

## 晨光文具 (603899. SH)

### 新业务放量、渠道及产品升级，三重助力

### 公司收入稳步增长

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价 (元):

**23—25**

分析师

联系人

吴晓宇

王雨丝

S0740515030001

021-20315169

wuxy@r.qlzq.com.cn

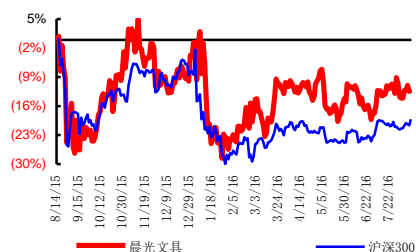
wangys@r.qlzq.com.cn

2016年08月14日

#### 基本状况

总股本(百万股)	920
流通股本(百万股)	224
市价(元)	18.62
市值(百万元)	17,130
流通市值(百万元)	4,171

#### 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	4,529.38	5,494.22	6,675.15
营业收入增速	28.96%	23.19%	20.81%	21.30%	21.49%
净利润增长率	21.13%	24.47%	20.95%	27.00%	25.39%
摊薄每股收益 (元)	0.85	0.92	0.56	0.71	0.88
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)			0.56	0.68	0.83
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)		45.78	33.51	26.39	21.04
PEG		1.87	1.60	0.98	0.83
每股净资产 (元)	3.09	4.71	2.91	3.12	3.50
每股现金流量	0.86	1.08	0.66	0.74	0.95
净资产收益率	27.46%	19.50%	19.09%	22.64%	25.27%
市净率	0.00	8.93	6.40	5.97	5.32
总股本 (百万股)	400.00	460.00	920.00	920.00	920.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

事件: 公司公布半年报, 2016年上半年实现营业收入21.80亿元, 同比增长17.97%; 实现归属母公司净利润2.51亿元, 同比增长20.81%; EPS0.27元/股, 同比增长18.18%。

- 新业务放量、渠道及产品升级，三重助力公司收入稳步增长。** 上半年公司收入增长17.97%，其中书写工具、学生文具、办公文具分别同比增长8.29%、20.59%、17.92%，学生文具、办公文具持续高速增长为公司主营收入增长提供充沛动力。具体来看，渠道方面，公司通过提升单店质量及固化单店提升流程和方法，在全国快速推广。截至2016年6月30日，公司零售终端超7万家，同比增长4.84%，其中，标准样板店、高级样板店、加盟店及办公店分别同比增长2.77%、14.86%、11.47%。同时，盈利能力较好的高级样板店和加盟店的数量占比较去年同期提升0.5%和1.1%。产品方面，公司通过产品创新（报告期内新增1125款）、品类扩张（人们对文体活动重视程度提升下，重点推广儿童美术项目）及高价值文具（高价值成人文具）的推出，提升产品单价及单店产出。新业务方面，生活馆、科力普持续呈现爆发式增长，报告期内分别实现收入5203万、17733万元，同比增长115.71%、106.97%。
- 毛利率提升覆盖销售费用上行，非经常性损益助推盈利能力小幅提升。** 尽管从分产品毛利率结构来看，毛利率较低的办公文具及其他业务收入高速增长及结构占比提升明显，但在高价值新品推出提速背景下，公司单个业务产品内部毛利率得到有效提升，上半年公司书写工具、学生文具及办公文具毛利率分别提升0.41%、2.98%及3.29%，推动公司上半年毛利率达到27.45%，同比提升1.31个百分点。期间费用率方面，在公司提升员工薪酬及渠道推广力度加大背景下，上半年公司销售费用率同比提升1.54个百分点，抵消了毛利率提升影响，同时在政府补助及非经常性损益提振下，公司上半年归属净利率为11.50%，同比小幅提升0.27%。

■ **维持“买入”评级，未来12个月目标价23-25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，未来在消费升级趋势下量价提升空间仍然较大。同时生活馆和科力普的快速成长为公司贡献收入新增长点，随着收入高速扩展下规模效应显现，新业务盈利有望放量增长，公司整体布局或将进入加速兑现期，业绩增速有望持续向上。考虑到公司业务布局良好及未来持续增长确定性，我们给予公司2017年PE32-35倍目标估值，未来12个月目标价23-25元，建议长期布局。

■ **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：财务报表(万元)**

损益表 (人民币万元)							资产负债表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		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>452,938</b>	<b>549,422</b>	<b>667,515</b>	货币资金	12,112	20,044	51,397	16,918	13,617	17,720
增长率	24.23%	29.0%	23.2%	20.8%	21.3%	21.5%	应收账款	8,383	8,829	14,222	13,197	16,121	19,836
营业成本	-171,472	-226,253	-275,376	-329,144	-395,290	-477,216	存货	39,345	55,573	64,966	68,259	83,802	101,527
%销售收入	72.7%	74.3%	73.5%	72.7%	71.9%	71.5%	其他流动资产	2,441	1,216	65,813	115,823	131,618	132,289
毛利	64,513	78,075	99,535	123,794	154,132	190,299	流动资产	62,280	85,662	196,399	214,196	245,158	271,372
%销售收入	27.3%	25.7%	26.5%	27.3%	28.1%	28.5%	%总资产	48.0%	48.9%	67.7%	61.9%	57.9%	57.3%
营业税金及附加	-722	-933	-1,398	-1,631	-1,978	-2,403	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	50,248	70,541	73,894	108,410	153,908	177,058
营业费用	-15,142	-20,704	-28,192	-35,329	-42,305	-51,399	%总资产	38.7%	40.3%	25.5%	31.3%	36.4%	37.4%
%销售收入	6.4%	6.8%	7.5%	7.8%	7.7%	7.7%	无形资产	16,748	18,220	18,707	22,253	23,050	24,029
管理费用	-17,426	-20,166	-25,958	-31,706	-39,009	-47,394	非流动资产	67,497	89,502	93,815	131,877	178,172	202,301
%销售收入	7.4%	6.6%	6.9%	7.0%	7.1%	7.1%	%总资产	52.0%	51.1%	32.3%	38.1%	42.1%	42.7%
息税前利润 (EBIT)	31,224	36,271	43,986	55,128	70,839	89,104	<b>资产总计</b>	<b>129,777</b>	<b>175,164</b>	<b>290,214</b>	<b>346,073</b>	<b>423,329</b>	<b>473,673</b>
%销售收入	13.2%	11.9%	11.7%	12.2%	12.9%	13.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	130	231	835	1,553	815	975	应付账款	26,952	37,246	54,058	58,020	69,811	84,381
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.34%	-0.15%	-0.15%	其他流动负债	7,720	8,083	10,145	12,188	60,706	63,808
资产减值损失	-245	-235	-346	0	0	0	流动负债	34,672	45,329	64,204	70,208	130,517	148,189
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	101	0	0	0	0
投资收益	7	88	1,462	312	374	448	其他长期负债	1,891	2,081	2,766	2,766	2,766	2,766
%税前利润	0.0%	0.2%	3.0%	0.5%	0.5%	0.5%	<b>负债</b>	<b>36,564</b>	<b>47,512</b>	<b>66,970</b>	<b>72,974</b>	<b>133,284</b>	<b>150,955</b>
营业利润	31,116	36,355	45,937	56,994	72,028	90,528	<b>普通股股东权益</b>	<b>89,692</b>	<b>123,649</b>	<b>216,700</b>	<b>267,819</b>	<b>286,740</b>	<b>322,143</b>
营业利润率	13.2%	11.9%	12.3%	12.6%	13.1%	13.6%	少数股东权益	3,521	4,003	6,544	5,280	3,306	576
营业外收支	2,022	3,569	3,043	3,000	2,909	3,130	<b>负债股东权益合计</b>	<b>129,777</b>	<b>175,164</b>	<b>290,214</b>	<b>346,073</b>	<b>423,329</b>	<b>473,673</b>
税前利润	<b>33,138</b>	<b>39,925</b>	<b>48,980</b>	<b>59,994</b>	<b>74,937</b>	<b>93,658</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	14.0%	13.1%	13.1%	13.2%	13.6%	14.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-5,520	-6,986	-8,275	-10,139	-11,990	-14,985	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.7%	17.5%	16.9%	16.9%	16.0%	16.0%	每股收益(元)	0.701	0.849	0.919	0.556	0.706	0.885
净利润	27,618	32,939	40,705	49,855	62,947	78,673	每股净资产(元)	2.242	3.091	4.711	2.911	3.117	3.502
少数股东损益	-416	-1,018	-1,559	-1,264	-1,974	-2,731	每股经营现金流(元)	0.547	0.856	1.081	0.658	0.740	0.949
归属于母公司的净利润	<b>28,034</b>	<b>33,957</b>	<b>42,265</b>	<b>51,119</b>	<b>64,921</b>	<b>81,403</b>	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500
净利率	11.9%	11.2%	11.3%	11.3%	11.8%	12.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	31.26%	27.46%	19.50%	19.09%	22.64%	25.27%
							总资产收益率	21.60%	19.39%	14.56%	14.77%	15.34%	17.19%
							投入资本收益率	32.09%	27.78%	21.27%	22.22%	28.14%	31.19%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	24.23%	28.96%	23.19%	20.81%	21.30%	21.49%
							EBIT增长率	30.10%	16.17%	21.27%	25.33%	28.50%	25.78%
							净利润增长率	24.33%	21.13%	24.47%	20.95%	27.00%	25.39%
							总资产增长率	37.05%	34.97%	65.68%	19.25%	22.32%	11.89%
							<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	59.9	57.7	55.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-12.99%	-15.62%	-23.02%	-24.50%	-27.10%	-25.63%
							EBIT利息保障倍数	-239.4	-156.9	-52.7	-35.5	-86.9	-91.4
							资产负债率	28.17%	27.12%	23.08%	21.09%	31.48%	31.87%

现金流量表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	27,618	32,939	40,705	49,855	62,947	78,673
少数股东损益	0	0	0	-1,264	-1,974	-2,731
非现金支出	5,901	8,587	11,478	10,277	13,338	16,675
非经营收益	-424	-254	-2,072	-3,312	-3,282	-3,579
营运资金变动	-11,198	-7,021	-385	3,728	-4,953	-4,440
<b>经营活动现金净流</b>	<b>21,897</b>	<b>34,251</b>	<b>49,727</b>	<b>59,283</b>	<b>66,076</b>	<b>84,599</b>
资本开支	25,396	24,850	12,846	45,339	56,225	37,675
投资	-150	150	-62,000	-50,000	-15,000	0
其他	7	88	1,462	312	374	448
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-25,539</b>	<b>-24,612</b>	<b>-73,384</b>	<b>-95,026</b>	<b>-71,351</b>	<b>-37,226</b>
股权募资	4,100	1,500	79,444	0	0	0
债权募资	0	101	-101	0	0	0
其他	-4,200	-2,566	-24,333	0	0	-46,000
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-100</b>	<b>-966</b>	<b>55,011</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-46,000</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-3,742</b>	<b>8,673</b>	<b>31,353</b>	<b>-35,743</b>	<b>-5,275</b>	<b>1,373</b>

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:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。