

## 晨光文具 (603899. SH)

### 一体两翼战略稳步推进，看好长期成长性

**评级： 买入**      **前次： 买入**  
**目标价 (元)： 45—50**  
 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  
 2016年03月21日

#### 基本状况

总股本(百万股)	460
流通股本(百万股)	112
市价(元)	38.33
市值(百万元)	17,632
流通市值(百万元)	4,293

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3,043.28	3,749.11	4,689.17	5,859.85	7,304.9
营业收入增速	28.96%	23.19%	25.07%	24.97%	24.66%
净利润增长率	21.13%	24.47%	25.22%	25.40%	25.38%
摊薄每股收益 (元)	0.74	0.92	1.15	1.44	1.81
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)			1.12	1.39	
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)		45.78	33.31	26.57	21.19
PEG		1.87	1.32	1.05	0.83
每股净资产 (元)	2.78	4.71	5.86	6.80	8.11
每股现金流量	0.74	1.08	1.31	1.46	1.89
净资产收益率	27.46%	19.50%	19.63%	21.20%	22.30%
市净率	0.00	8.93	6.54	5.63	4.72
总股本 (百万股)	460.00	460.00	460.00	460.00	460.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

事件：公司发布 2015 年年报，2015 年实现营业收入 37.49 亿元，同比增长 23.19%，实现归属母公司净利润 4.22 亿元，同比增长 24.47%。基本 EPS0.93 元/股，同比增长 9.42%。

- 主业稳健拓展业务发力，收入维持较好增长。** 全年公司收入增长 23.2%，其中四季度同比增长 25.6%，主营增长持续呈提速态势，其主要原因在于在渠道持续扩张（超 6.8 万家终端零售店，较 2014 年新增超 5000 家）及新品类层出不穷（推出 1907 款新品）带动下，公司传统业务稳健发展而新拓展业务呈持续放量态势：一方面，公司书写工具仍呈现稳健增长态势，全年收入增长 11.6%，另一方面新拓展业务学生文具及办公文具呈量价齐升态势，2015 年学生文具业务同比去年销量及销售单价分别同比增长 19.5%、5.9%；而办公文具全年销量及单价则分别同比增长 27.11%及 12.71%。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。
- 量价齐升助推毛利率，盈利能力略有提升。** 尽管毛利率较低的学生文具及办公文具高速增长且占比持续提升，但是在各品类毛利率均持续提升背景下，公司 2015 年整体毛利率仍提升 0.89 个百分点；但同时渠道扩张、新品研发投入加大背景下公司全年销售费用率及财务费用率同比提升 0.72 及 0.29 个百分点，抵消了毛利率的改善；综合来看，公司全年归属净利润率同比小幅提升 0.09 个百分点，盈利能力略有提升。
- 生活馆、科力普两翼快速发展。** 晨光生活馆快速发展：2015 年拥有 71 家（新增 24 家），实现营业收入 5,635 万元，同比增加 98.80%。同时晨光科技（线上引流）和晨光生活馆（线下体验）相互配合，积极探索互联网零售新模式+众筹/跨界合作的新销售模式，推出多款互联网创意产品，创造更多元化的品牌推广模式。科力普进一步拓展大客户：2015 年科力普月订单量超过 30,000 单，拥有超过一万家有效

客户，实现营业收入 2.27 亿元，同比增加 47.77%。未来科力普将通过不断加大大客户挖掘力度，进一步扩大办公直销领域市场份额。

- **维持“买入”评级，未来 3-6 个月目标价 45-50 元：**考虑公司在文具行业的龙头地位，并且其渠道覆盖深度和广度的先发优势，及产品创新的领先优势将日益凸显，未来量价提升空间仍然较大。同时生活馆和科力普两项新布局将进一步推动公司业务持续放量，我们给予公司 2016 年 40-45 倍估值，未来 3-6 个月目标价 45-50 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：销售预测 (万元)**

