

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

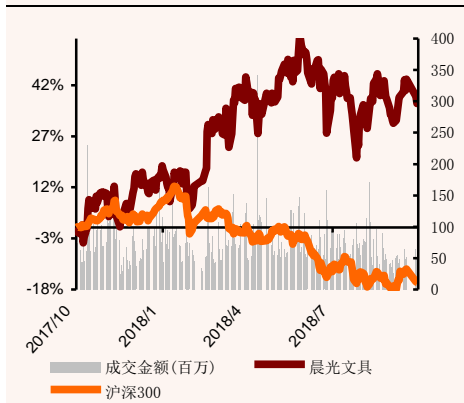
2018.10.16/强烈推荐(维持)

首席分析师: 徐林锋
 执业证书编号: S1220517080003
 TEL: 010-68584845
 E-mail: xulinfeng@foundersec.com

联系人: 钟天皓

TEL:
 E-mail: zhongtianhao@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《Q2 业绩全面提升, “一体两翼” 助力文创巨头持续发力, 重申“强烈推荐”》
 2018.08.17

《Q1 业绩受费用投入短期承压, 品牌升级战略显成效, 维持看好“大文创巨大” 成长逻辑》
 2018.04.21

《17 年净利润+29%, 文创巨头加速前行》
 2018.03.27

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1) 海外文具商业史: 从日本、美国研究 C 端、B 端 (办公) 文具行业的发展历史, 相关结论如下: ①C 端: 教育事业发展是推动市场规模高速扩张的重要因素, 随着相关红利释放完毕, 行业增长驱动将从“量”转“质”; ②B 端: 第三产业的发展是办公文具行业的重要驱动因素, 线下渠道受电商冲击明显, 文具巨头依靠一站式办公服务构建差异化竞争力。

2) 海外龙头经验和启示: ①C 端: 前期根据定位差异, 采用不同策略实现“品类&市场扩张”, 随行业成熟, 成长动力逐步转型为“产品附加值提升&营销获客”; 而类似无印良品的业态, 还需通过信息化、流程化提升供应链管理能力和终端渠道运营效率; ②B 端: 依靠平价&物流构建相较传统办公零售企业的竞争优势, 大办公增值服务则有利于形成与电商的差异化竞争。

3) 对我国文具行业的趋势判断: ①C 端: 红利释放后行业增速放缓, 但我国人均文具消费金额提升空间大, 后续将逐步走上“产品附加值”驱动之路。而我国文具龙头相较海外, 掌握了从生产到渠道的全链条资源, 经销网络确保业绩的稳定性; ②B 端: 第三产业发展&大办公文具覆盖范围延伸催化市场规模持续增长, 阳光采购趋势则推动市场份额往龙头集中。随着收入规模持续扩大和经营效率提升, 龙头盈利释放空间巨大。

4) 继续重点推荐文创龙头晨光文具: 构建了以传统业务为主体, 生活馆&杂物社、办公直销为两翼的发展模式, 看好渠道效率提升&产品结构调整推动传统业务稳健增长; 科力普业务完善服务体系, 继续开发大中型客户, 预计 18 年实现营收超 25 亿元, 且正在迎来利润收获期; 生活馆继续负责探索精品文创之路, 而九木杂物社放开加盟, 加速规模扩张。

5) 投资建议: 我们从 PEG 和成长空间两个角度分析晨光的估值。其中成长空间的方法 (中性假设), 估算中长期 (5-10 年) 市值空间约 700 亿元。整体来看, 晨光传统业务高护城河且增长确定性强, 新业务正迎来收获期, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 需求低迷、科力普进展低于预期、渠道竞争加剧。

盈利预测:

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	6357.10	8592.54	11436.84	14812.15
(+/-) (%)	36.35	35.16	33.10	29.51
净利润	634.04	804.59	1024.64	1277.76
(+/-) (%)	28.63	26.90	27.35	24.70
EPS (元)	0.69	0.87	1.11	1.39
P/E	39.15	30.85	24.22	19.43

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	海外文具行业商业史概览与启示	5
1.1	从日本看C端文具行业的成长演变	5
1.2	从美国看B端办公文具行业的成长演变	8
2	C端海外文具龙头成长史	13
2.1	百乐——世界领先的百年制笔企业	13
2.1.1	公司概况：书写文具龙头，业绩稳步增长	13
2.1.2	发展历史：技术创新，奠定百年制笔基业	14
2.1.3	成长启示：产品驱动&营销助力，实现可持续发展	15
2.1.4	百乐股价复盘	16
2.2	BIC：欧洲圆珠笔鼻祖企业	16
2.2.1	公司概况：全球领先的日常消费品制造商，营收稳定增长	16
2.2.2	发展历史：从单一书写工具制造商成长为全球日常消费品巨头	17
2.2.3	成长启示：高性价比策略&多产品线抢占市场，渠道扩张&产品附加值提升增长业绩	18
2.2.4	BIC股价复盘	20
2.3	无印良品：全球领先的生活用品零售商	20
2.3.1	公司概况：由产品品牌升华至文化符号，业绩稳步增长	20
2.3.2	发展历史：迎合消费需求发展，借力改革重生	21
2.3.3	成长启示：精细化运营&多业态发展&高效的供应链管理体系，增强企业竞争力	23
2.3.4	无印良品股价复盘	25
3	B端公司：史泰博——国际办公用品龙头企业	26
3.1	公司概况：英雄迟暮，全球领先的办公用品零售商和分销商	26
3.2	公司发展历史：平价策略&大办公模式奠定市场地位，战略转型失败导致巨头落幕	27
3.3	成长启示：大办公理念奠定领先优势，并购&转型失控导致经营危机	28
3.4	史泰博股价复盘	29
4	我国文具行业海外对比分析及发展趋势判断	31
4.1	C端对比：消费需求升级，龙头掌握从生产到渠道的核心资源	31
4.2	B端：阳光采购推动行业规范，直销龙头发力抢占市场份额	32
4.3	海外龙头在我国略有水土不服	33
4.4	行业发展趋势判断	34
5	我们为什么看好晨光文具？	36
5.1	国内品牌文具龙头，筑造高护城河（VS.海外龙头）	36
5.2	C端：传统业务护城河深，精品文创提升价值	38
5.3	B端：科力普——受益集采趋势，继续发力大中型客户	41
5.4	晨光文具估值分析	43

图表目录

图表 1:	日本文具行业发展阶段划分	5
图表 2:	日本各阶段院校在学者人数 (万人)	6
图表 3:	日本公共教育支出占 GDP 比重	6
图表 4:	日本文具龙头普遍诞生于第一阶段早期.....	6
图表 5:	日本历年 GDP 及其增速	7
图表 6:	各文具品牌产品	7
图表 7:	文具龙头毛利率持续上涨	7
图表 8:	我国在校生人数已过周期顶点 (万人)	8
图表 9:	我国基础教育已实现高度普及	8
图表 10:	美国办公用品市场门店零售产品分类及销售额占比.....	9
图表 11:	美国第三产业 GDP 占比	9
图表 12:	美国部分就业人口数量 (千人)	9
图表 13:	史泰博提供一站式购物体验	10
图表 14:	北美打印纸需求量持续下滑	11
图表 15:	美国文具线下门店零售额受电商冲击持续减少	11
图表 16:	我国第三产业占比持续上升	12
图表 17:	史泰博针对 B 端客户及电商平台所受冲击较小	12
图表 18:	2011-2017 年主营业务收入及增速	13
图表 19:	各细分市场收入 (十亿日元)	13
图表 20:	公司盈利能力持续增强	13
图表 21:	2017 公司各市场收入占比	13
图表 22:	百乐公司发展历程	15
图表 23:	百乐的 Frixion 可擦笔系列.....	16
图表 24:	百乐微博营销	16
图表 25:	百乐 PE 估值变动情况 (TTM)	16
图表 26:	百乐股价表现情况	16
图表 27:	BIC 产品结构分布	17
图表 28:	近年来公司营收增长放缓	17
图表 29:	BIC 发展历程.....	18
图表 30:	BIC 产品价格 (VS.百乐)	19
图表 31:	BIC 各产品市场情况.....	19
图表 32:	BIC 并购事件部分汇总.....	19
图表 33:	BIC 近年来研发投入持续增加.....	19
图表 34:	BIC 公司股价表现 (欧元)	20
图表 35:	BIC 近几年的 PE 水平 (TTM)	20
图表 36:	无印良品业绩稳步增长	21
图表 37:	无印良品细分市场收入 (十亿日元)	21
图表 38:	无印良品门店数	22
图表 39:	无印良品直营店平均面积	22
图表 40:	无印良品直营店每平米 SKU 值 (款)	22
图表 41:	无印良品存货周转及毛利率	22
图表 42:	无印良品发展历程	23
图表 43:	无印良品研发支出及研发占比	24
图表 44:	MUJI Diner	24
图表 45:	无印良品全球供应链	25
图表 46:	无印良品 PE 估值水平 (TTM)	25

图表 47:	无印良品股价表现 (日元)	25
图表 48:	营业收入自 2013 年开始下滑	26
图表 49:	史泰博业务结构: 直销与零售并存	26
图表 50:	史泰博针对 B 端客户及电商平台所受冲击较小	26
图表 51:	史泰博门店在 21 世纪初高速扩张	27
图表 52:	史泰博收购情况	27
图表 53:	史泰博发展历程	28
图表 54:	史泰博针对 B 端客户及电商平台所受冲击较小	29
图表 55:	史泰博近几年股价持续下跌 (美元)	30
图表 56:	我国文教办公用品行业增速放缓	31
图表 57:	我国书写笔终端零售额增速放缓	31
图表 58:	晨光文具书写笔市场占有率稳步提升	32
图表 59:	我国第三产业占比持续提升	33
图表 60:	大办公文具市场规模稳步提升	33
图表 61:	各公司 B 端业务收入规模 (亿元, 2017 年)	33
图表 62:	海外龙头在我国书写笔市场占有率较低 (2015)	34
图表 63:	营收与净利润高速增长	36
图表 64:	毛利率、费用率及净利率保持稳定	36
图表 65:	晨光文具战略框架	37
图表 66:	晨光文具与海外龙头的对比	37
图表 67:	晨光经销体系构成	38
图表 68:	晨光文具新品研发数	38
图表 69:	渠道数量趋于饱和 (不含海外门店)	39
图表 70:	晨光文具主要店铺类型	39
图表 71:	晨光文具样板店、加盟店占比	39
图表 72:	晨光传统业务稳健增长	39
图表 73:	晨光 X 梵高博物馆系列套装	40
图表 74:	晨光孤独星球系列产品	40
图表 75:	晨光文具生活馆收入及增速	40
图表 76:	我国大型购物中心数量	40
图表 77:	大办公文具市场稳健发展	41
图表 78:	各类产品市场规模占比	41
图表 79:	办公直销商业模式	42
图表 80:	科力普收入	43
图表 81:	晨光文具业绩增速	43
图表 82:	晨光文具 PE Band	43

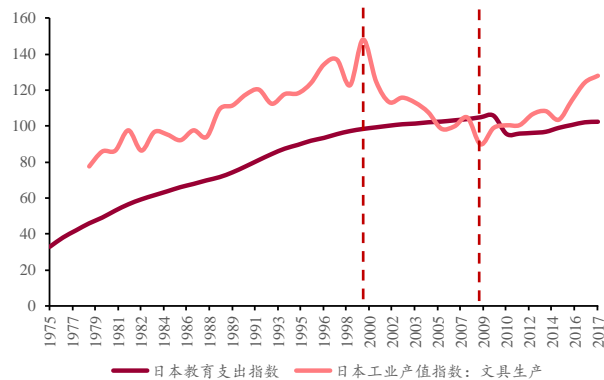
1 海外文具行业商业史概览与启示

1.1 从日本看 C 端文具行业的成长演变¹

依据经济发展程度、教育支出水平，文具行业发展史可以划分为两个阶段。我们从日本教育支出指数和文具产值指数这两个指标来观察日本文具行业的发展，不难发现，由于二战重建以及日本政府大力投资发展教育事业，文具行业处于高速发展阶段，但由于后续经济泡沫破灭导致居民消费能力及意愿的改变，以及教育支出对文具行业规模的提升作用减弱，行业发展进入第二阶段。

因此，我们将文具行业的发展划分为三个阶段：1950-1999 年是教育支出和文具产值齐升的扩张阶段，其主要驱动力为教育事业发展（教育支出及入学人数）；2000-2008 年则是受上世纪 90 年代日本经济泡沫破灭影响&教育事业发展放缓影响，文具行业景气度下行（预计因为文具消费偏刚性，所以滞后经济周期近 10 年）；2009 年至今，受日本经济有所回暖&，文具行业景气度重新上行。

图表1：日本文具行业发展阶段划分



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

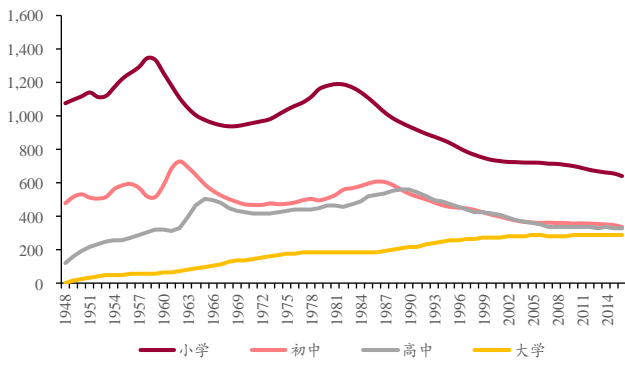
1.1.1 日本文具行业发展历程

➢ 第一阶段（1950-1999）：大力发展教育事业，文具行业快速扩张

政策支持带来市场生机，行业成长空间大。20 世纪初期，日本开始大力发展教育，不断加大对教育事业的投入，使得公共教育支出占 GDP 的比重持续增长，并于 1987 年达到顶点值 5.76%。在政府的大力推动下，1920 年六年制义务教育的入学率已经达到 99%，中等教育学生人数从 1950-1987 年期间持续增长。虽然在 1987 年后，教育支出占 GDP 比重&在校人数均开始下降，但预计是因为文具消费相对刚性较强，文具生产的景气度直至 1999 年才开始下滑。

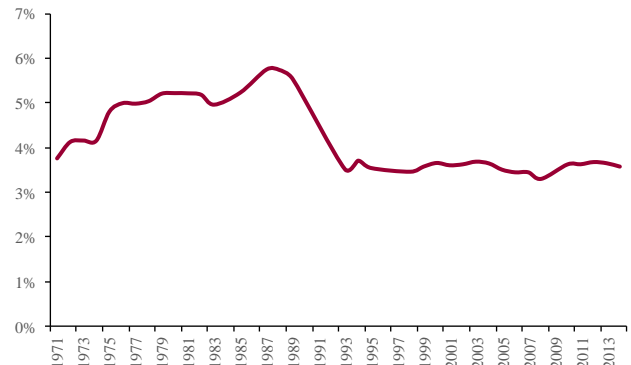
¹ 此处的 C 端文具行业主要指学生文具等。

图表2: 日本各阶段院校在学者人数(万人)



资料来源: e-Stat, 方正证券研究所

图表3: 日本公共教育支出占 GDP 比重



资料来源: Wind, 方正证券研究所

顺势而为, 高速发展的文具行业孕育出众多本土龙头。高速发展的文具行业孕育了大量文具龙头, 目前大部分知名品牌普遍成立于第一阶段早期。他们在第一阶段成长过程中受益于行业高速发展&国土面积较小(渠道资源开发难度相对较低), 快速实现日本本土市场的全面覆盖&原始资本及技术的积累, 并在随后开始拓展海外市场, 通过在设立海外分公司以及继续拓宽产品线来提升市场占有率, 扩大自身规模。

图表4: 日本文具龙头普遍诞生于第一阶段早期

成立时间	品牌	
1887年	三菱	
1897年	斑马	
1905年	国誉	
1913年	蜻蜓	
1918年	百乐	
1919年	白金	
1921年	樱花	
1940年	太阳星	
1946年	派通	

资料来源: 百度百科, 方正证券研究所

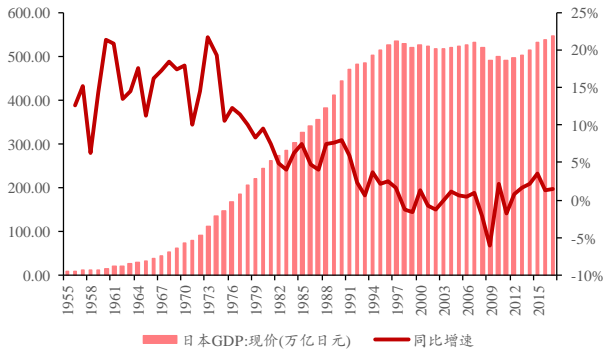
➤ 第二阶段(2000年-2008年): 教育投入放缓&消费习惯改变, 行业景气下行, 产品附加值成突破口

行业景气下滑&消费需求改变, 高附加值产品成主流方向。从行业空间来看, 由于经过将近100年的大力发展, 日本教育体系基本完善, 政府对教育的投入增速放缓, 教育支出逐渐趋于稳定, 公共教育支出占GDP的比重基本维持在3.5%左右, 对文具行业规模的支撑作用减弱; 从消费习惯来看, 由于经济泡沫破灭也大幅改变了日本消费者的消费习惯, 从品牌优先转变为性价比优先(去品牌化趋势也培育出了无印良品等品牌)。受此影响, 文具行业生产景气度开始下滑。

