扩张得力, 营收持续较好增长。**前三季度公司营业收入同比增长 22.47%, 其中三季度同比增长 20.05%, 营收保持较快增长态势, 我们认为主要由渠道迅速扩张及新品创新所致: 一方面, 公司聚焦学校商圈渠道, 在坚持渠道升级的同时加大校内店、大学城投入; 加盟店、样板店渠道数量持续扩张, 单店收入也持续提升。另一方面, 公司新品频出, 速度冠居全市场, 为主营增长提供了充沛动力。三季度公司成功推出“超梵”文具套装 (与梵高博物馆合作)、Mbox 等多款深受市场欢迎的创意文具。展望未来, 基于产品创新力及渠道力扩张, 预计公司营收将保持较快增长。
- **营业外收入大幅增长, 盈利能力小幅提升。**三季度在毛利率较低的办公文具 (15 年上半年毛利率为 14.63%) 营收占比持续扩张背景下, 当期毛利率为 25.49%, 同比小幅下滑 0.35 个百分点。同时三季度在管理费用率略有提升的背景下, 公司期间费用率整体上扬 0.26 个百分点, 致使整体营业利润率小幅下滑 0.19 个百分点。但当期营业外收入大幅增长 269%, 整体归属母公司股东净利率为 11.51%, 同比仍小幅上扬 0.67 个百分点。预计未来在公司收入扩张带来的规模效应下, 费用率将有所下滑, 毛利率企稳, 公司盈利能力仍有提升预期。
- **科力普、生活馆快速发展。**三季度, 办公文具线上平台科力普, 获苹果官方授权经销商资格, 这将有效提升科力普的信誉度、知名度及客户流量。同期, 晨光生活馆也在快速扩张, 已在上海、香港和江西新增 4 家旗舰店。未来科力普和生活馆将继续发力, 有望成为公司利润新增长点。

■ **维持“买入”评级，上调目标价，未来3-6个月目标价40-46元：**考虑在公司的文具龙头地位，未来渠道和产品优势日益凸显，且竞争者威胁不大的背景下，公司未来量价提升空间仍然较大。同时，公司为次新股板块中绩优个股，享有其一定的次新股溢价，我们给予公司2016年35-40倍估值，未来3-6个月目标价40-46元。

■ **风险提示：**市场需求低于预期，渠道开拓力度低于预期。

图表 1：2013-2015 年各季度财务数据（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	12,583.32	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	—	—	—	—	43.63	33.65	26.03

来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 2: 2013-2015 年各季度财务数据 (万元)**

项目/季度	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3
销售收入	235,986	75,671	149,181	234,493	304,328	94,254	184,757	287,174
YoY	124%	NA	NA	NA	129%	125%	124%	
EBIT	30,979	8,903	19,222	29,753	36,036	12,580	23,384	35,285
YoY	128%	NA	NA	NA	116%	141%	122%	
报告净利润	28,034	8,689	18,069	27,320	33,957	10,941	20,743	32,535
YoY	124%	NA	NA	NA	121%	126%	115%	
核心净利润	26,235	7,416	16,285	25,277	30,749	10,752	20,106	36,203
YoY	128%	NA	NA	NA	117%	145%	123%	
EPS(元)	0.61	0.19	0.39	0.59	0.74	0.24	0.45	0.71
核心 EPS(元)	0.57	0.16	0.35	0.55	0.67	0.23	0.44	0.79
<b>主要财务比率</b>	<b>13Q4</b>	<b>14Q1</b>	<b>14Q2</b>	<b>14Q3</b>	<b>14Q4</b>	<b>15Q1</b>	<b>15Q2</b>	<b>15Q3</b>
毛利率	27.3%	25.6%	25.6%	25.7%	25.7%	26.2%	26.1%	25.9%
销售费用率	6.4%	6.3%	5.4%	6.1%	6.8%	6.3%	6.5%	6.6%
管理费用率	7.4%	6.8%	6.7%	6.4%	6.6%	6.2%	6.5%	6.5%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
EBIT 比率	13.1%	11.8%	12.9%	12.7%	11.8%	13.3%	12.7%	12.3%
报告净利润率	11.9%	11.5%	12.1%	11.7%	11.2%	11.6%	11.2%	11.3%
核心净利润率	11.1%	9.8%	10.9%	10.8%	10.1%	11.4%	10.9%	12.6%

来源: 中泰证券

**图表 3: 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	-29,590	-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	983
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.28%	-0.28%	-0.16%
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	81,077
营业利润率	12.8%	13.2%	11.9%	12.9%	13.1%	13.5%
营业外收支	2,235	2,022	3,569	2,328	2,506	2,589
税前利润	26,512	33,138	39,925	51,442	65,479	83,666
利润率	14.0%	14.0%	13.1%	13.5%	13.7%	13.9%
所得税	-3,964	-5,520	-6,986	-8,694	-10,477	-13,387
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	70,279
少数股东损益	0	-416	-1,018	-1,590	-2,023	-2,585
归属于母公司的净利润	22,548	28,034	33,957	44,338	57,026	72,864
净利率	11.9%	11.9%	11.2%	11.6%	11.9%	12.1%

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	14,420	28,100
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	167,134	203,985
% 总资产	49.9%	48.0%	48.9%	56.8%	48.1%	49.6%
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%	44.1%	43.4%
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%	51.9%	50.4%
资产总计	94,696	129,777	175,164	302,603	347,636	410,900
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	33,140	35,731	38,919
流动负债	25,286	34,672	45,329	74,121	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	76,303	89,332	105,317
普通股股东权益	68,745	89,692	123,649	223,887	257,913	307,778
少数股东权益	0	3,521	4,003	2,414	390	-2,195
负债股东权益合计	94,696	129,777	175,164	302,603	347,636	410,900

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	1.127	0.701	0.849	0.964	1.240	1.584
每股净资产 (元)	3.437	2.242	3.091	4.867	5.607	6.691
每股经营现金净流 (元)	1.376	0.547	0.856	1.106	1.293	1.645
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	32.80%	31.26%	27.46%	19.80%	22.11%	23.67%
总资产收益率	23.81%	21.60%	19.39%	14.65%	16.40%	17.73%
投入资本收益率	38.06%	32.09%	27.78%	32.12%	28.93%	31.65%
增长率						
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%	27.77%
总资产增长率	22.98%	37.05%	34.97%	72.75%	14.88%	18.20%
资产管理能力						
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
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.98%	-12.99%	-15.62%	-45.08%	-30.71%	-30.43%
EBIT 利息保障倍数	-246.6	-239.4	-156.9	-44.5	-46.0	-81.5
资产负债率	27.40%	28.17%	27.12%	25.22%	25.70%	25.63%

来源: Wind, 中泰证券研究所

相关报告: 《晨光文具深度: 占据渠道最高点, 文具龙头强者愈强》\_2015/9/15

**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:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。