

方正证券研究所证券研究报告

晨光文具(603899)

公司研究

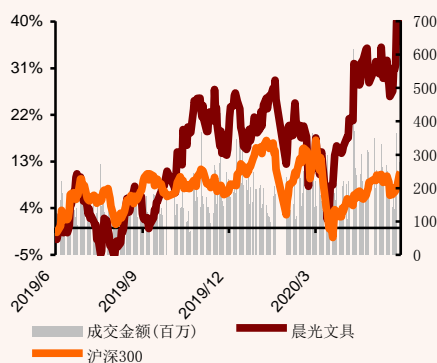
轻工制造行业

公司深度报告

2020.06.02/强烈推荐(维持)

轻工分析师：于那
执业证书编号：S1220519110006
E-mail yuna@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

- 《三季度表现亮眼，传统业务回暖&新业务继续高增长》2019.10.27
- 《净利+25.8%，文创巨头之路行稳致远》2019.08.25
- 《19Q1 净利+26%，新业务如期迎来收获，一体两翼战略继续推进》2019.04.28

请务必阅读最后特别声明与免责条款

公司是国内文具市场自主品牌领跑者，短期冲击不改长期投资价值。2018 年，公司在文具市场市占率 7%，细分领域书写市场占有率 17.4%，遥遥领先其他竞争对手。核心品牌“晨光”国内认知度高，公司致力于拓展全球市场，发展世界级文具品牌。公司在线下渠道布局兼具深度和广度，截至 2019 年末，已覆盖全国逾 8.5 万家零售终端、拥有 35 家一级合作伙伴、近 1200 个城市的二、三级合作伙伴。2020Q1，受疫情影响开学延迟、需求延后，随着学校陆续开学，公司的核心业务将逐季恢复，龙头长期投资价值不改。

政策推动大办公万亿市场整合，对标美国成熟 2B 市场，龙头市场份额提升空间广阔。2018 年大办公市场规模近 2 万亿，预计至 2022 年有望达到 2.7 万亿，未来 5 年 CAGR 达 9%。下游头部客户的年采购总量已近万亿，占总销售规模近 50%，当前电商采购的渗透率不足 30%，政策推动企业采购电商化发展，将进一步释放头部客户需求。龙头供应商凭借强大的专业综合服务能力，在头部客户采购招标中更具竞争优势，优享政策推动的行业整合红利，扩大市场份额。此外，参考美国以 2B 为主的办公用品市场，两大龙头市占率高达 75.5%，成熟市场寡头垄断的格局稳定。目前，我国市场格局仍高度分散，在政策推动、需求升级、外延扩张等因素作用下，以晨光为代表的龙头未来市场整合空间巨大。

渠道、产品、品牌三大核心竞争力持续升级，龙头不断拓宽护城河：1) 渠道结构优化：公司不断深耕线下零售终端，每年净增数千网点数量，持续加强市场覆盖，巩固渠道优势；并推进终端二次升级、开辟高端文创产品专区，提升单店质量，同时侧重发展排他性更强的二代加盟店，进一步优化渠道结构。2) 四条赛道推进产品升级：发展精品文创、增加高附加值产品销售比例，产品由“大众文具”向“高价值的中高端文创”发展，在价格提升、产品结构优化的带动下，实现传统业务收入及毛利率的快速提升。3) 发展品牌矩阵：公司根据不同的业务模式、消费群体，产品类别，发展多品牌矩阵，促进多元化业务发展。

新业务方面，1) 零售大店盈利拐点即将到来，把握 C 端消费趋势布局中长期发展：作为公司在消费升级趋势下探索新零售的桥头堡，零售大店业务是对传统文具业务渠道、产品、品牌的全面升级探索。生活馆存量店铺运营效率持续提升，未来有望成为校边店的升级模板；九木杂物社精准定位“精品杂货集合店”业态，打造故事场景、提升消费体验，随着加盟开放，九

术已进入渠道加速扩张阶段。当前零售大店业务收入规模、单店销售均快速提升，亏损已显著收窄，盈利拐点即将到来，文创业务发展前景可期。2) 2B 业务大客户拓展顺利，业务持续放量份额快速提升：一站式办公综合服务平台科力普的 2B 业务发展迅速，2019 年实现收入 36.58 亿元，同比增长 41.45%，净利润 7580.35 亿元，同比增长 135.89%。在阳光集采政策的推动下，科力普作为专业的垂直龙头供应商，在政府、央企等大客户的招投标中更具竞争优势，近年大客户拓展顺利，品牌影响力快速提升。在行业仍高速分散的发展阶段，科力普将凭借丰富的产品品类、高效的前中后端服务，持续推进大客户项目落地，订单持续放量迎来高速发展。

投资评级与估值：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.8、14.8、18.5 亿元，同比增长 11.4%、25.2%、24.8%，对应 EPS 分别为 1.28/1.61/2.01 元，对应 PE 分别为 42/34/27 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：经济承压市场需求放缓；行业竞争加剧，产品价格下降；传统业务增速放缓；新业务拓展不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11141.10	13037.32	16410.07	20200.79
(+/-) (%)	30.53	17.02	25.87	23.10
净利润	1060.08	1181.18	1478.96	1845.15
(+/-) (%)	31.39	11.42	25.21	24.76
EPS(元)	1.14	1.28	1.61	2.01
P/E	47.18	42.01	33.55	26.89

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	国内文具行业龙头，“一体两翼”促发展	7
1.1	国内文具第一品牌，内销市场领跑者	7
1.2	股权集中陈氏姐弟持股 65.84%，激励计划彰显发展信心	7
1.3	财务分析：财务健康运营稳健，短期冲击不改长期价值	9
2	文具行业：进入成长后期，龙头市场份额逐步提升	12
2.1	文具在我国历史悠久，品类丰富发展完善	12
2.2	产业链发展成熟，部分原材料国产化程度仍较低	13
2.3	行业规模保持个位数稳增，专卖店仍是主要 2C 渠道	15
2.4	龙头企业优势明显，集中度有望持续提升	17
3	办公集采行业：政策推动万亿级市场整合，参考成熟市场龙头提升空间广阔	19
3.1	国内：一站式采购成发展趋势，政策推动竞争格局向好	19
3.2	美国：巨头并购扩张快速成长，行业寡头垄断格局稳定	23
3.3	参考美国，国内龙头外延发展市占率有望持续提升	25
4	传统业务：核心优势持续升级，深耕渠道夯实护城河	26
4.1	渠道：终端覆盖持续提升，网点质量升级渠道结构优化	26
4.1.1	发展金字塔销售模式，构筑庞大稳固分销体系	26
4.1.2	深耕线下零售终端，优化渠道结构巩固线下优势	29
4.1.3	疫情加速线上渠道发展，加快平台拓展完善产品阵营	29
4.2	产品：注重技术研发&设计创新，产品结构优化盈利能力提升	30
4.2.1	突破核心制造技术，丰富高端产品品类	30
4.2.2	产品设计达国际水平，快速响应迭代能力强	31
4.2.3	四条赛道升级产品结构，传统业务盈利能力提升	33
4.3	品牌：文具第一品牌“晨光”认知度高，建立品牌矩阵多元化发展	34
5	新业务快速拓展，长期发展空间广阔	36
5.1	零售大店：产品+渠道+品牌全面升级，投入精品文创布局长期发展	36
5.2	一站式办公集采平台：科力普品牌影响力持续提升，大客户订单快速放量	40
6	盈利预测及投资建议	44
7	风险提示	46

图表目录

图表 1:	晨光文具发展历程	7
图表 2:	公司股权结构及主要子公司情况 (2020Q1)	8
图表 3:	公司股权激励覆盖 335 名中高级管理层及核心员工	8
图表 4:	公司股权激励方案彰显长期发展信心	9
图表 5:	2020Q1 公司收入 20.84 亿元	9
图表 6:	2020Q1 净利润 2.16 亿元	9
图表 7:	2019 办公直销业务占比 33%	10
图表 8:	2016-2019 新业务占比快速提升	10
图表 9:	公司产品升级提升毛利率 (%)	10
图表 10:	2019 年 ROE 水平持续提升	10
图表 11:	公司销售费率保持稳定	11
图表 12:	管理费率持续降低, 费用管控良好	11
图表 13:	公司近年研发投入增加	11
图表 14:	财务费用常年为负	11
图表 15:	资产负债率整体保持较低水平	11
图表 16:	公司流动性较好, 偿债能力强	11
图表 17:	2020Q1 受疫情影响存货周转天数增加	12
图表 18:	应收账款周转天数有所上升	12
图表 19:	文具行业主要产品品类	12
图表 20:	国内现代文具行业发展历史回顾	13
图表 21:	文具行业产业链发展成熟	13
图表 22:	书写工具制造的四个技术环节	14
图表 23:	书写工具制造技术的发展情况	15
图表 24:	2013-2018 文具市场规模 CAGR 6.34%	15
图表 25:	2018 年人均文具年消费 15.8 美元	15
图表 26:	2018 年我国在校生总人数达到 2.17 亿人	15
图表 27:	二胎政策下 2016 年出生人口形成小高峰	15
图表 28:	城乡居民可支配收入增长	16
图表 29:	城乡居民文教消费占收入比例提升	16
图表 30:	我国教育经费投入持续增加	16
图表 31:	2017 年教育经费投入占 GDP 比例 5.19%	16
图表 32:	2018 年文具行业产品结构	17
图表 33:	2019 年书写工具渠道结构	17
图表 34:	2018 文具市场 CR5 企业市占率 16.9%	17
图表 35:	2018 书写工具 TOP5 市占率 30.65%	17
图表 36:	文具龙头收入增速远高于行业水平	17
图表 37:	2018 年书写工具 CR5 企业市占率	17
图表 38:	国内文教生产企业总量逾 9000 家	18
图表 39:	发展中文具市场对比成熟市场	18
图表 40:	国内文具市场竞争格局	19
图表 41:	办公用品品类丰富	20
图表 42:	大办公市场规模高达 1.9 万亿元	20
图表 43:	B 端头部客户潜力巨大	20
图表 44:	政策推动集中采购发展	20
图表 45:	电商采购平台建设快速推进	22
图表 46:	企业电商化采购交易规模高速增长	22

图表 47:	办公集采业务模式发展: B2B 一站式采购模式成为发展趋势	22
图表 48:	2019 美国办公用品市场 118.6 亿美元	23
图表 49:	2019 年美国办公用品市场 6528 家企业	23
图表 50:	2019 美国办公用品市场产品结构 (%)	24
图表 51:	2019 美国办公用品市场下游客户结构	24
图表 52:	2019 年美国办公文具产业链成本结构	24
图表 53:	2019 年两大巨头合计市占率 75.5%	25
图表 54:	受行业衰退影响, 两大巨头份额下滑	25
图表 55:	中美办公用品市场情况比较	25
图表 56:	办公集采两大类供应商的竞争优势	26
图表 57:	公司五大主要销售模式	26
图表 58:	公司“金字塔式”经销体系	26
图表 59:	国内文具的主要零售终端业态及特征	27
图表 60:	晨光不同类型零售终端业态及特点	28
图表 61:	对比传统终端, 晨光凭借金字塔模式实现快速扩张	28
图表 62:	2019 年公司零售终端网点超 8.5 万个	29
图表 63:	净增样板店及加盟店数量	29
图表 64:	2019 晨光科技收入 2.97 亿元	30
图表 65:	2019 晨光科技净利润-121 万元	30
图表 66:	公司加快线上渠道拓展	30
图表 67:	公司研发投入情况	31
图表 68:	公司研发人员数量情况	31
图表 69:	公司每年持续推出大量新品	31
图表 70:	新品研发采用“全程设计系统”	31
图表 71:	晨光联名芭莎推出“盛世新颜”系列	32
图表 72:	晨光推出“樱花季限定”系列	32
图表 73:	悦写缓冲中性笔获 2019 德国 iF 设计奖	32
图表 74:	小毛刷中性笔获 2019 赛思创新奖	32
图表 75:	Focus 焦点中性笔获 2018 赛思金奖	33
图表 76:	Kids 水彩笔获 2019 赛思金奖、绿色奖	33
图表 77:	航海王黑金系列盲盒中性笔	33
图表 78:	晨光精品文创专区	33
图表 79:	儿童美术系列产品及推广	34
图表 80:	传统核心业务收入及增速	34
图表 81:	产品毛利率持续提升	34
图表 82:	2018 年中国轻工业制笔行业十强企业	35
图表 83:	晨光连续十二年助力博鳌亚洲论坛	35
图表 84:	主品牌“晨光”, 立足国内展望全球	36
图表 85:	公司已形成多品牌矩阵	36
图表 86:	零售大店业务: 晨光生活馆&九木杂物社	37
图表 87:	新华门店时期的晨光生活馆	37
图表 88:	晨光生活馆 2.0 时期	37
图表 89:	晨光生活馆门店数量有所下降	38
图表 90:	2017 年以后晨光生活馆收入规模收缩	38
图表 91:	晨光生活馆单店销售提升	38
图表 92:	生活馆存量整合, 即将达到盈亏平衡	38
图表 93:	九木杂物社门店	39

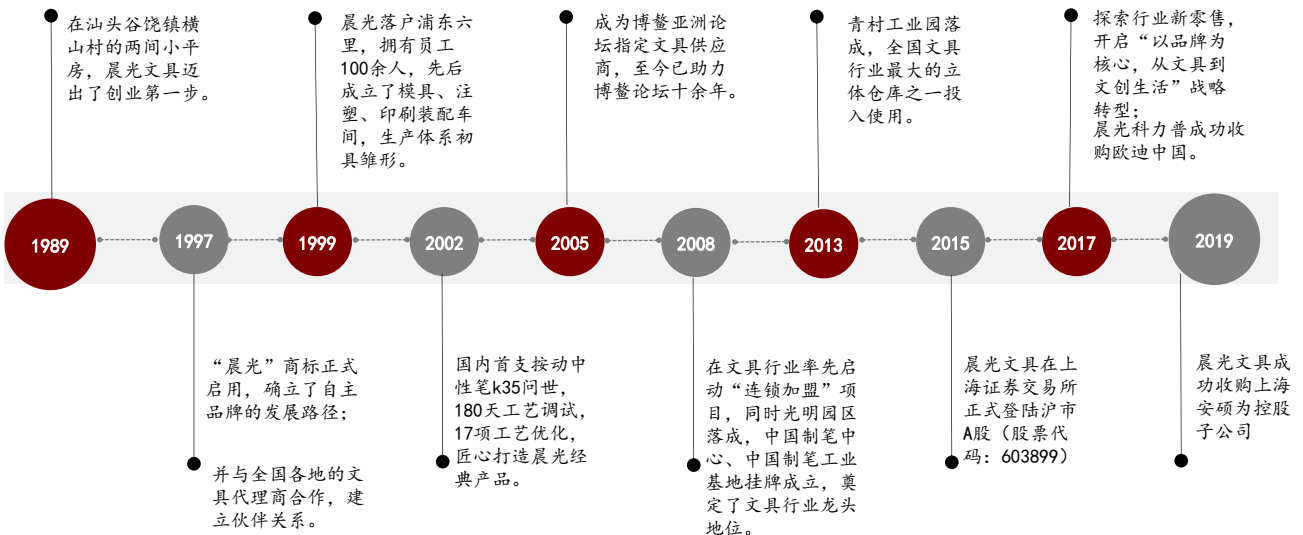
图表 94:	定位生活杂货店, 九木产品结构多元化.....	39
图表 95:	九木构建“故事性”消费场景.....	39
图表 96:	合作 IP 叠加盲盒, 九木产品创意升级.....	39
图表 97:	九木杂物社渠道布局加快.....	39
图表 98:	九木杂物社自 2018 年起发展加盟业务.....	39
图表 99:	九木杂物社收入规模快速增长.....	40
图表 100:	2019 年九木单店销售增长.....	40
图表 101:	2019 年九木坪效约 1.8 万元/m ² /年.....	40
图表 102:	九木亏损显著收窄, 未来更具盈利性.....	40
图表 103:	科力普销售收入快速增长.....	41
图表 104:	科力普净利润快速提升.....	41
图表 105:	科力普提供 B2B 一站式办公综合解决方案.....	41
图表 106:	科力普合作众多品牌, 产品品类丰富.....	42
图表 107:	科力普大客户拓展顺利, 订单快速放量.....	43
图表 108:	5 大仓储辐射全国, 物流效率提升运输费用增速回落.....	44
图表 109:	公司收入分业务拆分.....	45
图表 110:	可比公司估值表.....	46

1 国内文具行业龙头，“一体两翼”促发展

1.1 国内文具第一品牌，内销市场领跑者

国内综合文具龙头，布局“一体两翼”战略。晨光文具是国内综合文具龙头供应商，创始人于1989年进入文具行业，并于1999年正式建立“晨光”文具品牌。公司传统核心业务为书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、生产和销售，同时致力于发展办公集采、精品文创等新业务。公司深耕线下连锁零售终端渠道，截至2019年末，已覆盖全国逾8.5万家零售终端、拥有35家一级合作伙伴、近1200个城市的二、三级合作伙伴。公司自主品牌“晨光”具有极高市场知名度，2018年在书写市场的市占率达到17.84%，并连续八年获得“中国轻工业制笔行业十强企业”第一名，连续十二年成为博鳌亚洲论坛指定文具品牌。

图表1：晨光文具发展历程

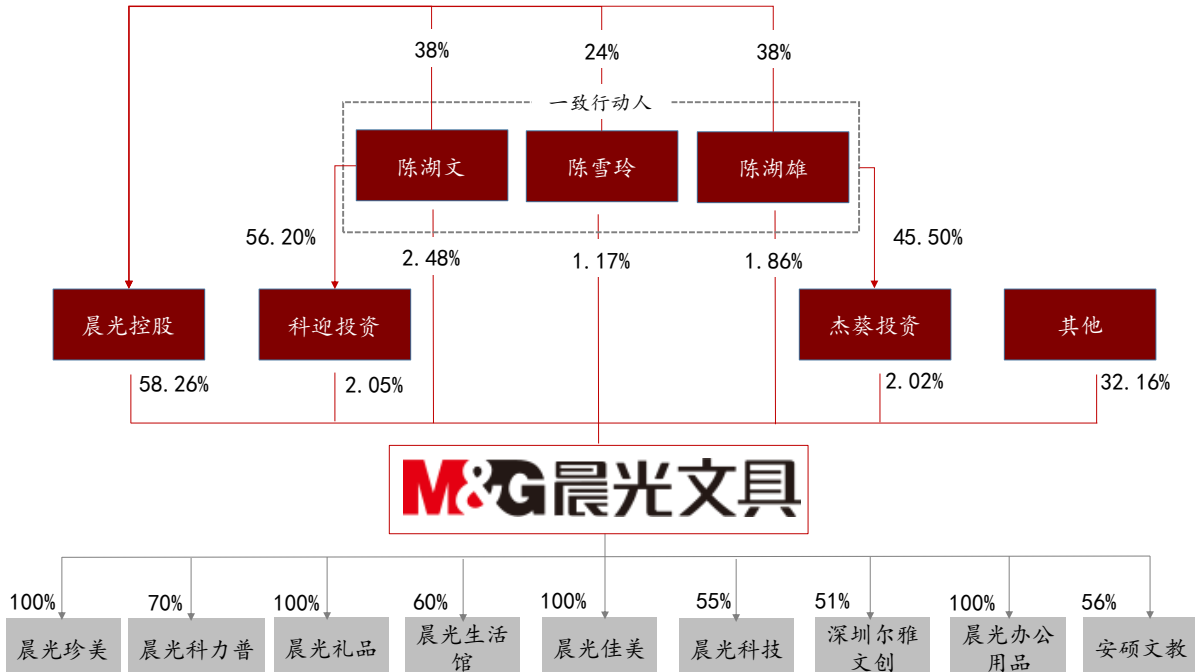


资料来源：公司官网，方正证券研究所

1.2 股权集中陈氏姐弟持股 65.84%，激励计划彰显发展信心

公司实际控制人陈湖文、陈湖雄、陈雪玲合计持股 65.84%。截至2020年3月31日，公司实际控制人为陈湖文、陈湖雄、陈雪玲姐弟三人，直接持股比例分别为2.48%、1.86%、1.17%，并通过晨光控股、以及员工持股平台科迎和杰奎间接持股，三人的合计持股比例分别为25.77%、24.9%、15.15%。公司的股权结构集中且较为稳定。

图表2: 公司股权结构及主要子公司情况(2020Q1)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

股权激励彰显公司长期发展信心。2020年5月,公司公告拟向335名中高级管理层及核心员工授予限制性股票903.87万股,占总股本0.98%,每股价格23.70元。股权激励的行权条件为20-22年收入较19年分别增长不低于15%/45%/75%,19-22年收入CAGR不低于20.51%。20-22年净利润增长较19年分别不低于10%/34%/66%,19-22年净利润CAGR不低于18.40%。行权条件彰显公司长期发展信心。激励成本合计2.16亿元,20-23年陆续摊销。

图表3: 公司股权激励覆盖335名中高级管理层及核心员工

姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数比例	占当前股本总额比例
付昌	董事、副总裁	10.92	1.21%	0.01%
张青	财务总监	7.17	0.79%	0.01%
全强	董事会秘书	7.17	0.79%	0.01%
核心技术(业务)骨干(332人)		718.86	79.53%	0.78%
预留		159.75	17.67%	0.17%
合计(335人)		903.87	100.00%	0.98%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表4: 公司股权激励方案彰显长期发展信心

首次授予日	2020/5/8					
激励对象	335 名董事、高级管理人员及核心员工					
激励股数	903.87 万股					
每股价格	23.70 元/股					
解禁安排	第一解除限售期:自首次授予部分限制性股票授予登记完成日起 12-24 个月,解禁 30%					
	第二解除限售期:自首次授予部分限制性股票授予登记完成日起 24-36 个月,解禁 30%					
	第三解除限售期:自首次授予部分限制性股票授予登记完成日起 36-48 个月,解禁 40%					
行权条件		2019	2020	2021	2022	2023
	营业收入(亿元)	1.11	1.28	1.62	1.95	-
	增速(%)		15%	26%	21%	-
	净利润(亿元)	0.11	0.12	0.14	0.18	-
	增速(%)		10%	22%	24%	-
摊销成本(万元)		-	8174	8384	4012	1009

资料来源:公司公告,方正证券研究所

1.3 财务分析:财务健康运营稳健,短期冲击不改长期价值

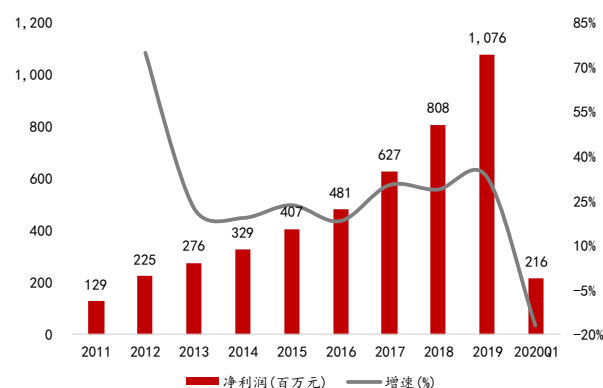
疫情冲击短期市场需求,不改长期龙头投资价值。2019 年公司实现收入 111.41 亿元,同比增长 30.53%,归母净利润 10.60 亿元,同比增长 31.39%,在文具行业整体增速趋缓的情况下,公司业绩保持快速增长,龙头优势尽显。公司在渠道拓展、产品创新等方面持续投入,传统业务保持良好发展势头,同时积极探索办公直销、精品文创等新业务,为公司的持续发展注入新动力。2020 年一季度,公司实现收入 20.8 亿元,同比下降 11.55%,归母净利润 2.3 亿元,同比下降 10.95%,主要受新冠疫情影响,企业复工及学校开学延迟,导致需求延后,在复工复产及二季度学校陆续开学的推动下,公司核心业务有望逐季恢复,龙头长期投资价值不改。

图表5: 2020Q1 公司收入 20.84 亿元



资料来源:公司公告,方正证券研究所

图表6: 2020Q1 净利润 2.16 亿元

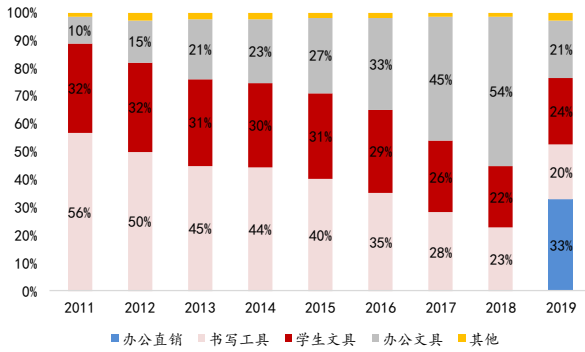


资料来源:公司公告,方正证券研究所

新业务拓展顺利,业务结构持续优化。2019 年公司的传统业务实现收入 66.51 亿元,占比 60%。新业务方面,2019 年办公直销业务实现营业收入 3.66 亿元,同比增长 41.45%,占总营收比例达 33%,公司的中心仓覆盖能力持续提升,供应链体系不断完善,助力公司在 B 端办

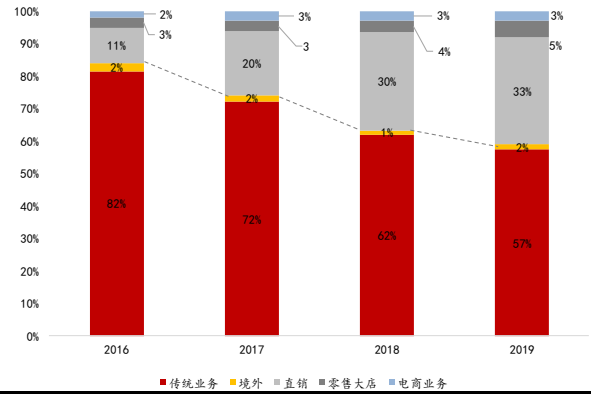
公集采市场的占有率持续提升，直销品牌“科力普”影响力进一步增强；零售大店业务在开放加盟和店单店运营能力提升的推动下，2019年实现营业收入6亿元，同比增长96.34%，门店数量进一步增加达到380家。

图表7：2019 办公直销业务占比 33%



资料来源：公司公告，方正证券研究所

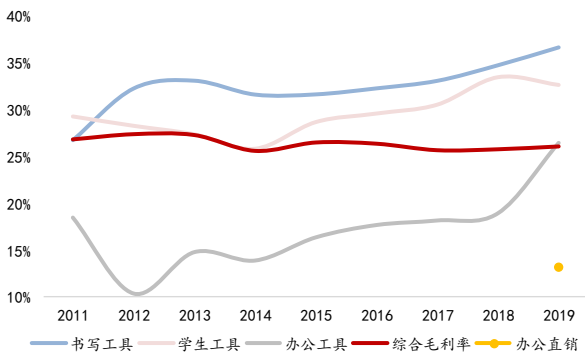
图表8：2016-2019 新业务占比快速提升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

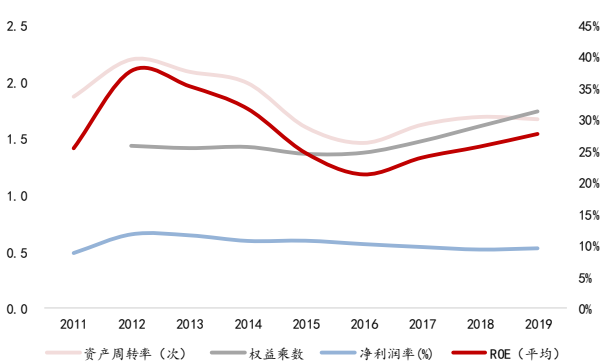
毛利率保持平稳，资产收益率持续提升。在产品 and 品牌升级的带动下，各项产品毛利率均保持较好增长态势，但办公直销业务的毛利率水平较低，随着 B 端业务占比提升，预计公司整体毛利率将略有下滑。公司 2019 年净资产收益率（平均）27.85%，较 2018 年提升 2.01pcts，主要为 2019 年净利率提升，以及现金增加近 9 亿元导致。

图表9：公司产品升级提升毛利率（%）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

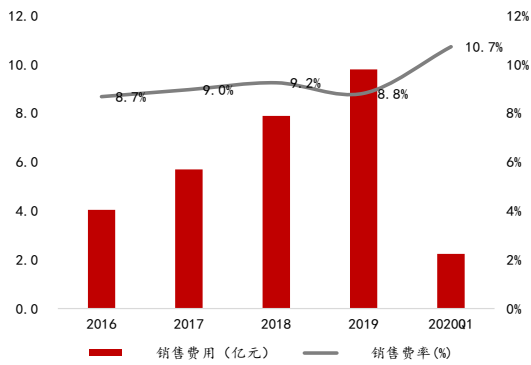
图表10：2019 年 ROE 水平持续提升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

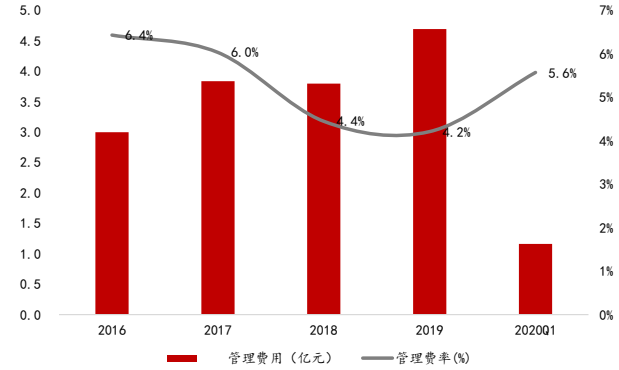
费率保持稳定，费用管控能力强。销售费用方面，公司的销售费用随营收增长而提升，但费率水平整体保持稳定，2016/2017/2018/2019 销售费率分别为 8.68%/8.97%/9.25%/8.80%。管理费用方面，直营门店扩张、新业务拓展带来规模效应，管理费率逐年下降，2016/2017/2018/2019 年分别为 6.43%/6.03%/4.45%/4.21%。财务费用方面，公司作为行业龙头，具有较强话语权，出货均采用现金结算，不设账期，公司多年维持净现金的状态，理财收益的利息收入带来负财务费率。研发费用方面，公司近年来加大了研发费用投入，2019 年研发费用投入同比增长 40%至 1.6 亿元，为销售收入的 1.4%，主要系科力普新增 IT 系统研发投入，以及并购安硕文教研发费用。

图表11: 公司销售费率保持稳定



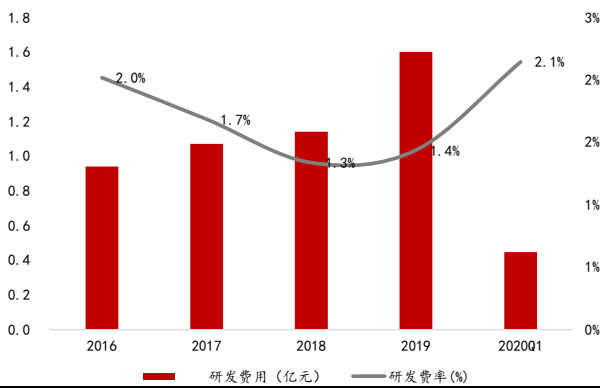
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表12: 管理费率持续降低, 费用管控良好



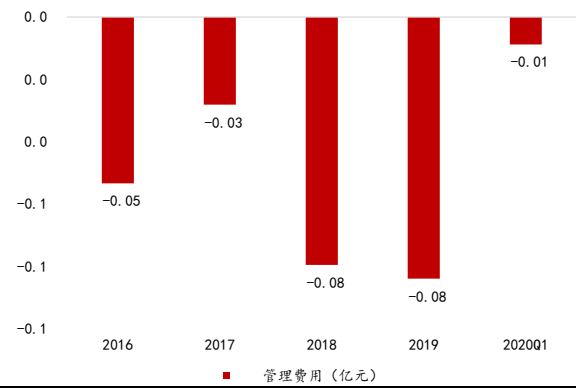
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表13: 公司近年研发投入增加



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

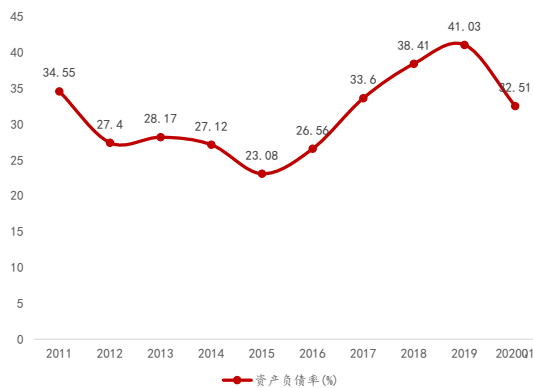
图表14: 财务费用常年为负



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

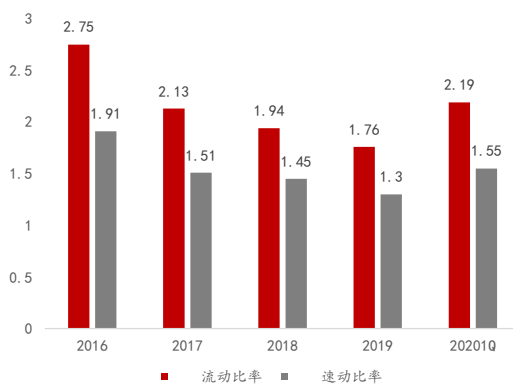
资产负债率方面, 2015至2019年公司资产负债率逐步上升, 从23%提升至41.03%, 整体仍然保持在较低水平, 2020Q1有所下降, 主要由于资产和负债总额双降, 公司一季度采购减少导致预付账款下降。流动比率和速动比率显示公司具有较强偿债能力, 流动比率2018/2019/2020Q1分别为1.94/1.76/2.19, 速动比率2018/2019/2020Q1分别为1.45/1.3/1.55, 显示公司流动性较好, 偿债能力较强。

图表15: 资产负债率整体保持较低水平



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表16: 公司流动性较好, 偿债能力强

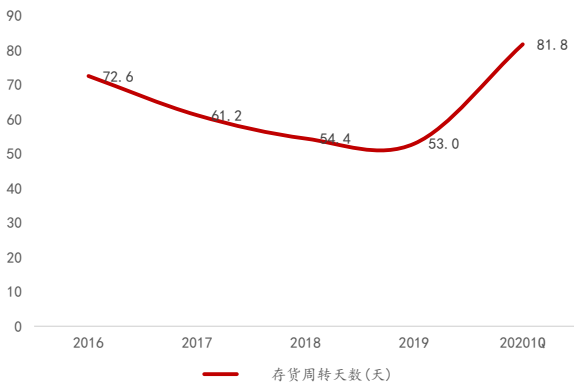


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

周转率较快, 运营指标整体保持良好。公司的存货周转率自2016年的72.6天持续下降至2019年的53天, 2020Q1受疫情影响上升至81.8天。应收账款周转天数从2016年的10.2天上升至2019年29.6天, 研究源于数据 11 研究创造价值

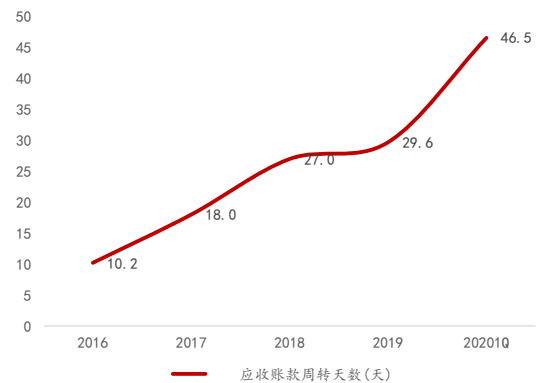
自公司 2017 年收购安硕以来，集采业务拓展加速周转天数有所增加。2020Q1 受疫情影响应收周转天数有所上升，至 46.5 天。

图表17: 2020Q1 受疫情影响存货周转天数增加



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表18: 应收账款周转天数有所上升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2 文具行业: 进入成长后期, 龙头市场份额逐步提升

2.1 文具在我国历史悠久, 品类丰富发展完善

文具主要分为四大品类, 书写工具生产技术要求最高。文具行业主要分为书写工具、学生文具、办公文具、其他文教用品四大类产品, 产品细分种类众多, 是典型的“小产品、大市场”。其中, 书写工具主要包括各种笔类, 产品需求量大、生产技术要求相对其他品类更高。

图表19: 文具行业主要产品品类



资料来源: 中国产业信息网, 晨光官网, 方正证券研究所

我国文具行业在经历了高速发展阶段后, 现已步入平稳增长的成长后期。文具行业在我国发展历史悠久。伴随西式教育的引入, 我国的文具逐渐由传统的笔、墨、纸、砚过度至现代文具产品, 形成我国现代

文具行业的发展初期。经历了计划经济时代后，文具从百货中分化出来，自 20 世纪 90 年代至 2012 年，文具行业迎来了迅速发展的成长期，并成为轻工产业中发展最为完善的子行业。2013 年至今，受在校人数下降、办公无纸化等因素的冲击，文具行业整体发展放缓，进入了个位数增长时代，行业龙头在品牌、渠道等方面的优势显现，市场份额逐步向头部企业集中。

图表20：国内现代文具行业发展历史回顾

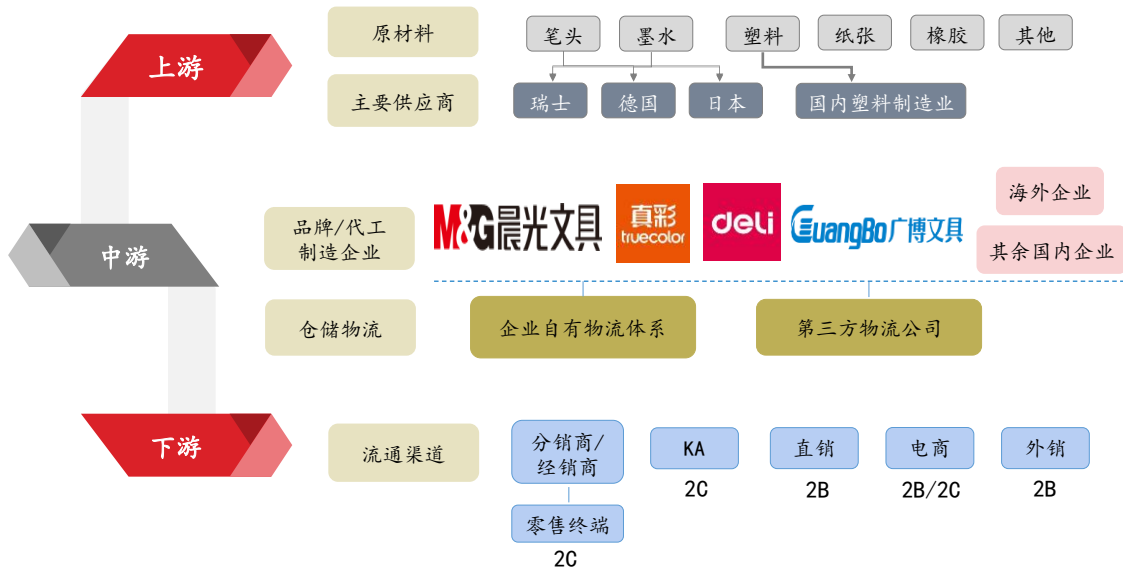
新中国成立前 —初期	计划经济时期 —发展初期	20世纪90年代 —快速成长期	21世纪初至2012年 —高速发展期	2013年至今 —成长后期
<p>西式教育引入，开启我国现代文具产业的艰难探索之路</p> <ul style="list-style-type: none"> 清末时期，纸局出售笔墨纸砚字帖等文具。 伴随时代发展，新式钢笔、墨水、笔记本、纸张、绘图仪器等文具取代传统笔墨纸砚，洋人经营的西式文具公司出现。 1971年，第一家中国人创办的文具店“永兴洋纸行”成立，打破洋人对文具市场的垄断。 1931年，上海英雄股份有限公司前身上海金笔厂创建。 1935年，中国第一家最大的铅笔制造企业，中国铅笔一厂在上海诞生。 1937年，市场竞争日趋激烈，文具商店数量增加，日货等产品逐渐充斥市场。 	<p>市场需求不足，文具产业发展受制</p> <ul style="list-style-type: none"> 新中国成立后，百业待兴，文具业得到快速发展，但同时也受到经济拮据、需求不足的制约。 1952年，全国的文教体育用品工业共有从业人员5.48万人，工业总产值不过1.43亿元。 1980年，改革开放初期，全国纸及纸板的产量仅536万吨，产品品种仅430种。 	<p>市场需求快速提升、产品种类日渐丰富</p> <ul style="list-style-type: none"> 20世纪80年代末与90年代初，文具逐渐从百货行业分化出来，文具行业进入快速发展时期。 国内生产文具的厂家较少，产品较多依赖进口。 随着经济发展，企业、个人对文化用品的需求也越来越成熟和提升。 1989年，“晨光”创始人进入文具行业，代理国外文具，逐步建立起全国性的营销网络。 1991年，“齐心”创始人从事文具及办公用品经销，通过香港贸易公司将产品销往海外。 1997年，亚洲金融危机爆发，大量中小文具企业、文具供货商倒闭。 	<p>国产文具品牌进入高速发展期</p> <ul style="list-style-type: none"> 1999年：国内自主品牌“晨光”成立，从代理商转型为品牌商。 2000年：齐心文具成立，建立扁平化的分销格局。 2008年，晨光推出加盟模式，加强推广品牌形象与终端渠道的管控。 2009年，齐心集团上市。 2015年，晨光文具上市，成为A股市场文具第一股。 	<p>行业进入稳步增长，头部企业市场份额提升</p> <ul style="list-style-type: none"> K12在校人数回落、电子设备快速发展推动办公无纸化等因素冲击文具市场。 文具行业规模进入个位数增长时期。 2018年，文具制造企业数量逾8000家。 2018年，龙头企业晨光、齐心、广博、得力、真彩CR5 合计市占率16.9%。参考成熟市场，我国文具行业集中度仍处于较低水平，提升空间广阔。

资料来源：IBIS，创业邦，企业官网，《时代经贸》，方正证券研究所

2.2 产业链发展成熟，部分原材料国产化程度仍较低

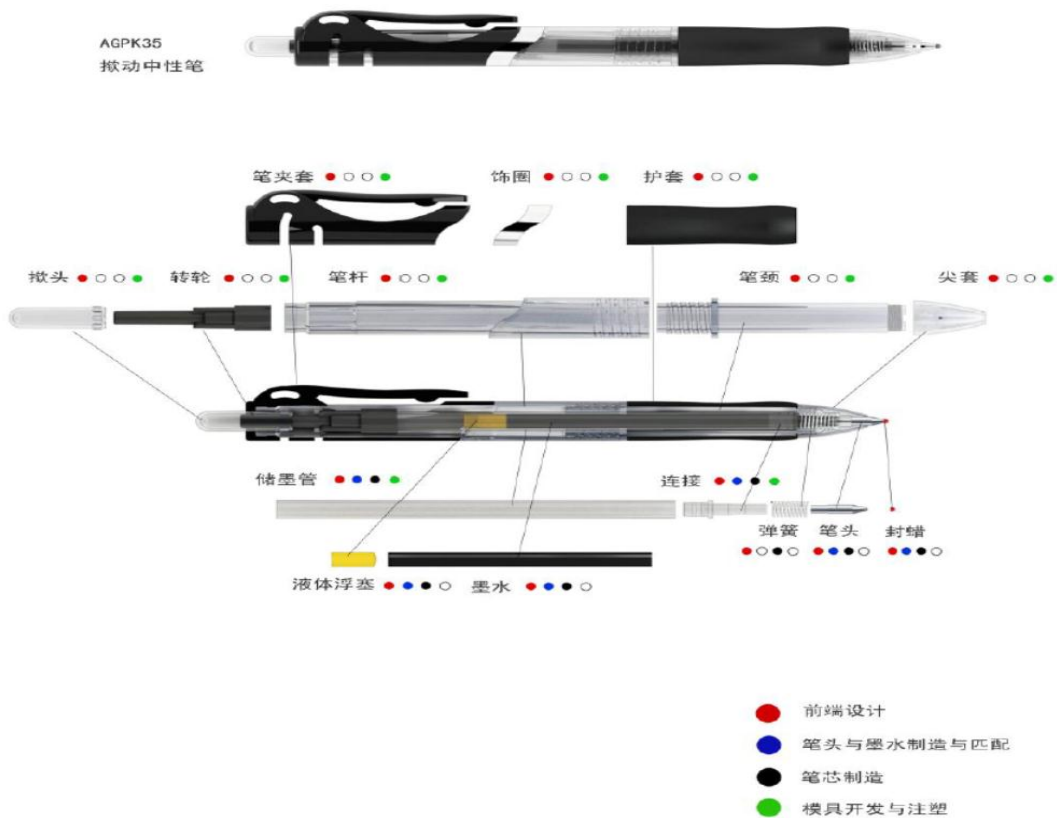
我国文具产业链发展成熟，上游笔头墨水技术仍待提升。文具行业的产业链主要分为上游原材料、中游制造及下游渠道三大环节。其中，上游原材料环节，书写工具的原材料笔头及笔墨的供应主要来自瑞士、德国、日本等国家。相对于其他文具产品，书写工具的制造技术要求较高、生产工艺相对复杂。目前，我国企业已在书写工具设计、笔芯制造、模具开发等环节达到成熟或国际领先的技术水平，并实现了笔头和墨水自主生产，但在笔头和墨水的制造设备研发、原材料及核心部件制造方面仍较国际企业有一定差距。中游制造环节，龙头市场份额逐步提升。下游渠道高度分散，传统的经销商仍是行业主要销售渠道，受学生消费群体购买习惯的影响，零售终端多以文具专卖店的形式分布在学校周围商业。

图表21：文具行业产业链发展成熟



资料来源：公司公告，品牌官网，方正证券研究所

图表22：书写工具制造的四个技术环节



资料来源：招股说明书，方正证券研究所

图表23: 书写工具制造技术的发展情况

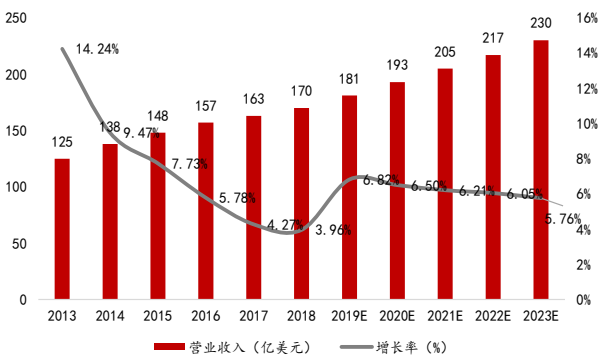
技术环节	技术现状	发展方向
前端设计	具有良好的设计能力, 已基本达到台湾、韩国等地区水平	继续探索新的设计理念, 并不断开拓新的细分市场
笔头及墨水制造	具有自主制造能力, 但还存在技术差距, 中性墨水制造还较弱	进一步加强研发与合作, 实现本土企业高质量大规模的生产
笔芯制造	技术成熟, 具有长期经验积累的制笔企业优势明显	进行笔头墨水匹配技术评价体系研究, 推动关键部件国产化
模具开发与注塑	技术成熟, 自动化生产水平大幅提升	自动化水平和模具开发精度的进一步提升

资料来源: 招股说明书, 中国产业信息网, 方正证券研究所

2.3 行业规模保持个位数稳增, 专卖店仍是主要 2C 渠道

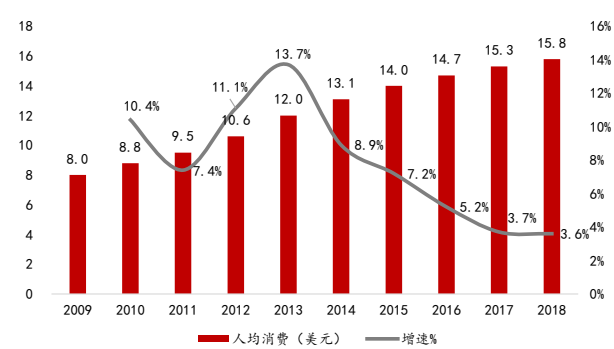
文具行业整体增速放缓, 对比日、美市场仍有提升空间。根据 IBIS World, 2018 年中国的文具制造业收入规模达到 170 亿美元, 同比增长 4.27%, 2013-2018 年 CAGR 6.34%, 在无纸化办公、在校生成数减少等因素冲击下, 行业增速持续放缓。从消费群体来看, 自二胎政策开放以来, 2016 年新生儿数量达到小高峰, 在未来几年有望形成对文具产品的增量需求。在人均消费额方面, 2018 年, 我国人均文具的消费水平为 15.8 美元/年, 同比增加 3.6%, 增速较上年进一步放缓, 13-18 年 CAGR 达 5.66%, 但对比美国 2018 年人均 63 美元/年的文具消费额, 仍有较大差距。我国在教育事业的投入持续提升, 2017 年教育经费总额已达 4.26 万亿元, 占 GDP 比重达到 5.19%, 较 2009 年 4.74% 的比重持续提升, 2009-2017 年教育经费投入 CAGR 达 12.57%。未来在我国城乡居民收入增长及教育消费支出持续增加的推动下, 人均文具消费水平仍有望保持增长。

图表24: 2013-2018 文具市场规模 CAGR 6.34%



资料来源: IBIS, 方正证券研究所

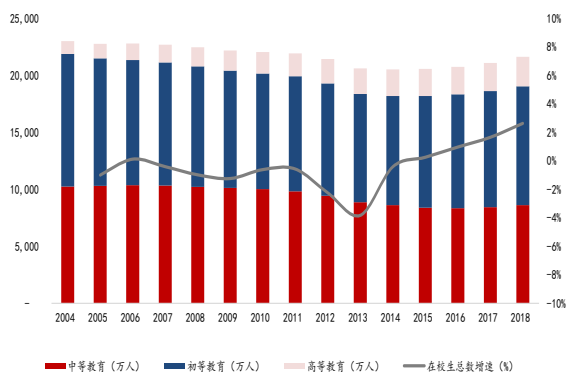
图表25: 2018 年人均文具年消费 15.8 美元



资料来源: IBIS, 方正证券研究所

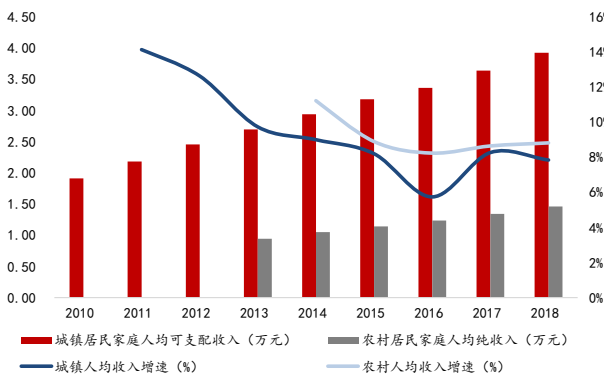
图表26: 2018 年我国在校生成数达到 2.17 亿

图表27: 二胎政策下 2016 年出生人口形成小高峰



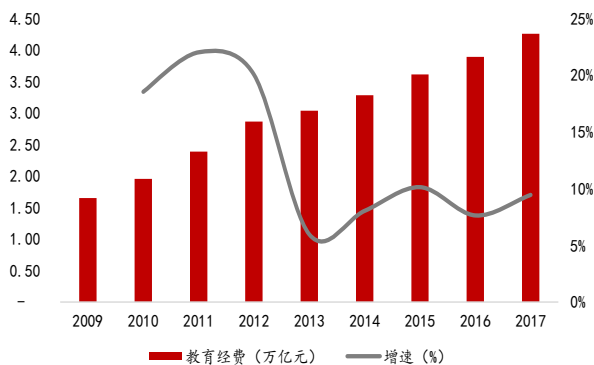
资料来源：教育局，方正证券研究所

图表28： 城乡居民可支配收入增长

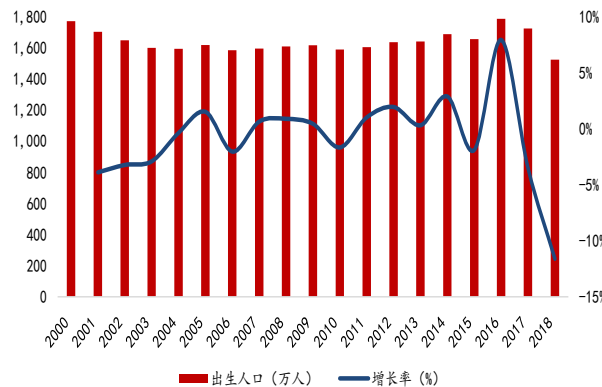


资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表30： 我国教育经费投入持续增加

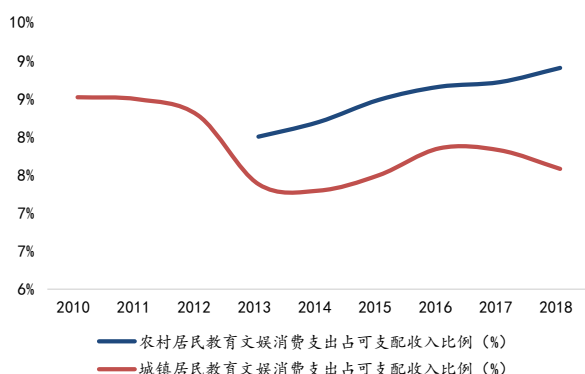


资料来源：国家统计局，方正证券研究所



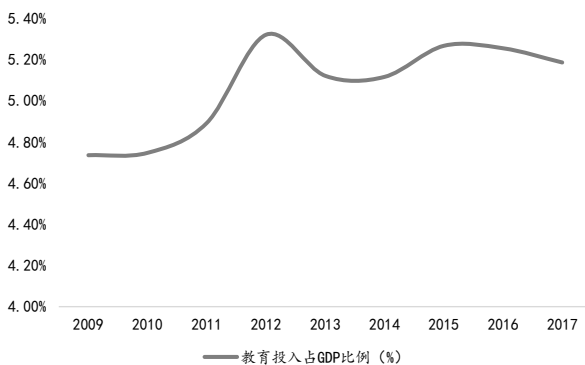
资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表29： 城乡居民文教消费占收入比例提升



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

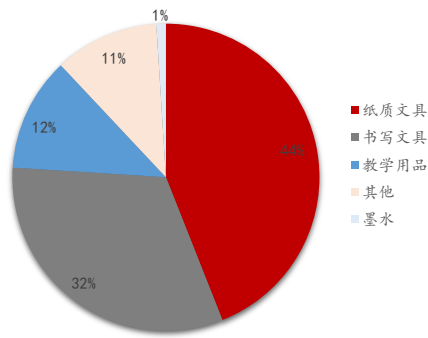
图表31： 2017年教育经费投入占GDP比例5.19%



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

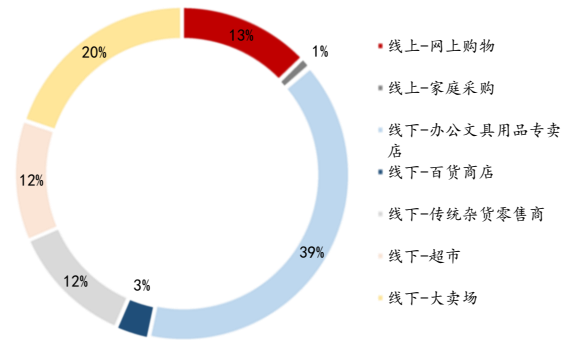
文具行业以纸质和书写文具为主，线下文具专卖店仍是重要2C渠道。分产品来看，纸质文具占比最高，达44%，其次为书写文具，占比达32%。渠道方面，以书写工具的市场渠道结构为例，据Euromonitor，2019年线下渠道占比86%，市场仍以线下渠道为主，主要由于文具产品的单价低、消费者习惯现场消费。其中，线下渠道的文具专卖店市场份额高达39.5%，是主要的2C零售渠道。

图表32: 2018年文具行业产品结构



资料来源: 前瞻产业研究院, 方正证券研究所

图表33: 2019年书写工具渠道结构

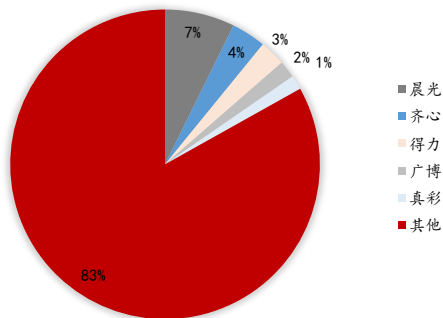


资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

2.4 龙头企业优势明显, 集中度有望持续提升

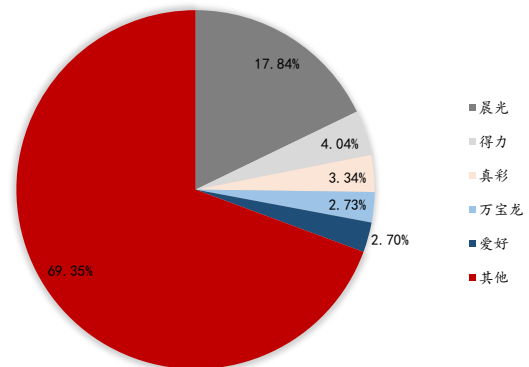
龙头企业市占率快速提升。2018年, 文具行业TOP5晨光、齐心、得力、广博、真彩均为本土企业, 年销售规模均达到10亿元以上, CR5合计市占率16.9%, 其中晨光市占率最高, 为7%。在书写工具的细分市场中, CR5合计市占率30.65%, 晨光的领先优势明显, 市占率高达17.84%。参考日、美的成熟文具市场格局, 2018年书写工具市场的CR5集中度分别达到63%、67%, 对比成熟市场, 我国文具市场集中度仍较低, 但龙头企业的收入增速显著高于行业, 市场份额续向龙头集中的趋势已显现。

图表34: 2018文具市场CR5企业市占率16.9%



资料来源: 前瞻产业研究院, 方正证券研究所

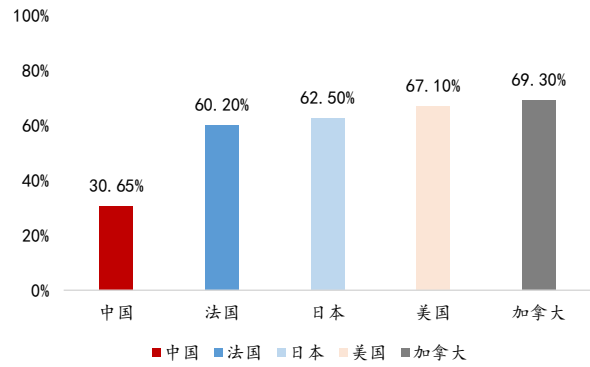
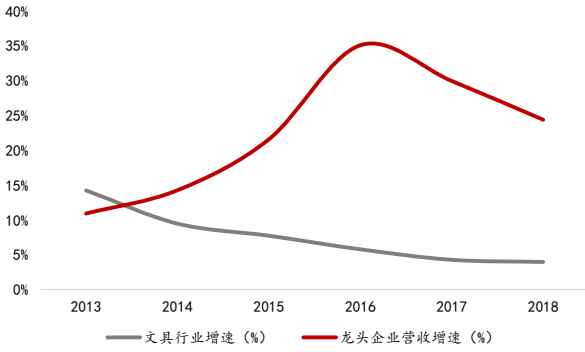
图表35: 2018书写工具TOP5市占率30.65%



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表36: 文具龙头收入增速远高于行业水平

图表37: 2018年书写工具CR5企业市占率

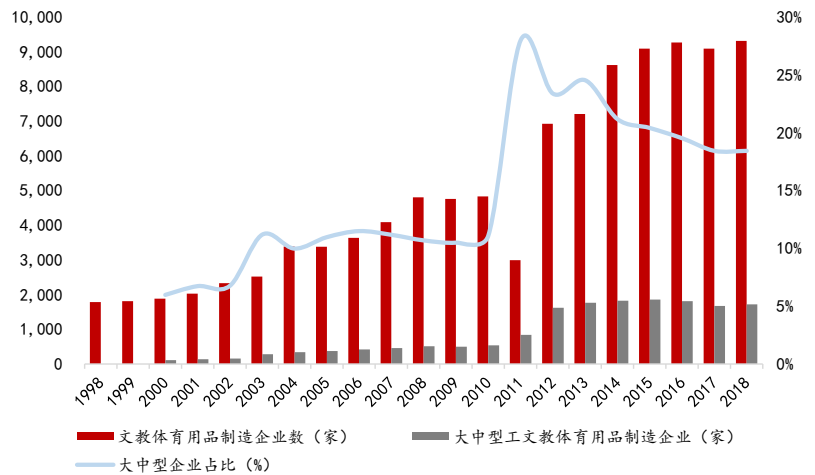


资料来源: IBIS, 公司公告, 方正证券研究所 (注: 龙头企业包括晨光、齐心、广博)

资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

行业整合空间巨大, 品牌文具引领市场发展。目前, 由于市场进入壁垒不高, 国内文教生产企业数量众多, 总量逾 9000 家, 其中大中型企业数量约为 1700 家, 约占 18%, 市场仍高度分散, 90%的企业件销售额低于 1000 万元。中小企业多以 OEM 生产模式为主, 产品单一、议价能力较弱, 利润空间有限, 文具市场的整合空间巨大。参考日美市场, 产业集中是行业发展的必经之路, 未来在消费需求升级、产品设计创新及技术提升、以及办公集采业务发展的推动下, 国内文具市场份额有望进一步向晨光、得力等具有品牌及渠道护城河、设计及生产技术优势、以及完善的物流体系的龙头企业集中。

图表38: 国内文教生产企业总量逾 9000 家



资料来源: wind, 国家统计局, 方正证券研究所

图表39: 发展中文具市场对比成熟市场

	成熟市场	发展中市场
区域	美国、西欧、日本等	中国、印度、东南亚等国家
消费观念	品牌消费观念成熟	品牌消费观念正在形成
市场集中度	高	低
竞争格局	竞争格局稳定	大部分企业处于低层次竞争
	行业整体及细分领域均有主导品牌	细分领域产生品牌效应较好的企业
	渠道扁平趋势明显	经销商分销作用显著
发展方向	加大海外 oem 及海外拓展	品牌制造商扩大市场份额、提升品牌影响

资料来源：招股说明书，方正证券研究所

图表40：国内文具市场竞争格局



资料来源：招股说明书，方正证券研究所

3 办公集采行业：政策推动万亿级市场整合，参考成熟市场龙头提升空间广阔

3.1 国内：一站式采购成发展趋势，政策推动竞争格局向好

2018 年大办公市场规模近 2 万亿，预计未来 5 年保持 CAGR 9%。大办公用品市场大办公用品市场包括办公家具、设备、办公文具、纸张、耗材等多种品类，产品丰富覆盖面广泛。行业经过十几年的快速发展，当前市场体制已发展较为完善。随着下游需求增长，2018 年，大办公市场规模已达到 1.9 万亿元，2016-2018 年 CAGR 达 8.97%，预计至 2022 年将达到 2.7 万亿，2018-2022 年 CAGR 达 9.2%。

头部客户需求释放潜力巨大，龙头份额提升行业竞争格局向好。行业的下游主要面向以企业单位、政府及事业单位为主的 B 端客户，潜在市场空间巨大。头部客户的年采购总量已近万亿，占总销售规模的近 50%，头部客户的年均采购额约为 5 亿元。目前，电商采购的渗透率仍不足 30%，在央企、国企等领域的渗透率仅约 20%，据国资委，未来央企招标采购目标是 100%集中上网，头部客户的需求将进一步释放，龙头供应商凭借较强的综合服务能力，将进一步扩大市场份额，

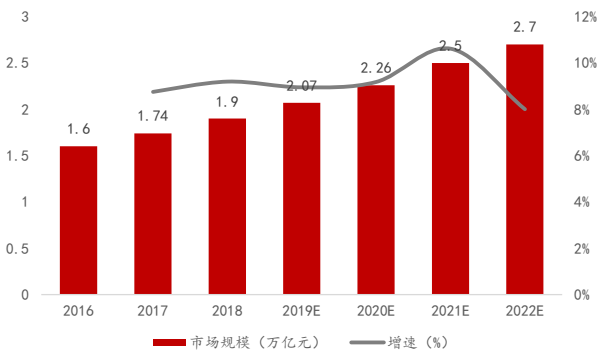
优化行业竞争格局。

图表41： 办公用品品类丰富



资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

图表42： 大办公市场规模高达 1.9 万亿元



资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

图表43： B 端头部客户潜力巨大

客户类型	数量
省、市政府	250 家+
央企	97 家
大型银行及保险机构	30 家+
军区、军工企业	50 家+
大企业	超过 10000 家
中小微企业	超过 2800 万家

资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

政策驱动企业采购电商化发展，利好龙头市占率提升，促进市场整合。2015 年 8 月，国务院印发《关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》，要求建设统一的电子交易公共服务平台标准，将分散的交易平台整合为一个全国范围内互联互通的系统，推动了公共资源交易的电子化、市场化、规范化，为能够提供线上服务、具有规模化生产能力、物流及资金链等综合服务能力较强的龙头企业的发展带来了机遇，促进龙头企业提升市场份额。

图表44： 政策推动集中采购发展

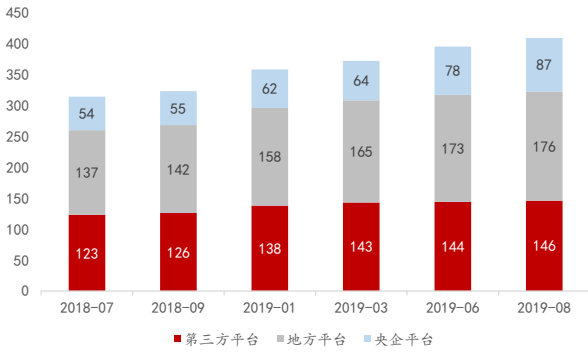
时间	政策	部门	主要内容
2014年8月	《中华人民共和国政府采购法(2014年修订版)》	全国人大常委会	政府采购采取公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源采购、询价、国务院政府采购监督管理部门认定的其他采购方式
2015年1月	《中华人民共和国政府采购法实施条例》	国务院	国家实行统一的政府采购电子交易平台建设标准,推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。
2015年5月	《国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	国务院	促进建立开放、规范、诚信、安全、公平、健康的电子商务市场竞争秩序,加大政府在电子商务平台采购支持
2015年6月	《采购管理专项提升对标指标》	国资委	将央企采购电子化水平纳入提升指标。
2015年7月	《财政部关于做好政府采购信息公开工作的通知》	财政部	各地区、各部门要依法公开政府采购项目信息,依照法律、法规和规章规定,实现从采购预算到采购过程及采购结果的全过程信息公开。
2015年8月	《整合建立统一的公共资源交易平台工作方案》	国务院	以信息化建设为支撑,加快构筑统一的公共资源交易平台体系,着力推进公共资源交易法制化、规范化、透明化
2017年2月	《“互联网+”招标采购行动方案(2017-2019年)》	财政部	提出到2019年,覆盖全国、分类清晰、透明规范、互联互通的电子招标采购系统有序运行,以协同共享、动态监督和大数据监管为基础的公共服务体系和综合监督体系全面发挥作用,实现招标投标行业向信息化、智能化转型。
2017年4月	《财政部关于进一步做好政府采购信息公开工作有关事项的通知》	财政部	为了切实提高政府采购透明度,推进各地区政府采购信息发布网络平台建设,要建立健全地方分网与公共资源交易平台的信息互联互通机制,实现与公共资源交易电子服务系统之间的信息共享。
2017年12月	《全国政府采购工作会议》		推进“互联网+政府采购”行动,大力发展电子化采购,建设“全国一张网”的政府采购电子卖场,提高政府采购效率和透明度
2018年11月	通过了《深化政府采购制度改革方案》	中央深化改革委员会	会议指出,深化政府采购制度改革要坚持问题导向,强化采购人主体责任,建立集中采购机构竞争机制,改进政府采购代理和评审机制,健全科学高效的采购交易机制,强化政府采购政策功能措施,健全政府采购监督管理机制,加快形成采购主体职责清晰、交易规则科学高效、监管机制健全、政策功能完备、法律制度完善、技术支撑先进的现代政府采购制度。
2019年5月	《于深化公共资源交易平台整合共享指导意见》	发改委	加强公共资源交易平台电子系统建设,明确交易、服务、监管等各子系统的功能定位,实现互联互通和信息资源共享,并同步规划、建设、使用信息基础设施,完善相关安全技术措施,确保系统和数据安全。
2019年7月	《财政部关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	财政部	加快实施“互联网+政府采购”行动,提升供应商参与政府采购活动的便利程度。严格执行公平竞争审查制度和加强政府采购执行管理,以促进政府采购领域公平竞争、优化营商环境。
2019年8月	《关于加快实施“互联网+政府采购”进一步贯彻落实政府采购政策的通知》	财政部	加快政府采购数字化转型的步伐,推进政府采购方式全程电子化的管理信息系统建设;在采购平台功能的基础上,精准实施分类管理政府采购政策,提高政府采购质量和效益。

资料来源:中国政府网,国务院,国资委,财政部,发改委,方正证券研究所

我国企业电商化采购规模翻倍增长。电商化采购可通过自建或外包方

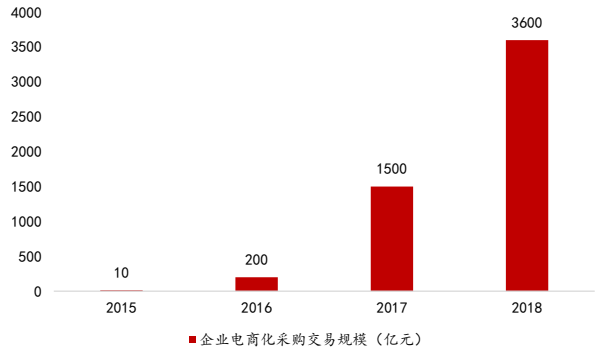
式搭建专属采购电商平台，或在入围供应商的平台下单进行线上采购。截至 2019 年 8 月，已有 87 家央企平台、176 家地方平台、146 家第三方平台、2 家监督平台对接了中国超投标公共服务平台，平台的互联互通快速推进，进一步提升了信息透明度，促进大企业的电商采购发展。据工信部，2018 年国内企业电商化的采购交易规模已达到 3600 亿元，包括办公用品在内的企业电商采购实现高速增长。

图表45： 电商采购平台建设快速推进



资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

图表46： 企业电商化采购交易规模高速增长



资料来源：工信部赛迪研究院，方正证券研究所

一站式采购成为发展新趋势，龙头企业竞争优势显著。我国办公用品市场的发展历经三个阶段，从线下零售、线上电商到 B2B 一站式采购。在政策、互联网发展等因素的推动下，B 端办公采购由传统的线下采购向线上发展，并逐步实现规范化、集中化、透明化。伴随着 B 端需求向多样化、个性化、品质化升级，一站式采购模式凭借透明、高效、低成本、智能化等特点，逐渐成为新的发展趋势。在一站式采购模式下，供应商不再单一提供产品，而升级为向客户提供集成办公服务，通过结合大数据、物流、售后服务等，为客户提供更加透明、阳光、个性、全面的一站式办公服务解决方案，对供应商的产业链整合能力及综合服务能力提出更高要求。

图表47： 办公集采业务模式发展：B2B 一站式采购模式成为发展趋势



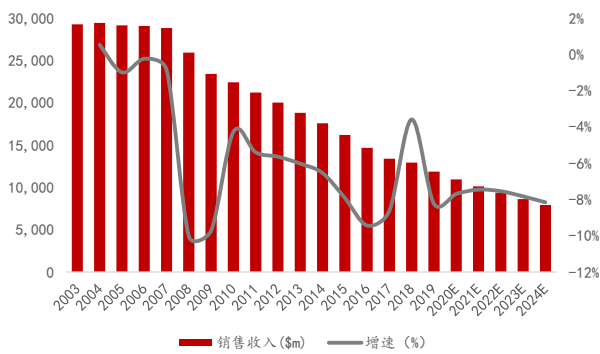
资料来源：中国产业信息，方正证券研究所

3.2 美国：巨头并购扩张快速成长，行业寡头垄断格局稳定

美国的办公用品行业发展成熟，对我国的办公集采市场发展方向具有重要的参考和指导意义。

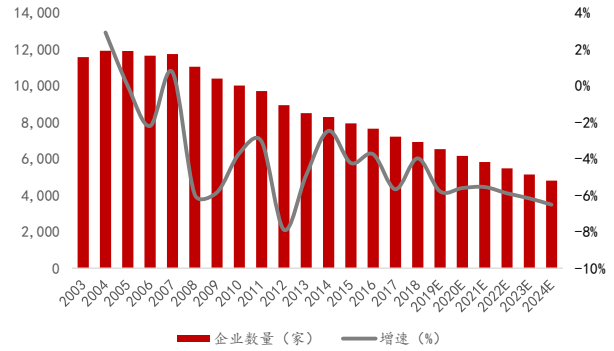
据 IBIS World，2019 年美国办公用品市场规模达到 118.6 亿美元，同比下降 8.23%，行业内企业数量 6528 家，同比下降 5.79%。美国办公用品行业格局发展已较为稳定，但受到数字化办公的发展和外部竞争影响，行业已进入衰退期。

图表48： 2019 美国办公用品市场 118.6 亿美元



资料来源：IBIS World，方正证券研究所

图表49： 2019 年美国办公用品市场 6528 家企业

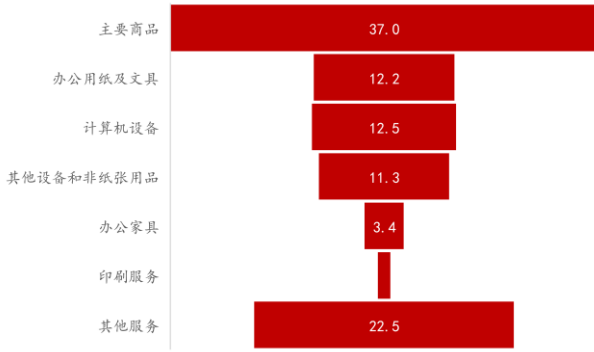


资料来源：IBIS World，方正证券研究所

美国办公用品店集成多种产品及服务，其中办公文具及设备约占 40.5%。美国的办公用品店由杂货用品、办公用纸及文具、办公设备、办公家具、印刷服务等产品和服务组成。其中，计算机和其他办公设备合计占比 23.8%，办公用纸和文具占比 12.2%，办公家具占比 3.4%，另外杂货项占比 37%，主要包括针纺织品、五金材料、生活用品、杂货等，其他服务主要为各种技术服务。各细分板块不同程度的面临来自线上或线下大卖场、垂直领域专卖店的竞争和市场挤压。

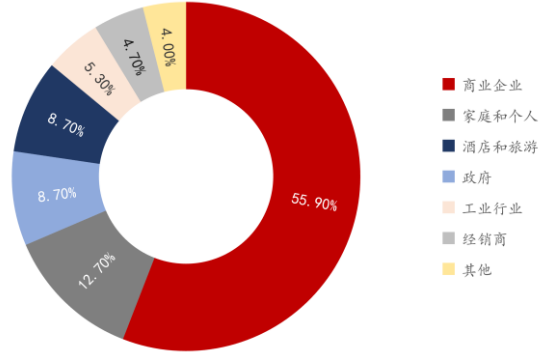
办公用品店 B 端客户占比逾 80%。企业用户占比高达 55.9%，是最主要的需求群体，其次为家庭和个人客户，占比 12.7%；政府需求占 8.7%，部分政府采购直接向办公用品店的上游批发商购买；酒店和旅游业需求占比达 8.7%，不同于一般的企业用户，酒店、餐厅等行业主要为定制化需求。

图表50: 2019 美国办公用品市场产品结构 (%)



资料来源: IBIS World, 方正证券研究所

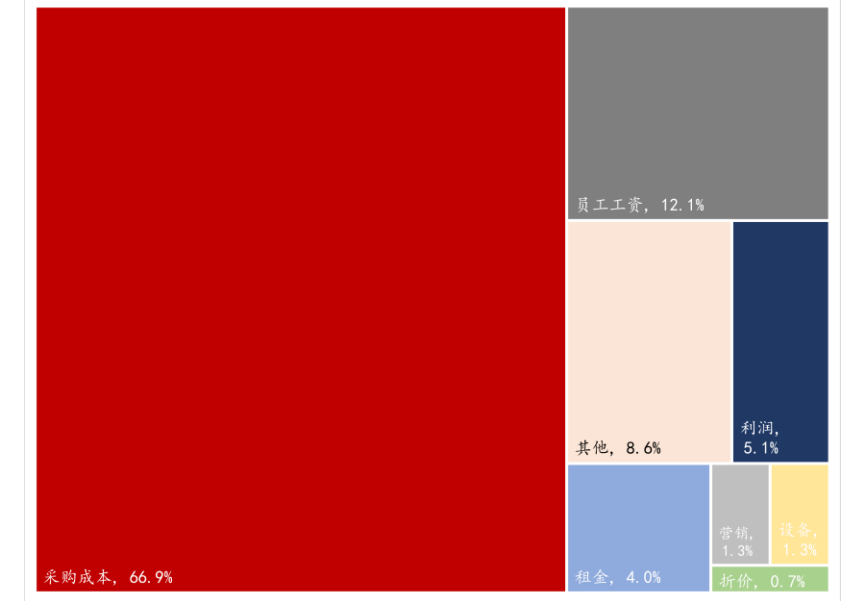
图表51: 2019 美国办公用品市场下游客户结构



资料来源: IBIS World, 方正证券研究所

行业利润水平逆势增长, 2019 年利润率 5.1%。美国的办公文具店市场中, 商品采购成本占比最高, 达 67%, 其次为员工公司, 占比 12%, 租金占比较低, 仅为 4%。行业的利润率(息税前利润) 0) 达到 5.1%, 在行业销售规模整体持续萎缩的背景下, 利润率仍较 2014 年的 2.3% 有所提升, 主要得益于龙头企业通过大批量采购降低商品成本、降低营销及其他费用, 提升利润空间。

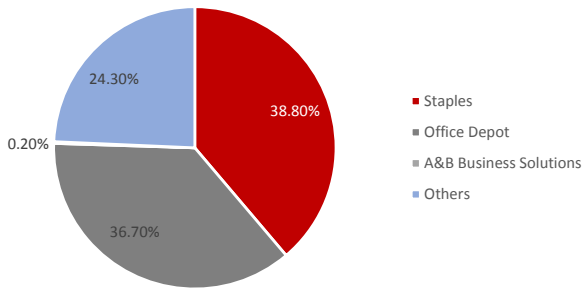
图表52: 2019 年美国办公文具产业链成本结构



资料来源: IBIS World, 方正证券研究所

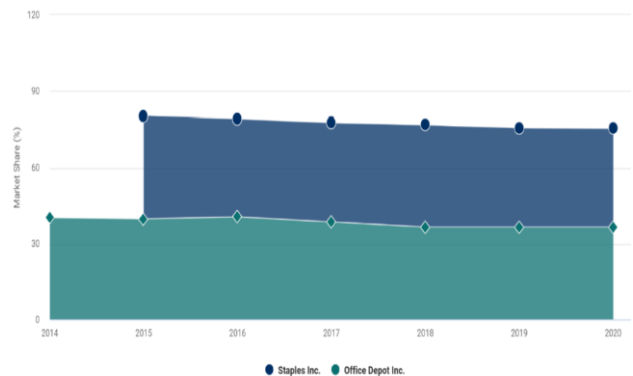
两大巨头通过收并购快速成长, 行业寡头垄断格局稳定。以 B 端业务为主的办公用品行业呈现明显的寡头垄断格局, 两大龙头企业史泰博 (Staples) 和欧迪 (Office Depot) 垄断了 70% 以上的市场份额。受行业进入衰退期影响, 龙头的份额持续小幅下滑, 主要冲击来自线上和行业外部的竞争。Staples 和 Office Depot 通过在行业红利期大举进行海内外收并购扩张, 迅速发展成为全球办公市场的领军企业, 目前 Staples 的业务覆盖全球 26 个国家, 在全美 46 个州拥有 1113 个门店, Office Depot 在北美拥有 1317 家线下门店。

图表53: 2019年两大巨头合计市占率75.5%



资料来源: IBIS World, 方正证券研究所

图表54: 受行业衰退影响, 两大巨头份额下滑



资料来源: IBIS World, 方正证券研究所

3.3 参考美国, 国内龙头外延发展市占率有望持续提升

国内龙头外延并购扩张快速发展, 对比美国成熟市场格局, 国内龙头市场份额仍有巨大提升空间。目前, 国内的办公集采行业仍处于发展期, 行业竞争仍较为激烈。国内办公集采龙头得力、晨光、齐心的市占率仍处于较低水平, 在政策、需求升级等因素推动下, 市场整合空间巨大。近年国内文具龙头积极进行外延收购扩张, 晨光文具在2017年收购欧迪办公(中国)、2019年收购安硕文教, 齐心集团于2015年收购Easy Print等, 有望复制国际巨头成长之路, 通过整合行业资源实现快速扩张发展。

图表55: 中美办公用品市场情况比较

	美国		中国	
	程度	趋势	程度	趋势
生命周期	衰退		发展后期	
销售规模波动	低		低	
集中度	高		低	
行业竞争	中等	增长	高	增长
进入壁垒	中等	稳定	低	增长
技术革新	中等		低	

资料来源: IBIS World, 方正证券研究所

垂直办公用品供应商更具优势, 龙头优先享受行业发展红利。随着欧迪中国、史泰博中国陆续被收购, 国际办公直销企业已退出国内市场, 国内的办公用品供应商现主要分为垂直型办公用品集成供应商, 以及综合型平台电商两大类。其中, 办公用品集成供应商主要包括得力、晨光科力普、齐心等文具企业, 垂直领域的产品品类丰富, 聚焦政府、大中型企业等B端客户, 注重客户维护建立长期合作; 综合型平台线上主要为京东、苏宁等电商平台, 线下为大卖场、超市等零售商, 综合型供应商的产品覆盖品类广泛、细分领域提供主流产品, 服务大中小型企业客户, 客户粘性相对弱。长期来看, 龙头垂直供应商在成本

端、渠道端、以及落地服务等更具优势，且集采政策推动下龙头文具企业参与招投标更具优势，优先享受行业发展红利。

图表56： 办公集采两大类供应商的竞争优势

	垂直供应商	综合供应商
主要企业	齐心、晨光科力普、得力	线上：京东、苏宁等综合电商平台 线下：大卖场、大型超市等
产品品类	垂直领域产品丰富、品类齐全、SKU 数量众多	综合产品品类具有多样性、品类覆盖广泛、细分领域供应主流产品
服务优势	提供产品+服务一体化办公解决方案	平台资源整合、流量优势
主要客户	政府、大中型企业客户	大中小企业客户

资料来源：智研资讯，方正证券研究所

4 传统业务：核心优势持续升级，深耕渠道夯实护城河

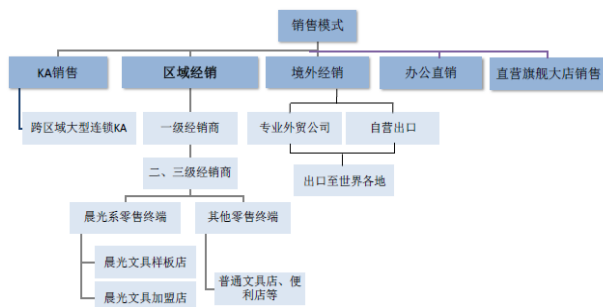
4.1 渠道：终端覆盖持续提升，网点质量升级渠道结构优化

4.1.1 发展金字塔销售模式，构筑庞大稳固分销体系

首创良性激励、精细化管理的金字塔模式，快速扩张构筑零售渠道壁垒。公司的销售渠道以 KA、区域、境外、办公直销、零售大店为主，其中区域经销是传统业务的核心推广销售渠道。公司推行“层层投入、层层分享”金字塔销售模式，搭建了庞大、稳定的经销团队，截至 2019 年，公司在全国拥有 35 家一级合作伙伴、近 1200 家二、三级合作伙伴，超过 8.5 万家零售终端。

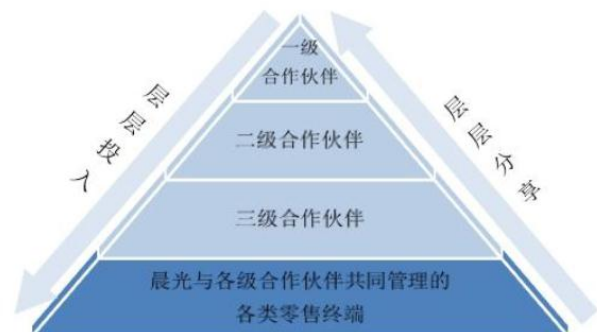
公司通过从上而下“层层投入”，将店招、货架、货柜等投入零售终端，提升门店形象、增加品牌曝光度，提供培训等服务，并统筹整体扩张计划，实现渠道、营销管理能力的大幅提高，公司总部仅 60 人的销售团队管理全国约 3000 人的各级经销商销售人员。“层层分享”则是从下而上分享收益，公司只享有顶层向一级经销商出货的收益，充分保障了各级合作伙伴的区域管理和市场开拓积极性。

图表57： 公司五大主要销售模式



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表58： 公司“金字塔式”经销体系



资料来源：公司公告，方正证券研究所

文具零售终端连锁化发展，晨光升级终端渠道提升市占率。文具零售店作为传统文具行业的主要销售渠道，分布广泛、单店规模小、销售品类繁杂，同时也面临着价格竞争、管理不善、盈利不稳等问题。晨光以“层层投入、层层分享”的金字塔销售模式大力发展区域经销商，保障各级经销商利益，激发开拓及管理积极性，有效提升终端的单店盈利能力、抗风险能力，实现终端网点快速扩张。

公司自 2005 年起发力零售终端，推广晨光品牌，打造晨光样板店，并随着样板店示范效应扩散，进一步升级终端的品牌形象和管理服务，发展晨光加盟店，提升终端门店的品牌形象、产品排他性和 SKU 数量要求，加强终端的产品渗透、提高市占率。

图表59：国内文具的主要零售终端业态及特征

业态	特征
普通文具店	数量庞大，文具零售主流终端 位于学校周边、闹市区和人流较多地段，消费群体覆盖广 销售产品及品牌众多 单店规模较小，自给自足，缺乏有效管理， 抗风险能力弱
连锁文具店	数量少于普通文具店，但 发展迅速 位于学校周边、闹市区和流较多地段，消费群体覆盖广 单店规模高于普通文具店，专业化管理， 抗风险能力强 授权经营 单品牌或多品牌产品
KA	渠道成本高，导致产品 最终售价较高 ， 价格竞争激烈 门店规模较大，资金实力雄厚 商超购买文具的消费习惯较弱
电商	省去门店环节， 售价较低 消费重要发展趋势，线下线上结合将充分打通传统与网络渠道
一站式零售服务	为客户提供一站式、定制化整体服务 主要在办公文具领域发展，代表企业 Staples

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

图表60： 晨光不同类型零售终端业态及特点

		零售终端			批发
		标准样板店	高级样板店	加盟店	4S店
单店盈利		普通文具店 < 标准样板店 < 高级样板店 < 加盟店			作为区域配送中心，从事批发业务
发行人的权利	产品排他	无强制性排他	部分品类排他	晨光竞品全排他	全排他
	出样标准	单店晨光产品不低于265款	单店晨光产品不低于370款	单店晨光产品不低于1000款	全款批发展光产品
发行人的责任	品牌形象	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识			4S: 销售(Sale)、服务(Service)、展示(Show)、调查(Survey)
	服务支持	培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验 一般不提供货架等硬件支持	通常提供货架等硬件支持	要求“六个统一”，培训、装修、货柜等服务支持，公司收加盟费	
装修费分担标准		公司统一标准			公司和合作伙伴各承担 50%
		公司、经销商、店主共同承担		公司承担1.5万元，其余经销商承担	
会计处理		“销售费用--渠道建设费用”		“长期待摊费用”，按合同期分摊	“销售费用—品牌推广费”

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

升级改造已有零售终端，挖掘整合市场资源。晨光的零售终端扩张模式为改造升级已有的普通文具店，公司不需要选址，也与门店不存在产权关系，终端闭店、亏损等经营和管理风险不对公司业绩产生影响，且普通文具店多具有稳定的消费客群、多年的经营经验，晨光升级改造门店计划在经营、财务等方面的风险远小于新增门店或传统的终端扩张模式，并有效强化品牌露出、提升校边商圈覆盖率。

晨光体系终端网点的盈利及经营能力表现更佳。据广州文具协会，66%的文具店开业时间不足4年，仅9%的销售点经营10年以上，普通文具店每年闭店比例达10%-15%；而晨光的样板店闭店比例在2.86%-7.75%之间，加盟店的闭店比例低于5%，在晨光的渠道管理体系下，零售终端在盈利能力、经营稳定性方面更具优势。

图表61： 对比传统终端，晨光凭借金字塔模式实现快速扩张

	晨光文具终端	传统服装、食品终端
门店比较		
产权关系	业主自有门店，与发行人无任何产权及财务关系	品牌公司自有门店，或直接管理加盟店
店面来源	不需选址，对已有门店改造	需选址，新开门店
经营人员	有相当经验的现有经营者	缺乏经验的新经营者
扩张费用	较低，在现有基础上局部改造	较高，新开门店
产品库存	门店经营者买断	多数由品牌公司承担
管理支持	发行人与经销商“层层投入”	多数由品牌公司自行管理
客户群体	稳定、成熟	尚未形成、不确定性
风险比较		
选址	低	高
经营	低	高
财务	低	高

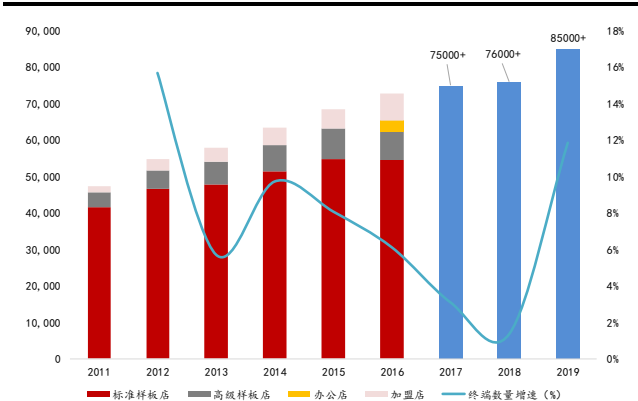
资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.1.2 深耕线下零售终端，优化渠道结构巩固线下优势

每年净增上千零售终端，巩固线下网点渠道优势。截至 2019 年，公司线下经销网点数量超过 8.5 万个，较 2018 年末净增约 9000 个。随着公司线下渠道布局逐步完善，近年净增门店数量有所放缓，但每年仍保持净增上千个零售终端，持续深耕零售网点建设、巩固线下渠道优势。

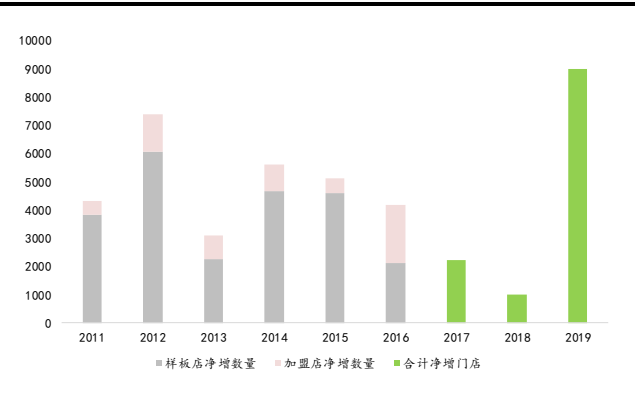
重点发展二代加盟店，提升单店质量优化渠道结构。公司传统业务的渠道发展侧重排他性更强的加盟店，并开辟精品文创专区、办公专区和儿童美术专区，推动新产品销售占比，提升线下单店质量、发展二代加盟店，进行零售终端的结构优化，二次升级线下网点、优化渠道结构。

图表62： 2019 年公司零售终端网点超 8.5 万个



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表63： 净增样板店及加盟店数量

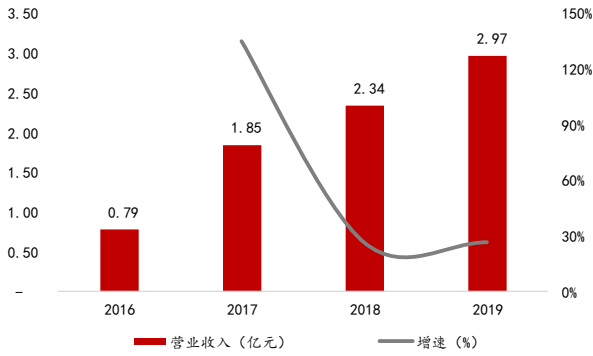


资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.1.3 疫情加速线上渠道发展，加快平台拓展完善产品阵营

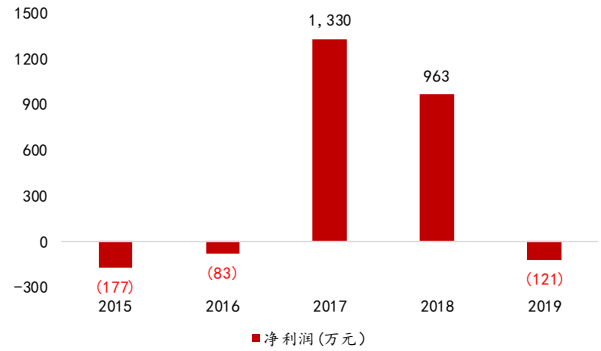
加快发展线上渠道，开发线上专供产品。2019，晨光科技实现营收 2.97 亿元，同比增长 26.6%，净利润-121 万元，目前线上渠道在平台拓展、产品研发、营销推广等方面仍处于投入阶段，此次疫情提升了消费者线上文具消费需求，进一步加速公司线上渠道的发展建设。晨光通过自营及授权方式，已进驻天猫、京东、苏宁、1 号店、唯品会、当当、微信等主要线上平台。除天猫、京东的自营业务外，晨光在各平台的有效授权店铺达到 1000 家，并持续开拓线上新渠道，上线了九木杂物社的微信旗舰店，实行会员体系，提升用户黏性、推动流量变现。产品方面，公司线上专供产品开发已落地，协同四大产品赛道战略，完善线上产品阵营，推动开发优化新品类。

图表64: 2019 晨光科技收入 2.97 亿元



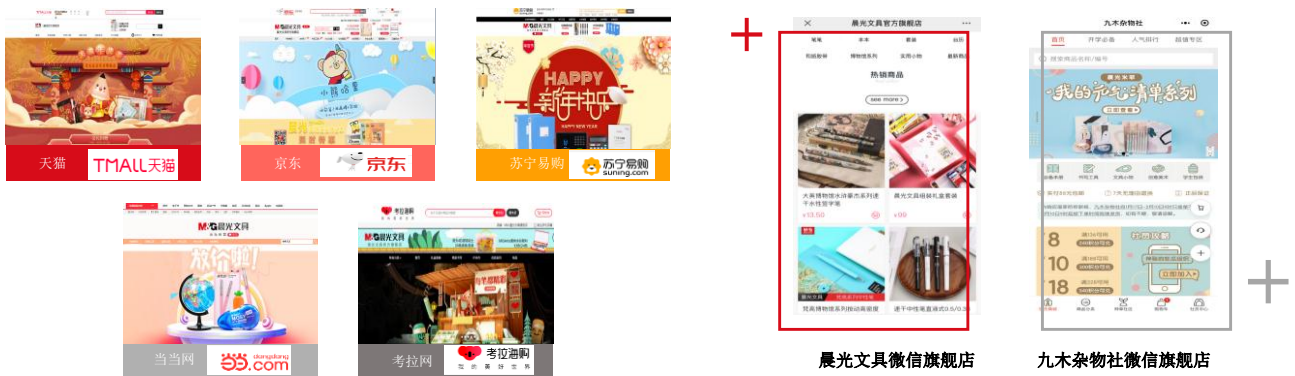
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表65: 2019 晨光科技净利润-121 万元



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表66: 公司加快线上渠道拓展



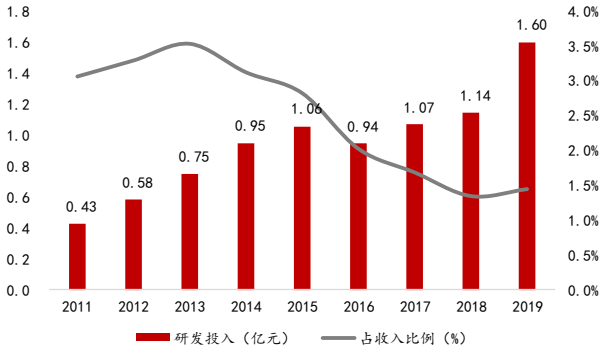
资料来源: 天猫, 京东, 苏宁, 当当, 考拉, 晨光微信公众号, 九木微信公众号, 方正证券研究所

4.2 产品: 注重技术研发&设计创新, 产品结构优化盈利能力提升

4.2.1 突破核心制造技术, 丰富高端产品品类

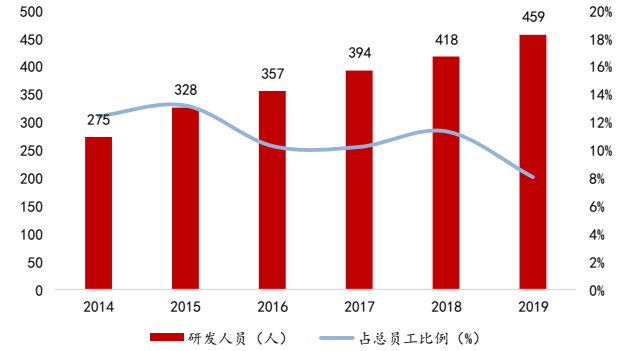
研发投入稳步提升, 核心书写工具技术不断突破。公司注重研发, 研发费用稳步提升, 每年的研发投入不低于 1 亿元; 研发团队不断扩充, 14-19 年研发人员数量复合增速达 11%。公司已掌握包括笔头、油墨及其匹配技术等书写工具的核心制造技术, 并拥有先进的自主模具开发技术, 在多款核心书写介质的研发和制造均取得突破, 提升书写工具的性能指标, 扩充高端产品品类。

图表67: 公司研发投入情况



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表68: 公司研发人员数量情况

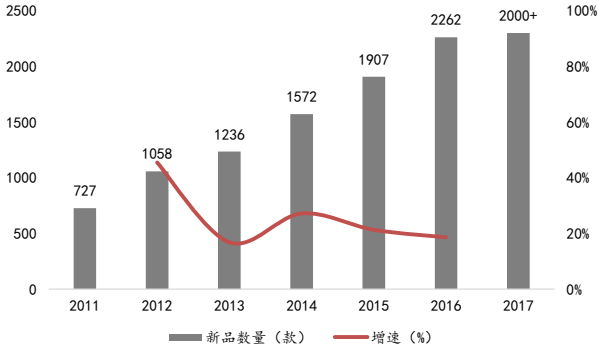


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

4.2.2 产品设计达国际水平, 快速响应迭代能力强

打造国际化设计团队, 产品品类丰富快速更新。公司的产品设计中心被认定为“国家级工业设计中心”, 拥有来自大陆、韩国、中国台湾等国家和地区的设计师, 并积极与外部的优秀独立设计师、高校合作, 团队设计创新水平行业领先, 保持每年推出上千款新品的节奏快速迭代。截至 2017 年底, 公司拥有“4 大类、50 多个品项、逾 5000 款品种”的产品体系, 产品线的广度和深度均居于国内前列。

图表69: 公司每年持续推出大量新品



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表70: 新品研发采用“全程设计系统”



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

快速响应市场趋势, 提升产品创意发展精品文创。公司凭借多年的设计经验和资源积累, 形成了“全程设计系统”, 以趋势化、主题化、体验化的开发战略实现快速的市场反应能力, 对潮流趋势的变化能够及时响应。此外, 公司还持续通过线上社群、线下沙龙等方式与消费者进行交流, 把握最新消费需求和流行趋势, 并积极发展跨界 IP 合作、季节限定品等精品文创产品, 如晨光 x 时尚芭莎、晨光 x 大英博物馆、“樱花季限定系列”等, 加强晨光品牌与消费者的互动和情感连接。公司产品在推陈出新、爆品打造等方面不断提升, 产品结构持续优化。

图表71: 晨光联名芭莎推出“盛世新颜”系列



资料来源: 天猫, 方正证券研究所

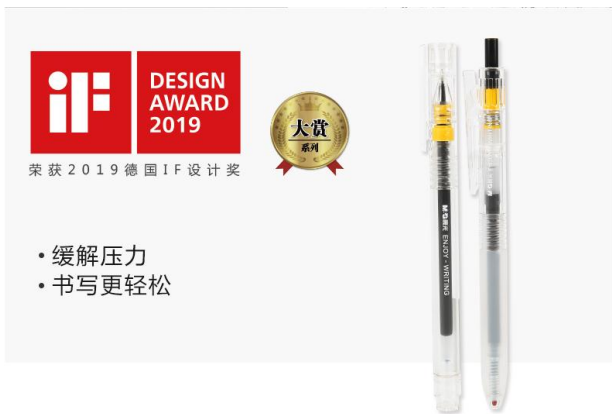
图表72: 晨光推出“樱花季限定”系列



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

研发设计靠拢国际领先水平, 高品质、高性价比产品不断扩充。公司产品多次获得金点设计奖、红星奖等国际重量级设计类奖项, 如“悦写缓冲”中性笔系列, 首次在中性笔中加入了前置缓冲弹簧结构, 能够减轻书写疲劳, 还具有保护笔头、握感舒适等特点, 产品获得了2019年德国 iF 设计奖及日本 G-Mark 奖。公司产品在工艺、材料方面不断突破, 有效提升产品性能, 推动高端产品的发展和品牌升级。

图表73: 悦写缓冲中性笔获 2019 德国 iF 设计奖



资料来源: 天猫, 方正证券研究所

图表74: 小毛刷中性笔获 2019 赛思创新奖



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

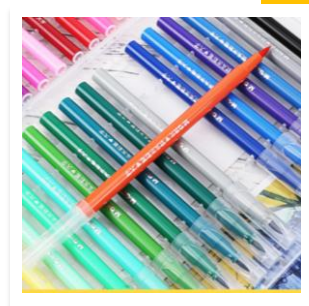
图表75: Focus 焦点中性笔获 2018 赛思金奖



Focus 焦点
获2018年赛思金奖

设计理念: 聚焦书写, 模拟鞋底缓冲气泡垫功能, 书写时护套形变挤压空气, 从而舒缓指尖压力, 预防手部疲劳及中指虫。

图表76: Kids 水彩笔获 2019 赛思金奖、绿色奖



Kids系列食品级软头水彩笔
获2019年赛思金奖、绿色奖

设计理念: 转为儿童绘画开发, 研发食品级原料墨水、亲肤配方呵护肌肤, 并采用巴氏杀菌工艺进行杀菌, 儿童使用更安全放心。

资料来源: 天猫, 方正证券研究所

资料来源: 京东, 方正证券研究所

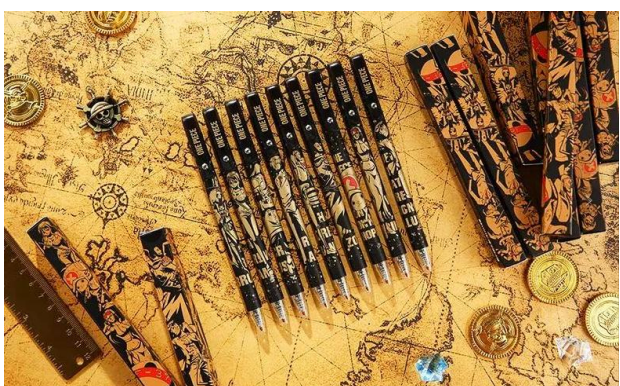
4.2.3 四条赛道升级产品结构, 传统业务盈利能力提升

发展四条赛道, 推动产品向中高端升级。公司在 2017 年提出四条赛道战略, 从大众产品、办公产品、精品文创、儿童美术四方面全面升级传统业务的产品。其中, 精品文创和儿童美术为重点发力品类:

精品文创产品定位中高端, 与大众产品市场定位形成互补, 在传统渠道的加盟店中开辟专区进行推广。公司与热门 IP 跨界合作, 如航海王系列、大英博物馆系列等, 增加产品创意, 满足中高端消费者差异化需求。销售形式上, 除单品销售外, 还以盲盒、套装、纪念礼盒等形式, 文创产品的单品售价一般在 30 元以下, 套装礼盒则根据产品数量, 价格从几十至百元不等, 有效提升销售客单价。

儿童美术产品已形成高中低端市场全覆盖, 其中 MGKids 系列定位中高端市场、主打儿童马克笔、水彩笔产品; MGArts 系列定位中端及大众市场, 主打彩色铅笔、水彩等产品; 外延并购儿美品牌马可定位高端, 主打高端彩色铅笔。儿美产品的单价均相对普通文具更高, 公司通过儿美产品专区、举办美术推广活动等方式, 持续提升品牌形象。

图表77: 航海王黑金系列盲盒中性笔



资料来源: 晨光文具公众号, 方正证券研究所

图表78: 晨光精品文创专区



资料来源: 晨光人公众号, 方正证券研究所

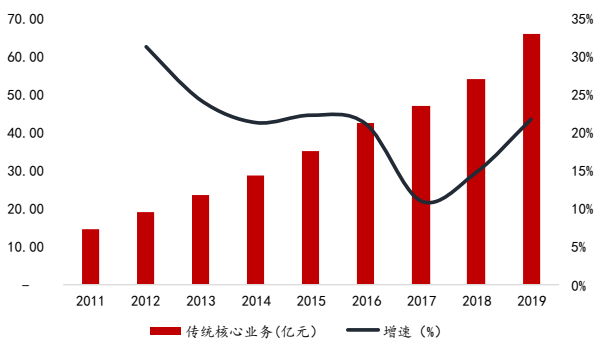
图表79: 儿童美术系列产品及推广



资料来源: 公司官网, 天猫, 晨光人公众号, 方正证券研究所

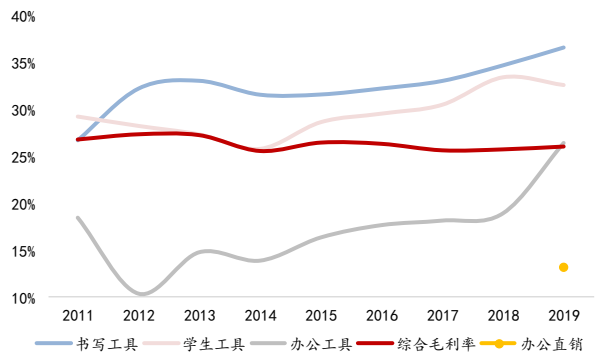
产品升级提高盈利能力, 高端品类占比有望进一步提升。公司通过发展精品文创和儿童美术产品, 增加高品质产品的销售占比, 产品结构升级, 由以“大众文具”为主向“高价值的中高端文创产品”发展。传统业务收入规模及毛利率在产品价格提升、产品结构优化的驱动下, 保持快速增长。我们测算目前文创产品销售约占传统业务(不含线上)收入的10%, 未来随着营销推广投入增加、渠道渗透率提升, 文创产品占比将快速提升。

图表80: 传统核心业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表81: 产品毛利率持续提升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

4.3 品牌: 文具第一品牌“晨光”认知度高, 建立品牌矩阵多元化发展

公司深耕文具市场二十年, 凭借先发优势, 在国内文具市场确立自主品牌龙头地位。公司连续八年荣获“中国轻工业制笔行业十强企业”第一名, 连续十二年成为博鳌亚洲论坛指定文具品牌。2018年, 公司作为上合组织青岛峰会的合作文具品牌, 为首届中国国际进口博览会提供会务文具; 2019年, 作为国内文具行业唯一代表出席2019夏季达沃斯论坛。

图表82： 2018年中国轻工业制笔行业十强企业

排名	企业
1	上海晨光文具股份有限公司
2	贝发集团股份有限公司
3	温州市爱好笔业有限公司
4	温州天骄笔业有限责任公司
5	安硕文教用品(上海)股份有限公司
6	真彩文具股份有限公司
7	广东金万年文具有限公司
8	中国第一铅笔有限公司
9	上海英雄(集团)有限公司
10	青岛昌隆文具有限公司

资料来源：中国制笔业协会，方正证券研究所

图表83： 晨光连续十二年助力博鳌亚洲论坛



资料来源：公司官网，方正证券研究所

品牌“晨光”国内认知度高，拓展全球市场传播中国文化。主品牌“晨光”以“真诚、品质、创意、乐趣”作为核心价值，产品在学生、办公人士等消费者的日常学习、工作和生活中应用普遍、衔接密切。公司通过稳定的产品品质、时尚创新的产品设计成功在广大消费群体中树立起高度的品牌认知，并与终端渠道形成良性互动，牢牢确立了晨光作为国内文具第一品牌的市场地位。晨光在国内书写工具等细分市场市占率遥遥领先，并致力于拓展全球市场，成为世界级文具品牌。

图表84: 主品牌“晨光”, 立足国内展望全球



M&G晨光文具品牌标志:

晨光 是早晨的阳光, 旭日初升, 它代表着希望、活力和勇气; 红色“M”是中国红, 代表晨光源于中国, 不断从中国优秀文化中吸收养分; 黑色“G”是国际黑, 代表晨光将立足世界舞台, 向世界传播中国文化。

使命: 让学习和工作 更快乐, 更高效

愿景: 成为世界级文具品牌

价值观: 真诚、协作、专注、共赢

资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

品牌结构升级, 多品牌矩阵促发展。除主品牌外, 针对不同的销售模式、消费群体, 产品类别, 公司陆续推出九木杂物社、科力普、晨光优品、本味、MGKids、MGArts 等六大品牌, 已形成了品牌矩阵, 有效丰富产品及业务结构、覆盖不同消费群体, 促进多业务发展。

图表85: 公司已形成多品牌矩阵



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

5 新业务快速拓展, 长期发展空间广阔

5.1 零售大店: 产品+渠道+品牌全面升级, 投入精品文创布局长期发展

推进零售大店发展新零售, 全方位探索升级传统文具业务。晨光自2012年起发展线下零售大店业务, 打造全品类一站式文具零售旗舰店“晨光生活馆”, 以联营新华书店联营和购物中心为主要渠道, 开启新零售模式的探索, 并于2016年在生活馆的基础上进一步升级发展出文创生活连锁杂货店业态, “九木杂物社”。九木的选址围绕购物中心, 品牌定位于高品质、高复购率、高客单价、高性价比比商品模式。零售大店业务是公司在消费升级趋势下探索新零售的桥头堡, 是对传统文具业务渠道、产品、品牌的全面升级探索。

研究源于数据 36 研究创造价值

图表86：零售大店业务：晨光生活馆&九木杂物社

	晨光生活馆	九木杂物社
成立时间	2013	2016
目标群体	8-15岁学生群体、年轻女性	高校生、15-35岁年轻女性及其家庭、白领
品牌主旨	打造“全品类一站式”文化时尚购物场所	“搜罗全球好物，只为实用美学”
业态定位	精品文具店，是对现有传统渠道进行升级的探索	文创生活连锁杂货店，基于文创生活的新零售模式的探索
门店面积	100-300 m ²	约 150 m ²
选址	新华书店及复合型精品书店	各城市核心商圈的购物中心
产品品类	以文具品类为主，辅以部分生活和玩娱品类	文具、文创、益智文娱、实用家居等品类 主打高颜值、高品质、创意产品
供应渠道	自有供应链	晨光产品&精选全球设计资源和全球集采资源

资料来源：公司公告，方正证券研究所

晨光生活馆：侧重存量门店效率提升，有望成为校边店的升级模板。

晨光生活馆自 2013 年成立以来，一直定位于直营旗舰店，是对传统渠道的门店升级探索。生活馆最初采取与新华门店联营的方式，向书店输出品类、商品陈列、管理等，渠道与书店重合，对接学生等目标客群，初期快速实现展店、积累“晨光生活馆”品牌知名度。2015 年，生活馆拓展购物中心渠道，进入生活馆 2.0 时代，门店更加注重场景化塑造以及选品的时尚性，探索门店规模、提升坪效，零售大店销售规模快速提升。2017 年以后，大店业务发展重心转向九木杂物社，生活馆转向存量店铺的运营效率提升、优化产品组合和陈列、提升经营质量。

图表87：新华门店时期的晨光生活馆



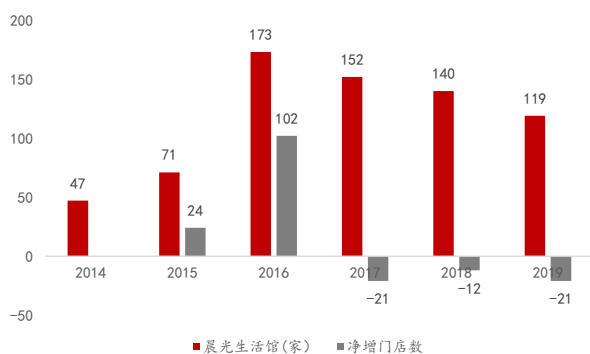
资料来源：开店帮，方正证券研究所

图表88：晨光生活馆 2.0 时期



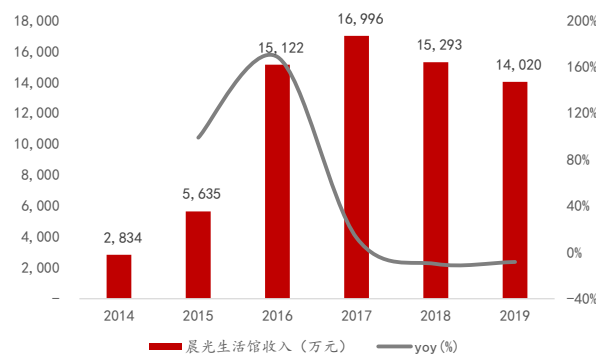
资料来源：开店帮，方正证券研究所

图表89: 晨光生活馆门店数量有所下降



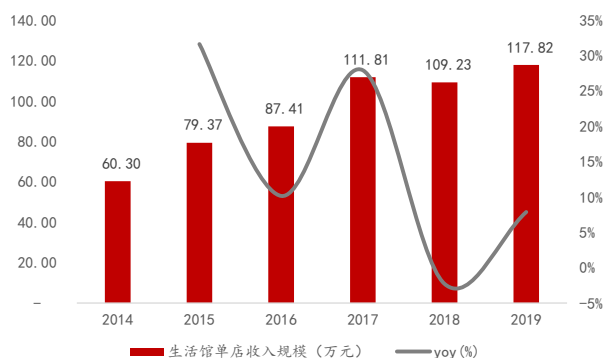
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表90: 2017年以后晨光生活馆收入规模收缩



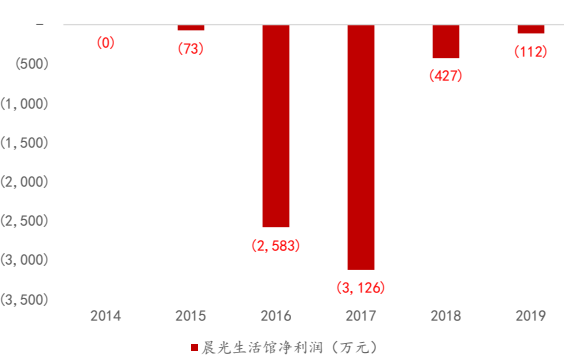
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表91: 晨光生活馆单店销售提升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表92: 生活馆存量整合, 即将达到盈亏平衡



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

九木杂物社: 新业态注重打造场景提升体验, 加盟推动渠道拓展加速。九木杂物社自 2016 年推出, 基于生活馆的探索经验, 专注于发展购物中心渠道, 打造“倡导实用美学”的品牌理念, 相较生活馆的“文具超市”定位, 更加强调业态的新零售概念, 注重提升门店的场景故事性和消费体验, 定位于“精品杂货集合店”。在店铺的设计、陈列、选品等方面注重产品品质和时尚性, 晨光产品的占比下降至 30% 左右, 提升进口生活用品、家居等高附加值产品品类占比, 产品品类丰富, 以匹配目标客群 15-35 岁女性的消费升级需求。自 2017 年以来, 九木门店快速扩张, 并自 2018 年起开放加盟, 加快渠道拓展, 截至 2019 年末已开设 261 家门店, 覆盖全国 55 个城市。

图表93: 九木杂物社门店



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表94: 定位生活杂货店, 九木产品结构多元化



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表95: 九木构建“故事性”消费场景



资料来源: 开店邦, 方正证券研究所

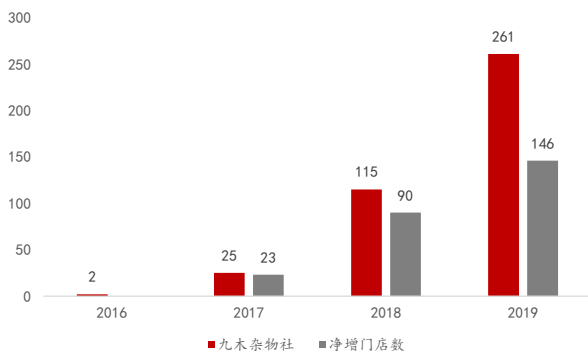
图表96: 合作IP 叠加盲盒, 九木产品创意升级



资料来源: 九木杂物社公众号, 方正证券研究所

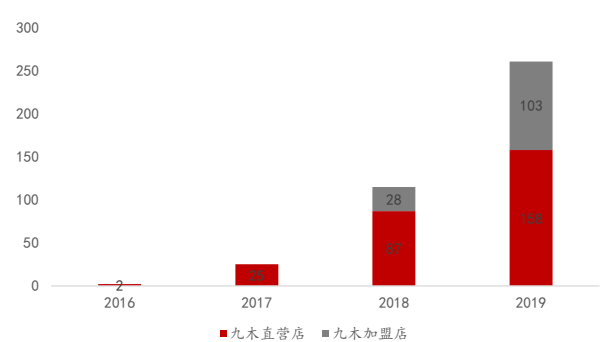
近年零售大店业务的收入规模、单店销售均快速提升, 亏损已显著收窄, 盈利拐点即将到来, 文创业务发展前景可期。其中, 九木杂物社作为晨光生活馆的升级版, 选址聚焦客流集中的新兴购物中心渠道, 定位更高客单价的目标群体、高附加值产品占比提高, 我们测算2019年九木的坪效已达到1.78万元。随着开放加盟、渠道拓展加速, 未来规模提升后更具盈利能力提升潜力。

图表97: 九木杂物社渠道布局加快



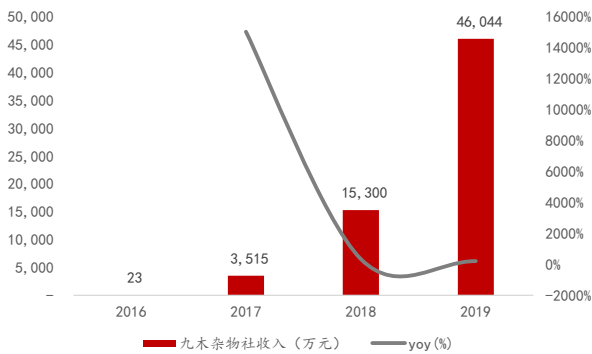
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表98: 九木杂物社自2018年起发展加盟业务



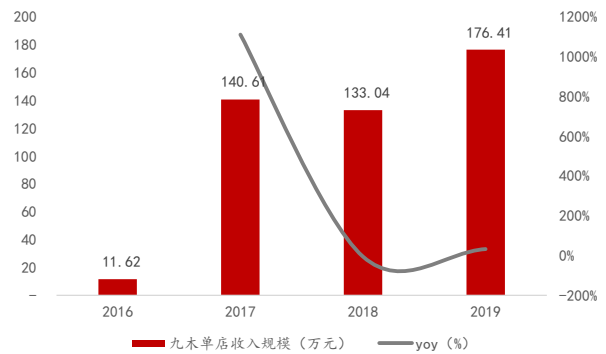
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表99: 九木杂物社收入规模快速增长

