

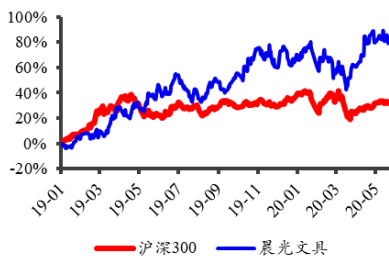


稳健成长的必选消费龙头

投资评级：增持（首次）

报告日期：	2020-05-25
收盘价（元）	49.95
近12个月最高/最低（元）	54.15/38.07
总股本（百万股）	920.00
流通股本（百万股）	920.00
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	459.54
流通市值（亿元）	459.54

公司价格与沪深300走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

主要观点：

晨光是A股市场典型的“蚂蚁市场”中的“行业大象”。在文化办公用品这个看似传统并且充分竞争的行业，公司的业绩表现让人眼前一亮，稳扎稳打不断超出市场预期。其必选消费的行业属性在经济波动的大背景下也显得尤为稀缺。

公司传统核心业务的渠道、品牌、产品护城河宽，未来渠道升级和产品升级是带动该板块收入持续增长的核心驱动力。

新业务发展势头可喜，增长迅速，盈利可期。经过多年培育，新业务的收入占比已经从2016年的16%提升至40%。晨光科力普搭乘办公集采行业的高速发展红利期连续四年放量增长，且盈利质量逐年提高；零售大店作为晨光传统核心业务渠道升级和产品升级的桥头堡，九木杂物社的单店模型已经初步成熟，生活馆（含九木）报表层面连续减亏，未来盈利可期。

投资建议：推荐关注必选消费龙头晨光文具。传统核心业务渠道、品牌、产品护城河宽；办公集采行业容量大、集中度低，晨光科力普连续放量增长；生活馆（含九木）单店层面已经盈利，报表层面连续多年减亏，盈利可期。预计公司2020-2022年收入为130.67/161.77/196.81亿元，同比分别+17.3%/+23.8%/+21.7%，归母净利润为12.35/15.02/18.56亿元，同比分别+16.5%/+21.7%/+23.6%。当前股价对应2020-2022年估值为37.22X、30.59X、24.76X，给与“增持”评级。

风险提示：疫情反复影响居民购买力，对文化办公用品的消费不达预期。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	111,41	130,67	161,77	196,81
收入同比(%)	30.5%	17.3%	23.8%	21.7%
归属母公司净利润	1,060	1,235	1,502	1,856
净利润同比(%)	31.4%	16.5%	21.7%	23.6%
毛利率(%)	26.1%	25.5%	25.4%	25.7%
ROE(%)	25.2%	24.7%	25.1%	25.8%
每股收益(元)	1.15	1.34	1.63	2.02
P/E	43.35	37.22	30.59	24.76
P/B	10.94	9.21	7.69	6.40
EV/EBITDA	29.30	27.03	22.07	17.66

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 传统核心业务稳健增长，新业务快速放量	4
2. 传统核心业务：渠道、品牌和产品护城河宽	6
2.1 文教办公用品行业规模仍有个位数增长，行业整合空间大	6
2.2 传统核心业务的增长由原先的量增拉动更多转向产品结构优化	6
2.3 渠道、品牌、产品护城河宽	8
3. 乘行业发展东风，科力普办公直销业务放量增长，盈利进入收获期	12
3.1 乘政策东风，办公直销市场快速成长且容量大	12
3.2 晨光科力普办公直销业务放量增长，盈利质量提升	13
4. 零售大店渐入佳境，九木杂物社单店模型日趋成熟	15
5. 盈利预测及投资建议	16
风险提示：	18
财务报表与盈利预测	19

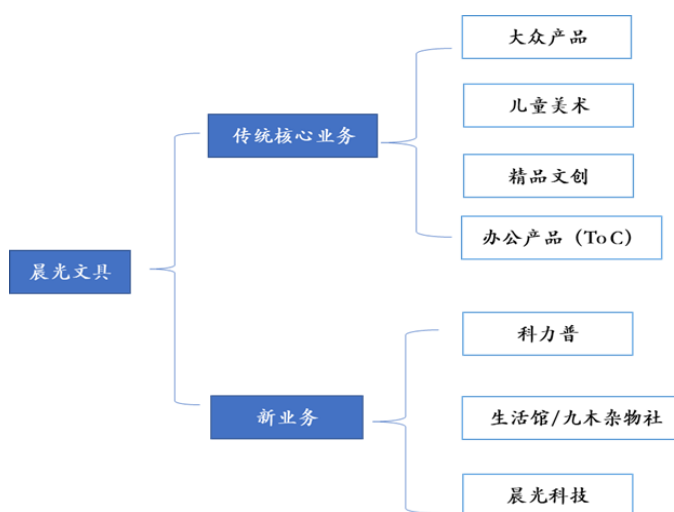
图表目录

图表 1 晨光的业务模式.....	4
图表 2 晨光的各业务模块收入情况 (单位: 万元)	4
图表 3 晨光各业务模块收入占比 (2016)	5
图表 4 晨光各业务模块收入占比 (2019)	5
图表 5 晨光的各业务模块收入增速.....	5
图表 6 传统核心业务的增速明显快于书写工具的销量增速.....	7
图表 7 晨光的主要产品毛利率呈上升趋势.....	7
图表 8 晨光的精品文创产品	8
图表 9 晨光的销售网络.....	9
图表 10 “晨光伙伴金字塔”模式.....	9
图表 11 普通文具店与晨光零售终端对比.....	10
图表 12 晨光近五年的存货周转率不断提升	11
图表 13 晨光每年推出上千款新品	12
图表 14 科力普放量增长.....	13
图表 15 净利润翻倍增长.....	14
图表 16 晨光科力普的 ROE 不断提升	14
图表 17 晨光生活馆 (含九木) 连续三年减亏	15
图表 18 九木杂物社 2019 年大幅减亏	16
图表 19 晨光文具收入拆分及预测	17
图表 20 晨光文具盈利预测	18

1. 传统核心业务稳健增长，新业务快速放量

晨光文具是国内知名的“整合创意价值与服务优势的综合文具供应商”之一。公司的**传统核心业务**主要包括大众产品、精品文创、儿童美术和办公产品这四大类产品的设计、研发、制造和销售；**新业务**主要包括办公一站式服务平台的晨光科力普、零售大店晨光生活馆（含九木杂物社）以及互联网和电子商务平台晨光科技。公司已连续多年实现传统核心业务的双位数稳健增长，新业务放量增长。

