

深护城河与高成长性并存的优质标的

晨光文具（603899.SH）首次覆盖深度报告

核心结论

文具行业领导者，业绩高速增长。晨光文具是文具行业的龙头，深耕文具行业30载，从最初的制笔开始，不断扩大规模和品类，自2015年上市以来，一直保持高速增长。15-19年CAGR为31.3%。近四年来ROE一直维持在20%以上，毛利率长期稳定在25%以上，长期领先同行，业绩高速增长。

传统核心业务渠道壁垒深厚，完善的经销体系难以复制。公司“层层投入，层层分享”的经销体系将公司和所有经销商打造成为利益共同体，在经销商和门店数量以及合作深度上打造的渠道壁垒较为深厚，竞争优势有望持续增强。公司近年重点发力门店的优化升级，单店销售额不断提高，通过精品文创和儿童美术赛道，不断推出高客单价产品，提高利润率。

办公直销科力普成长空间巨大，市占率有望提升。2018年我国大办公市场规模近2万亿，预计未来3-5年CAGR约为9%，由于准入门槛和规模效应，我们认为行业未来将是多寡头垄断格局。晨光科力普相较竞争对手而言，具有品类齐全、供应链完善、非标服务能力强等优势，多次中标大型央企、政府部门集采项目，业务拓展顺利。2020年H1实现营收16亿，同比增长6.6%；上半年实现归母净利润4014万元，同比增长39.6%，实现了疫情下的逆势增长。公司有望乘办公集采阳光化、规范化的东风，迅速提高2B端的市占率。

新零售业务模式逐渐成熟，打开盈利通道。公司2013年开始发展新零售业务，截至2020年上半年零售大店数量超过400家，九木杂物社单店销售额2019年达到176万。公司零售大店盈利模式逐渐跑通，有望为公司带来业绩贡献。

投资建议：预计公司2020-2022年总收入为129.68/165.22/204.92亿元，归母净利润为11.94/14.96/18.62亿元，给予公司2021年45x PE，目标价72.45元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；疫情超出预期；办公直销业务拓展不及预期

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	8,535	11,141	12,968	16,522	20,492
增长率	34.3%	30.5%	16.4%	27.4%	24.0%
归母净利润（百万元）	807	1,060	1,194	1,496	1,862
增长率	27.3%	31.4%	12.7%	25.2%	24.5%
每股收益（EPS）	0.87	1.14	1.29	1.61	2.01
市盈率（P/E）	77.9	59.3	52.6	42.0	33.7
市净率（P/B）	18.3	14.8	12.2	9.9	8.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

增持

股票代码

603899

前次评级

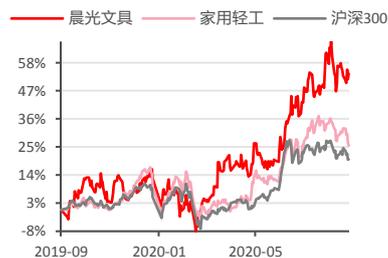
评级变动

首次

当前价格

67.75

近一年股价走势



分析师



刘菲 S0800519080001



18601677317



liufei@research.xbmail.com.cn



张丽娟 S0800519020001



13701240390



zhanglijuan@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

投资要点	6
关键假设	6
区别于市场的观点	6
股价上涨催化剂	6
估值与目标价	6
晨光文具核心指标概览	7
一、文具行业龙头，积极发展创新	8
1.1 文具龙头企业，连续位居七年制笔行业榜首	8
1.2 业绩表现优异，增长迅速	8
1.3 深耕制笔行业多年，产品体系逐渐丰满	9
1.4 四条赛道并进，发力新业务	10
1.5 股权结构稳定，大股东无股权质押	12
1.6 公司历史业绩及股价复盘	13
1.6.1 历史业绩复盘	13
1.6.2 历史股价复盘	13
二、传统核心业务：渠道壁垒深厚，产品结构升级提升盈利能力	15
2.1 传统文具市场空间广阔，行业集中度仍偏低	15
2.2 传统业务渠道形成的壁垒较深，新进入者相对难以超越	16
2.2.1 各地完善经销商体系重建相对困难	16
2.2.2 全国庞大校园门店终端网络形成壁垒	17
2.3 精品文创和儿童美术赛道有望提升客单值和利润率	20
2.3.1 丰富产品品类，加大精品文创重视程度	20
2.3.2 高客单产品有望提升利润率	20
三、办公直销科力普：成长空间巨大，龙头市占率有望提升	22
3.1 大办公万亿市场打开新的增长空间	22
3.1.1 大办公市场空间大，规模稳步增长	22
3.1.2 央企和大型企业集采透明化趋势明显	22
3.1.3 龙头企业市占率低，行业集中度有待提升	23
3.1.4 龙头企业相比小供应商与电商平台竞争力强，市场占比有提升空间	23
3.2 科力普办公平台成长空间巨大	24
3.2.1 科力普业务高速增长	24
3.2.2 中标中石油、中移动集采项目，客户群不断扩大	26
四、新零售业务模式逐渐成熟	28
4.1 晨光生活馆注重门店效率，打造文化时尚购物场所	28
4.2 九木杂物社商业模式逐渐成熟，打造品牌形成核心竞争力	28
五、自主研发掌握核心技术，业绩表现优异	30

5.1 自主研发，实现全产业链布局	30
5.2 财务表现优异，盈利能力强劲	31
5.2.1 毛利率和净利率，ROE 同行业领先优势	31
5.2.3 资本结构合理，偿债能力较强	33
5.2.4 现金流稳定，盈利质量高	34
六、盈利预测和投资建议	36
6.1 关键假设和盈利预测	36
6.2 相对估值和绝对估值	37
七、风险提示	39

图表目录

图 1：晨光文具核心指标概览图	7
图 2：晨光跟随文具行业发展趋势稳步前进	8
图 3：晨光文具营业收入及同比增速	9
图 4：晨光文具归母净利润及同比增速	9
图 5：晨光文具毛利率及净利率走势	9
图 6：晨光文具各项费用率变化	9
图 7：晨光文具业务拓展历程	10
图 8：公司业务架构	10
图 9：晨光科力普营业收入及同比增速	11
图 10：零售大店（生活馆+九木）营业收入及同比增速	11
图 11：晨光科技营收及其同比增速与净利润	11
图 12：晨光文具分业务收入占比变化	12
图 13：晨光文具分业务净利润占比变化	12
图 14：晨光文具主要股权结构	12
图 15：晨光文具历史业绩复盘	13
图 16：晨光文具历史股价复盘（累计涨跌幅）	14
图 17：2013-2018 年中国文具市场规模	15
图 18：2013-2018 年美国文具市场规模	15
图 19：国家教育经费支出持续增长	15
图 20：中国人均书写工具消费远小于日本、美国	15
图 21：2018 年中国书写工具市场 CR3 占 25.29%	16
图 22：2015 年美国书写工具市场 CR3 占 54.2%	16
图 23：日本书写工具 CR417 年达到 68.2%	16
图 24：晨光文具金字塔式销售体系	17
图 25：晨光文具销售体系（门店数量为 19 年底数据）	18
图 26：晨光单店提货额不断提高	19
图 27：2019 年晨光单店提货额细分情况	19
图 28：晨光精品文创专区	20

图 29: 晨光 X-MAX 系列中性笔售价 3 元.....	21
图 30: 晨光中性笔优品系列 AGPJ2001 售价 9 元.....	21
图 31: 晨光 RP 手提盒丝油画棒 36 色 AGMY3304 售价 35 元	21
图 32: 晨光文具集客文具套装售价 129 元	21
图 33: 大办公市场规模达万亿	22
图 34: 政府采购经费支出及其占 GDP 比逐年上升.....	22
图 35: 北美办公市场 CR2 为 81%	23
图 36: 2016-2018 年科力普营业收入实现翻倍增长.....	24
图 37: 2016-2018 年科力普净利润逐年增加	24
图 38: 2017-2019 科力普毛利率、净利率情况	25
图 39: 科力普自有产品收入占比有待提升	25
图 40: 科力普 ROE 不断提升	25
图 41: 2019 年科力普与可比同行人均创收对比	26
图 42: 2019 年科力普与可比同行净利率对比.....	26
图 43: 晨光生活馆收入和净利润情况	28
图 44: 晨光生活馆单店销售额不断提升	28
图 45: 九木杂物社开店速度加速上升	29
图 46: 九木杂物社收入和净利润情况	29
图 47: 九木杂物社单店销售额不断提升	29
图 48: 晨光研发投入具有可比优势.....	30
图 49: 晨光文具新品研发数量不断上升	30
图 50: 晨光外观设计专利领先	30
图 51: 晨光文具自产产品销售收入占比最高.....	31
图 52: 晨光文具自产产品销售成本率不断降低.....	31
图 53: 晨光、齐心、真彩毛利率对比	31
图 54: 晨光、齐心、真彩净利率对比	32
图 55: 晨光、齐心、真彩 ROE 对比.....	32
图 56: 晨光、齐心、真彩资产负债率对比	34
图 57: 晨光、齐心、真彩速动比率对比	34
图 58: 晨光、齐心、真彩流动比率对比	34
图 59: 晨光、齐心、真彩每股现金流对比 (单位: 元)	35
图 60: 晨光、齐心、真彩每股经营现金流对比 (单位: 元)	35
表 1: 晨光文具门店数量逐年增加.....	17
表 2: 晨光与可比公司经销数据对比	18
表 3: 晨光文具零售终端门店合作模式	19
表 4: 大办公涵盖种类多样	22
表 5: 直销渠道客户群庞大	23
表 6: 科力普主要中标客户	26
表 7: 办公用品企业对比	27

表 8: 2018 与 2019 年晨光与齐心杜邦分析对比	32
表 9: 晨光、齐心、真彩应收账款周转率对比.....	33
表 10: 晨光、齐心、真彩存货周转率对比	33
表 11: 晨光、齐心、真彩总资产周转率对比.....	33
表 12: 晨光文具办公直销业务收入毛利预测 (百万元)	36
表 13: 晨光文具学生文具业务收入毛利预测 (百万元)	36
表 14: 晨光文具办公文具业务收入毛利预测 (百万元)	36
表 15: 晨光文具书写工具业务收入毛利预测 (百万元)	37
表 16: 晨光文具核心利润表指标预测 (百万元)	37
表 17: 可比公司估值对应 2021 年平均 PE36 倍	37
表 18: FCFF 估值法.....	38
表 19: FCFF 估值法敏感性分析.....	38

投资要点

关键假设

从细分品类来看，公司的传统业务端呈现稳步向上增长，2B 端办公直销业务和新零售业务作为新兴渠道，未来 3-5 年有望保持高速增长，龙头市占率有较大提升空间。

办公直销业务：在营收方面，公司 2B 端属于萌芽阶段，我们假设晨光科力普稳健经营，预计 2020-2022 年保持高速增长，CAGR 为 40%左右，因此预计公司 20-22 年办公直销营收分别为 45.73/64.02/83.22 亿元。毛利率方面，2B 端办公直销的毛利率低于传统业务，但随着规模效应稳步提升，预计未来三年毛利率分别为 14.09%/15.09%/16.09%。

学生文具业务：在营收方面，我们假设公司经销渠道门店数量未来三年能够稳健增长，直营店稳中有升，学生文具未来三年增速中枢 15%，2020-2022 年学生文具营收分别为 29.63/34.66/39.86 亿元，毛利率稳步提升，分别为 33.66%/34.66%/35.66%。

书写工具与办公文具业务：预计 2020-2022 年书写工具营收分别为 22.96/26.40/30.36 亿元，毛利率稳定在 2019 年水平，为 36.75%；预计 2020-2022 年 2C 端办公文具营收分别为 28.16/36.61/47.60 亿元，毛利率稳定在 2019 年水平，为 26.46%。

区别于市场的观点

市场认为传统文具业务增长遇到瓶颈，行业格局分散难以提升利润率，我们认为，公司传统业务渠道壁垒深厚，近年来公司逐步扩品类、扩赛道促使产品结构优化，市场份额扩大，利润率也逐步提升，公司稳健增长确定性高。

公司目前 2B 端处于萌芽阶段，现阶段市场普遍认为齐心与得力深耕 2B 端业务多年，晨光要以后来者的角色居上存在一定困难。我们认为，晨光虽然进军 2B 领域时间不长，但是其完善的分销体系和深耕文具行业多年的经验，以及其业内良好的口碑，晨光有望借助传统渠道积累的优势去拓展新兴的 2B 端业务。晨光科力普近年来快速增长，品类规模快速扩张，未来几年内完全有能力继续保持高速增长。