龙头企业凭借技术创新能力, 建立核心竞争优势。在此背景下, 日本文具龙头在谋求降低产品成本的同时, 努力开发高技术, 通过提升产品附加值来提高产品利润, 并着重强调产品的差异化, 通过持续的产品升级与创新, 提升市场占有率, 这也就导致了日本文具龙头的

技术积累领先其他国家。如三菱创新能力领先，产品以高质量著称，较其他文具商有着更为稳定的营业收入；百乐注重研发，产品设计新颖独特，拥有高附加值；斑马关注产品个性化，捕捉缝隙市场，设计贴近消费者需求。

图表5：日本历年GDP及其增速



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表6：各文具品牌产品



资料来源：各公司官网，方正证券研究所

图表7：文具龙头毛利率持续上涨

单位：十亿JPY	年份	2002	2005	2008	2011	2014	2017
三菱铅笔株式会社	营业收入	59.37	53.98	53.95	50.96	60.35	67.25
	净利润	1.45	2.41	1.99	4.04	7.16	8.35
	毛利率	38.56%	42.47%	44.21%	46.65%	50.51%	51.92%
百乐株式会社	营业收入	78.72	74.47	80.08	69.34	90.27	104.12
	净利润	1.08	0.99	1.08	2.77	8.93	15.50
	毛利率	40.64%	41.56%	44.85%	43.52%	50.22%	51.92%
国誉有限公司	营业收入	276.58	283.52	326.12	260.00	293.05	315.62
	净利润	-1.42	5.21	-11.99	-5.46	5.07	15.00
	毛利率	30.26%	34.04%	32.06%	33.33%	32.91%	34.89%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

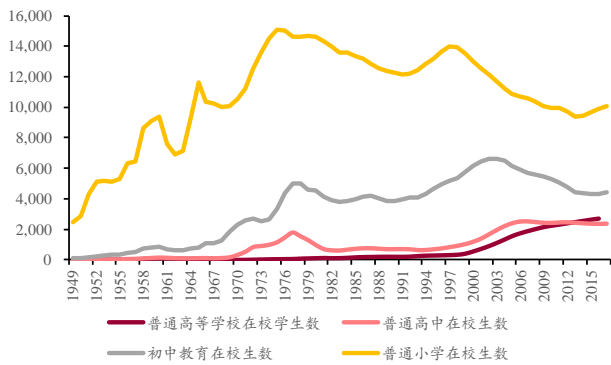
► 第三阶段（2009年至今）：经济复苏，行业景气回升

随着近几年日本经济回暖，人均可支配净收入增长&龙头海外市场持续发力，文具行业景气度亦伴随回升。考虑到日本文具市场已进入成熟状态，人口&教育事业发展红利释放完毕，后续成长预计与宏观经济的成长状态有较大的相关性。

1.1.2 日本经验启示

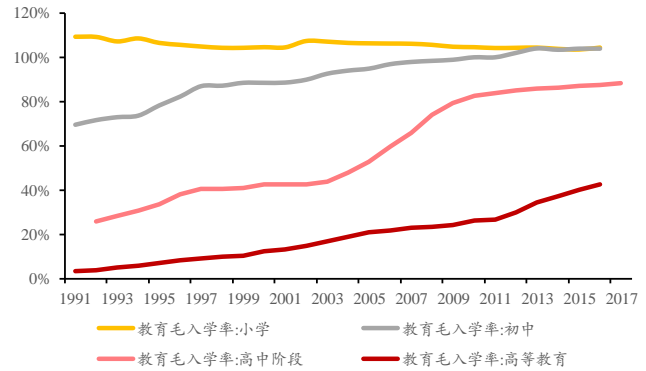
教育支出&人口结构对行业发展影响大，我国文具行业将进入平稳发展阶段。由于文具最重要的使用人群是学生，国家教育事业的发展阶段将从消费者数量&人均消费金额两个维度，对文具行业景气度形成影响。与之对标，我国目前义务教育已高度普及（在校人数已过周期顶点），但人均消费金额仍有较大的提升空间（2016年仅为105元/年，不足世界平均水平240元/年的一半）。整体来看，行业的增速整体已经趋缓，迈入平稳阶段。

图表8：我国在校生人数已过周期顶点（万人）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表9：我国基础教育已实现高度普及



资料来源：Wind，方正证券研究所

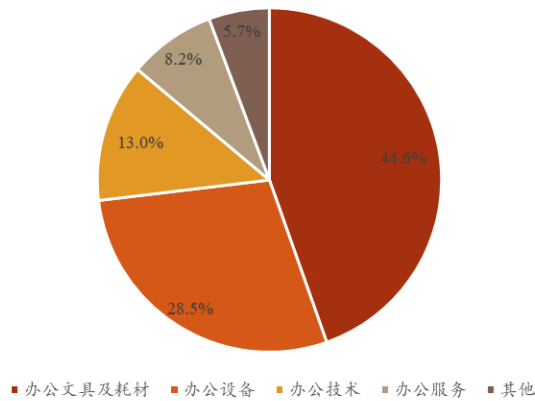
行业成长驱动力将“从量到质”，重视每一年的学讯营销。如前文所述，文具行业的增长与教育支出、人口等因素有着较大的关联性，随着相关红利释放完毕，行业仅凭“量”的增长逻辑将触碰天花板，此时则需要通过“质”的提升（附加值增加所带动的价格上涨等）实现行业稳步增长。对应用到微观文具龙头来看，除了需要附加值提升所带来的差异化竞争力，同时还要把握每一年的学讯营销机会，将创新性产品推向消费者（学讯的营销效果，对全年业绩有着重大影响）。

产品创新能力是文具龙头开拓海外市场的重要依靠。日本文具在海外市场也有着较高的市场占有率（百乐在西欧书写笔行业市占率达5%），综合分析来看，日本文具受欢迎的主要原因便是产品具备的优良品质、创新设计以及实用性。且随着消费人群的改变，消费需求升级，文具市场需求已从过往的实用性逐步转变为创新性、包装精美等，而日本文具市场体系成熟，企业均注重技术创新，提供的高附加值产品迎合消费者高品质生活追求的同时，提升了企业盈利能力。

1.2 从美国看 B 端办公文具行业的成长演变

办公用品定义覆盖广泛。办公用品（广义）主要包括传统办公文具及耗材（如笔、笔记本、油墨等），办公设备（如打印机、计算器等），办公用技术产品（电脑、办公软件等），办公服务（复印、打印服务等）以及其他用品（办公家具等）等几大类。其中传统办公文具及耗材的销售额占比最高，根据中国产业信息网统计，传统办公文具以及耗材在美国办公用品行业的销售额占比约为 44.6%，办公设备销售额占比次之，约为 28.5%，技术产品、办公服务占比分别为 13%、8.2%。

图表10： 美国办公用品市场门店零售产品分类及销售占比



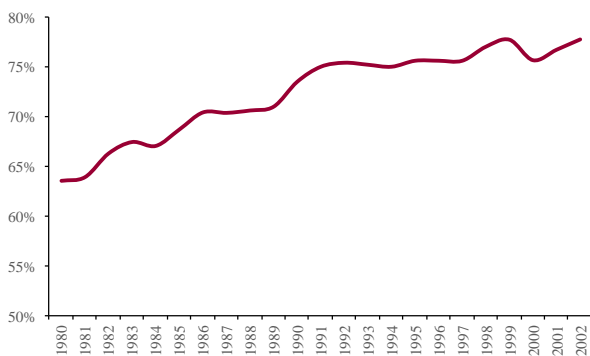
资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

1.2.1 美国办公文具行业发展史

➤ 从本土零售商模式转变为办公文具商超（1980-2002）

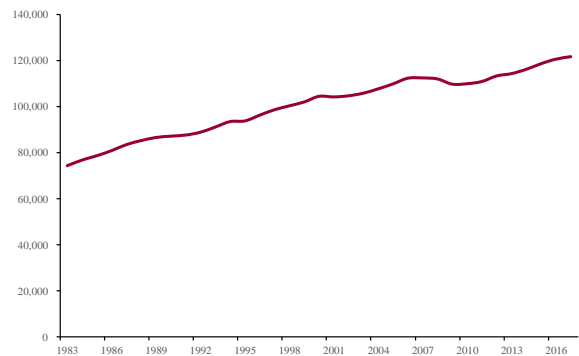
办公文具需求兴起，但本地零售商难以满足市场需求。美国服务行业在 1980s 处于高速发展阶段，占 GDP 的比例从 1980 年的 63.6% 增长到 2002 年的 77.7%，在这个过程中，全美新增了大量的服务业或零售业的岗位，这也就意味着在办公室上班的现代上班族群体兴起，导致办公文具的需求高速增长。但是，在史泰博创立办公文具商超的模式之前，美国办公用品需求由大大小小的本地文具零售商满足，但该模式存在较大的痛点——一方面，产品体系不完善，难以满足企业的一站式采购需求，另一方面，数量占比高的小型企业因采购规模小，普遍无法获得折扣，采购成本高。

图表11： 美国第三产业 GDP 占比



资料来源：Statista，方正证券研究所

图表12： 美国部分就业人口数量（千人）



资料来源：Wind，方正证券研究所

注：该就业人口数量口径=服务类+管理类+销售及办公室职业

史泰博率先打造以“低价”&“专注”为主导的办公文具超市。针对传统文具零售商所存在的问题，以及高通胀下消费者对产品价格敏感度增加，史泰博于 1986 年创立，主打“办公文具超市”——该模式为纯粹的文具零售商角色，因其绕过中间经销商，直接从制造商和大批发商处进货，使其价格远低于同行的文具商店，同时完善的产品系列能满足消费者一站式购齐的需求。该模式很快获得了市场的认

可,除了史泰博之外,还涌现出来 Office Depot (欧迪办公)、Office Max 等办公龙头。此外,这种新模式还不同于当时十分普遍的“货物齐全的传统综合性百货超市”,而是通过专营、低价的思维去抢占单一领域的市场份额。

➤ 商超模式遇瓶颈,大办公业态获认可(2002-2007)

商超模式易于克隆,客户粘性下降。虽然办公文具商品超市在模式上具备新意,但其本质上仍是传统的零售业务,复制难度低,竞争激烈,在史泰博第一家门店开设后不到两年内,全美就诞生出来 25 家竞争对手,高度相似的商业模式使客户忠诚度难以维持。

大办公模式兴起&物流配套完善,龙头优势凸显。为了实现差异化竞争,同时也是为了增加传统零售业务的附加值,办公文具龙头零售商开始推出附加服务,一方面在自己店铺内设立顾问团队,帮助中小型企业完成电脑、通讯设备等产品的购买,另一方面,除了经营传统的办公用品外,还新增办公家具等产品,提供一站式购物体验。与此同时,为了进一步提升客户体验,办公文具龙头开始投入大量的资本进行物流仓储系统建设,重资产投入模式成功在物流配送体验上建立差异化竞争力,推动行业洗牌,实现集中度提升。

图表13: 史泰博提供一站式购物体验

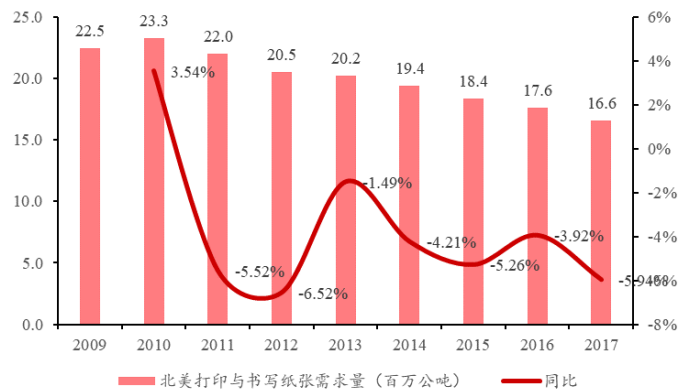


资料来源:美乐乐购物网,方正证券研究所

➤ 电子化办公&电商冲击,办公文具线下零售萎缩(2008至今)

电子化办公导致办公文具需求下降。自 2008 年金融危机以来,一方面企业裁员导致文具需求下降,另一方面则是信息化办公的推行,使得办公用纸以及相关产品(回形针、文件夹等)的市场空间持续收缩,从印刷纸的需求量来看,自 2010 年起,美国印刷纸需求便从高点减少 28.8%至 2017 年的 1660 万公吨。

图表14：北美打印纸需求量持续下滑



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

电商冲击，针对中小企业（价格敏感度高）的线下零售持续萎缩。实际上，文具是一种高度标准化的产品，天然适合在电商平台销售，同时，因为更高的库存周转率、更低的实物资产投资和更快的现金转换周期，电商还拥有价格优势。此外，像电商巨头亚马逊等更是自建了完善的物流仓储体系，传统办公文具零售巨头在配送等领域的优势也被大幅削弱。因此，拥有更低的价格、相对及时配送能力的电商对价格敏感度高的中小企业有着巨大的吸引力，这也是办公文具线下零售额持续萎缩、史泰博等巨头不断关闭线下门店的主要原因。

但是，C端文具消费（学生文具等）具有高频次、低客单价以及更强的及时性需求，电商对该类文具的线下销售冲击则相对有限。

图表15：美国文具线下门店零售额受电商冲击持续减少

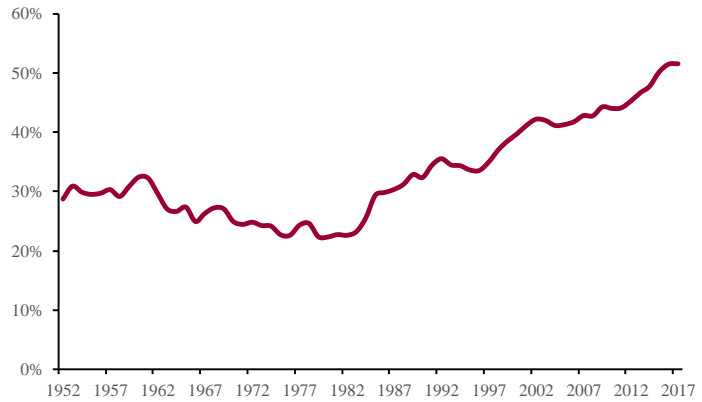


资料来源：欧睿资讯，方正证券研究所

1.2.2 美国经验启示

我国办公文具需求仍有较大的提升空间。由于无纸化办公已经推行多年，负面影响已基本被消化，后续将由产业结构调整来主导增量需求。从我国经济结构来看，第三产业近年来占比持续提升，2017年为51.63%，参考欧美的经济结构，我国第三产业占比有望继续提升，进一步释放办公文具需求。

图表16： 我国第三产业占比持续上升

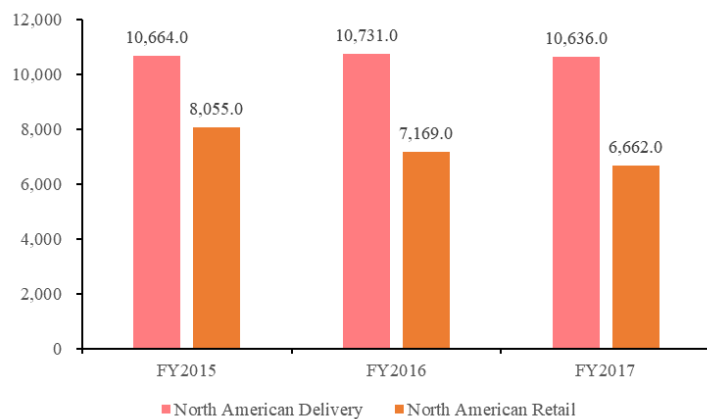


资料来源：Wind，方正证券研究所

物流仓储系统建设是办公直销龙头的核心竞争力。办公超市的商业模式容易被抄袭，核心壁垒仍在于高资本投入的仓储物流体系所支撑的强大终端服务能力。尤其是我国办公直销龙头以大中型客户为主，其对服务能力更为敏感，这也就要求龙头在目前的高速发展阶段，需要投入大量的资本进行相关配套能力的建设。

一站式办公服务构建与电商的差异化竞争能力。从美国办公文具行业发展情况可知，以价格敏感的中小型企业为主要消费人群的传统办公文具零售渠道易受电商冲击，最终逐步萎缩。但实际上，针对大型B端公司提供一站式服务的办公文具业务并没有受到太大的影响，这一方面是因为追求附加服务的企业对价格敏感度不高，另一方面则是因为电商在从事办公文具零售时，主要是依靠标准化服务获得相对的价格、效率优势，但标准化的服务较难与服务体系完善的办公直销龙头相竞争。

图表17： 史泰博针对B端客户及电商平台所受冲击较小



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

2 C 端海外文具龙头成长史

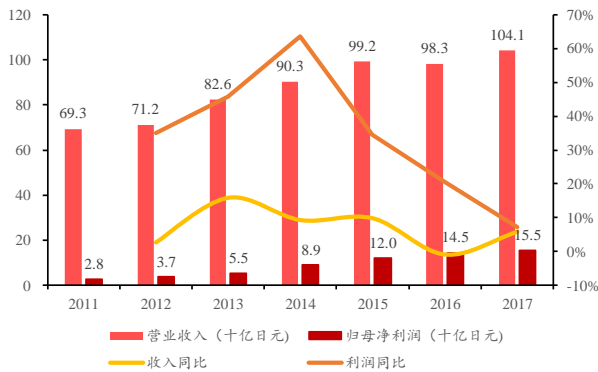
2.1 百乐——世界领先的百年制笔企业

2.1.1 公司概况：书写文具龙头，业绩稳步增长

百乐是专注提供可靠实用书写工具的文具龙头。主要从事钢笔、水性笔、可擦笔等笔类文具及辅助产品的生产和销售，其中可擦笔位居全球首位，产品定位中高端品类，结构完整，覆盖广阔的消费者需求，市场遍布全球，在日本本土市占率高达18%。公司生产线布局集中（现仅有日本的四家工厂及分布于美国、法国及巴西的三家工厂），以便于严格品控。

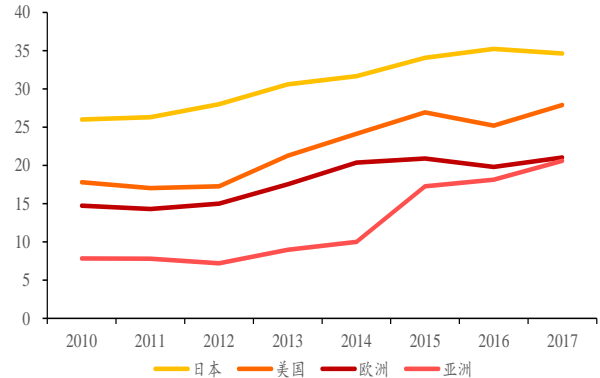
综合优势突出，业绩稳步增长。凭借先进的研发技术、稳健的市场布局能力以及显著的规模效应，百乐在全球文具市场的地位不断提升。2011-2017 年期间，通过不断推出的高附加值产品以及采用的创新营销策略，各分部市场（尤其亚洲市场）业绩明显增长，百乐总规模继续上升，尤其是毛利率持续上涨，推动利润端持续高增长——2017 年实现营业收入/净利润分别为 1041.2/155.0 亿日元，同比增长 5.9%/7.2%。

图表18： 2011-2017 年主营业务收入及增速



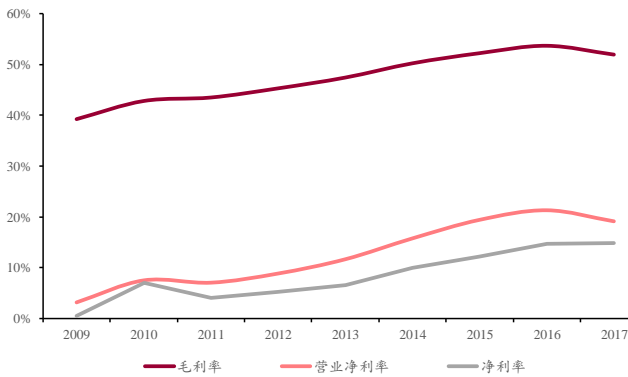
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表19： 各细分市场收入 (十亿日元)



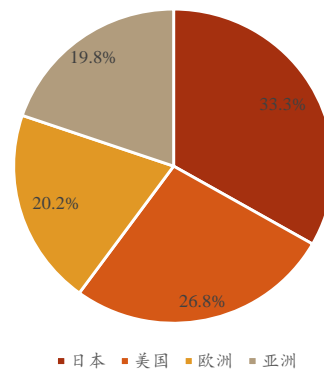
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表20： 公司盈利能力持续增强



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表21： 2017 公司各市场收入占比



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

2.1.2 发展历史：技术创新，奠定百年制笔基业

➤ 第一阶段（1918-1954 年）：把握时机，以产品打开市场

高速发展的文具行业为百乐提供了市场空间。20 世纪初期日本市场已经有了三菱、斑马等龙头品牌，但政府对教育事业的大力支持为百乐切入市场创造了良好的时机——公司于 1918 年制造出钢笔成功打入国内市场，并凭借自主研发的钢笔迅速成名。1925 年，百乐引入了漆面笔，结合 laccanite（将生漆加在基础的硬化橡胶化合物中，使呈现出长久的富有光泽的褐色）和日本传统漆器艺术形式“maki-e”进行笔品生产，以差异化和美观设计打开了海外市场，于 1926 年先后在伦敦、纽约、上海成立分公司，开始进行海外试点。

➤ 第二阶段（1955-1966 年）：品类扩张&分支布局齐发力，稳固日本国内龙头地位

此阶段公司逐步加深拓宽产品线，于 1959 年生产并销售第一支油性墨水记号笔；为扩大自动铅笔的生产，1960 年成立了百乐自动铅笔厂；1961 年开始制造并销售圆珠笔及合金钢材；1966 年开始生产及销售磁性白板。经历五十年的探索研发，打通产业链，形成了比较完整的产品结构和生产线。国内布局方面，公司由东京向各岛扩散，汇聚国内市场板块，于 1952 年在大阪设立分公司，1986 年成为西部的营业社；于 1964 年成立了关东分部，1986 年成为东部和东京营业社；同时，公司成立北海道分部，九州分部。通过在关东、西部、九州和北海道设立分公司子公司，紧密联系西部、东部市场，全面渗透本土市场，国内板块布局完整。

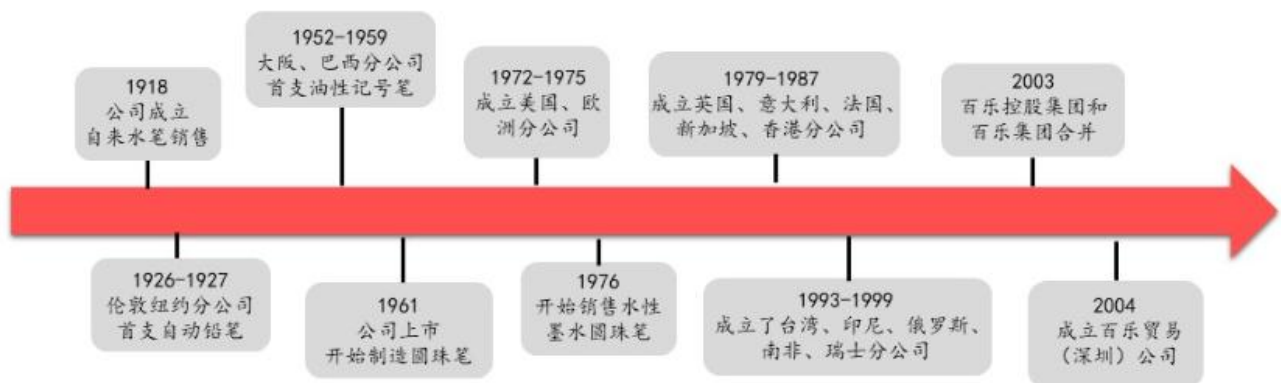
➤ 第三阶段（1967-2004 年）：全面发展海外市场，逐步实现全球行业领先地位

1967-1999 年，公司稳步拓展美洲、欧洲和亚洲市场，分别成立了巴西、美国、意大利等分公司。2000 年以来，百乐公司积极拓展中国市场，在上海成立代表机构，并于 2004 年成立百乐贸易（深圳）有限公司。海外市场拓展的同时公司继续拓宽产品线，1976 年开始销售水性墨水圆珠笔，满足国外尤其是欧洲市场对于圆珠笔的需求与偏好，而百乐 Precise 系列 V5 也成为美国的国民中性笔，畅销 20 余年。

➤ 第四阶段（2004 年-至今）：凭借高质量品牌优势&持续产品升级，优秀领航员继续前行

公司通过技术研发、产品设计和工厂优化，从最初成立的仅生产销售钢笔，到如今可以独立生产销售所有品种的书写工具，成功实现量质同行。在优势市场逐步成熟的情况下，公司继续凭借品牌优势，以研发推动产品升级，保持创意+质量的中高端品牌形象，进而推动业绩稳定增长。

图表22：百乐公司发展历程



资料来源：公司公告，方正证券研究所

2.1.3 成长启示：产品驱动&营销助力，实现可持续发展

产品驱动模式，通过高附加值产品打造品牌核心竞争力。由于日本本土市场空间较小&消费者对产品要求较高，百乐采用了产品驱动的商业模式——通过高研发投入不断创新生产技术，从最初研制的自来水笔到高技术含量的可擦笔、从笔尖三点承托设计到笔芯，自主研发持续推动产品升级，提升产品附加值，从技术上形成与其他竞争对手的相对优势，且公司将生活、意境与产品相融合，形成独具一格的创意设计，进一步提升产品影响力。

产品线有效迭代升级是维持行业地位的重要手段。实际上，在相对成熟的文具市场中，产品线的逐年迭代更新是维系品牌竞争力的重要手段，一方面产品线的拓宽能借助新品类贡献业绩增量，另一方面原有产品系列的优化升级，满足消费者对性能和设计的需求。百乐基于消费者调查，从市场需求角度出发，通过不断推出新品来拓宽产品线，并以经典笔款为基础，不断推出新产品，满足消费者广阔需求并增加客户粘性，如将产品线从钢笔拓展至水性笔、铅笔等领域，2016年推出 Mogulair 机械铅笔、果汁滚珠笔以及 2017 年推出 FRIXION BALL 可擦笔系列、“永久性标记”产品系列

因地制宜，把握消费者心态，采用创新营销策略，助力产品销量。如在日本本土，考虑到消费者对便利性要求高及当地便利店广布的现实情况，公司以零售为主，且在当地有名的精品店与便利店均设置柜面；在中国，由于专业文创店少且消费能力相对较弱，百乐则选择与概念书店开展合作活动，如 THEBAI 文具社区、猫的天空之城等，锁定消费能力较强的人群；在美国，鉴于消费者对品牌的偏好及追求新鲜感的心理，百乐选择了幽默、轻松的广告形式，逐步将产品渗透进美国市场。此外，百乐线上借助官网、微博等平台进行活动宣传，提升品牌知名度。近年来，**凭借高研发投入&规模效应，百乐在全球文具市场的地位不断提升，综合能力居行业前列。**

图表23: 百乐的 Frixion 可擦笔系列



资料来源: Google 图片, 方正证券研究所

图表24: 百乐微博营销



资料来源: 微博, 方正证券研究所

2.1.4 百乐股价复盘

整体来看, 百乐的股价表现可以划分为两大阶段:

1) 2012 年之前, 因为日本市场表现萎靡&新市场开发未有成效, 百乐业绩增长乏力——2002-2012 年间, 营收规模基本没有增长, 而利润端增速则只能依靠产品附加值提升来得以维持。受此拖累, 公司股价基本以跟随利润规模增长而缓慢上升。

2) 2012 年之后, 业绩持续高增长推动戴维斯双击。受益于高附加值的新产品系列 (Frixion 系列等) 获得消费者认可&海外市场增长强劲, 公司收入规模从 2012 年开始提速, 与此同时, 盈利能力 (毛利率&营业利润率) 继续保持向上势头, 业绩预期持续上调, 市场开始认可百乐的持续创新能力, 截止 2018 年 10 月 8 日, 股价较 2012 年底上涨 764.5% (17 年净利润较 12 年增长 314.5%)。

图表25: 百乐 PE 估值变动情况 (TTM)



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表26: 百乐股价表现情况 (日元)



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

2.2 BIC: 欧洲圆珠笔鼻祖企业

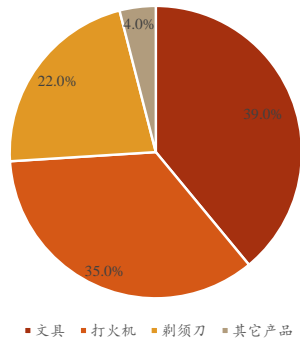
2.2.1 公司概况: 全球领先的日常消费品制造商, 营收稳定增长

BIC 集团是全球领先的文具、打火机、剃须刀制造商, 成立于 1945 年法国, 最初以创新圆珠笔制造而闻名于世, 目前产品结构多元, 主要定位于大众消费。整体来看, 公司是全球日常消费品制造商的领导者, 现在位列书写工具市场全球第一 (全球市占率约 8%, 西欧市占

率约 11%)，文具市场全球第二。从市场收入结构来看，北美和发展中国家市场仍是 BIC 最大的市场，2017 年收入占比达 38.8%、33.5%。

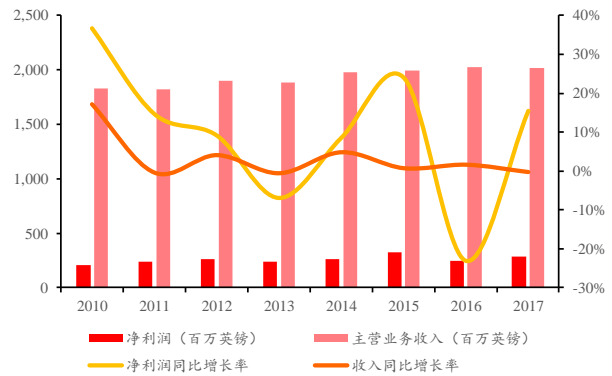
营收规模保持稳定，净利润波动较大。收入端虽然受行业逐步成熟以及亚非低价产品冲击，但受益于强大的分销网络&发展中市场开发&新产品的推出，近几年营收规模保持稳定，2017 年实现主营业务收入 20.20 亿欧元，同比减少 0.3%（剔除掉汇率影响增长 0.5%）。利润端则受非经常项目影响波动较大（汇率、商誉减值等），2017 年实现净利润 2.88 亿欧元，同比增长 15.46%。

图表27： BIC 产品结构分布



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表28： 近年来公司营收增长放缓



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

2.2.2 发展历史：从单一书写工具制造商成长为全球日常消费品巨头

➤ 第一阶段（1945-1952 年）：降低圆珠笔生产成本，迅速打开市场

圆珠笔早在 19 世纪 90 年代便被发明出来，但是几经更迭，制造出来的圆珠笔始终无法兼具廉价&质量稳定的产品属性。而 BIC 创始人 Bich 通过发明的新型墨水以及经改进的圆珠笔生产工艺，首次使得圆珠笔的生产成本大幅降低且能够大规模生产，并于 1950 年推出了 BIC 的第一款产品 Crystal 圆珠笔，凭借稳定的质量、简洁的设计、实惠的价格，Crystal 圆珠笔帮助 BIC 迅速打开市场、建立起品牌知名度，该款产品甚至畅销至今，奠定了市场基础。

➤ 第二阶段（1953 年-1972 年）：专注书写工具，产品&市场扩张带来高增长

在此阶段公司从产品与渠道两方面着手，以扩大书写工具市场份额。在产品方面，BIC 于 1956、1970 年分别推出了经典的 M10 伸缩笔、C4-color 四色圆珠笔，丰富了产品系列，给消费者提供了更多选择，进一步占领书写工具市场；在市场拓展方面，BIC 主要通过设立分公司或者兼并收购的方式进入其他市场。如 1954 年在意大利、挪威、奥地利等地设立公司扩展欧洲大陆市场；1956 年进入巴西以扩展南美市场；1958 年收购美国沃特曼制笔公司进入北美市场；1965 年通过进入日本市场，成功打开亚洲市场；而近年来，BIC 则加大对发展中国家的投入，目前该市场占 BIC 营收总规模的比例已由 2004 年的 6.6% 上升到 2017 年的 33.5%。持续的市场拓展扩大公司业务规模的同时，推动公司业绩高增长。

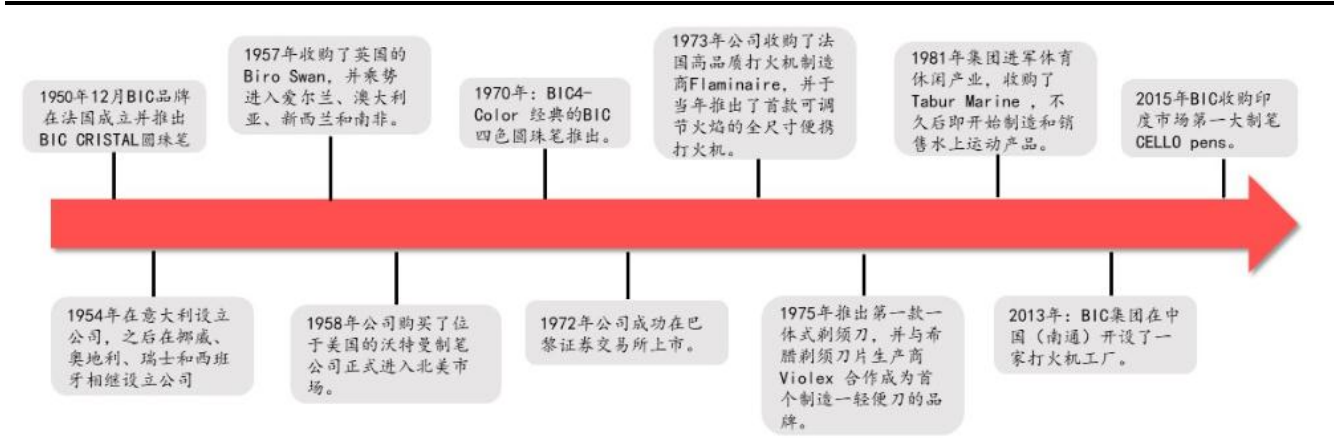
➤ 第三阶段（1973 年-2006 年）：文具品类完善、跨行业拓展，推动业绩增长

在文具市场逐步饱和的情况下，BIC 开始扩展其他产品种类（主要通过收购行业龙头来实现业务的扩展）来保证自身的增长。通过收购法国高品质打火机制造商 Flaminaire，于 1973 年推出了首款可调节火焰的全尺寸便携打火机产品；1975 年与希腊剃须刀片生产商 Violex 合作，成为首个制造轻便刀的品牌，至此，BIC 三大主打产品全部建立起来。此后，BIC 通过进一步收购相关企业以完善公司产品线，如 1992 年、1997 年先后收购美国著名修正产品品牌 Wite-Out 和欧洲领先的修正产品品牌 TIPP-EX，发力修正产品行业；1993 年收购 Tabur Marine，进军体育休闲产业；2004 年收购法国品牌 Stypen，进入可填充式学生墨水笔领域；2006 年收购巴西制造和分销不干胶的领导品牌 Pimaco，拓宽在拉美的文具产品类别。

➤ 第四阶段（2006 年-至今）更加注重发展中市场和渠道建设

集中精力于发展中国家的市场开发，BIC 于 2013 年开始在印度市场发力，收购印度领先的文具企业 CELLO pens；并于同年在中国南通建厂以生产打火机。在渠道的建设上，2008 年收购欧洲的促销产品分销商 Antalis Promotional Products，2012 年收购突尼斯的一家网站，促进当地营销。通过渠道的发力，尤其是发展中国家市场的开发，有力弥补了欧洲市场的疲弱对业绩的拖累。

图表29： BIC 发展历程



资料来源：公司公告，方正证券研究所

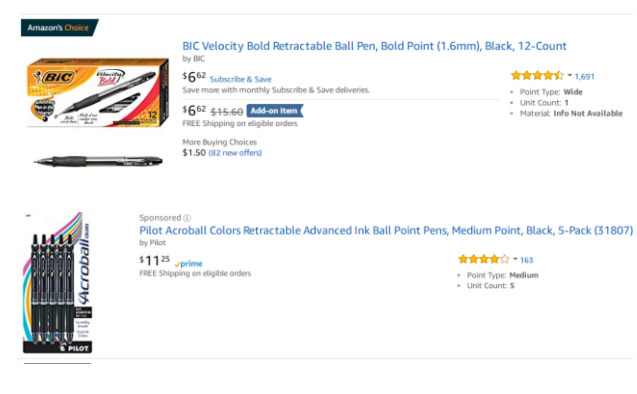
2.2.3 成长启示：高性价比策略&多产品线抢占市场，渠道扩张&产品附加值提升增长业绩

品质优良&价格低廉，打造高性价比产品。自成立以来，BIC 始终将提供物美价廉的产品作为其核心宗旨。除了对产品品质严格把控以外，公司将老款产品转移至加拿大或墨西哥等地进行生产与销售，利用当地较为低廉的人力、土地成本与较少的无形资产摊销降低产品价格，从美国亚马逊的售价来看，12 支装的 BIC 圆珠笔仅卖 6.62 美金，而对应的百乐 5 只装圆珠笔售价为 11.25 美金。

文具品牌，升级为“生活消费品”品牌。BIC 在圆珠笔市场逐渐饱和后，开始通过收购其他行业龙头来进入其他细分市场。如收购

Flaminaire 开始打火机制造，与 Viorex 合作进入剃须刀市场等，进一步拓展了产品线，相关产品共享 BIC 的品牌形象，实现快速抢占市场。BIC 这一思路的成功，在很大程度上证明了优秀的文具品牌形象，能够往“生活消费品”这一更大的领域上延伸。

图表30: BIC 产品价格 (VS.百乐)



资料来源: Amazon, 方正证券研究所

图表31: BIC 各产品市场情况



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

进一步挖掘渠道红利，通过分销&并购进入海外市场。在产品线比较完备的情况下，BIC 继续探索渠道优化策略，建立起强大的分销网络。并开始做国际化拓展，如在进入印度市场时，BIC 选择收购印度第一大制笔企业 CELLO pens 来渗透印度市场。善于利用他国市场情况以及公司自身条件选择最优的进入方式，将成本最小化，是 BIC 成功进行海外市场拓展的原因之一。

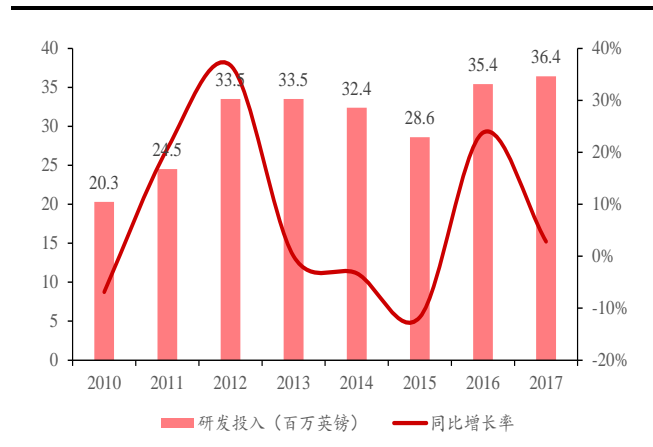
市场成熟后，提升产品附加值是必经之路。发展至今，BIC 经历了单产品——多产品——渠道扩张的过程，其市场份额已经较为稳定。为了进一步发展，BIC 不断探索消费者日益改变的需求，从高性价比的产品领域跳出，努力研发高附加值的产品服务，如近年来，BIC 开始投入定制文具市场领域。

图表32: BIC 并购事件部分汇总

公布日期	目标名称	已公布总价值 (百万美元)
2016/11	WIM Plast有限公司	24.88
2015/12	Cello Pens Pvt Ltd	80.93
2014/7	Cello Pens Pvt Ltd	72.42
2011/11	重大资产	18.36
2011/4	Sologear LLC	N/A
2009/6	Norwood Promotional Products LLC	162.5
2009/1	Cello Pens Pvt Ltd	160.86
2008/12	Antalis' Promotional Products	46.76
2008/12	Promotional Products business	46.06
2007/8	Atchison Products Inc	N/A
2006/9	PIMACO Autoadesivos Ltda	14.43
2004/5	Stypen SASU	N/A
2004/3	BIC Kosaido KK	N/A

资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表33: BIC 近年来研发投入持续增加



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

2.2.4 BIC 股价复盘

前期业绩高增推动戴维斯双击，近两年业绩下滑导致股价持续下跌。2008-2015 年 BIC 利润持续提速（13 年增速下滑，则导致了股价回调），推动股价迎来戴维斯双击，后续随着 16、17 年业绩持续不及预期，公司股价则出现了大幅下跌。但整体来看，虽然 18 年的业绩预测仍以不增长为主，但公司股价及 PE 水平均已企稳（PE>10X），表明了市场对 BIC 整体综合实力的认可。

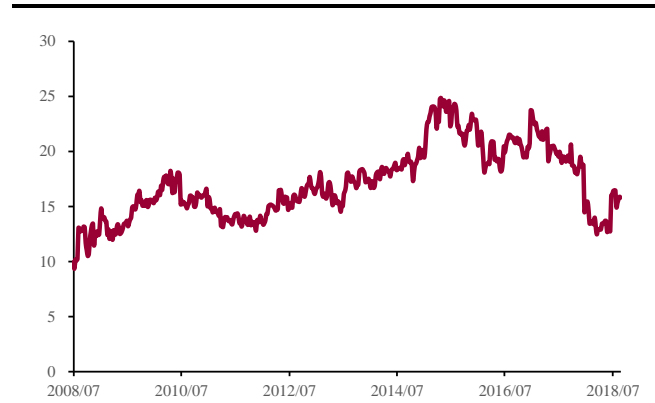
整体来看，市场对文具龙头的长期成长性给予了较大的溢价。从 BIC 的近十年估值变动来看，中间有 2 次的业绩不及预期（基本无增长），但市场依旧给予了 13X 左右的 PE 水平。反而公司业绩出现较大提升的情况下，PE 水平的提升反而相对谨慎，以维持 PEG 略大于 1 的水平为主。

图表34： BIC 公司股价表现（欧元）



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表35： BIC 近几年的 PE 水平（TTM）



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

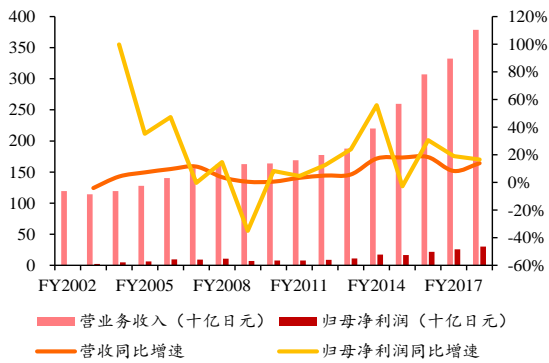
2.3 无印良品：全球领先的生活用品零售商

2.3.1 公司概况：由产品品牌升华至文化符号，业绩稳步增长

日本最大的 Life Style Store。无印良品（MUJI）意即“没有名字的优良商品”，营业范围涉及居家用品，服装，食品等。遵循“合理而且便宜”的理念，公司产品追求极简风格，提倡让商品回归本质，强调以商品本色示人，拿掉商品标签，使用简单包装，在保证高品质的前提下，提升产品性价比，相关理念已成为一种文化象征，实现了“产品—文化”的良性循环。

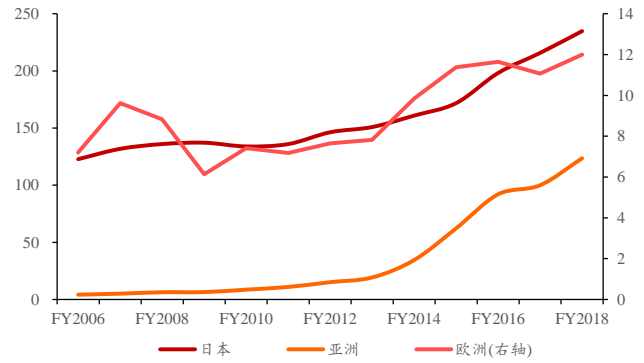
经历前期改革阵痛期后，业绩呈稳步增长态势。随 MUJI 解决 21 世纪初过度扩张的问题后，业绩呈快速复苏态势，尤其是 2006 年提出了重视海外市场的战略后，近十年收入复合增长率为 8.8%，其中，亚洲（不含日本）/欧洲市场复合增长率分别为 34.3%/6.9%。而利润端则得益于产品附加值增加所带来的毛利率稳步提升，近十年归母净利润复合增长率为 15.8%（2017 年，无印良品实现营收 3788.0 亿日元，同比增长 13.9%，实现归母净利润 336.3 亿日元，同比增长 17.2%）。

图表36: 无印良品业绩稳步增长



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表37: 无印良品细分市场收入 (十亿日元)



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

2.3.2 发展历史: 迎合消费需求发展, 借力改革重生

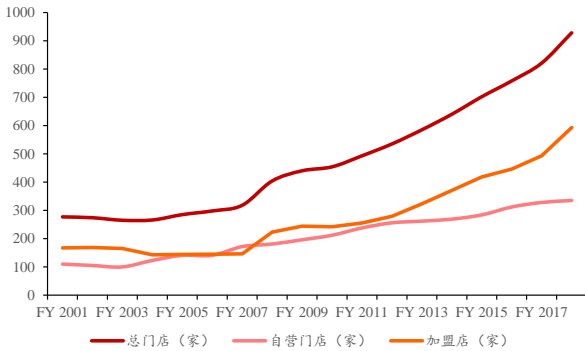
➤ 第一阶段(1980-1999年): 高性价比的简约风迎合消费需求, 公司高速增长

MUJI 最初为日本大型超市西友于 1980 年推出的自有品牌, 建立之初便定位于“低价”与“高质量”。初创期发展相对缓慢, 但群众的消费观念在经历日本繁荣泡沫时期之后开始转向, 不仅要求商品有好的品质, 也希望价格从优, 而 MUJI 所提倡的“无品牌”理念以及高性价比产品极大地迎合了消费者需求, 随后于短短几年内在日本开设了上百家专卖店。此外, MUJI 设计理念遵循简约风格, 用料环保, 受欧洲发达国家认可, MUJI 品牌逐步走向世界。1991 年, 公司在伦敦开设了其第一家海外专卖店, 此后陆续进入法国、瑞典、意大利、挪威、爱尔兰等国家。凭借广获消费者认可的产品以及规模的快速扩张, 公司实现高速增长。

➤ 第二阶段(2000-2002年): 过度强调扩张速度, 内外交困致业绩大幅下滑

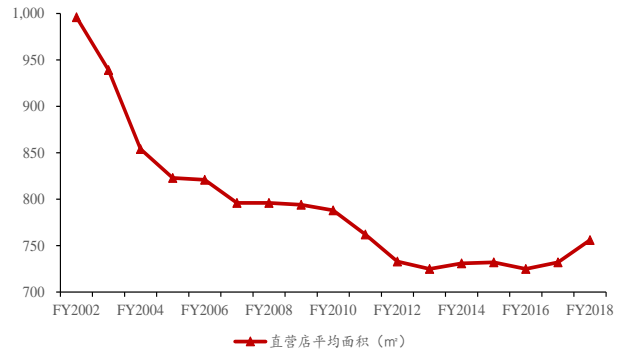
一方面在本土市场, MUJI 于 2000 年上市后制定了较为激进的 1100 亿日元的销售目标, 在当时“以门店带动销售”的思维下, MUJI 推动大店的开设, 门店平均面积较 1995 年翻倍增长, 但商品开发跟不上、门店效率下滑导致盈利能力下滑; 另一方面在海外市场, 虽然产品受欧洲消费者认可, 但同样因为开店速度过快(从合资开店转型为自营), 却无法解决物流体系、成本结构的问题, 大部分门店出现亏损, 欧洲市场开发进入整顿状态。在此影响下, 公司业绩大幅下滑, FY2002 的净利润基本下降为 0。

图表38: 无印良品门店数



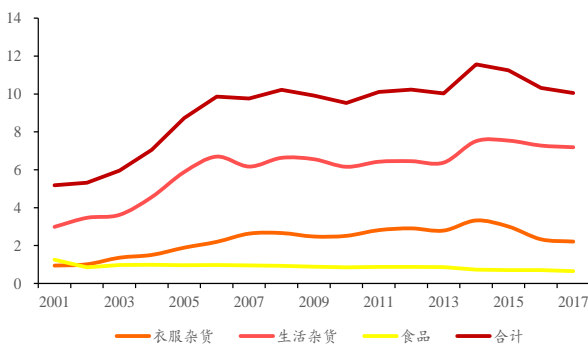
资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表39: 无印良品直营店平均面积



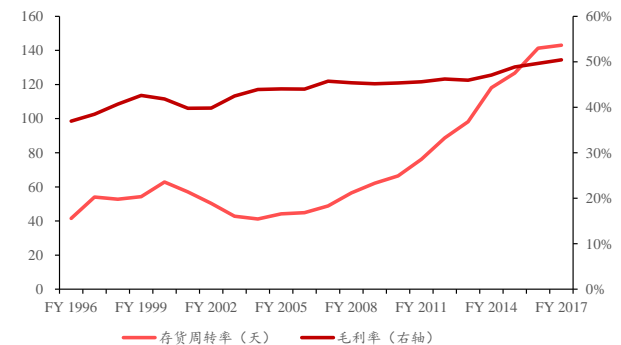
资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表40: 无印良品直营店每平方米 SKU 值 (款)



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表41: 无印良品存货周转及毛利率



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

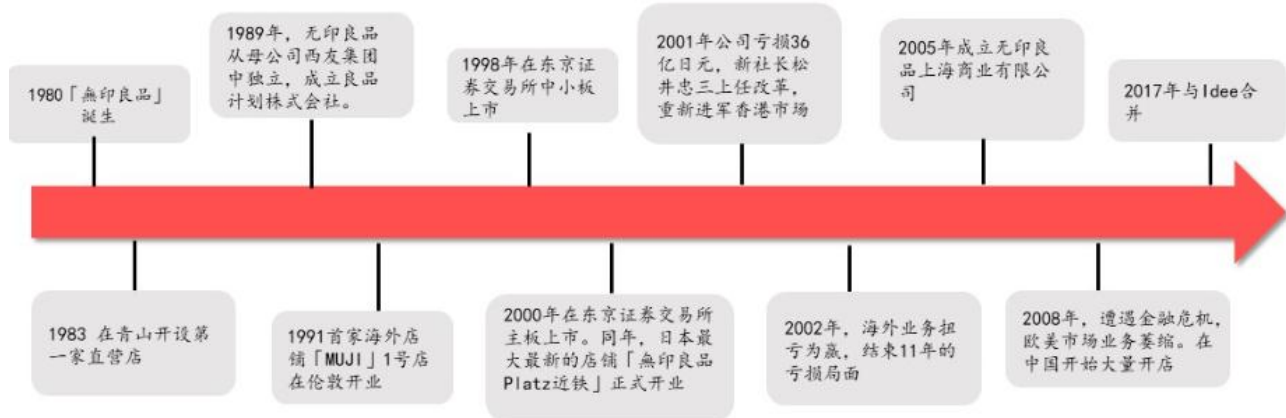
► 第三阶段 (2002-2005 年): 三年改革带动 MUJI 重生

随着第三任社长松井忠三接手, 他开始对 MUJI 进行长达三年的改革: ①生产管理, MUJI 短期内快速清仓处理 38 亿日元的服饰类存货, 随后进行产品研发生产流程的改革, 提升生产计划准确度以及存货周转速度; ②产品研发, MUJI 转型研发思路, 提出“世界的无印良品”, 和全世界各个地方优秀的、有创造性的人才、设计师合作, 把产品的策划从日本放大到全世界, 并以消费者需求为驱动, 开创 C2B 的研发模式, 让全世界的消费者一起参与到产品研发中, 寻找生活中常年爱用的一些东西作为无印良品研发的一个灵感来源, 重新以设计来赢得消费者; ③门店管理, 建立标准化运营手册, 内容涵盖门店选址到门店工作, 提升门店经营效率。