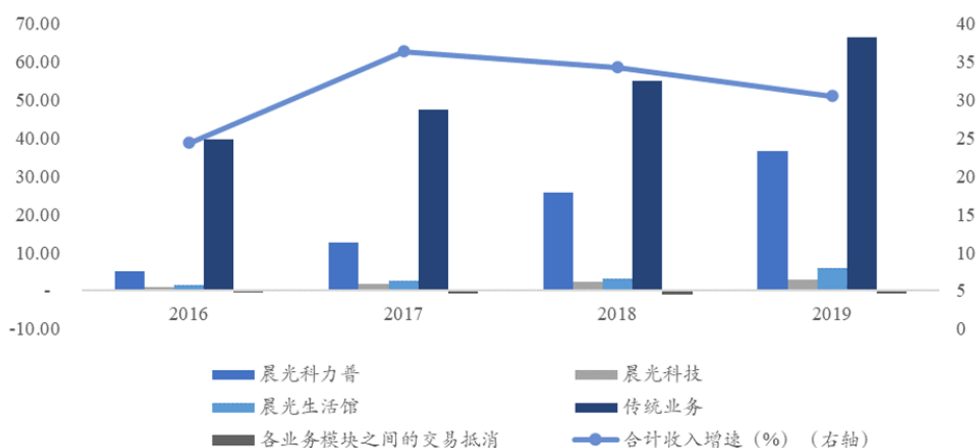
图表 1 晨光的业务模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

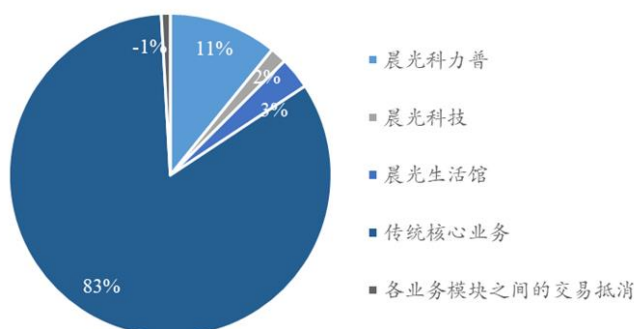
公司近五年收入的复合增长率为 31.30%。经过多年培育，新业务的收入占比已经从 2016 年的 16% 提升至 40%。成长方面，传统核心业务连续三年维持 15%-20% 左右的平稳增长，新业务中，晨光科力普连续四年放量增长，晨光生活馆（含九木杂物社）在 2019 年迎来爆发增长，晨光科技也始终维持较快增长。

图表 2 晨光的各业务模块收入情况（单位：万元）



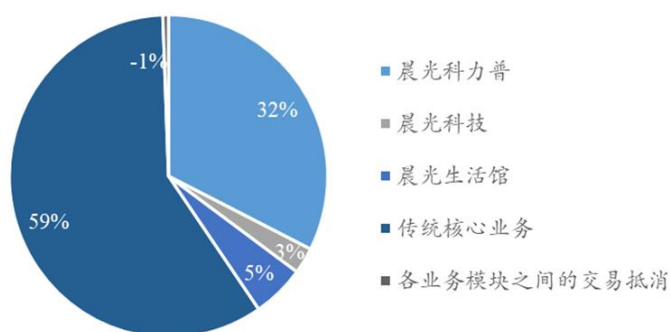
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 晨光各业务模块收入占比 (2016)



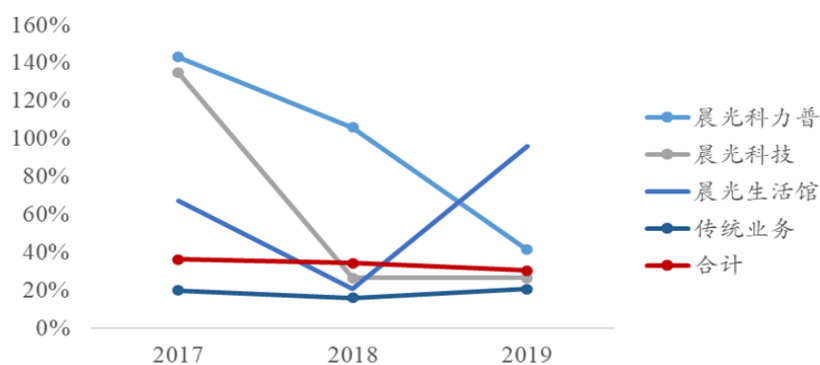
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 晨光各业务模块收入占比 (2019)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 晨光的各业务模块收入增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2. 传统核心业务：渠道、品牌和产品护城河宽

2.1 文教办公用品行业规模仍有个位数增长，行业整合空间大

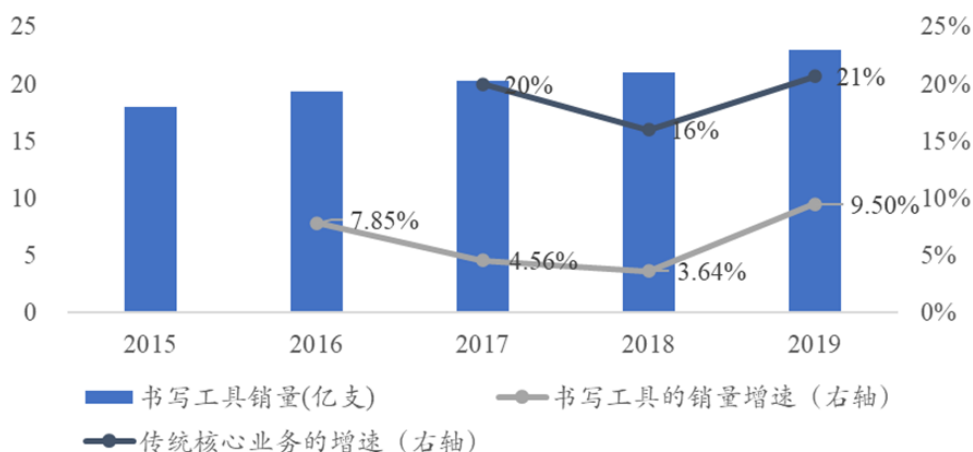
传统核心业务对应的文教办公用品行业规模持续扩大，但规模以上企业的亏损面有所扩大。根据公司的披露，学生文具市场规模大概在 500 亿左右，零售端的办公文具市场规模约为 900 亿左右，行业每年仍有个位数增长。而根据中国文教体育用品协会数据，2019 年文教办公用品制造完成 1522 亿元，全年增长 6.7%，完成利润 97 亿元，同比增长 9.8%；但 2019 年文教办公用品行业规模以上企业共 1027 家，亏损面较上年有所扩大。规模以上企业亏损面扩大，但晨光近年来传统核心业务仍然能维持双位数增长，说明强者愈强，市场份额在向头部企业快速集中。