股价上涨催化剂

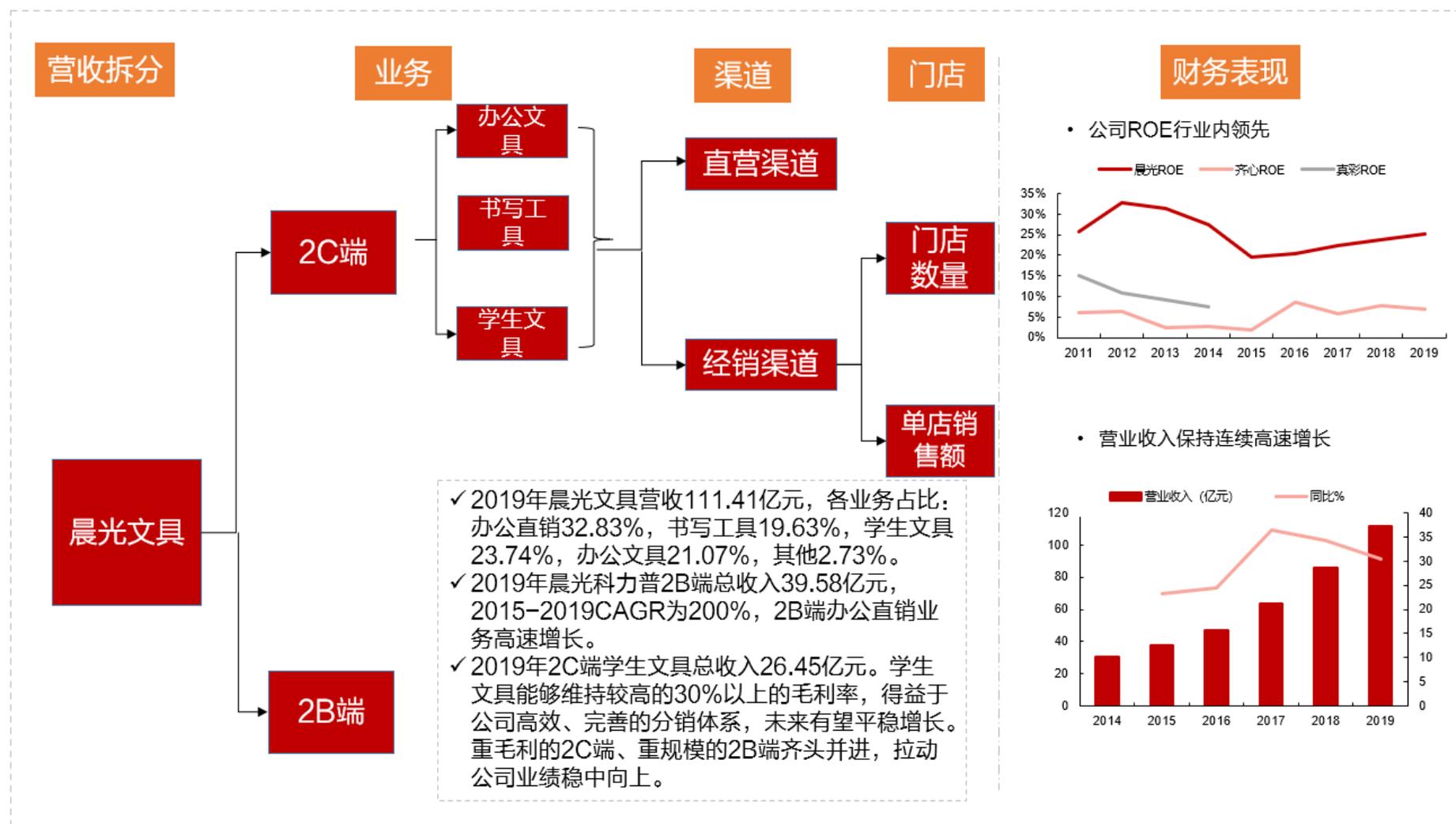
企业复工复产率的提高，开学季带来的文具销售的增长，四季度办公集采高峰，业绩回暖。同时疫情迫使部分中小企业退出市场，公司市占率预计将进一步提高。

估值与目标价

预计公司 2020-2022 年营收分别为 129.68/165.22/204.92 亿元，归母净利润分别为 11.94/14.96/18.62 亿元。参考可比公司估值，公司为文具行业龙头，传统业务渠道壁垒深厚，2B 端科力普发力，新零售业务渐入佳境，各业务业绩稳步向上，营收和净利润保持快速增长，作为龙头公司应当享有一定溢价，给予公司 2020 年 45x PE，目标价 72.45 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

晨光文具核心指标概览

图 1：晨光文具核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、文具行业龙头，积极发展创新

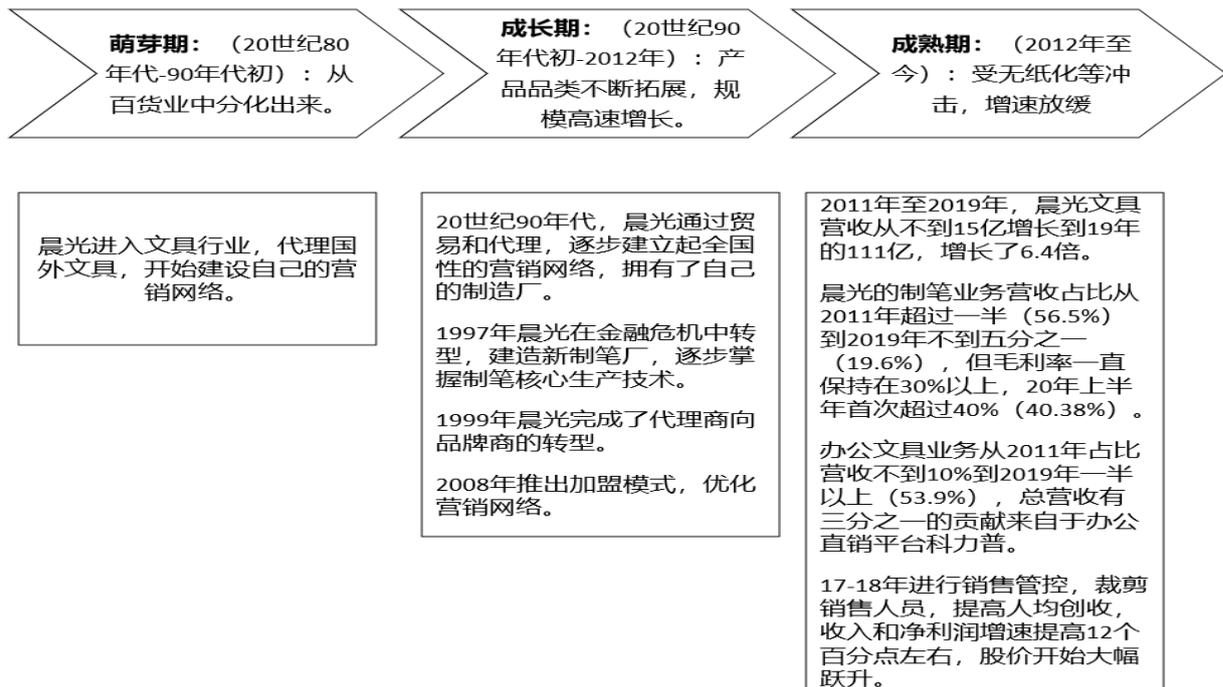
1.1 文具龙头企业，连续位居七年制笔行业榜首

晨光文具成立于 2008 年，于 2015 年在上交所挂牌上市，主要从事晨光品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品等的设计、研发、制造和销售。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。在制笔领域，连续七年位居中国轻工制笔行业十强企业第一，是国内文具行业的龙头企业。

复盘文具行业和晨光文具发展历程：

萌芽期（20 世纪 80 年代-90 年代）：文具行业的形成时间大概在 20 世纪 80 年代末与 90 年代初，是计划经济向市场经济转型中，从百货业中分化出来的。此阶段国内厂商较少，产品依赖进口，晨光在文具行业的萌芽期进入行业。**成长期（20 世纪 90 年代初-2012 年）：**此阶段是文具行业的迅速成长期，产品品类不断拓展，龙头企业不断进行品牌的推广，文具行业规模高速扩张。**成熟期（2012 年至今）：**受办公无纸化、在校人数下降等因素冲击，文具市场规模增速放缓，下滑至个位数，存量竞争的市场下龙头企业积累的品牌和渠道优势逐步显现，市场份额逐步向龙头企业集中，2018 年 CR5 合计市占率为 16.9%，较美日等成熟市场还有很大的上升空间。

图 2：晨光跟随文具行业发展趋势稳步前进



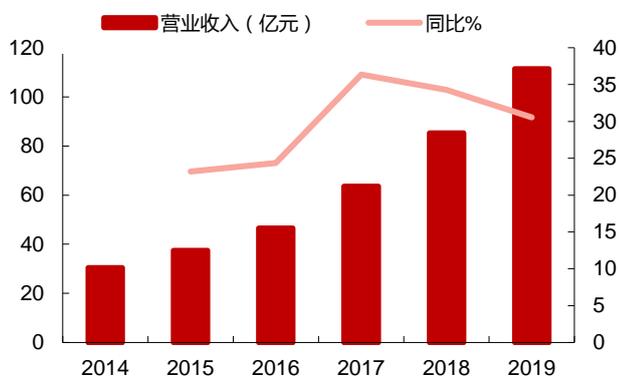
资料来源：公开资料整理，西部证券研发中心

1.2 业绩表现优异，增长迅速

2015 年上市以来，公司经营状况良好，公司业绩稳步增长，并一直维持着较高的增速，2015-2019 年晨光文具营业收入复合增长率达 31.30%，归母净利润复合增长率达 25.82%。2019 年营业收入 111.41 亿元，同比增长 30.53%，归母净利润 10.6 亿元，同比增长 31.35%，扣非归母净利润 10.05 亿元，同比增长 34.18%。近年来公司综合毛利率和净利率均保持在稳

定的水平，2019年综合毛利率为26.13%，净利率为9.51%，稳中有升。2019年，公司总费用为14.41亿元，费用率为12.93%，销售、管理、财务费用率均相对稳定。

图 3：晨光文具营业收入及同比增速



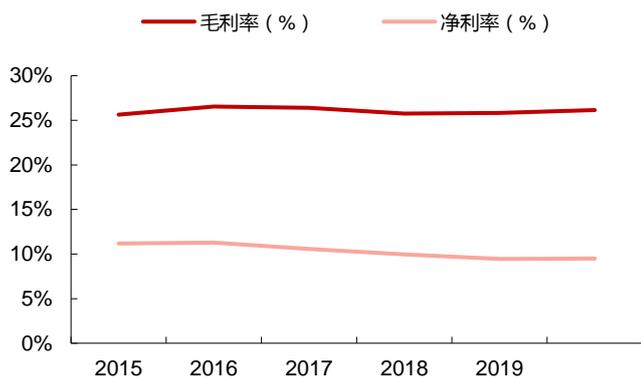
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 4：晨光文具归母净利润及同比增速



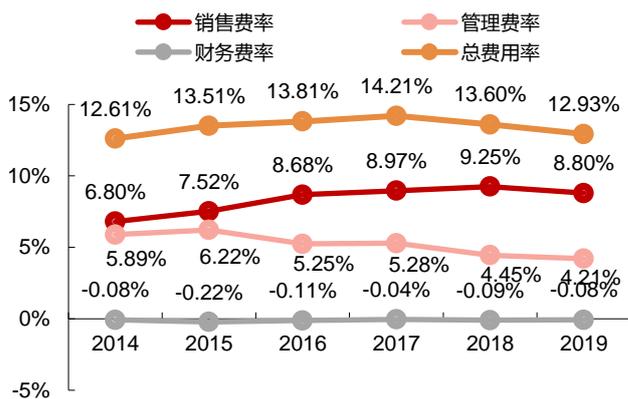
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 5：晨光文具毛利率及净利率走势



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 6：晨光文具各项费用率变化



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.3 深耕制笔行业多年，产品体系逐渐丰满

上海晨光文具股份有限公司成立于2008年，2012年启动ToB办公直销平台科力普与主要面向年轻消费群体的晨光生活馆。2015年建立晨光科技，培育线上产品开发能力，完善线上产品阵营，建立完善的会员运营管理系统，同年在上交所挂牌上市。2016年，继续发展完善零售大店模式，开启探索工业化零售模式的九木杂物社，发力精品文创赛道。2017年，晨光零对价收购美国办公直销龙头企业欧迪，提升办公直销市场知名度与市场份额。2018年，九木杂物社开放加盟，年内加盟店达28家，占总店数24%，大大拓宽零售渠道，营业收入同比增长49%。2019年收购上海安硕，为公司注入了新的活力。

图 7：晨光文具业务拓展历程



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

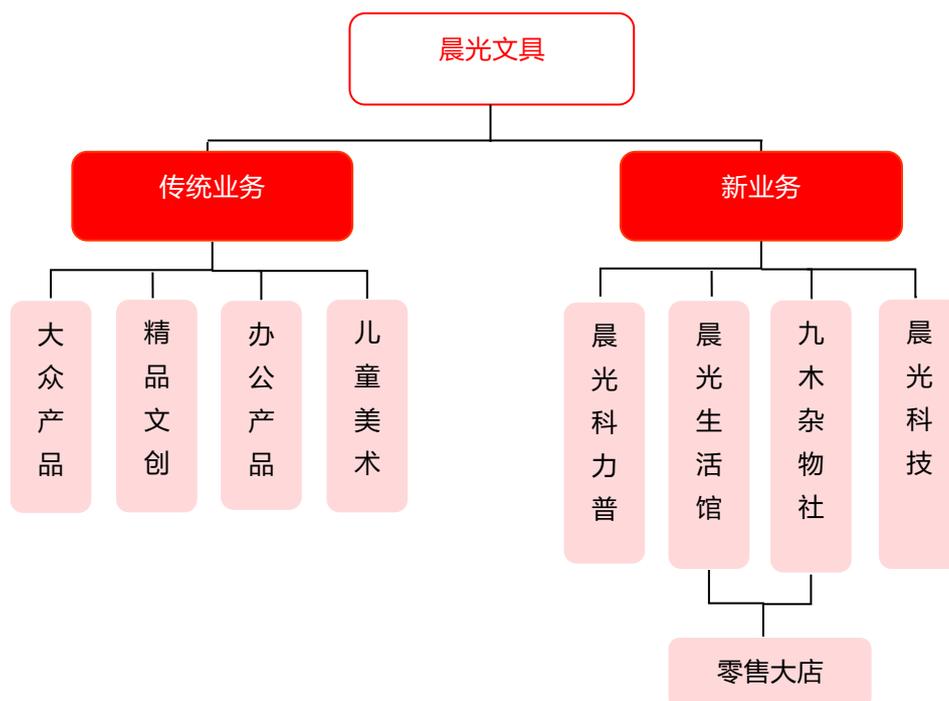
1.4 四条赛道并进，发力新业务

经过多年的业务发展探索，晨光文具组成了面向多个需求层次、不同消费群体的业务结构，由传统业务与新业务两大模块组成：

1、传统业务：由大众/精品文创/办公/儿童美术四大产品赛道构成，大众产品主要为中低端面向大众的书写工具与学生文具，精品文创产品为高价值文具文创产品，办公产品主要为面向ToC办公市场的办公文具，儿童美术产品为包含水彩笔、彩色铅笔、蜡笔等的画笔类产品与包含橡皮泥、彩色粘土等的儿童益智产品。

2、新业务：由深耕 ToB 办公市场的晨光科力普，晨光生活馆与九木杂物社构建的零售大店系统以及负责在电商平台线上推广销售的晨光科技三个部分组成。

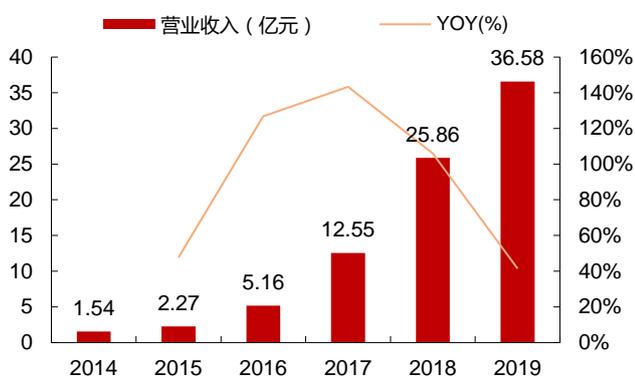
图 8：公司业务架构



资料来源：公司年报，西部证券研发中心

传统业务确定性高，新业务增长迅速。在多赛道多业务并进的战略下，传统业务仍是晨光文具的营收主要来源。2018年，传统核心业务占营收64%，2017/2018/2019营收分别为46.63/55.11/66.51亿元，维持15%左右的增速，是未来业绩的有力保障。新业务方面，晨光科力普专注于ToB办公直销，通过提升服务质量、增加SKU、深入挖掘客户、搭建全国供应链体系，自2015年以来营业收入迅速提高，2017年来增速放缓但仍保持较高增长。2019年科力普实现营收36.58亿元，同比增长41.45%。零售大店系统中，晨光生活馆与九木杂物社分别发力，生活馆积极调整，提升单店运营能力，优化产品结构，实现减亏增效；九木杂物社着力于消费升级需求，迅速提升市场开拓速度，拓展并调整产品品类，通过会员系统提升用户粘性、培养用户消费习惯，进一步拓展晨光在精品文创市场的占有率以及促进品牌升级。2019年晨光生活馆与九木杂物社合计实现营收6亿元，同比增长96.34%。

图 9：晨光科力普营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 10：零售大店（生活馆+九木）营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

晨光科技是晨光文具运营线上推广销售渠道的业务模块，随着电商市场的发展，晨光加快线上分销渠道布局，开发多个除天猫、京东外的新电商渠道；完善、调整产品品类，加大推广力度，提升推广效率，增加用户粘性，使业务扭亏为盈，稳定、高速发展。2019年，晨光科技实现营业收入2.97亿元，同比增长26.6%。

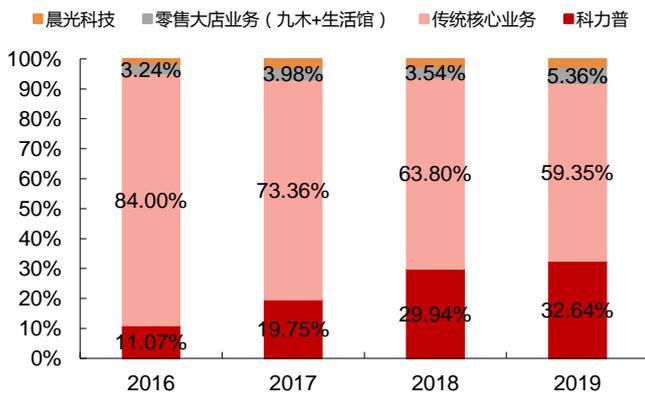
图 11：晨光科技营收及其同比增速与净利润



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

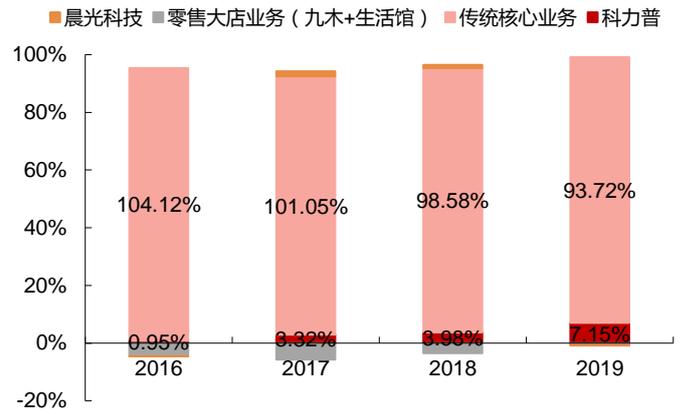
收入结构上看，晨光的传统核心业务占比逐年下降，零售大店和科力普业务占比逐年上升；净利润结构上看，传统核心业务占比有所下降，科力普净利润占比上升，零售大店业务亏损逐年减小。公司产品结构日趋多元化。

图 12: 晨光文具分业务收入占比变化



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 13: 晨光文具分业务净利润占比变化



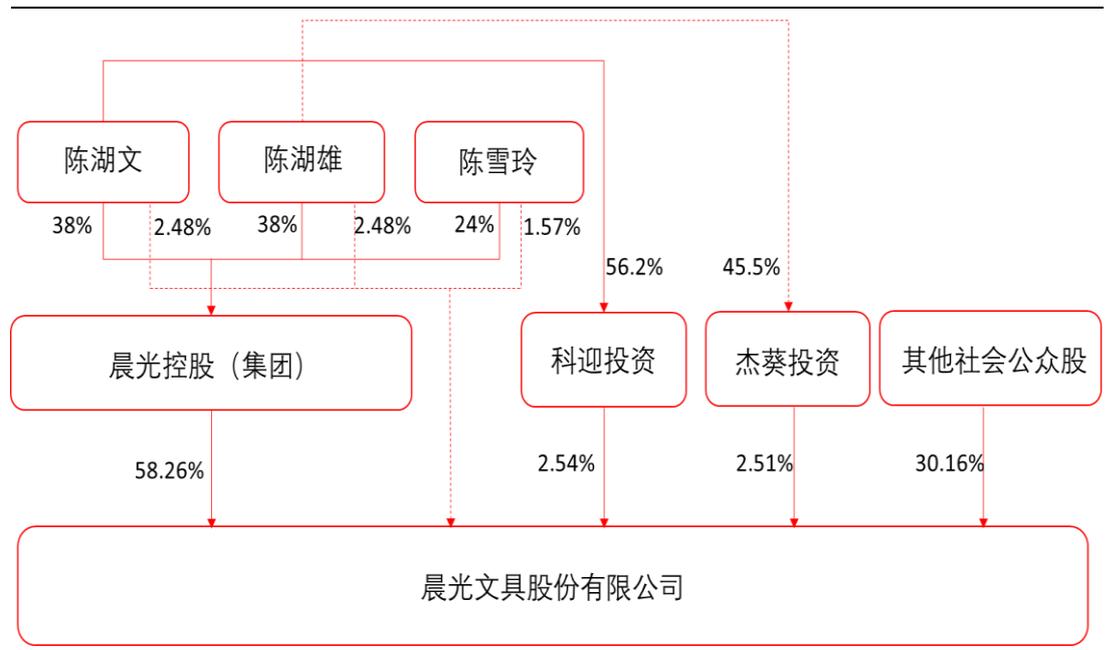
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

1.5 股权结构稳定, 大股东无股权质押

截至 2019, 实际控制人持股 67.41%。公司股权集中, 是典型的家族企业, 实际控制人为陈湖文、陈湖雄、陈雪玲三姐弟, 三人合计持股 67.41%, 目前不存在股权质押情况, 利于公司稳健发展。晨光旗下的子公司包括晨光科力普、晨光文具礼品、晨光生活馆、九木杂物社、晨光信息科技、晨光佳美文具、晨光珍美、尔雅文化。

根据公司招股说明书, 科迎投资和杰葵投资是由公司管理层和业务骨干持股的企业, 除了陈湖文和陈湖雄外共 70 个合伙人, 持股比例较为均匀, 能够保证公司管理层和业务骨干的稳定性, 并激励管理层。

图 14: 晨光文具主要股权结构



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

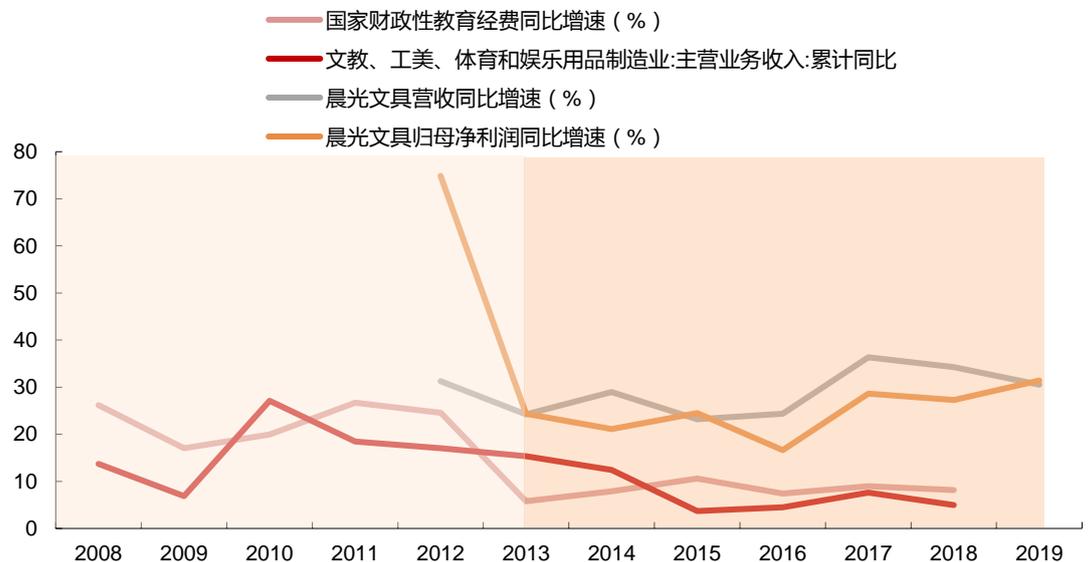
1.6 公司历史业绩及股价复盘

1.6.1 历史业绩复盘

2008-2012：集团化发展阶段，业绩增速迅猛。文具行业处于成长后期，品类不断拓展。这一阶段，公司发展连锁加盟模式，门店迅速发展，加强推广品牌形象与终端渠道的管控。2011-2012年营收增速同比达到30%以上。

2013-至今：开拓B、C端市场，积极探索新零售业务模式。这一阶段，文具行业逐渐趋于饱和，增速放缓。公司尝试开拓新业务，2012年成立科力普办公平台，专注2B端办公业务；2013年成立晨光科技馆，开始探索新零售业务，2017年将发展中心转移到九木杂物社。2012-2019年，营收CAGR28.74%、净利润CAGR24.78%，高于文具行业市场规模6%的平均增长率。

图 15：晨光文具历史业绩复盘



资料来源：wind，西部证券研发中心

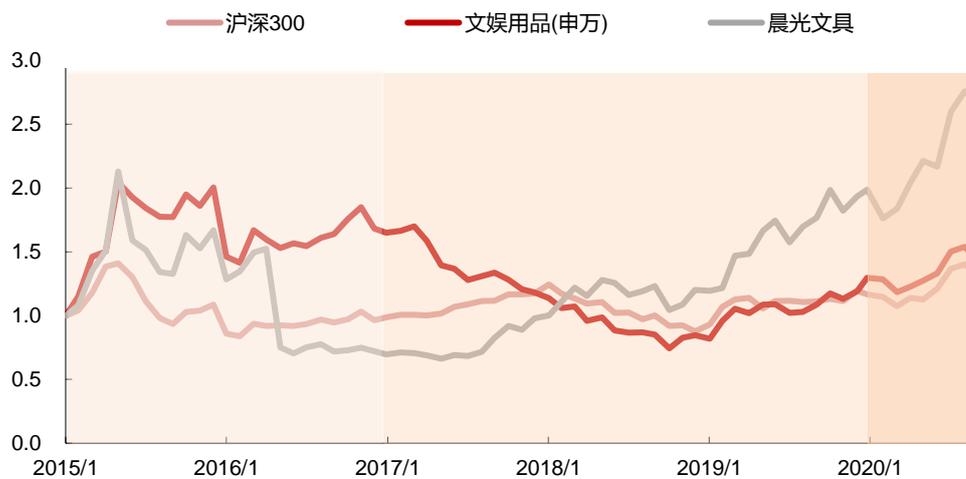
1.6.2 历史股价复盘

2015年1月-2016年12月：上市伊始，股价横盘整理。2015年-2016年受大盘影响，公司业绩虽然有所增长，但是股价处于震荡区间。

2017年初-2019年底：进行销售管控，股价持续上涨。2017年，公司进行销售管控，优化费用，科力普收购欧迪中国，整合办公业务。公司业绩增长带动股价上扬，传统业务和2B端业务快速发展，股价从2017年初的17元上涨到2019年底的48.36元。

2020年初至今：疫情不改龙头上涨趋势。疫情对公司股价造成了一定打压，20年1月-3月受疫情影响需求疲软，公司股价回调。疫情之后复工复学带来需求恢复，股价探底回升，华丽的二季度业绩带动公司股价持续上扬，屡创历史新高。

图 16: 晨光文具历史股价复盘 (累计涨跌幅)



资料来源: wind, 西部证券研发中心

二、传统核心业务：渠道壁垒深厚，产品结构升级提升盈利能力

2.1 传统文具市场空间广阔，行业集中度仍偏低

传统文具行业市场空间广阔。传统文具市场主要包括书写工具制造、文具制造、以及其他文教办公用品制造。从需求端来看，国家不断加大对于教育经费的投入能够直接促进文具行业的发展。持续增长的教育经费支出能够在一定程度上进一步扩大受教育范围和延长个人受教育时间，文具行业尤其是学生文具仍然具有较大的市场需求前景。2018年，我国文具行业市场规模达到170亿美元，2013-2018年CAGR为6.34%，而美国文具市场规模为411亿美元。2018年，国家的教育经费投入为46143亿元，同比增长8.41%。近5年来，我国的教育经费投入增长稳定在8-10%，为文具企业提供了持续增长的需求市场。对标国际情况，以人均书写工具消费情况为例，2018年，中国的人均书写工具消费为2.54美元/年，远低于日本和美国的7.93美元/年和11.57美元/年，如果以日本的消费水平为标准，中国的书写工具市场至少还有75.2亿美元的发展空间。

图 17：2013-2018 年中国文具市场规模



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图 18：2013-2018 年美国文具市场规模



资料来源：世界银行，Euromonitor，西部证券研发中心

图 19：国家教育经费支出持续增长



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图 20：中国人均书写工具消费远小于日本、美国

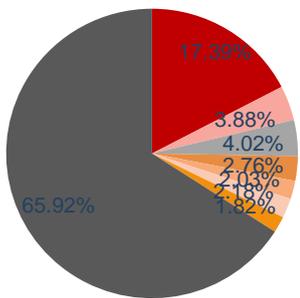


资料来源：世界银行，Euromonitor，西部证券研发中心

文具行业集中度仍然偏低，龙头提升市占率空间大。根据中国制笔协会，截至2016年，中国拥有超过8000家文具生产企业，规模以上企业达1500家，但在众多的企业中，销售额高于1000万元的仅占10%左右，而年销售额达到10亿量级的也仅有4家，分别是晨光、齐心、得力和真彩。细化到书写文具市场的份额占比上，2018年，晨光、真彩、得力三大龙头的市占率合计为25.29%，而美国文具市场在2015年CR3占比就已经达到了54.2%，日本书写工具CR4占比在2017年占比达到68.2%。对标美国市场，中国文具行业的市场集中度还有很大的提升空间。

