

**晨光文具 (603899.SH)**

**谨慎推荐** 维持评级

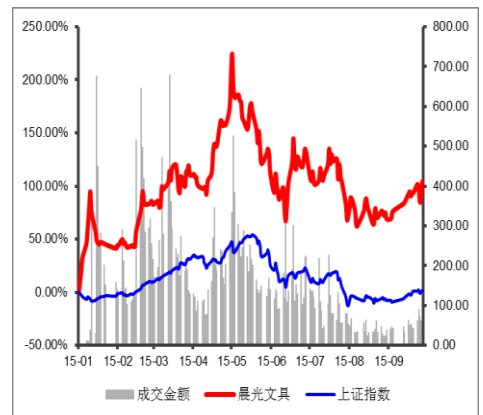
**分析师**

马莉  
☎: (8610) 6656 8489  
✉: mali\_yj@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢:  
赵中平  
(86755) 82837691  
zhaozhongping@chinastock.com.cn  
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2015.10.26
A股收盘价(元)	39.77
A股一年内最高价(元)	67.4
A股一年内最低价(元)	18.9
上证指数	3428
市净率	8.6
总股本(亿股)	4.6
实际流通A股(亿股)	0.6
流通A股市值(亿元)	23.2

相对上证综指表现图



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

**业绩稳健增长, 向办公用品与高端文具进军**

**投资要点:**

- **公司披露三季报:** (1) 公司前三季度收入 23.4 亿元, 同比增长 22.47%; 营业利润 3.64 亿元, 同比增长 21%, 归属于母公司净利润 3.25 亿元, 同比增长 19.09%; 净利润率从 11.3% 下降至 11.1%; (2) 15Q3 收入 10.24 亿元, 同比增长 20%; 营业利润 1.25 亿元, 同比增长 18.2%; 营业利润率从去年同期 12.4% 下降至 12.2%;
- **单季度收入首过 10 亿元, 新品驱动坪效增长是未来主要驱动力:** 公司 Q3 实现历史新高收入 10.24 亿元, 终端零售额增势强劲, 目前已经形成了阶梯式渠道体系, 即零售加盟体系销售为主, 直营体系渠道为辅, 补充 KA、经销、批发等渠道, 门店增长与坪效提升是收入稳健增长的主要驱动力, 坪效增长的主要驱动力在于新品研发与提价, 公司上半年开发新品 817 款, 新品种类占总计品类比例超过 20%, 新品在取代老商品同时完成提价。零售加盟渠道渠道中, 预计占收入近 70% 的样板店开店速度逐步放缓至 10% 附近, 单店收入增长将成为主驱动力, 公司强大的新品研发能力与完善渠道布局有望保持收入端稳健增长。直营渠道包括 2012 年起步面向消费者的晨光生活馆与 2013 年起步面向办公企业的晨光科力普, 晨光生活馆 2014 年底门店 47 家, 营业收入 2380 万元, 中报门店 63 家, 晨光科力普 2014 年底营收 15387 万元, 中报营收 8568 万元, 同比增长 20.2%, 两者是提升公司品牌形象, 拓展新客户的重要载体。
- **毛利率与三项费用较为平稳, 营业外收入是 Q3 盈利性出众主因:** 公司前三季度毛利率 25.9% 与去年基本持平, 销售与管理费用率与去年基本持平, 财务费用由于上市募集到资金降低约 600 万元, 体现出稳健的盈利能力。Q3 单季度净利润同比增长 27.5% (超出前三季度增长率 19% 有 8.5pct), 单季度 1513 万营业外收入是主因, 剔除后 Q3 净利润增长约 15%。
- **公司运营平稳, 净经营性现金流增速高于收入:** 公司存货周转天数与应收账款周转天数分别为 71 天、9 天, 同比增加 4 天、2 天, 总体运行较为平稳。公司前三季度经营活动产生的现金流量净额 2.9 亿元与去年基本持平, 占经营活动净收益比重从 94% 下降到 81%, 盈利质量有所下滑, 购买商品劳务与工资支出与抵消收入增量是主因, 应付账款周转天数从 36 天提升至 42 天。公司刚上市将募集资金购买理财产品是投资与筹资活动现金流大幅变动原因。
- **盈利预测与投资建议:** 在开店速度平稳, 单店收入稳步增长假设下, 预计 2015-2016 年营业收入 37.3、43.9 亿元, 同比增长 22.5%、17.8%, 净利润 4.03、4.73 亿元, 同比增长 18.6%、17.5%, 当前市值 180 亿元, 对应 2015 年 45 倍市盈率。公司直营体系扩张与办公品类扩张值得关注: 公司逐步植入针对儿童美术和智力玩具体验区域及相关设施, 尝试延伸至服务端; 办公用品销售占比与增速较高, 有望成为收入新支撑点, 关注战略变化。维持**谨慎推荐**评级。

表 1: 主要财务指标预测

财务摘要	2013	2014	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	2360	3043	3728	4391
收入同比增长率%	24.23%	28.96%	22.49%	17.78%
净利润 (百万元)	280	340	403	473
净利润同比增长率%	24.3%	29.0%	18.6%	17.5%
ROE%	34.6%	30.8%	31.5%	35.5%
市盈率	64.2	53.0	43.1	36.8
EPS (元)	0.61	0.74	0.90	1.05

资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究所

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马莉，杨岚 轻工制造行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612

深广地区：詹璐 0755-83453719

海外机构：李笑裕 010-83571359

北京地区：王婷 010-66568908

海外机构：刘思瑶 010-83571359

[hetingting@chinastock.com](mailto:hetingting@chinastock.com)

[zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

[lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

[wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

[liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)