晨光文具 (603899.SH)　包装印刷行业

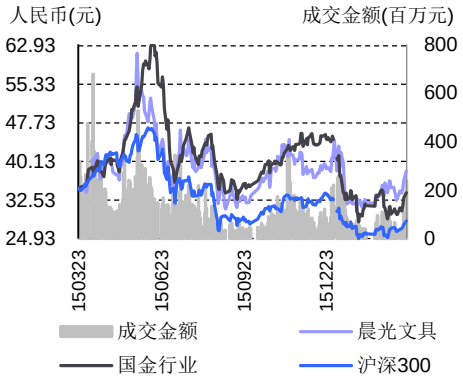
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：38.33 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	112.00
总市值(百万元)	17,631.80
年内股价最高最低(元)	61.44/30.24
沪深 300 指数	3249.44
上证指数	3018.80



相关报告

1.《业绩稳健成长、新业务全面发力-晨光文具 2015 年半年报点评》，2015.8.19

揭力　分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

业绩稳健成长，新业务继续发力

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.85	0.92	1.13	1.34	1.66
每股净资产(元)	3.09	4.71	5.62	6.35	7.68
每股经营性现金流(元)	0.86	1.08	2.54	1.43	1.75
市盈率(倍)	N/A	46	34	29	23
行业优化市盈率(倍)	21	48	37	37	37
净利润增长率(%)	21.13%	24.47%	23.44%	18.01%	24.12%
净资产收益率(%)	27.46%	19.50%	20.19%	21.07%	21.63%
总股本(百万股)	400.00	460.00	460.00	460.00	460.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2015 年，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 37.49 亿元、4.59 亿元和 4.23 亿元，同比分别增长 23.19%、26.36%和 24.47%。实现全面摊薄 EPS0.93 元/股，略高于我们的预期（0.90 元/股）。公司 2015 年分配预案为每 10 股转增 10 股派息 5 元（含税）。

经营分析

- **业绩快速成长：**作为国内文具龙头企业，公司长期保持了相对同业更加优异的财务指标，包括收入及净利额规模、经营效率和盈利能力等。2015 年，通过单店提升行动、办公市场开发、重点品类推广以及大学城开发等专项工作，公司进一步巩固和扩大市场份额，保持了营收的快速增长（+29.24%）；毛利率和期间费用率基本保持稳定，净利率小幅下降 0.68pct.至 10.48%。2015 年，公司获得政府补助 3,369 万元，占当期利润总额的比重为 8.17%，处于正常水平（2011-14 年，该比例分别为 7.43%/8.34%/6.11%/9.30%）。
- **新业务继续发力：**1）主要针对学生和年轻客群的直营旗舰大店晨光生活馆是公司倾力打造的“全品类一站式”文化时尚购物场所。2015 年，公司在 2014 年末 47 家的基础上新开出 24 家。晨光生活馆全年实现营业收入 5,635 万元，同比增加 98.80%。同时，晨光科技和晨光生活馆相互配合，晨光科技负责线上销售，晨光生活馆提供线下产品体验。晨光科技积极探索互联网零售新模式+众筹/跨界合作的新销售模式，推出了多款互联网创意产品，创造了更多元化的品牌推广模式。2）办公直销平台晨光科力普定位于为企事业客户提供办公一站式服务，通过加强大客户挖掘，优化商品结构，提升服务品质，进一步扩大办公直销领域市场份额。2015 年，晨光科力普实现营业收入 22,738 万元，同比增加 47.77%，月订单量超过 30,000 单，拥有超过 10,000 家有效客户。成功入围上海市政府采购、广东省政府采购、北京市市级行政事业单位采购等政府采购项目，成功签约宝钢集团、中国石化、东方航空、华为、万科集团、绿地集团、招商银行、浦发银行等一大批大型客户。3）电子商务和互联网业务领域，公司互联网品牌“集客”推出了全新的“集客完美计划”，并且和多家自媒体合作，推出多款互联网创意产品，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”。

敬请参阅最后一页特别声明

- **“晨光伙伴金字塔”继续壮大：**公司运用“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。掌握覆盖广阔的稀缺性渠道资源，是公司平台价值的基石，也是公司业绩长期稳健成长、品类延伸乃至整合各方资源的保证。截止2015年底，公司在全国拥有30家一级（省级）合作伙伴、近1200家二、三级合作伙伴，超过6.8万家零售终端（54,779家标准样板店、8,464家高级样板店以及5,345家加盟店）。此外，公司还在泰国和越南拥有1800多家零售终端。