图 21：2018 年中国书写工具市场 CR3 占 25.29%

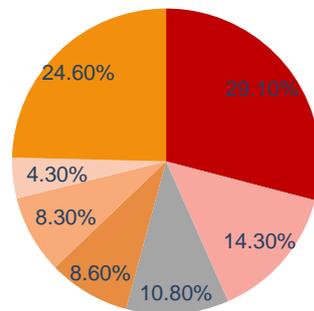
■ 晨光 ■ 真彩 ■ 得力 ■ 温州爱好 ■ 万宝龙 ■ 三菱 ■ 三木 ■ 其他



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 22：2015 年美国书写工具市场 CR3 占 54.2%

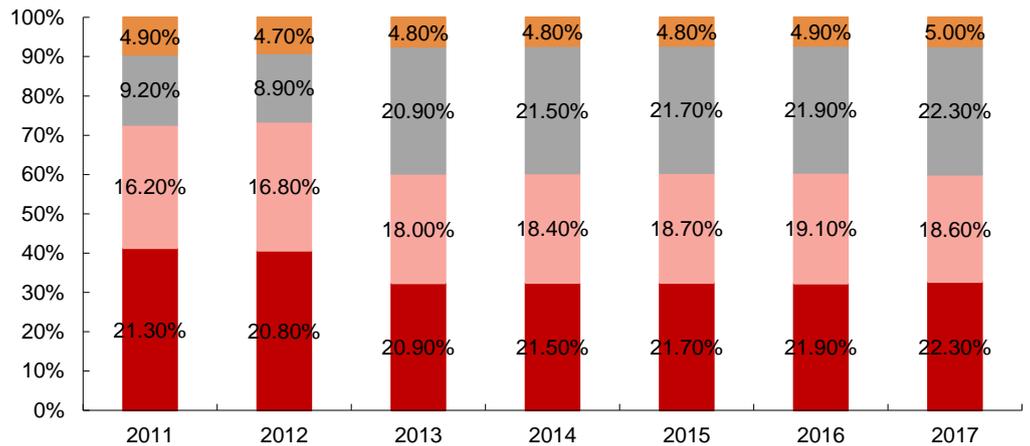
■ Newell Rubbermaid Inc ■ Sté Bic SA
■ Hallmark Cards Inc ■ Private Label
■ Pilot Corp ■ Faber-Castell AG



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 23：日本书写工具 CR4 17 年达到 68.2%

■ 斑马 ■ 派通 ■ 百乐 ■ 三菱



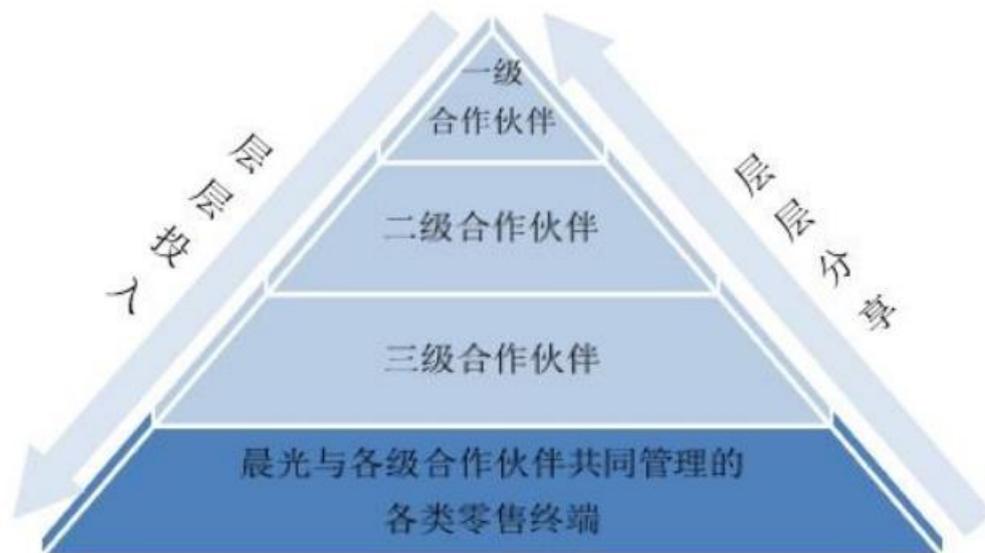
资料来源：前瞻产业研究院，西部证券研发中心

2.2 传统业务渠道形成的壁垒较深，新进入者相对难以超越

2.2.1 各地完善经销商体系重建相对困难

晨光在过去的十几年形成了完善的经销商体系，和各级合作伙伴形成了比较强的联系，建立了金字塔式的营销模式，“**层层投入，层层分享**”的核心理念将晨光文具和所有经销商打造成了一个“**稳定、共赢**”的利益共同体。具体体现在公司实行的区域唯一代理制，公司在每一个区域市场只培育唯一的渠道分销商，投入相应人员、资金、软硬件等资源，做到从上到下“**层层投入**”。改变了快消行业普遍采用的多客户渠道模式。

图 24：晨光文具金字塔式销售体系



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

该营销模式有几个优势：1) “全排他”管理，所有一级经销商只能经销晨光文具产品及公司统一采购的产品。2) “零窜货”管理：选店的时候会做详细评估，窜货一旦发生，会严格停止经销资格。3) KPI 考核：公司对经销商每年都设立严格的 KPI 考核，主要指标包括：进货额考核，市场检查，专项工作，团队建设。4) “标准化”价格体系：公司对一、二、三级经销商的购销价格标准进行统一管理，以确保各级合作伙伴实现在分销体系中稳定的收益。

稳定、深度分销的渠道体系难以复制：晨光经过多年的营销网络的深耕建立起中国最大的分销系统，新进入者难以在短期内建立成熟的营销渠道。国内文具渠道以个体商贩及小型销售公司为主，市场上构建和完善覆盖范围广泛、物流高效和信息化管理的批发、零售体系需要投入大量的资金，并且管理维护难度高，人员素质要求严格。

2.2.2 全国庞大校园门店终端网络形成壁垒

根据调研结果，截至 2019 年底，公司在全国拥有 38 家一级合作伙伴、1300 家二、三级合作伙伴，在全国校边商圈覆盖率高达 80%。全国整体文具的零售终端为 18 万家，平均每 10 家校边终端文具店就有约 4 家属于晨光文具零售终端，形成了坚固的行业进入壁垒。

表 1：晨光文具门店数量逐年增加

门店数量	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
样板店门店	41562	46537	47877	51393	54779	54469		55000	70000 (含高级样板店)
高级样板店	4089	5171	6094	7254	8464	7872		8000	

加盟店	1670	3030	3882	4826	5345	7412		约 8000	9200
办公店							3013	约 4300	5000
合计	47321	54738	57853	63473	68588	72766	75000+	76000+	84000+

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

晨光在经销商和门店数目上都高于可比同行。齐心计划每年拨款 1000 万对约 300 家经销商进行门店的改造，而晨光每年光对办公店的改造数量就超过了 1000 个，拨款力度远超齐心；经销商毛利和净利上也具有优势。

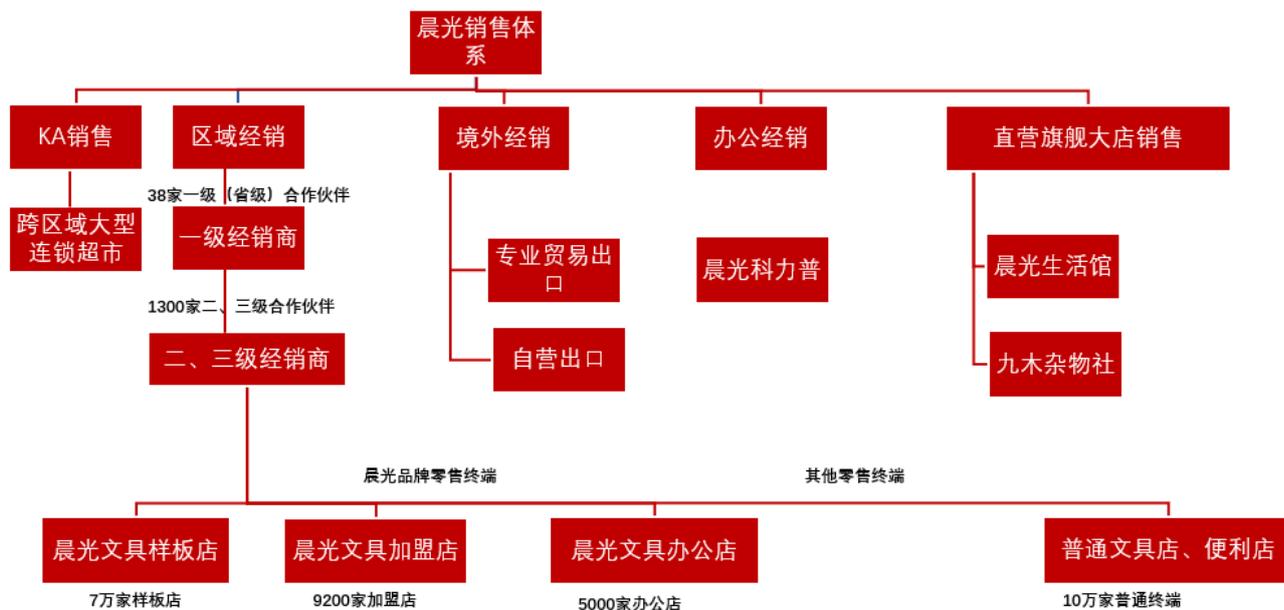
表 2：晨光与可比公司经销数据对比

	晨光	齐心	得力	真彩
经销商数量（19 年）	1300+	200+	600+	
门店数量	84000+（2019 年）	约 6000 家（2019 年）		6000 多家（2015 年）
经销商毛利率（估测）	20%	10%-20%	15%	
经销商净利率（估测）	10%		6%-7%	

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

在经销渠道上运营多年，晨光做学生文具时非常注重样板店、品牌店和加盟店，积累了品牌形象，积累了许多优质客户，包括从得力和齐心挖来的客户。齐心在前几年因为试图去掉中间商这一错误战略目标使得许多中间商离心，这也为晨光带来了许多优质客户。公司终端网点分为样板店、加盟店和办公店三类，正是因为晨光文具对门店的不同要求和差异化标准，才能打造层次鲜明的校园渠道网络。

图 25：晨光文具销售体系（门店数量为 19 年底数据）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

样板店并无强制性晨光产品排他要求，允许晨光产品与其他品牌文具无差别排列。

加盟店的筛选较为严格，通常是在样板店的基础上，挑选商圈生意最好的前三名店面进行改造，

对竞争产品有严格的排他性。加盟店总部投入资源较多，这一系列的帮扶，保证了门店的利润率，加盟店整体销售额提升幅度在30%以上，净利率能达到20%左右。

办公店跟传统校区周边门店差异比较大，办公门店之间面积差异也较大，单位团购占办公店销售额80%以上，主要满足当地中小型企业的办公用品采购需求。公司目前拥有办公店5000家，未来3年计划每年实现1000家办公店更换门头，选择办公店时主要考察位置和商圈。

表 3：晨光文具零售终端门店合作模式

门店数量	样板店	高级样板店	加盟店
盈利情况	单店盈利能力强于普通文具店	单店盈利能力强于标准样板店	单店盈利能力最强
产品排他	无强制性产品排他要求	部分产品排他要求	与晨光特许经营商品相同或类似竞争性产品全排他，文具销售要占比70%以上
服务支持	培训经验技能，门头装修，传授产品搭配，货架合理摆放等经营经验，一般不提供货架等硬件支持	培训经验技能，传授产品搭配，货架合理摆放等经营经验，通常提供货架等硬件支持	“六个统一”要求，培训、装修、货柜等服务支持，公司收取加盟管理费
装修费分担	公司统一装修标准，公司投资1500元，其余由经销商和店主共同承担	公司统一装修标准，公司投资1500元，其余由经销商和店主共同承担	公司出具统一装修标准，一家店2万的投资标准，公司投入1.5万，多余部门由一级经销商列入待摊费用，按照合同期限分摊
店铺形象			

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

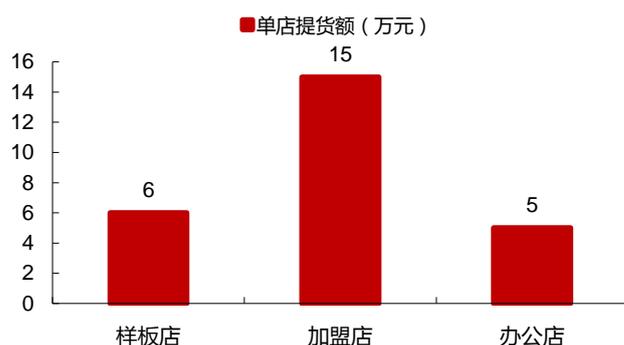
终端门店数量增长有限，单店提货额仍有提升空间。晨光文具在经历了终端门店的高速扩张时期之后，近年来门店数量稳定在8万家左右，门店数量触及天花板，晨光转而寻求单店销售额的增长。2011年-2019年晨光单店提货额从3.01万增长到7.74万，CAGR达到12.53%。据公司公告，2019年晨光加盟店的单店提货额（15万）是样板店（6万）的2.5倍，能带来比样板店和办公店更多的销售额。招股书显示，加盟店升级完成第一年，公司加盟店的单店年销售收入相比样板店一次性增长4.83万元。2020年H1晨光加盟店占比不到总门店的12%，未来在总门店增长有限的情况下，随着样板店的加盟升级，公司传统渠道业绩有望继续增长。

图 26：晨光单店提货额不断提高



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 27：2019年晨光单店提货额细分情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2.3 精品文创和儿童美术赛道有望提升客单值和利润率

2.3.1 丰富产品品类，加大精品文创重视程度

晨光文具作为学生文具龙头制造企业，目前从大众刚需制造型企业向文化创意空间、产品升级、品牌升级端去延展，一方面公司开始探索零售大店“晨光生活馆”的精品文创业务模式，另一方面公司注重线上发展，建立线上销售体系拓展精品文创。目前精品文创与大众品类有一定的交叉，大概需要3到5年时间，才能够最终把定位和产品线确定下来，但是公司将其单独列出来作为一个赛道发展，足以说明对其重视程度，在未来5年精品文创会是非常重要的一个战略发展。通过打造精品文创专区，提升精品文创单店销售，在全国范围拓展精品文创渠道，扩大公司在精品文创市场的占有率。