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>书写工具</b>						
销售收入	105,687.84	134,694.87	150,319.38	167,455.79	186,210.84	206,880.24
增长率 (YOY)	11.64%	27.45%	11.60%	11.40%	11.20%	11.10%
毛利率	33.18%	31.69%	31.71%	31.72%	31.79%	31.82%
销售成本	70,620.61	92,010.07	102,653.10	114,338.81	127,014.41	141,050.95
增长率 (YOY)	10.25%	30.29%	11.57%	11.38%	11.09%	11.05%
毛利	35,067.23	42,684.80	47,666.28	53,116.98	59,196.43	65,829.29
增长率 (YOY)	14.54%	21.72%	11.67%	11.44%	11.45%	11.20%
占总销售额比重	44.79%	44.30%	40.13%	35.71%	31.78%	28.32%
占主营业务利润比重	54.39%	54.87%	48.06%	44.53%	40.21%	36.06%
<b>学生文具</b>						
销售收入	73,255.24	91,124.78	115,319.02	146,143.79	185,310.33	234,788.19
增长率 (YOY)	21.61%	24.39%	26.55%	26.73%	26.80%	26.70%
毛利率	27.35%	25.79%	28.66%	28.70%	28.93%	29.40%
销售成本	53,219.93	67,623.70	82,268.59	104,200.53	131,700.05	165,760.46
增长率 (YOY)	23.15%	27.06%	21.66%	26.66%	26.39%	25.86%
毛利	20,035.31	23,501.08	33,050.43	41,943.27	53,610.28	69,027.73
增长率 (YOY)	17.69%	17.30%	40.63%	26.91%	27.82%	28.76%
占总销售额比重	31.05%	29.97%	30.79%	31.17%	31.62%	32.14%
占主营业务利润比重	31.08%	30.21%	33.32%	35.16%	36.41%	37.81%
<b>办公文具</b>						
销售收入	50,150.99	69,768.05	99,960.58	144,942.84	202,919.98	275,971.17
增长率 (YOY)	73.41%	39.12%	43.28%	45.00%	40.00%	36.00%
毛利率	14.83%	13.94%	16.40%	15.00%	15.50%	16.00%
销售成本	42,713.60	60,042.38	83,567.04	123,201.41	171,467.38	231,815.78
增长率 (YOY)	64.89%	40.57%	39.18%	47.43%	39.18%	35.20%
毛利	7,437.39	9,725.67	16,393.54	21,741.43	31,452.60	44,155.39
增长率 (YOY)	146.56%	30.77%	68.56%	32.62%	44.67%	40.39%
占总销售额比重	21.26%	22.95%	26.69%	30.91%	34.63%	37.78%
占主营业务利润比重	11.54%	12.50%	16.53%	18.22%	21.36%	24.19%
<b>加盟管理费</b>						
销售收入	1,030.84	948.82	1,096.71	1,316.05	1,579.26	1,895.11
增长率 (YOY)	64.14%	-7.96%	15.59%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本	—	—	—	—	—	—
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	—
毛利	—	—	—	—	—	—
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	—
占总销售额比重	0.44%	0.31%	0.29%	0.28%	0.27%	0.26%
占主营业务利润比重	—	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>其他业务</b>						
销售收入	5,812.82	7,503.77	7,876.81	9,058.33	9,964.16	10,960.58
增长率 (YOY)	5.67%	29.09%	4.97%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	15.45%	12.37%	12.39%	13.00%	14.00%	15.00%
销售成本	4,914.74	6,575.55	6,900.87	7,880.75	8,569.18	9,316.49
增长率 (YOY)	4.86%	33.79%	4.95%	14.20%	8.74%	8.72%
毛利	898.08	928.22	975.94	1,177.58	1,394.98	1,644.09
增长率 (YOY)	10.31%	3.36%	5.14%	20.66%	18.46%	17.86%
占总销售额比重	2.46%	2.47%	2.10%	2.10%	1.93%	1.70%
占主营业务利润比重	1.39%	1.19%	0.98%	0.99%	0.95%	0.90%
<b>销售收入小计</b>	<b>235937.73</b>	<b>304040.29</b>	<b>374572.50</b>	<b>468916.81</b>	<b>585984.57</b>	<b>730495.30</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>171468.88</b>	<b>226251.70</b>	<b>275389.61</b>	<b>349621.50</b>	<b>438751.03</b>	<b>547943.69</b>
<b>毛利</b>	<b>64468.85</b>	<b>77788.59</b>	<b>99182.89</b>	<b>119295.31</b>	<b>147233.55</b>	<b>182551.61</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>27.32%</b>	<b>25.58%</b>	<b>26.48%</b>	<b>25.44%</b>	<b>25.13%</b>	<b>24.99%</b>