从品牌来看，国内仅有晨光文具、真彩文具、齐心文具、得力文具等少数文具企业具有一定的品牌知名度。除晨光和齐心上市之外，真彩的上市之路于 2015 年中止，得力集团并未上市。根据 2015 年真彩的招股说明书，其 2014 年的营业收入为 10.3 亿元，同年晨光文具的营业收入是 30.4 亿元，2014 年晨光的办公直销业务尚未有很大发展，因此从 2C 市场的角度来看，晨光文具的市占率大于真彩文具。齐心集团的主营业务集中于面向 B 端的办公用品和办公设备板块。得力集团并未上市，但其业务体量大，品牌知名度高，是晨光文具强有力的竞争对手。

从细分品类角度分析，晨光最具优势的细分品类是中性笔，该品类公司的市占率约为 20%，市场第一。公司活动铅笔的市占率也比较高，约 7%-8% 左右。2019 年收购的安硕文教在木头铅笔方面的市占率也处行业前列。以 2019 年晨光文具传统核心业务收入大概 66.51 亿计算，假设对应的终端收入大约 130 亿元，相对于 1500 亿的市场来说，公司整体市占率仍 8.67%，行业集中度低。

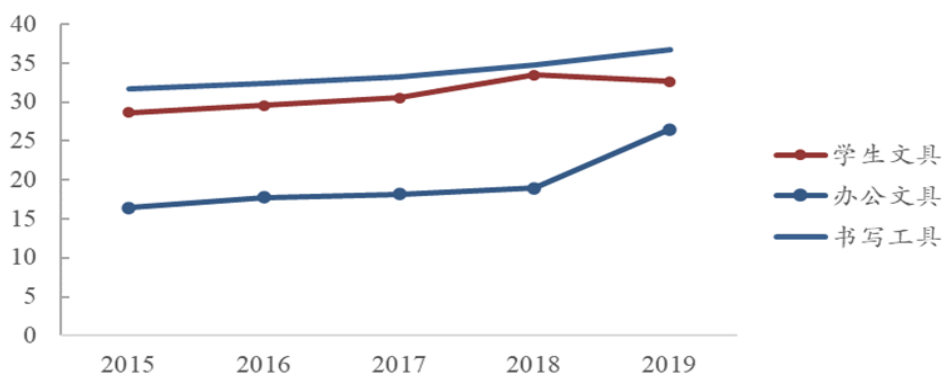
2.2 传统核心业务的增长由原先的量增拉动更多转向产品结构优化

随着国内人口结构变化，出生率下降，晨光的传统核心业务依靠量增对收入的贡献减弱，我们从下图看到，公司传统核心业务的收入增速明显高于书写工具的销量增速。近年来，传统核心业务的收入增长更多来源于消费升级和产品升级带来的产品结构优化。

图表 6 传统核心业务的增速明显快于书写工具的销量增速


资料来源：公司公告，华安证券研究所

产品结构的优化也会带动毛利率的提升。一般来说，经过技术、设计或者功能等升级的新产品毛利率会比传统产品的毛利率高。晨光的学生文具、办公文具和书写工具的毛利率分别从2015年的28.66%、16.40%和31.71%提升至2019年的32.66%、26.46%、36.75%。

图表 7 晨光的主要产品毛利率呈上升趋势


资料来源：公司公告，华安证券研究所

除此之外，国内文具消费也正呈现出品牌化、创意化、个性化和高端化的趋势，精品文创类产品的需求正逐步凸显。晨光敏锐地感觉到了这一趋势，2017年就设立了**精品文创事业部**，面向全国精品文具店，提供专属的商品解决方案，同时配备专业团队进行开发和维护，力求扩大公司产品在精品文创市场占有率。其中，晨光生活馆和九木杂物社作为晨光传统核心业务产品升级和渠道升级的桥头堡，发挥着促进品牌露出及升级产品销售的作用。

图表 8 晨光的精品文创产品

产品系列	产品展示	产品系列	产品展示
樱花季系列笔记		梵高博物馆	
大英博物馆		小王子爱与责任系列笔记本	
米菲		盛世新颜	

资料来源：淘宝晨光官方旗舰店，华安证券研究所

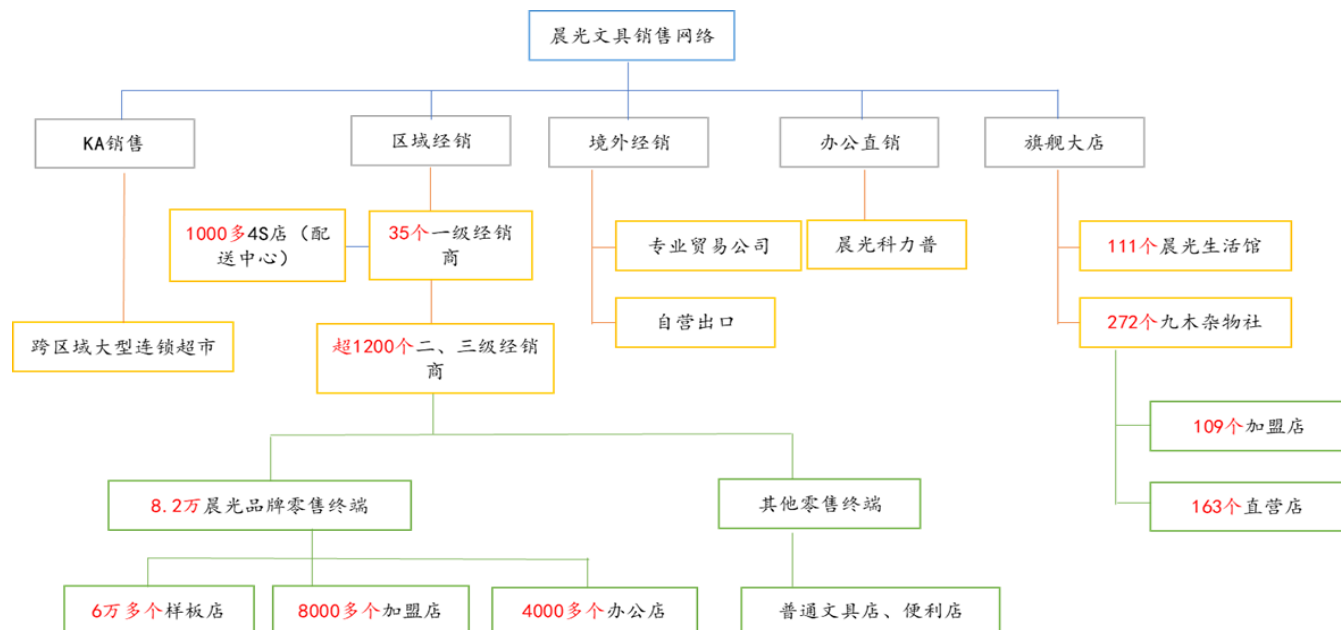
儿童美术是公司在 2016、2017 年就开始布局推进的赛道，目前占传统核心业务收入比重的 10% 左右。2019 年晨光收购了安硕文教，与意大利文具品牌 CARIOCA 建立战略合作，丰富了公司儿童美术中高端产品阵营。同年，儿美的品类爆款开发能力大幅提高，实现马克笔、食用级水彩、无木可擦彩铅、水溶性油画棒等多个爆款打造。