风险因素

- 市场竞争加剧；新业务拓展不力。

盈利预测与投资建议

- 大文具市场空间广阔，作为“整合创意价值与服务优势的综合文具供应商”，公司在各方面都已明显领先国内竞争对手。未来，随着募投产能的释放以及新业务的有效突破，公司的领先优势还将扩大，而渠道价值的重估、电商业务的开拓还将进一步提升公司市值的空间。我们维持公司2016-2017年EPS预测1.13/1.34元/股，预计2018年EPS为1.66元/股（三年CAGR21.8%），对应PE分为34/29/23倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**2,360**	**3,043**	**3,749**	**4,706**	**5,894**	**7,397**
增长率		29.0%	23.2%	25.5%	25.2%	25.5%
主营业务成本	-1,715	-2,263	-2,754	-3,513	-4,486	-5,697
%销售收入	72.7%	74.3%	73.5%	74.6%	76.1%	77.0%
毛利	645	781	995	1,194	1,408	1,700
%销售收入	27.3%	25.7%	26.5%	25.4%	23.9%	23.0%
营业税金及附加	-7	-9	-14	-18	-21	-25
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
营业费用	-151	-207	-282	-306	-364	-429
%销售收入	6.4%	6.8%	7.5%	6.5%	6.2%	5.8%
管理费用	-174	-202	-260	-306	-364	-429
%销售收入	7.4%	6.6%	6.9%	6.5%	6.2%	5.8%
息税前利润（EBIT）	312	363	440	564	659	817
%销售收入	13.2%	11.9%	11.7%	12.0%	11.2%	11.0%
财务费用	1	2	8	21	35	43
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-2	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	15	3	3	3
%税前利润	0.0%	0.2%	3.0%	0.5%	0.4%	0.4%
营业利润	311	364	459	589	697	863
营业利润率	13.2%	11.9%	12.3%	12.5%	11.8%	11.7%
营业外收支	20	36	30	24	24	25
税前利润	331	399	490	613	722	888
利润率	14.0%	13.1%	13.1%	13.0%	12.2%	12.0%
所得税	-55	-70	-83	-91	-106	-124
所得税率	16.7%	17.5%	16.9%	14.9%	14.7%	14.0%
净利润	276	329	407	522	616	764
少数股东损益	-4	-10	-16	0	0	0
归属于母公司的净利润	**280**	**340**	**423**	**522**	**616**	**764**
净利率	11.9%	11.2%	11.3%	11.1%	10.4%	10.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	280	329	407	522	616	764
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	59	86	115	124	142	162
非经营收益	-4	-3	-21	-16	-28	-28
营运资金变动	-112	-70	-4	539	-74	-93
经营活动现金净流	**223**	**343**	**497**	**1,168**	**656**	**805**
资本开支	-254	-249	-128	-81	-140	-148
投资	-2	2	-620	-1	0	0
其他	0	1	15	3	3	3
投资活动现金净流	**-255**	**-246**	**-734**	**-79**	**-137**	**-145**
股权募资	41	15	794	0	-155	0
债权募资	0	1	-1	-28	0	1
其他	-42	-26	-243	0	-104	-123
筹资活动现金净流	**-1**	**-10**	**550**	**-28**	**-259**	**-122**
现金净流量	**-33**	**87**	**314**	**1,061**	**261**	**538**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	121	200	514	1,575	1,836	2,374
应收款项	84	88	142	176	220	276
存货	393	556	650	731	934	1,186
其他流动资产	24	12	658	43	55	69
流动资产	623	857	1,964	2,525	3,044	3,904
%总资产	48.0%	48.9%	67.7%	73.5%	76.6%	80.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	502	705	739	783	814	833
%总资产	38.7%	40.3%	25.5%	22.8%	20.5%	17.2%
无形资产	167	182	187	122	114	107
非流动资产	675	895	938	908	930	942
%总资产	52.0%	51.1%	32.3%	26.5%	23.4%	19.4%
资产总计	**1,298**	**1,752**	**2,902**	**3,434**	**3,974**	**4,846**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	270	372	541	559	711	900
其他流动负债	77	81	101	224	275	345
流动负债	347	453	642	784	987	1,246
长期贷款	0	1	0	0	0	1
其他长期负债	19	21	28	0	0	0
负债	**366**	**475**	**670**	**784**	**987**	**1,247**
普通股股东权益	897	1,236	2,167	2,584	2,922	3,534
少数股东权益	35	40	65	65	65	65
负债股东权益合计	**1,298**	**1,752**	**2,902**	**3,434**	**3,974**	**4,846**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.70	0.85	0.92	1.13	1.34	1.66
每股净资产	2.24	3.09	4.71	5.62	6.35	7.68
每股经营现金净流	0.55	0.86	1.08	2.54	1.43	1.75
每股股利	0.00	0.50	0.00	0.23	0.27	0.33
回报率						
净资产收益率	31.26%	27.46%	19.50%	20.19%	21.07%	21.63%
总资产收益率	21.60%	19.39%	14.56%	15.19%	15.49%	15.77%
投入资本收益率	27.92%	23.42%	16.37%	18.13%	18.82%	19.52%
增长率						
主营业务收入增长率	24.23%	28.96%	23.19%	25.53%	25.24%	25.50%
EBIT 增长率	30.10%	16.17%	21.27%	28.26%	16.85%	23.94%
净利润增长率	24.33%	21.13%	24.47%	23.44%	18.01%	24.12%
总资产增长率	37.05%	34.97%	65.68%	18.31%	15.76%	21.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7	7	7	10	10	10
存货周转天数	71	77	80	76	76	76
应付账款周转天数	35	37	44	40	40	40
固定资产周转天数	63	76	70	59	49	40
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.99%	-15.62%	-23.02%	-59.46%	-61.45%	-65.92%
EBIT 利息保障倍数	-239.4	-156.9	-52.7	-26.3	-18.9	-19.0
资产负债率	28.17%	27.12%	23.08%	22.83%	24.83%	25.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-19	买入	39.12	50.00

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD