

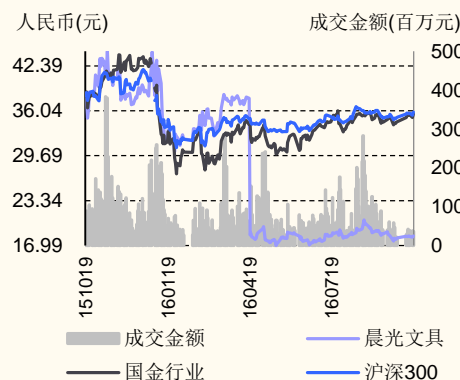
市场价格(人民币): 18.38元

龙头地位加速巩固, 坚定看好新业务增长突破

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)	224.00
总市值(百万元)	16,909.60
年内股价最高最低(元)	44.44/16.99
沪深300指数	3321.33
上证指数	3083.88



相关报告

1. 《新业务进入爆发式增长期, 文具白马价值凸显-晨光文具2016年...》, 2016.8.15
2. 《晨光文具2016年中报点评-新业务进入爆发式增长期, 文具白马...》, 2016.8.13
3. 《晨光文具2015年年报点评-业绩稳健成长, 新业务继续发力》, 2016.3.22

揭力

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

邱思佳

联系人
qiushijia@gjzq.com.cn

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	0.57	0.67	0.83
每股净资产(元)	3.09	4.71	2.81	3.18	3.84
每股经营性现金流(元)	0.86	1.08	1.27	0.71	0.87
市盈率(倍)	0	46	32	27	22
行业优化市盈率(倍)	21	48	58	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	920.00	920.00	920.00

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

- 2016年前三季度, 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 34.52 亿元、4.36 亿元和 3.95 亿元, 同比分别增长 20.22%、19.64%和 21.49%。实现全面摊薄 EPS0.43 元/股, 符合预期。经营活动净现金流为 3.97 亿元, 高于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 20.25%/15.59%/24.28%, 归母净利润同比增速分别为 33.34%/6.82%/22.70%。

经营分析

- **业绩延续高增长, 盈利能力持续提升:** 前三季度, 公司收入继续保持高速增长(+20.22%), 毛利率小幅提升至 26.93% (+1.02pct.)。期间费用率增加 1.37pct.。其中, 销售费用率及财务费用率增加 1.43pct/0.15pct., 销售费用率增加主要系由于公司新引进人员较多, 薪酬水平整体有所提升; 管理费用率降低 0.21 pct.。归母净利润率为 11.45% (+0.12pct.)。由于 9 月份为学汛期, 公司三季度的收入及利润情况显著优于二季度, 此外公司三季度表现也好于去年同期, 公司综合实力持续提升。
- **传统核心业务: 持续推进单店质量提升, 通过渠道与终端同步升级保证竞争优势。** 目前公司已构建超过 7 万家零售终端的庞大营销网络, 全国校边覆盖率超过 80%, 居行业领先地位。传统核心业务端, 公司仍主要通过提升单店质量、连锁加盟升级及重点品类推广等来加速市占率提升。今年三季度, 由公司组织的美术绘画大赛、青少年书法大师等多个项目均已圆满举行, 全民类组织活动不仅有助于加速公司新品类推广, 更体现公司的品牌价值。预计未来公司将持续推进渠道建设升级, 并重点推广儿童美术、办公产品及高价值项目, 以保证渠道优势进一步加强。
- **晨光生活馆与晨光科力普中长期高速增长趋势确定。** 消费升级时代, 顾客需求呈现多样化、个性化趋势, 生活馆作为公司直营旗舰大店, 能够为顾客提供全品类一站式购物体验。店中店模式依附新华书店, 能够保证基本经营质量与盈利水平; shopping mall 作为全新模式探索, 可打造高复购率及高客单价的业务板块。此外, 科力普拥有的大批大型客户已充分说明了公司的拿单能力, 同时该部分业务已开始启动探索 BD 加盟模式和服务加盟模式。办公直销市场前景广阔、市场渗透率低, 凭借公司强大品牌竞争优势及资质壁垒, 继续坚定看好公司未来作为该部分卡位龙头的潜质。