2.3 渠道、品牌、产品护城河宽

我们认为晨光之所以能在传统核心业务具备强劲的竞争优势，主要是因为公司的渠道、品牌和产品护城河宽。

渠道方面，晨光在文具行业零售终端网络覆盖的广度和深度具有明显的先发优势和领先优势。截至 2021 年 Q1，公司在全国拥有 35 家一级合作伙伴、超过 1200 个二、三级合作伙伴，超过 8.2 万家零售终端，其中包括 6 万多个样板店、8000 多个加盟店和 4000 多个办公店，基本覆盖全国校边商圈，密集的终端网络保证了晨光产品持续稳定的曝光度。

图表 9 晨光的销售网络



资料来源：公司公告，华安证券研究所

能够形成如此庞大的经销网络，晨光独特的“晨光伙伴金字塔”模式功不可没。“层层投入、层层分享”的核心理念将晨光文具和所有经销商（合作伙伴）打造一个“稳定、共赢”的利益共同体。具体来说，“层层投入”是指在公司统一的营销管理体系内，各级合作伙伴分别在各自的唯一授权管理区域内开展下一级经销商管理、终端网络扩充等营销网络开拓与维护工作，并按照各自分管区域，投入相应人员、资金、软硬件等资源，做到从上而下的“层层投入”。“层层分享”是指在公司“标准化”价格体系管理下，各级合作伙伴独自分享各自授权区域的所有经营收益，做到利益从上而下“层层分享”，调动各级合作伙伴在各自授权管理区域市场开拓的积极性。

图表 10 “晨光伙伴金字塔”模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

该模式有几个主要优势：1) “全排他”管理：所有一级经销商只能经销晨光文具产品及公司统一采购的产品。在“全排他”前提下，目前二、三级经销商虽然不能做

到经营产品全部排他，但在书写工具上已做到了竞争性产品的排他。2) “零窜货”管理。3) “多维度” KPI 考核体系：公司十分重视对分销体系及零售终端市场的检查工作，不折不扣执行严格的 KPI 考核。总裁及董事长每年均亲自去各地终端市场参与现场抽检检查工作。从“终端、品牌、网络、品类、团队”等多个维度，得出客观的考核结果。4) “标准化”价格体系管理：公司对一、二、三级合作伙伴的购销价格标准进行统一管理，以确保各级合作伙伴实现在分销体系中稳定的收益，并将各级合作伙伴的价格管理情况纳入全年的 KPI 考核体系。5) 4S 门店管理：公司的 4S 门店作为各级合作伙伴的门市经营渠道，是各级合作伙伴用来进行商品销售、终端服务、产品展示、信息收集与反馈的批发营业门市，一般经营面积在 200-500 平米之间。这些 4S 店一般均开设在文具集散市场或小商品批发市场，通过数百平米的 4S 店对晨光文具产品的陈列，起到了很好的吸引批发客户的效应，也成为晨光产品在全国各大、中小城市的集中展示平台。6) “高渗透”的市场推广：一方面，公司与各级经销商合作，深入城乡现场推广；另一方面，公司以庞大的销售终端带动品牌推广。

图表 11 普通文具店与晨光零售终端对比

项目		零售终端			批发 4S 批发店
		标准样板店	高级样板店	加盟店	
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	作为区域配送中心，从事批发业务
晨光的权利	产品排他	无强制性晨光产品排他要求	部分品类排他要求	与晨光特许经营商品相同或类似竞争性产品全排他	全排他
	单店出样标准	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在 265 款以上	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在 370 款以上	销售晨光产品数量在 1000 款以上	全款批发晨光产品
晨光的责任	品牌形象	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识
	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	4S：“销售 (Sale)、服务 (Service)、展示 (Show)、调查 (Survey)”
店面形象					
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”

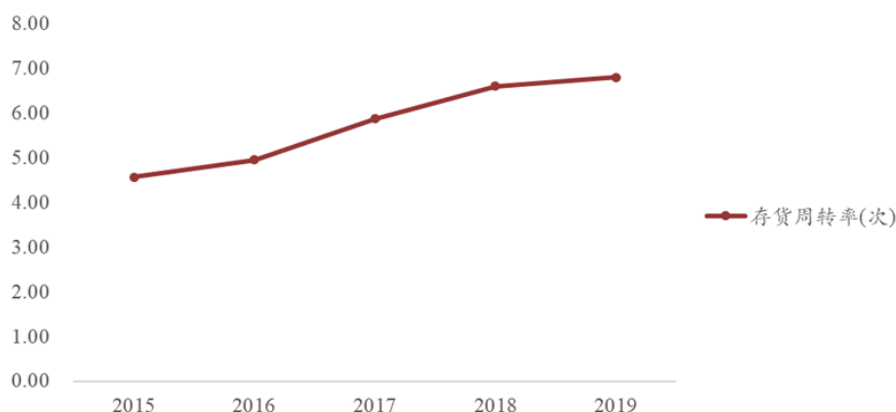
资料来源：公司公告，华安证券研究所

在渠道的深度和广度达到相当的水平后，晨光在渠道方面的升级管理也越来越精细化，以晨光 APP 为代表的信息系统持续赋能终端，提高分销体系的经营效率。渠道升级的方向主要聚焦重点终端，打造完美门店，推进单店质量提升、加盟店升级和配

送中心的优化升级。品类方面，加强品类推广和专区推广，提升必备品上柜率。

渠道数字化管理方面，经过近三年的筹建，2019 年公司推动晨光联盟 APP 上线，该 APP 能更紧密地连接总部、各级合作伙伴和终端门店，提升业务的数字化水平。**终端门店安装晨光联盟 APP 后，有助于公司销售活动的整体协同，便于库存管理，具体体现在：**1) 公司信息发布后能够第一时间传达终端，提升终端用户体验，2) 缩短响应时间，提升订单满足率，3) 总部能更及时有效地收集用户痛点和产品反馈等需求端信息，提高新品开发准确度。我们从财务指标来看，**公司近五年的存货周转率不断提升。**

图表 12 晨光近五年的存货周转率不断提升



资料来源：Wind，华安证券研究所

品牌方面，晨光率先在竞争激烈的内需市场确立了自主品牌销售的龙头地位。创始人于 1990 年进入了文具贸易和代理行业，拥有丰富的产业经验。在各层级城市、县城、乡镇、学生与办公人士等主力消费者中，晨光的产品渗透率很高。公司连续八年在“中国轻工业制笔行业十强企业”评比中蝉联第一，连续十二年成为博鳌亚洲论坛指定文具品牌。

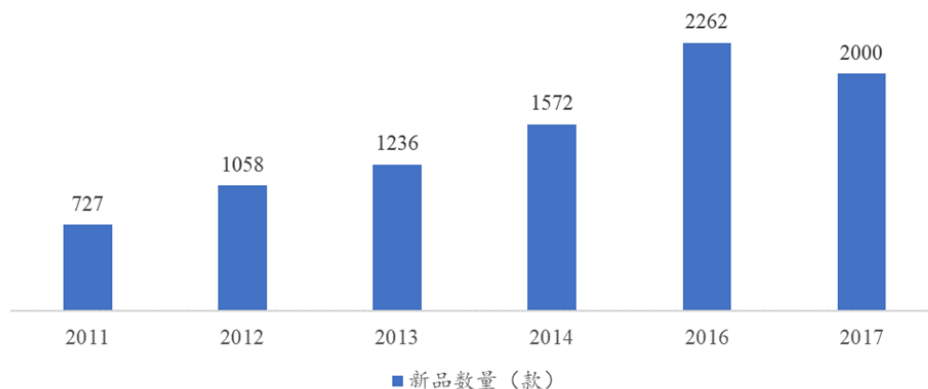
产品方面，1) 公司拥有快速的市场反应能力和强大的新品设计研发能力，生产线上的新品只需 7 天就能呈现在全国的所有零售终端。晨光在产品开发中前置消费者调研，时刻把握市场最新流行趋势。每年推出上千款新品，新品销售每年基本维持在 20% 左右。设计方面，晨光多次获得金点设计奖、红星奖等重量级设计类奖项，多款产品斩获国际设计大奖—德国 iF 奖及红点奖以及日本 G-mark 大奖。

2) 快速推新的同时，公司也非常注重 SKU 管理，积极推进强商品战略。通过建立新品开发质量保证流程，精准开发，减量增质，提升单款贡献。同时也聚焦重点品类的产品管理，打造长线产品和优质单品。

3) 生产效率和管理方面，2015 年公司开始 MPS (M&G Production System) 精益项目，提升精细化生产水平。完善过程质量数据统计和分析，推动注塑、印刷等过程质量改善。通过品质管理、成本控制、设备自动化、生产信息化等方面的努力，全面升

级公司生产能力。2019年MPS项目升级为MBS (M&G Business System) 管理系统, 致力于持续改善前中后台全方位的管理能力。人力资源方面, 公司也积极优化职位职级体系, 以绩效管理推进业绩达成, 力求激活经营活力。

图表 13 晨光每年推出上千款新品



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3. 乘行业发展东风, 科力普办公直销业务放量增长, 盈利进入收获期

3.1 乘政策东风, 办公直销市场快速成长且容量大

晨光的B端办公直销业务涉及办公用品、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。大办公用品市场的统计口径难以统一, 但容量大约是万亿量级, 每年的增速超过传统文具零售市场。

办公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, 直销业务的客户主要是政府机构、大型央企、500强企业和有一定规模的企业客户。国内办公直销业务的发展起步较晚, 发展的主要推手是近年来集中采购、阳光采购的推广和普及。自2015年《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以来, 同年国务院办公厅出台了《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》等系列配套行政法规, 要求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。乘政策东风, B2B办公物资采购迎来了快速发展的历史机遇。

在服务的基础设施逐渐完善以及政府的示范作用下, 许多上规模的企业采购行为也逐步向电商化、集中化、集成化方向转变。目前全国各省市级政府、央企、大型银行、保险机构、军区、军工企业等大型企事业单位均已就办公物资采购向社会公开招标。

国内的办公直销市场起步晚，龙头主要是得力集团、科力普、史泰博中国、齐心集团、苏宁和京东等企业。从市占率角度分析，国内办公直销市场的集中度远小于欧美等发达国家市场，CR5 不到 5%。以科力普为例，2019 年实现 36.58 亿，对比万亿的大办公文具直销市场，市占率不到 1%。从 2019 年齐心集团年报来看，2019 年齐心共实现 41.40 亿元办公用品收入和 14.88 亿元办公设备收入，合计 56.28 亿元，市场份额超过科力普但仍属于同一量级水平。得力集团没有上市。**整体来看，办公直销市场的集中度仍然很低。对标国外成熟市场，远低于北美办公用品市场 81% 的 CR2。**

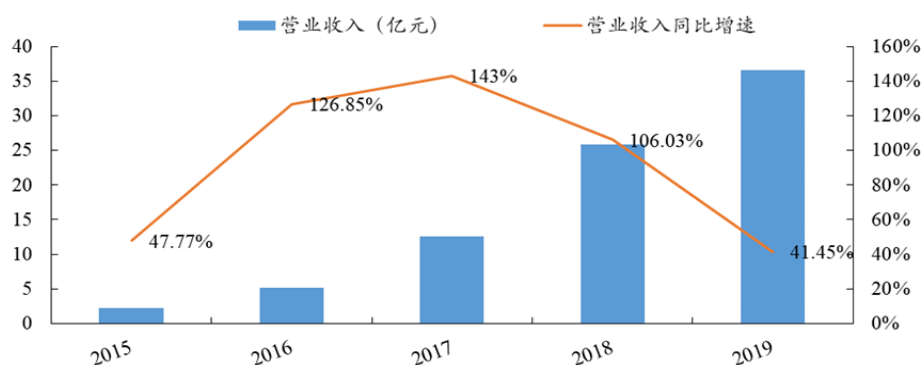
由于集中采购的招投标过程更加规范，企业采购的数量和品类大幅增加，对供应商有严格的资质要求，一般的文具供应商很难具备上述能力和资质。龙头企业能够根据大客户的个性化需求为他们定制一站式企业办公物资采购推送方案。**凭借资质、采购能力和个性化服务的优势，预计未来该办公直销市场也将呈现强者愈强的局面，龙头有望受益。**

3.2 晨光科力普办公直销业务放量增长，盈利质量提升

晨光科力普是公司旗下成立于 2012 年的拓展办公用品销售模式的直销平台，致力于为政府、企事业单位、世界 500 强企业到家庭 SOHO 办公族的各类用户提供高性价比产品及优质的办公采购一站式服务。2018 年 11 月，公司对晨光科力普增资 3.22 亿元，增资后，注册资本变更为人民币 6.6 亿元，各股东股权比例保持不变。**目前，晨光科力普拥有 15 大核心品类、600 多个小类，70000 多种优质商品。**

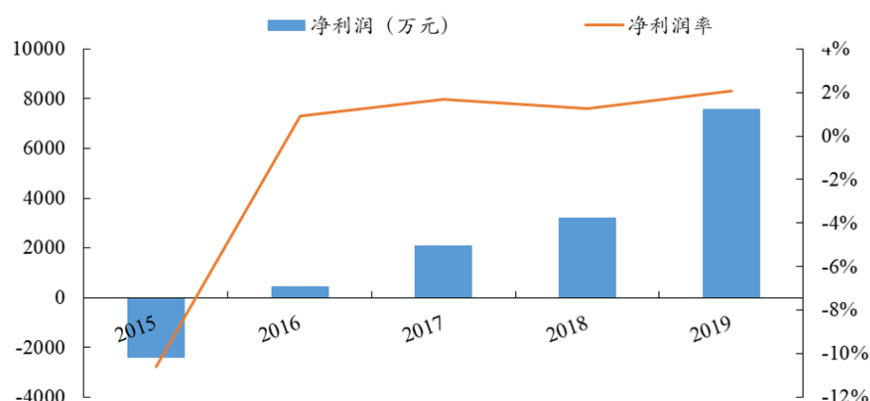
借力阳光采购和集中采购的东风，晨光科力普通过加强客户挖掘、产品品类拓展、提升服务品质以及完善全国供应链体系建设，近年来持续放量增长。2016-2018 年，公司的营收增速均超 100%，2019 年实现收入 36.58 亿元，同比增长 41.45%。**盈利能力方面，2019 年晨光科力普盈利迎来收获期，全年净利润较去年同期增长 135.89%，净利率达到 2.07%，ROE 提升至 18.42%。**预计伴随规模效应和仓储物流的建设，晨光科力普未来的净利率仍然有上行空间。此外，在持续挖掘大客户的同时，2019 年晨光科力普开始探索小 B 客户的业务开拓，推出省心购业务，以好货低价、低运营成本的模式拓展小微企业市场。

图表 14 科力普放量增长



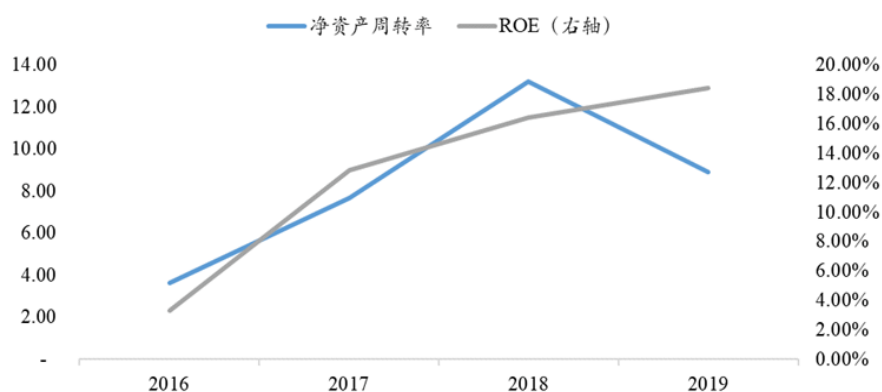
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 净利润翻倍增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 晨光科力普的 ROE 不断提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

对获得办公集采的订单而言，企业的仓储物流能力至关重要。截止 2019 年底，科力普已经在全国建成 5 大中心仓库，覆盖华东、华北、华中、西南和华南，2020 年将着手东北中心仓的建设，启动和推进西北中心仓的建设及落地。七大仓库建成后，预计能进一步降低公司的物流成本，提高整体配送效率。此外，公司还在上海、北京、广州、深圳、天津等九个城市自建配送队伍，提升客户体验。

除了仓储建设，晨光科力普也在不断加强服务质量的提升。加强订单监控、售后服务和仓储配送，提升基础交付品质，采取配送错误和商品破损改善措施，对破损进行专项改善，在包装上进行改善；强化“端到端”订单交付能力，执行订单全流程监控及操作管理，妥投率进一步提升。

物流效率的提升和对问题订单的重视，都是晨光科力普在 2019 年盈利质量快速提升的重要原因，也是未来净利润率继续提升的有力支撑。

4.零售大店渐入佳境，九木杂物社单店模型日趋成熟

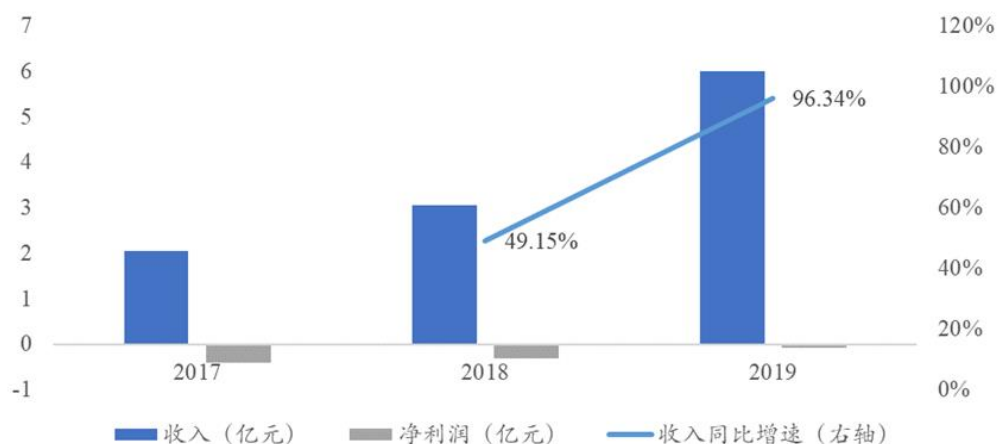
以晨光生活馆和九木杂物社为主体的零售大店模式，是晨光传统核心业务渠道升级和产品升级的桥头堡。生活馆瞄准渠道升级，为存量渠道升级提供示范作用，九木杂物社定位于零售新模式，注重产品结构的升级和爆款产品的打磨。

早在 2013 年公司就推出了晨光生活馆，定位为提供线下产品体验的“全品类一站式”文化时尚购物场所，与晨光科技的线上销售紧密结合。截至 2020 年 Q1，公司共有晨光生活馆 111 家。生活馆是以 8-15 岁的学生作为主要消费群体，销售的产品以文具品类为主，辅以部分生活和玩娱品类，店铺主要集中在新华书店及复合型精品书店，是公司对传统渠道的升级探索。目前生活馆的坪效是 8000 元左右，预计未来生活馆终端数量维持稳定。

2016 年，公司基于晨光生活馆推出九木杂物社，选址以购物中心为主。九木以 15-35 岁的年轻女性及其家庭作为目标消费群体，销售产品主要以文具、文创、益智文娱、实用家居等品类为主，是一家文创杂货集合店，也是公司基于文创生活的新零售模式的探索。经过多年探索，九木的单店模型日趋成熟，商品在文创杂货这个定位上也愈加精准，同时九木会与一些大 IP 合作，打造爆款产品。2019 年九木杂物社微信小程序上线，通过会员系统，增加消费粘性，实现线上线下消费闭环。

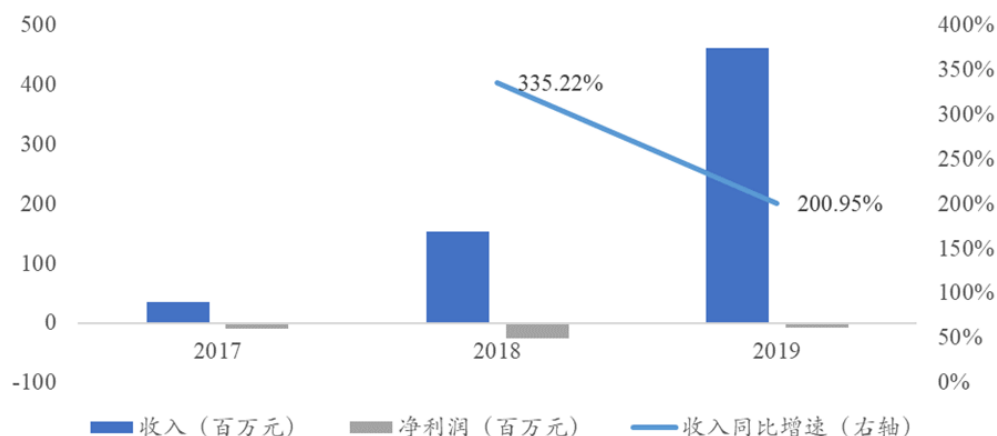
九木杂物社从 2018 年 7 月开始开放加盟。截止 2020 年 Q1，晨光共有九木杂物社 272 家，其中 109 个加盟店，163 个直营店。目前九木的坪效约 18000 元-20000 元左右，据了解门店层面已经实现盈利。报表端来看，2017 年-2019 年，生活馆（含九木）连续三年减亏，2019 年减亏幅度较大。

图表 17 晨光生活馆（含九木）连续三年减亏



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 九木杂物社 2019 年大幅减亏



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

2020 年 Q1 受疫情影响，晨光的传统核心业务线下收入同比下滑，且受到开学推迟的影响，文具行业的传统消费旺季延迟，书写工具 Q1 的收入同比下滑 23.8%，学生文具、办公文具和办公直销产品 Q1 收入同比下滑均控制在 10% 以内。进入 Q2，社会秩序逐渐恢复，5 月和 6 月全国中小学确定开学，前期由于开学推迟而受到压制的部分消费需求有望得到释放，晨光的传统核心业务受益。新业务中，晨光科力普有望在 Q2 实现正增长。此外，5 月份全国购物中心客流环比大幅提升，九木杂物社客流也有望逐渐恢复至去年同期水平。参考公司新推出的股权激励考核目标，我们预计晨光 2020 年实现 17.3% 的收入正增长，2021 和 2022 年收入实现 23.8、21.7% 的增长。

毛利率方面，基于公司技术工艺的不断优化、原材料国产化、规模效应带来的议价能力增强以及产品升级，预计传统核心业务的毛利率呈逐年提升趋势。办公直销业务随着公司规模的扩大，公司对上游供应链的议价能力会增强，固定费用和初始投入也逐渐减少，预计未来办公直销业务的毛利率也将呈上升趋势。

图表 19 晨光文具收入拆分及预测

报告期	2018	2019	2020E	2021E	2022E
办公业务					
收入	46.1	60.1	74.9	95.0	116.7
YOY	62.8%	30.2%	24.7%	26.8%	22.9%
毛利率(%)	19.0	18.3	19.6	18.0	18.3
办公文具-非代理品					
收入	20.6	23.5	25.8	29.7	35.6
YOY	27.7%	13.9%	10.0%	15.0%	20.0%
其中：属于科力普的营业收入	0.3				
YOY	-6.1%				
其中：不属于科力普的营业收入	20.3	23.5	25.8	29.7	35.6
YOY	28.5%	15.9%	10.0%	15.0%	20.0%
毛利率(%)	25.5	26.5	26.7	27.1	27.5
办公文具-代理产品 (科力普)					
收入	25.5				
YOY	109.3%				
科力普的营业收入	25.9	36.6	49.1	65.3	81.1
科力普的营收增速YOY	106.0%	41.5%	34.2%	33.0%	24.2%
科力普的净利润	0.3	0.8	1.1	1.6	2.1
净利润率	1.2%	2.1%	2.2%	2.4%	2.6%
毛利率(%)	13.7	13.1	13.5	13.8	14.2
书写工具					
收入	19.5	21.9	23.0	25.8	29.0
YOY	8.8%	12.4%	5.0%	12.4%	12.4%
销量 (亿支)	21.0	22.7	22.9	24.5	26.3
YOY	3.6%	8.0%	1.0%	7.0%	7.0%
单价 (元/支)	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
YOY	5.0%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%
毛利率(%)	34.8	36.8	36.8	37.0	37.3
学生文具 (合计项)					
收入	18.6	26.5	29.2	35.5	43.0
YOY	13.8%	42.4%	10.3%	21.9%	20.9%
毛利率(%)	33.5	32.7	33.0	33.3	33.6
学生文具-非代理产品					
收入	16.4	26.5	29.2	35.5	43.0
YOY	12.2%	42.4%	10.3%	21.9%	20.9%
销量 (亿支)	39.2	53.1	55.7	64.1	73.7
YOY	5.9%	35.4%	5.0%	15.0%	15.0%
单价 (元)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
YOY	5.9%	6.0%	5.0%	6.0%	5.1%
毛利率(%)	31.7	32.7	33.0	33.3	33.6
其他文具 (包括零售大店)					
收入	1.14	2.98	3.576	5.364	8.046
YOY	20.0%	233.9%	20.0%	50.0%	50.0%
毛利率(%)	22.35	46.43	46.7	47.7	48.1