图28：晨光精品文创专区



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司传统文具销售主要聚焦学生文具和书写工具，自17年开始加强精品文创、办公文具和儿童美术产品的渗透，17年传统文具销售实现接近20%的增长。通过丰富产品品类，加大新品开发力度，一方面带来销售增量，一方面实现产品升级，有望实现量价齐升推动传统业务持续增长。其中精品文创最核心的两个品类为书写工具和抄本，在整个精品文创赛道里面，书写工具占到40%，抄本占到30%，占总体的70%，剩下的品类总计占比30%。

2.3.2 高客单产品有望提升利润率

精品文创的产品研发和传统学生文具、办公文具研发相似，但有分别的独立不同的研发团队来完成。作为晨光的首创模式，在每年9-12月份的节日礼品旺季，精品文创具有礼品性质，这一期间是精品文创的销售窗口期，公司将该窗口期定义为礼物季，精品文创的推广可以拉动整体销售，以爆款带动整体品类，聚焦重点品类，升级产品结构，完善精品文创产品布局，扩充高价值产品线。公司采取如下行动：10月份总部发货，11-12月各门店进行销售，以新品为依托，推出15个系列产品，推出新IP，打造符合季节特点、礼品属性的系列精品文创产品，预计共推出约100个新品，这些高客单价的产品有望实现精品文创销售增速达到35%。

晨光的普通中性笔售价3元，而高端中性笔能卖到9元，高价值产品的引入有利于客单价的提升、毛利的改善。而儿童美术、精品文创赛道的单品大幅高于大众产品，通过赋予产品内容和情感，不断推出迎合客户的多元化产品，不断优化升级。

图 29: 晨光 X-MAX 系列中性笔售价 3 元



资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

图 30: 晨光中性笔优品系列 AGPJ2001 售价 9 元



资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

图 31: 晨光 RP 手提盒丝油画棒 36 色 AGMY3304 售价 35 元



资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

图 32: 晨光文具集客文具套装售价 129 元



资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

三、办公直销科力普：成长空间巨大，龙头市占率有望提升

3.1 大办公万亿市场打开新的增长空间

3.1.1 大办公市场空间大，规模稳步增长

受益于国家政策的大力支持，B2B 办公物资迎来快速发展，据中国产业信息网，国内大办公文具（包括办公家具、器材等）2019 年市场规模 2.07 万亿，预计未来 3-5 年复合平均增长率约 9%，2020 年预计市场规模为 2.26 万亿，而到 2022 年，这一规模有望达到 2.7 万亿元。2018 年，政府采购总计投入 35861.4 亿元，同比上升 11.67%，占 GDP 比重也从 2017 年的 3.9% 提升到 4.0%。

表 4：大办公涵盖种类多样

主要种类	细分种类	主要商品品类
消耗类办公用品	办公耗材	打印机/传真机耗材、复合机耗材、印刷机耗材等
	办公文具	本册纸品、文件管理、财务行政用品等
	办公用纸	打印纸、复印纸、艺术纸等
资产设备类办公用品	办公设备	打印机、复印机及印刷机、财务设备、会议设备等
	电脑及配件	电脑整机、外设产品、网络设备等
	办公电器	生活家电等
	办公家具	储物柜、桌台、座椅等
	数码通讯设备	影像设备、影像配件、通讯设备等
员工福利产品	福利定制	办公礼品、节庆礼品、印刷品等
MRO 工业品	MRO 标准产品	电气设备、仪器仪表、照明设备、安防用品、消防工具等

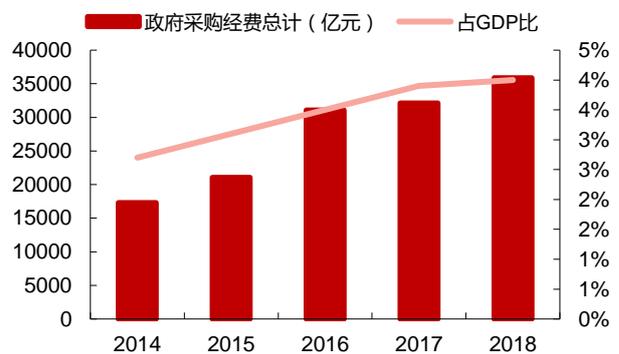
资料来源：中国产业信息网，西部证券研发中心

图 33：大办公市场规模达万亿



资料来源：中国产业信息网，西部证券研发中心

图 34：政府采购经费支出及其占 GDP 比逐年上升



资料来源：财政部，西部证券研发中心

3.1.2 央企和大型企业集采透明化趋势明显

随着我国政府、事业单位和国有企业相继在全国范围内进行公开透明的集采招标，筛选合适的办公用品供应商，同时线上化电商平台的运用可以很好地解决低效率、透明度低和价格高的问题，我国采购电商化趋势明显。根据工信部统计，通过开展集采，成本可以下降 20%；政府

及国企等政府每年政府采购额达千亿级别，在当前财政承压背景下，集中采购正逐步成为政府和央企的主流模式。目前我国年采购规模在 50 亿+的央企与大型企业至少有 200 家，目前每年都会有 2-3 个规模接近百亿的项目释放出来。央企与大型企业的采购市场在万亿级别。

表 5：直销渠道客户群庞大

客户类型	客户数量
省、地市及政府机构	250+
央企	96
大型金融机构	30+
大型军区、军工企业	50+
区域性大企业	10000+
中小企业	2800 万+

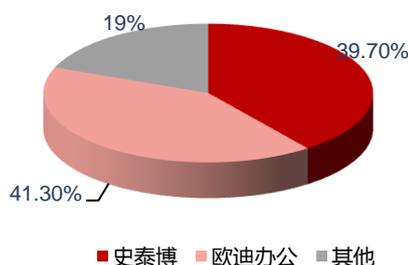
资料来源：中国产业信息网，西部证券研发中心

3.1.3 龙头企业市占率低，行业集中度有待提升

目前国内办公直销行业尚在发展初期，主要的供应商可分为国产文具企业、海外办公直销企业及电商平台。其中国产文具企业包括晨光科力普、齐心集团、得力文具，海外企业主要是史泰博和欧迪，电商平台有京东企业购和苏宁等。对标海外，美国办公两大龙头史泰博、欧迪占据 81% 的市场份额，国内行业较为分散，CR3 集中度不足 1%。

同时，2B 端的办公直销业务对企业的供应链整合和综合服务能力要求较高，有一定的行业门槛。目前国内年销售额达到 10 亿元以上的办公企业仅有晨光文具、得力文具、齐心集团、京东、苏宁等少数，大多数企业的规模化、专业化水平较低，供应链整合能力和综合福利能力较弱。因此我国办公市场企业规模、专业化程度及市场集中度都有待提升。

图 35：北美办公市场 CR2 为 81%



资料来源：中国产业信息网，西部证券研发中心

3.1.4 龙头企业相比小供应商与电商平台竞争力强，市场占比有提升空间

小供应商品类不全、性价比不高、系统对接能力有限、资质不足。小供应商对接商品能力有限，品类丰富程度不够，增加采购程序；同时由于生产能力有限，规模效应小，大部分小供应商的产品性价比不够；另外，越来越多的客户将采购系统化，需要对接财务、供应链等系统，小供应商无系统对接能力；最后，在国家政策推动下，采购更加公开透明、科学规范，部分中小企

业因为规模、资质等原因将无法参与政企公开招标。

电商平台的非标准化能力不强、服务性不够，更适合中小企业客户。电商平台由于 2C 端意识占主导地位，在 2B 端的服务上非标性不够，对客户的账期、供应链等方面的非标需求无法满足，因此对大客户吸引力不足。

从龙头企业的规模来看，2018 年我国办公文具龙头晨光文具（科力普）、齐心文具和得力集团的 B 端办公集采业务每一家销售额都在 40-50 亿左右，营业合计仅 150 亿元，相对于行业规模而言市场占有率仅在 0.79% 左右。根据中国产业信息网，2016 年美国市场的欧迪办公、史泰博在办公用品的市场份额已分别达到 41.3%、39.7%，相比之下，我国办公文具的行业集中度有很大的提升空间。随着灰色地带阳光化这个必然的趋势，龙头企业的核心竞争力会进一步凸显，行业集中度有望提升，龙头企业将享受行业增长与市场比提升的双重红利。

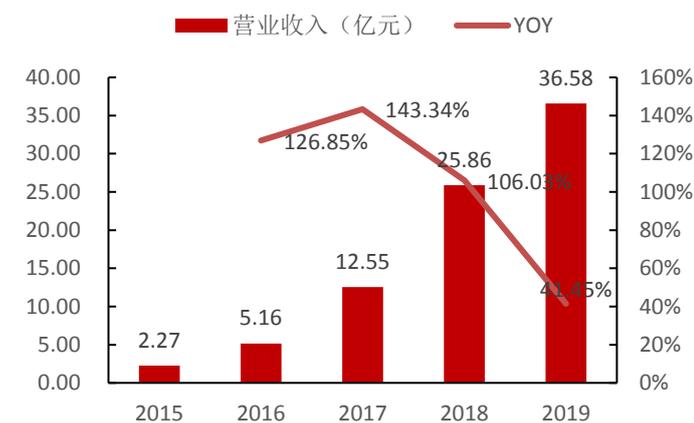
3.2 科力普办公平台成长空间巨大

3.2.1 科力普业务高速增长

科力普的办公直销业务 2016-2018 年连续三年收入呈翻倍增长趋势，2019 年增长 41.45%，当前科力普主要是为政府、企事业单位、世界 500 强企业提供高性价比办公采购一站式服务，持续推动大客户业务，19 年第三季度科力普中标中国移动等大型办公集采招标，在办公直销市场的占有率和品牌影响力进一步体现。同时加大对中小企业的覆盖，19 年下半年科力普推出针对中小型企业的采购平台——科力普省心购，为未来业务持续保持高速增长奠定坚实的基础。

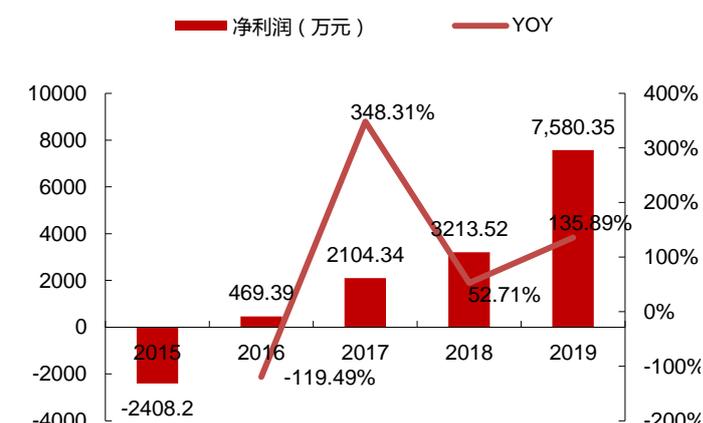
科力普收入及净利润快速增长。一方面借助行业红利，另一方面对自身产品和服务质量的提升稳步推进，2019 年科力普实现收入和净利润分别为 36.58 亿、0.76 亿。

图 36：2016-2018 年科力普营业收入实现翻倍增长



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

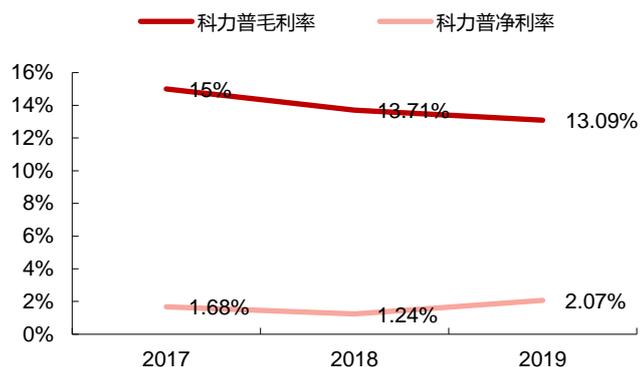
图 37：2016-2018 年科力普净利润逐年增加



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

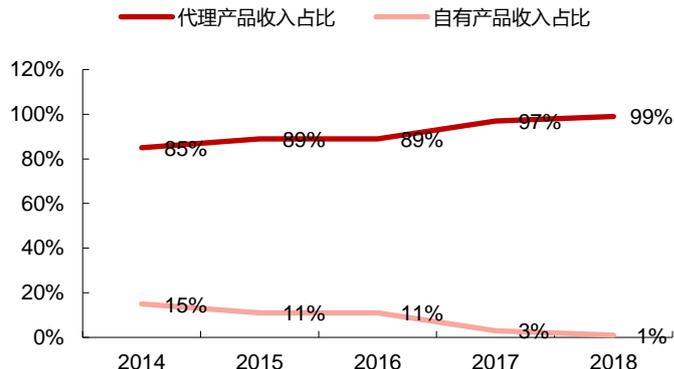
科力普的毛利率近三年呈下滑趋势，主要系产品品类增加，但是新增产品品类未形成规模集采效应，另一方面，科力普的产品自有品牌占收入比偏低，导致毛利率较低。科力普的自有品牌占比有待提升，这也是提高其毛利率的重要途径。净利率方面，2019 年科力普实现了净利率的提升，但 2019 年整体偏低，仅为 2.07%，随着办公集采的规模效应逐步显现以及自有品牌销售占比逐步提升，净利率有望提升。

图 38：2017-2019 科力普毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 39：科力普自有产品收入占比有待提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

科力普的净利率以及净资产周转率近年来稳步上升，带来 ROE 的提升，2019 年科力普 ROE 达到 24.96%，较去年 17.88% 增长明显，在 2019 年净资产周转率有所下降的背景下，2019 年 ROE 提高主要得益于净利率的上升，未来 ROE 的增长主要依靠净利率的提高。

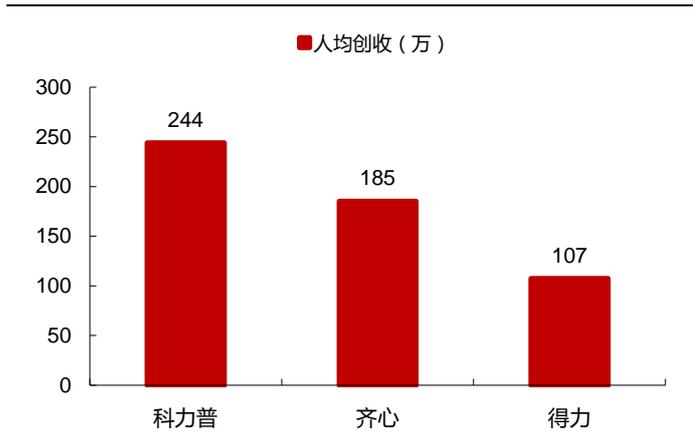
图 40：科力普 ROE 不断提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