► 第四阶段 (2006 年-至今): 运营能力大幅提升, 开发亚洲市场推动业绩增长

经过前期三年调整, MUJI 快速走出困境, 并且作出了“以中国为中心经营日本以外的市场”的全球化战略, 面对京东、网易严选等电商平台以及名创优品、亚马逊等新老竞争对手的围追堵截, 多次进行改革, 如在中国市场先后通过八次大降价刺激销售, 且在第七次降价之后, 业绩迅速蹿升; 在 2016 年底, 通过接入支付宝会员体系, 打通线上线下, 快速切入新零售快车道。近两年尤其得益于亚洲市场的强劲表现, 公司业绩持续增长。

图表42： 无印良品发展历程



资料来源：公司年报，方正证券研究所

2.3.3 成长启示：精细化运营&多业态发展&高效的供应链管理体系，增强企业竞争力

► 文化层面

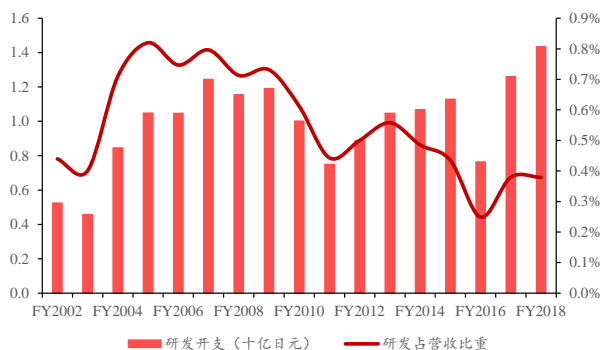
愿景明确，树立“无印良品”的文化品牌形象。纵观 30 多年的发展，MUJI 的愿景始终没有发生改变，对应的战略也没有发生调整，在“这样就好”的理念支撑下，MUJI 不仅仅是成为了一个商业品牌，更是逐步构建出自己的文化体系，最终实现对自身零售业务的推动。

► 经营模式

1) 精细化运营降低对人的依赖，确保门店扩张的稳定性。在前端的门店运营上，无印梳理了自身相关经验，推出 MUJIGRAM 手册以规范公司的开店选择标准和日常经营，大幅降低对门店管理人的依赖，在提高开店成功率的同时也能保证统一的高质量服务，克服了渠道扩张所面临的规模效应的问题。

2) 注重全球扩张对规模的拉动作用，多业态发展探索长期成长动力。MUJI 非常注重营收扩张所带来的规模效应，在成立 10 余年后便开始尝试开拓海外市场，前期欧洲市场的开发&现阶段亚洲市场的重点开发，均有力拉动了业绩增长。同时，MUJI 还积极尝试各种零售业态，如 2017 年，在上海开业的 MUJI Diner 成为其全球首家大型餐厅，2018 年 MUJI 酒店在深圳、北京开业。同年，在日本大阪开了以“食”为主题的 MUJI 生鲜超市。

图表43: 无印良品研发支出及研发占比



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表44: MUJI Diner



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

► 供应链管理

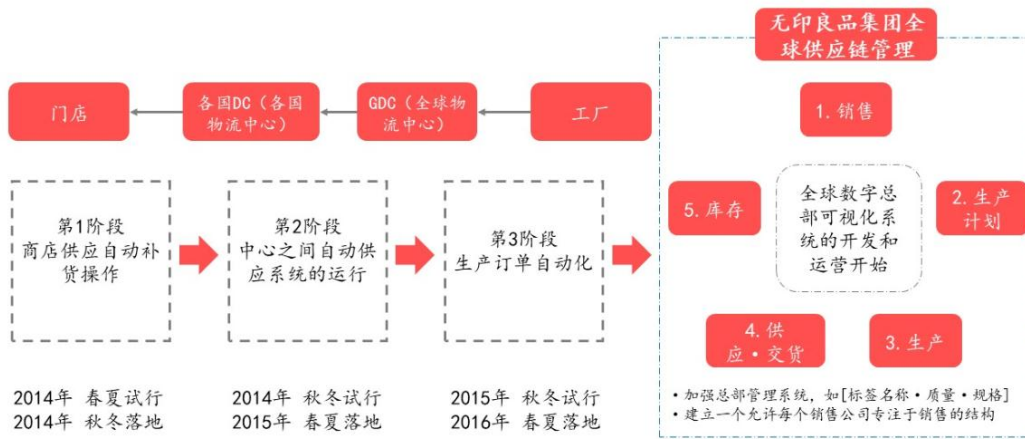
SPA 模式实现供应链的高效整合。SPA 模式是指品牌商对从商品策划、生产到零售全流程进行一体化控制（主要是参与相关流程，而不是全程“拥有”相关流程）的一种供应链管理新模式，MUJI 采用该模式，使得开发的产品更贴近客户需求，且可以获取品牌商和零售商双重利润，增强企业的竞争力：

1) 设计排产：MUJI 以市场反馈作为最有效的反馈指标，针对成熟产品，根据全国门店的销售情况，总结出各产品品类的销售前十名作为明星产品销售（尤其对于家居和服饰类，会根据国家和销量建立一个列表实时管控），迎合市场需求；针对新品，为了避免销售不及预期的产品堆积成不良库存，MUJI 以销定产，将销售数据统一管理，生产时一次性生产 1 个月的量+门店展示所需数量，在产品上市后 3 周内，若销量超过预期 30%以上便及时增产，不及预期 70%的就变更设计，实现库存的有效管控。

2) 采购生产：MUJI 采用集中采购，有效控制生产成本——一方面，MUJI 在海外劳动力更廉价的国家进行采购，并将一些产品生产线转移至海外劳动力廉价的地区，降低生产成本；另一方面，MUJI 极力缩减合作厂商数量，积极与厂商建立长期合作关系，通过集中/规模采购提升议价能力，实现成本控制。

3) 配送物流系统：MUJI 采用全球调配体系实现全球化分销，降低物流成本。通过建立海外分销中心，使得货物无需运回日本后再分销到世界各地，而是直接从各地的分销中心发配至各个门店，实现内销，有效缩短交货期的同时，节省的成本可以降价形式让利消费者，也可以增加单次更小规模的订单量，实现降本增效。

图表45： 无印良品全球供应链



资料来源：公司公告，方正证券研究所。在操作/索引等的设置阶段也存在一些库存增加，停滞或缺少的场景。

2.3.4 无印良品股价复盘

公司的股价表现可以参考其发展历史划分为四个阶段：

- 1) 1995-1999 年，上市初期，MUJI 设计理念广获消费者认可，海外市场有序开发，业绩的高成长性推动股价持续上涨；
- 2) 2000-2002 年，前期过度扩张的后遗症显现，门店经营效率下降&成本管控低效导致利润萎缩，市场对无印的前景高度悲观，股价亦下跌至历史低点；
- 3) 2002-2005 年，三年改革带动 MUJI 重生，市场重新认可公司价值，股价大幅回升。
- 4) 2006 年至今，虽然该阶段前期受金融危机影响，股价有所下跌，但随着海外市场开发成效显现（尤其是亚洲市场），公司迎来戴维斯双击，股价快速上涨。

图表46： 无印良品 PE 估值水平 (TTM)



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表47： 无印良品股价表现 (日元)



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

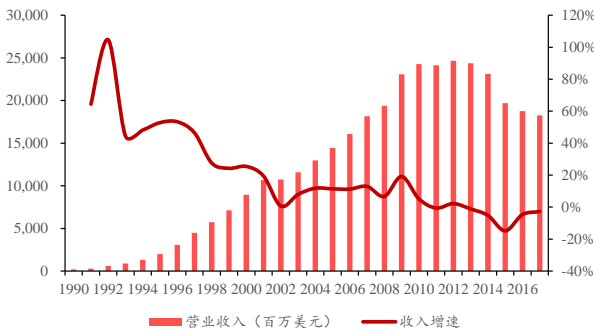
3 B 端公司：史泰博——国际办公用品龙头企业

3.1 公司概况：英雄迟暮，全球领先的办公用品零售商和分销商

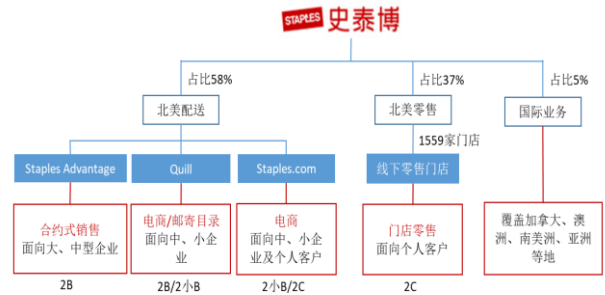
史泰博是全球领先的办公用品零售和分销商，成立于 1986 年，业务涵盖北美配送、北美零售和国际业务，并通过直销、零售向所有大、中、小型企业及个人消费者提供一站式办公采购服务。公司市场广泛，曾在全球拥有超 2000 家办公用品超市和办公用品销售中心，覆盖将近 30 个国家和地区。但近年来因电商冲击&转型失败，史泰博于 2017 年 6 月 29 日以 69 亿美元的价格被收购。

多种因素叠加，业绩自 13 年起下滑。一方面，受金融危机及无纸化办公趋势影响，公司 2009-2012 年收入增速放缓；另一方面，受新型电商平台冲击（具备价格优势的电商平台抢占了大量的价格敏感的中小型企业客户）以及产品转型战略影响，2013 年以来收入持续下滑，2016 年公司营收为 182.5 亿美元，同比下降 2.76%，且因与欧迪重组失败、资产减值，净利润亏损 15.0 亿美元，同比下降 495.0%。

图表48： 营业收入自 2013 年开始下滑



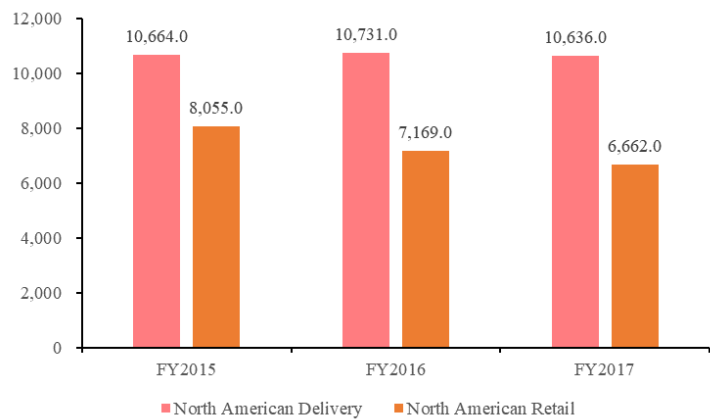
图表49： 史泰博业务结构：直销与零售并存



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表50： 史泰博针对 B 端客户及电商平台所受冲击较小



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

3.2 公司发展历史：平价策略&大办公模式奠定市场地位，战略转型失败导致巨头落幕

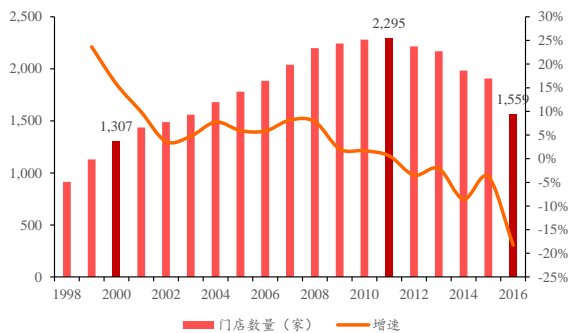
➤ 第一阶段（1986-1989年）：低价开启市场，投建物流配送系统构建差异化竞争力

史泰博于 1986 年成立，并率先推出办公用品超市的理念。与沃尔玛等超市相似，公司通过减少采购环节，直接从制造商处进货，以产品低价打开市场，并通过会员制、数据库营销和电话营销等各种手段，吸引并形成了自己稳定的客户群。而在模仿者相继出现、市场竞争加剧的情况下，史泰博放弃快速开店，转而在 1987 年投资兴建了综合物流配送中心，为公司后续发展提供了坚实的后盾。配送中心建成后，史泰博开始走扩张之路，通过保持价格优势布局国内市场，到 1988 年 5 月，已经开了 16 家门店，收入达 4000 万美元，并于 1989 年初成功导入自有品牌，成为公司日后的重要利润来源。

➤ 第二阶段（1990-2001年）：渠道高速扩张，实现全球布局

进入 20 世纪 90 年代，随着美国文具业的快速发展，史泰博开启了高速扩张之路，迎来了其发展历程中的黄金十年。一方面，通过全球开店&强势并购加速海外市场开拓，如 1990 年收购洛杉矶附近 10 家 HQ 办公用品供应商仓库，拓展美国西部市场；收购德国 Sigma Burowelt 以及葡萄牙、荷兰 Office Centre 大举扩张欧洲，在 1999 年底确定全球行业领导者的地位。截至 2001 年底，拥有门店 1307 家，相比于 1990 年的 74 家，翻了 14 倍；另一方面，通过门店零售、目录直邮、合约订购及网络销售等方式实现全渠道覆盖市场。持续的规模扩张有力地支撑了史泰博业绩的高速增长，到 2000 年底，公司收入增长了将近 30 倍，股价增长了 20 多倍。

图表51：史泰博门店在 21 世纪初高速扩张



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表52：史泰博收购情况

公布日期	收购标的	交易价格 (百万)
1992/6	Office Mart Holdings Corp	24.72
1994/1	National Office Supply Co Inc	76.19
1997/2	Spectrum Office Products Inc	89.4
1998/4	Quill Corp	639.84
1998/5	32 STORE LEASES	28.71
1998/12	Claricom Holdings Inc	118.66
1999/8	3 office supply co's/Europe	112.73
2000/3	Quill.com Domain Name	
2000/8	Procurian USA LLC	129.9
2002/7	Medical Arts Press Inc	387.83
2002/8	Guilbert mail order business	825
2008/5	Corporate Express NV	2770.84
2014/5	PNI Digital Media Inc	43.16

资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

➤ 第三阶段（2002-2008年）：大办公转型&供应链改善，史泰博迎来巅峰

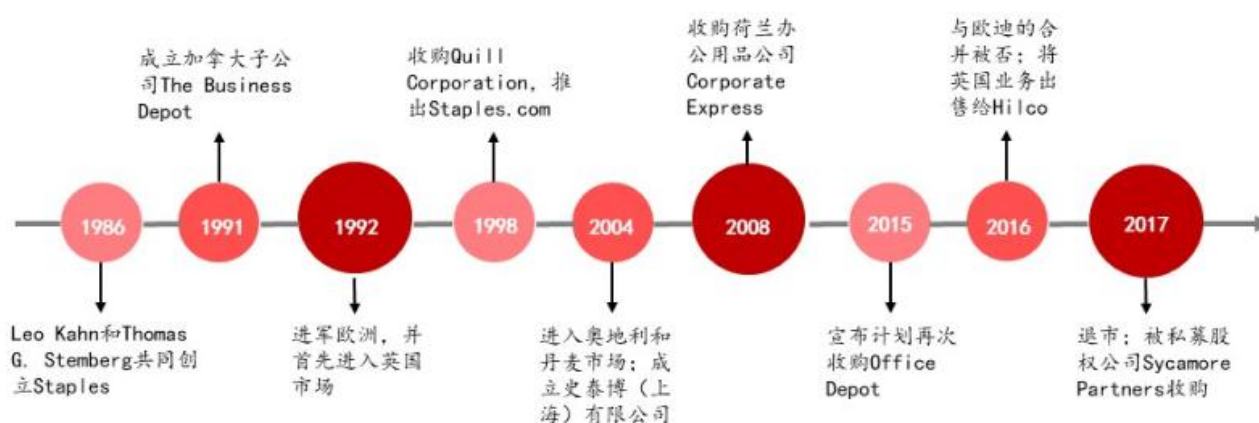
在竞争激烈&收入增速下滑的背景下，公司实施战略转型，产品由传统办公文具扩展至办公设备、办公家具等，为消费者提供了一站式购物体验，并改善供应链管理，在提高生产率和可靠性的同时降低成本。与此同时，公司开始加强品牌建设，巧妙地将品牌与宣扬“轻松”文化结合在一起，创造了“轻松按钮”，有效提升品牌影响力。经过 5 年的转型与品牌，史泰博取得了巨大成功，2008 年营收达到

193.7 亿美元，净利润将近 10 亿美元。此外，在 2007 年美国经济开始疲软的宏观背景下，公司决定快速国际扩张，于 2008 年溢价 85% 收购了荷兰公司 Corporate Express，致使公司长期负债大幅增长，为后续发展埋下隐患。