备注：2018 年与 2019 年的年报分类口径略有变化，此表保留了 2018 年的分类口径

资料来源：公司公告，华安证券研究所

推荐关注必选消费龙头晨光文具。传统核心业务渠道、品牌、产品护城河宽，渠道升级和产品升级带动收入稳定增长；办公集采行业容量大、集中度低，晨光科力普连续放量增长；生活馆（含九木）单店层面已经盈利，报表层面连续多年减亏，盈利可期。预计公司 2020-2022 年收入为 130.67/161.77/196.81 亿元，同比分别 +17.3%/+23.8%/ +21.7%，归母净利润为 12.35/15.02/18.56 亿元，同比分别 +16.5%/ +21.7%/ +23.6%。当前股价对应 2020-2022 年估值为 37.22X、30.59X、24.76X，给与“增持”评级。

图表 20 晨光文具盈利预测

主要财务数据和预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8535	11141	13067	16177	19681
(+/-)YoY(%)	34.3%	30.5%	17.3%	23.8%	21.7%
净利润(百万元)	807	1060	1235	1502	1856
(+/-)YoY(%)	27.3%	31.4%	16.5%	21.7%	23.6%
全面摊薄EPS(元)	0.88	1.15	1.34	1.63	2.02
毛利率(%)	25.8%	26.1%	25.5%	25.4%	25.7%
净资产收益率(%)	23.7%	25.2%	24.7%	25.1%	25.8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

- 1) 疫情反复影响居民购买力，对文化办公用品的消费不达预期
- 2) 办公集采业务客户拓展不及预期

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	5234	5973	7603	9574	
现金	1936	2397	3100	3920	
应收账款	1026	1217	1773	2534	
其他应收款	117.65	151.50	180.20	222.22	
预付账款	85.37	89.04	115.32	137.77	
存货	1378	1387	1653	1924	
其他流动资产	894	972	1077	1196	
非流动资产	2302	2420	2512	2575	
长期投资	36	36	36	36	
固定资产	1164	1253	1317	1354	
无形资产	331	365	398	429	
其他非流动资产	2302	2420	2512	2575	
资产总计	7565	8422	10114	12178	
流动负债	2995	3052	3766	4573	
短期借款	183	0	0	0	
应付账款	1861	1894	2348	2846	
其他流动负债	744	921	1122	1368	
非流动负债	109	109	109	109	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	109	109	109	109	
负债合计	3104	3161	3875	4682	
少数股东权益	259	272	290	312	
股本	920	920	920	920	
资本公积	272.35	272.35	272.35	272.35	
留存收益	2,568	3,167	3,934	4,862	
归属母公司股东	4,201	4,989	5,979	7,185	
负债和股东权	7,565	8,422	10,114	12,178	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	1082	1431	1551	1808	
净利润	1060	1235	1502	1856	
折旧摊销	277	234	259	290	
财务费用	15.73	4.99	0	0	
投资损失	(23.99)	(30)	(35)	(40)	
营运资金变动	(243)	(6)	(169)	(297)	
其他经营现金	1,409	(6)	(7)	(9)	
投资活动现金	(74)	(335)	(336)	(337)	
资本支出	(372)	(325)	(321)	(322)	
长期投资	24.22	30.00	35.00	40.00	
其他投资现金	0	(40)	(50)	(55)	
筹资活动现金	(364)	(635)	(513)	(650)	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金	(295)	(452)	(513)	(650)	
现金净增加额	643	462	705	821	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	11141	13067	16177	19681	
营业成本	8230	9736	12070	14629	
营业税金及附加	42	48	61	77	
销售费用	980	1172	1458	1775	
管理费用	469	536	663	807	
财务费用	-8	-37	-52	-67	
资产减值损失	18	8	6	7	
公允价值变动收	5	0	0	0	
投资净收益	24	30	35	40	
营业利润	1283	1479	1804	2233	
营业外收入	29.36	38.00	40.00	41.00	
营业外支出	18.86	23.00	21.00	23	
利润总额	1294	1494	1823	2251	
所得税	218	247	303	373	
净利润	1,076	1,248	1,520	1,878	
少数股东损益	16	13	18	21	
归属母公司净利润	1060	1235	1502	1856	
EBITDA	1578.94	1828.89	1556.52	1557.30	
EPS (元)	1.15	1.34	1.63	2.02	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	30.5%	17.3%	23.8%	21.7%
营业利润	42.1%	10.0%	21.9%	24.3%
归属于母公司净利	31.4%	16.5%	21.7%	23.6%
获利能力				
毛利率(%)	26.1%	25.5%	25.4%	25.7%
净利率(%)	8.81%	9.5%	9.4%	9.3%
ROE(%)	25.2%	24.7%	25.1%	25.8%
ROIC(%)	51.2%	52.5%	56.1%	60.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.2%	37.7%	38.3%	38.5%
净负债比率(%)	41.2%	37.7%	38.3%	38.5%
流动比率	1.7	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.3	1.5	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	1.7	1.6	1.7	1.8
应收账款周转率	30.1	34.0	40.0	47.0
存货周转率	53.7	52.0	50.0	48.0
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	1.15	1.34	1.63	2.02
每股经营现金流	1.18	1.56	1.69	1.96
每股净资产(最新	4.57	5.42	6.50	7.81
估值比率				
P/E	43.35	37.22	30.59	24.76
P/B	10.94	9.21	7.69	6.40
EV/EBITDA	29.30	27.03	22.07	17.66

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。