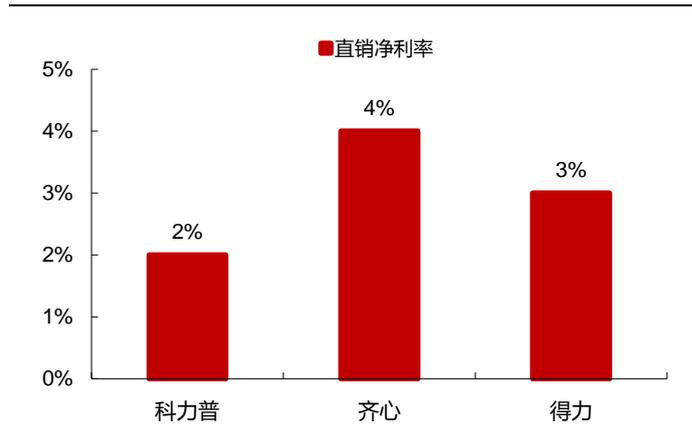
2019 年科力普人均创收超过 240 万元，高于可比同行齐心的 185 万和得力的 107 万，人均工资较可比同行高 30%，人员增长低于业务增速，人效持续提高。直销净利率方面，科力普（2%）低于可比同行齐心（4%）和得力，行业平均值为 2%-3%。未来随着对费用管控的优化以及办公直销业务的扩张，科力普净利率有望提升。

图 41: 2019 年科力普与可比同行人均创收对比



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 42: 2019 年科力普与可比同行净利率对比



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

3.2.2 中标中石油、中移动集采项目, 客户群不断扩大

在过去几年中, 晨光科力普顺应政府采购阳光化、公开化、透明化的要求, 也基于企业提高采购效率, 降低非生产性办公及行政用品采购成本的需求, 办公直销市场继续蓬勃发展。科力普不断加大政府订单的持续落地, 大型政府客户成功入围。预计 2020 年晨光科力普业务有望持续壮大, 市场份额进一步提高。

表 6: 科力普主要中标客户

科力普客户	2015	2016	2017	2018	2019
政府	上海市政府采购、广东省政府采购、北京市市级行政事业单位	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、安徽省政府采购、武汉市政府采购、长沙市政府采购、连云港市政府采购	上海市政府、天津市政府、成都市政府、深圳市政府、福建省政府	中央政府、国税总局、深圳市政府	山西省政府、辽宁省政府、吉林省政府、重庆市政府
央企	宝钢集团、中国石化、东方航空	中国电子科技集团、国家电网投资集团、南方航空	国家电网、中国石化、上海航空公司、南方电网、中国联通、中化股份、中国电信、上海分公司、河南分公司、中国移动、英大商务公司	南方电网、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	中国移动、中国联通、中国邮政集团
金融客户	招商银行、浦发银行	工商银行、国投瑞银、交通银行、渣打银行、中国人寿、中欧基金	招商银行、中信银行	中国邮储银行、中国建设银行、中邮保险、广州农商银行	中国银联、中国工商银行黑龙江省分行、招商银行
500 强	华为	强生(中国)、德尔福	海南航空、耐克公司		西门子(中国)医疗系统集团、TCL 集团股份有限公司、壳牌华北石油集团有限公司
中间市场	万科集团、绿地集团	新希望集团、天地华宇	金科地产、万科物业、特斯拉		默沙东(中国)投资有限公司、上海盒马网络科技有限公司、德勤华永会计师事务所

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

我国办公用品市场参与者主要有国外办公文具龙头(史泰博等)、传统办公文具企业(科力普、齐心文具、得力文具)、零售平台(阿里、苏宁、京东等)。对比之下,国内传统办公文具企业在产品品类、服务上更具优势,零售平台主要面向2C端,2B端的个性化服务能力有限。2B端市场主要参与方以得力、齐心、科力普为主,三者各方面相差甚微,且新进入者由于需要完善的产品品类、发达的配送网络,壁垒较大。因此判断未来办公直销市场集中度将不断提高。科力普未来需要更加注重对自有品牌的投入。

表 7: 办公用品企业对比

	科力普	齐心集团	得力办公	阿里、京东、苏宁	国外企业
商业模式	制造经销+部分集成	制造经销+ 部分集成	制造经销+ 部分集成	主要是经销	供应商集成
主要客户	政企客户、中小企业	政企客户	政企客户	消费者、政企客户	跨国公司的国内部分
优势	产品品类丰富、 客户资源丰富、 深厚的品牌底蕴	产品品类丰富、 客户资源丰富	品牌优势、服务能力强、 客户资源丰富	产品品类丰富、供应链管理体系优势、 物流配送优势	供应链管理体系优势、产品品类丰富、 经营管理经验丰富
劣势	自有品牌占比偏低	自有品牌占比偏低	管理效率有待提升	B2C 为主, B2B 有待加强	开拓国内市场尤其是政企存在困难

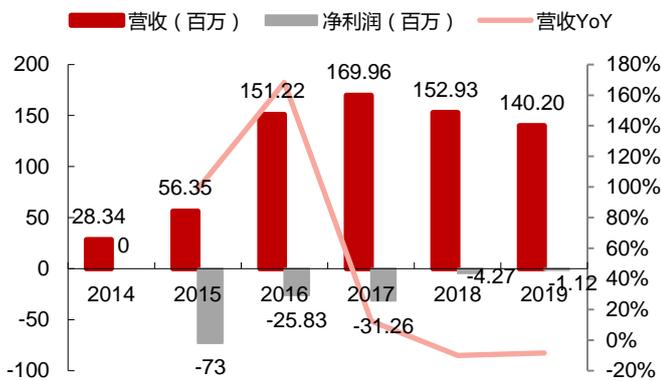
资料来源:公司公告,西部证券研发中心

四、新零售业务模式逐渐成熟

4.1 晨光生活馆注重门店效率，打造文化时尚购物场所

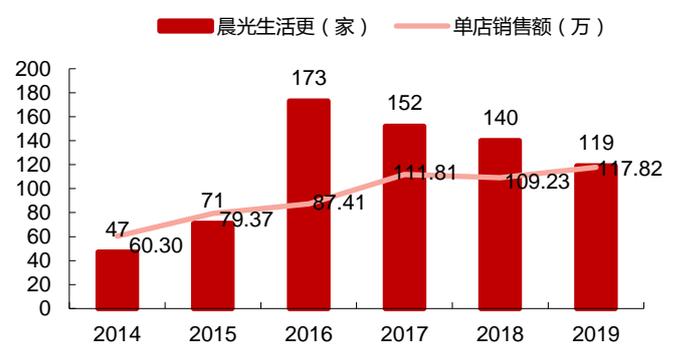
晨光生活馆成立于2013年，定位直营旗舰店，是在传统店面的基础上进行的升级尝试。最初采取在新华书店内开设店中店的形式，主要目标是对接学生群体，迅速提升品牌知名度。2015年进入生活馆2.0时代，规模扩张、注重坪效提升，销售规模迅速提升。2017年以后零售大店发展重心转向九木杂物社，生活馆的营收开始下滑。生活馆更加注重单店效率的提升，更加注重存量的整合，2019年净利润亏损112万，亏损收窄，即将到达盈亏平衡点。单店销售额方面，从2014年的60.3万到2019年的119万，上升明显。

图 43：晨光生活馆收入和净利润情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 44：晨光生活馆单店销售额不断提升



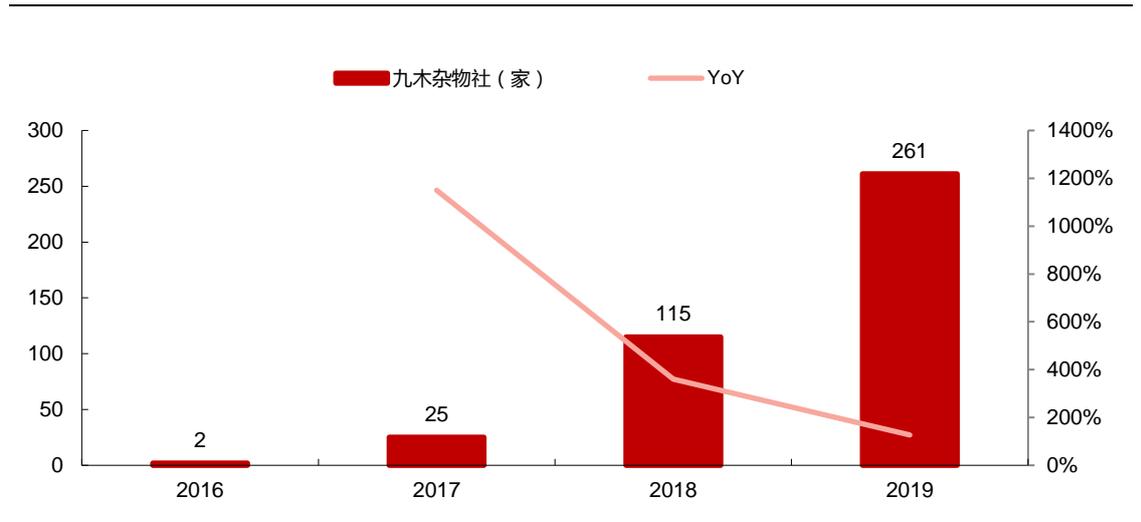
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

4.2 九木杂物社商业模式逐渐成熟，打造品牌形成核心竞争力

九木杂物社商业模式逐渐成熟，加盟开店速度加快，一方面落实公司文创升级战略，另一方面正在成为未来新的业务增长点。相比于其他文创店，九木杂物社更有品牌优势，加盟资源来自总部资源，以及其他品牌资源挖掘。加盟资金的投入也是公司和代理商联营模式，在二线城市，公司投入60%，代理商40%，二线城市以下，公司投入65%，代理商投入35%，整个店的前期投入达到70万。截至2019年，九木杂物社在全国已开店261家，已进驻51个城市，加深一二线城市渗透，范围覆盖全国大部分区域城市，未来两年均是九木渠道快速扩张的阶段。

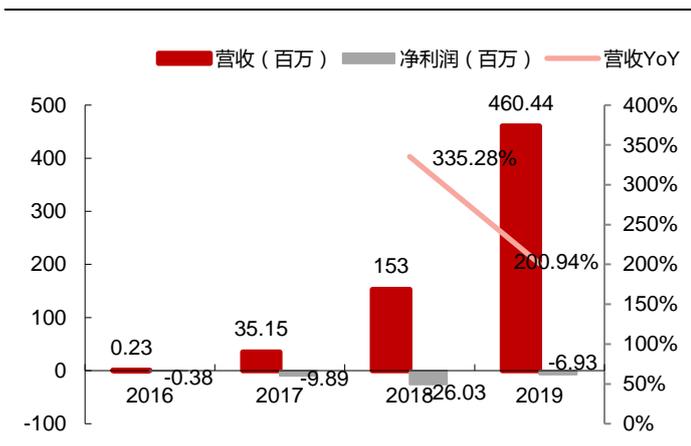
九木杂物社销售量最好的品类中，文创和手办占40%，电子及生活产品占10%，其中5-6%都是自主生产，未来将会不断的从渠道力转向品牌力，最终构建核心竞争力。2017年晨光将零售大店重心投入到九木杂物社之后，九木杂物社开始快速扩张，门店数量快速增长，2019年达到261家，净增146家。净利润亏损幅度2019年有所收窄（-693.11万），即将达到盈亏平衡。单店销售额整体呈上升趋势，2019年单店销售额176.41万，同比增加32.6%。文创业务盈利拐点即将到来，文创业务的发展前景可期。

图 45：九木杂物社开店速度加速上升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 46：九木杂物社收入和净利润情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 47：九木杂物社单店销售额不断提升



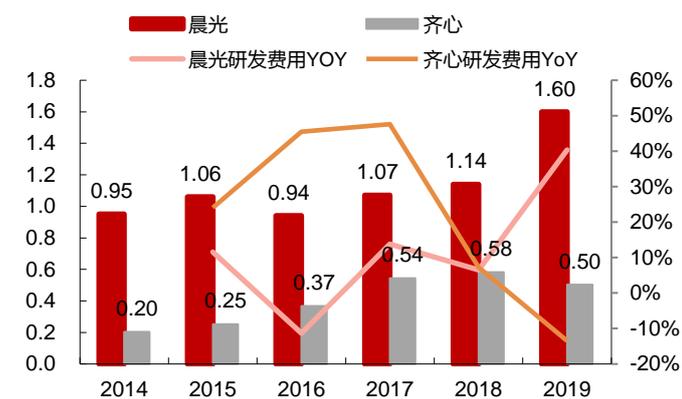
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

五、自主研发掌握核心技术，业绩表现优异

5.1 自主研发，实现全产业链布局

文具行业是竞争格局非常分散的行业，面对业内大量的竞争对手，在多年的规模化生产和技术研发的推动下，公司已掌握书写工具的核心技术：笔头、油墨及其匹配技术。并且研发费用的投入在逐年上升，优于齐心集团。这造就了公司在产品质量和创新方面遥遥领先。细分来看，公司更加注重产品的外观设计专利。

图 48：晨光研发投入具有可比优势



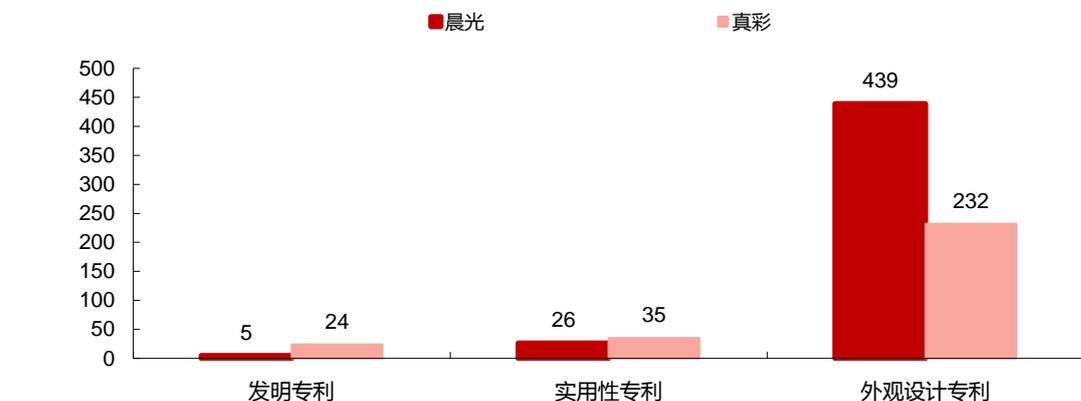
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 49：晨光文具新品研发数量不断上升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

