

文娱用品行业深度研究报告

复盘办公用品巨头史泰博发展，观晨光科力普强劲扩张

推荐（维持）

- **史泰博发展之路可分为“快速扩张期”（1986年-2000年）、“效益型增长期”（2001年至2007年）和“衰退期”（2008年至2017年）三个阶段。**三个阶段下发展各具特点：第一阶段公司整合办公用品所有种类，多渠道低价销售，并自建物流支撑业务发展；第二阶段公司产品端改善助毛利率增长，开店速度放缓；第三阶段由于收购导致经营压力增大，电商冲击导致公司零售业务规模萎缩，公司试图发展日用百货，但最终转型失败。
- **史泰博核心优势为：办公用品一站式服务，B端销售渠道多元化，物流配送能力强，自有品牌发展迅速。**1)除了传统的办公文具，史泰博提供办公家具、电脑及商用机器等多种品类，并提供相应的技术服务及商业解决方案。相比之下，晨光科力普的产品包括多个核心品类，办公解决方案覆盖多个办公场景；2)B端配送业务销售渠道覆盖合同订购、目录直邮和电商。相比之下，晨光科力普办公直销的销售渠道包括合同订购、定制营销和电商；3)自建物流仓储，增强对零售及配送业务的支持，同时降低物流成本，减少线下门店库存。相比之下，晨光科力普在全国已投入运营5个中心仓并在各地自建配送队伍；4)公司自有品牌快速发展，毛利率较代理销售的国内品牌更高，同时质量有所保证。相比之下，晨光科力普的营收增长主要由代理销售的非晨光品牌产品推动，未来在发展自有品牌方面仍有较大空间。
- **中美办公文具市场发展对比：**国内大办公用品市场规模不断扩大，2018年达到1.9万亿元，同时市场集中度较低，集中采购趋势将为B2B办公用品销售平台带来巨大机遇。相比之下，国外办公文具行业办公用品零售店额不断收缩，市场高度集中，办公文具B端直销市场前景广阔。
- **史泰博、晨光科力普业绩对比：晨光科力普营业收入增长势头较史泰博强劲，净利率较低，应收账款回款风险可控。**1)营业收入方面，晨光科力普自成立以来营业收入增长达40%，快于史泰博同样面向B端客户的配送业务。2)净利及净利率方面，2016年起晨光科力普扭亏为盈，2016年、2017年净利润分别同比增长119%、348%至0.05亿元、0.21亿元。2018年净利润同比增速有所下滑，但仍保持50%以上的较高增长率。相比之下，史泰博前期的净利润水平基本呈高速增长态势，其中多年的增速在40%以上。2009财年由于收购Corporate Express导致财务费用高涨，净利润下降，其后三年间稳步增长，2013至2017财年净利润波动较大；净利率方面，史泰博的净利率在2003财年至2012财年保持在3%以上的水平，晨光科力普低于2%，系业务扩张带来的费用增长所致。3)应收账款方面，史泰博的应收账款周转率稳定在10-13的水平，由于晨光科力普B端业务放量增长，晨光文具的应收账款周转率逐年下降，从2014年的55.83下降到2018年的13.36。由于晨光科力普B端客户主要为政府及央企，应收账款的回款风险可控。
- **风险提示：宏观经济下行导致消费不振，文具行业竞争格局发生重大变化。**

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

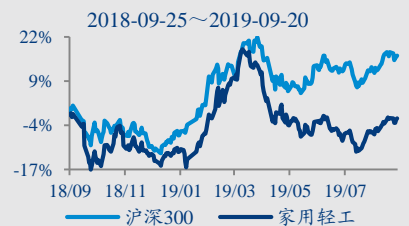
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	69	1.87
总市值(亿元)	4,238.13	0.67
流通市值(亿元)	2,579.64	0.56

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	4.05	-10.66	4.22
相对表现	0.3	-13.31	-11.18



相关研究报告

《办公文具行业深度研究报告：乘办公文具行业东风，晨光齐心大有可为》

2019-06-28

《文娱用品行业深度研究报告：复盘无印良品发展之路，以观九木杂货社强劲扩张》

2019-09-15

目录

一、史泰博（Staples）——全球领先的办公用品公司.....	5
（一）发展历程：初期快速成长，中期稳步扩张，后期逐渐衰落.....	5
1、1986年-2000年：多品类多渠道低价销售商品，自建物流支撑业务发展.....	5
2、2001年-2007年：产品端改善助毛利率增长，开店速度放缓.....	7
3、2008年-2017年：收购增大经营压力，电商冲击零售业务，下调核心办公用品占比.....	9
（二）史泰博核心优势：一站式办公服务，自有品牌发展快，B端销售渠道多元化，物流能力突出.....	11
1、办公用品一站式服务增强客户粘性.....	11
2、销售渠道多元化助力拓展B端市场.....	13
3、自建物流压缩成本，成就业务有力支撑点.....	14
4、打造自有品牌，实现价格质量双卖点.....	15
二、中美办公文具市场发展对比：国内市场集中度低，办公用品集中采购创造发展机遇.....	16
（一）国内大办公文具市场：市场规模大，竞争格局分散.....	16
1、市场规模：大办公1.9万亿，设备类占比过半.....	16
2、行业模式：直销经销两大渠道，集中采购成趋势.....	16
3、行业竞争格局：国内企业占据主导地位，市场高度分散.....	18
（二）美国办公文具行业：市场集中度高，B端市场广阔.....	18
1、美国办公文具行业市场规模逐渐收缩.....	18
2、渠道变迁：线下零售受冲击，B端办公用品市场广阔.....	19
3、市场高度集中.....	19
三、晨光科力普与史泰博业绩对比：晨光科力普业绩增长较快，应收账款回款风险可控.....	20
四、以史泰博为鉴，看好晨光科力普的发展潜力.....	23
五、风险提示.....	23

图表目录

图表 1	史泰博发展阶段.....	5
图表 2	2001 财年公司各产品销售额占比.....	6
图表 3	史泰博各渠道销售额（配送渠道包括目录直邮及合同约定）.....	6
图表 4	史泰博业务模式.....	6
图表 5	史泰博配送中心数量及同比增长.....	7
图表 6	各地区业务收入持续增长.....	7
图表 7	线下门店数量增长，覆盖范围扩大.....	7
图表 8	毛利及毛利率水平提升.....	8
图表 9	开店速度放缓.....	8
图表 10	史泰博营业收入超业内主要竞争对手.....	9
图表 11	史泰博净利润超业内主要竞争对手.....	9
图表 12	FY2009 公司总负债大幅增长.....	9
图表 13	FY2009 利息支出增长.....	9
图表 14	FY2009 北美零售额下降.....	10
图表 15	核心办公用品营收及占比下降.....	10
图表 16	2012 年以来北美及欧洲零售门店数量总体下降.....	10
图表 17	2012 年起史泰博营业总收入持续下滑.....	11
图表 18	2012 年起净利润总体不断下滑.....	11
图表 19	FY1999-FY2009 公司营业收入构成.....	12
图表 20	史泰博北美零售&北美配送业务营业收入.....	12
图表 21	晨光科力普办公采购一站式服务.....	12
图表 22	晨光科力普商品矩阵.....	12
图表 23	晨光科力普办公用品解决方案覆盖各大办公场景.....	13
图表 24	晨光科力普办公直销业务模式.....	14
图表 25	史泰博物流中心数量及分布.....	14
图表 26	史泰博北美地区配送中心类型.....	14
图表 27	史泰博自有品牌产品销售额占总销售额比重.....	15
图表 28	晨光科力普总营收增速&非晨光品牌办公文具营收增速.....	15
图表 29	我国大办公文具行业市场规模预测（万亿元）.....	16
图表 30	细分市场占比.....	16
图表 31	办公用品商业模式.....	17
图表 32	我国政府事业单位及大型央企集中采购办法.....	17

图表 33	晨光科力普客户——历年中标国企、政府等单位项目	18
图表 34	供给端四类供应商	18
图表 35	美国办公文具行业规模及同比增长	19
图表 36	2018 年美国办公用品零售市场各产品占比	19
图表 37	美国办公用品零售受冲击	19
图表 38	史泰博北美配送业务收入	20
图表 39	晨光科力普营业收入	20
图表 40	史泰博净利润水平（十亿美元）	21
图表 41	晨光科力普净利润水平（十亿元）	21
图表 42	史泰博&晨光科力普净利率	21
图表 43	史泰博&晨光科力普应收账款周转率	22

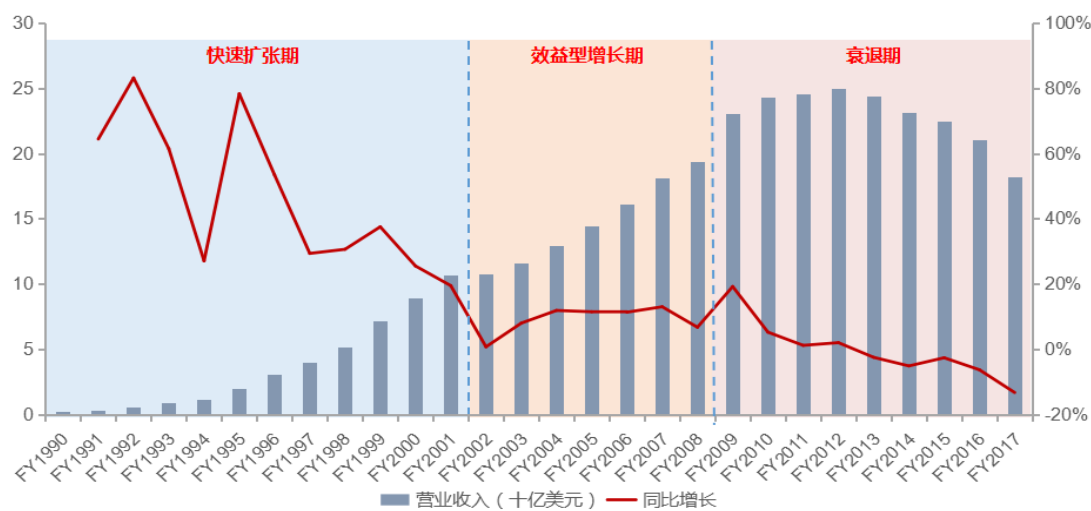
一、史泰博（Staples）——全球领先的办公用品公司

史泰博成立于1986年，是办公用品超市的先驱。公司主要在线上和线下出售办公用品和设备，并提供相应的技术解决方案和商业服务。2007年，史泰博跻身《财富》世界500强企业行列，2016年，史泰博在美国办公用品及文具零售市场的占有率达39.7%，位列美国传统办公用品销售商中第二。然而，伴随电商冲击、二次转型的失败以及并购欧迪办公计划的受阻，史泰博的经营状况逐渐下滑，最终于2017年7月被美国私募股权巨头Sycamore Partners以约69亿美元收购。

（一）发展历程：初期快速成长，中期稳步扩张，后期逐渐衰落

从成长为一代办公用品行业龙头到被收购，史泰博的发展经历了业绩的辉煌与低迷时刻。纵观史泰博的发展历程，可以分为快速扩张期（1986年-2000年）、效益型增长期（2001年-2007年）及衰退期（2008年-2017年）三个阶段。

图表 1 史泰博发展阶段



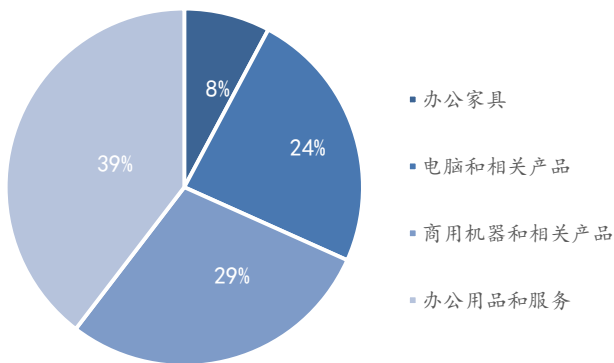
资料来源：公司公告，华创证券

1、1986年-2000年：多品类多渠道低价销售商品，自建物流支撑业务发展

低价打开市场。史泰博成立之初，美国的文具零售市场高度分散，一般由六大批发商卖给文具店或者经销商进行销售，大型企业可享有4至5折优惠，而中小企业的采购价格较高。史泰博绕开批发商、零售商、代理商等环节，直接从制造商进货，低价销售办公用品，快速抢占中小企业市场份额。

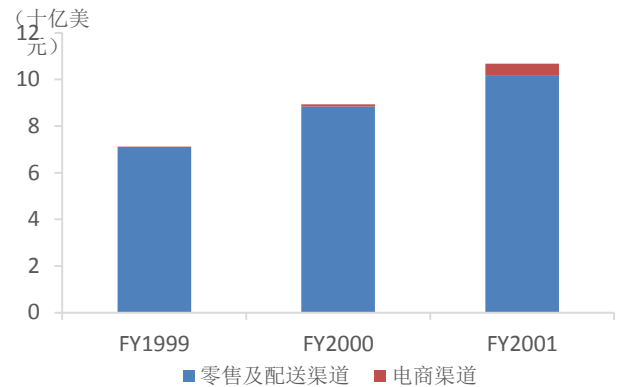
多品类多渠道销售，自建物流增强业务支持。史泰博整合所有与办公有关的产品类别，包括办公用品及设备、商用机器等，并提供相关的商业服务，实现一站式办公服务。1986年，史泰博创建世界上第一家办公用品超市。1990年起，公司加快在北美和欧洲的并购步伐，进一步扩宽渠道。史泰博最初通过收购区域性合同文具商开拓合同文具销售业务，并于1994年收购National Office Supply Company，负责对大型企业的合同文具销售。1998年，公司收购Quill Corporation，负责对中型企业的目录直邮业务。同年，史泰博组建了Staples.com，开拓电商业务。截至2000年，公司拥有零售、目录直邮、合约订购和电商四大销售渠道，实现消费者及家庭办公室、小型企业、中型企业及大型企业客户群体的全覆盖。史泰博通过自建物流中心，为线下零售及配送业务提供补货支持，2001财年史泰博在美国、加拿大及欧洲的配送中心共33个。

图表 2 2001 财年公司各产品销售额占比



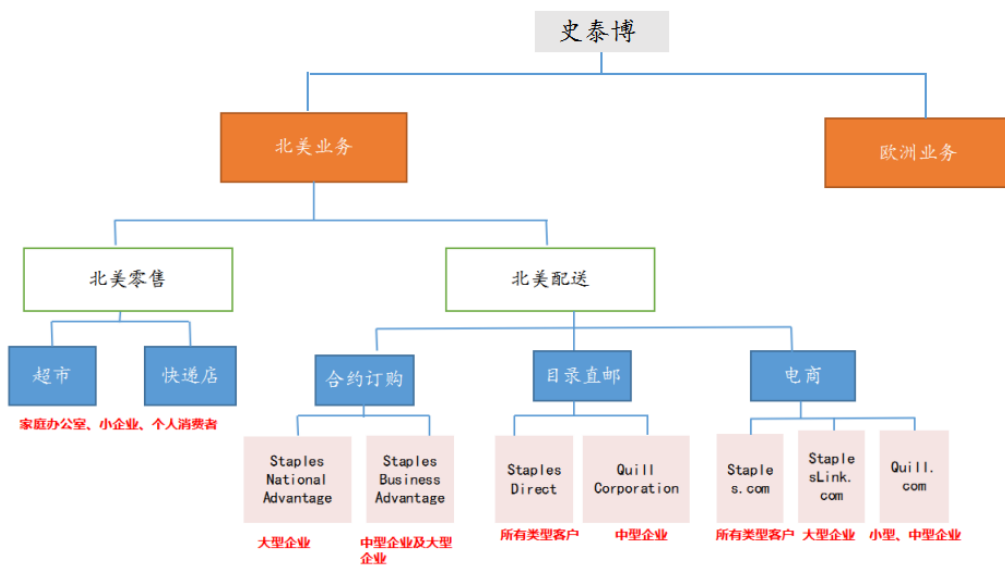
资料来源：公司公告，华创证券（注：公司财年截至每年 1 月末或 2 月初）

图表 3 史泰博各渠道销售额（配送渠道包括目录直邮及合同约定购）



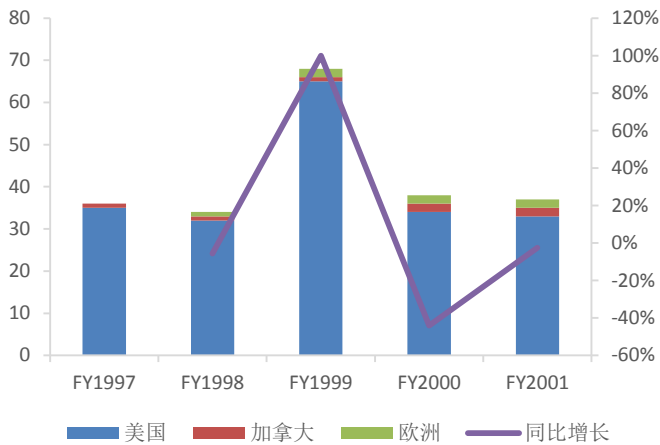
资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 史泰博业务模式



资料来源：公司公告，华创证券

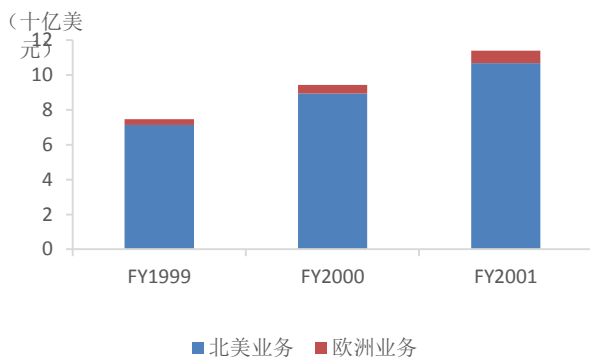
图表 5 史泰博配送中心数量及同比增长



资料来源：公司公告，华创证券（注：财年末为1月底或2月初）

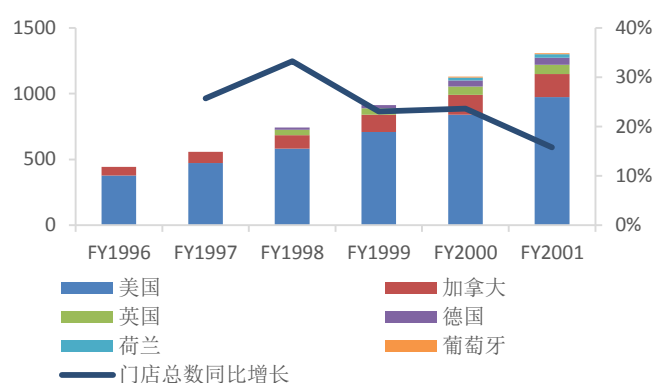
业务布局持续推进。史泰博加拿大及欧洲的业务分别于1991、1992年起步，公司北美地区及欧洲地区业务规模持续扩张。从线下门店的扩张来看，1996财年至2001财年公司的门店同比增速保持在15%-33%，处于快速扩张期，门店范围从最初的北美地区拓展到欧洲各国，2001财年，公司线下零售门店数量达1307家。

图表 6 各地区业务收入持续增长



资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 线下门店数量增长，覆盖范围扩大



资料来源：公司公告，华创证券

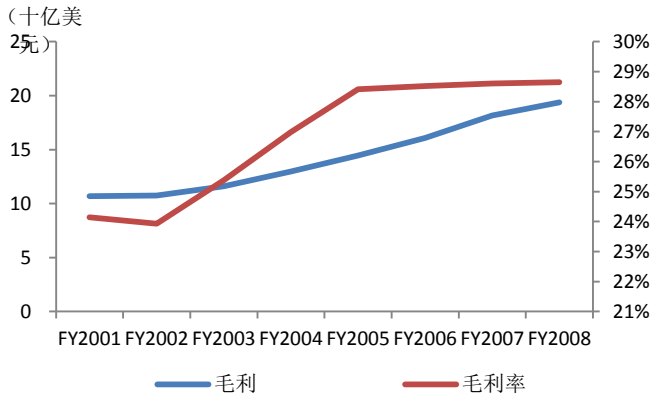
2、2001年-2007年：产品端改善助毛利率增长，开店速度放缓

2001年，史泰博提出“回归布莱顿”发展战略，从快速扩张转向提升经营效率和盈利能力。2003年，公司发布新的品牌承诺——“我们让购买办公用品更容易”（We make buying office products easy），与“回归布莱顿”战略相适应，并强调与竞争对手的差异化。围绕布莱顿发展战略和“Easy”这一品牌承诺，公司在此阶段积极优化产品结构及改造线下门店。

优化产品组合，发展高毛利业务&加强自有品牌建设，毛利率持续改善。公司于2001年起将核心客户定位为毛利更高的小型企业和高级用户（每年在办公产品上花费超过500美元，不包括电脑和家具的客户；主要是家庭企业、家庭办公室和教师），并据此定期评估每个SKU的销售和利润表现以调整产品组合，不断淘汰低端、仅满足零售需求的低端商业机器，引入高端产品。产品方面，史泰博不断发展毛利更高的复印及打印业务，加大对自有品牌产品的

重视并积极改善其质量。由于自有品牌产品在全球采购能有效降低成本，毛利率较史泰博代理销售的国内产品更高。截至 2007 财年末，公司自有品牌产品贡献约 22% 销售额。在此背景下，公司的毛利逐年增长，毛利率从 2001 财年的 24.14% 增长到 2008 财年的 28.65%。

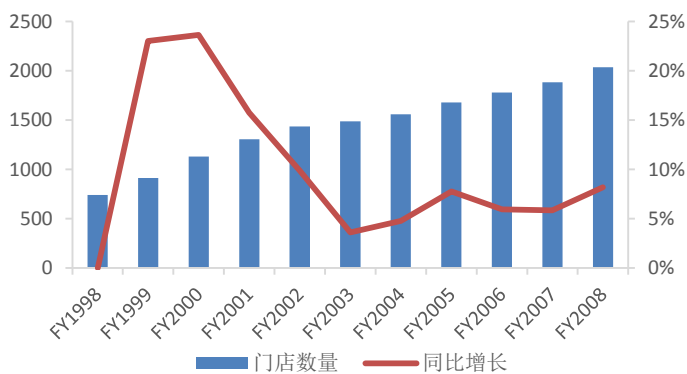
图表 8 毛利及毛利率水平提升



资料来源：公司公告，华创证券

关注店效发展，重构门店布局。 史泰博放慢开店速度，关闭一些经营效益不佳的门店。同时，公司根据不同地区特点设计零售门店布局。2001 年起，公司迅速推广新一代门店模式“Dover”，“Dover”门店面积较之前店铺面积小，有利于节约成本，且能向消费者更好地展示门店内部的商品陈列情况，方便消费者购买。截至 2007 年，“Dover”北美零售店超 750 家，占比在北美门店总量的 43% 以上。除了“Dover”模式，公司还分别为农村及密集的城区设计面积更小的商店。

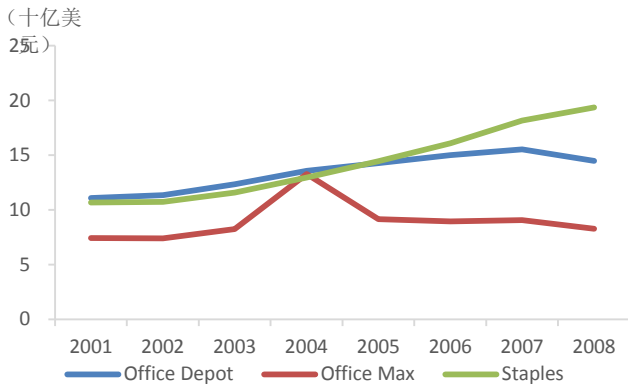
图表 9 开店速度放缓



资料来源：公司公告，华创证券

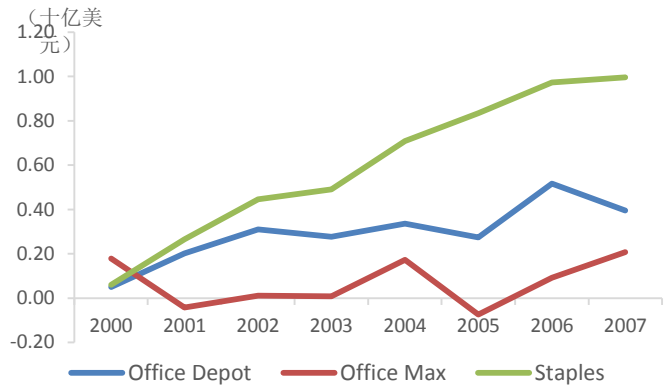
史泰博在此阶段的发展战略成效显著，公司营业收入及净利润不断增长，逐步拉大与办公用品行业内主要竞争对手——Office Depot（即欧迪办公）和 Office Max（2014 年被欧迪办公收购）的业绩差距。

图表 10 史泰博营业收入超业内主要竞争对手



资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 史泰博净利润超业内主要竞争对手

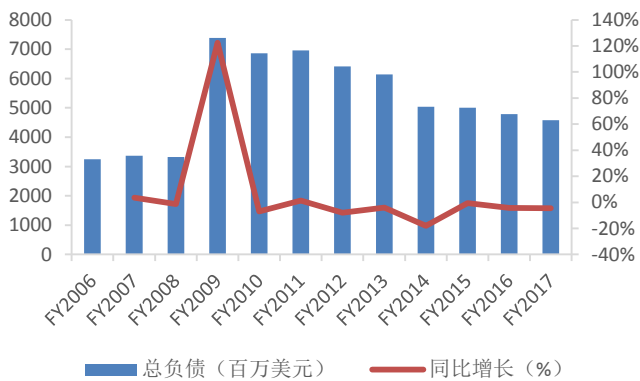


资料来源：公司公告，华创证券

3、2008 年-2017 年：收购增大经营压力，电商冲击零售业务，下调核心办公用品占比

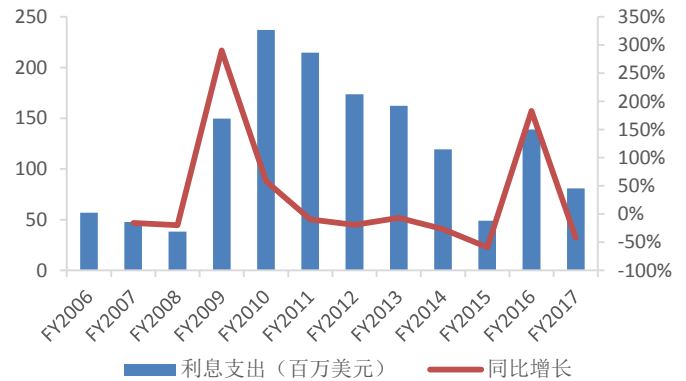
2007 年末，美国经济衰退，史泰博决定加快海外扩张。2008 年 7 月，公司溢价 85% 收购总部在荷兰且有着广泛欧洲业务的快递公司 Corporate Express，购买股本及代偿债务合计 28 亿欧元（约 44 亿美元）。此次收购导致史泰博债务总额大幅提升，从 2008 年 2 月初的 33.18 亿美元增长一倍以上至 2009 年 1 月末的 73.84 亿美元，其中包括短期债务约 14.73 亿元，公司的利息费用相应大幅攀升，导致净利承压下降。

图表 12 FY2009 公司总负债大幅增长



资料来源：公司公告，华创证券

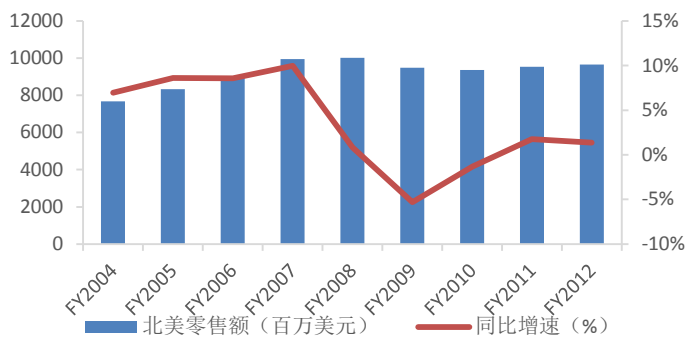
图表 13 FY2009 利息支出增长



资料来源：公司公告，华创证券

2008 年 9 月以来，受金融危机影响，美国办公用品市场需求萎缩，与此同时，综合电商亚马逊兴起，对传统办公用品零售商造成了冲击。一方面，文具容易标准化，在网上售卖及购买都较为方便。另一方面，由于更高的库存周转率、更低的实物资产投资和更快的现金转换周期，亚马逊售卖的办公文具的价格比传统办公零售商售卖的文具商品更低。此外，亚马逊推出了实时取货及免费送货服务，并使用机器人仓储服务，提高了物流效率。在电商冲击下，2009 财年公司的北美零售业务销售额同比下降 5.3% 至 94.90 亿美元，2010 财年销售额进一步下滑，2011 及 2012 财年虽有所回升，但增速仍比较缓慢。

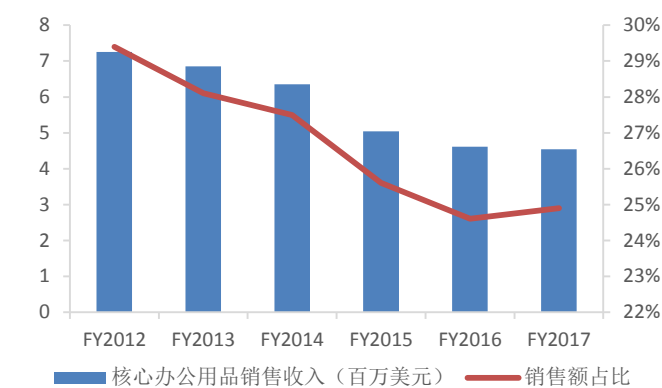
图表 14 FY2009 北美零售额下降



资料来源：公司公告，华创证券

在电商冲击的背景下，史泰博作出重大战略调整，决定将经营的产品范围从办公用品扩展到日用百货。2012年，史泰博提出“提供每一件企业成功需要的商品”的发展设想，2013年史泰博提出“让更多发生”这一新标语，将扩展办公用品以外的商品作为首要任务之一。史泰博相应地对业务进行调整，一方面丰富电商平台产品种类，另一方面整合线下零售与电商平台，于2012年将北美零售业务和美国及加拿大的电商平台 staples.com 整合成北美零售&线上业务分部，并不断缩减北美及欧洲的线下门店数量及门店规模。

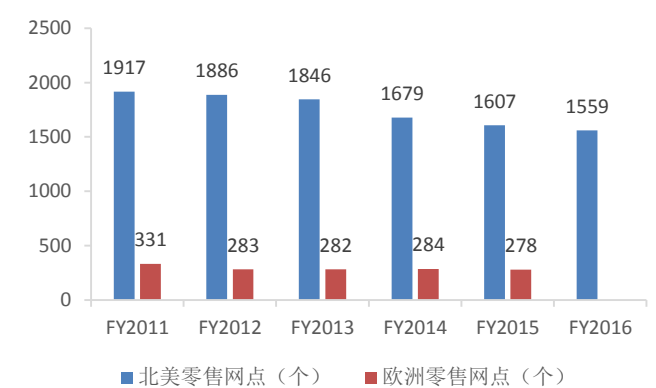
图表 15 核心办公用品营收及占比下降



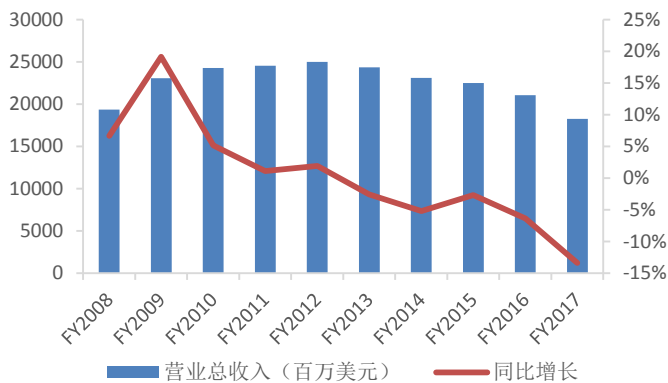
资料来源：公司公告，华创证券

然而，由于日用品相对标准化且具备规模效应，史泰博与美国传统零售商沃尔玛、综合型电商亚马逊等相比并不具备优势。更重要的是，此次转型导致史泰博办公用品的品类广度下降，为其他业内竞争对手创造了替代的机会。2012年起，公司的营业收入及净利润总体呈不断下滑趋势。

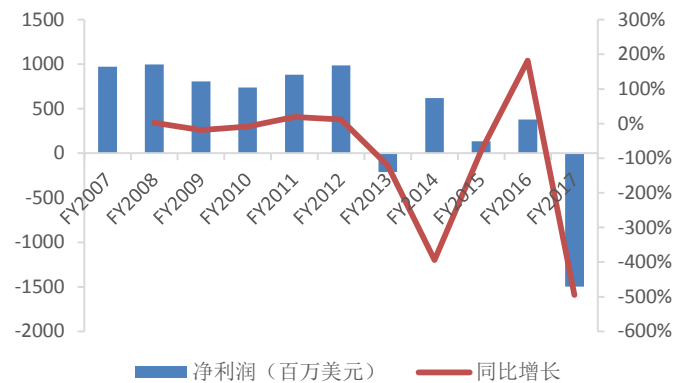
图表 16 2012 年以来北美及欧洲零售门店数量总体下降



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 2012 年起史泰博营业总收入持续下滑


资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 2012 年起净利润总体不断下滑


资料来源：公司公告，华创证券

2015 年 2 月，史泰博试图收购欧迪办公，但同年 12 月，美国联邦贸易委员会 (FTC) 对史泰博和欧迪办公的并购案提出异议，认为将“大幅减少全国范围内的竞争”，或违反反垄断法。2016 年，收购被联邦地区法官判决终止，史泰博还需向欧迪办公支付 2.5 亿美元的协议终止费。此次收购的失败加剧了公司的经营困境，史泰博于同年宣布将进行大规模成本削减并出售全部欧洲业务，经营业绩大幅下滑。2017 年，史泰博被美国私募股权巨头 Sycamore Partners 以约 69 亿美元收购。

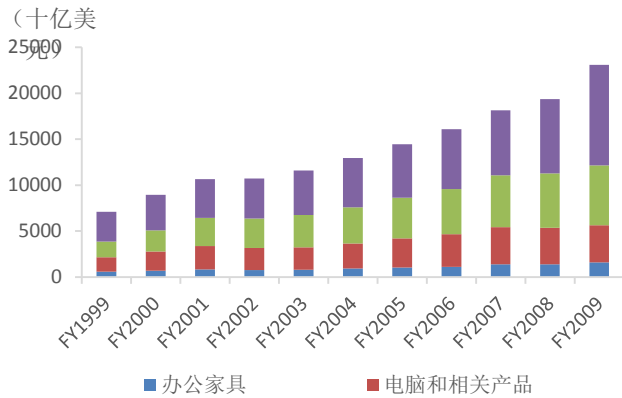
(二) 史泰博核心优势：一站式办公服务，自有品牌发展快，B 端销售渠道多元化，物流能力突出

1、办公用品一站式服务增强客户粘性

产品方面，除了传统的办公用品，史泰博提供办公家具、电脑及商用机器等多种品类。史泰博持续投资于基于计算的多媒体培训项目，其中大多针对复印机、传真机、家具和电脑等资本品的销售，帮助员工提高销售技能。在线下零售店，消费者可以向员工咨询有关产品的购买建议。**服务方面**，史泰博向消费者提供一系列办公服务，包括打印、复印、传真、包装等，为消费者打造一站式购物体验。自 2006 财年起，公司还在线下零售店引进了常驻技术人员，提供全方位的安装、升级和维修服务，以及数据保护、隐私和安全服务。

为 B 端客户提供一站式解决方案，铸就电商平台差异化竞争优势。 Staples.com 是公司的核心电商平台，在提供办公用品如办公文具、家具、电脑及商用机器的同时，通过与可靠的战略合作伙伴进行合作，为 B 端客户提供全套服务，帮助客户全方面建设及管理其办公室。staples.com 提供的业务涵盖：1) 互联网服务，包括网站托管和电子商务、网站域名注册和互联网接入；2) 办公服务，包括在线商业印刷和内部网服务；3) 金融服务，包括工资单处理和信贷；以及通信服务，包括商业通信系统和软件、语音、数据和网络解决方案以及蜂窝产品和服务。Staples.com 还设有业务解决方案中心，促进企业与企业之间的交易与信息的交流。2010 财年起，史泰博的北美配送业务收入开始超过北美零售业务收入，在电商冲击背景下，北美配送业务同比增速虽有所放缓，但仍高于北美零售业务收入规模及增速，我们认为这与公司 B 端办公用品一站式服务形成的差异化竞争优势有关。

图表 19 FY1999-FY2009 公司营业收入构成



资料来源：公司公告，华创证券

晨光科力普成立于 2012 年 12 月，是晨光文具旗下发展办公直销业务的平台，主要从事 B2B 业务，为政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业提供办公用品+系统集成方案+售后维保服务的一站式办公采购平台。从产品及服务来看，晨光科力普商品矩阵覆盖办公用品、办公耗材、办公设备、IT 数码、办公家具、劳防用品、食品饮料等多个品类，办公用品解决方案覆盖各大办公场景。

图表 21 晨光科力普办公采购一站式服务

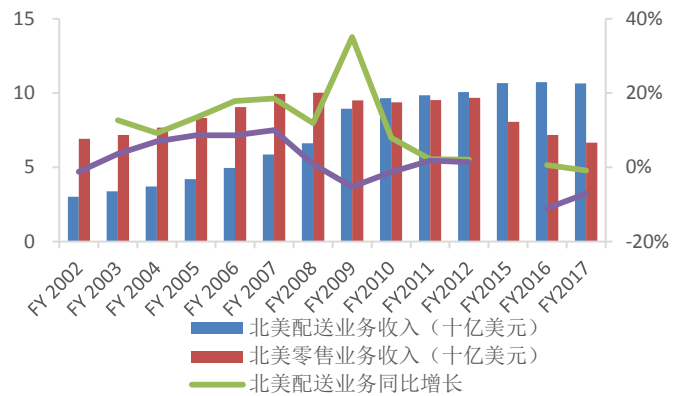


资料来源：晨光科力普官网，华创证券

图表 22 晨光科力普商品矩阵

品类	具体商品
办公用纸	复印纸、电脑打印纸、彩色复印纸、高端商业用纸、收银纸/传真机、照片纸、印刷用纸、特种纸、其他
办公用品	书写/修正用品、文件管理、桌面文具、本册纸品、桌面存储、胶粘用品、封装用品、财务用品、会议展示用品、标签识别、文具套装、学生用品、其他
办公耗材	打印机/传真机耗材、复合机耗材、针式打印机耗材、标签/条码打印机耗材、速印机耗材、其他耗材、其他
办公设备	打印机、多功能一体机、传真机、条码识别设备、复印机、扫描仪、特种打印设备、行政设备、财务设备、演示设备、其他办公设备、其他

图表 20 史泰博北美零售&北美配送业务营业收入



资料来源：公司公告，华创证券（2013、2014 年统计口径发生变化，故不列入）

品类	具体商品
电脑及配件	电脑整机、电脑外设、电脑配件、网络产品、存储产品、软件产品、其他
数码及通讯	摄影摄像、通讯设备、智能设备、其他
办公电器	生活家电、空调、空气净化器、商用厨房设备、其他
生活用品	生活用纸、个人洗护、清洁工具、清洁用品、母婴用品、日常用品、一次性用品、运动户外、汽车用品、其他
劳防用品	个人防护、生产工器具、安全工器具、仪器仪表、实验室耗材、建材五金、其他
食品饮料	休闲速食、酒水饮料、咖啡及冲调、茶、粮油食品、季节性食品、其他
商务礼品	购物卡券、节庆礼盒、办公礼品、服装定制、礼品定制、文具定制、印刷制品定制、印章定制、其他
办公家具	保险箱/柜、储物箱/柜、定制家具、家具周边/配件、桌台、座椅、床、其他
售后服务	零件配件、维修保养、上门服务

资料来源：晨光科力普官网，华创证券

图表 23 晨光科力普办公用品解决方案覆盖各大办公场景

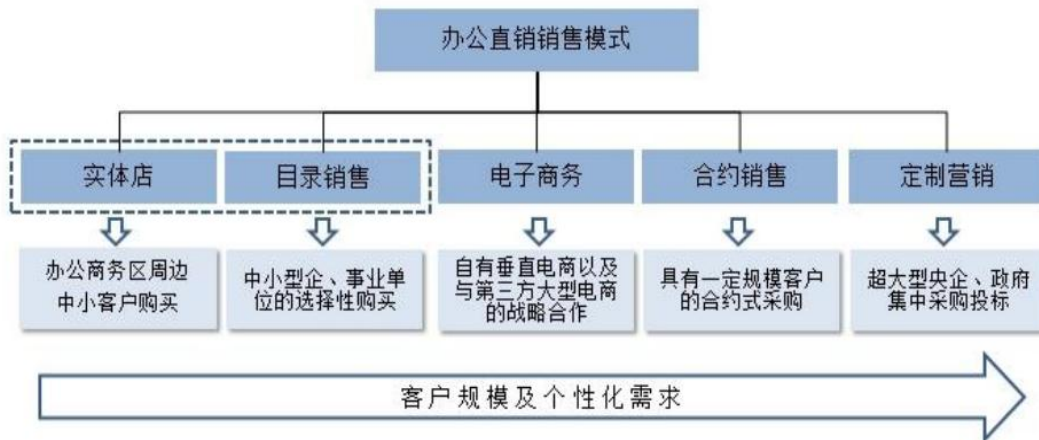


资料来源：晨光科力普官网，华创证券

2、销售渠道多元化助力拓展 B 端市场

史泰博北美配送业务的销售渠道包括目录直邮、合约订购、电商平台，覆盖家庭办公室和各类企业市场。对比晨光科力普，目前晨光科力普的直销业务模式主要分为三大类，一是电子商务(晨光科力普商城 <http://www.colipu.com>)，主要针对网购型中小客户的零散购买；二是合约销售，主要针对具有一定规模的大中型企业客户的合约式批量采购；三是定制营销，主要针对超大型客户的集中招标式规模化采购，如国家电网、中国移动等企业的年度招标采购等，以提供全方位服务为出发点。晨光科力普还将适时开拓线下实体店及目录销售模式，完善办公直销模式。

图表 24 晨光科力普办公直销业务模式



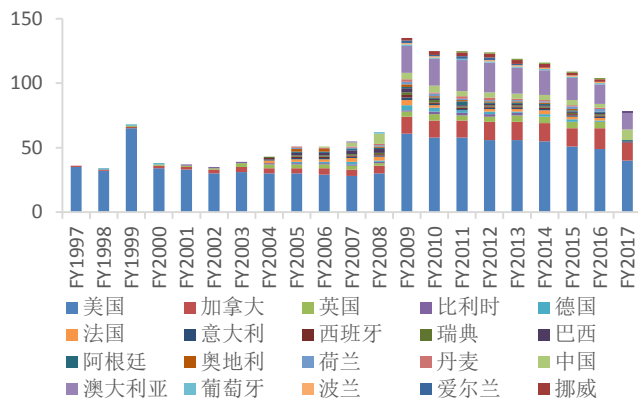
资料来源：晨光文具招股说明书，华创证券

3、自建物流压缩成本，成就业务有力支撑点

史泰博自建物流中心，物流中心从功能上可以划分为**服务零售业务的分拨中心**和**服务配送业务的配送中心**，多数商品从供应商运送到物流中心之后再运送到零售门店或再配送给客户。物流中心具有三大优点：**1）集中接收和处理货物功能**，有效促进劳动力成本的节约，同时采购订单及发票的集中处理减少管理费用；**2）成卡车地从供应商处购买大件货物**如家具等，降低单位商品成本；**3）有备用库存**，线下零售店得以减少库存从而缩小店面规模，一方面有利于减少土地租赁成本，另一方面便于靠近消费人群。

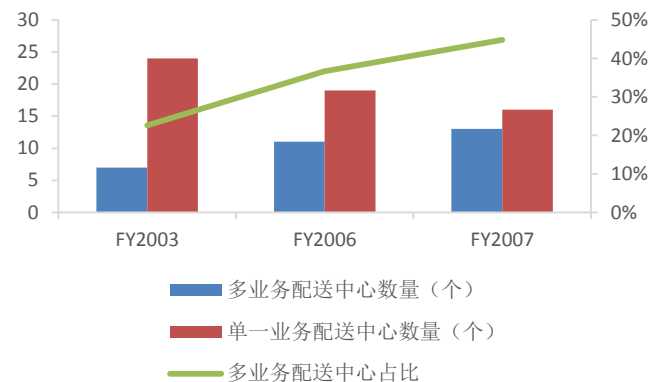
伴随业务的扩张，公司的物流中心扩展到北美以外的其他地区，包括欧洲各国、澳大利亚、中国、中国台湾及巴西，数量从1997年的36个增加到2009年的135个。在对北美地区配送业务的支持上，史泰博增加能服务多项配送业务的配送中心的数量，减少服务单项配送业务的配送中心数量，前者的占比从2003年的23%提升到2007年的45%，有效提升北美配送中心的经营效率，增强对配送业务的支持能力。