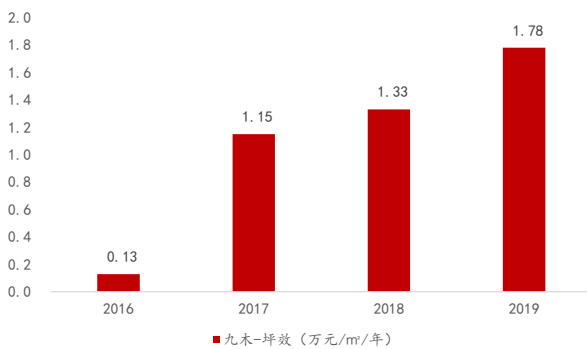


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表100: 2019年九木单店销售增长

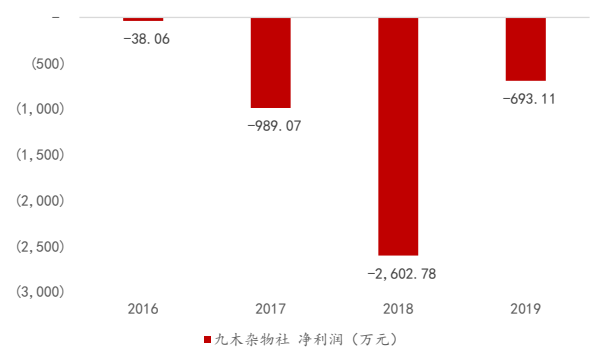


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表101: 2019年九木坪效约1.8万元/m²/年

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表102: 九木亏损显著收窄, 未来更具盈利性

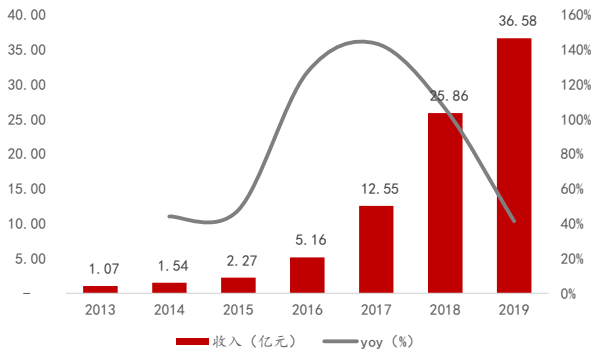


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

5.2 一站式办公集采平台: 科力普品牌影响力持续提升, 大客户订单快速放量

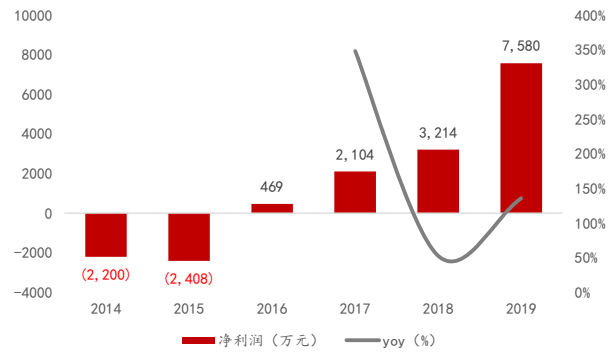
打造 B2B 一站式办公直销平台, 业务高速发展。科力普成立于 2012 年, 是晨光打造的 B2B 一站式办公直销业务平台, 致力于提供智慧办公解决方案。科力普的产品线丰富, 涵盖办公物资、MRO 工业品、营销礼品、员工福利以及办公用品 (办公用纸、办公文具、办公耗材、办公设备、电脑及配件、办公电器、生活用品、劳防工业用品、商务礼品、办公家具等) 等, 主要的客户包括政府、军队、央企、世界 500 强企业等各类企事业单位, 根据客户性质和需求不同, 科力普打造了多个线上订购解决方案, 办公商城、MRO 工业品商城、专门针对中小企业服务的省心购平台和营销礼品&福利兑换平台, 为客户提供优质、便捷的采购服务体验。2019 年, 科力普实现收入 36.58 亿元, 同比增长 41.45%, 2014-2019 年 CAGR 达 88.46%, 净利润 7580.35 万元, 同比增长 135.89%。科力普业务高速增长。

图表103: 科力普销售收入快速增长



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表104: 科力普净利润快速提升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

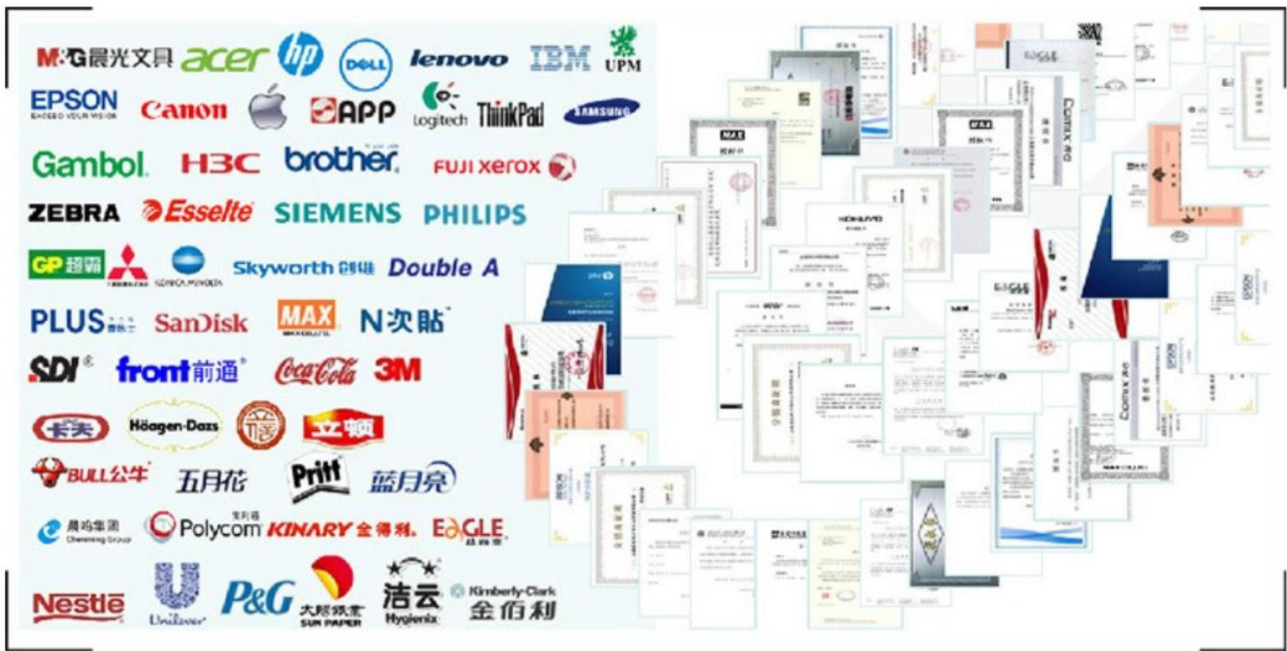
图表105: 科力普提供 B2B 一站式办公综合解决方案



资料来源: 晨光科力普官网, 方正证券研究所

产品 SKU 数量丰富, 结构优化、规模提升有望提高盈利能力。科力普平台产品包括代理和自有产品, 拥有 15 大核心新品类, 600 多个小品类、7 万多种商品, 平台上 SKU 数量逾百万。科力普自有产品占比较低, 约为 10%, 2019 年净利率仅为 2.07%, 未来随着产品结构优化、业务增长规模效应提升, 盈利能力有望进一步提升。

图表106: 科力普合作众多品牌, 产品品类丰富



资料来源: 晨光科力普官网, 方正证券研究所

大客户拓展顺利, 市占率有望快速提升。客户方面, 科力普业务当前仍处于加速扩张期, 以政府、央企等大客户为主要拓展目标。2019年, 科力普进一步成功入围多个政府、央企、世界500强企业等大客户项目, 订单规模快速增长, 品牌影响力迅速提升。目前办公集采行业格局仍高度分散, 在国家阳光集采政策的推动下, 科力普作为提供一站式垂直服务的办公用品专业平台, 在政府、央企等客户的招投标中更具竞争优势, 未来有望持续落地大客户项目, 快速提升市占率。同时, 公司于2019Q4推出针对中小企业办公采购需求的线上“省心购”平台, 以好货低价、低运营成本的模式拓展小微企业市场。

图表107: 科力普大客户拓展顺利, 订单快速放量

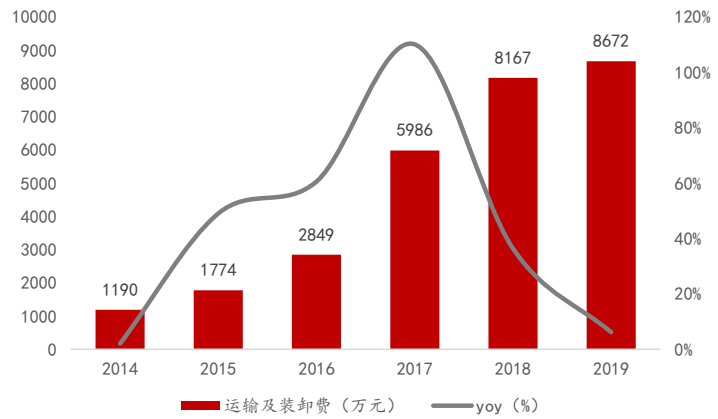
类型	主要客户				
	2015	2016	2017	2018	2019
政府	上海市政府采购、广东省政府采购、北京市市行政事业单位采购等政府采购项目	入围河南省政府采购、海南省政府采购、湖北省政府采购、浙江省政府采购、安庆市政府采购、武汉市政府采购、长沙市政府采购、连云港市政府采购等政府采购项目	入围上海市政府、天津市政府采购项目, 中标成都市政府、深圳市政府、福建省政府采购项目	入围: 中央政府采购电商项目、国税总局办公用品电商项目、深圳市政府电商平台招标项目等	入围山西、辽宁、吉林、重庆政府项目
央企	签约宝钢集团、中国石化、东方航空	签约中国电子科技集团、国家电力投资集团、南方航空	入围 2017-2019 年度国家电网全国办公用品集采项目; 中标中国石化、上航公司采购项目, 成功中标南方电网、联通集团、中化股份、中国电建、中国移动、英大商务等采购项目	再次入围 2019-2020 年南方电网办公电商项目、入围中国邮政储蓄四川分公司、江西分公司、上海分公司、河南分公司营销品项目等	入围中国移动、中国联通、中国邮政等采购项目
金融机构	招商银行、浦发银行	德尔福工商银行、国投瑞银、交银康联、渣打银行、中国人寿、中欧基金	中标招商银行、中信银行全国采购项目	中国邮储银行全国电商集采项目、中国建设银行全国办公邮政集采项目、中邮保险办公采购项目和广州农商银行办公采购项目等	入围浦发银行、广发银行等采购项目
世界 500 强 & 其他	华为、万科集团、绿地集团	强生(中国)、德尔福、新希望集团、天地华宇	中标海南航空、耐克公司、金科地产、万科物业、特斯拉全国采购项目		中标小米、西门子、戴尔, 华润置地、广州地铁等项目

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

科力普物流仓储达到行业领先水平, 提升服务效率促进长期合作。集采业务主要面向 B 端客户, 对于订单响应速度、物流配送效率和时效等具有较高要求。为了能够更及时、高效的服务客户, 科力普在全国范围内投入运营了 5 个中心仓, 覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域, 在上海、北京、广州、深圳、天津等九个城市自建了配送队伍, 在武汉、广州、成都等城市设立分公司或办事处, 加强订单全流程监控管理, 提升配送效率, 强化“端到端”订单交付能力, 为集采业务的快速发展提供有力支撑。在售后服务方面, 科力普采取了配送错误和商品破损改善措施, 提升包装, 对破损进行专项改善, 注重客户体验, 促进长期合作关系。

2014-2018 年伴随科力普业务发展, 运输费用快速增长, 5 年 CAGR 达 62%, 随着仓储建设逐步完善, 覆盖全国市场, 物流服务效率提升、运输费用增速回落, 2019 年同比增速仅为 6.18%。

图表108： 5大仓储辐射全国，物流效率提升运输费用增速回落



资料来源：公司公告，方正证券研究所

6 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 130.4、164.1、202.01 亿元，同比增长 17.02%、25.87%、23.10%，归母净利润分别为 11.81、14.79、18.45 亿元，同比增长 11.42%、25.21%、24.76%，对应 EPS 分别为 1.28/1.61/2.01 元，对应 PE 分别为 42/34/27 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

图表109： 公司收入分业务拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
办公直销				
收入	3,658.06	4,898.87	6,844.22	9,241.06
YOY (%)	41.45%	33.92%	39.71%	35.02%
收入占比 (%)	32.83%	37.58%	41.71%	45.75%
毛利率 (%)	13.09%	14.10%	15.06%	16.20%
办公文具				
收入	2,346.94	2,588.91	3,036.53	3,466.20
YOY (%)	-	10.31%	17.29%	14.15%
收入占比 (%)	21.07%	19.86%	18.50%	17.16%
毛利率 (%)	26.46%	27.55%	28.95%	29.35%
书写工具				
收入	2,186.59	2,377.48	2,810.18	3,241.54
YOY (%)	12.36%	8.73%	18.20%	15.35%
收入占比 (%)	19.63%	18.24%	17.12%	16.05%
毛利率 (%)	36.75%	37.57%	38.63%	38.80%
学生文具				
收入	2,645.28	2,860.87	3,394.71	3,915.46
YOY (%)	42.35%	8.15%	18.66%	15.34%
收入占比 (%)	23.74%	21.94%	20.69%	19.38%
毛利率 (%)	32.66%	33.95%	34.47%	35.77%
加盟管理费				
收入	4.56	4.87	5.81	6.83
YOY (%)	68.27%	6.77%	19.30%	17.62%
收入占比 (%)	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%
其他				
收入	299.67	306.31	318.62	329.70
YOY (%)	-	2.62%	4.02%	3.48%
收入占比 (%)	2.69%	2.35%	1.94%	1.63%
营业总收入	11,141.10	13,037.32	16,410.07	20,200.79
YOY (%)	30.53%	17.02%	25.87%	23.10%
毛利率 (%)	26.13%	26.21%	26.33%	26.42%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表110: 可比公司估值表

证券代码	公司简称	EPS			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002301.SZ	齐心集团	0.45	0.60	0.78	36	27	21
002605.SZ	姚记科技	2.40	2.03	2.57	13	16	12
002678.SZ	珠江钢琴	0.13	0.15	0.16	55	48	44
300703.SZ	创源文化	0.77	0.99	1.26	15	12	9
平均值					30	26	22
603899.SH	晨光文具	1.28	1.61	2.01	42	34	27

资料来源: wind, 方正证券研究所 (注: 截至 2020/6/2 收盘价)

7 风险提示

经济承压市场需求放缓;
 行业竞争加剧, 产品价格下降;
 传统业务增速放缓;
 新业务拓展不及预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5263.53	6291.15	8450.33	11060.40	营业总收入	11141.10	13037.32	16410.07	20200.79
现金	1935.60	2802.97	4169.66	5948.61	营业成本	8229.84	9620.23	12122.12	14944.55
应收账款	1026.09	797.72	1070.67	1362.26	营业税金及附加	42.00	51.10	64.46	79.35
其它应收款	117.65	176.92	224.90	270.04	营业费用	980.17	1154.02	1465.42	1759.49
预付账款	85.37	82.94	104.83	131.52	管理费用	469.26	667.01	812.55	980.25
存货	1378.11	1500.28	1892.51	2297.09	财务费用	-8.40	4.58	0.00	0.00
其他	720.71	930.32	987.74	1050.89	资产减值损失	-17.84	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2301.58	2452.42	2630.88	2817.49	公允价值变动收益	4.61	0.00	0.00	0.00
长期投资	46.12	75.87	106.19	136.23	投资净收益	23.99	29.76	30.31	30.04
固定资产	1424.17	1536.10	1632.28	1735.99	营业利润	1283.18	1376.08	1737.67	2181.60
无形资产	479.52	488.67	540.64	593.49	营业外收入	29.36	0.00	0.00	0.00
其他	351.78	351.78	351.78	351.78	营业外支出	18.86	0.00	0.00	0.00
资产总计	7565.12	8743.56	11081.21	13877.89	利润总额	1293.68	1405.35	1765.90	2208.53
流动负债	2995.17	2996.23	3854.50	4802.14	所得税	217.60	227.97	286.53	359.48
短期借款	183.19	0.00	0.00	0.00	净利润	1076.08	1177.39	1479.37	1849.05
应付账款	1861.07	1530.39	2003.78	2504.73	少数股东损益	15.99	-3.79	0.41	3.89
其他	950.90	1465.84	1850.73	2297.41	归属母公司净利润	1060.08	1181.18	1478.96	1845.15
非流动负债	109.02	109.02	109.02	109.02	EBITDA	1347.85	1493.04	1854.92	2309.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.14	1.28	1.61	2.01
其他	109.02	109.02	109.02	109.02					
负债合计	3104.19	3105.25	3963.52	4911.16	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	259.42	255.64	256.04	259.94	成长能力				
股本	920.00	920.00	920.00	920.00	营业收入	0.31	0.17	0.26	0.23
资本公积	272.35	272.35	272.35	272.35	营业利润	0.37	0.07	0.26	0.26
留存收益	3008.63	4189.81	5668.76	7513.92	归属母公司净利润	0.31	0.11	0.25	0.25
归属母公司股东权益	4201.50	5382.68	6861.64	8706.79	获利能力				
负债和股东权益	7565.12	8743.56	11081.21	13877.89	毛利率	0.26	0.26	0.26	0.26
					净利率	0.10	0.09	0.09	0.09
					ROE	0.25	0.22	0.22	0.21
					ROIC	0.51	0.52	0.64	0.79
					偿债能力				
					资产负债率	0.41	0.36	0.36	0.35
					净负债比率	0.04	0.00	0.00	0.00
					流动比率	1.76	2.10	2.19	2.30
					速动比率	1.30	1.60	1.70	1.82
					营运能力				
					总资产周转率	1.68	1.60	1.66	1.62
					应收账款周转率	12.14	14.30	17.57	16.61
					应付账款周转率	7.01	7.69	9.29	8.96
					每股指标(元)				
					每股收益	1.14	1.28	1.61	2.01
					每股经营现金	1.17	1.41	1.78	2.25
					每股净资产	4.53	5.80	7.40	9.39
					估值比率				
					P/E	47.18	42.01	33.55	26.89
					P/B	11.90	9.29	7.29	5.74
					EV/EBITDA	35.51	-1.88	-2.25	-2.58

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com