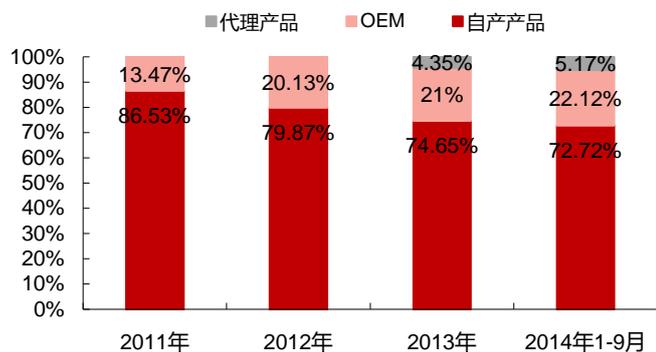
图 50：晨光外观设计专利领先



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

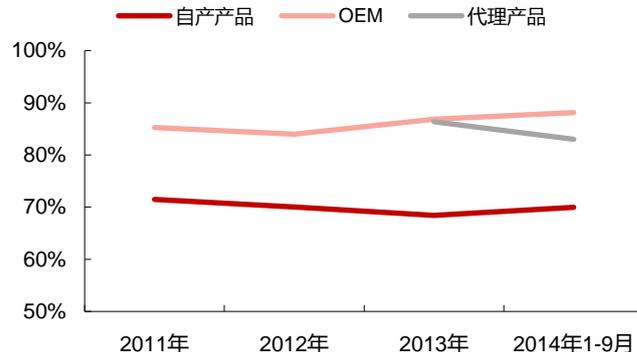
晨光目前已经掌握笔头、墨水及其匹配的核心制造技术，从成本结构来看，笔头和墨水的成本占比 11.26%和 9.96%，意味着公司对上游供应商的依赖性降低，且受进出口政策的影响减弱，保证原材料稳定供应，具有较强的自主研发能力，能够更好的控制成本，产品自给率高，具有较强的市场价格竞争力。

图 51: 晨光文具自产产品销售收入占比最高



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 52: 晨光文具自产产品销售成本率不断降低



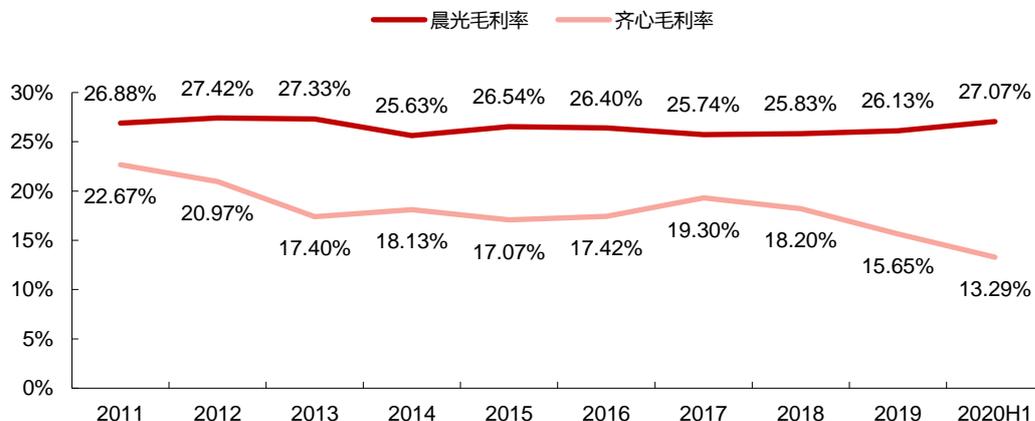
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

5.2 财务表现优异, 盈利能力强劲

5.2.1 毛利率和净利率, ROE同行业领先优势

晨光与真彩的毛利率均在 27%左右, 齐心毛利率从 2011 年的 22.67%下滑至 2020 年 H1 的 13.29%, 可能系公司营业成本上升或品牌溢价降低导致; 且总体水平位于晨光与真彩下方, 由于齐心主营业务主要成分为 ToB 办公用品及设备, ToB 办公用品及设备市场的低毛利模式使齐心的毛利率长期处于较低水平。

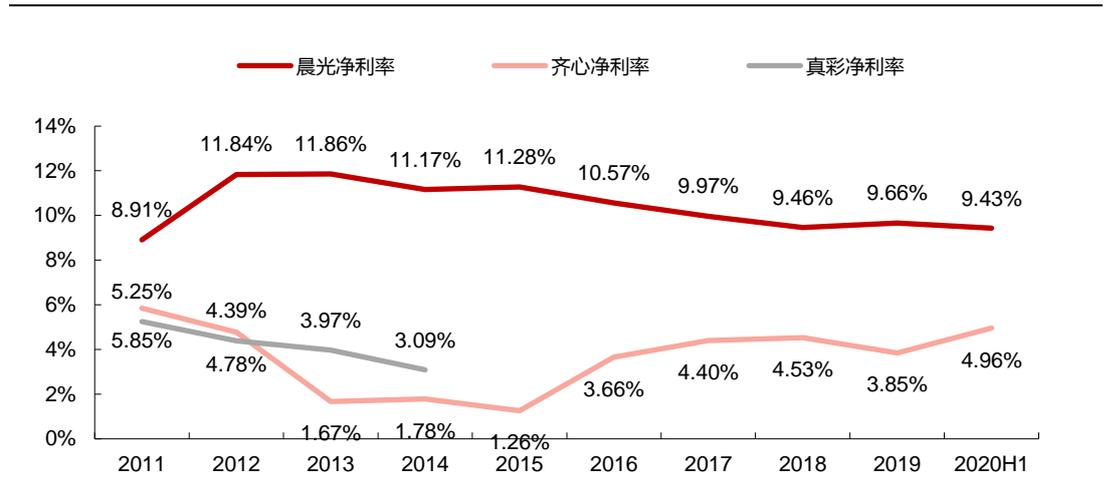
图 53: 晨光、齐心、真彩毛利率对比



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

晨光文具净利率基本维持在 10%左右的水平, 齐心与真彩的净利率基本在 5%以下, 结合毛利率来看, 晨光与真彩毛利率相近但净利率大大高于真彩, 可见晨光的费用控制优于同行公司; 齐心近年来净利率有所上升, 说明公司期间费用得到有效控制。

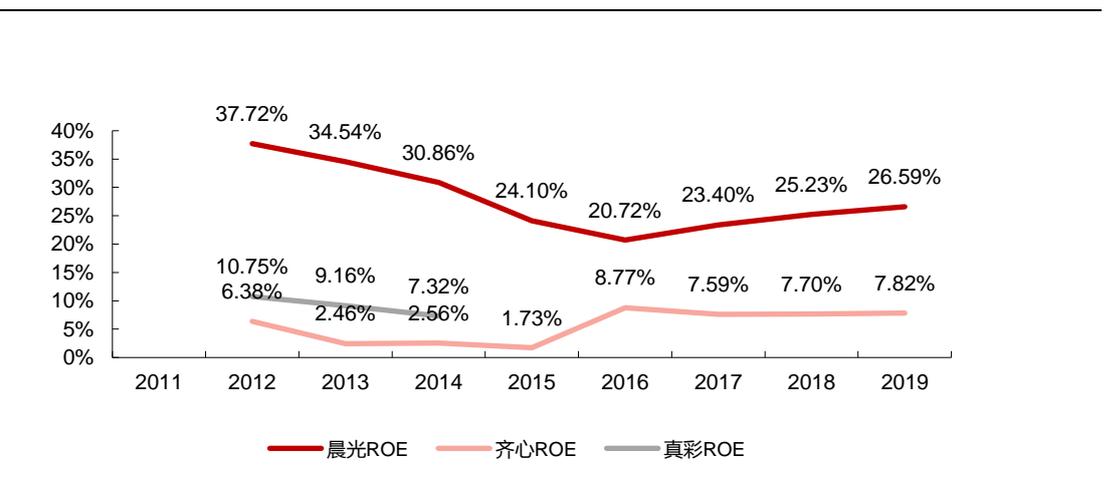
图 54: 晨光、齐心、真彩净利率对比



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

晨光文具 ROE 显著高于同行可比公司真彩与齐心, 近年来一直保持稳步上升的态势, 展现了良好的净资产盈利能力。由对晨光与齐心 2018 年及 2019 的 ROE 杜邦分析可以看出, 在齐心的权益乘数更高的情况下, 晨光的净利率、总资产周转率大幅高于齐心, 从而在低杠杆水平下, 通过公司更好的盈利能力与运营能力实现了更高的 ROE 水平。

图 55: 晨光、齐心、真彩 ROE 对比



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

表 8: 2018 与 2019 年晨光与齐心杜邦分析对比

	2018		2019	
	晨光	齐心	晨光	齐心
净利率	9.45%	4.52%	9.51%	3.85%
总资产周转率	1.70	0.72	1.68	0.80
权益乘数	1.57	2.37	1.66	2.54
ROE	25.23%	7.70%	26.59%	7.82%

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

5.2.2 晨光文具营运能力强劲，显著高于同行

应收账款周转率高于同行。对比齐心与真彩，晨光应收账款周转率从前几年的高比率逐步下降，但仍高于同行，维持了较健康的应收账款规模，有效降低坏账费用。从应收账款账龄结构来看，2018年晨光文具账龄1年内的应收账款占账面余额比例为98.89%，总体坏账准备为1322.57万元，占营收0.15%；齐心账龄1年内的应收账款占账面余额比例为93.98%，总体坏账准备为2223.31万元，占营收0.52%，可见晨光文具的管理应收账款能力显著强于同行公司。

表 9：晨光、齐心、真彩应收账款周转率对比

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
晨光	35.76	53.15	55.83	49.09	35.37	20.03	13.36	12.14
齐心	6.97	5.66	4.67	4.97	9.67	8.46	6.06	4.13
真彩	11.13	10.48	8.83	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

存货周转较快，晨光的存货周转率多年来一直维持在5-6的水平，对应存货周转天数为50-60天，保持一个健康、可持续的发展趋势；齐心近年来存货周转率保持上升趋势，从2012年的6倍上升至2019年的18.7倍，与其文具业务转型以及增加软件业务相关。真彩的存货周转水平明显低于行业水平，存货积压较为严重。

表 10：晨光、齐心、真彩存货周转率对比

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
晨光	5.35	5.17	4.77	4.57	4.96	5.88	6.61	6.80
齐心	6.00	6.59	6.51	6.37	10.69	11.16	12.8	18.70
真彩	2.70	2.05	2.15	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

新业务开拓一定程度上拖累总资产周转率。在2012年至2019年的时间区间内，晨光的总资产周转率呈下降趋势，这与扩展新业务，开设晨光生活馆、九木杂物社，从而需要加大固定资产投资与营运资本投入有较大关联。但仍高于齐心与真彩，反映晨光每单位营收所需的运营资本水平低于同行，运营能力强于同行。

表 11：晨光、齐心、真彩总资产周转率对比

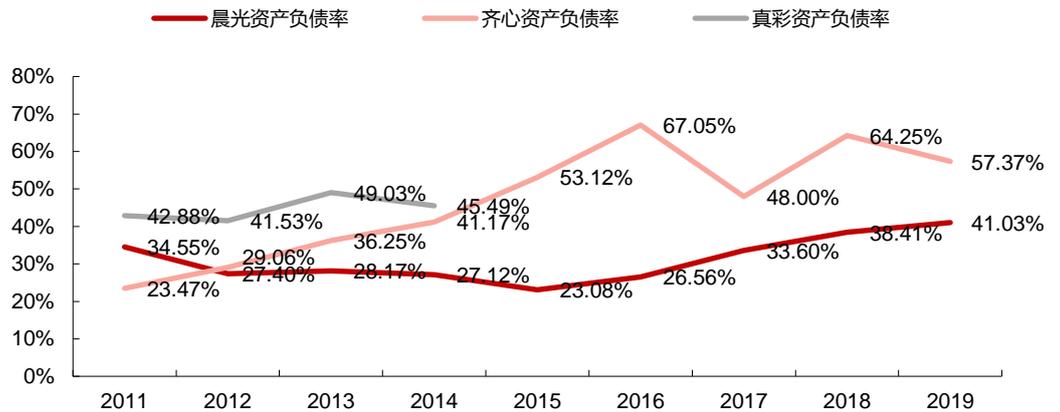
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
晨光	2.21	2.1	2	1.61	1.47	1.63	1.7	1.68
齐心	0.98	1	0.88	0.72	0.92	0.75	0.72	0.80
真彩	1.42	1.25	1.25	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

5.2.3 资本结构合理，偿债能力较强

晨光的资产负债率近年来有所上升，但一直维持在较低水平，经营杠杆较低，偿债压力较小；齐心与真彩资产负债率水平基本高于晨光，结合财务费用来看，晨光2011至2019年三季度财务费用均为负值，晨光的还本付息压力也小于齐心与真彩。齐心通过提高经营杠杆实现了更高的回报率，但公司面临的经营压力与风险也大大提升，晨光在资产负债率这一方面表现更加稳健。

图 56：晨光、齐心、真彩资产负债率对比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

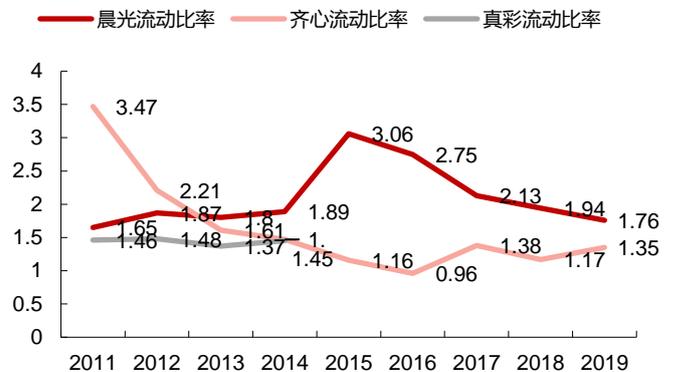
晨光在 2011-2014 年期间速动比率水平较低,但流动比率大于 1.5,可见是由于存货较多导致,但近年来晨光速动比率大幅上升,流动比率也有小幅提高。据 2019 年年报,晨光速动比率为 1.30,流动比率为 1.76,可见相对流动资产,存货与流动负债规模均有下降,具有很强的偿债能力。齐心的流动比率与速动比率保持下降趋势,近年来趋缓,可见在分析期间内存货规模与流动负债持续上升,这与公司开展主营业务大部分为 ToB 办公直销也有一定关系,但速动比率与流动比率始终保持在健康的区间内,公司的偿债能力仍有保障。