► 第四阶段（2009-2017）：难挽业绩下滑趋势，英雄迟暮被收购

受金融危机、无纸化办公趋势以及电商平台兴起的影响，文具行业受到冲击，史泰博竞争力也不可避免地在下降，迫使其第二次转型——通过将全美和欧洲的门店减少 15%，以求减少成本的同时，产品经营范畴也从办公用品转向日用百货，办公用品大幅减少。但此次几近转行的战略转型以失败告终，一方面令公司丧失了办公用品优势，另一方面在日用品类又不敌零售巨头沃尔玛，进一步恶化了史泰博的经营状况，2013 年起收入持续下滑。2016 年，史泰博尝试收购欧迪，但最终亦以失败告终。在经历退市、海外业务出售之后，公司被 Sycamore Partners 以 69 亿美元的价格收购。

图表53： 史泰博发展历程

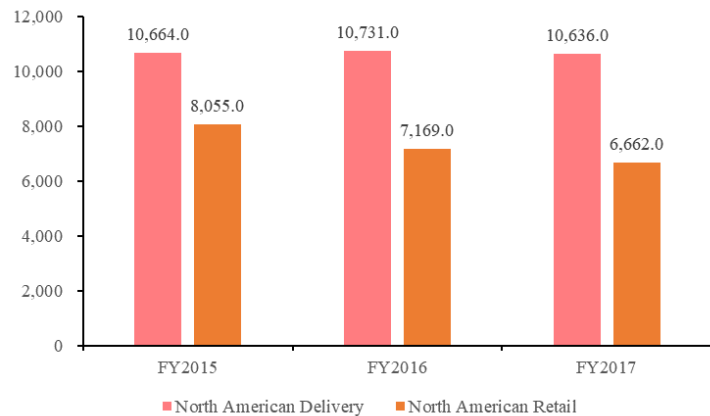


资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.3 成长启示：大办公理念奠定领先优势，并购&转型失控导致经营危机

平价&物流构建相较传统办公零售企业的竞争优势，大办公增值服务形成与电商的差异化竞争。①与同行相比，史泰博在激烈的市场竞争中取得成功，很大程度上得益于其更早、更坚定地进行配套物流设施建设，高效的物流体系降低了线下门店的运营成本，得以施行平价策略，同时提高了对 B 端客户的服务能力，较高的资本门槛亦构建了史泰博的商业壁垒；②在史泰博与电商的竞争过程中，线下渠道因成本劣势而受到极大的冲击，但针对 B 端客户所提供的大办公一站式服务，则成功打造了与提供标准化服务的电商平台的差异化竞争力。

图表54： 史泰博针对 B 端客户及电商平台所受冲击较小



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

自有品牌&积极营销，持续的创新理念推动巨头形成。①通过生产外包、推出自有品牌，提高盈利能力的同时，提升了在产业链竞争格局中的话语权（2016年，自有品牌产品销售收入占比达29%）；②积极、完善的营销策略——公司成长过程中关键的一环，史泰博每开一家店，都会对周边的企业进行推广，包括电话销售、赠送优惠券、邮寄产品目录，后期更加凭借“就是那么轻松”的核心购物理念以及推出的“轻松按钮”，有效推动品牌建设。

理智扩张，兼顾效率与质量。在加速国际扩张布局的过程中，史泰博溢价85%收购荷兰公司Corporate Express，直接导致公司的长期负债从2007年的3.2亿美元激增到40多亿美元，其中29.4亿美元必须一年内偿还，年息高达9.75%，与此同时，受经济危机影响，公司自身竞争力也不可避免地下降，因此此次并购加大公司长期负债的同时，加重了公司经营危机。

慎重转型，保持主营核心。在资本压力和电商平台冲击的双重因素下，史泰博被迫转型，但其并没有朝着增值产品和服务转型，而是将产品品类从办公用品转向日用百货，放弃了自身原先具备的办公用品业务优势，但转型之后又不敌日用品王者沃尔玛，导致其处境愈发艰难。

3.4 史泰博股价复盘

史泰博上市于其历史发展的第二阶段（1990-2002），在此过程中，快速的渠道扩张支撑其业绩高速增长。但其股价在1998年达到阶段性顶点，随后有所回落，这主要是当时办公直销龙头欧迪（营收规模第一）的门店加速开设的计划使市场担忧行业竞争加剧，以及史泰博电商业务亏损情况超出预期。

在第三阶段的发展中（2002-2008），史泰博成功实施大办公转型战略，业绩高速增长并成功击败欧迪，股价亦在此过程中达到顶点。

在第四阶段发展中（2009-2017），史泰博受电商冲击&转型失败影响，股价持续下跌，最终以被收购结束一代传奇。

图表55： 史泰博近几年股价持续下跌（美元）



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

4 我国文具行业海外对比分析及发展趋势判断

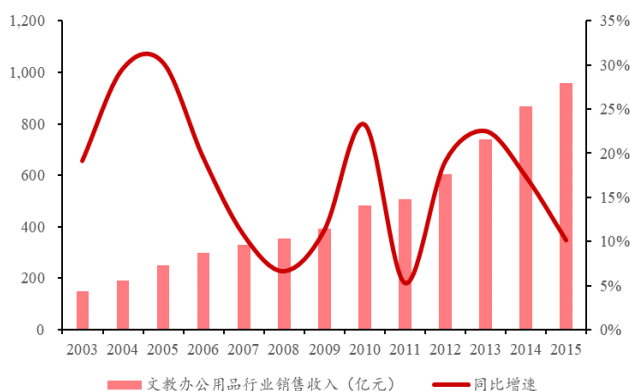
4.1 C端对比：消费需求升级，龙头掌握从生产到渠道的核心资源

► 行业现状及海外对比：

整体增速放缓，但人均消费提升空间依旧巨大，文具消费从刚性需求转向附加值需求。过往得益于我国人口红利以及大力发展基础教育，文具行业处于高速发展阶段。同时，也因为大部分地区的消费能力弱，对文具以刚性需求为主，国产高性价比产品快速抢占市场。但是，随着人均收入水平提升&文具高度普及，消费者对文具的附加值需求逐年增长（包括进口文具、手账等消费持续增长）。与海外发达国家相比，我国2016年人均文具消费金额仅105元/年，不足世界平均水平240元/年的一半，未来的增长势必从简单的渗透率提升所带来的量的增长，逐步转变为附加值提升所带来的价的增长。

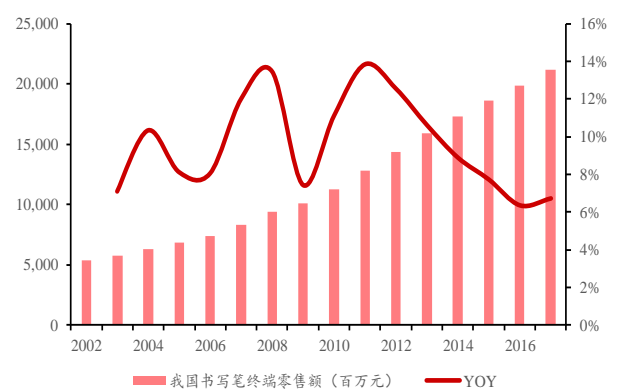
参考日本的发展经验，我们预计，文具消费升级会首先从品牌升级然后逐步到体验&性价比升级——也就是消费者先往大型文具品牌集中，并在此过程中提高消费预算，但长期来看始终会回归体验&性价比的道路上。

图表56：我国文教办公用品行业增速放缓



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表57：我国书写笔终端零售额增速放缓



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

► 国内龙头与海外对比：

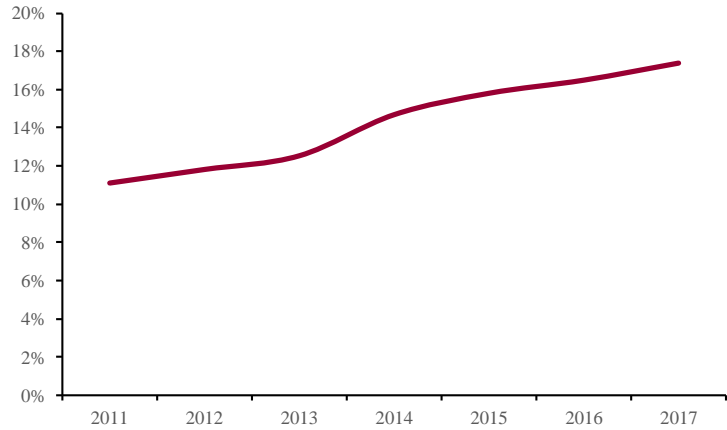
关键技术仍较为薄弱，但掌握了从生产到渠道的核心资源。与海外龙头动辄近百年的发展历史相比，我国文具企业成立时间普遍较短，如晨光文具、真彩文具成立于上世纪九十年代初，至今发展仍不足30年，同时，也因为我国人均消费能力仍相对较弱，所以我国文具龙头在成长初期普遍以“低价”策略实现快速的市场布局，这便导致了在相关的技术积累上要落后于海外龙头。

但是，不同于海外龙头一般只掌握生产或者渠道的某一端，我国文具龙头在发展过程中形成了从生产到渠道的全链条布局，极大的提升了产品分销能力，以弥补在技术层面的不足。深度高效的渠道网络也构成了我国文具龙头的核心护城河，如晨光文具拥有终端零售店超7.6万家（2018H1）、真彩文具铺货终端超过2万家（2015年）。

我国文具龙头的市占率仍有提升空间。虽然龙头已经依靠渠道优势占据了较大的市场份额，但由于产品的差异化不够突出，仍需要与

大量的中小企业进行低端领域的价格竞争，这导致了文具龙头现阶段难以取得绝对的市场份额优势。未来，随着龙头转型以提高产品附加值，差异化竞争将推动市场份额进一步提升。

图表58： 晨光文具书写笔市场占有率稳步提升



资料来源：欧睿资讯，方正证券研究所

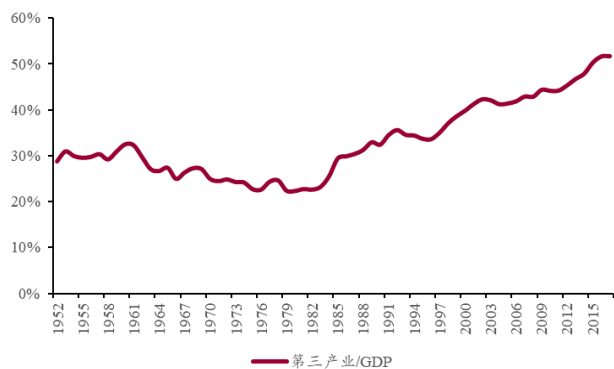
4.2 B端：阳光采购推动行业规范，直销龙头发力抢占市场份额

► 行业现状及海外对比

增长潜力大，竞争格局高度分散。办公文具市场规模庞大，采用广义定义的话（包括办公家具、器材等），规模可达1.6万亿元，同时，如前文所述，对比发达国家，我国第三产业占GDP比值仍有较大的提升空间，B端的办公文具需求仍处于高速增长的阶段。但是，由于过往我国企业采购流程不规范，使得竞争格局高度分散。

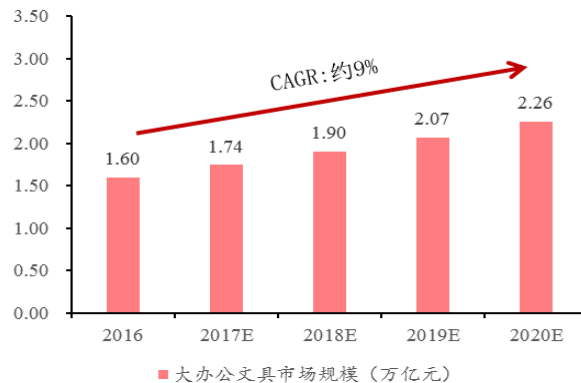
阳光采购推动行业发展规范化。从2013年开始，政府及央企从协议供货方式向集中采购方式转变，通过引入市场竞争、电子化操作等方式，使采购过程公开透明，遏制协议供货采购中存在的不规范采购和商业贿赂行为。以国网的集中采购情况为例，采购数量及品类大幅增加（从几百SKU变成上万SKU），对供应商资质提出更高要求。目前已有近一半的政府及央企开始尝试电子化集中采购，未来推进速度有望加快；在此背景下，小型供应商因资质问题逐渐失去竞争力，可能会选择成为办公直销龙头的落地服务商，行业集中度提升。

图表59: 我国第三产业占比持续提升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表60: 大办公文具市场规模稳步提升

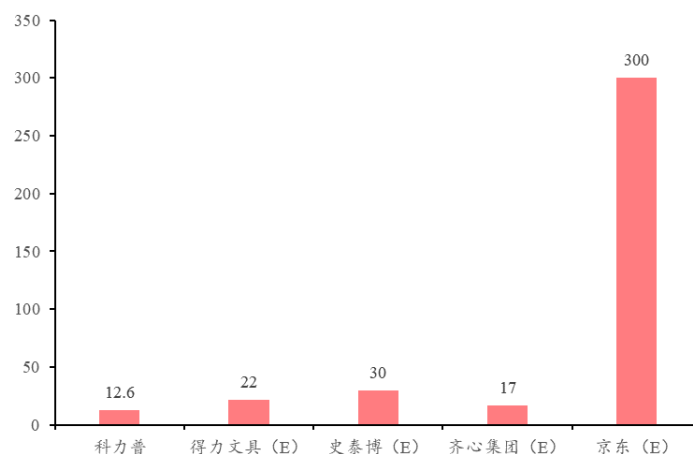


资料来源: 方正证券研究所整理

参考海外经验, 行业集中是必然趋势, 物流系统&办公一站式服务能力构建核心壁垒。实际上, 美国办公文具市场也经历了从分散的本土零售商到高度集中于几大渠道商的过程, 其背后的核心原因便是资本驱动下, 渠道商大力投资仓储物流等领域以提升综合服务能力, 抢占中小本土零售商的市场份额。考虑到我国办公直销龙头科力普、齐心、得力等均在大力建设各地仓储物流服务, 未来相较于中小企业的优势会愈发凸显, 叠加B端公司采购规范化, 我国办公直销行业也势必会逐步走向集中。

同时, 由于我国电商行业高度发达, 所以传统办公文具龙头的线下零售渠道将会受到较大的挤压, 但同样的, 我国电商的优势也在于提供标准化服务, 而针对B端客户的个性化需求满足能力较弱, 因此, 打造针对B端客户的一站式综合服务能力, 是传统办公文具龙头构建与电商差异化竞争力的必经之路。

图表61: 各公司B端业务收入规模(亿元, 2017年)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

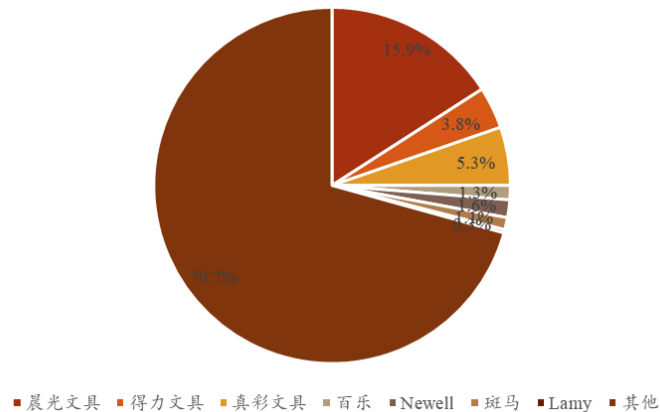
4.3 海外龙头在我国略有水土不服

从C端市场看, 海外龙头在我国发展的速度相对缓慢, 虽然在产品、品牌方面有一定的优势, 但并没有转化为终端的销量。我们认为其核心原因如下:

1) 价格较高:虽然像 BIC 主打性价比,而百乐等品牌也有大量入门级产品,但考虑到我国人均消费能力较低,进口文具价格仍属偏贵,且大量的国产低端产品充斥市场,海外龙头的价格劣势明显;

2) 渠道缺失:一方面,大量学生文具是由父母代为购买,其更为倾向于购买出现频率高的品牌;另一方面,文具消费具有较强的及时性需求,购买渠道的缺失会导致这部分客户流失。

图表62: 海外龙头在我国书写笔市场占有率较低(2015)



资料来源:欧睿资讯,方正证券研究所

从 B 端市场看,史泰博、欧迪虽然较早就进入了中国,且规模亦领先于本土办公直销龙头。但由于后继发展乏力,目前他们在中国区的业务已被相继收购。其核心原因如下:

1) 海外龙头所掌握的企业市场开发经验在我国难以适用。海外直销龙头在欧美地区主要以企业客户为主,但在我国市场,一方面因为电商业发达,中小型企业客户市场所面临的竞争高度激烈,另一方面海外龙头不适应国内过往相对不完善的招投标制度,竞争优势反而不突出。两方面原因导致海外龙头的传统优势在我国难以发挥。

2) 决策流程过长,不能及时根据市场趋势调整。虽然目前我国正在推行阳光化采购,相关政策利好直销龙头,但由于海外龙头的决策审批权在国外,难以迅速调整相关战略,导致没能有力把握住行业机遇(史泰博虽然后期收入结构以大型央企客户为主,但并未能顺应行业趋势积极开发新的客户资源,导致后继增长乏力;而欧迪在被收购前则仍以企业客户为主)。

4.4 行业发展趋势判断

从 C 端来看:高附加值之路是未来的成长突破口

1) 行业增长放缓,龙头优势凸显,市场格局趋于集中。随着人口红利消失、基础教育的高度普及,行业增速将逐步放缓,进入存量博弈的竞争阶段。由于国内龙头已经拥有了明显的渠道、技术、品牌等方面的优势,未来将逐步挤出中小文具企业。