来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 2：财务报表（万元）**

损益表（人民币万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>235,986</b>	<b>304,328</b>	<b>374,911</b>	<b>468,917</b>	<b>585,985</b>	<b>730,495</b>
增长率	24.23%	29.0%	23.2%	25.1%	25.0%	24.7%
营业成本	-171,472	-226,253	-275,376	-349,622	-438,751	-547,944
% 销售收入	72.7%	74.3%	73.5%	74.6%	74.9%	75.0%
毛利	64,513	78,075	99,535	119,295	147,234	182,552
% 销售收入	27.3%	25.7%	26.5%	25.4%	25.1%	25.0%
营业税金及附加	-722	-933	-1,398	-1,594	-1,875	-2,265
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-15,142	-20,704	-28,192	-30,949	-36,917	-45,291
% 销售收入	6.4%	6.8%	7.5%	6.6%	6.3%	6.2%
管理费用	-17,426	-20,166	-25,958	-30,480	-36,917	-44,560
% 销售收入	7.4%	6.6%	6.9%	6.5%	6.3%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	31,224	36,271	43,986	56,273	71,524	90,436
% 销售收入	13.2%	11.9%	11.7%	12.0%	12.2%	12.4%
财务费用	130	231	835	1,553	809	956
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.33%	-0.14%	-0.13%
资产减值损失	-245	-235	-346	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	88	1,462	312	374	448
% 税前利润	0.0%	0.2%	3.0%	0.5%	0.5%	0.5%
营业利润	31,116	36,355	45,937	58,138	72,707	91,840
营业利润率	13.2%	11.9%	12.3%	12.4%	12.4%	12.6%
营业外收支	2,022	3,569	3,043	2,744	2,859	2,904
% 税前利润	6.4%	9.8%	8.1%	5.9%	4.0%	4.0%
税前利润	33,138	39,925	48,980	60,883	75,566	94,744
利润率	14.0%	13.1%	13.1%	13.0%	12.9%	13.0%
所得税	-5,520	-6,986	-8,275	-10,289	-12,091	-15,159
所得税率	16.7%	17.5%	16.9%	16.9%	16.0%	16.0%
净利润	27,618	32,939	40,705	50,594	63,475	79,585
少数股东损益	-416	-1,018	-1,559	-2,332	-2,895	-3,629
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>28,034</b>	<b>33,957</b>	<b>42,265</b>	<b>52,926</b>	<b>66,370</b>	<b>83,215</b>
净利率	11.9%	11.2%	11.3%	11.3%	11.3%	11.4%

  

资产负债表（人民币万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	12,112	20,044	51,397	16,501	12,311	38,738
应收款项	8,383	8,829	14,222	13,662	17,193	21,708
存货	39,345	55,573	64,966	72,505	93,016	116,574
其他流动资产	2,441	1,216	65,813	116,001	132,021	132,931
流动资产	62,280	85,662	196,399	218,669	254,541	309,951
% 总资产	48.0%	48.9%	67.7%	62.4%	58.8%	60.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	50,248	70,541	73,894	108,410	153,908	177,058
% 总资产	38.7%	40.3%	25.5%	30.9%	35.6%	34.6%
无形资产	16,748	18,220	18,707	22,253	23,050	24,029
非流动资产	67,497	89,502	93,815	131,877	178,172	202,301
% 总资产	52.0%	51.1%	32.3%	37.6%	41.2%	39.5%
<b>资产总计</b>	<b>129,777</b>	<b>175,164</b>	<b>290,214</b>	<b>350,546</b>	<b>432,713</b>	<b>512,253</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	26,952	37,246	54,058	61,151	76,614	95,598
其他流动负债	7,720	8,083	10,145	12,791	39,020	42,990
流动负债	34,672	45,329	64,204	73,942	115,634	138,589
长期贷款	0	101	0	0	0	0
其他长期负债	1,891	2,081	2,766	2,766	2,766	2,766
<b>负债</b>	<b>36,564</b>	<b>47,512</b>	<b>66,970</b>	<b>76,708</b>	<b>118,400</b>	<b>141,355</b>
普通股股东权益	89,692	123,649	216,700	269,626	312,996	373,210
少数股东权益	3,521	4,003	6,544	4,212	1,317	-2,313
<b>负债股东权益合计</b>	<b>129,777</b>	<b>175,164</b>	<b>290,214</b>	<b>350,546</b>	<b>432,713</b>	<b>512,253</b>

  

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.701	0.849	0.919	1.151	1.443	1.809
每股净资产(元)	2.242	3.091	4.711	5.861	6.804	8.113
每股经营现金净流(元)	0.547	0.856	1.081	1.313	1.461	1.889
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	31.26%	27.46%	19.50%	19.63%	21.20%	22.30%
总资产收益率	21.60%	19.39%	14.56%	15.10%	15.34%	16.24%
投入资本收益率	32.09%	27.78%	21.27%	22.55%	25.35%	28.43%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	24.23%	28.96%	23.19%	25.07%	24.97%	24.66%
EBIT增长率	30.10%	16.17%	21.27%	27.93%	27.10%	26.44%
净利润增长率	24.33%	21.13%	24.47%	25.22%	25.40%	25.38%
总资产增长率	37.05%	34.97%	65.68%	20.79%	23.44%	18.38%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.9	6.5	7.4	6.9	7.0	7.1
存货周转天数	70.6	76.6	79.9	75.7	77.4	77.7
应付账款周转天数	34.6	36.9	43.8	43.8	43.8	43.8
固定资产周转天数	52.1	62.1	65.7	57.8	54.1	50.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-12.99%	-15.62%	-23.02%	-24.28%	-24.60%	-27.97%
EBIT利息保障倍数	-239.4	-156.9	-52.7	-36.2	-88.4	-94.6
资产负债率	28.17%	27.12%	23.08%	21.88%	27.36%	27.59%

来源：Wind 中泰证券研究所

**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。