图 57：晨光、齐心、真彩速动比率对比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 58：晨光、齐心、真彩流动比率对比

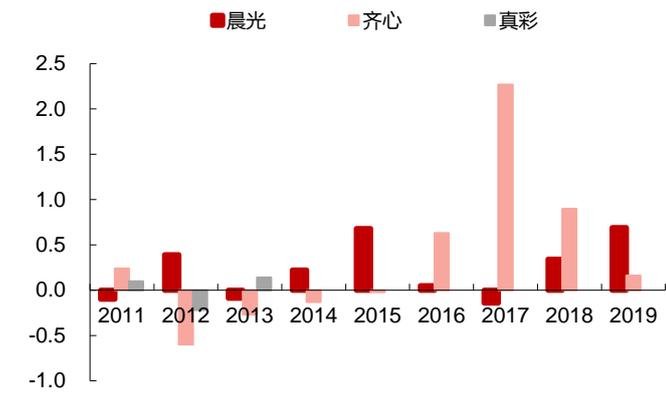


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

5.2.4 现金流稳定，盈利质量高

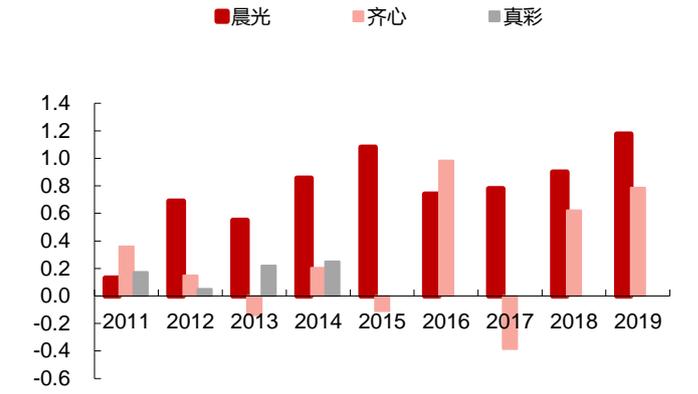
总体而言,晨光的每股经营活动现金流高于同行公司,仅 2016 年齐心每股经营活动现金流高于晨光。近年来,晨光每股经营活动现金流基本稳定,齐心则变化较大。因此晨光主营业务回款力度更大,产品竞争性更强,且有足够的用于派发股利的现金保障。而齐心的现金净流入主要来自于筹资活动,主营业务带来的现金净流入贡献较小。

图 59: 晨光、齐心、真彩每股现金流对比 (单位: 元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 60: 晨光、齐心、真彩每股经营现金流对比 (单位: 元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

六、盈利预测和投资建议

6.1 关键假设和盈利预测

分渠道来看，晨光文具的 2C 端目前已经进入稳健增长阶段，公司在传统渠道上开始结构的优化升级，布局中高端文创。2B 端处于高速增长阶段，成长空间广阔，随着办公集采的规范化和晨光多年来积累的品牌优势，科力普有望在 2B 端竞争中积累优势，快速增长。

办公直销业务：营收方面，由于受 2020 年疫情影响，2020 年整体增速我们预计为 25%。而办公集采乘办公集采红利，近年来发展迅速，长期不改增长趋势，预计公司 2021-2022 年维持在 30%-40% 的增长水平，因此预计 20-22 年的营收分别为 45.73/64.02/83.22 亿元。在毛利率方面，受规模效应影响，将会稳步提升，预计 2020-2022 年毛利率分别为 14.09%/15.09%/16.09%。

表 12：晨光文具办公直销业务收入毛利预测（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
收入	3,658	4,573	6,402	8,322
毛利润	479	644	966	1,339
毛利率	13.09%	14.09%	15.09%	16.09%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

学生文具业务：在营收方面，学生文具业务随着精品文创、儿童美术这两个赛道的发展，产品结构升级，客单价提升，毛利率逐步回升。预计未来三年营收增速在 15%-16% 之间。预计学生文具 2020-2022 年营收分别为 29.63/34.66/39.86 亿元。在毛利率方面，预计 2020-2022 年毛利率分别为 33.66%/34.66%/35.66%。

表 13：晨光文具学生文具业务收入毛利预测（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,153	1,374	1,633	1,858	2,645	2,963	3,466	3,986
毛利润	331	406	499	623	864	997	1,201	1,422
毛利率	28.66%	29.58%	30.54%	33.50%	32.66%	33.66%	34.66%	35.66%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

办公文具业务：预计 2020-2022 年办公文具业务营收分别为 28.16/36.61/47.60 亿元，毛利率分别为 26.46%/26.46%/26.46%。

表 14：晨光文具办公文具业务收入毛利预测（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,000	1,552	2,833	4,613	2,347	2,816	3,661	4,760
毛利润	164	275	516	875	621	745	969	1,259
毛利率	16.40%	17.72%	18.20%	18.97%	26.46%	26.46%	26.46%	26.46%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

书写工具业务：预计 2020-2022 年书写工具营收分别为 22.96/26.40/30.36 亿元，毛利率分别为 36.75%/36.75%/36.75%。

表 15: 晨光文具书写工具业务收入毛利预测 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,503	1,647	1,788	1,946	2,187	2,296	2,640	3,036
毛利润	477	533	593	678	804	844	970	1,116
毛利率	31.71%	32.36%	33.16%	34.83%	36.75%	36.75%	36.75%	36.75%

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

预计公司 2020-2022 年总收入为 129.68/165.22/204.92 亿元, 归母净利润为 11.94/14.96/18.62 亿元, EPS 为 1.29/1.61/2.01 元。

表 16: 晨光文具核心利润表指标预测 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	3749	4662	6357	8535	11141	12968	16522	20492
办公直销					3658	4573	6402	8322
学生文具	1153	1374	1633	1858	2645	2963	3466	3986
办公文具	1000	1552	2833	4613	2347	2816	3661	4760
书写工具	1503	1647	1788	1946	2187	2296	2640	3036
其他	93	89	102	117	304	320	352	387
毛利	1516	1939	2483	3336	3867	4235	5055	6015
办公直销					479	644	966	1339
学生文具	331	406	499	623	864	997	1201	1422
办公文具	164	275	516	875	621	745	745	969
书写工具	477	533	593	678	804	844	970	1116
其他	545	725	876	1161	1100	1004	1172	1169
归母净利润	423	493	634	807	1060	1,194	1,496	1,862

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

6.2 相对估值和绝对估值

相对估值: 我们选取齐心集团、公牛集团、珠江钢琴为可比公司, 2020 年平均估值约 30 倍, 但公司作为文具行业龙头, 竞争格局较好, 营收增速较快, 相比齐心集团而言, 公司历史 ROE 表现更优, 我们预计公司未来三年 ROE 也将高于同行。公司传统核心业务成长确定性强, 精品文创和儿童美术赛道带来的客单价提升将稳步提升传统核心业务的利润率。大办公业务, 科力普客户拓展顺利, 打开成长空间, 市占率、净利率有望提升。新零售业务方面, 零售大店亏损收窄, 即将迎来盈利期, 加盟店渗透率的提高将推动公司业绩稳步向上。我们认为公司业务具备长期护城河, 业绩增长具备高确定性, 给予公司 2021 年 45x PE, 目标价 72.45 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 17: 可比公司估值对应 2021 年平均 PE36 倍

证券简称	总股本 (亿股)	收盘价 (元)	总市值 (亿)	EPS				PE			ROE				
				2020/09/25	19A	20E	21E	22E	PE (ttm)	20E	21E	22E	20E	21E	22E
齐心集团	7.34	14.51	106.51	0.35	0.44	0.60	0.79	38.86	32.94	24.30	18.29	8.92%	10.90%	12.67%	
公牛集团	6.01	152.58	916.42	4.27	3.98	4.77	5.61	44.90	38.35	31.99	27.21	31.44%	30.17%	28.62%	
珠江钢琴	13.58	7.67	104.18	0.14	0.13	0.15	0.16	86.95	58.19	51.34	46.94	5.00%	5.35%	5.55%	

Average									43.16	35.88	30.81	15.12%	15.47%	15.62%
晨光文具	9.27	67.75	628.33	1.14	1.29	1.61	2.01	59.65	52.61	42.01	33.74	25.67%	26.26%	26.39%

资料来源: wind 一致预期,西部证券研发中心

绝对估值: 我们设定 2020-2022 年为预测期, 2023-2027 这五年为过渡期。我们在 WACC=6.02%、永续增长率为 1.5% 的假设下, FCFF 估值法测算得到的每股合理价格为 73.88 元。

表 18: FCFF 估值法

永续增长率	1.50%	WACC (加权平均资产成本)	6.02%
企业价值 (百万元)	66141.78	Kd (债务资本成本)	4.26%
非核心资产价值 (百万元)	2706.21	Ke (股权资本成本)	6.05%
债务价值 (百万元)	66.30	Tx (有效税率)	16.21%
少数股东权益价值 (百万元)	261.50	Rf (无风险利率)	3.00%
股权价值 (百万元)	68520.19	Rm (市场预期收益率)	8.00%
总股本 (百万元)	927.43	Beta (贝塔值)	0.61
每股价值 (元)	73.88		

资料来源: wind, 西部证券研发中心

表 19: FCFF 估值法敏感性分析

永续增长率 WACC	0.93%	1.02%	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
3.74%	116.13	119.56	123.62	128.46	134.33	141.53	150.54	162.07	177.29	198.16	228.41
4.11%	103.36	105.99	109.08	112.73	117.09	122.36	128.84	136.94	147.31	161.00	179.77
4.52%	92.38	94.42	96.78	99.55	102.83	106.75	111.49	117.31	124.59	133.90	146.20
4.97%	82.88	84.46	86.29	88.41	90.90	93.84	97.35	101.61	106.83	113.36	121.72
5.47%	74.62	75.85	77.26	78.90	80.80	83.03	85.67	88.82	92.63	97.31	103.16
6.02%	67.38	68.35	69.45	70.72	72.18	73.88	75.88	78.24	81.06	84.47	88.66
6.62%	61.03	61.79	62.65	63.63	64.77	66.07	67.60	69.38	71.49	74.01	77.06
7.28%	55.43	56.03	56.70	57.47	58.35	59.36	60.52	61.88	63.47	65.36	67.61
8.01%	50.48	50.94	51.47	52.07	52.76	53.54	54.44	55.48	56.69	58.11	59.79
8.81%	46.08	46.45	46.86	47.33	47.87	48.48	49.17	49.97	50.90	51.97	53.23
9.69%	42.16	42.46	42.78	43.15	43.57	44.04	44.58	45.20	45.91	46.73	47.69

资料来源: wind,西部证券研发中心

七、风险提示

办公直销业务大客户拓展不及预期风险。

无纸化办公对传统办公文具的需求会形成一定冲击，科力普存在办公直销大客户拓展不及预期风险。

行业竞争加剧风险。

文具行业集中度低，竞争对手众多，企业间的竞争从低层次的竞争转移到了品牌、服务、质量、售后等的综合能力竞争。市场竞争加剧可能导致传统文具行业的平均利润率下滑。精品文创面临同质化竞争加剧、平均利润率下滑风险。

疫情影响超出预期风险。

公司一季度受疫情影响业绩下滑。国内疫情逐渐恢复，现阶段海外疫情存在不确定性，可能会对国内市场造成冲击，对消费者的消费需求形成一定抑制。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,047	1,936	2,163	3,245	4,581	营业收入	8,535	11,141	12,968	16,522	20,492
应收款项	963	1,229	1,389	1,790	2,173	营业成本	6,330	8,230	9,540	12,122	14,994
存货净额	1,043	1,378	1,644	2,038	2,538	营业税金及附加	35	42	52	65	80
其他流动资产	1,047	721	928	899	849	销售费用	789	980	1,219	1,520	1,885
流动资产合计	4,100	5,264	6,124	7,972	10,142	管理费用	494	630	817	1,107	1,373
固定资产及在建工程	901	1,424	1,547	1,697	1,913	财务费用	(8)	(8)	(23)	(36)	(52)
长期股权投资	30	36	22	29	29	其他费用/(-收入)	(40)	(15)	(32)	(31)	(12)
无形资产	188	331	386	442	522	营业利润	935	1,283	1,395	1,775	2,223
其他非流动资产	459	511	414	436	434	营业外净收支	25	10	33	23	22
非流动资产合计	1,578	2,302	2,369	2,604	2,898	利润总额	960	1,294	1,428	1,798	2,245
资产总计	5,678	7,565	8,492	10,576	13,040	所得税费用	152	218	231	293	369
短期借款	0	183	61	81	109	净利润	808	1,076	1,196	1,505	1,876
应付款项	2,108	2,812	2,978	3,846	4,725	少数股东损益	1	16	2	9	14
其他流动负债	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	807	1,060	1,194	1,496	1,862
流动负债合计	2,108	2,995	3,039	3,927	4,833	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款及应付债券	5	7	5	6	6	盈利能力					
其他长期负债	68	102	82	84	89	ROE	25.8%	27.9%	25.7%	26.3%	26.4%
长期负债合计	73	109	87	90	95	毛利率	25.8%	26.1%	26.4%	26.6%	26.8%
负债合计	2,181	3,104	3,126	4,017	4,929	营业利润率	11.0%	11.5%	10.8%	10.7%	10.8%
股本	920	920	920	920	920	销售净利率	9.5%	9.7%	9.2%	9.1%	9.2%
股东权益	3,497	4,461	5,366	6,559	8,111	成长能力					
负债和股东权益总计	5,678	7,565	8,492	10,576	13,040	营业收入增长率	34.3%	30.5%	16.4%	27.4%	24.0%
						营业利润增长率	36.9%	37.3%	8.7%	27.2%	25.3%
						归母净利润增长率	27.3%	31.4%	12.7%	25.2%	24.5%
						偿债能力					
						资产负债率	38.4%	41.0%	36.8%	38.0%	37.8%
						流动比	1.94	2.01	2.01	2.03	2.10
						速动比	1.45	1.30	1.47	1.51	1.57
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.87	1.14	1.29	1.61	2.01
						BVPS	3.68	4.53	5.50	6.78	8.44
						估值					
						P/E	77.9	59.3	52.6	42.0	33.7
						P/B	18.3	14.8	12.2	9.9	8.0
						P/S	7.4	5.6	4.8	3.8	3.1

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。