

信义山证 汇通天下

证券研究报告

文娱用品

报告原因：专题研究

办公直销行业专题报告

增量仍广阔、存量待深耕，多维度对比齐心集团 vs 晨光科力普

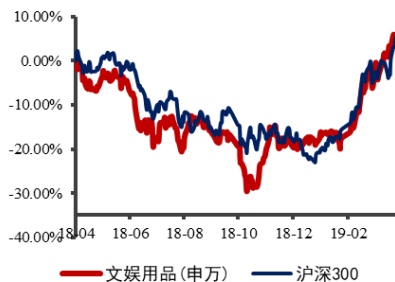
维持评级

看好

2019 年 4 月 18 日

行业研究/深度报告

文娱用品板块近一年市场表现



分析师：

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

杨晶晶

电话：010-83496308

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】轻工行业 2019 年度策略：家居变革静待春天，“小而美”精品文创崛起》2019-01-07

地址：

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **增量空间广阔：“海阔凭鱼跃”，竞争格局分散利好龙头品牌。**（1）政策驱动电商化集中采购，央企、国企普及程度仅 20%，保守估计 4000 亿元头部订单尚未释放。（2）龙头市占率仅为个位数，招投标方式不存在排他性，目前龙头直销平台没有感受到竞争压力，类似科力普这样的后发者有望通过时间积累和市场开拓迎头赶上。同时，对标美国史泰博、欧迪办公（本土市占率合计超 80%），行业整合趋势也利好龙头品牌提升市场份额。

➤ **存量客户有待深耕：提升客单值与利润率。**（1）延拓产品线、满足一站式，不仅有助于做大存量客户客单值，同时更加深层地绑定核心客户、增强客户粘性。（2）利润率的提升空间。规模优势：议价能力提升、费用率优化；产品结构优化，提升自有产品、高毛利新型产品销售占比；客户结构优化，后续 500 强、中小企业客户数量会较快增加。

➤ **办公用品 B2B 平台的三大核心竞争力。**（1）供应链管理能力：有序统筹数以万计的 SKU。（2）快速响应能力：人员/系统对接服务、仓储物流效率。（3）自有品牌地位：专业品质和服务能力的背书。

➤ **齐心集团 vs 晨光科力普对比分析：**我们对比分析了齐心集团和晨光科力普的发展战略、客户资源、产品品类、服务网络、信息技术建设、仓储物流、自有品牌等，总结两者差异点、相对优势如下：齐心在办公直销领域沉淀时间更久、资源经验更丰富，在产品品类、供应链管理、信息技术、服务能力等方面具有相对优势；科力普的优势是晨光文具品牌地位、自有产品品质和仓储物流建设，长期来看，各方面能力和资源尚需一定时间去培育和积累，最终比拼的还是供应链整合与落地服务能力。

➤ **重点公司关注：齐心集团、晨光文具。**相比京东、苏宁企业购等电商平台，得力、齐心、科力普等垂直服务平台的优势在于自有产品生产制造能力（更具专业性、直销价格优势）、落地服务能力（配备专门人员/团队长期对接，沟通更流畅，服务更精细、更贴心）。A 股轻工行业相关标的为齐心集团、晨光文具，建议投资者重点关注。

风险提示：

➤ 宏观经济增长不及预期；办公物资 B 端市场竞争加剧；自建仓储物流成本费用风险等。

目录

1. 增量空间广阔：“海阔凭鱼跃”，竞争格局分散利好龙头品牌.....	4
1.1 政策驱动电商化集中采购，央企、国企普及程度较低	4
1.2 招投标方式下竞争压力较小，行业整合利好龙头品牌.....	6
2. 存量客户有待深耕：提升客单值与利润率	6
2.1 提升客单值：延拓产品线、满足一站式	6
2.2 利润率的提升空间.....	7
2.2.1 规模优势：议价能力提升、费用率优化	7
2.2.2 优化产品结构，提升自有产品、高毛利新型产品销售占比.....	8
2.2.3 客户结构优化，500 强、中小企业客户数量增加	11
3. 核心竞争力分析	11
3.1 供应链管理能力：有序统筹数以万计的 SKU	11
3.2 快速响应能力：人员/系统对接服务、仓储物流效率	12
3.3 自有品牌地位：专业品质和服务能力的背书.....	14
4. 重点公司关注	14
4.1 齐心集团：“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台	14
4.2 晨光文具：“一体两翼”焕彩前行，科力普增速亮眼.....	14
4.3 齐心集团 vs 晨光科力普对比分析.....	15
5.风险提示	17

图表目录

图 1：传统采购过程中存在诸多问题	4
图 2：大办公文具市场规模及增速	5
图 3：2016 年美国办公用品销售渠道收入占比	5
图 4：2017 年办公用品龙头企业收入规模（亿元）	6
图 5：北美办公用品市场 CR2 为 81%	6
图 6：办公用品一站式采购商品分类	7
图 7：齐心集团销售/管理费用率呈下降趋势	8
图 8：齐心集团销售期间费用率呈下降趋势	8
图 9：晨光办公文具代理产品毛利率较低	9
图 10：晨光办公文具-代理产品与科力普收入增速几乎同步	9
图 11：MRO 工业品样例	9
图 12：得力一站式定制服务流程	10
图 13：齐心集团办公套装定制案例	10
图 14：齐心集团信息技术系统示意图	12
图 15：晨光文具运输及装卸费大幅增加	13
图 16：办公龙头企业运输费占销售费用的比重	13
图 17：晨光科力普营业收入及同比增速	15
图 18：齐心集团营业收入及同比增速	15
表 1：政府采购相关政策	4
表 2：B 端潜在客户类型及数量	5
表 3：齐心集团前五大供应商采购额及占比	8
表 4：晨光科力普与齐心集团的对比分析	15

1. 增量空间广阔：“海阔凭鱼跃”，竞争格局分散利好龙头品牌

1.1 政策驱动电商化集中采购，央企、国企普及程度较低

办公用品的传统采购模式存在诸多痛点。由于采购方与供应商之间的信息不对称性，使得采购过程中，采购方对于采购价格、采购质量、供应商信息、管理成本等难以有效把控，因此不仅采购的办公用品得不到质量保障、采购效率低下，还会变相增加采购方的经营成本。而对于办公用品采购，更是面临品类纷繁、低值易耗、零星分散、购买随机性强等特有痛点。

图 1：传统采购过程中存在诸多问题



资料来源：易观智库，山西证券研究所

受益于国家阳光化、集中化采购政策，叠加政府和企业的成本控制需求提升，办公用品由分散化供应变为集中供应，办公集采发展前景广阔。自 2015 年起，国家施行的《中华人民共和国政府采购法实施条例》（国令第 658 号）明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。同年，《国务院办公厅关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》【国办发（2015）63 号】，要求 2017 年 6 月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。

表 1：政府采购相关政策

年度	发文机关	政策文件	核心内容
2015	国务院	《中华人民共和国政府采购法实施条例》	明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动
	国务院办公厅	《关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》	要求 2017 年 6 月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化
2017	财政部	《中央单位政府集中采购管理实施办法》	加强中央单位政府集中采购管理，完善和规范政府集中采购运行机制

资料来源：齐心集团公司公告、公开信息，山西证券研究所

根据前期调研，政府、央企、银行、500强企业等近千家头部客户占到总市场需求的50%，而电商化集中采购在央企、国企普及程度仅20%，办公直销市场空间尚待释放。受到政策驱动，目前电商化集中采购在政府采购领域普及程度已经比较高，但在央企、国企领域的普及程度目前仍只有20%左右。按照国资委要求，未来5年央企办公物资要实现100%的电商化集中采购，目前大B客户的年均采购额超过5亿元，那么按1000家头部客户最保守的5000亿元的年采购金额估算，至少还有4000亿元的头部客户订单尚未释放。随着国内企业陆续采用电商化集成采购模式，市场会迅速向行业领先企业集中，促进办公用品直销市场的进一步发展。

表 2：B 端潜在客户类型及数量

机构类型	数量
省、地市级政府机构	250 家以上
央企	97 家
大型银行、保险机构	30 家以上
军区、军工企业	50 家以上
区域性大企业	超过 10000 家
中小微企业	超过 2800 万家

资料来源：山西证券研究所、相关调研

按照美国办公用品市场50%的直销占比估算，未来国内办公直销市场规模有望突破万亿。根据中国产业信息网，2018年国内办公用品的市场规模预计约1.9万亿元，未来3-5年CAGR约9%，到2020年市场规模可达2.2万亿元。美国办公文具发展相对成熟，办公物资直销渠道收入占比达到50%，参照美国，乐观估计未来我国办公直销市场规模可突破万亿。

图 2：大办公文具市场规模及增速

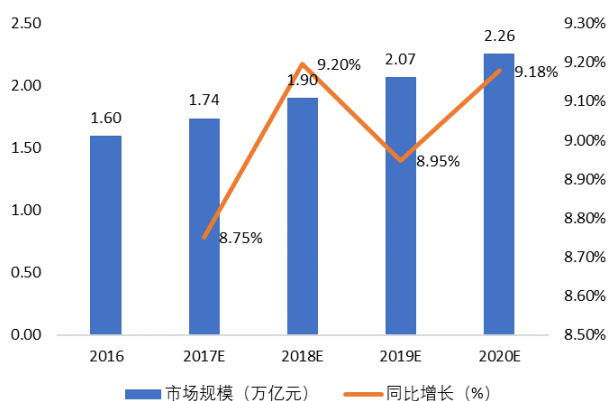
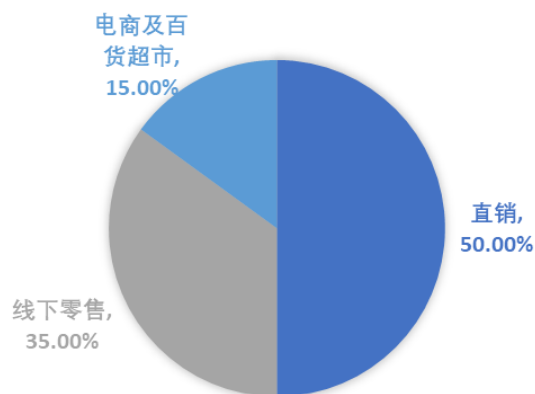


图 3：2016 年美国办公用品销售渠道收入占比



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

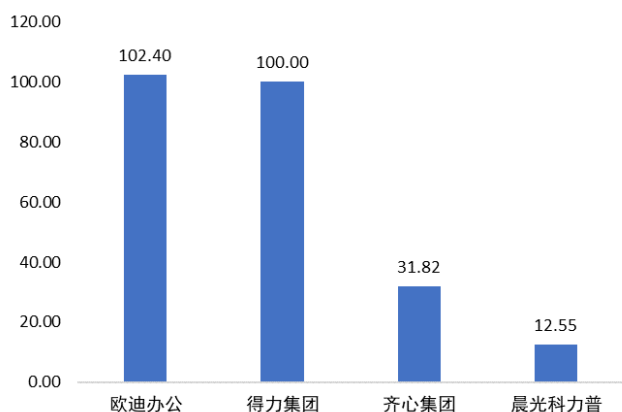
资料来源：智研咨询，山西证券研究所

1.2 招投标方式下竞争压力较小，行业整合利好龙头品牌

龙头市占率仅个位数，招投标方式下尚未感受到竞争压力。目前国内年销售额在 10 亿元以上的办公直销企业仅有得力文具、齐心集团、晨光文具、京东苏宁等少数几家，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服务能力较弱。在招投标方式下，入围大 B 客户供应商名单的一般都是龙头几家直销平台，由于不存在排他性，在订单份额的分配上也没有明显的倾向，更多是客户总量和行业资源经验导致较大的规模差距和先发优势，类似科力普这样的后发者有望通过时间积累和市场开拓迎头赶上。

行业集中度较低，未来存在整合空间，对标美国史泰博、欧迪办公（本土市占率合计超过 80%），龙头品牌有望凭借自身实力持续提升市场份额。而美国的办公用品市场 CR2 超过 80%，主要被史泰博、欧迪办公、OfficeMax 等老牌办公用品巨头占据。随着我国政府及企业采购电商化、集中化和阳光化，新零售模式下办公直销市场蓬勃发展，办公直销行业整合加快，品牌企业具有更大的竞争优势。

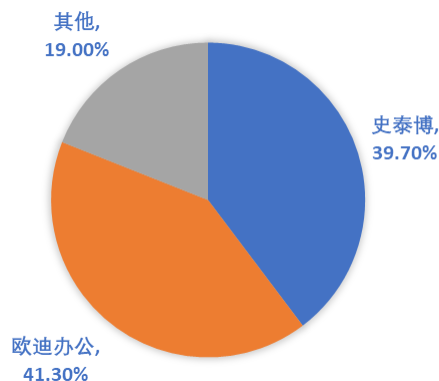
图 4：2017 年办公用品龙头企业收入规模（亿元）



资料来源：wind、相关调研，山西证券研究所

注：得力集团的 100 亿元为调研所得的估计值

图 5：北美办公用品市场 CR2 为 81%



资料来源：观研天下，山西证券研究所

2. 存量客户有待深耕：提升客单值与利润率

2.1 提升客单值：延拓产品线、满足一站式

客户的办公物资采购需求和模式从单一的产品采购向综合办公解决方案升级，一站式的办公行政后勤

服务是客户的最终需求。B 端客户对于办公产品的需求不再局限于办公文具，市场已从“点”的需求转向“产业链”的整合需求，特别是头部客户和中大型客户对于一站式采购的需求更高。

丰富产品线不仅有助于做大存量客户客单值，在原有基础上扩大新订单规模、提高中标份额，而且可以凭借全品类、一站式的服务能力更加深层地绑定核心客户、增强客户粘性。目前，得力集团、齐心集团、京东企业购等均已将产品线延拓至员工福利、工业品（MRO）等领域。以齐心集团为例，目前齐心企业办公服务平台已涵盖 19 个大类、共 50 万+商品的丰富品类，在传统的办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等传统办公物资品类基础上，新增 MRO 工业品、劳保用品、办公租赁、员工福利等商品。随着平台不断增加商品品类和服务，深挖客户需求，单一客户的采购规模也将不断扩大。

图 6：办公用品一站式采购商品分类

商品大类	福利定制细分	工业品细分	办公设备租赁细分
- 办公耗材 - 办公家电 - 办公家具 - 办公设备 - 办公文具 - 办公用纸 - 电脑及配件 - 汽车用品 - 个护家清 - 生活用品 - 运动文娱 - 食品饮料 - 数码设备/通讯设备 - 福利定制 - 租赁/售后和安装 - 工器具/劳保安防	办公礼品 奖牌/奖杯 证书/奖状/签到簿 旗帜/徽章 节庆礼品 包装纸 请柬/贺卡/红包 台历/挂历 定制礼品 定制数码礼品 定制文具礼品 定制生活礼品 食物礼券 消费卡/礼品卡 现金券/面包券/甜品券 印刷品 定制印刷DM宣传单 定制印刷信封/信纸 定 珠宝首饰 珠宝首饰	- 工具及工具耗材 - 五金机械加工 - 仪器仪表 - 化工辅料 - 劳保安防 - 照明电器 - 搬运存储包装 - 配电工控自动化 - 制冷暖通 - 实验室用品 - 气动液压管阀泵 - 动力传动 - 紧固件 密封件 - 其他工业品	办公电脑 笔记本 台式机 一体机 平板设备 显示器 办公文印 复合机 打印机 条码打印机 3D打印机 绘图仪 碎纸机 办公生活 咖啡机 净水机 空气净化器 办公服务 网络部署 服务器 工作站 正版 Office 增值服务 驻场服务 无忧服务 易回收

资料来源：得力集团官网、齐心商城官网，山西证券研究所

2.2 利润率的提升空间

2.2.1 规模优势：议价能力提升、费用率优化

随着规模扩大，办公直销企业在供应链的议价能力会提升，向供应商采购规模的扩大将带来更强的话语权、更弹性的定价方式，规模优势带来的行业地位和品牌影响力的提升，也有利于企业降低对核心供应

商的依赖程度。2014-2018 年，齐心集团前五大供应商采购额由 3.72 亿元增长至 9.94 亿元（收入规模扩大），前五大供应商集中度则由 32.18%下降至 28.68%（核心供应商依赖程度略降）。

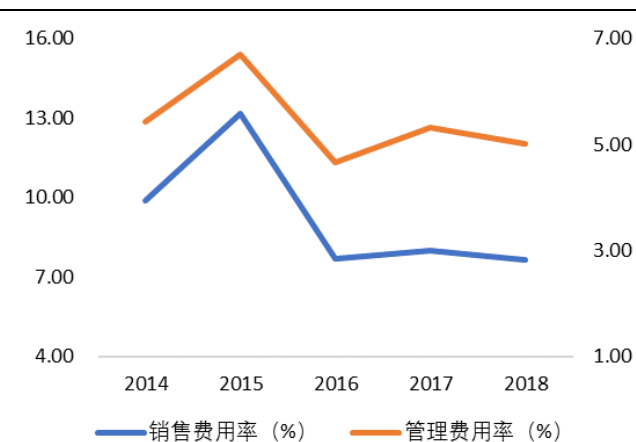
表 3：齐心集团前五大供应商采购额及占比

供应商排序	2014 年采购额（亿元）	占年度采购总额比例	2018 年采购额（亿元）	占年度采购总额比例
第一名	0.97	8.45%	4.38	12.63%
第二名	0.97	8.39%	2.58	7.44%
第三名	0.93	8.06%	1.55	4.48%
第四名	0.46	4.40%	0.76	2.20%
第五名	0.37	3.24%	0.67	1.93%
合计	3.72	32.18%	9.94	28.68%

资料来源：齐心集团公司公告，山西证券研究所

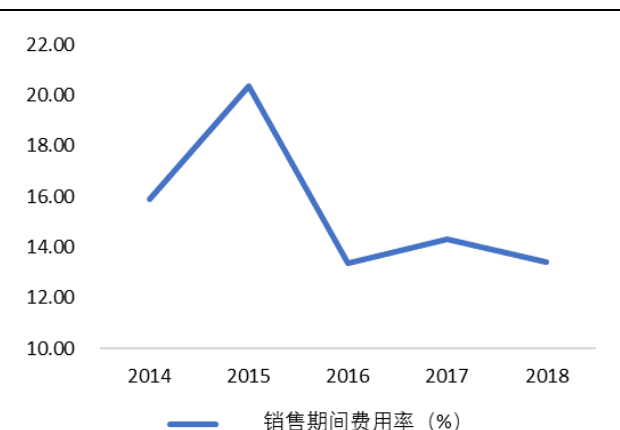
随着规模优势的显现，销售/管理/财务费用在未来有望略微下降，净利率存在提升空间。当业务收入到达一定规模，规模效应体现后，各项费用不会与收入同比例增加。齐心集团 2018 年销售期间费用率为 13.43%，相比 2014 年下降 2.45 个百分点，其中，销售费用率、管理费用率分别相比 2014 年下降 2.23、0.41 个百分点。晨光科力普目前净利率仅 1%左右，而齐心的 B2B 业务经过多年的发展，净利率保持在 2.5%-3%。