风险因素

- 新业务模式拓展不利风险；市场风险；财税政策风险。

盈利预测与投资建议

- 公司在文具市场竞争优势明显，市场份额高，文具产品需求不易受经济周期波动的影响，具有较高的业绩安全边际。不仅如此，公司传统核心业务在产品、渠道和生产共同优化升级情况下，盈利能力还有进一步提升的空间。三大新业务目前虽处固化模式期，但已经开始为公司贡献较高增速盈利，未来随着新业务模式逐渐明晰化，公司业务整合还将进一步加强。我们维持公司2016-2018年EPS预测0.57/0.67/0.83元/股（三年CAGR20.7%），对应PE分为32/27/22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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
主营业务收入	2,360	3,043	3,749	4,706	5,894	7,397	货币资金	121	200	514	1,575	1,836	2,374	
增长率		29.0%	23.2%	25.5%	25.2%	25.5%	应收款项	84	88	142	176	220	276	
主营业务成本	-1,715	-2,263	-2,754	-3,513	-4,486	-5,697	存货	393	556	650	731	934	1,186	
%销售收入	72.7%	74.3%	73.5%	74.6%	76.1%	77.0%	其他流动资产	24	12	658	43	55	69	
毛利	645	781	995	1,194	1,408	1,700	流动资产	623	857	1,964	2,525	3,044	3,904	
%销售收入	27.3%	25.7%	26.5%	25.4%	23.9%	23.0%	%总资产	48.0%	48.9%	67.7%	73.5%	76.6%	80.6%	
营业税金及附加	-7	-9	-14	-18	-21	-25	长期投资	0	0	0	1	0	0	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	固定资产	502	705	739	783	814	833	
营业费用	-151	-207	-282	-306	-364	-429	%总资产	38.7%	40.3%	25.5%	22.8%	20.5%	17.2%	
%销售收入	6.4%	6.8%	7.5%	6.5%	6.2%	5.8%	无形资产	167	182	187	122	114	107	
管理费用	-174	-202	-260	-306	-364	-429	非流动资产	675	895	938	908	930	942	
%销售收入	7.4%	6.6%	6.9%	6.5%	6.2%	5.8%	%总资产	52.0%	51.1%	32.3%	26.5%	23.4%	19.4%	
息税前利润 (EBIT)	312	363	440	564	659	817	资产总计	1,298	1,752	2,902	3,434	3,974	4,846	
%销售收入	13.2%	11.9%	11.7%	12.0%	11.2%	11.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
财务费用	1	2	8	21	35	43	应付款项	270	372	541	559	711	900	
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	其他流动负债	77	81	101	224	275	345	
资产减值损失	-2	-2	-3	0	0	0	流动负债	347	453	642	784	987	1,246	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	1	0	0	0	1	
投资收益	0	1	15	3	3	3	其他长期负债	19	21	28	0	0	0	
%税前利润	0.0%	0.2%	3.0%	0.5%	0.4%	0.4%	负债	366	475	670	784	987	1,247	
营业利润	311	364	459	589	697	863	普通股股东权益	897	1,236	2,167	2,584	2,922	3,534	
营业利润率	13.2%	11.9%	12.3%	12.5%	11.8%	11.7%	少数股东权益	35	40	65	65	65	65	
营业外收支	20	36	30	24	24	25	负债股东权益合计	1,298	1,752	2,902	3,434	3,974	4,846	
税前利润	331	399	490	613	722	888	比率分析		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利润率	14.0%	13.1%	13.1%	13.0%	12.2%	12.0%	每股指标							
所得税	-55	-70	-83	-91	-106	-124	每股收益	0.70	0.85	0.92	0.57	0.67	0.83	
所得税率	16.7%	17.5%	16.9%	14.9%	14.7%	14.0%	每股净资产	2.24	3.09	4.71	2.81	3.18	3.84	
净利润	276	329	407	522	616	764	每股经营现金净流	0.55	0.86	1.08	1.27	0.71	0.87	
少数股东损益	-4	-10	-16	0	0	0	每股股利	0.00	0.50	0.00	0.11	0.13	0.17	
归属于母公司的净利润	280	340	423	522	616	764	回报率							
净利率	11.9%	11.2%	11.3%	11.1%	10.4%	10.3%	净资产收益率	31.26%	27.46%	19.50%	20.19%	21.07%	21.63%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	21.60%	19.39%	14.56%	15.19%	15.49%	15.77%	
净利润	280	329	407	522	616	764	投入资本收益率	27.92%	23.42%	16.37%	18.13%	18.82%	19.52%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率							
非现金支出	59	86	115	124	142	162	主营业务收入增长率	24.23%	28.96%	23.19%	25.53%	25.24%	25.50%	
非经营收益	-4	-3	-21	-16	-28	-28	EBIT 增长率	30.10%	16.17%	21.27%	28.26%	16.85%	23.94%	
营运资金变动	-112	-70	-4	539	-74	-93	净利润增长率	24.33%	21.13%	24.47%	23.44%	18.01%	24.12%	
经营活动现金净流	223	343	497	1,168	656	805	总资产增长率	37.05%	34.97%	65.68%	18.31%	15.76%	21.92%	
资本开支	-254	-249	-128	-81	-140	-148	资产管理能力							
投资	-2	2	-620	-1	0	0	应收账款周转天数	7	7	7	10	10	10	
其他	0	1	15	3	3	3	存货周转天数	71	77	80	76	76	76	
投资活动现金净流	-255	-246	-734	-79	-137	-145	应付账款周转天数	35	37	44	40	40	40	
股权募资	41	15	794	0	-155	0	固定资产周转天数	63	76	70	59	49	40	
债权募资	0	1	-1	-28	0	1	偿债能力							
其他	-42	-26	-243	0	-104	-123	净负债/股东权益	-12.99%	-15.62%	-23.02%	-59.46%	-61.45%	-65.92%	
筹资活动现金净流	-1	-10	550	-28	-259	-122	EBIT 利息保障倍数	-239.4	-156.9	-52.7	-26.3	-18.9	-19.0	
现金净流量	-33	87	314	1,061	261	538	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

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
2	2016-03-22	买入	38.33	N/A
3	2016-08-15	买入	18.79	N/A

来源：国金证券研究所

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



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作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