

## 晨光文具 (603899.SH) 传统业务壁垒深厚, 办公直销+零售大店两翼齐飞

2020年05月10日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (联系人)

孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

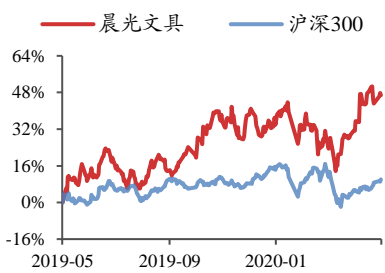
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120030019

证书编号: S0790120040004

日期	2020/5/8
当前股价(元)	52.70
一年最高最低(元)	55.18/34.51
总市值(亿元)	484.84
流通市值(亿元)	484.84
总股本(亿股)	9.20
流通股本(亿股)	9.20
近3个月换手率(%)	30.7

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 传统业务壁垒深厚, 新型业务两翼齐飞, 首次覆盖给予“买入”评级

晨光文具是业绩持续增长的国内文具龙头。公司传统业务护城河宽广且持续发展动力充足, 晨光科力普业绩快速释放, 九木杂物社盈利模型逐步跑通, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 11.84/14.80/18.51 亿元, 对应 EPS 分别为 1.29/1.61/2.01 元, 当前股价对应 PE 为 41/33/26 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 传统业务稳定增长: 护城河宽广, 持续发展动力充足

国内文具市场规模长期稳健增长, 在多因素驱动下预计将维持量稳价增的趋势, 行业分散但逐渐向头部集中。公司依托高效的分销体系和快速的产品迭代在和真彩文具的竞争中逐步脱颖而出。进而在渠道、研发构筑宽广护城河, 并在品牌端和盈利能力上体现出规模效应。未来公司精品文创及儿美品类发展提速, 内效提升叠加数字化升级, 深挖线下渠道并拓展线上增量, 传统业务持续发展动力充足。

### ● 办公直销业绩释放: 行业市场空间广阔, 晨光科力普竞争优势清晰

在政府采购成本控制需求提升等因素的推动下, 政府采购阳光化、线上化的系列政策陆续出台, 推动办公集采行业快速增长。晨光科力普具有 sku 丰富、仓储物流领先、品牌资质完备、线下专业化服务能力强, 系统数据对接通畅、自有产品优质等优势。2019 年, 晨光科力普继续快速增长并逐渐释放利润, 营业收入达 36.6 亿元, 同比增长 41.5%, 净利润达到 7580 万元, 同比提升 135.9%, 规模效应显现带动 ROE 提升至 25.0%, 同时推出科力普省心购挖掘下沉市场增量空间。

### ● 零售大店未来可期: 模式逐步升级, 九木杂物社渐入佳境

公司零售大店模式逐步升级, 在提升生活馆经营质量的基础上, 聚焦于九木杂物社的业务扩张。九木杂物社定位年轻女性消费群体, 产品多元化, 在文创文具的基础上通过盲盒、IP 联动等产品拉动销售。与其他类型的文创零售品牌相比, 九木杂物社具有文具领域的品牌及运营优势, 营销活动多样化且精品化, 并有望与自有产品形成协同效应。公司零售大店业务已接近盈亏平衡点, 加速扩张可期。

### ● 风险提示: 新品类及新业务拓展不及预期; 行业竞争加剧影响盈利能力。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,535	11,141	13,041	16,576	20,681
YOY(%)	34.3	30.5	17.1	27.1	24.8
归母净利润(百万元)	807	1,060	1,184	1,480	1,851
YOY(%)	27.3	31.4	11.7	25.0	25.1
毛利率(%)	25.8	26.1	26.0	26.0	26.0
净利率(%)	9.5	9.5	9.1	8.9	8.9
ROE(%)	23.1	24.1	22.7	23.0	23.2
EPS(摊薄/元)	0.88	1.15	1.29	1.61	2.01
P/E(倍)	60.1	45.7	41.0	32.8	26.2
P/B(倍)	14.2	11.5	9.7	7.8	6.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 晨光文具：业绩持续增长的国内文具龙头 .....	5
1.1、 发展历程：渠道建设稳固根基，创新业务不断发展.....	5
1.2、 销售渠道多元化发展，产品结构日益优化 .....	6
1.3、 股权结构集中稳定，激励计划提高员工积极性.....	8
2、 传统业务稳增长：护城河宽广，发展动力充足 .....	9
2.1、 文具行业稳中向好，市场集中度逐渐提升 .....	9
2.1.1、 行业概况：可分为四大细分市场，规模稳定具有韧性.....	9
2.1.2、 多因素驱动行业量稳价增，预计将继续稳步发展.....	11
2.1.3、 竞争格局：行业分散但呈集中趋势，龙头公司发展空间仍广阔.....	13
2.2、 晨光文具以渠道建设和产品迭代脱颖而出，进而构筑宽广护城河.....	15
2.2.1、 晨光文具依托高效的分销体系和出色的产品迭代能力逐渐占领市场.....	15
2.2.2、 渠道、研发构筑竞争壁垒，品牌和盈利能力的规模效应显现.....	18
2.3、 发展持续动力：扩品类、深耕渠道、提升内效.....	21
2.3.1、 扩品类：精品文创、儿童美术有望带来新动力.....	21
2.3.2、 深耕渠道：深挖线下渠道潜力，发展线上渠道增量.....	22
2.3.3、 提升内效：经营、管理效率全面提升，持续推动数字化建设.....	23
3、 办公直销：万亿蓝海市场，科力普方兴未艾 .....	23
3.1、 办公直销市场规模超万亿，政策推动下有望继续扩容.....	23
3.2、 与竞争对手相比，晨光科力普竞争优势清晰.....	26
3.3、 晨光科力普 ROE 持续增长，省心购挖掘下沉市场.....	27
4、 零售大店：精品文创蓄势待发，九木杂物社渐入佳境.....	29
4.1、 零售大店模式逐渐升级，九木杂物社拓展顺利.....	29
4.2、 精品文创市场蓬勃发展，九木杂物社独具优势.....	32
5、 盈利预测与投资建议 .....	34
5.1、 关键假设.....	34
5.2、 盈利预测与估值.....	34
6、 风险提示 .....	35
附：财务预测摘要 .....	36

## 图表目录

图 1： 晨光文具品牌力持续上升，新业务不断扩展 .....	5
图 2： 晨光文具业务体系多元化布局 .....	6
图 3： 2014-2019 年公司收入复合增长率达 29.61%.....	6
图 4： 2014-2019 归母净利润复合增长率达 24.91%.....	6
图 5： 传统业务稳健增长，零售大店发展提速（亿元） .....	7
图 6： 晨光科力普和零售大店业务收入占比逐年提升 .....	7
图 7： 公司学生文具收入增长加快（亿元） .....	7
图 8： 晨光文具自有产品中办公文具占比逐渐提升 .....	7
图 9： 管理费用控费效果突出，销售费用率回落 .....	8
图 10： 2019 年公司毛利率和净利率有所提升 .....	8
图 11： 陈氏家族合计持有晨光文具 65.84%股权 .....	8

图 12: 晨光文具的传统业务护城河宽广, 仍具有持续发展动力.....	9
图 13: 文具行业主要可分为各具特点的四细分细分市场.....	10
图 14: 2018 年国内文具行业市场规模约为 170 亿美元.....	11
图 15: 文化办公用品类零售额体现较强韧性.....	11
图 16: 我国高等教育入学率仍有提升空间.....	11
图 17: 我国新生人口中二胎占比逐渐提升.....	11
图 18: 除传统文具外, 其他文具品类仍维持较快增长.....	12
图 19: 我国人均可支配收入持续增长.....	12
图 20: 美术等文创品类利润率较高.....	12
图 21: 我国人均年文具消费额稳步提升.....	13
图 22: 以书写工具为例, 我国人均消费额仍有提升空间.....	13
图 23: 2018 年我国文教办公用品行业仍较为分散.....	13
图 24: 我国文具行业集中度相较国外仍有较大空间.....	13
图 25: 国内文具细分市场头部品牌竞争格局已成型.....	14
图 26: 相较国外品牌, 国内文具品牌价格优势明显.....	14
图 27: 文教体美娱制造业亏损企业占比逐渐提升.....	14
图 28: 2018 年文具制造业亏损企业占比已达 17.4%.....	14
图 29: 晨光文具的营收规模优势扩大 (亿元).....	15
图 30: 晨光文具净利润优势愈发明显 (亿元).....	15
图 31: 晨光文具采用“伙伴金字塔”分销体系.....	16
图 32: 真彩文具采用网格化的销售体系.....	16
图 33: 晨光文具与各经销商建立互利共赢合作关系.....	16
图 34: 晨光文具净利率显著高于真彩文具.....	16
图 35: 晨光文具拥有出色的产品设计基因, 而真彩文具则更重视产品制造研发能力.....	17
图 36: 晨光主打“每周一, 晨光新品到”.....	17
图 37: “孔庙祈福”主题打造爆款产品.....	17
图 38: 2019 年晨光文具零售终端达 8.5 万家.....	18
图 39: 晨光文具零售终端数量优势明显 (2015H1).....	18
图 40: 公司加盟制度逐渐从上海向周边推广.....	19
图 41: 晨光文具加盟店占比逐渐提升 (单位: 家).....	19
图 42: 晨光文具研发投入上具有规模优势 (亿元).....	20
图 43: 晨光文具研发人员数量稳定增长.....	20
图 44: 2018 年后晨光文具专利数量增长提速.....	20
图 45: 2015 年后公司年新品开发数量稳定在 2000 以上.....	20
图 46: 晨光文具连续 8 年排名中国制笔行业十强首位.....	21
图 47: 公司产品毛利率逐渐提升.....	21
图 48: 多品牌定位不同细分市场.....	21
图 49: 公司传统业务划分为四条赛道.....	21
图 50: 晨光科技收入稳健增长.....	22
图 51: 公司线上销售总额仍维持较快增长.....	22
图 52: 一级经销商会针对区域特点进行全方位定制.....	23
图 53: 晨光联盟 APP 下单便捷.....	23
图 54: 2019 年我国办公用品市场规模近 2.07 万亿.....	24
图 55: 国内线上集采渗透率仍有较大提升空间.....	24
图 56: 全国财政收入增速呈下降趋势.....	25

图 57: 全国政府货物采购金额仍维持较快增长 .....	25
图 58: 集采模式提升效率 (不同平台模式有细节差异) .....	25
图 59: 集采模式或将节约原总成本的 15%-20% .....	25
图 60: MRO 工业品线上采购规模预计将持续提升 (万亿元) .....	25
图 61: 办公集采涉及品类繁多, 对 sku 集合能力具有较高要求 .....	26
图 62: WMS 系统全面协调五大中心仓 .....	26
图 63: 科力普华东新仓订单处理效率显著提升 .....	26
图 64: 相较电商平台, 晨光科力普具有一定优势 .....	27
图 65: 晨光科力普通过加盟模式提升服务能力 .....	27
图 66: 晨光科力普收入规模持续增长 .....	28
图 67: 晨光科力普净利润规模提升 .....	28
图 68: 晨光科力普 ROE 持续增长 .....	28
图 69: 净利率和权益乘数提升带动 ROE 增长 .....	28
图 70: 科力普省心购深度契合中小企业采购需求 .....	29
图 71: 公司 2013 年推出晨光生活馆模式 .....	29
图 72: 2016 年公司推出九木杂物社 .....	29
图 73: 九木杂物社以文具等实用品及益智文娱产品为主 .....	30
图 74: 九木通过盲盒等益智文娱产品有效拉动销售 .....	30
图 75: 九木通过与国内外热门 IP 联动深度契合目标群体审美及消费偏好 .....	30
图 76: 九木杂物社收入快速增长 .....	31
图 77: 零售大店业务已经接近盈亏平衡点 .....	31
图 78: 九木杂物社门店数量快速增长 (单位: 家) .....	31
图 79: 九木杂物社从江浙沪继续向全国拓展 .....	32
图 80: 2018 年购物中心主题街区中文创体验/零售业态占比约 38% .....	32
图 81: 九木杂物社举办多场主题活动 .....	33
图 82: 盛世新颜系列兼具古典与时尚元素 .....	33
图 83: 九木杂物社设有美术体验区 .....	34
图 84: 模式接近的墨格主要代理国外文具品牌 .....	34
表 1: 2020 年公司推出限制性股票激励方案充分激发团队积极性。 .....	9
表 2: 头部文具企业加快并购节奏 .....	15
表 3: 晨光文具选取优质的零售终端升级为加盟店 .....	19
表 4: 2014 年公司谨慎预计样板店升级为加盟店经营稳定后, 单店年销售收入能提升约 3.75 万元 .....	22
表 5: 政策陆续出台推动办公集采 .....	24
表 6: 文创体验店主打内容有所区别, 九木杂物社有望借助文具领域优势切入文创市场 .....	33
表 7: 晨光文具传统业务壁垒高, 且新型业务更加多元化, 有望享受一定估值溢价 .....	35



## 1、晨光文具：业绩持续增长的国内文具龙头

晨光文具从传统文具代理商起步，逐步发展为国内文具龙头企业。公司主要从事书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售，目前拥有传统业务、办公直销以及零售大店三大业务布局。

### 1.1、发展历程：渠道建设稳固根基，创新业务不断发展

公司发展历程主要可分为三个阶段：

- 1) 品牌孵化阶段：**公司创始人陈湖雄等人于 20 世纪 90 年代开始涉足文具行业，起初公司主要负责文具产品代理。1997 年“晨光”商标正式启用，确立了自主品牌的发展路径，专注于书写用具的制造。2002 年晨光产品 K35 问世，是国内生产的首支按动中性笔。2003 年晨光文具荣获“中国制笔品牌”称号，自主品牌初见雏形。
- 2) 渠道建设阶段：**2004 年起公司开始加强销售渠道建设，期间先后成立郑州晨光、哈尔滨晨光等多家子公司，负责各区域内经销渠道铺设。2008 年率先启动“连锁加盟”项目，扩大公司营销网络布局。2012 年公司蝉联中国轻工业制笔行业十强企业之首，并连续两年进入中国特许连锁 120 强。
- 3) 新业务拓展阶段：**传统业务的稳健发展促使公司积极寻找新的增长点。2012 年底晨光科力普成立，负责办公直销业务，2017 年收购欧迪中国区域业务，加强办公集采业务布局；此外分别于 2013、2016 年成立晨光生活馆与九木杂物社，逐步开拓向精品文创零售大店业态；传统零售端，2015 年成立晨光科技，负责传统零售线上渠道，2019 年收购上海安硕扩增公司产品线。

图1：晨光文具品牌力持续上升，新业务不断扩展



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

经过多年发展，公司形成以传统业务为主导，办公直销、零售大店协调发展的“一体两翼”业务布局。

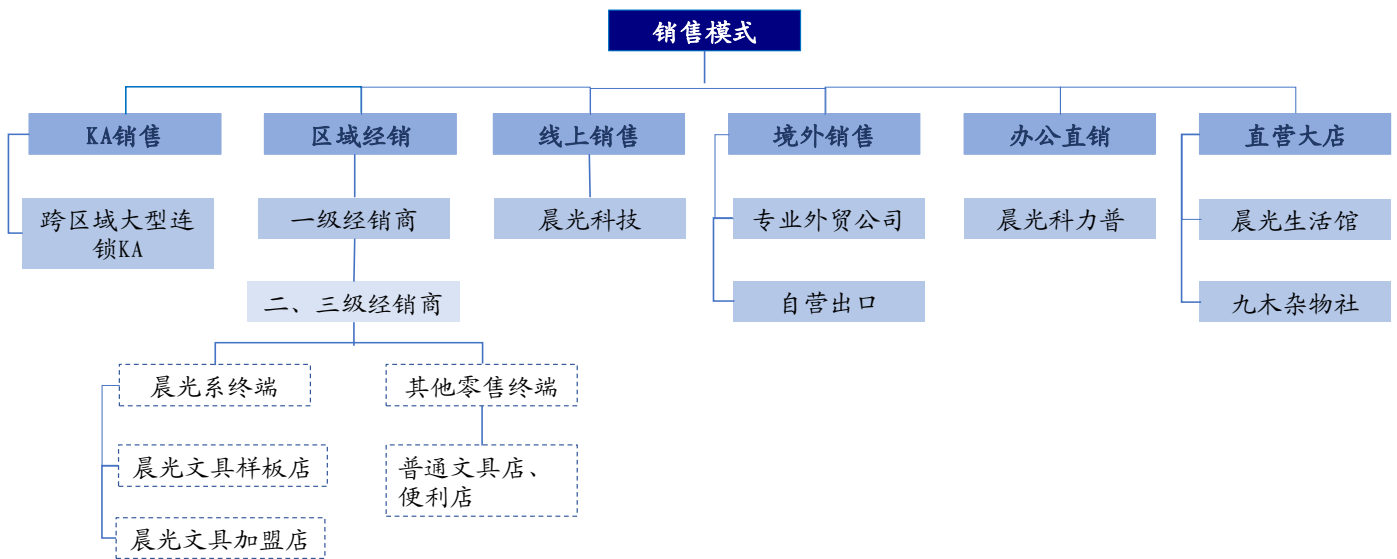
**传统核心业务：**公司针对消费者痛点进行细分市场挖掘，构建大众产品、精品文创产品、办公产品以及儿童美术产品等四条产品赛道，并依托公司具有显著规模优

势的零售终端布局，保持稳健增长。

**办公直销业务：**主要为政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业提供高性价比办公采购一站式服务。晨光科力普拥有 15 大核心品类，包括办公用品、办公耗材、办公设备、IT 数码、办公家具、劳防用品、食品饮料、商务礼品等，并确保全部商品厂家直供，以及提供个性化的增值服务。

**零售大店业务：**主要包括晨光生活馆与九木杂物社两种商业模式。其中，晨光生活馆集中在新华书店渠道，产品多为文具品类，定位于 8-15 岁人群；九木杂物位于各大购物中心，定位精品文创百货，产品相对高端，涵盖文具文创、益智文娱以及实用家居类产品，定位于 15-35 岁的年轻女性及其家庭。

图2：晨光文具业务体系多元化布局

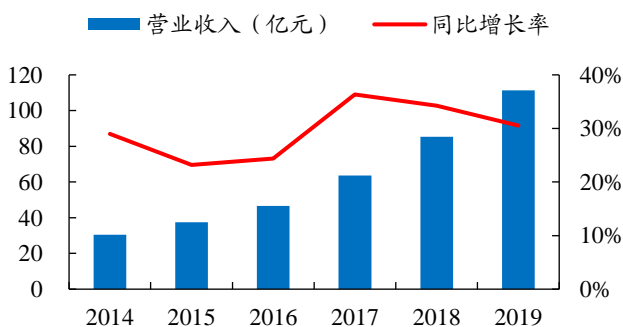


资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、销售渠道多元化发展，产品结构日益优化

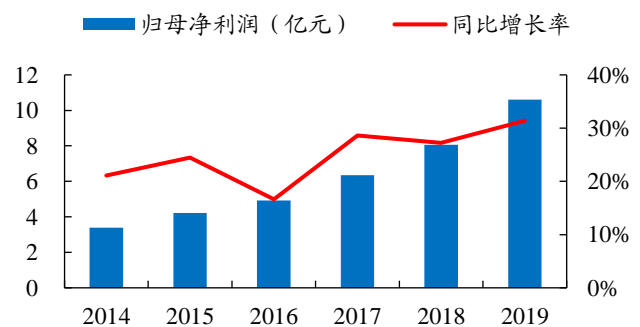
公司业绩持续增长，净利润增速仍呈上行趋势。公司传统业务稳健发展，创新业务逐步释放业绩，2014-2019 年公司收入 CAGR 达 29.6%，归母净利润 CAGR 达 24.9%。其中，2019 年公司实现营业收入 111.4 亿元，同比增长 30.53%；归母净利润为 10.6 亿元，同比增长 31.39%，利润增速继续维持上行趋势。

图3：2014-2019 年公司收入复合增长率达 29.61%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

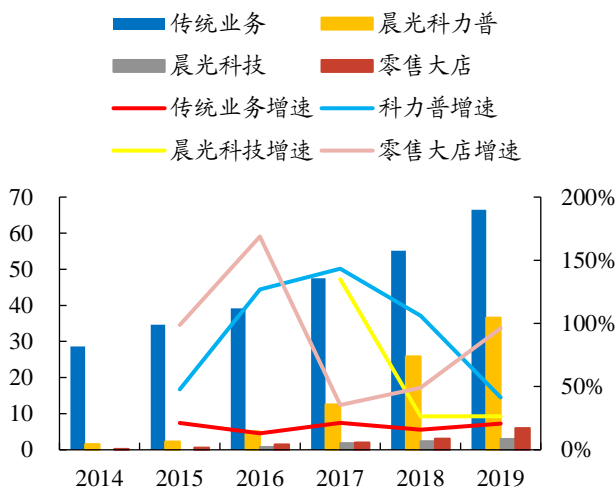
图4：2014-2019 归母净利润复合增长率达 24.91%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

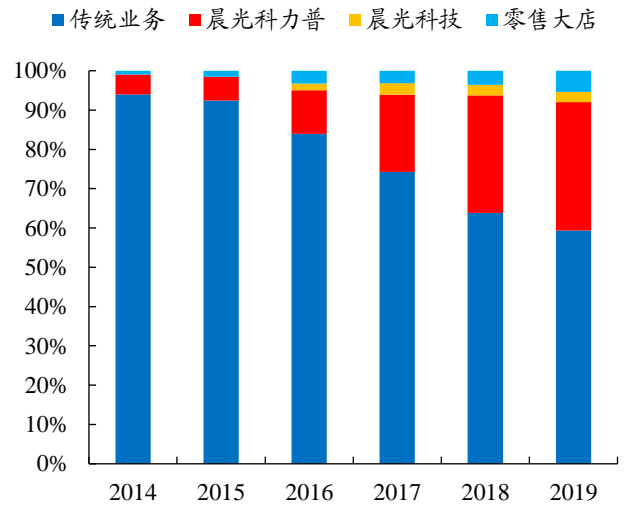
分业务看，传统业务增长稳健，晨光科力普和零售大店业务两翼齐飞。公司传统核心业务 2019 年收入 66.5 亿元，同比增长 20.7%，仍为公司主要收入来源。晨光科力普 2019 年收入 36.6 亿元，同比增长 41.5%，占比提升至 32.8%；零售大店业务在创立九木杂物社后发展逐渐提速，2019 年实现营收 6 亿元，同比增长 96%，并已接近盈亏平衡点。其中九木杂物社贡献增量显著，实现收入 4.6 亿元，同比增长 201%。主营线上业务的晨光科技 2019 年实现收入 2.97 亿元，同比增长 26.6%。

图5：传统业务稳健增长，零售大店发展提速（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

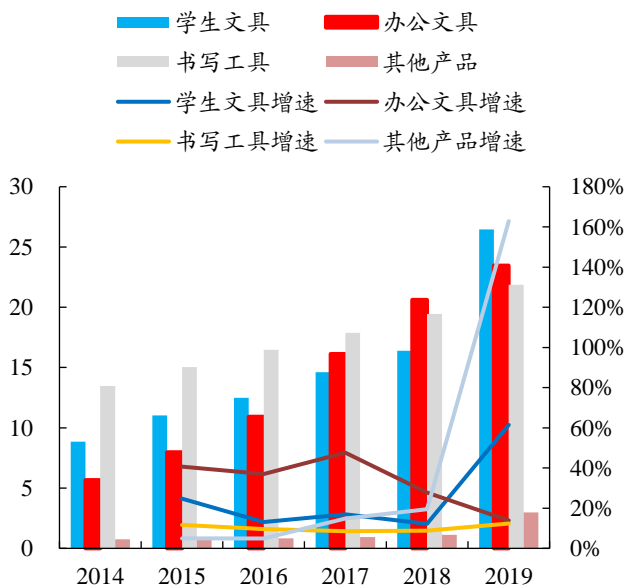
图6：晨光科力普和零售大店业务收入占比逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

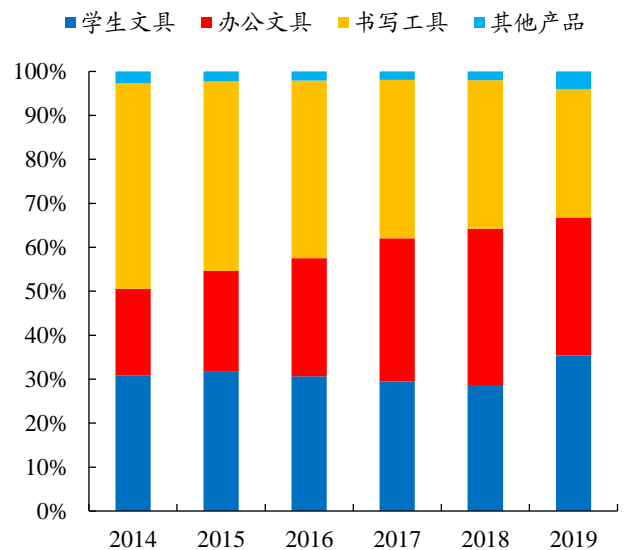
分品类看，传统业务中各品类文具占比逐渐均衡。2019 年，剔除代理产品后，公司学生文具/办公文具/书写工具的收入占比分别为 35.4%/31.4%/29.2%，各品类文具占比日益均衡。其中，2019 年学生文具收入达 26.5 亿元，同比增长 61.5%（受益于安硕并表和内生稳定增长）；办公文具收入达 23.5 亿元，同比增长 13.4%；书写工具收入达 21.9 亿元，同比增长 12.4%。

图7：公司学生文具收入增长加快（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所(均除去代理产品)

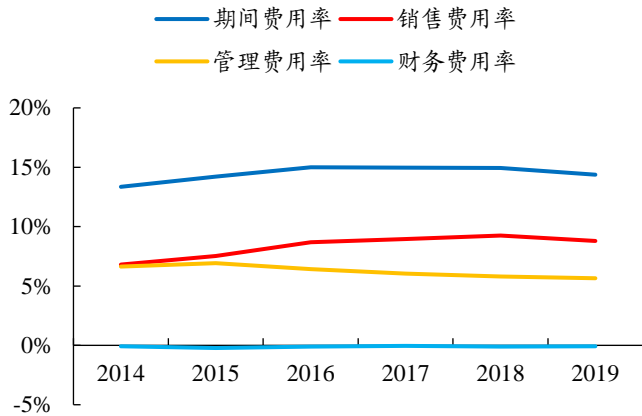
图8：晨光文具自有产品中办公文具占比逐渐提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所(均除去代理产品)

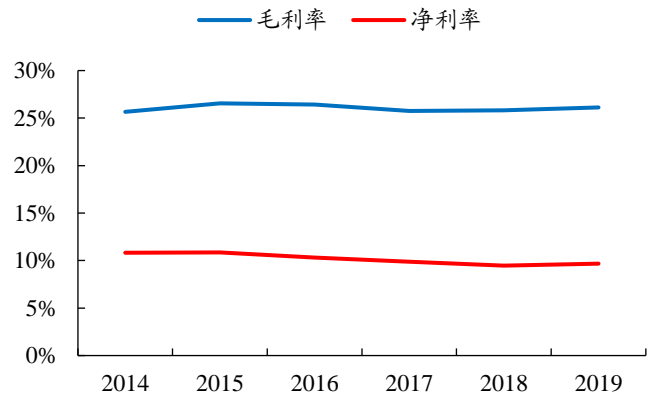
费用端规模效应逐渐显现，盈利能力仍有提升空间。由于新业务布局加码，公司2015年起销售费用率逐渐提升。2019年，公司新业务布局日渐成熟，费用端规模效应开始显现，销售费用率有所下降。同时，公司不断优化内部管理系统，提升管理效率，管理费用控费效果突出。2019年公司毛利率和净利率均有所回升。伴随新业务规模效应显现以及高毛利新品市场逐渐开拓，公司盈利能力仍有一定提升空间。

图9：管理费用控费效果突出，销售费用率回落



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2019年公司毛利率和净利率有所提升

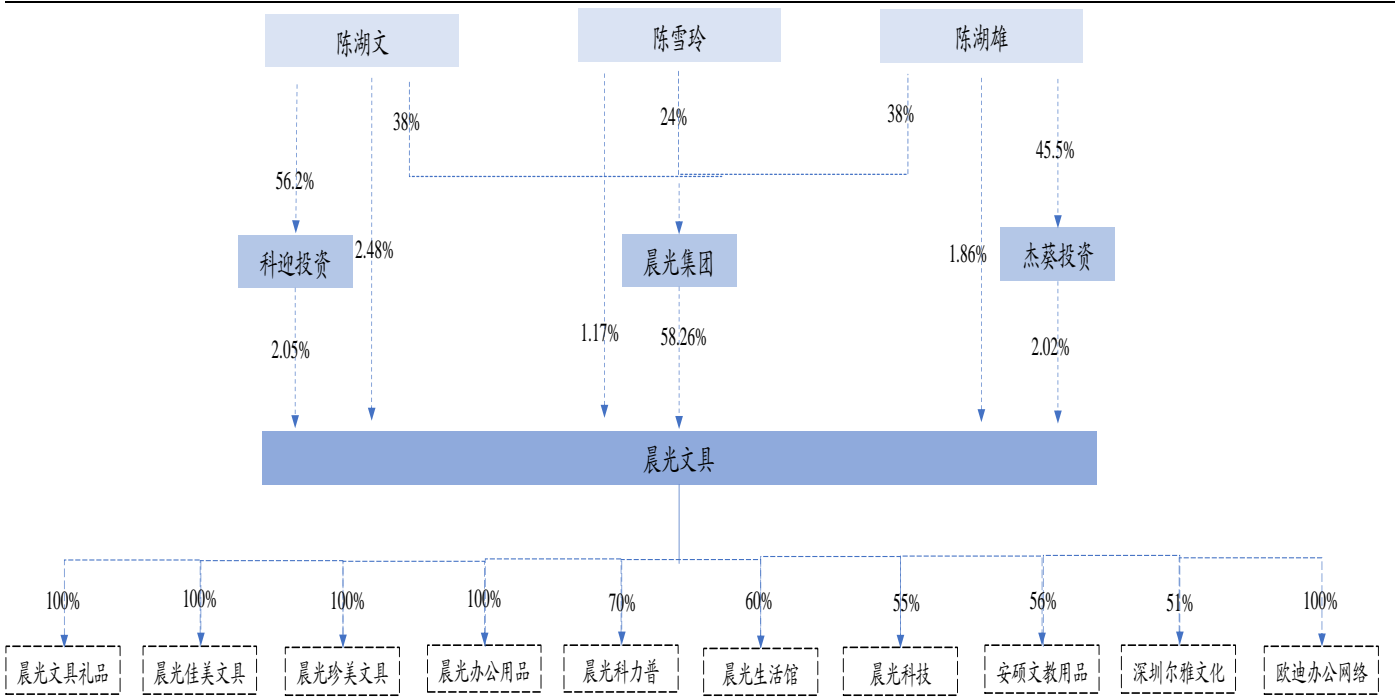


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、股权结构集中稳定，激励计划提高员工积极性

陈氏家族合计持有晨光文具 65.84% 股权，公司股权结构集中。截止 2020 年 3 月 31 日，公司董事长陈湖文通过直接持有公司股份 2.48%，通过科迎投资及晨光集团间接持有公司股份 23.29%，合计持股 25.77%；总裁陈湖雄与副总裁陈雪玲分别直接或间接持有公司股份 24.9% 和 15.15%。公司股权结构较为集中。

图11：陈氏家族合计持有晨光文具 65.84% 股权



资料来源：公司公告、开源证券研究所



2020 年公司推出限制性股票激励计划，充分激发团队积极性。计划拟授予激励对象限制性股票数量 918 万股，占总股本 1%。激励对象包括公司高管 3 人以及核心员工 340 人，其中 340 名核心员工授予股份占计划总额的 80%。业绩考核目标为，相比 2019 年，2020-2022 年收入增长不低于 15%/45%/75%；净利润增长不低于 10%/34%/66%。该计划预计 2020-2023 年摊销费用分别为 6922 万元、7101 万元、3398 万元和 855 万元，对公司当期业绩影响有限。

表1: 2020 年公司推出限制性股票激励方案充分激发团队积极性。

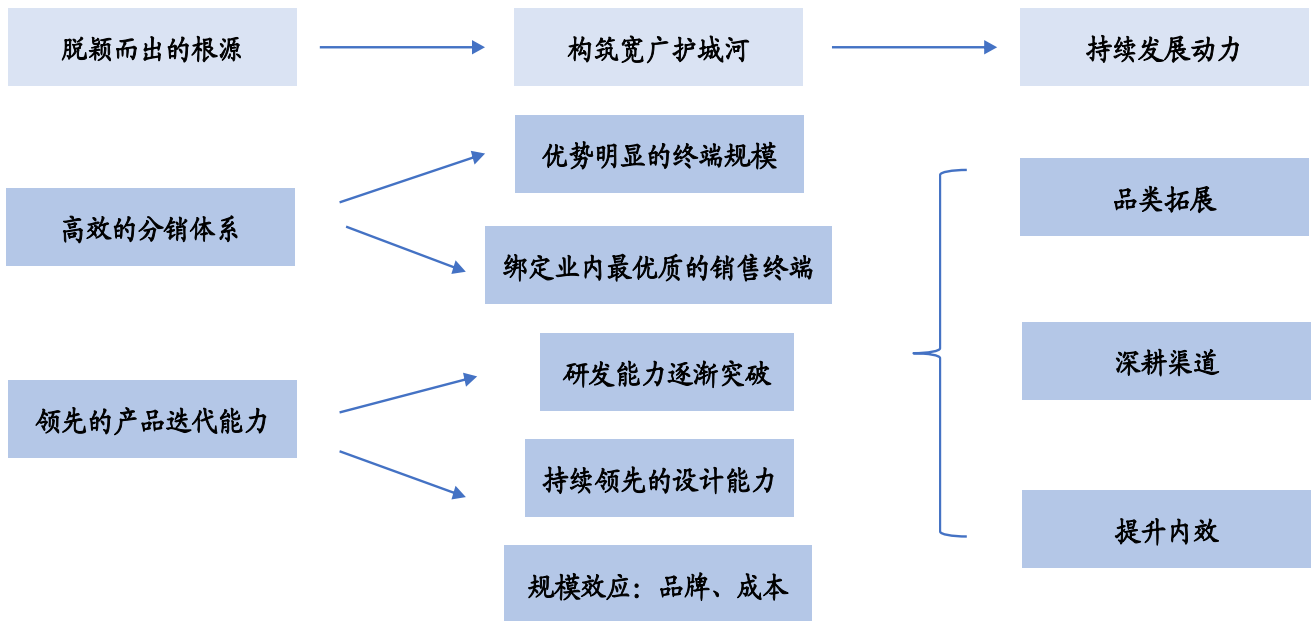
授予对象	授予股份	行权条件	摊销费用
3 名高管及核心管 理、业务、技术骨干 成员 340 人	共 918 万股，其中五名高管人员共 24 万股，340 名骨干成员共 734 万股，预 留 160 万股	相比 2019 年，2020-2022 年营业收入 增长不低于 15%/45%/75%；净利增长 不低于 10%/34%/66%。	2020-2023 年摊销费用分别为 6922 万元/7101 万元/3398 万 元/855 万元。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、传统业务稳增长：护城河宽广，发展动力充足

公司的传统业务护城河宽广，并仍具有持续发展动力。本部分将从文具行业发展趋势，晨光文具从竞争激烈的文具传统零售行业脱颖而出的原因，传统业务护城河的理解以及未来持续发展动力等角度对公司的传统零售业务进行深入剖析。

图12: 晨光文具的传统业务护城河宽广，仍具有持续发展动力



根基：伴随国内文具行业红利期起步，未来行业规模预计稳中有升，龙头公司发展空间仍然广阔

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.1、文具行业稳中向好，市场集中度逐渐提升

#### 2.1.1、行业概况：可分为四大细分市场，规模稳定具有韧性

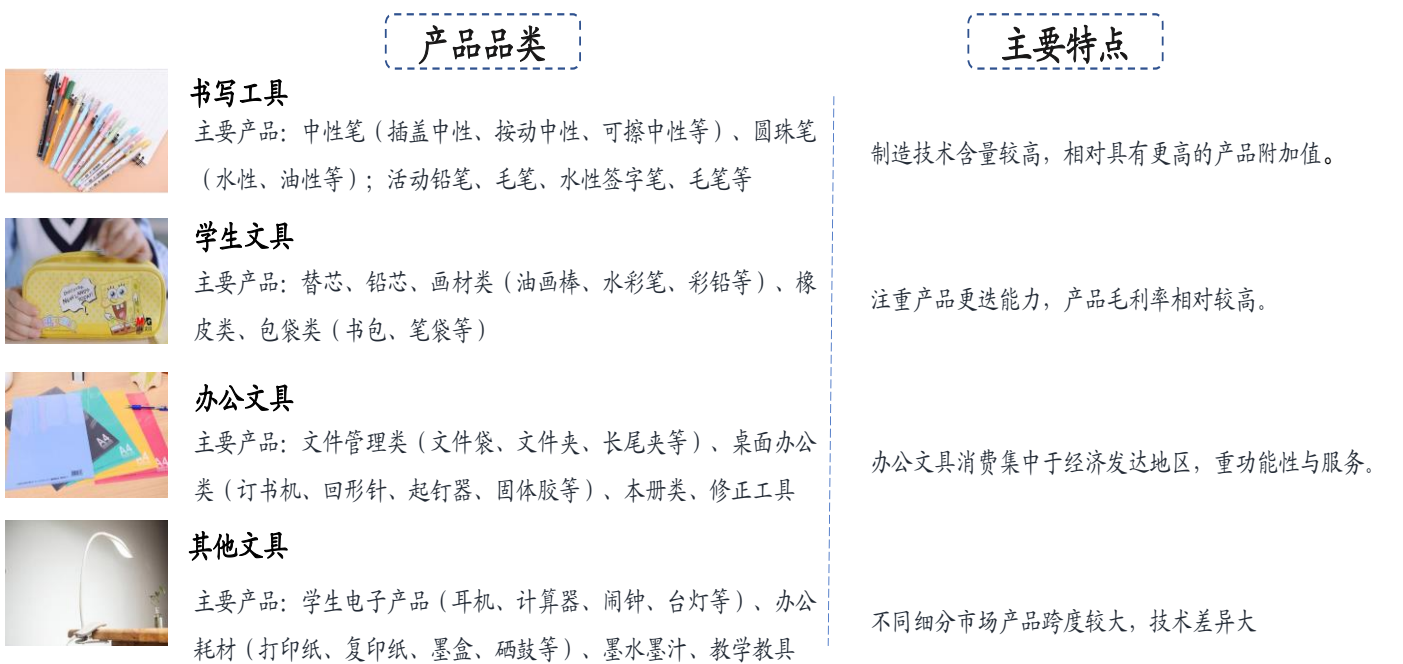
文具行业可分为书写工具、学生文具、办公文具及其他文具四大细分市场。其中，学生与办公人员为国内文具消费主力军，两者在消费习惯消费结构方面的差异形成学生文具与办公文具两大细分市场。而书写工具由于具有相对独立的制造工艺，

技术含量相对较高，因此分别从学生及办公文具中分出作为单独细分市场。

### 四个细分市场各具特点：

- 1) **书写工具**：相较其他文具，书写工具的制造技术含量较高，相对具有更高的产品附加值。国内企业在书写工具的前端设计等领域已达到国际先进水平，在设备研发、原材料及核心部件制造上仍有一定差距。
- 2) **学生文具**：国内学生文具市场呈现出经常性消费群体庞大、多品类和热点更迭速度快等特点，文具企业的产品更迭能力是学生文具市场的核心竞争力。学生群体具有价格不敏感和冲动消费的特点，因此该类产品毛利率相对较高。
- 3) **办公文具**：文件管理用品、桌面办公文具以及办公本册是办公文具消费的主要构成。受益于消费升级和现代办公观念普及，办公文具市场逐渐从沿海发达省份向内陆省份延伸。产品更偏向功能性、品质、价格和服务。
- 4) **其他文具**：此外，文具行业还包括教学教具、办公耗材、学生电子产品等多个细分市场，这几类细分市场通常具有产品品类和技术领域跨度大的特点，如办公耗材就包括打印纸、墨盒、硒鼓等市场及技术差异显著的产品。

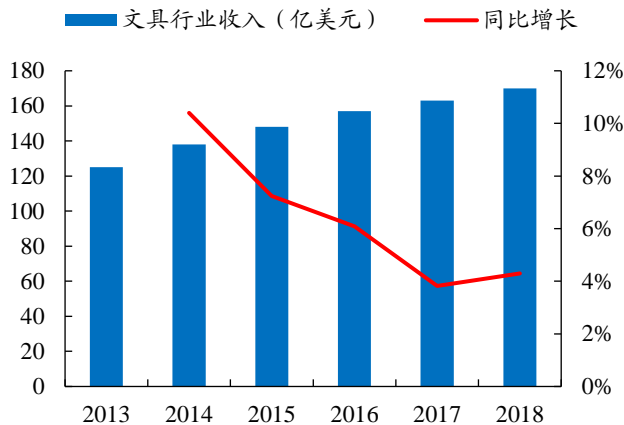
图13: 文具行业主要可分为各具特点的四细分市场



资料来源：公司公告、开源证券研究所

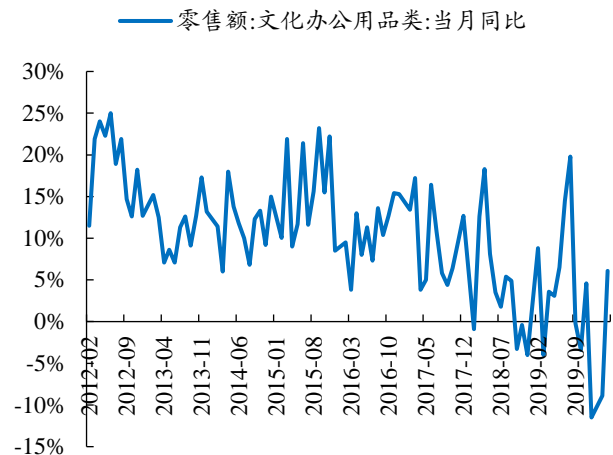
从整体规模看，国内文具行业稳健增长，并具备必选品消费韧性。根据前瞻产业研究院的数据，2018年我国文具行业市场规模约170亿美元，同比增长4.3%，仍保持长期稳定增长的趋势。并且文化办公用品具备一定日常必选品的属性，在经济下滑周期依然具有较强的消费韧性。例如在新冠疫情期间，限额以上文化办公用品零售额受影响相对较小。2020年3月，文化办公用品零售额当月同比恢复正增长。

图14: 2018年国内文具行业市场规模约为170亿美元



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图15: 文化办公用品类零售额体现较强韧性



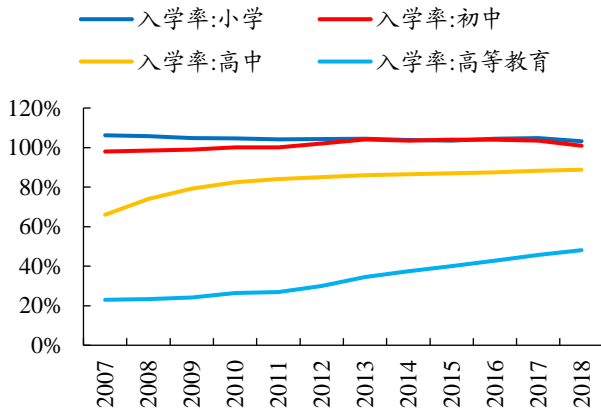
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 2.1.2、多因素驱动行业量稳价增，预计将继续稳步发展

多因素驱动下，我国文具行业有望以量稳价增的态势继续稳步发展。

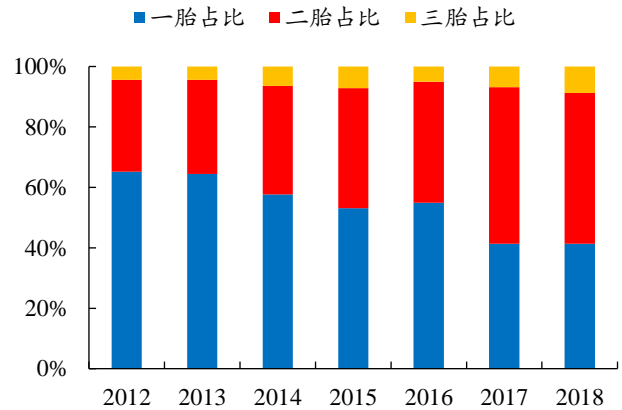
1) 量的角度: 文具消费从量的角度可以拆分为需求人数和单人使用量。需求人数上，虽然我国人口增长率逐渐呈下降趋势，但伴随二胎等人口政策出台这一趋势有望放缓，我国新生人口中的二胎占比不断提升。另一方面，我国高等教育升学率仍有提升空间。根据适龄人口估算，2018年我国高等教育入学率仍仅为48.1%。

图16: 我国高等教育入学率仍有提升空间



数据来源: Wind、开源证券研究所 (该入学率口径为根据适龄人口估算值，因此存在部分超过100%的情况)

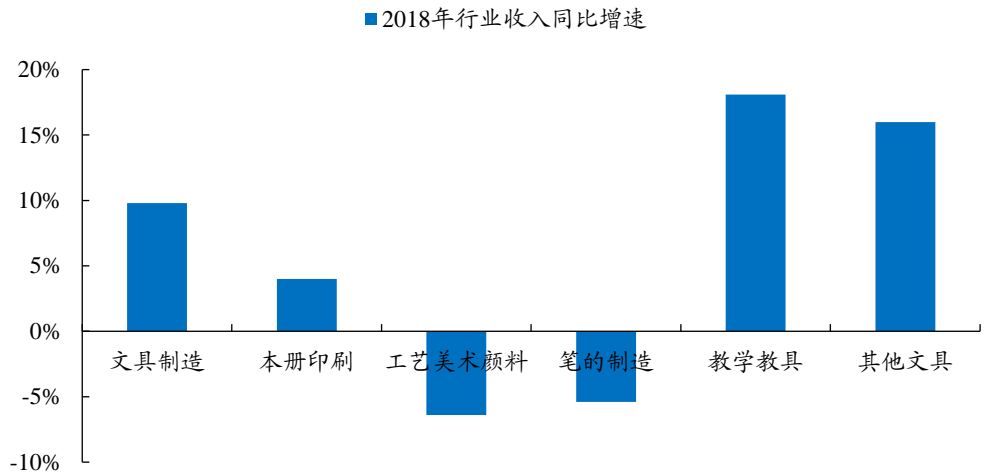
图17: 我国新生人口中二胎占比逐渐提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

单人用量上，虽然信息化发展带来的无纸化冲击影响将长期存在，但消费升级等因素带来的多样化文具需求也将刺激单人用量的提升。2018年，虽然制笔及美术颜料等传统文具品类收入增速下滑，但是教学教具、其他文具等多样化需求增长依然较为可观。因此从整体来看，我国文具行业的消费量预计将保持平稳态势。

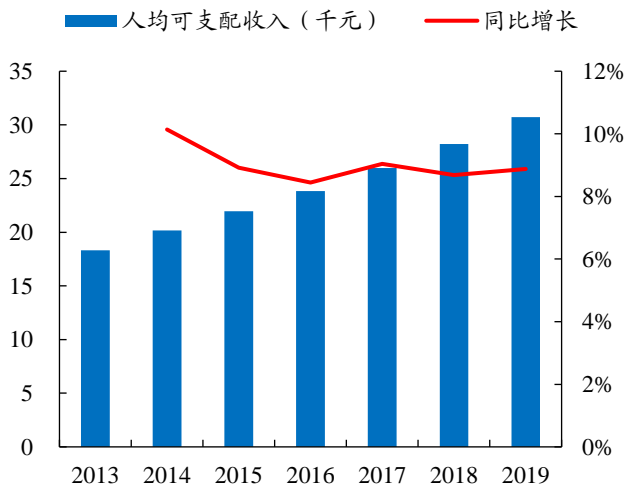
图18: 除传统文具外, 其他文具品类仍维持较快增长



数据来源: 中国制笔协会、开源证券研究所

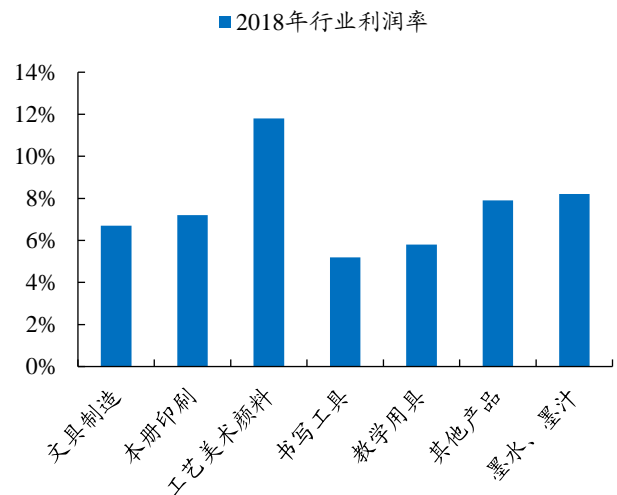
**2) 价的角度:** 一方面, 我国人均可支配收入仍处于较快增长阶段, 文具作为消费品, 价格有望随之提升。另一方面, 文具已经逐渐从单一的学习办公属性逐渐向学习办公、文化、娱乐多元化属性发展, 精品文创等业态的发展将进一步推动文具行业整体消费价格的提升。例如 2018 年, 文创属性较强的美术颜料品类虽然收入出现同比下滑, 但是美术颜料品类的利润却同比增长 29.5%, 行业利润率提升至 11.8%。

图19: 我国人均可支配收入持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 美术等文创品类利润率较高

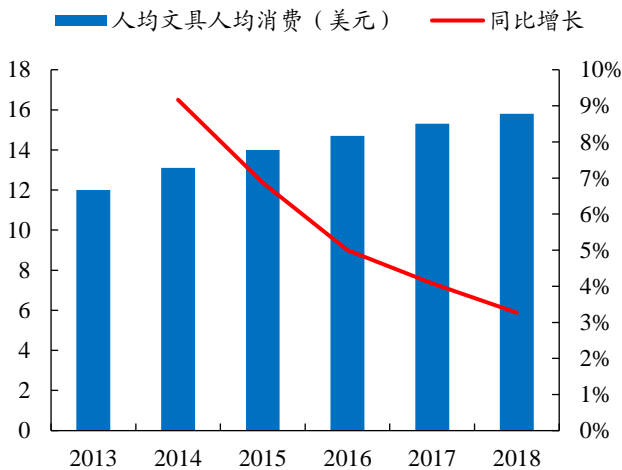


数据来源: 中国制笔协会、开源证券研究所

整体来看, 根据前瞻产业研究院的数据, 我国人均年文具消费额稳步提升, 2018 年达 15.8 美元, 同比增长 3.3%。但相较发达国家, 我国文具消费仍有较大的发展空间。根据中国产业信息网的数据, 我国书写工具的人均年消费额仅为 2.54 美元, 而美国的人均年消费额达 11.57 亿美元, 差距仍较为明显。

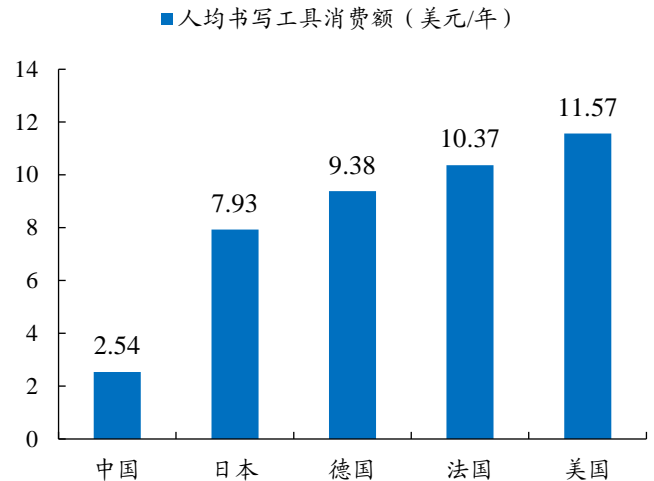


图21: 我国人均年文具消费额稳步提升



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图22: 以书写工具为例, 我国人均消费额仍有提升空间

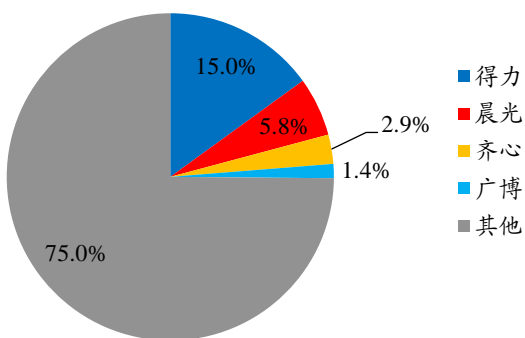


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

### 2.1.3、竞争格局: 行业分散但呈集中趋势, 龙头公司发展空间仍广阔

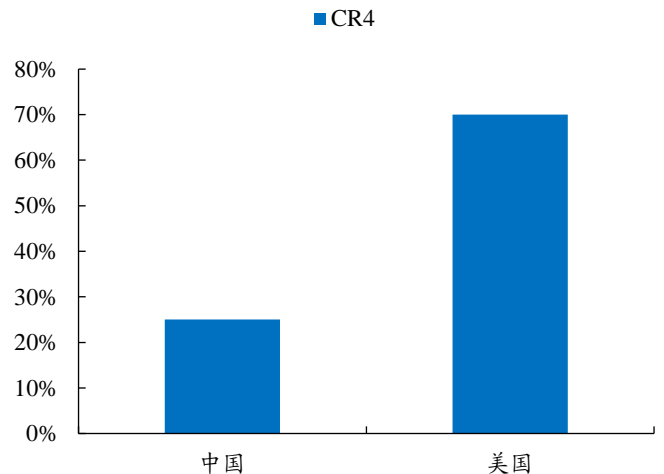
相较发达国家, 我国文具行业市场集中度仍有较大提升空间。据中国制笔协会的数据, 2018年我国文具市场仍较为分散。文教办公行业企业共8000余家, 但规模以上仅1027家, 约90%的企业销售均低于2000万元, 兼具规模与品牌力的企业较少。2018年我国CR4为25%, 与美国(CR4为70%)相比仍有较大差距, 行业集中度提升空间大。在行业整体规模稳中有升的趋势下, 龙头公司发展空间仍然广阔。

图23: 2018年我国文教办公用品行业仍较为分散



数据来源: 中国制笔协会、开源证券研究所 (数据为中国制笔协会依据上市公司年报及中国制笔协会统计直报系统估算)

图24: 我国文具行业集中度相较国外仍有较大空间



数据来源: 中国制笔协会、开源证券研究所

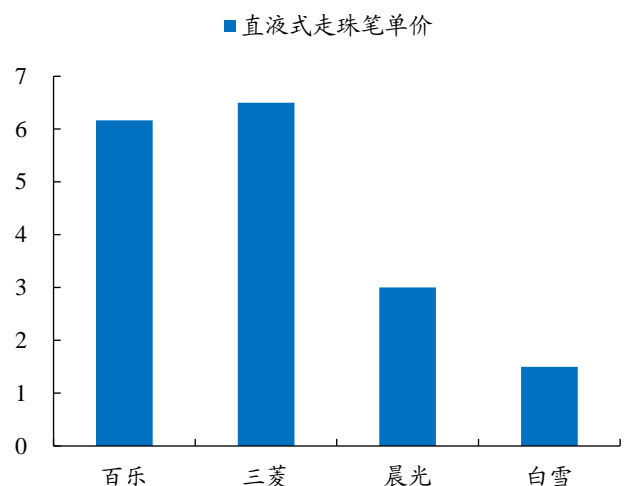
虽然行业整体分散, 但国内各细分文具市场头部品牌已经成型, 国内品牌依靠价格和渠道优势占领市场。经过多年积累沉淀, 国内各大文具品牌商已在不同细分领域积累了优质的客户资源和品牌美誉度。比如晨光文具以内需市场为主, 着重经营书写工具与学生工具, 在传统零售渠道领先身位明显; 齐心、得力等主打办公领域, 凭借优质服务获取市场份额。此外, 国内文具市场整体以国内品牌为主导。相较国外品牌, 国内品牌在产品价格和对国内销售渠道的积累上有明显优势。

图25: 国内文具细分市场头部品牌竞争格局已成型



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图26: 相较国外品牌, 国内文具品牌价格优势明显

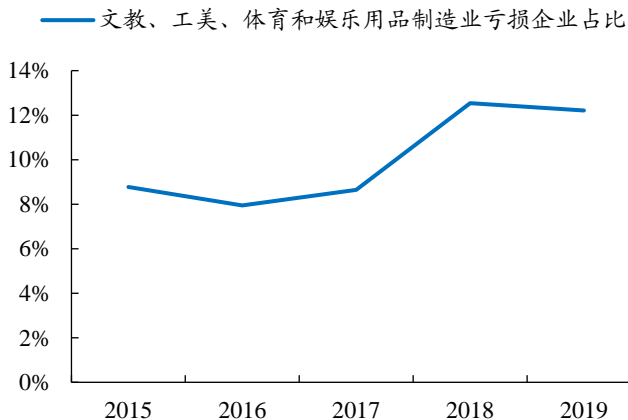


数据来源: 淘宝、开源证券研究所

当前文具行业中小品牌经营压力增大, 头部企业加速并购步伐, 行业逐渐呈现向头部集中的趋势。

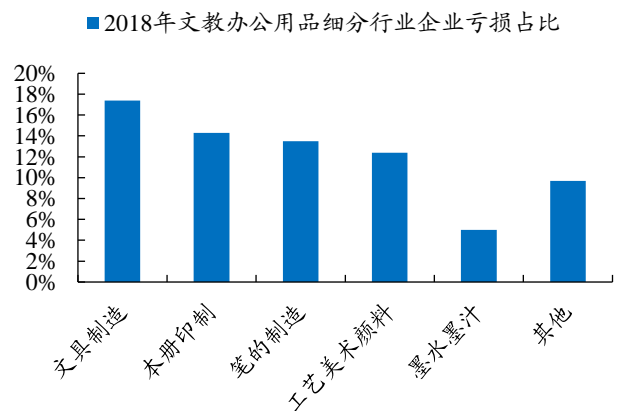
1) 中小品牌经营压力增大: 由于我国文具行业逐渐从快速发展期向成熟期过度, 过去依靠行业红利生存的中小企业经营压力逐渐加大。根据国家统计局的数据, 2019年我国文教、工美、体育和娱乐用品制造企业的亏损占比达 12.2%, 且整体呈上升趋势。其中, 根据中国制笔协会的数据, 2018年我国文具制造子行业的企业亏损面已经达到 17.4%, 其他子行业除墨水墨汁外亏损面也均达到 10%左右

图27: 文教体美娱制造业亏损企业占比逐渐提升



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图28: 2018年文具制造业亏损企业占比已达 17.4%



数据来源: 中国制笔协会、开源证券研究所

2) 头部企业加速并购: 伴随中小企业经营压力增加, 头部文具企业也加快了对外并购的节奏。以国内已上市的文具企业为例, 晨光文具分别于 2017 年收购欧迪办公的全部股权推动公司办公直销业务发展, 于 2019 年收购上海安硕的 56% 股权进一步提升学生文具的产品竞争力。而齐心集团则收购了杭州麦苗及深圳银澎湃, 进一步提升公司的线上服务能力, 并扩张了云视频等业务线。头部品牌的加速并购整体上进一步提升了公司的规模和综合竞争力, 加快了行业的集中化进程。

**表2: 头部文具企业加快并购节奏**

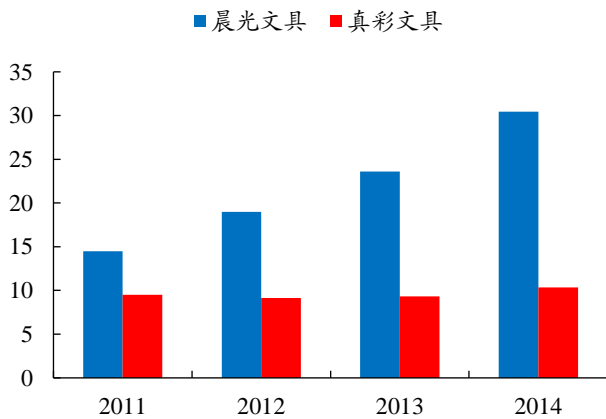
公司名称	时间	标的企业	股权比例	收购目的
晨光文具	2017.6	欧迪办公	100%	凭借标的公司品牌力、客户资源助推公司办公直销业务向全国伸展, 提高市场占有率
	2019.3	上海安硕	56%	获得全球领先的木杆铅笔供应链资源, 加快产业布局, 做大做强学生文具主业, 实现公司的“强商品”战略
齐心股份	2015.4	杭州麦苗	100%	有利于公司布局线上业务; 拓展产品线, 更好地服务于客户; 储备互联网人才, 为未来线上业务的扩张打下坚实的基础
	2016.3	深圳银澎	100%	开拓 SaaS 软件应用服务的蓝海; 致力于打造“以用户需求为导向的集成大办公服务”互联网平台型公司
广博股份	2015.5	灵云传媒	100%	为公司在现有电商业务注入新的资源; 使得公司可以快速切入互联网营销领域, 为公司其他产品提供互联网整合传播营销的服务,

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

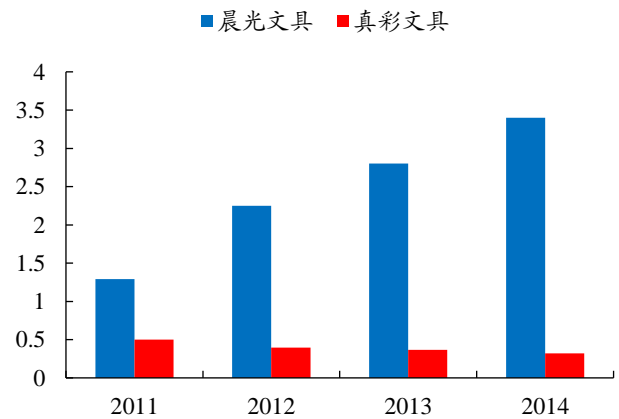
## 2.2、晨光文具以渠道建设和产品迭代脱颖而出, 进而构筑宽广护城河

### 2.2.1、晨光文具依托高效的分销体系和出色的产品迭代能力逐渐占领市场

真彩文具是晨光文具传统业务的主要竞争对手, 但晨光文具后来居上, 优势不断扩大。真彩文具成立于 1990 年, 是 21 世纪初国内领先的文具品牌, 是晨光文具在国内传统文具零售市场的主要竞争对手。晨光文具成立于 1997 年, 起步相对较晚。但 2011 年后, 晨光文具后来居上的领先优势不断扩大。2011-2014 年, 晨光文具收入 CAGR 达 28.1%, 而真彩文具收入 CAGR 仅 2.8%, 收入规模的差距不断扩大。利润端, 2011-2014 年晨光文具净利润稳健增长, 而真彩文具的净利润则逐年下降。

**图29: 晨光文具的营收规模优势扩大 (亿元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图30: 晨光文具净利润优势愈发明显 (亿元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

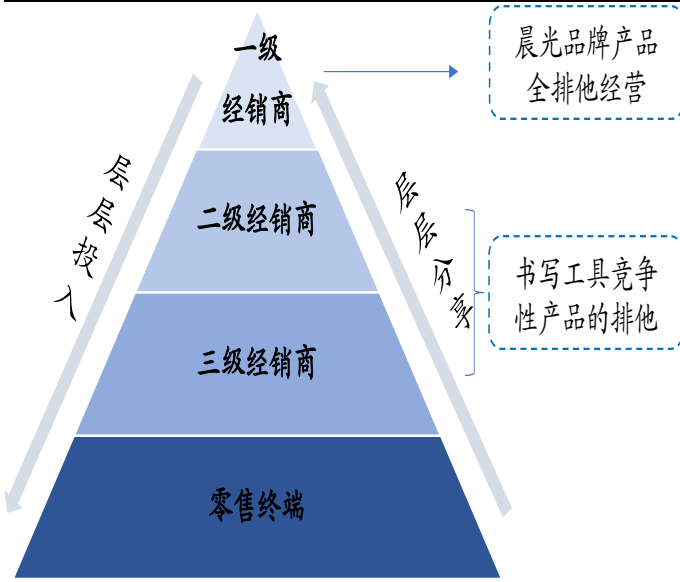
通过对比晨光文具和真彩文具的发展历程, 我们将晨光文具最终脱颖而出的原因主要归结于高效的分销体系和出色的产品迭代能力。

#### 1) 高效的分销体系

晨光文具采用“伙伴金字塔”式的多层级经销模式, 而真彩文具则采用网格状的扁平化经销渠道模式。晨光文具的“伙伴金字塔”模式, 即公司在全国范围内直接管理 35 家全排他经营的一级经销商 (大多数非自有), 由一级经销商逐级往下“层层投入”。该模式公司管理半径小, 拓展效率高, 总部几十人的运营团队就可以管理

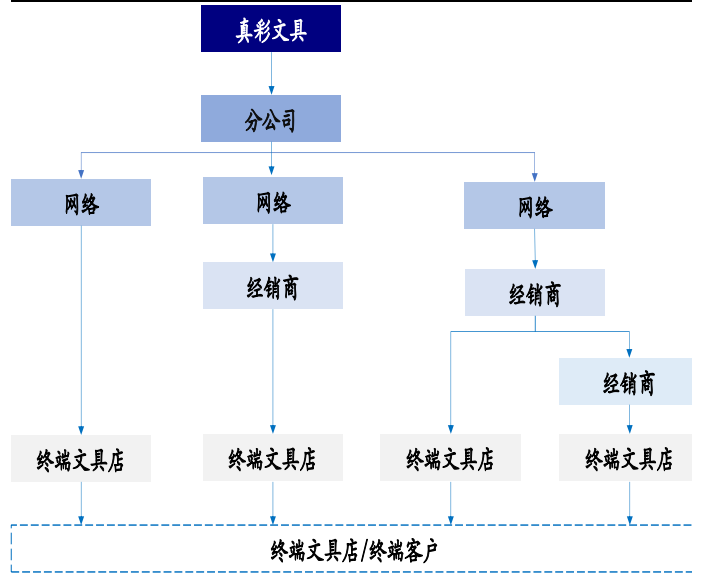
上万的销售终端。而真彩文具则将全国分为 300 个网格，并在全国设立 26 个分公司（2014 年数据），每家分公司负责若干网格的运营和管理。这种模式中间环节少，有效降低成本，更利于下沉和深度分销，但是公司端的管理成本和费用压力相对更大。

图31: 晨光文具采用“伙伴金字塔”分销体系



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图32: 真彩文具采用网格化的销售体系



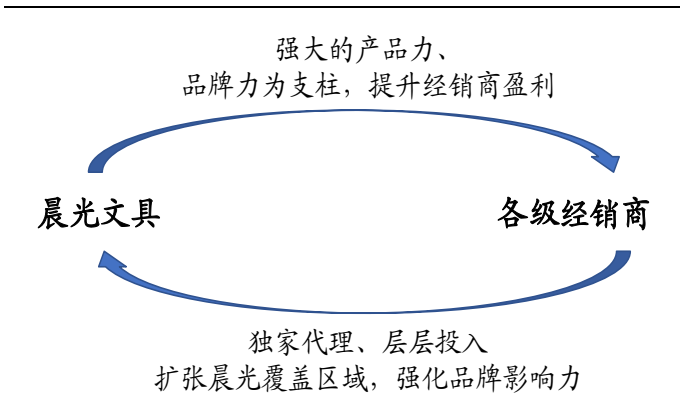
资料来源：公司公告、开源证券研究所

晨光文具依靠精细化管理和帮扶体系不断完善销售渠道建设，而真彩文具则囿于管理和费用压力逐渐陷入瓶颈。

晨光文具一方面严格管控“窜货”现象，实现一级经销商之间“零窜货”，并执行 KPI 考核提升对经销商的管控力度。另一方面，晨光文具依托自身强大的产品力和品牌力，并通过传授销售经验，协助货架铺设，推出“晨光大篷车”等营销手段不断帮助经销商提高盈利能力，从而逐渐与各级经销商建立了互利共赢的合作关系。

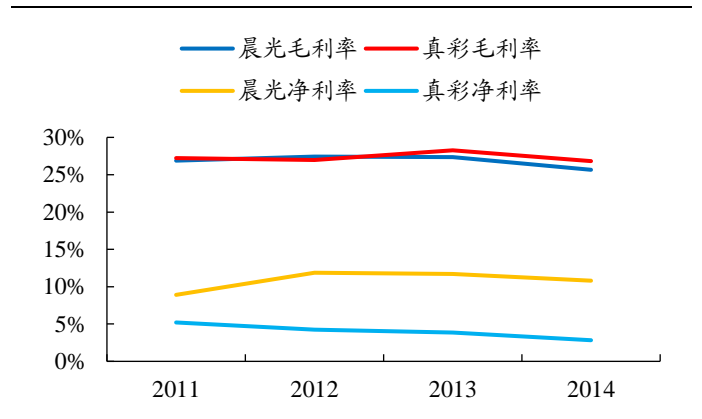
而真彩文具扁平化的销售渠道模式则逐渐陷入了扩张瓶颈。由于各文具品牌对于优质文具销售终端的竞争激烈，因此中间环节更少的渠道模式并没有给真彩文具带来明显的毛利优势，2013-2014 年真彩文具毛利率仅略高于晨光文具。而相较于晨光文具层层投入的金字塔模式，真彩文具在渠道拓展上的管理和费用压力则逐渐增大，盈利能力不断下滑。

图33: 晨光文具与各经销商建立互利共赢合作关系



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图34: 晨光文具净利率显著高于真彩文具



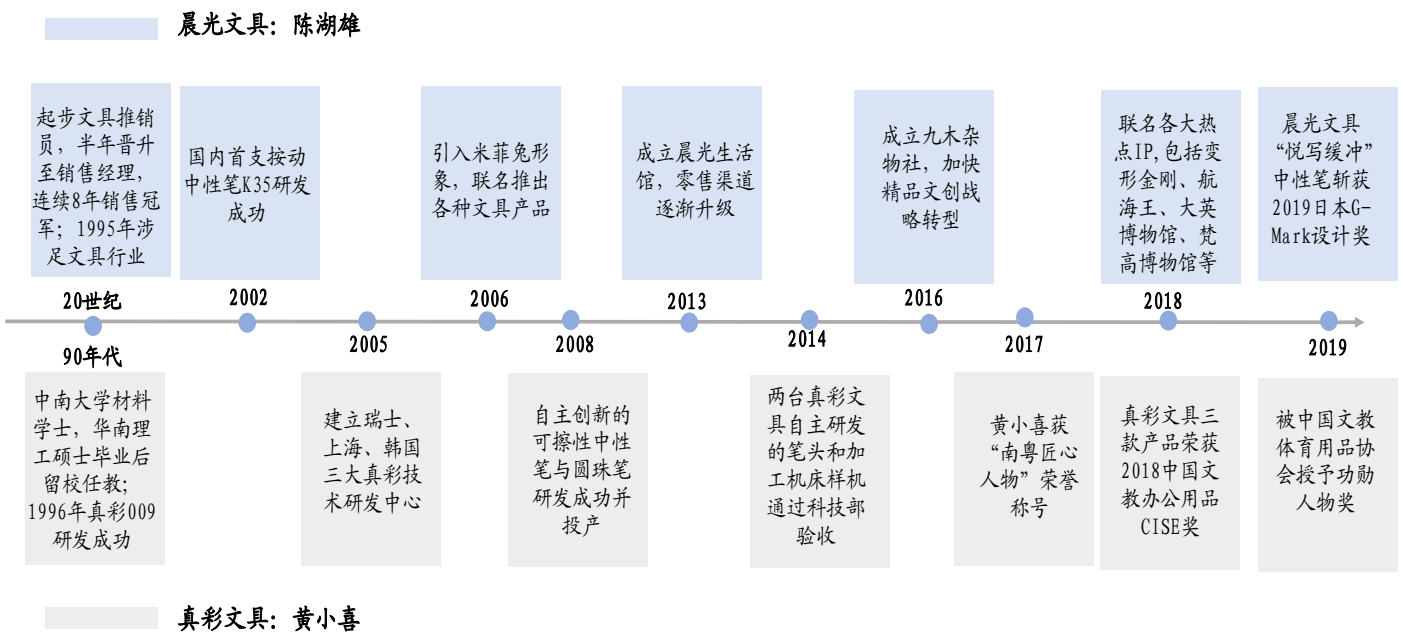
数据来源：公司公告、开源证券研究所



## 2) 出色的产品迭代能力

晨光文具相对具有更出色的产品设计基因，而真彩文具则更重视产品制造研发能力。晨光文具创始人陈湖雄以文具推销员起步，对于文具行业的渠道和销售有深刻理解。而真彩文具创始人黄小喜华南理工大学硕士毕业后留校任教，具有优质的技术背景。创始人的经历差异也在一定程度上影响了公司的发展战略。晨光文具更加注重产品外观设计和产品营销，而真彩文具则更重视产品制造相关的研发能力。

图35: 晨光文具拥有出色的产品设计基因，而真彩文具则更重视产品制造研发能力



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

快速的产品迭代和领先的产品设计能力深度契合学生群体的消费特点。晨光文具和真彩文具主要竞争的学生文具市场普遍具有热点更迭速度快、对价格敏感度低、专业化要求有限的特点。因此晨光文具相对更重视产品迭代速度和产品设计的战略更契合学生群体的消费特点。一方面，晨光文具推行“每周一，晨光新品到”的战略，以快速的产品迭代满足学生群体的消费需求。另一方面，深度把握学生群体消费痛点，通过“孔庙祈福”等营销方式引起学生群体共鸣，通过营销手段打造爆款产品。

图36: 晨光主打“每周一，晨光新品到”



资料来源：华与华公众号

图37: “孔庙祈福”主题打造爆款产品



资料来源：公司公众号

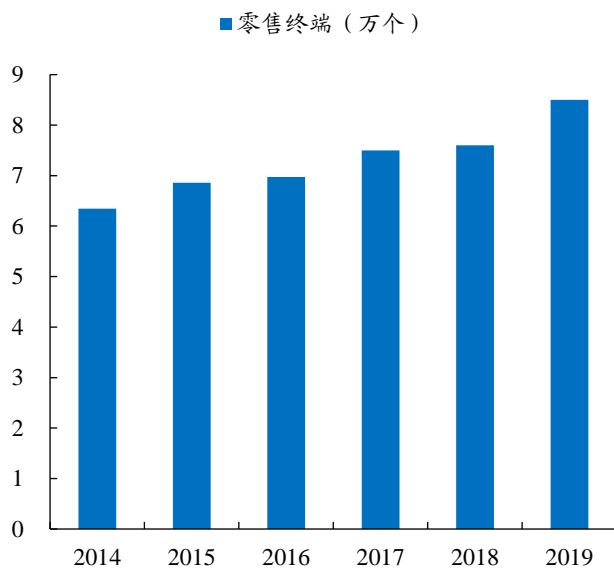
### 2.2.2、渠道、研发构筑竞争壁垒，品牌和盈利能力的规模效应显现

在传统零售市场领先地位稳固后，晨光文具逐渐在渠道、研发构筑宽广护城河，并在品牌端和盈利能力上体现出规模效应。

#### (1) 渠道壁垒

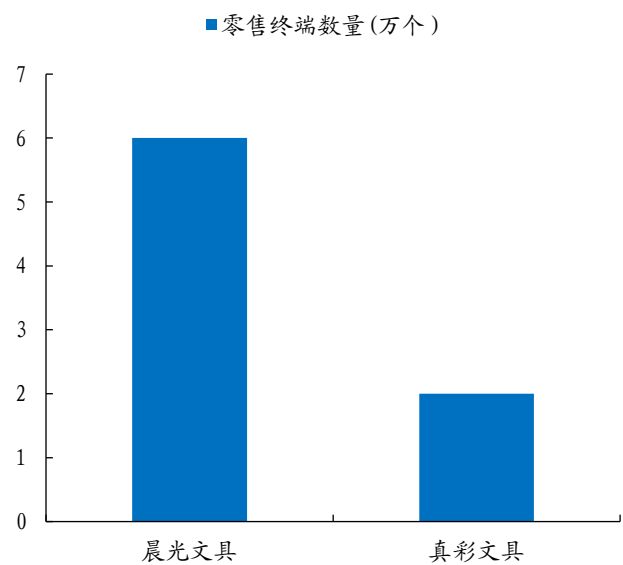
晨光文具零售终端数量逐年增长，与竞争对手相比优势明显。2015H1，晨光文具的零售终端数量达到约 6 万个，而同期主要的竞争对手真彩文具的零售终端数量仅为 2 万个。之后晨光文具的零售终端数量继续稳定增长。2019 年公司在全国拥有 35 家一级经销商，二、三级经销商覆盖近 1200 个城市，超过 8.5 万家零售终端，渠道规模优势稳固。

图38：2019年晨光文具零售终端达8.5万家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图39：晨光文具零售终端数量优势明显（2015H1）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

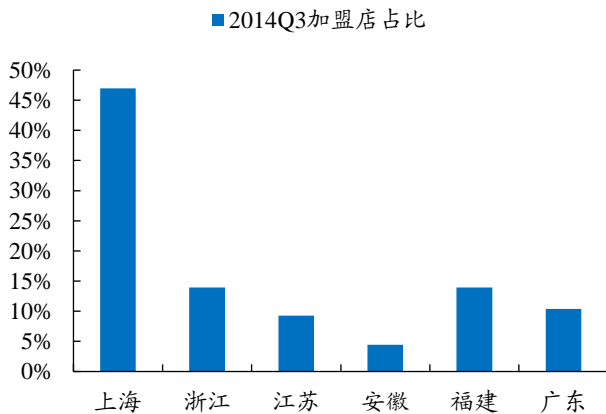
**选取优质终端向加盟店升级，绑定行业中的优质终端资源。**晨光文具在通过标准样板店的形式积累了规模化的零售终端后，逐渐挑选其中的优质终端向加盟店升级。晨光文具为加盟店提供培训、装修、货柜、进货等多方位支持，从而帮助加盟店拥有更强的盈利能力，但要求加盟店做到晨光特许经营或竞品全排他。公司加盟制度从上海逐渐向全国推广，加盟店占比逐年提升。2016年，公司加盟店数量为7412家，达到零售终端总数的10.6%。从而，除了与一级经销商拥有深度的合作关系外，通过这一方式，晨光文具也逐渐绑定了业内最优质的零售终端资源。

表3: 晨光文具选取优质的零售终端升级为加盟店

	零售终端			批发
	晨光标准样板店	晨光高级样板店	晨光加盟店	晨光4S店
平均盈利	单店盈利强于普通文具店	单店盈利强于标准样板店	单店盈利能力最强	区域配送中心, 批发业务
产品排他	无强制性晨光产品排他要求	部分品类排他要求	晨光特许经营或竞品全排他	全排他
服务支持/要求	培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验, 一般不提供货架等硬件支持	培训经营技能、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	销售、服务、展示、调查
店铺形象				
装修费分担标准	公司出具统一装修标准, 由公司、经销商和店主共同承担	公司出具统一装修标准, 由公司、经销商和店主共同承担	公司出具统一装修标准, 由公司承担1.5万元, 多余部分由经销商承担	4S店装修费的分担标准, 公司和合作伙伴各承担50%
会计处理	列入“销售费用--渠道建设费用”	列入“销售费用--渠道建设费用”	列入长期待摊费用, 按照合同期分摊	列入“销售费用--品牌推广费”

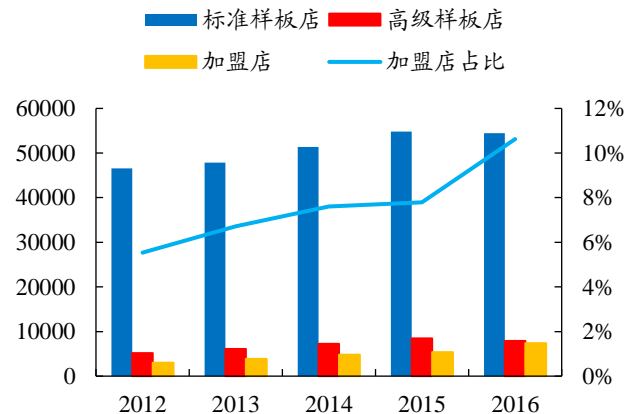
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图40: 公司加盟制度逐渐从上海向周边推广



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图41: 晨光文具加盟店占比逐渐提升 (单位: 家)



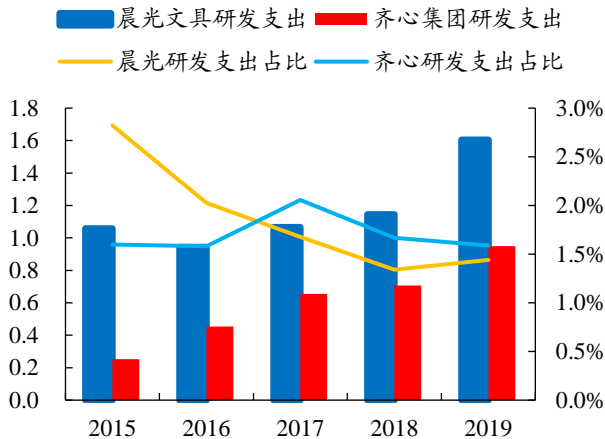
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

整体来看, 公司渠道端的深厚壁垒可以从以下角度理解: 1) 相较于终端区位限制较小的日用品等, 客流充足的文具零售终端主要受限于学校周围。而学校具有数量和位置稳定的特点, 因此优质的文具零售终端位置资源总量和增量均有限。且店招更换成本较高以及部分品牌店具有长期协议, 因此终端布局将形成先发优势; 2) 在渠道端形成先发优势后, 公司产品迭代优势和品牌效应将更为明显, 从而以产品力和品牌力为终端提供更好的盈利能力; 3) 文具品类技术更迭速度较慢, 很难通过技术创新形成品牌颠覆, 且学生群体对产品价格敏感度低, 降价策略效果也有限。所以新品牌很难在短期内通过技术创新和降价的手段突破晨光文具的渠道壁垒。

## (2) 研发壁垒

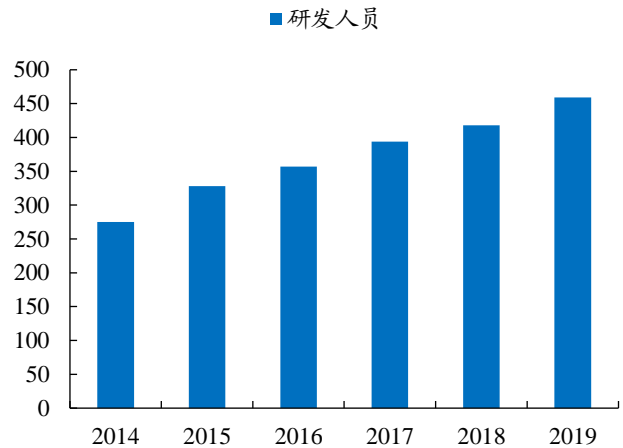
晨光文具在维持产品快速迭代的基础上，稳定投入研发费用，逐步突破核心技术。公司研发端稳定投入，2019 年研发支出 1.60 亿元，研发费用率达 1.44%，研发人员数量达到 459 人，在研发投入上具有一定规模优势。2018 年后，公司专利数量增长逐渐提速，并掌握了制笔环节中笔头、油墨及其匹配等核心技术，拥有先进的自主模具开发能力。此外，2015 年之后，公司每年的新品开发数量稳定在 2000 个以上。

图42: 晨光文具研发投入上具有规模优势 (亿元)



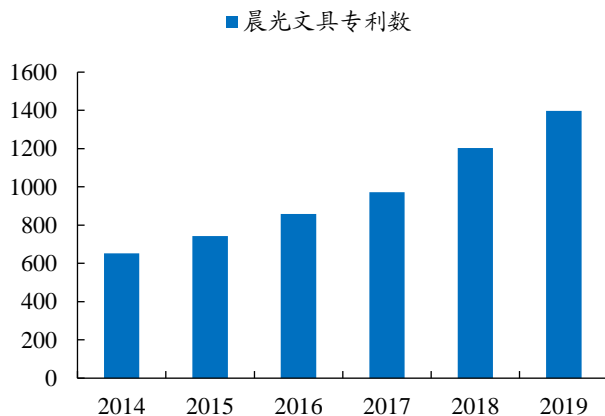
数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (研发支出包含资本化的研发费用)

图43: 晨光文具研发人员数量稳定增长



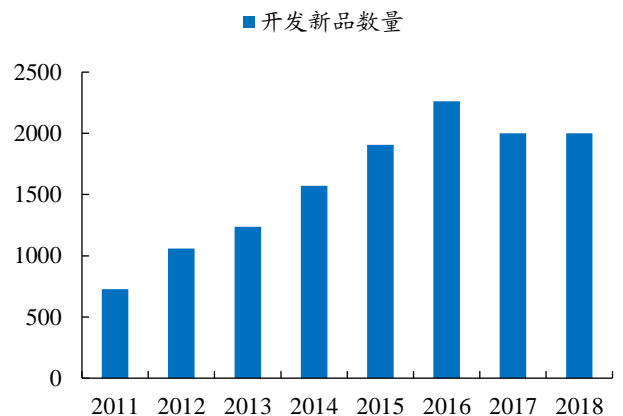
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图44: 2018年后晨光文具专利数量增长提速



数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: 2015年后公司年新品开发数量稳定在2000以上



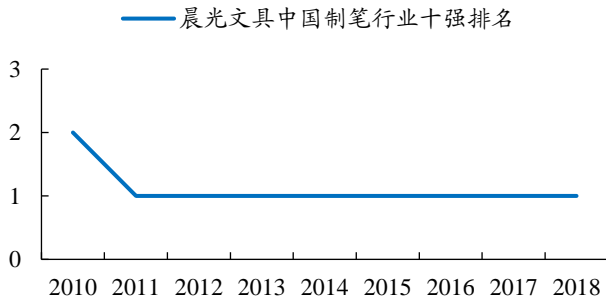
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## (3) 品牌及规模效应

行业多年深耕铸就品牌优势，规模效应带动盈利能力提升。经过多年积累，2011年起，晨光文具已连续 8 年排名中国轻工业制笔行业十强首位，品牌形象已经深入人心。此外，伴随规模增长，公司对上下游的议价能力和供应端效率均显著提升，书写工具、学生文具、办公文具等品类的毛利率均有明显改善。

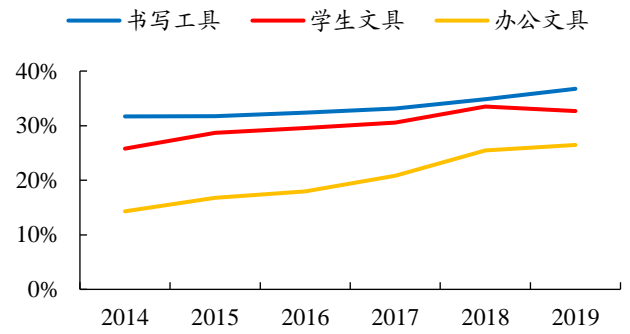


图46: 晨光文具连续 8 年排名中国制笔行业十强首位



数据来源: 中国轻工业联合会、开源证券研究所

图47: 公司产品毛利率逐渐提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.3、发展持续动力: 扩品类、深耕渠道、提升内效

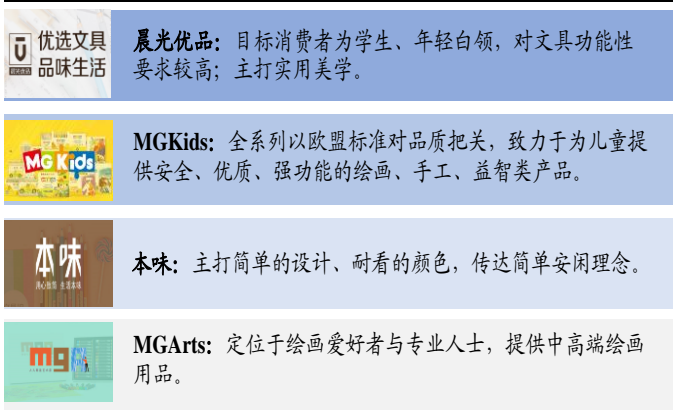
### 2.3.1、扩品类: 精品文创、儿童美术有望带来新动力

**传统业务划分四大赛道, 精品文创、儿童美术发展提速。**公司将传统业务划分为大众产品、办公产品、精品文创和儿童美术四大赛道。其中, 精品文创和儿童美术发展有望提速:

- 1) 大众产品:** 推进强产品战略。在继续保持产品迭代优势的基础上, 主动精简 sku 数量, 打造长线产品, 通过提高新品留存率来提升利润率和经营效率。
- 2) 办公产品:** 渠道上, 持续开拓晨光办公店和办公完美门店开发; 客户上, 重点聚焦国内重点大型办公终端客户的开发。
- 3) 精品文创:** 产品上, 通过晨光专属季节限定窗口等方式打造爆款商品, 以爆款带动整体销售; 渠道上, 通过打造精品文创专区等标杆终端带动整体终端。
- 4) 儿童美术:** 一方面, 主推长线品, 沉淀自有 MGKids 和 MGArts 的中端产品线; 另一方面, 2019 年, 公司收购铅笔龙头安硕文教, 与意大利儿美品牌 CARIOCA 建立战略合作, 丰富高端产品线, 儿童美术赛道发展全面提速。

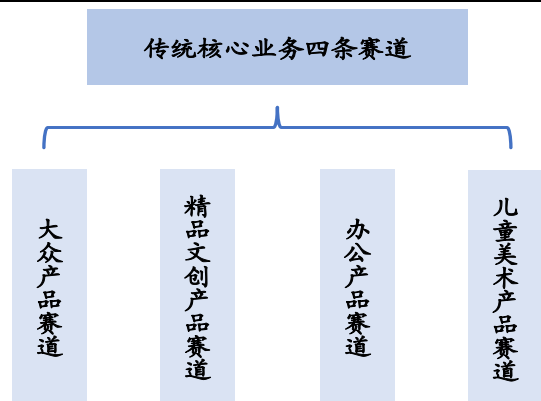
**多品牌定位不同细分市场, 深入挖掘市场需求。**公司旗下自有品牌包括: 晨光优品目标消费者为学生、年轻白领, 主打实用美学; 本味主打简约设计; MGKids 主打儿童绘画、手工、益智类产品。MGArts 定位于绘画爱好者与专业人士。

图48: 多品牌定位不同细分市场



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图49: 公司传统业务划分为四条赛道



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.3.2、深耕渠道：深挖线下渠道潜力，发展线上渠道增量

通过继续填补空白区域，提升现有终端质量，公司进一步深挖线下渠道潜力。

1) 区域拓展空间仍存：一方面，根据教育部的数据，2018 年我国各级各类学校共有约 52 万个。而 2019 年公司终端数量共约 8.5 万个，因此仍有充分的空白区域拓展空间。另一方面，除传统的校边店外，公司正积极探索书店等新型零售终端渠道。

2) 提升现有终端质量：一方面，公司积极鼓励一级经销商对零售终端进行帮扶，并对达成帮扶考核指标的一级经销商给予返点激励，进而有效提升终端提货额。另一方面，继续积极推进优质样板店升级为加盟店。根据招股说明书，2014 年时公司谨慎预计样板店转为加盟店，在经营稳定后单店年销售收入能提升约 3.75 万元。伴随终端经营能力提升，我们预计升级加盟店后带来的年提货额提升或可达 5-10 万元。

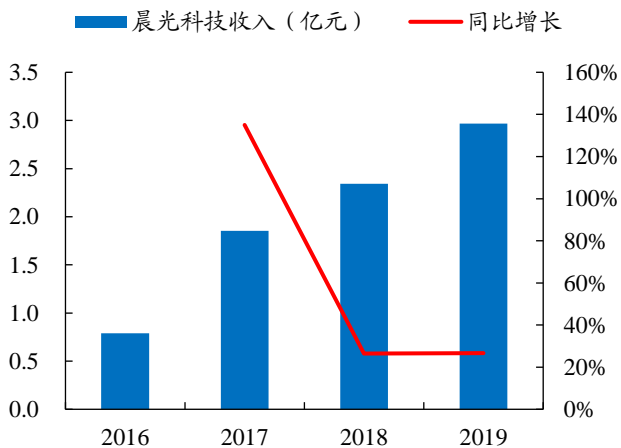
表4：2014 年公司谨慎预计样板店升级为加盟店经营稳定后，单店年销售收入能提升约 3.75 万元

测算指标	建设期第	建设期第	建设期第	达产第一	达产第二	达产第三	达产第四
	一年	二年	三年	年	年	年	年
新增门店（家）	2,500	4,400	5,100	0	0	0	0
年均门店（家）	1,250	4,700	9,450	12,000	12,000	12,000	12,000
模拟因样板店升级为加盟店带来的单店年销售收入一次性增长	3.43	3.85	4.31	3.75	3.75	3.75	3.75
模拟年产品销售收入	4,300	18,095	40,730	45,000	45,000	45,000	45,000
特许权使用费收入	225	846	1,701	2,160	2,160	2,160	2,160
模拟年总收入	4,525	18,941	42,431	47,160	47,160	47,160	47,160

资料来源：招股说明书，开源证券研究所

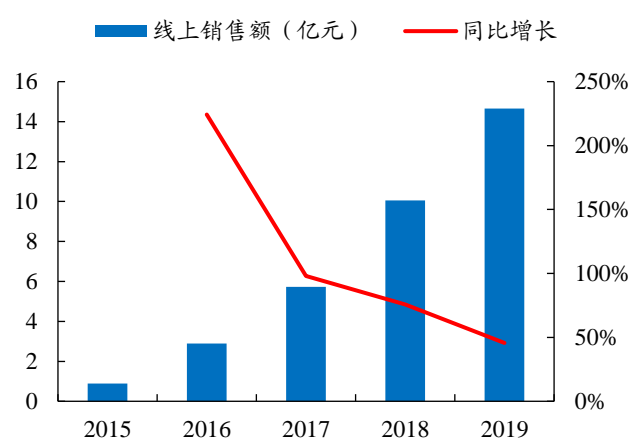
公司线上渠道快速增长，但相较行业，增量空间仍可观。公司线上销售直营和代理双管齐下。直营以晨光科技为主体，主要发力天猫和京东两大平台。2019 年，晨光科技收入达 2.97 亿元，同比增长 26.6%。代理模式通过一级经销商向线上渠道终端供货。根据 Wind，2019 年公司直营旗舰店协同其他授权店铺线上销售额达 14.65 亿元，同比增长 45.6%，增速明显高于单一直营的晨光科技收入增速。并且 2019 年，公司线上销售占比仍仅约为 10%，相较行业平均 20% 的线上占比仍有较大增量空间。

图50：晨光科技收入稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图51：公司线上销售总额仍维持较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.3.3、提升内效：经营、管理效率全面提升，持续推动数字化建设

公司内效提升主要分为两个方面：内部管理改善和数字化建设。

1) **内部管理改善**：2019 年公司借鉴全球先进管理经验，由 MPS 精益项目升级为 MBS 管理系统。生产管理上，进一步提升生产率，降低产品不良率。业务管理上，加大跨部门协同，充分整合供应链资源。人才管理上，优化考核和升职体系，以绩效管理推进业绩达成，加速储备公司管理人才。

2) **数字化建设**：公司以晨光联盟 APP 为抓手全力推进渠道数字化建设。晨光联盟 APP 是面向二三级经销商和零售终端的线上一体化采购平台。一级经销商会针对所在区域的特点推出定制化产品名录。采购方可以在晨光联盟 APP 上获取采购产品介绍、库存等相关信息，并可通过 APP 一键下单订货。此外，公司还会通过晨光联盟 APP 向销售渠道推送新品速递等信息，以及陈列方案等经营技巧。

**晨光联盟 APP 对经营效率的提升主要体现在**：①晨光联盟 APP 进一步提升了公司向终端渠道的信息传递和新品铺货的效率。渠道端下单、提货的便捷度和满意度也得到了明显提升。②晨光联盟 APP 上的订单数据能够得到充分积累和分析，进而帮助公司进行产品优化和一级经销商针对区域特点进行铺货，从而有效的提高了公司新品研发的效率并提高了订单满足率，减少了内部 sku 滞销带来的效率损耗。

图52：一级经销商会针对区域特点进行全方位定制



资料来源：晨光联盟 APP

图53：晨光联盟 APP 下单便捷

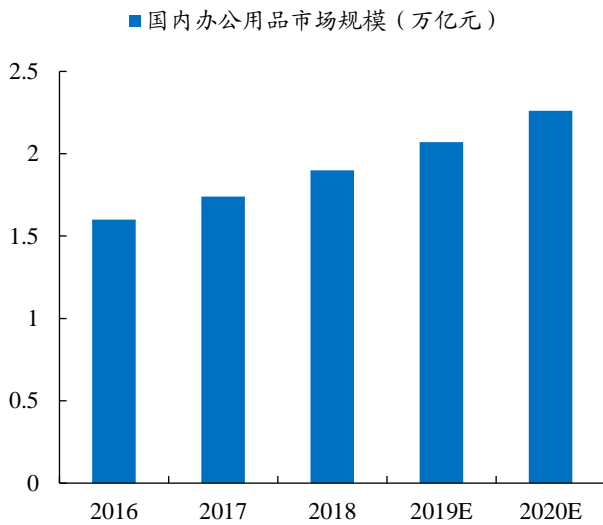


资料来源：晨光联盟 APP

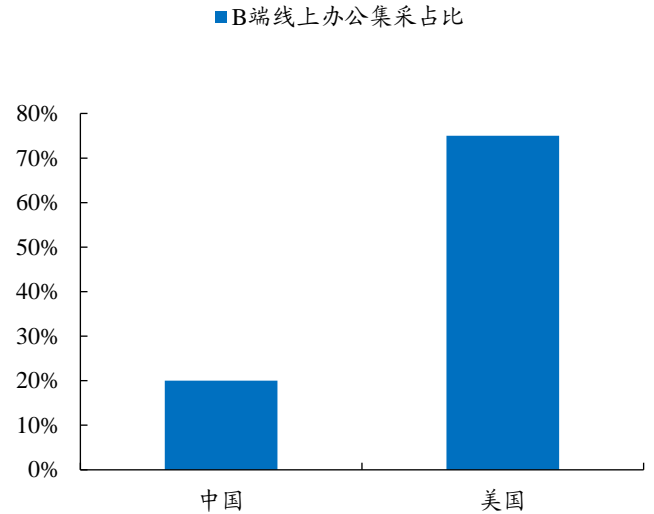
## 3、办公直销：万亿蓝海市场，科力普方兴未艾

### 3.1、办公直销市场规模超万亿，政策推动下有望继续扩容

国内办公用品市场规模或超 2 万亿元，线上集采相较海外仍有空间。根据中国产业信息网的数据，2019 年我国办公用品市场规模预计达 2.07 万亿元，2016-2020 年的 CAGR 约 9%。但相较发达国家，我国办公用品的采购仍以零散式的区域性线下采购模式为主，线上办公集采仍有较大发展空间。相较美国约 70%的线上办公集采占比，我国当前仅有约 20%的办公用品通过线上集采进行采购。

**图54: 2019年我国办公用品市场规模近2.07万亿。**


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

**图55: 国内线上集采渗透率仍有较大提升空间**


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

**政策陆续出台, 办公集采风潮已至。**自2013年颁布《全国政府采购管理交易系统建设总体规划》以及2015年颁布《中国政府采购法实施条例》明确推动政府采购活动电子化、集中化以来, 我国相继出台一系列政策推动线上集采模式。2019年12月, 国采中心发布《政府集中采购目录及标准(2020年版)》, 对集采目录、采购限额和执行方式进行了具体规范。在政策推动下, 办公集采市场快速发展, 科力普等办公一站式服务平台也迎来了发展机遇。

**表5: 政策陆续出台推动办公集采**

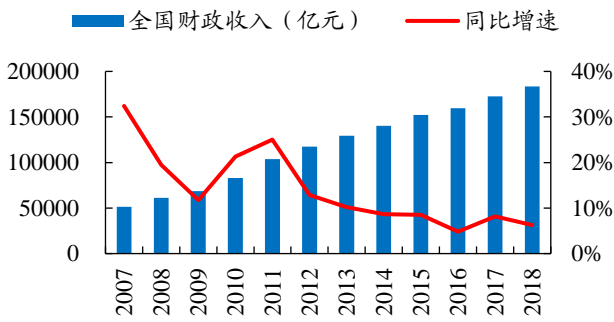
颁布时间	政策名称	内容
2013.1	《全国政府采购管理交易系统建设总体规划》	明确了加快建设全国统一的电子化政府采购管理交易平台的工作要求
2015.2	《中国政府采购法实施条例》	推动政府采购活动电子化、集中化
2015.8	《整合建立统一的公共资源交易平台工作方案》	强调公共资源交易平台要从依托有形场所向以电子化平台为主转变, 实现交易全流程公开透明和资源共享
2018.2	《国有金融企业集中采购管理暂行规定》	国有金融企业根据实际设立集中采购管理机构
2019.7	《促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	加快“互联网+政府采购”行动, 促进公平竞争
2019.12	《政府集中采购目录及标准(2020年版)》	规定集中采购目录、招标数额标准等

资料来源: 中国政府采购网、开源证券研究所

**政府采购端成本控制需求提升, 集采模式助力降本增效。**我国政府货物采购金额稳定增长, 2016-2017年同比增速维持在10%以上。而我国财政收入增速却呈下降趋势, 2018年我国财政收入同比增速下降至约6%。政府采购端成本控制需求将日益凸显。而线上集采模式能够从采购寻源、供应商管理、物流配送、支付结算等多方面帮助采购方降本增效, 从而深度契合当前政企采购需求。根据中国产业信息网的数据, 相较传统模式, 集采模式将节约15%-20%的资金成本, 70%的时间成本和50%的人力成本。

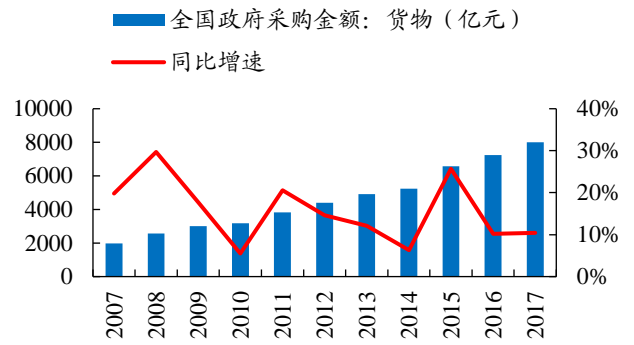


图56: 全国财政收入增速呈下降趋势



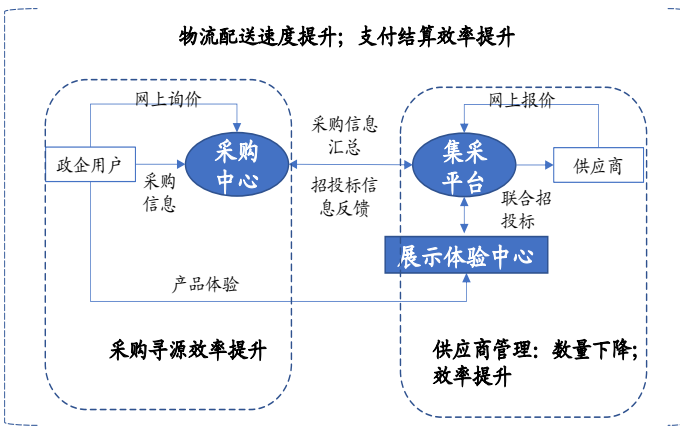
数据来源: Wind、开源证券研究所

图57: 全国政府货物采购金额仍维持较快增长



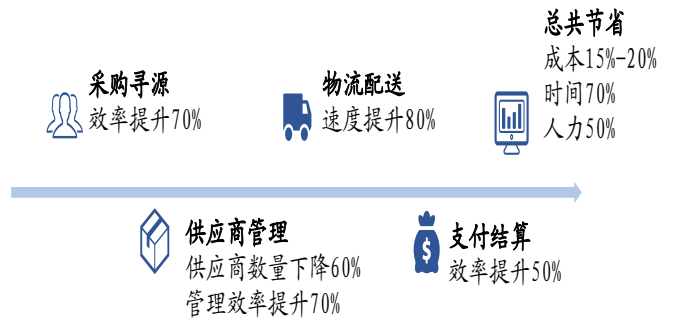
数据来源: Wind、开源证券研究所

图58: 集采模式提升效率（不同平台模式有细节差异）



资料来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

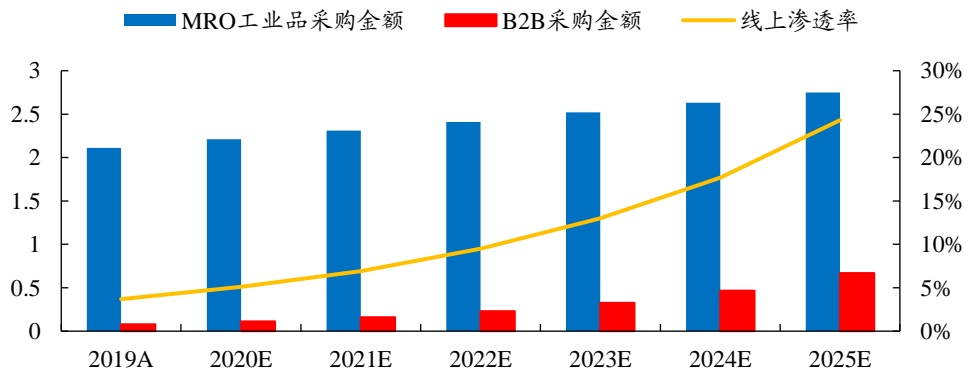
图59: 集采模式或将节约原总成本的 15%-20%



资料来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

**MRO 品类进入办公集采，贡献潜在增量空间。**MRO 具有高 SKU 数量、单值较低的特点，从而传统采购模式将耗费大量采购成本，因此近年来政企都将其逐步纳入线上集采体系。根据前瞻产业研究院，2019 年我国 MRO 工业品采购市场规模超过 2 万亿元，且主要为线下采购，线上采购占比仅为 3.4%。伴随 MRO 工业品逐渐纳入线上集采体系，办公集采的市场规模将继续增长。预计 2025 年 MRO 线上采购比例将上升至 24.3%，MRO 线上集采规模将达到至 0.67 万亿元，增量空间可期。

图60: MRO 工业品线上采购规模预计将持续提升（万亿元）



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所



### 3.2、与竞争对手相比，晨光科力普竞争优势清晰

国内办公用品采购市场主要 4 类供应商：1) 综合电商平台，如京东、阿里、苏宁等；2) 文具企业自建平台，如晨光文具、得力文具、齐心集团等；3) 国际办公用品品牌商，如史泰博、欧迪（晨光文具已收购欧迪中国）等；4) 各区域办公用品中小经销商。晨光科力普相较各类竞争对手均有较为清晰的竞争优势。

相较中小区域经销商，晨光科力普具有 sku 丰富、仓储物流领先及品牌资质完备等优势。

1) 企业采购需求复杂，采购集中化，要求供应商有充足 SKU 支撑以提高采购效率。而晨光科力普目前拥有 15 大核心品类，并且推出了上万 sku 的核心产品清单。

2) 仓储物流是线上集采降本增效，提升客户满意度的重要一环。科力普拥有 5 大中心仓（后续扩容至 7 个）及 20-30 个 FDC 落地仓在内的 100% 自营仓库，并通过 WMS 系统等信息化手段提升仓储物流效率。其中，计划筹建的科力普华东新仓可日订单处理能力超过 10 万单。

3) 线上集采对集采上拥有更高的品牌资质要求，从而政府采购中的中小品牌份额预计将被逐渐被压缩。

图61：办公集采涉及品类繁多，对 sku 集合能力具有较高要求

商务服务	商业家具	办公设备	办公耗材	办公电器	印刷耗材	维修维护	日用团建	员工福利	商务馈赠	特定场景
注册	办公家具	IT设备	打印设备	大家电	印刷耗材	工业品	食品饮料	职业工装	工艺品	农用机械
会计	餐饮家具	事物设备	打印耗材	小家电	装订耗材	维修用品	清洁个护	体验服务	名茶	农具农药
定制服务	电子元件	外设产品	IT耗材	烹饪炊具	办公用纸	施工防护	母婴用品	健身器材	箱包钟表	

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图62：WMS 系统全面协调五大中心仓



资料来源：晨光科力普公众号

图63：科力普华东新仓订单处理效率显著提升



资料来源：晨光科力普公众号

相较电商平台，晨光科力普在线下专业化服务能力以及系统数据对接上具有一定优势。

1) 政府和大型企业采购对线下落地服务具有较高要求。并且对于 B 端客户的线下服务，电商平台的及时配送优势会被弱化，而晨光科力普的专业化细致服务能力更能切中痛点。截止 2019 年底，晨光科力普已在北上广等 9 个城市自建配送队伍。在布局较薄弱区域，也通过服务加盟等方式保证线下服务能力。

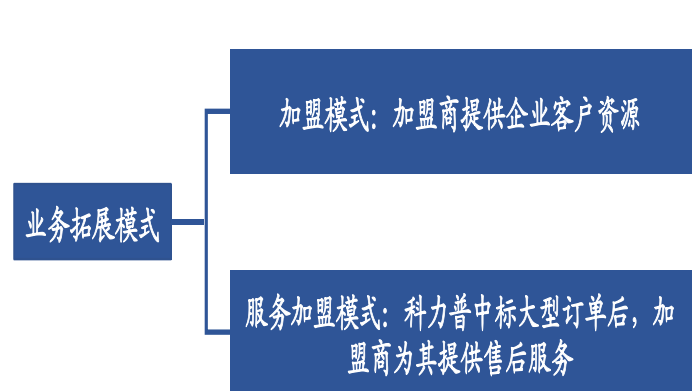
2) 较多的大型办公直销客户会选择自建内部线上采购平台。因此外部平台供应商需要将自有数据与客户内部平台进行对接，以提高采购效率和客户体验。电商平台对于平台数据开放的顾虑较多，而晨光科力普等文具企业自建平台对于平台数据开放接受度则相对较高。

图64: 相较电商平台，晨光科力普具有一定优势



资料来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

图65: 晨光科力普通过加盟模式提升服务能力



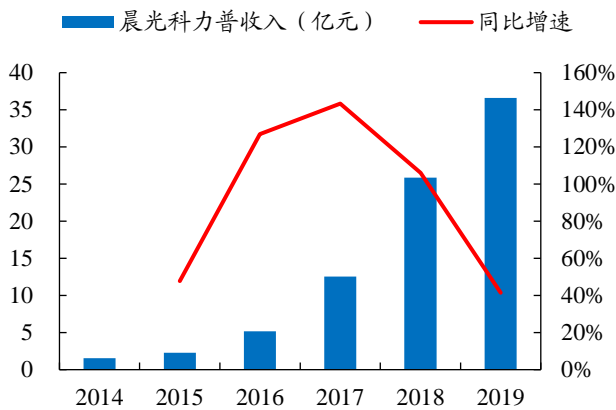
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

相较其他文具企业自建平台，晨光科力普可在一定程度上依托晨光零售渠道积累的自有产品研发和品控能力。国内文具企业自建的办公直销平台主要有晨光科力普、齐心集团和得力办公等。其中，齐心和得力都主要经营办公市场，在零售渠道销售规模和品牌力都较弱。而晨光文具零售渠道积累的自有产品研发能力和品控能力相对更强，从而未来晨光科力普自有品牌销售占比继续提升的空间会相对更大一点。

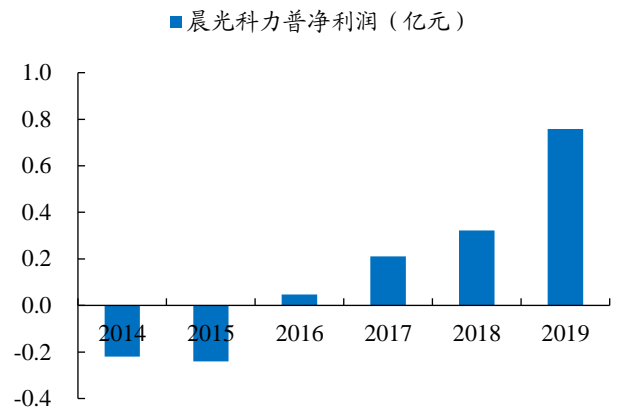
相较国际文具品牌商，国内文具品牌商对于办公直销客户拓展的理解程度更深并具有成本优势。国内大型企业和客户在推行线上集采模式前主要通过合约采购，因此国内企业拓展客户相对更具优势。在近年采购逐步阳光化后，晨光文具等文具品牌的规模效应已经形成，相对具有成本优势。伴随，晨光文具收购欧迪中国，得力文具收购史泰博中国，国际文具品牌商在国内办公直销市场的份额已逐步丧失。

### 3.3、晨光科力普 ROE 持续增长，省心购挖掘下沉市场

晨光科力普营收规模快速增长，利润逐步释放。2019 年，晨光科力普营业收入达到 36.6 亿元，同比增长 41.5%，2016-2019 年收入 CAGR 达 92.1%。收入规模提升下，晨光科力普净利润逐渐释放。2016 年，晨光科力普实现扭亏为盈，2019 年净利润达到 7580 万元，同比增长 135.9%。

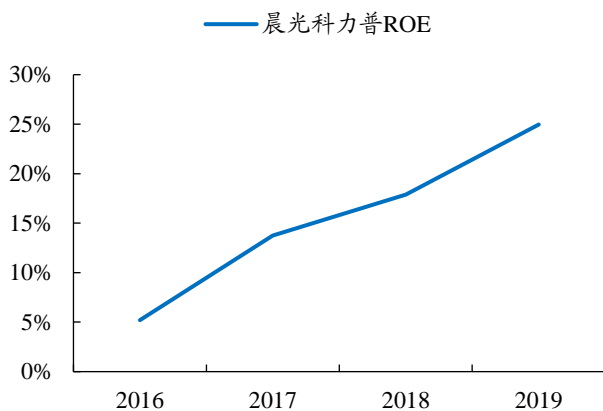
**图66: 晨光科力普收入规模持续增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

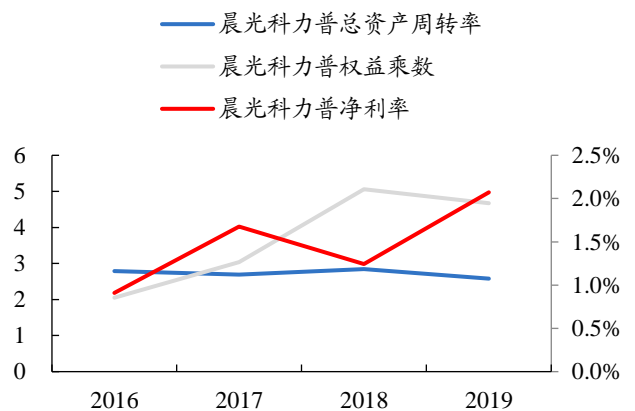
**图67: 晨光科力普净利润规模提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**规模效应带动净利率提升,晨光科力普 ROE 持续增长。**晨光科力普 ROE 由 2016 年的 5.2% 快速提升至 2019 年的 25.0%。根据杜邦分析法拆分,晨光科力普的增长主要由权益乘数和净利率拉动。办公直销业务前期需要投入大量的物流、供应链建设成本,在基础设施建设逐步完善后规模效应会逐渐显现。因此在收入体量提升的同时,晨光科力普的净利率也由 2016 年的 0.9% 提升至 2019 年的 2.1%。并且相较齐心集团 4% 左右的净利率,晨光科力普的净利率未来仍有一定提升空间。

**图68: 晨光科力普 ROE 持续增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图69: 净利率和权益乘数提升带动 ROE 增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**推出科力普省心购瞄准下沉市场,进而打开广阔发展空间。**2019 年,在晨光科力普的基础上,公司推出科力普省心购采购平台。相较晨光科力普,科力普省心购主要聚焦于中小企业客户。中小企业采购的痛点主要在于价格和采购效率。针对价格,科力普省心购通过直连工厂,缩短供应链,降低采购成本。针对效率,一方面,科力普省心购每个品类精选 3 款左右标准化产品,缩短客户选品时间。另一方面,售后方面配送端统一德邦配送,并支持多样开票方式。



图70: 科力普省心购深度契合中小企业采购需求



资料来源：科力普省心购公众号、开源证券研究所

## 4、零售大店：精品文创蓄势待发，九木杂物社渐入佳境

### 4.1、零售大店模式逐渐升级，九木杂物社拓展顺利

公司积极探索升级零售大店模式，在晨光生活馆的基础上推出九木杂物社。晨光文具2013年成立晨光生活馆，对原有渠道进行升级，开始逐步探索零售大店模式。晨光生活馆前期采用与新华书店联营方式合作建店，2015年后尝试购物中心内自主建店，主要特点在于实现文具业态的快速百搭。2016年，晨光文具在生活馆的基础上，推出九木杂物社。九木门店设计与生活馆2.0相近，选址聚焦于购物中心，并将目标消费群体定位于35岁以下的年轻女性，产品由文具向精品文创方向拓展。2018年，九木杂物社开放加盟，发展进一步提速。

图71: 公司 2013 年推出晨光生活馆模式



资料来源：晨光生活馆公众号

图72: 2016 年公司推出九木杂物社



资料来源：九木杂物社公众号

九木杂物社产品多元化，在文创文具的基础上通过盲盒、IP 联动等产品拉动销售。九木杂物社在选品上紧紧围绕“实用美学”的选择。品类仍以文创文具为主，在此基础上包含实用家居、时尚数码等实用杂物。在实用产品的基础上，通过盲盒等益智文娱产品吸引客流，并采取设置隐藏款、高单价限量款等方式刺激重复消费与高价消费。此外，九木还通过与国内外热门 IP 联动的方式进一步提升产品吸引力。2018 年通过与海贼王、变形金刚、大英博物馆、梵高博物馆、小王子等热门 IP 合作，九木接连推出手账、台历等高附加值产品，深度契合目标消费群体的审美及消费偏好。

图73: 九木杂物社以文具等实用品及益智文娱产品为主



资料来源：九木杂物社小程序

图74: 九木通过盲盒等益智文娱产品有效拉动销售



资料来源：九木杂物社小程序

图75: 九木通过与国内外热门 IP 联动深度契合目标群体审美及消费偏好

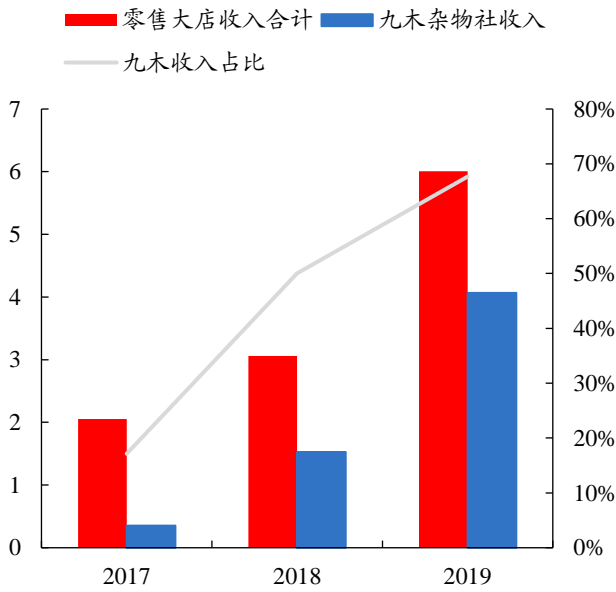


资料来源：公司公告、开源证券研究所

九木杂物社收入快速增长，零售大店业务接近盈亏平衡点。2019 年九木杂物社收入达到 4.06 亿元，同比增长 166%，已占到公司零售大店业务收入的 67.7%，并且公司零售大店业务已接近盈亏平衡点。2019 年，公司零售大店业务亏损 805 万元，其中九木杂物社亏损 693 万元，同比亏损幅度大幅收窄。

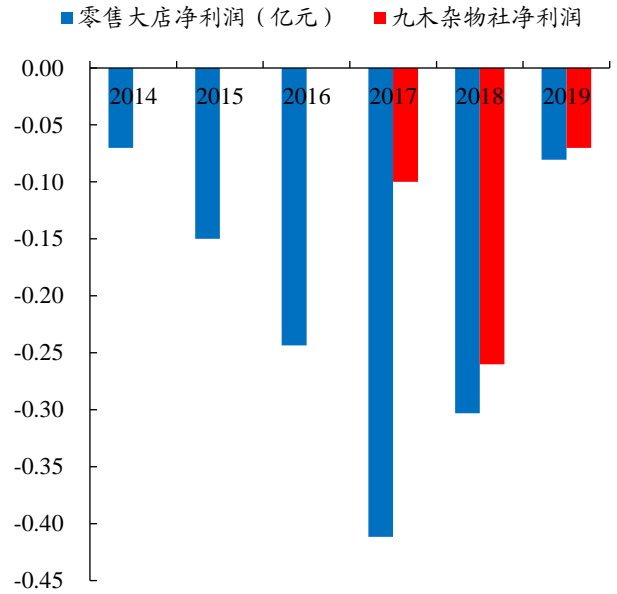


图76: 九木杂物社收入快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

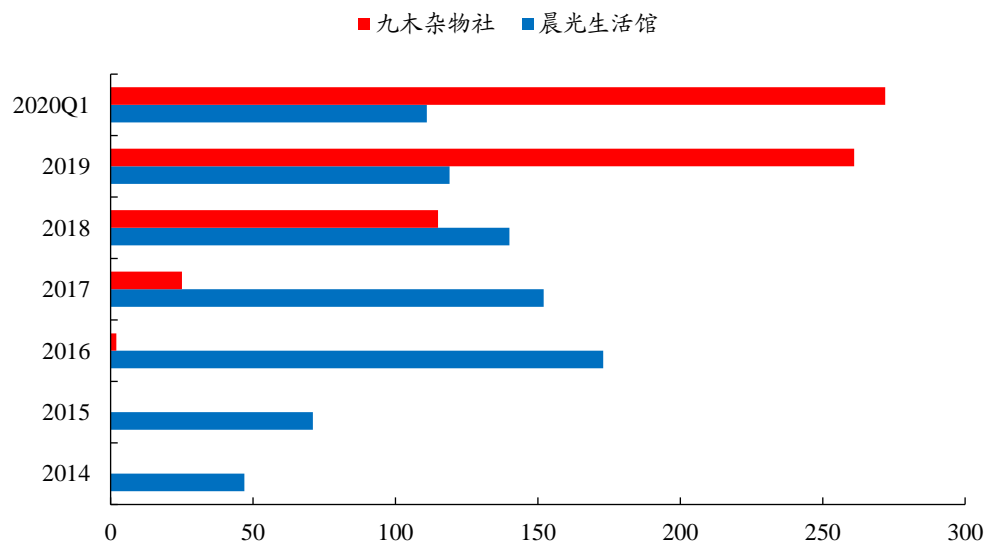
图77: 零售大店业务已经接近盈亏平衡点



数据来源: 公司公告、开源证券研究所(九木杂物社净利润从2017年开始披露)

公司在提升生活馆经营质量的基础上, 继续大力拓展九木杂物社业务。公司在生活馆业务上未来将继续以减亏提效, 提升单店盈利能力为主要目标。而九木杂物社将继续作为零售大店业务的主要发展方向。2018年开放加盟后, 九木门店数量出现显著增长。2019一季度末, 公司共拥有383家零售大店, 其中晨光生活馆111家, 九木杂物社272家(直营163家, 加盟109家), 已在全国范围内进驻55个城市。

图78: 九木杂物社门店数量快速增长(单位: 家)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图79: 九木杂物社从江浙沪继续向全国拓展

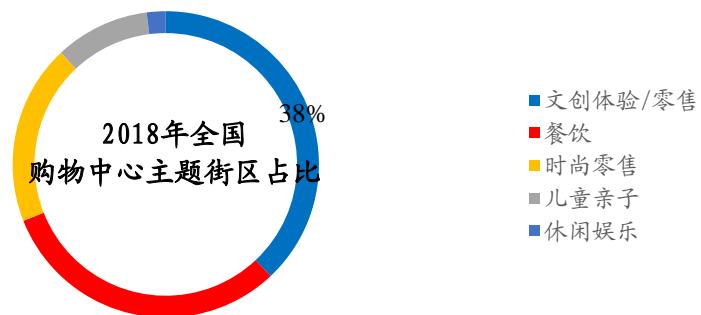


资料来源: 公司公众号、开源证券研究所 (根据 2019 年 3 月底公司公众号中的九木杂物社地址数据统计)

#### 4.2、精品文创市场蓬勃发展，九木杂物社独具优势

文创体验零售业态快速发展，不同品牌主打内容存在差异。根据赢商网的数据，2018 年我国购物中心的主题街区中，以文创体验/零售为主要业态的占比已达到约 38%。由于精品文创市场的快速发展，资本也正在迅速进入文创市场，市场上已经涌现出大量文创体验零售店品牌。但整体来看，这些文创体验店主打内容存在一定差异，主要可以分为泡泡玛特等主打动漫潮玩、九木杂物社等主打文创文具、名创优品等主打生活杂物以及西西弗等青年消费书店四种业态。因此与其他类型的文创零售品牌相比，九木杂物社在晨光文具的背书下，有望凭借在文具领域的品牌及运营优势，在竞争激烈的文创零售领域形成一定差异化竞争优势。

图80: 2018 年购物中心主题街区中文创体验/零售业态占比约 38%



数据来源: 赢商网、开源证券研究所

表6: 文创体验店主打内容有所区别, 九木杂物社有望借助文具领域优势切入文创市场

主打内容	代表品牌	主要特点
动漫潮玩	泡泡玛特、酷乐潮玩、19 八 3 等	以潮流玩具为主打品类, 包括手办、盲盒、毛绒挂件等
青年消费书店	西西弗、猫的天空之城、单向空间等	阅读、艺术、创意与生活的结合
文创文具	九木杂物社、墨格等	以文具为主打品类, 如本册、笔类等
生活杂物	无印良品、名创优品	以生活类用品为主, 比如家居产品等

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

依靠对消费者需求的深刻理解和品牌优势, 九木杂物社营销活动得以更具多样化且精品化。相较其他竞争对手, 晨光文具深耕年轻女性消费市场多年, 对该消费群体的消费心理有着深刻理解。公司于 2019 年推出多场主题季活动, 切中年轻女性消费群体痛点, 如主打少女心的樱花季主题、收藏美好事物的手账季等。此外, 九木杂物社依靠晨光文具的品牌优势, 能够获得更为丰富且更为精品化的合作资源。例如, 2018 年公司携手时尚芭莎推出盛世新颜礼盒, 并邀请京剧名角出演概念宣传片。

图81: 九木杂物社举办多场主题活动



资料来源: 九木杂物社小程序

图82: 盛世新颜系列兼具古典与时尚元素



资料来源: 淘宝

依托自有产品, 构筑协同优势。九木杂物社作为晨光品牌及产品升级的桥头堡, 与晨光文具自有产品形成了有效的协同效应。一方面, 九木杂物社作为公司定位较高端的线上渠道, 能够有效带动公司儿童美术、精品文创等自有新品放量。九木杂物社内均具有专门的儿童美术体验区。另一方面, 晨光文具的自有产品也能提升九木杂物社的竞争优势。以与九木杂物社特点接近的墨格为例, 其为猫的天空之城概念书店旗下文创文具品牌店, 经营主要为国外文具品牌的代理产品。而九木杂物社中自有品牌占比约为 20%-30%, 且这一比例在未来预计将继续提升。自有品牌占比的提高有望继续提升九木的盈利能力。

图83: 九木杂物社设有美术体验区



资料来源: 公司公众号

图84: 模式接近的墨格主要代理国外文具品牌



资料来源: 墨格公众号

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

(1) 传统业务: 新零售终端预计将继续维持稳健的拓展速度; 受益于内部管理提效、帮扶力度提升以及精品文创和儿美新品类的拉动, 原有零售终端的提货额预计将继续维持较快的内生增长。

(2) 办公直销: 办公直销行业市场份额仍处于稳步提升阶段, 晨光科力普客户资源稳步拓展, 市占率有望继续提升, 科力普省心购带来下沉市场增量。考虑到一定疫情影响, 我们预测公司办公直销 2020-2022 年收入增速为 30%/40%/35%。

(3) 零售大店: 晨光生活馆预计门店将继续调整优化, 收入规模预计将保持稳定; 九木杂物社模型可复制性已基本跑通, 预计门店拓展将有所提速。

(4) 盈利能力: 毛利率和费用率预计均保持稳定。

### 5.2、盈利预测与估值

我们选取齐心集团、中顺洁柔作为可比公司主要基于以下原因:

- 1) 齐心集团是现代办公整体解决方案的服务供应商, 主要业务为 B2B 办公物资研发、生产和销售以及云视频服务。2019 年, 齐心集团办公用品及设备收入占比约为 94%。因此齐心集团在主营业务上与晨光文具具有较强可比性。
- 2) 中顺洁柔主营品类生活用纸和晨光文具主营品类文具均为轻工行业中的必选消费品, 并且两家公司在销售渠道的建设上也较为相似。此外, 中顺洁柔 and 晨光文具在各自行业中均属于 A 股稀缺标的, 所以估值也具有可比性。

公司传统业务护城河宽广, 扩品类、效率提升、继续深耕渠道带来持续发展动力; 办公直销业务仍处于快速发展阶段, 逐步释放利润; 九木杂物社模型逐步跑通, 增长有望提速。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 11.84/14.80/18.51 亿元, 对应 EPS 分别为 1.29/1.61/2.01 元, 当前股价对应 PE 为 41/33/26 倍。与可比公司相比, 晨光文具在传统业务上的壁垒更为深厚, 新型业务发展提速后业务类型更为多元化, 因此有望享受一定估值溢价。

首次覆盖给予“买入”评级。

**表7: 晨光文具传统业务壁垒高, 且新型业务更加多元化, 有望享受一定估值溢价**

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
齐心集团	15.32	20.06	41.67	34.59	30.65	48.6	34.3	25.5	19.5
中顺洁柔	18.57	48.36	27.15	18.01	19.38	40.3	31.7	26.8	22.5
平均		34.21	34.41	26.30	25.02	44.5	33.0	26.2	21.0
晨光文具	52.70	31.4	11.7	25.0	25.1	45.7	41.0	32.8	26.2

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2020/05/08, 除齐心集团使用 Wind 一致预期外, 其余为开源证券可选消费团队预测)

## 6、风险提示

- (1) 精品文创、儿童美术尚处于起步发展阶段, 存在新品拓展不及预期的风险;
- (2) 办公直销行业竞争加剧, 晨光科力普盈利能力提升不及预期;
- (3) 九木杂物社整体拓展不及预期。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4100	5264	5996	8520	10278
现金	1047	1936	2440	3739	5062
应收票据及应收账款	811	1026	1124	1609	1801
其他应收款	110	118	230	239	328
预付账款	42	85	64	126	111
存货	1043	1378	1417	2087	2255
其他流动资产	1047	721	721	721	721
<b>非流动资产</b>	1578	2302	2234	2229	2287
长期投资	30	36	35	35	35
固定资产	877	1164	1170	1228	1281
无形资产	188	331	353	380	413
其他非流动资产	483	771	675	586	558
<b>资产总计</b>	5678	7565	8230	10749	12565
<b>流动负债</b>	2108	2995	2826	4119	4344
短期借款	0	183	0	0	0
应付票据及应付账款	1319	1861	1866	2874	3041
其他流动负债	788	951	960	1246	1303
<b>非流动负债</b>	73	109	109	109	109
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	109	109	109	109
<b>负债合计</b>	2181	3104	2935	4229	4453
少数股东权益	86	259	277	300	328
股本	920	920	920	920	920
资本公积	272	272	272	272	272
留存收益	2218	3009	3793	4774	6000
<b>归属母公司股东权益</b>	3411	4202	5017	6221	7784
负债和股东权益	5678	7565	8230	10749	12565

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	828	1082	1146	1752	1804
净利润	808	1076	1202	1502	1879
折旧摊销	198	231	218	248	226
财务费用	-8	-8	-28	-35	-60
投资损失	-35	-24	-31	-32	-31
营运资金变动	-145	-243	-214	69	-211
其他经营现金流	10	50	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-296	-74	-119	-211	-254
资本支出	318	378	-68	-4	58
长期投资	-14	384	0	0	0
其他投资现金流	8	688	-186	-215	-195
<b>筹资活动现金流</b>	-225	-364	-523	-241	-228
短期借款	0	183	-183	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-225	-547	-340	-241	-228
<b>现金净增加额</b>	309	636	504	1299	1323

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8535	11141	13041	16576	20681
营业成本	6330	8230	9644	12264	15306
营业税金及附加	35	42	51	66	81
营业费用	789	980	1213	1550	1923
管理费用	380	469	574	733	916
研发费用	114	160	196	249	310
财务费用	-8	-8	-28	-35	-60
资产减值损失	3	-18	0	0	0
其他收益	9	27	9	10	12
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资净收益	35	24	31	32	31
资产处置收益	-0	6	0	0	0
<b>营业利润</b>	935	1283	1432	1792	2247
营业外收入	46	29	33	35	31
营业外支出	21	19	20	21	19
<b>利润总额</b>	960	1294	1445	1806	2259
所得税	152	218	243	304	380
<b>净利润</b>	808	1076	1202	1502	1879
少数股东损益	1	16	18	22	28
<b>归母净利润</b>	807	1060	1184	1480	1851
EBITDA	1127	1478	1603	1961	2353
EPS(元)	0.88	1.15	1.29	1.61	2.01

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	34.3	30.5	17.1	27.1	24.8
营业利润(%)	36.9	37.3	11.6	25.1	25.4
归属于母公司净利润(%)	27.3	31.4	11.7	25.0	25.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.8	26.1	26.0	26.0	26.0
净利率(%)	9.5	9.5	9.1	8.9	8.9
ROE(%)	23.1	24.1	22.7	23.0	23.2
ROIC(%)	22.4	23.3	22.6	22.6	22.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.4	41.0	35.7	39.3	35.4
净负债比率(%)	-27.9	-37.7	-44.7	-56.2	-61.5
流动比率	1.9	1.8	2.1	2.1	2.4
速动比率	0.9	1.2	1.6	1.5	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8
应收账款周转率	13.3	12.1	12.1	12.1	12.1
应付账款周转率	5.9	5.2	5.2	5.2	5.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.15	1.29	1.61	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.18	1.25	1.90	1.96
每股净资产(最新摊薄)	3.71	4.57	5.45	6.76	8.46
<b>估值比率</b>					
P/E	60.1	45.7	41.0	32.8	26.2
P/B	14.2	11.5	9.7	7.8	6.2
EV/EBITDA	42.2	31.4	28.5	22.7	18.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。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。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835