图 7：齐心集团销售/管理费用率呈下降趋势



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：齐心集团销售期间费用率呈下降趋势



资料来源：wind，山西证券研究所

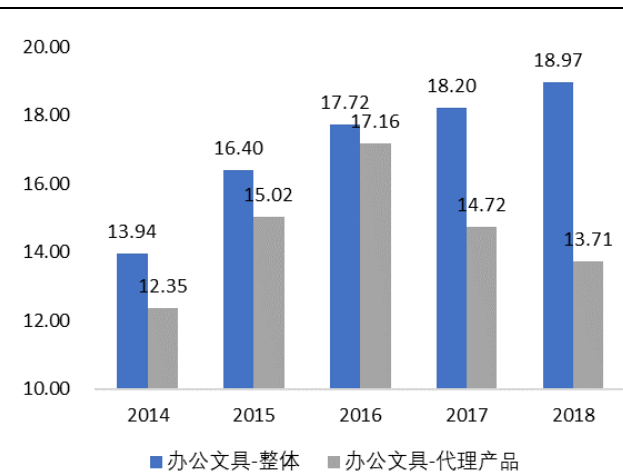
2.2.2 优化产品结构，提升自有产品、高毛利新型产品销售占比

（一）提升自有品牌产品销售占比。相比代理产品，自有产品的毛利率更高。伴随办公直销平台和自有办公产品的逐渐成熟，提高自有品牌产品销售占比是肯定的诉求，一来能够打开自有品牌 B 端渠道、提升品牌影响力，二来有助于提高直销业务整体毛利率。提高自有品牌产品销售占比，综合毛利率也会相对提高。主要途径包括：通过对销售人员的考核激励等方式，为 B 端客户推送自有产品组合包/办公用品方案，

提高自有产品性能、加大宣传力度等。

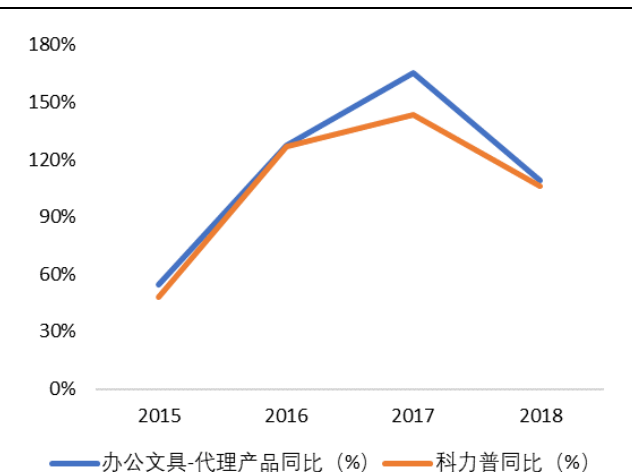
根据晨光文具年报，2018 年办公文具-代理产品的毛利率为 13.71%，显著低于办公文具整体毛利率 18.97%，而目前晨光科力普的自有品牌销售占比仅 10%，非晨光文具类产品仍是科力普的主要收入来源，自有品牌销售存在较大的发力空间。

图 9：晨光办公文具代理产品毛利率较低



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：晨光办公文具-代理产品与科力普收入增速几乎同步



资料来源：wind，山西证券研究所

(二) 重点布局新型高毛利商品，提升新型高毛利产品的销售占比，包括员工福利（主要是央企和政府）、MRO 工业品（细分、专业性强、品类特别多）、办公设备租赁等高毛利率产品和服务。

其中，MRO 是指非生产原料性质的工业用品，目前部分类别毛利率相对于传统的办公物资更好一些，运营的产品单件价值由于单件产品体积小、价值大，盈利能力较传统办公物资有一定优势。得力、齐心和京东等平台均有销售 MRO。

图 11：MRO 工业品样例

 世达 公制全抛光双开口扳手套 Sata-08009 8件 5.5-24mm 挂袋 单位：套 ¥ 317.50	 SATA/世达 基本维修组套 Sata-06004 9件 拉链包 单位：套 ¥ 213.75	 瑞凌 220V/380V 直流双电压手工电焊机 ZX7-250GS 单位：台 ¥ 2608.75
 QUICK/快克 ESD防静电控温电焊台 969A 单位：个 ¥ 265.00	 BOSI/波斯 精品液压钳 BS572120 10-120mm2 单位：把 ¥ 386.25	 BOSCH/博世 四坑方柄电锤 TBH 260 26mm 780W 单位：把 ¥ 673.75

数据来源：齐心商城官网，山西证券研究所

（三）积极开发满足客户需求的个性化、定制化产品和服务，提升核心客户销售毛利贡献。定制服务，是根据企业需求，结合企业自身形象与企业文化，为企业量身定制个性化、全方位的用品整体解决方案。商务用品定制具有使用面广、传播率高、渗透力强、作用时间持久等特点，成为品牌内涵和企业文化的独特载体，因而受到许多企业的重视和采用。目前，得力集团、齐心集团、科力普均有开展定制业务，一站式满足核心优质客户的个性化需求。

图 12：得力一站式定制服务流程



资料来源：得力集团官网，山西证券研究所

图 13：齐心集团办公套装定制案例



数据来源：齐心商城官网，山西证券研究所

2.2.3 客户结构优化，500 强、中小企业客户数量增加

不同类型客户的采购重点和产品结构不同，决定了相应订单的整体毛利率有所差异。办公直销的主要客户是一级政府、二级政府、央企和 500 强企业。由于政府客户购入大办公设备较多，而 500 强企业采购办公日耗品占比较高，因此 500 强企业客户的毛利率通常高于政府和央企。根据前期的调研记录，目前晨光科力普的政府、央企客户毛利率约 10%-11%，500 强企业客户毛利率 15%。

我国办公直销龙头企业前期均处于跑马圈地的阶段，因此主要以订单规模大、有助于企业打造口碑和影响力的政府和央企客户为主，而实际上大型民企、中小企业价格相对更敏感，集约化采购动力更强，从边际上看企业客户、中小客户的数量会增加较快，毛利率会逐步提高。

3. 核心竞争力分析

3.1 供应链管理能力：有序统筹数以万计的 SKU

对应上文第二节有关“提升客单值”和“优化产品结构”的分析，我们认为，未来大办公领域是跨品类资源与规模的整合，多品类的供应链管理与整合能力是办公直销平台长久存活的核心竞争力。随着 B 端用户对于办公产品的需求不再局限于文具，市场已从“点”的需求转向“产业链”的整合需求，市场竞争将不再局限于同质化的产品与服务，只专注于某一微小领域的办公用品生产流通企业将在竞争中处于劣势，

将被少数几家能提供全品类的供应链服务商所取代。

为了更好地满足高度差异化的客户需求，有序统筹和管理数以万计、复杂繁琐的 SKU，高效整合办公产业链上下游各个环节，是每个办公直销企业所面临的挑战。根据前期调研，目前得力集团、齐心集团和京东企业购均是几十万 SKU，科力普由于起步较晚，目前共有 3-5 万 SKU。

3.2 快速响应能力：人员/系统对接服务、仓储物流效率

办公直销平台须高效、精准地实现办公用品“门到桌”服务，关键在于人员及系统对接服务能力、仓储物流效率。根据我们的前期调研，头部客户和中大型客户在招标和评估办公物资供应商资质时，非常看重供应商的快速响应能力、物流配送效率等，以此确保更高的办公和采购效率、避免缺货/高库存等大型企业/政府机构的通病。

（一）人员对接能力、落地服务能力是指前端对接大客户的销售/服务人员对客户方采购流程的熟悉程度、服务深度和频率，更高效、更及时地为客户提供集产品定制、配送、安装、售后服务于一体的、一站式全程服务。办公用品的 2B 市场更像一个定制化市场，低价高频物资需求有着较强的属地差异性，因此形成传统采购流程复杂，效率低下等难题。为了更好地满足高度差异化的大客户需求，办公直销企业需要保持较高的员工留存率和忠诚度（确保客户服务的连贯性和稳定性、降低沟通成本）、广泛而具有重点的销售服务网络（减小服务半径、确保核心优势城市及客户的服务能力）。

齐心集团目前已在全国开设 26 个子公司，2 个办事处，同时通过合作或者投资方式，与区域性优质经销商加强合作，为当地客户提供一站式落地服务。晨光科力普起初主要在北上广深开拓业务，随着接单扩大，现已开始覆盖全国网点，通过中心仓的重点城市覆盖周边，再通过其他第三方覆盖更边远的地区，目前销售人员大概占 30-40%。

（二）系统对接能力是指客户方采购系统与供应商的 IT 对接、大数据分析（有助于对客户的库存和需求即时预测、快速响应）。随着移动互联网、物联网、云计算、大数据等技术不断发展，采购交易方式日渐成熟，互联网化采购以其采购专业价值、低风险、高效率 and 采购节约率的优势成为采购新生态，因此办公直销平台需要具备较强的信息技术水平作为支持。

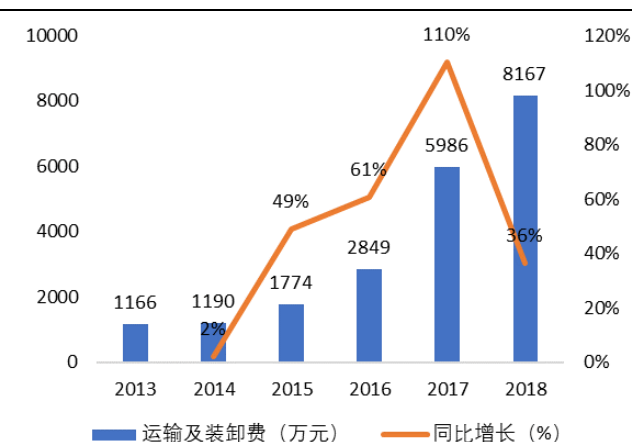
图 14：齐心集团信息技术系统示意图



数据来源：齐心集团调研，山西证券研究所

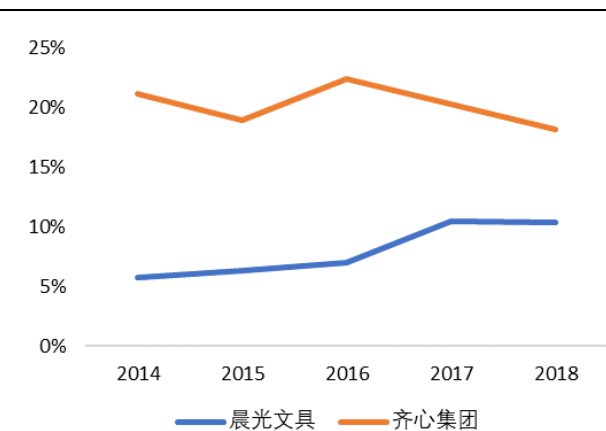
(三) 仓储物流效率：大 B 客户分支机构数量庞大、遍布全国，因此更加注重供应商的物流配送效率，如国家电网、工商银行这类全国性客户，全国有数千家营业网点，单一网点的日均采购订单就可能达到 5-8 张/次。齐心集团采用自营+第三方配送的模式，运输费占销售费用的比重长期保持在 20%左右。晨光文具 2015 年以来运输及装卸费大幅增长，主要原因就是晨光科力普销售的快速增长，带来运输成本的增长，科力普目前已投入运营 5 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域。京东企业购依托京东物流的强大实力，在仓储物流布局和效率方面优势突出。

图 15：晨光文具运输及装卸费大幅增加



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：办公龙头企业运输费占销售费用的比重



资料来源：wind，山西证券研究所

3.3 自有品牌地位：专业品质和服务能力的背书

办公直销平台的自有品牌地位是专业品质、产业链整合能力、落地服务能力的背书。纵观史泰博、欧迪办公、得力集团、齐心集团和晨光科力普等垂直服务平台，无一不是拥有丰富的自有品牌产品、强大的研发制造能力、供应链管理能力和终端响应能力。而京东、苏宁虽然没有自有办公产品，但是却凭借自身在电商行业沉淀多年的品牌实力和地位，赢得了 B 端客户的信任和青睐。

4. 重点公司关注

相比京东、苏宁企业购等电商平台，得力、齐心、科力普等垂直服务平台的优势在于自有产品生产制造能力（更具专业性、直销价格优势）、落地服务能力（配备专门人员/团队长期对接，沟通更流畅，服务更精细、更贴心）。A 股轻工行业相关标的为齐心集团、晨光文具，我们建议投资者重点关注。

4.1 齐心集团：“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台

自 2015 年开始，公司由传统的办公文具用品提供商，逐步转型成为“产品 + 科技 + 服务”的企业服务一站式平台。B2B 企业物资业务聚焦大客户，由办公文具为切入口，不断升级电商服务平台接口功能，为企业客户提供从办公到员工福利一揽子企业物资管理服务，深耕客户不断提升粘性和满意度。云视频业务，好视通目前国内市占率第一，并与腾讯云达成战略合作协议，在会议室市场，不断拓展产品线，实行软硬件一体化战略，全面覆盖微小中大不同类型客户，并进军智慧党建、智慧教育等更大的市场领域。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 2.87、3.80、4.84 亿元，同比增长 49.73%、32.46%、27.29%，以 4 月 16 日股价计算，对应 EPS 为 0.45、0.59、0.75 元，PE 为 25.0、18.9、14.8 倍。

4.2 晨光文具：“一体两翼”焕彩前行，科力普增速亮眼

“一体两翼”战略清晰，有望成为文创巨头。“一体”——传统核心业务：优化升级终端渠道（截至 2018 年 6 月底，“晨光系”零售终端超过 7.6 万家），不断推出创新产品，共同带动存量市场业务增长。“两翼”——晨光科力普、晨光生活馆+晨光科技：科力普收购欧迪办公，强强联合不断提高办公用品市场占有率；生活馆线下体验配合线上销售，增强用户粘性，助力品牌建设和销售增长。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 10.14、12.54、15.21 亿元，同比增长 25.72%、23.67%、21.24%，以 4 月 16 日股价计算，对应 EPS 为 1.10、1.36、1.65 元，PE 为 31.7、25.6、21.1 倍。

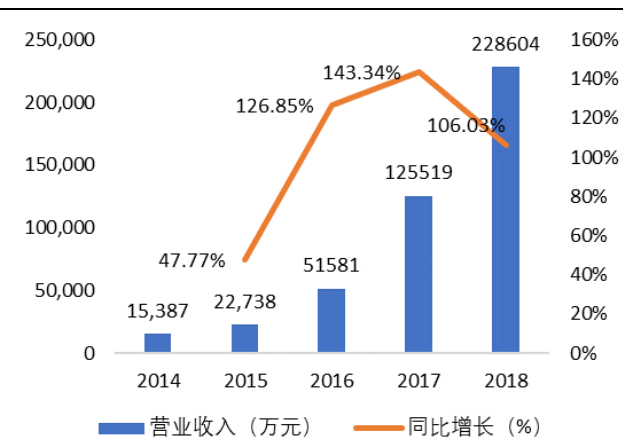
4.3 齐心集团 vs 晨光科力普对比分析

综合前文所述，我们对分析对比了齐心集团和晨光科力普的发展战略、B2B 收入规模、毛利率/净利率、客户资源、产品品类、服务网络、信息技术建设、仓储物流、自有品牌美誉度等，据此得出两家上市公司在办公直销业务方面的差异点、相对优势与尚待努力方向，以供投资者参考。相关总结如下：

(1) 齐心集团 2000 年以来一直深耕办公 B2B 领域，在办公行业拥有较高的知名度，相对科力普在办公直销领域沉淀时间更久、资源经验更丰富，产品品类更齐全、SKU 数量更多、供应链管理能力和信息系统更完善、且具有多年客户采购的大数据积累，综合来看对核心客户服务能力相对更强。

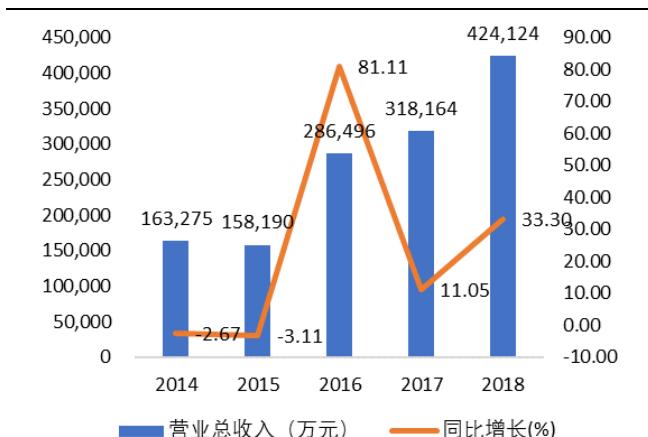
(2) 晨光科力普的优势主要在晨光文具自有品牌地位、自有产品品质、专业研发实力和仓储物流投入方面，在招投标方式下，两者的大客户资源争夺能力差距不大，也是因此，科力普虽然起步较晚，但是发展势头迅猛（仅三年营收均翻倍增长），但长期来看，各方面能力和资源尚需一定时间去培育和积累，最终比拼的还是供应链整合与落地服务能力。

图 17：晨光科力普营业收入及同比增速



资料来源：晨光文具年报，山西证券研究所

图 18：齐心集团营业收入及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：晨光科力普与齐心集团的对比分析

比较方面	晨光科力普	齐心集团	对比分析
成立时间	2013 年	2000 年	齐心集团沉淀时间更久、资源经验更丰富

发展战略	“一体两翼”：“一体”是传统业务，“两翼”分别为办公直销(科力普)、精品文创	以“B2B 办公物资+云视频”为核心，通过不断叠加商品品类和服务，为客户提供多场景办公服务，致力于打造“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台，满足企业级客户的一站式办公采购和服务需求	发展战略差异化，晨光在 C 端零售、传统文具更具优势，齐心深耕办公 B2B 领域
收入规模	25.86 亿元	38.18 亿元（剔除云视频及其他）	科力普高速增长，齐心相对具有规模优势
毛利率 净利率	整体毛利率约 15%，净利率 1%-2%	毛利率 18%-20%，净利率 2.5%-3%	齐心优于晨光科力普
客户资源	主要集中在政府、央企和金融行业	累计中标 120 家大型客户，中标率 90%+，聚集超过 5 万家优质客户资源，在能源、金融、政府等行业和领域具备优势	齐心对核心客户服务时间更久、客户资源争夺能力差别不大
产品品类	科力普六大体系：办公用品、办公耗材设备、IT 数码、办公家具、食品劳保用品等	齐心企业办公服务平台已涵盖 19 个大类、共 50 万+商品的丰富品类，在办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等品类基础上，新增 MRO 工业品、劳保用品、办公租赁、员工福利等高附加值商品	齐心的产品品类更全、SKU 数量更多
自有产品占比	办公用品以晨光品牌产品为主，目前自有产品销售占比约 10%	拥有 25 个自有品牌三级类目，产品品类 3000SKU，覆盖办公用品、设备及耗材、办公用纸、生活劳保、学生用品、包装用品等，自有产品销售占比约 10%	自有产品销售占比相近
服务网络	通过 5 个中心仓服务重点区域和城市，并辐射周边城市，再通过其他第三方覆盖更边远的地区	（1）目前已在全国开设 26 个子公司，2 个办事处，同时通过合作或者投资方式，与区域优质服务商加强合作，提供当地落地服务；（2）基于齐心 3 万个经销网络、4 万多家已覆盖的京东门店来构建服务商网络	齐心服务网络更健全、形式更多元
信息技术	互联网+采购	B2B 业务方面，公司通过多年的技术积累，现已建立以企业办公服务平台为前端，以 OMS\COP\MDM 等为中台，以 SAP、ERP、WMS 智能仓储管理系统等为后台的一体化电商信息服务系统	齐心信息系统更完善，且具有多年客户采购的大数据积累
仓储运输	全国已投入运营 5 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，后续将形成 7 大中心仓、20~30 个 FDC 落地仓的网络架构	采用自营+第三方配送的模式：覆盖全国的营销网络和物流配送体系：已构建从省级到县级市场的渗透及服务能力	预计晨光中心仓模式效率更高，但是对应的费用也会更高
自有品牌美誉度	文具行业“自主品牌+内需市场”的领跑者	公司在办公行业拥有较高的知名度，建立了“COMIX 齐心”办公知名品牌、“齐心好视通”云视频领导品牌	晨光文具品牌地位、专业研发实力更强，齐心在办公领域知名度较高
其他	17 年 6 月，晨光科力普以零对价收购欧迪中国 100%股权，有助于优化人才、客户等各方面资源配置，降低管理运营成本，通过人力、仓储、物流等各环节的协同效应及优化改造提升盈利水平		科力普内生外延双向发力

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告、公司调研

5.风险提示

宏观经济增长不及预期；办公物资 B 端市场竞争加剧；自建仓储物流成本费用风险等。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。