2) 产品附加值愈发重视。一方面,消费者在品牌选择空间增大的情况下,势必会去比较产品使用体验,并且随收入水平增加,增加预算购买优质文具的比例也会增长;另一方面,行业放缓所带来的竞争加剧,将使龙头需要加大产品创新力度,提升差异化竞争能力。

3) 随着消费水平提升,海外龙头竞争力增强。近几年百乐、斑马等海外文具品牌在国内的知名度正在不断提升,也有越来越多人海淘进口文具。在此过程中,国产文具也将面临越来越大的竞争,如果不及时调整低价的竞争思路,未来可能面临竞争力丧失的局面。

从B端来看,目前还处于资本投入阶段,后续盈利逐步提升。

1) 行业仍处于高速发展阶段。我国服务业的高速发展势必会创造出大量的办公室岗位,继而产生较大的文具需求。同时,随着阳光化采购趋势,办公直销龙头拥有极大的潜在客户群体可供开发,叠加目前市场集中度低,未来业绩有望维持高速增长。

2) 资本投入需求大,压制盈利能力。由于B端业务对服务能力的要求高,因此龙头需要实现仓储物流系统建设、终端服务网络下沉等,换言之,收入端持续高增长,也就要求龙头同时投入大量的资本进行配套建设,这将导致盈利水平短期内将处于低位。

3) 规模效应释放,盈利水平将逐步提升。中长期来看,规模扩张,一方面有利于增强对供应商的议价能力,另一方面分摊前期资本投入所带来的费用及成本。参考海外经验,我们预计直销龙头净利率能达到5%以上。

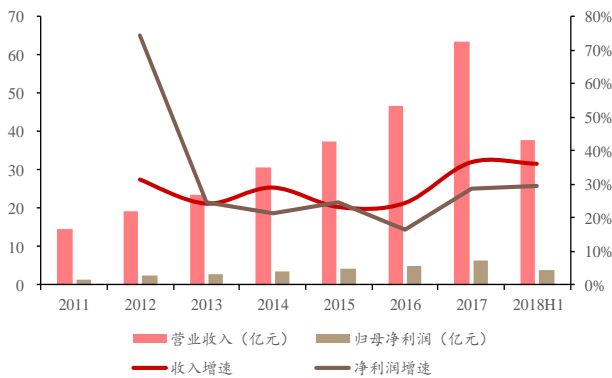
5 我们为什么看好晨光文具？

5.1 国内品牌文具龙头，筑造高护城河（VS.海外龙头）

晨光文具是国内品牌文具龙头，传统业务主要包括书写工具、学生文具、办公文具及其他产品，其中书写工具市场占有率居行业第一。公司业务覆盖品牌文具的设计、研发、制造和销售全产业链，在产品、渠道和品牌方面均具备强大的竞争力。

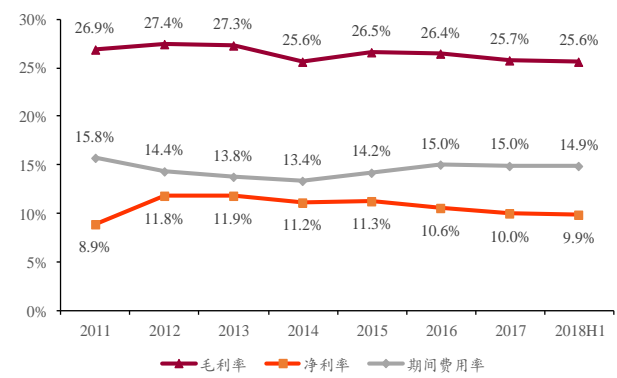
营收与净利润持续高速增长，盈利能力稳定。2017 年营收/净利润分别为 63.6/6.3 亿元，同比增长 36.4%/28.6%，2011-2017 年复合增长率分别达 22.6%/25.7%。得益于传统业务的稳健增长&新业务特别是科力普的高速增长，晨光 2018 年上半年实现营收/净利润 37.9/3.7 亿元，同比增长 36.0%/29.6%。此外，公司盈利能力稳定，成本控制良好。近年来销售毛利率稳定在 26%左右，净利率基本保持在 10%以上，在同行中居于领先地位，费用控制水平良好，销售费用率处于业内较低水平。

图表63： 营收与净利润高速增长



资料来源：Wind，方正证券研究所

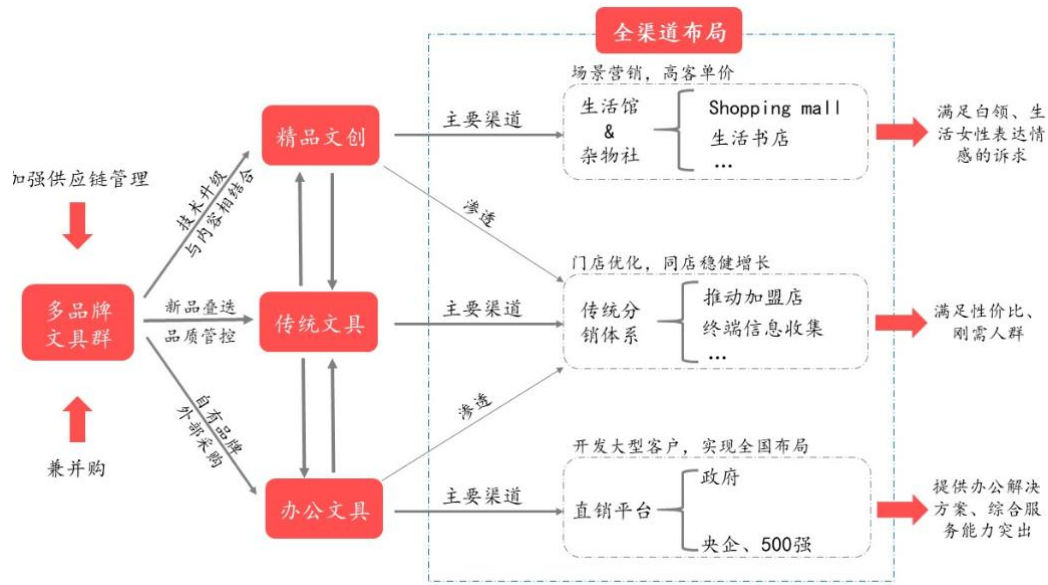
图表64： 毛利率、费用率及净利率保持稳定



资料来源：Wind，方正证券研究所

渠道探索&产品升级，共筑公司护城河。从渠道角度看，晨光构建了以传统业务为主体，生活馆&杂物社、办公直销为两翼的发展模式，一方面通过渠道优化、产品升级以巩固传统业务优势，另一方面，依托于传统业务所带来的技术、品牌等方面的综合优势开发新渠道（生活馆、九木杂物社以及科力普），带来业绩弹性；从产品角度看，公司过往主推定位相对大众化的传统文具，随着渠道布局完成，如今开始推广高附加值的精品文创，一方面满足新渠道需求，另一方面往传统渠道渗透，优化产品结构。

图表65： 晨光文具战略框架



资料来源：公司公告，方正证券研究所

结合前文，我们将晨光与海外龙头进行对比（后文将从各方面详细阐述），总结如下：

图表66： 晨光文具与海外龙头的对比

晨光	VS	海外龙头
<p>传统业务：产品定位大众消费市场，主打性价比及满足刚需消费者；相较海外龙头，自身掌握了从生产到渠道的核心资源，高效的经销网络构建强大的渠道护城河。</p>	<p>C端 传统文具领域</p>	<p>百乐：定位中高端产品品类，附加值高；以产品创新&创意营销推动销售。</p> <p>BIC：定位大众消费市场，产品性价比高；前期通过快速市场布局驱动增长，现正在逐步转向产品驱动模式，实施产品升级战略。</p>
<p>精品文创：生活馆定位于学生及年轻客群，主要用于探索精品文创的终端运营经验；九木杂物社主要充当“买手”，目前还处于前期发展阶段，短期内的重点在于供应链管理（库存、物流等）、终端门店经营流程化以及规模扩张。</p>	<p>C端 精品文创领域</p>	<p>无印良品：传统零售的商业模式已逐步成熟，形成了文化&品牌&销售的良性互动，目前正积极拓展开发海外（亚洲）市场，以及探索酒店、餐饮等新业态。</p>
<p>科力普业务：锁定政府、央企等大型客户，提供一站式办公服务，以大办公模式构建相较于电商的差异化竞争能力。目前仍处于前期资本投入阶段（终端服务网络、仓储物流等），随规模扩张有望提升盈利。</p>	<p>B端 办公直销领域</p>	<p>史泰博：拥有完善的针对C端及B端的办公文具销售网络，并通过自建仓储物流系统等方式提升配送效率及服务质量。但近年来C端零售业务受电商冲击严重，而B端大客户业务仍保持平稳。</p>

资料来源：方正证券研究所

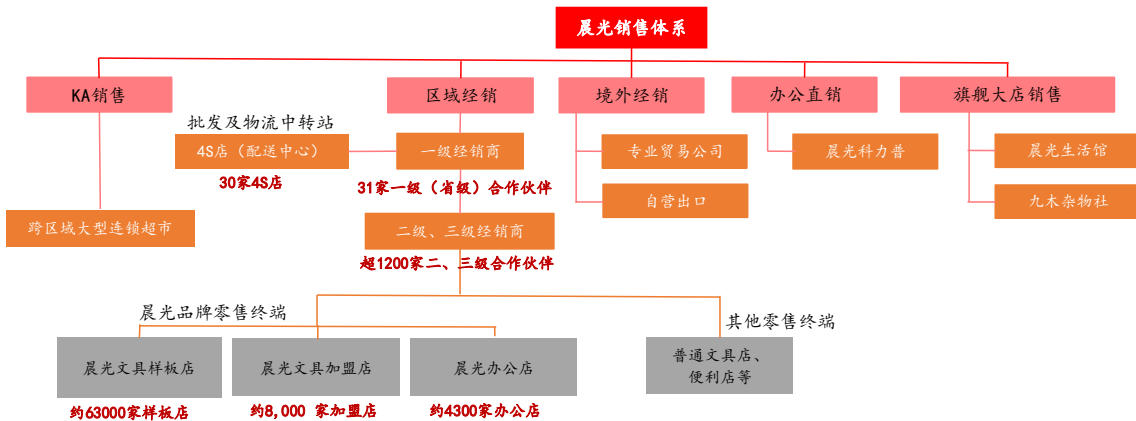
5.2 C端：传统业务护城河深，精品文创提升价值

5.2.1 传统业务：从“增量”到“提质”，实现同店持续可快速增长

➤ 现状：经销体系稳定而高效，产品快速迭代提升竞争力

深度覆盖、高效运营的传统渠道是晨光文具的核心护城河。通常来说，消费品企业的成长主要靠品类和渠道扩张两种途径，对晨光文具而言，渠道的快速扩张、深度覆盖及高效经营是其过往取得成功的重要原因。晨光在常见的区域经销模式基础上，采用独特的经销商建设和管理机制进行改造，即用轻资产的方式，通过分层授权、排他性合作和支持管理，深度绑定经销商和零售终端的利益。从而打造了一支稳定、高效的经销商合作伙伴队伍，实现渠道扩张速度和渠道稳定性的完美统一，使渠道成为公司传统业务的核心竞争优势。截至2018年6月底，公司拥有31家一级合作伙伴，1200多家二、三级合作伙伴，终端门店超7.6万家，校边商圈覆盖率达80%以上。运营效率高，总部仅需要60多人进行运营。

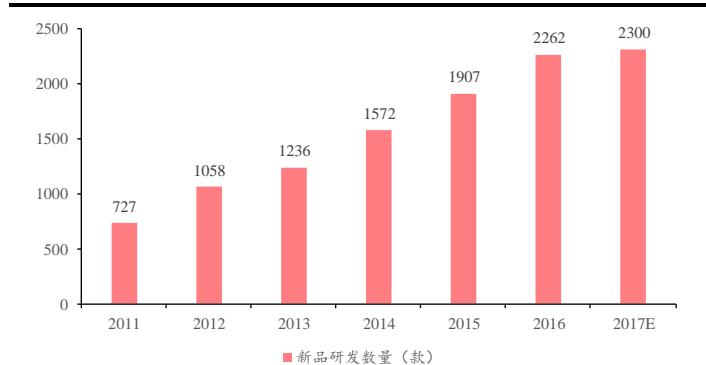
图表67： 晨光经销体系构成



资料来源：公司公告，方正证券研究所

新品稳定研发，终端价格管控能力强。公司产品研发采用主题化、体验化的开发模式，新品销售占营收的比重较高，相比竞争对手优势明显。通过高速的产品迭代，能够实现对终端产品价格的有效调控(如改变设计主题，便可进行产品的重新定价)，亦能维持消费者对晨光产品的新鲜感。

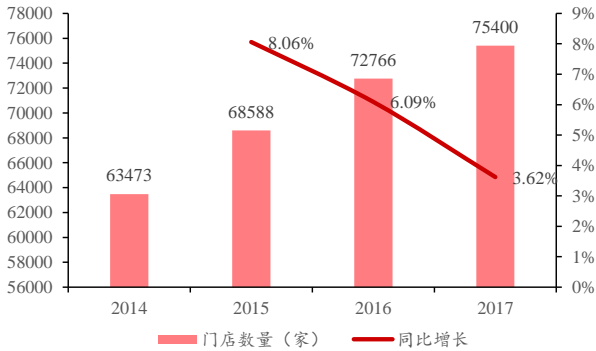
图表68： 晨光文具新品研发数



资料来源：公司公告，方正证券研究所

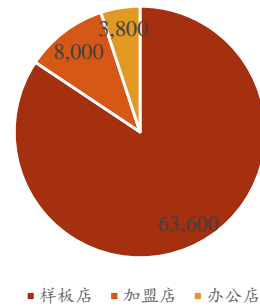
道扩张趋于饱和，产品附加价值较低。经过多年的发展，晨光传统渠道拥有终端门店超 7.6 万家，校边商圈覆盖率达 80% 以上，后期渠道覆盖率的提升空间相对有限。此外，因为受传统文具定位、部分终端门店形象相对大众化的影响，在公司的产品结构中，中高端产品占比不到 10%，导致传统渠道毛利率较低。

图表69：渠道数量趋于饱和（不含海外门店）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表70：晨光文具主要店铺类型



资料来源：公司公告，方正证券研究所

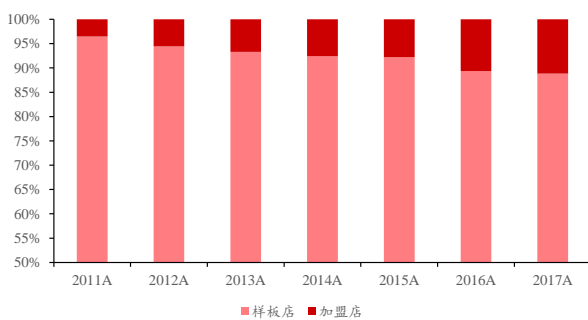
► 未来发展：渠道升级&产品升级成新驱动

渠道升级改造，提升单店经营效率。随着传统业务渠道红利逐步释放完毕，公司渠道发展从量变转向质变。一方面，通过升级二代加盟店，全面提升店铺形象、道具陈列、商品展示。相较于传统门店，加盟店的店面形象更佳、销售品类更多以及实现对相同或类似竞品排他；另一方面，积极推进配送中心软硬件优化升级，增强公司对终端信息的收集能力，持续加强数据管理、优化数据质量，辅助公司决策。

产品结构调整&升级，提升毛利率。公司在精品文创领域推出的高附加值产品，不仅会在生活馆&杂物社进行销售，也将在传统渠道中进行渗透，甚至挑选优质的门店进行改造升级，实现传统渠道产品升级。同时，公司将加速开拓办公文具市场，实现收入高速增长。

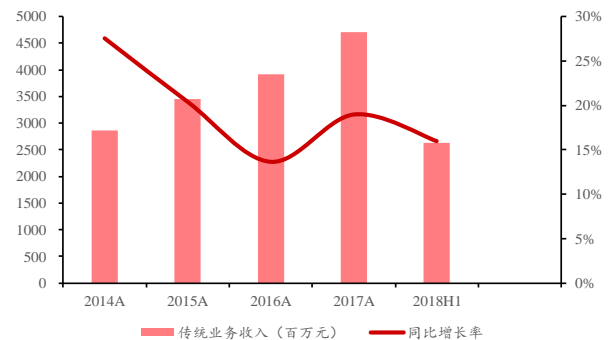
预期：我国文具行业仍能依靠人均消费金额的提升实现稳健增长，在此过程中，晨光凭借渠道优势以及产品研发实力，有望实现传统业务稳健增长，重点把握大中小学讯对整体业绩的拉动作用。

图表71：晨光文具样板店、加盟店占比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表72：晨光传统业务稳健增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

5.2.2 精品文创：提升品牌定位，完善产品系列布局

➤ 现状：积极延伸精品文创领域，提升品牌定位

发力精品文创赛道，实现品牌的战略升级。过往晨光的产品以满足刚需为主，主打性价比，虽然通过庞大的终端渠道资源取得了成功，但也导致品牌定位相对平民，产品附加价值较低。为了提升品牌定位、优化业务结构和产品结构，提升毛利水平，公司积极延伸精品文创领域，研发高附加值产品——一方面通过建立新型高端零售渠道（生活馆&九木杂物社），探索精品文创升级之路，另一方面则将高附加值的文创产品往传统渠道渗透，实现产品结构优化升级。