图表 25 史泰博物流中心数量及分布



资料来源：公司公告，华创证券

图表 26 史泰博北美地区配送中心类型



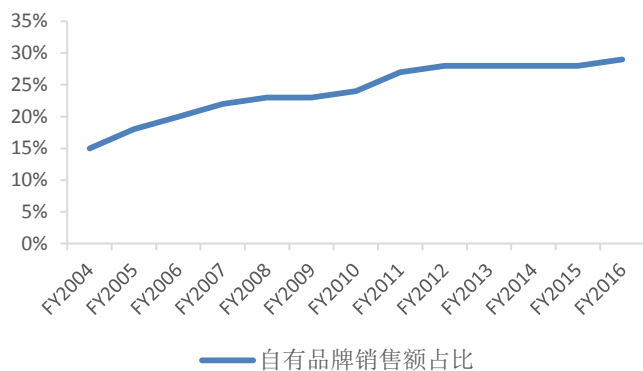
资料来源：公司公告，华创证券

对比晨光科力普，截至 2019H1，晨光科力普在全国已投入运营 5 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，并在上海、北京、广州、深圳、天津等九个城市自建配送队伍，有效提升配送效率及客户体验，对相应地区的市场拓展起到积极的作用。

4、打造自有品牌，实现价格质量双卖点

史泰博注重丰富自有品牌种类。1999 年，公司的自有品牌产品约几百种，2006 年自有品牌产品已超过 2000 种。公司将实现自有品牌产品占总销售额的 30% 作为长期发展目标，自有品牌产品销售额贡献不断扩大，从 2004 年的 15% 以上增长到 2016 的 29% 左右。公司的自有品牌产品具备价格+质量双优势，价格方面，全球采购促进自有品牌产品成本的节约，价格比其他国产品牌价格低 10%-20%，毛利率比国产品牌更高。质量方面，公司坚持将自有品牌产品的质量标准将向国产品牌产品看齐。

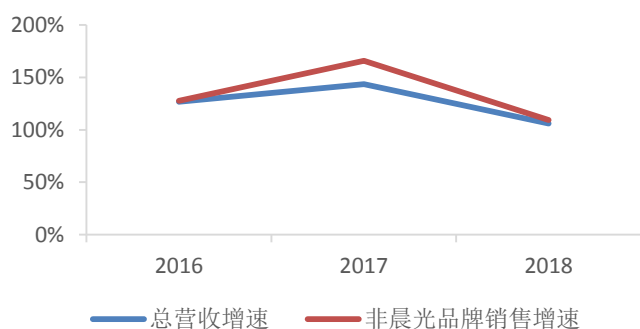
图表 27 史泰博自有品牌产品销售额占总销售额比重



资料来源：公司公告，华创证券

对比晨光科力普，目前晨光科力普的营收增长主要受其销售的非晨光品牌办公文具驱动。2016 年、2017 年及 2018 年晨光科力普的非晨光品牌办公文具营收同比增速分别达到 127.72%、165.67%、109.25%，均快于晨光科力普营业总收入增速，公司未来在自有品牌的业务的发展上仍有较大空间。

图表 28 晨光科力普总营收增速&非晨光品牌办公文具营收增速



资料来源：公司公告，华创证券

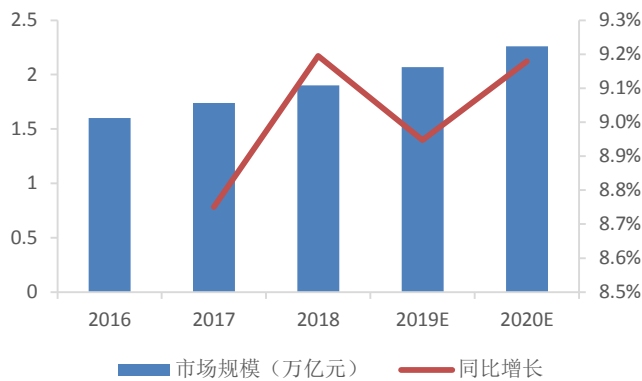
二、中美办公文具市场发展对比：国内市场集中度低，办公用品集中采购创造发展机遇

（一）国内大办公文具市场：市场规模大，竞争格局分散

1、市场规模：大办公 1.9 万亿，设备类占比过半

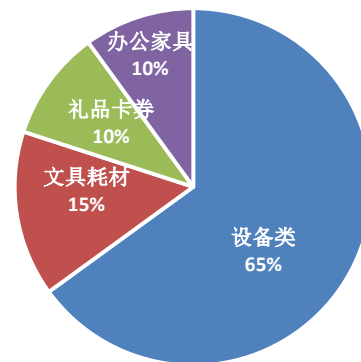
2018 年国内大办公文具市场规模 1.9 万亿元，未来 3-5 年 CAGR 约 9%，预计 2020 年将达到 2.26 万亿元。国内大办公文具市场包括办公家具、设备、文具耗材、礼品卡券等细分市场。目前市场上的产品种类主要有四类：设备（65%）、文具耗材（15%）、礼品卡券（10%）和办公家具（10%）。

图表 29 我国大办公文具行业市场规模预测（万亿元）



资料来源：智研咨询《2019-2025 年中国文具用品行业市场发展趋势及发展趋势研究报告》，华创证券

图表 30 细分市场占比

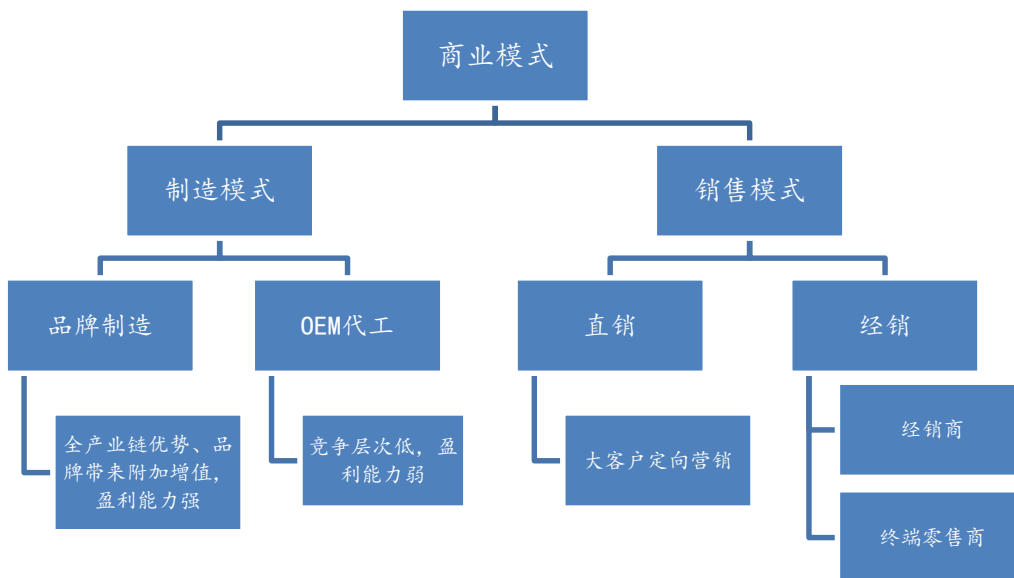


资料来源：智研咨询《2018-2024 年中国办公文具行业市场调查及发展趋势研究报告》，华创证券

2、行业模式：直销经销两大渠道，集中采购成趋势

办公文具行业整体可以划分为直销和经销两大渠道，办公文具企业在产业中主要发挥平台的功能（即大部分商品通过代工、采购所得）。直销模式指办公用品企业以定向营销、直营店、电子商务等方式实现直接销售，在我国主要体现为向政府机构、大型企业等大客户销售产品；经销模式指办公用品企业通过经销商销售至零售终端，最终间接地将产品销售给消费者，企业不直接面对消费者。经销是目前国内比较普遍的办公用品销售模式，而直销渠道则对供应商的综合能力提出较高的要求。

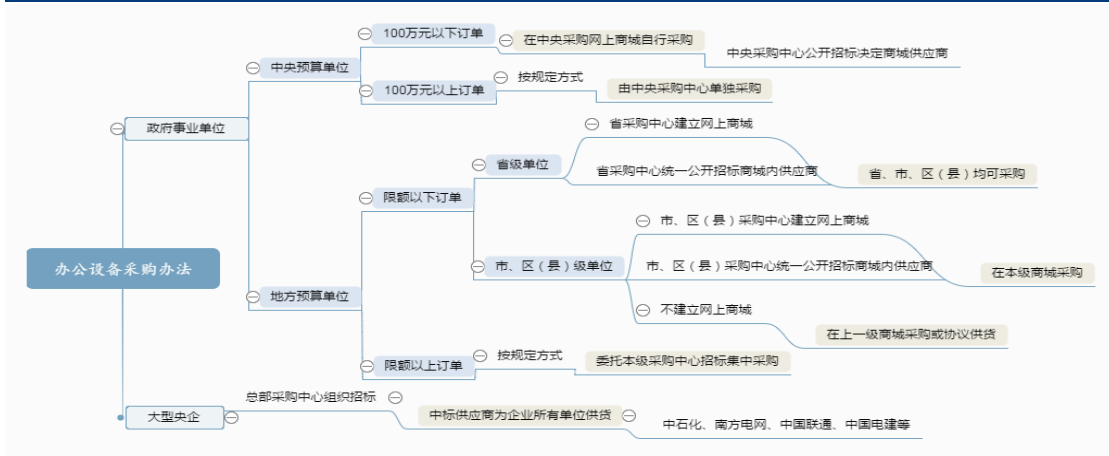
图表 31 办公用品商业模式



资料来源：华创证券整理

办公直销是 B 端客户办公用品采购的主要渠道，政策推动电商化集中采购成为政府采购的主流模式。2015 年 1 月，《政府采购条例》明确提出实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，同年 9 月出台相关通知，要求 2017 年 6 月前在全国范围内形成公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。

图表 32 我国政府事业单位及大型央企集中采购办法



资料来源：国务院《整合建立统一的公共资源交易平台工作方案》，华创证券整理

电商化集中采购在促进政府采购向阳光化及规范化转变的同时，带动大型国有企业集中采购，中型企业也正从专职人员自主采购的模式向集约式采购发展。在此背景下，小型供应商因资质问题逐渐失去竞争力，可能会选择成为办公直销龙头的落地服务商，行业集中度提升。以科力普为例，政府及事业单位、央企和超大型企业、大型企业占比达到 75%-85%，利润空间同样可观。

图表 33 晨光科力普客户——历年中标国企、政府等单位项目

时间	中标项目	时间	中标项目
2016/1/18	解放军某部队物资采购网上商城供货资格	2017/6/30	中国石化2017-2018年度办公、日化用品集中采购项目
2016/4/25	天津市政府采购中心电子商城平台供应商资格	2017/9/11	国家电网电商化采购项目
2016/5/23	安徽合肥公共资源交易中心电商供应商资格	2017/9/11	中国联通电子商城供应商资格
2016/6/22	央企政府采购电子卖场大企业供应商资格	2017/11/15	中国南方电网电子商城集采项目
2016/8/8	河南省政府采购网上商城电商供应商资格	2017/12/14	中国电力建设股份有限公司电子商城采购项目
2016/9/2	安庆市宜采商城电商、实体供货商会会员库建库项目	-	中国移动采购项目
2016/11/17	广州公共资源交易中心电子商务平台电商供应商资格	-	英大商务采购项目
2016/12/7	浙江省电子卖场电商供应商资格	-	上航公司采购项目
2017/2/3	上海市政采购耗材电商项目供应商资格	-	中化股份采购项目
2017/6/15	成都政府采购电商供应商资格	2018/5/3	大唐集团18-20年度办公类物资超市化项目
2017/8/2	中央直属机关2017年货物类产品协议供货采购项目	2017/9/12	中信银行电商采购项目
2017/10/20	深圳宝安区网上政府采购项目	-	招商银行采购项目
2018/1/29	福建省政府采购网上超市供应商资格	2018/2/23	中国邮政储蓄银行电商平台采购项目
2018/3/23	北京市市行政事业单位18-19年度办公设备协议采购项目	2017/6/29	海航集团进行的通用办公类物资集中采购项目
2018/5/14	国税系统政府采购信息系统网上超市项目	-	耐克公司全国采购项目
2018/5/29	中央国家机关2018年电子卖场定点采购项目	-	金科地产全国采购项目
2018/6/5	哈尔滨市南岗区财政局网上商城电商入围资格项目	-	万科物业全国采购项目
		-	特斯拉全国采购项目

资料来源：晨光科力普官网，华创证券

3、行业竞争格局：国内企业占据主导地位，市场高度分散

我国办公用品市场的参与者主要有四类供应商：外资龙头、国内办公用品企业龙头、综合电商、办公用品经销商。1) 外资龙头史泰博（中国）、欧迪（中国）由于大幅亏损已分别被得力及晨光科力普收购，退出国内市场；2) 国内大型办公用品供应商如得力等得益于较强的专业化能力，在政府及大中型企业办公采购市场上更具优势；3) 综合电商平台包括京东、苏宁等具备较强的物流及流量优势，但由于平台品类众多，对大型客户的办公专业化服务能力不如办公用品企业龙头；4) 办公用品经销商以区域性销售为主。

图表 34 供给端四类供应商

	代表性供应商
外资龙头	史泰博（中国）、欧迪（中国）
国内大型办公用品供应商	齐心、得力、晨光
综合电商平台	京东、苏宁
办公用品经销商	区域性经销商

资料来源：华创证券整理

相比发展成熟的欧美办公用品行业市场，国内的办公用品行业仍处在成长期。晨光文具、齐心集团、广博股份为办公用品行业内已上市的头部企业。大办公用品市场方面，2018年广博股份、齐心集团、晨光文具营业收入分别为20.48亿元、42.41亿元、85.35亿元，按照大办公文具行业市场规模1.9万亿测算，三家企业的市场占有率合计占比不到1%，市场高度分散。

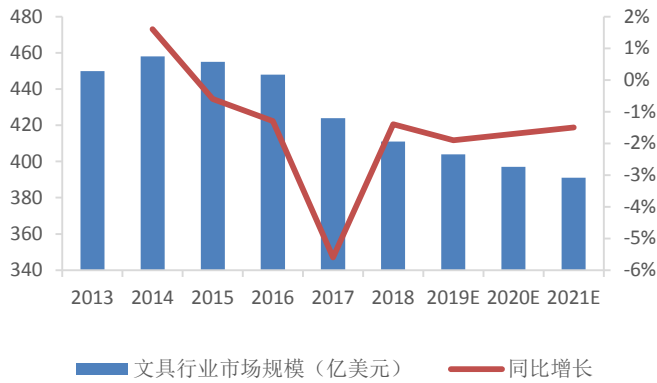
（二）美国办公文具行业：市场集中度高，B端市场广阔

1、美国办公文具行业市场规模逐渐收缩

办公文具是办公用品的主要组成部分，近年来美国办公文具行业规模逐渐收缩。根据IBIS World数据，2018年美国

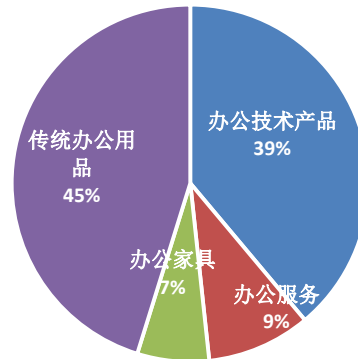
办公文具行业总规模约为 411 亿美元，同比下滑 1.4%。零售方面，传统办公文具在美国办公用品行业的销售额占比约为 45%，办公技术产品（计算机及软件等）销售额占比次之，约为 39%，办公家具、办公服务占比分别为 7%、9%。

图表 35 美国办公文具行业规模及同比增长



资料来源: IBIS World, 华创证券

图表 36 2018 年美国办公用品零售市场各产品占比

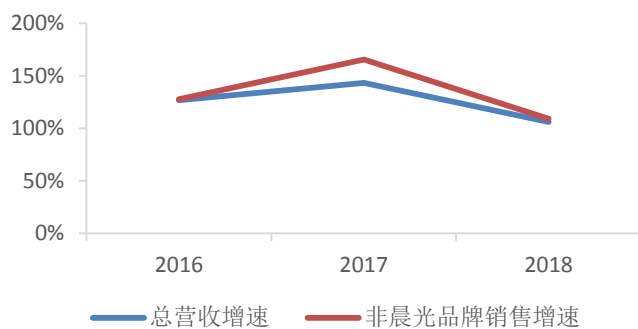


资料来源: IBIS World, 华创证券

2、渠道变迁：线下零售受冲击，B 端办公用品市场广阔

美国办公用品销售渠道主要包括直销、线下零售、综合性电商以及百货超市四大类。伴随网购便利性及性价比的显现，线上零售逐渐抢占线下零售市场，近年来美国办公用品零售商店收入均呈负增长。B 端市场方面，根据 IBIS World 数据，2018 年办公文具 B 端市场收入规模达 160 亿美元，约占办公文具行业的 38.93%，办公用品市场广阔。

图表 37 美国办公用品零售受冲击



资料来源: IBIS World, 华创证券

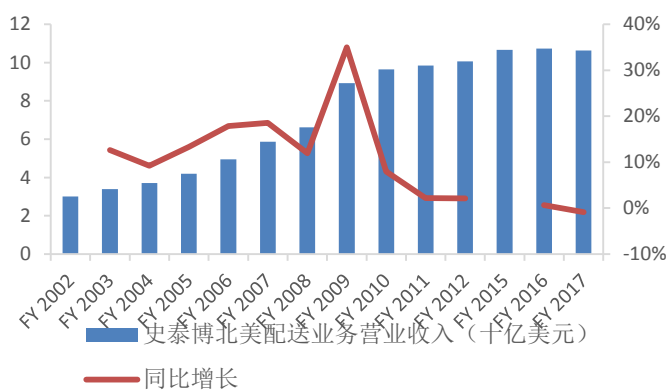
3、市场高度集中

美国的办公用品市场呈现寡头垄断格局。虽然近年来受到零售超市（如沃尔玛，Target 等）和综合性电商的冲击，但美国办公用品行业集中度仍非常高。2016 年欧迪办公、史泰博在办公用品零售市场占有率分别为 41.3%、39.7%，市场份额合计超 70%；2018 年欧迪实现办公用品零售额 46.41 亿美元，按照 2018 年美国办公用品零售店收入规模 128 亿元测算，欧迪办公零售端市占率约为 36.26%。

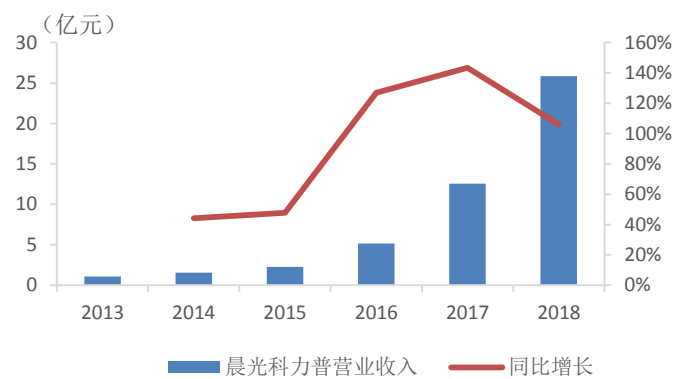
三、晨光科力普与史泰博业绩对比：晨光科力普业绩增长较快，应收账款回款风险可控

史泰博的北美配送业务和晨光科力普主营业务均面向 B 端客户，从营业收入上看，史泰博的北美配送业务 2003 财年至 2009 财年均保持 9% 以上的增长率，其中 2009 财年营收增速 35%，但剔除收购 Corporate Express 的影响后，实际销售额同比降低了 0.3%。2010 财年起营收增速持续放缓，2017 财年营业收入首次为负值，主要是由于第二季度不再提供打印业务以及墨水和墨粉、平板电脑和办公用品的销量下降所致。晨光科力普的营收增速较史泰博北美配送业务更高，2014-2018 年同比增速均高于 40%，近三年增速均在一倍以上，处于快速发展时期。2019H1，晨光科力普实现营业收入 15 亿元，同比增长 55.94%，增速仍较快。

图表 38 史泰博北美配送业务收入



图表 39 晨光科力普营业收入

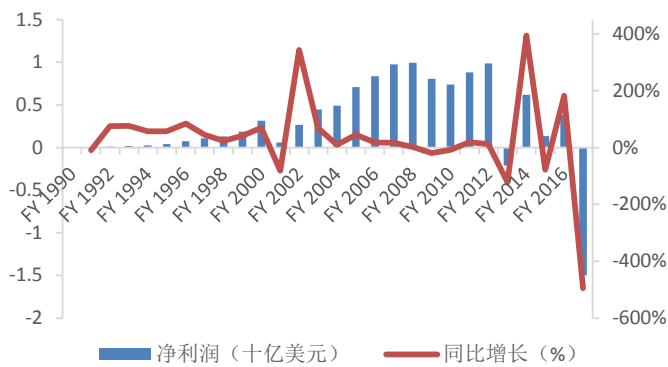


资料来源：公司公告，华创证券（注：2013 年、2014 年统计口径发生变化，故不列入）

资料来源：公司公告，华创证券

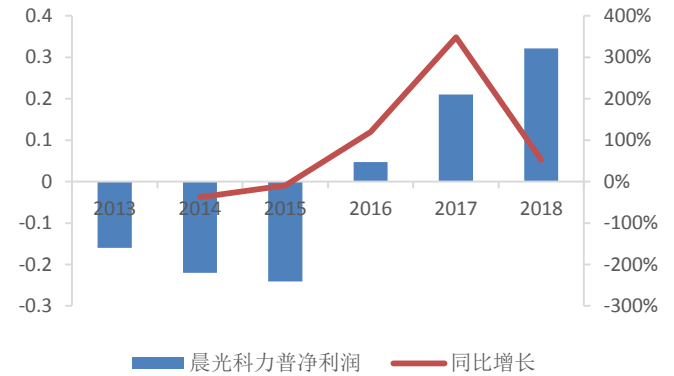
净利润方面，1999 财年至 2008 财年，史泰博的净利润水平基本呈高速增长态势，多年增速达 40% 以上。其中 2001 财年的下滑主要系营运和销售费用增长及资产减值所致。2009 财年由于收购 Corporate Express 导致财务费用高涨，净利润再次下滑，其后三年间稳步增长，2013 至 2017 财年净利润波动较大；晨光科力普自 2016 年起扭亏为盈并保持高速增长，2016 年、2017 年净利润大幅增长，分别同比增长 119%、348% 至 0.05 亿元、0.21 亿元。2018 年净利润同比增速有所下滑，但仍保持 50% 以上的较高增长率。2019H1 公司实现 0.29 亿元，同比增长一倍以上，增长势头依旧强劲。**净利率方面**，史泰博的净利率在 2003 财年至 2012 财年保持在 3% 以上的水平，后期趋势与净利润波动同步。晨光科力普净利率自 2016 年起为正，但净利率水平不高，预计由于业务扩张导致的销售费用（含薪资及劳务费用、搭建物流网络带来的房屋租赁费用、业务宣传费用及渠道费用、运输及装卸费）的增长对晨光科力普的净利率有所影响。

图表 40 史泰博净利润水平（十亿美元）



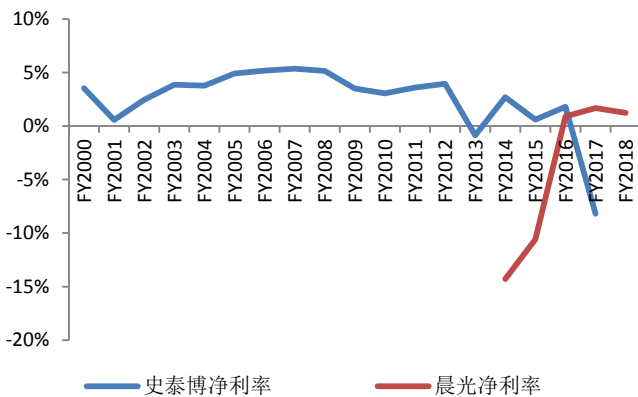
资料来源：公司公告，华创证券

图表 41 晨光科力普净利润水平（十亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

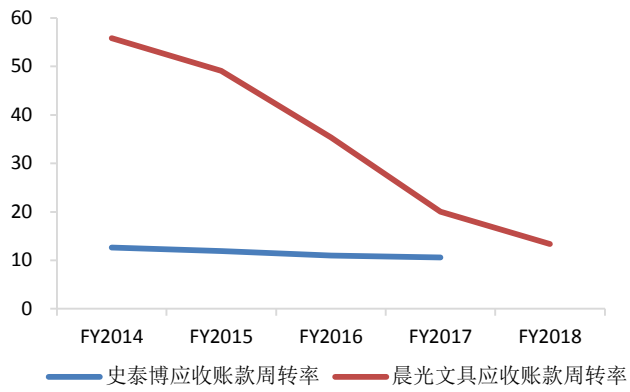
图表 42 史泰博&晨光科力普净利率



资料来源：公司公告，华创证券

应收账款方面，2014 财年-2018 财年，史泰博的应收账款周转率稳定在 10-13 的水平；由于晨光科力普 B 端业务放量增长，晨光文具应收账款周转率逐年下降，从 2014 年的 55.83 下降到 2018 年的 13.36。从回款风险来看，史泰博的应收账款包括按常规商业信贷条款融资的贸易应收账款和其他非贸易应收账款，其中贸易应收账款由于集中度较低，信用风险得到有效控制；2018 年晨光文具应收账款集中度较高，前五名合计占比 47.36%，分别为国网物资（30.26%）、联通系统集成有限公司（6.91%）、中石化（4.27%）、中国电信（3.36%）、南方电网（2.56%），但由于这些客户均为大型国企或央企，无论是信用状况还是还款能力均有较好保障。

图表 43 史泰博&晨光科力普应收账款周转率



资料来源：公司公告，华创证券

四、以史泰博为鉴，看好晨光科力普的发展潜力

结合史泰博的发展历程及核心优势，并对比中美办公用品市场、晨光科力普与史泰博的业绩表现，我们认为晨光科力普具备进一步成为办公用品行业直销龙头的发展潜力。

- 1) 史泰博发展后期将战略重点转向日用百货，办公用品品类广度下降，丧失了与其他电商平台差异化竞争的优势，同时为办公用品行业其他同行创造了替代机会。对比晨光科力普，晨光科力普坚持办公用品一站式服务，丰富办公用品商品矩阵，提供多个场景的办公用品解决方案，相较京东、苏宁等综合型电商平台在对政府及大中型企业的专业化服务能力更强。
- 2) 史泰博依靠强大的物流配送能力、多元销售渠道及自有品牌打造市场竞争的护城河。对比晨光科力普，晨光科力普已在多地建立中心仓，销售渠道覆盖电子商务、定制销售、合约销售三大渠道。由于晨光科力普目前的营收主要受非晨光品牌产品推动，而自有品牌有利于提升毛利率，我们认为公司在此仍有盈利空间。
- 3) 对比中美办公用品市场，美国办公文具市场（不含家具、设备等）规模已逐渐收缩，市场集中度较高，B端市场广阔。国内大办公用品市场处于快速发展时期，竞争格局分散，企业龙头市场份额有待提高。同时国内办公用品集中采购成为主流趋势，为B2B平台创造巨大发展机遇，晨光科力普客户以政府、央企为主，未来利润仍较为可观。
- 4) 晨光科力普营收增速快于以服务B端客户为主的史泰博北美配送业务，同时整体净利润增速高于史泰博，但净利率由于业务扩张原因承压，将来仍有发展空间。此外，晨光科力普由于B端主要面对央企及政府，回款能力有较好保障。

五、风险提示

宏观经济下行导致消费不振，文具行业竞争格局发生重大变化。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500