图表73： 晨光 X 梵高博物馆系列套装



资料来源：晨光创意，方正证券研究所

图表74： 晨光孤独星球系列产品



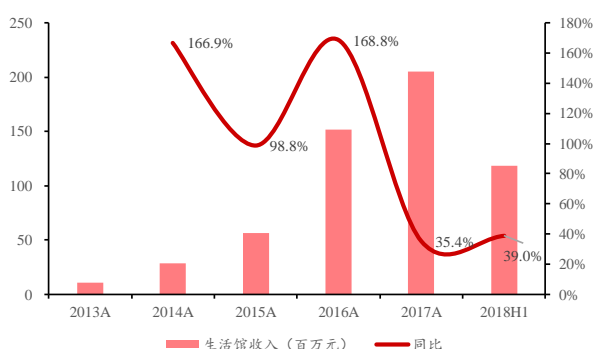
资料来源：36氪，方正证券研究所

从新型零售大店的角度看：

1) 晨光生活馆：于2012年推出，主要定位于学生及年轻客群，意在打造精品文具店，一方面是为了孵化新产品，另一方面则是探索终端渠道的运营模式，为终端伙伴提供问题诊断、店铺设计、组品方案、场景陈列、营运支持、资源共享的一站式零售解决方案，从而以服务推动文具店的全面改造升级，截至17年底拥有门店152家。

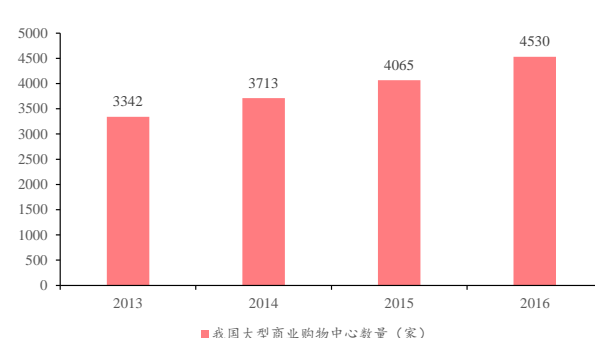
2) 九木杂物社：于2016年推出，针对15-35岁的女性，以“搜罗全球好物，只为实用美学”为品牌主旨，致力于打造全球精品杂货买手，18Q1有门店32家，目前已开放加盟，考虑到我国大型购物中心数量高达4500家，后期渠道的扩张潜力大。

图表75： 晨光文具生活馆收入及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表76： 我国大型购物中心数量



资料来源：赢商网，方正证券研究所

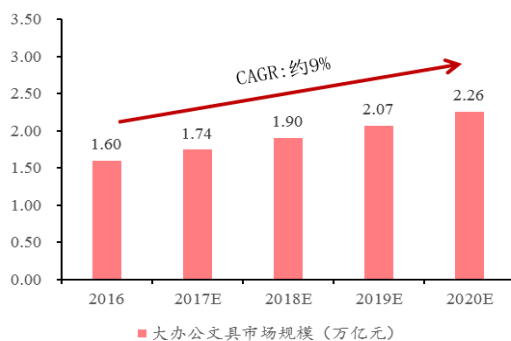
预期：1) 从生活馆业务的角度看，考虑到生活馆和杂物社的定位及目标存在一定的差异，预计生活馆业务将平稳发展，重点负责探索精品文创经营模式。而九木杂物社则以加盟的方式往核心城市快速复制拓展，随规模效应的释放有望在未来贡献盈利；**2) 从精品文创赛道的角度看**，精品文创产品销售占比持续提升，并持续往传统渠道渗透，未来有望借助庞大的终端销售网络，助力品牌升级战略的成功实施，进而推动业绩稳健增长（产品单价&毛利率双提升）。

5.3 B端：科力普——受益集采趋势，继续发力大中型客户

5.3.3 行业空间大，集采趋势提高门槛，利好龙头

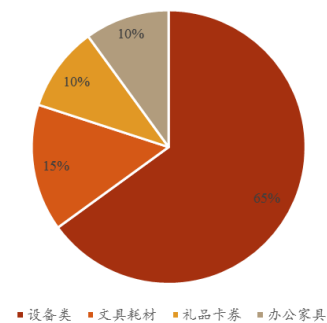
大办公文具市场规模大，竞争格局高度分散。国内大办公文具(包括办公家具、器材等)的市场规模约 1.6 万亿，未来 3-5 年 CAGR 约 9%，到 2020 年市场规模可达 2.2 万亿。从产品的角度看，整体可以划分为设备类、文具耗材、礼品卡券以及办公家具。但是，由于我国办公市场正处于发展阶段，国内品牌龙头供应链整合能力和综合服务能力较弱，国际巨头在中国又存在水土不服的问题，导致与海外相比，我国行业整体集中度较低（在美国，史泰博、欧迪办公和 OfficeMax 市占率合计达到 70%），目前国内主要的品牌龙头有晨光文具（科力普）、得力文具、史泰博中国、齐心集团、京东、苏宁等。

图表77：大办公文具市场稳健发展



资料来源：方正证券研究所整理

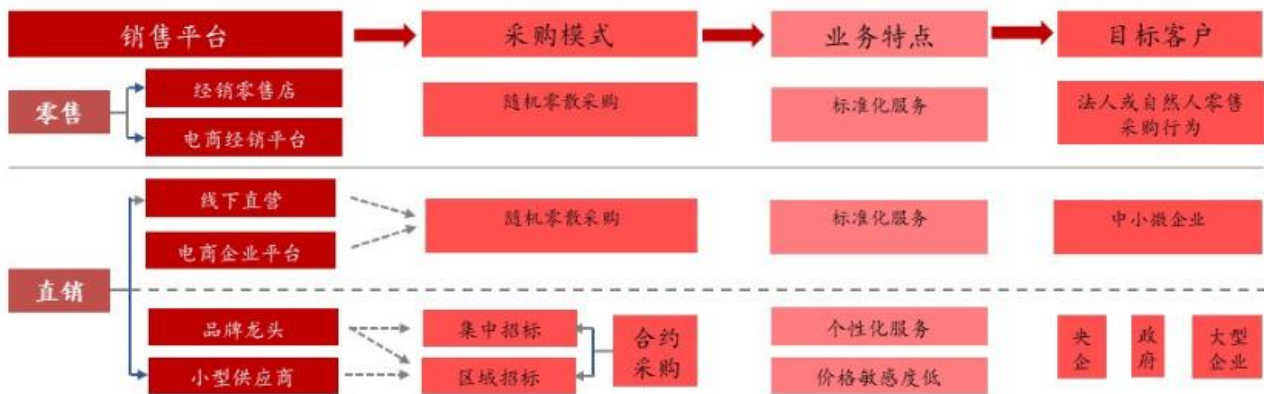
图表78：各类产品市场规模占比



资料来源：方正证券研究所整理

办公文具行业整体可以划分为**直销**和**零售**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**是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；**零售模式**：办公用品企业通过代理供应商向采购方间接提供产品及相关服务。具体来看，**零售渠道与普通文具的销售模式并无较大差异**，而**直销渠道**则对供应商的综合能力提出较高的要求。

图表79： 办公直销商业模式



资料来源：公司公告，方正证券研究所整理

直销渠道中，集中采购成行业趋势，龙头快速抢占市场。从2013年开始，政府及央企从协议供货方式向集中采购方式转变，通过引入市场竞争、电子化操作等方式，使采购过程公开透明，大幅提高采购门槛（以国网的集中采购情况为例，采购数量及品类从几百SKU大幅增加至上万SKU，对供应商综合实力提出了更高的要求），这使得过往许多依靠不规范操作（甚至商业贿赂）进入采购清单的中小供应商难以继续存活，最终只能退出市场或者依附于直销龙头成为落地服务商。在此趋势下，直销龙头得以快速开拓客户，不断抢占市场份额，推升行业集中度。目前已有近一半的政府及央企开始尝试电子化集中采购，未来推进速度有望加快。

5.3.4 科力普：整合欧迪，开发大型客户，业绩持续高速增长

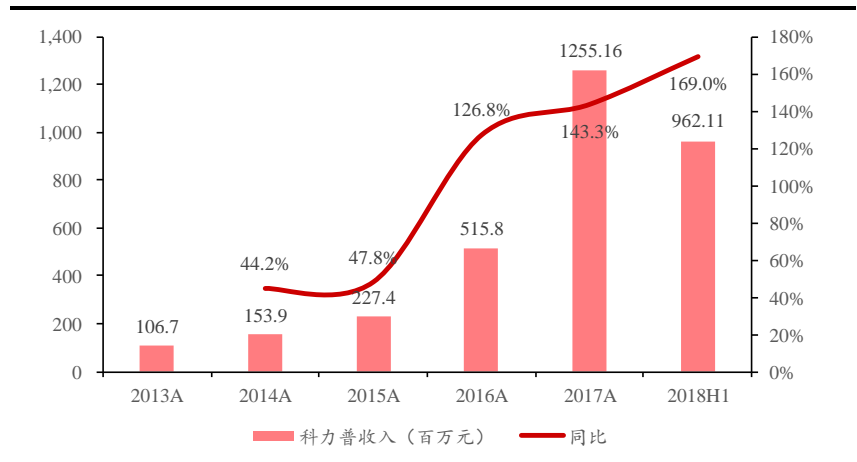
公司于2012年12月成立控股子公司晨光科力普开展办公直销业务。科力普主要针对超大型客户的定制营销以及大中客户的合约销售，拥有10大核心品类的3万多种商品，覆盖办公用品、办公设备、耗材、IT数码、家具、劳保用品、食品饮料等，致力于提供一站式办公解决方案，与非龙头企业相比，最大的优势在于完善的后端服务，通过采用IT平台接入，为每家客户建立后台，实现个性化服务。

顺利收购欧迪，协同效应可期。2017年6月1日，公司宣布科力普以零对价收购欧迪办公（中国）100%股权，获得其丰富的企业客户资源。此次收购于7月底完成交割，8月并表（17年贡献并表收入1.6亿元）。我们预计，2018年主要是对欧迪进行整合，随着二者协同效应释放，有望助力科力普直销业务向全国延伸，优化客户结构。

客户结构完善，未来先重点开发政府、央企等大型客户。客户是办公直销企业的核心资源，决定了业绩的平稳性及后续的成长空间。目前科力普客户结构完善，既有广东省、安徽省等政府采办，亦有国家电网、中国联通等大型企业客户。考虑到不同客户的业务经营特点，科力普预计将先重点开发政府、央企等大型客户，虽然这类型客户的毛利率较低，但后期的服务成本也较低，最为重要的是，前期开发政府、大型央企等客户，能推动科力普加速全国供应链、物流布局，快速实现规模效应以及提升对全国市场的把控能力。

业绩预期: 预计 18 年实现营收超 25 亿元 (含欧迪), 在 17 年已有盈利的基础上, 随规模效应释放, 盈利水平进一步提升。

图表80: 科力普收入



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

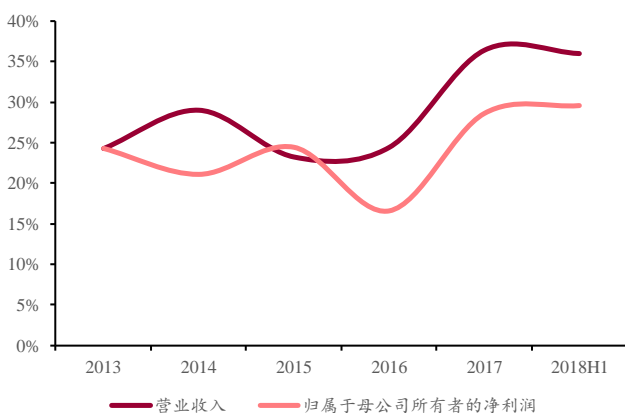
5.4 晨光文具估值分析

➤ PEG 角度

晨光文具股价在 17 年之前以区间震荡为主, 主要是上市后有一次新股溢价, 以及市场对晨光的护城河比较认可, 主要依靠 EPS 增长消化估值, 使 PEG 趋向于 1。而近两年, 受益于渠道优化&品类升级推动传统业务提速, 以及科力普规模高速增长逐步迎来利润收获期, 晨光股价获戴维斯双击, 估值持续上涨。目前 18 年 PE 约 31X, 对应利润增速为 27%, PEG 为 1.15, 19 年 PE 约 24X。

整体来看, 晨光估值水平要高于海外的文具龙头, 这一方面主要是因为晨光近两年保持着利润端 20%+的增速, 另一方面则是因为晨光仍有较大的成长空间, 后续业绩有望持续释放。

图表81: 晨光文具业绩增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表82: 晨光文具 PE Band



资料来源: Wind, 方正证券研究所

➤ 成长空间角度

采用分部估值法的思路, 成长空间中性假设下, 我们估算晨光中

期（约 5-10 年）成长市值空间约为 700 亿元：其中传统文具行业中长期约 2000 亿元的市场空间，假设晨光市场份额达到 18%，估算收入 180 亿元（按出厂价口径），净利润约 22 亿元（按 12%净利率），按 25 倍 PE，对应市值约 540 亿元；办公直销业务，中期预计公司规模到 200 亿元，净利润约 10 亿元（按 5%净利率），按 16 倍 PE，对应市值 160 亿元。

综合以上分析，晨光文具因业绩持续高增长而支撑目前估值水平（PEG 约为 1.25），中长期成长空间广阔，传统业务依托渠道强护城河&品类优化升级而稳健增长，直销业务随资本投入完成而逐步提升盈利，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：需求低迷、科力普进展低于预期、渠道竞争加剧。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2974.62	4096.94	5375.69	6921.28	营业总收入	6357.10	8592.54	11436.84	14812.15
现金	436.36	1315.72	2002.11	2835.27	营业成本	4721.13	6478.15	8709.37	11363.34
应收账款	469.16	254.25	347.81	462.63	营业税金及附加	26.42	35.71	47.53	61.56
其它应收款	134.25	167.12	222.44	288.08	营业费用	570.06	764.74	995.00	1273.84
预付账款	46.21	63.41	85.25	111.23	管理费用	383.58	498.37	640.46	814.67
存货	871.86	1279.66	1701.31	2207.29	财务费用	-2.81	-7.28	-20.80	-32.77
其他	1016.79	1016.79	1016.79	1016.79	资产减值损失	20.58	7.00	9.00	6.00
非流动资产	1413.66	1381.25	1321.36	1261.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	37.84	51.00	61.00	70.00
固定资产	898.31	889.52	825.01	774.30	营业利润	682.88	866.85	1117.26	1395.51
无形资产	285.29	261.68	266.29	257.14	营业外收入	72.93	90.00	97.00	120.00
其他	230.06	230.06	230.06	230.06	营业外支出	9.71	12.00	11.00	15.00
资产总计	4388.28	5478.19	6697.05	8182.78	利润总额	746.11	944.85	1203.26	1500.51
流动负债	1394.71	2058.40	2725.82	3502.25	所得税	118.94	150.63	191.82	239.21
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	627.16	794.22	1011.44	1261.30
应付账款	841.35	937.99	1261.06	1645.33	少数股东损益	-6.88	-10.36	-13.20	-16.46
其他	553.36	1120.40	1464.76	1856.91	归属母公司净利润	634.04	804.59	1024.64	1277.76
非流动负债	79.64	79.64	79.64	79.64	EBITDA	815.36	953.90	1189.29	1449.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.69	0.87	1.11	1.39
其他	79.64	79.64	79.64	79.64					
负债合计	1474.35	2138.04	2805.46	3581.89	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	79.97	69.60	56.41	39.95	成长能力				
股本	920.00	920.00	920.00	920.00	营业收入	36.3%	35.2%	33.1%	29.5%
资本公积	272.35	272.35	272.35	272.35	营业利润	27.1%	26.9%	28.9%	24.9%
留存收益	1641.61	2078.20	2642.84	3368.59	归属母公司净利润	28.6%	26.9%	27.3%	24.7%
归属母公司股东权益	2833.96	3270.55	3835.19	4560.94	获利能力				
负债和股东权益	4388.28	5478.19	6697.05	8182.78	毛利率	25.7%	24.6%	23.8%	23.3%
					净利率	10.0%	9.4%	9.0%	8.6%
					ROE	22.4%	24.6%	26.7%	28.0%
					ROIC	22.2%	33.9%	46.4%	61.8%
					偿债能力				
					资产负债率	33.6%	39.0%	41.9%	43.8%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	213.3%	199.0%	197.2%	197.6%
					速动比率	150.8%	136.9%	134.8%	134.6%
					营运能力				
					总资产周转率	1.63	1.74	1.88	1.99
					应收账款周转率	20.03	23.76	37.99	36.55
					应付账款周转率	9.30	9.66	10.40	10.19
					每股指标(元)				
					每股收益	0.69	0.87	1.11	1.39
					每股经营现金	0.78	0.94	1.09	1.32
					每股净资产	3.08	3.55	4.17	4.96
					估值比率				
					P/E	39.15	30.85	24.22	19.43
					P/B	8.76	7.59	6.47	5.44
					EV/EBITDA	29.91	24.64	19.19	15.17

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