

品牌与渠道领跑，创新与实力凸显价值

投资要点

- 推荐逻辑:** 相比海外，国内文具市场提升空间较大，将稳定增长，且行业整合的趋势有利于龙头企业的发展；晨光品牌的口碑和渠道管控的能力优于其主要竞争对手，公司的财务指标在行业内名列前茅；参考海外上升公司的商业模式，我们认为公司研发实力和业务结构使其更具竞争优势；公司探索新的商业模式，寻找利润增长点，另外，公司资金充足，并购预期强烈。总体来看，公司估值优势明显。
- 广覆盖的线下终端是公司盈利的驱动力:** 公司通过“晨光金字塔”营销模式，构建了6万家零售终端，在全国学校周边渗透率高达80%。公司目前考虑对线下平台进行整合升级，同时，庞大的经销网络也给投资者们提供了想象空间。
- 产品研发的能力为晨光品牌护航:** 公司拥有专利470项，目前公司已自主掌握书写工具制造环节的各项技术，并规模化的应用于生产和制造。募投项目建成达产后，公司的产能瓶颈有望得以释放。未来公司可以考虑逐步降低关键部件的进口比重，进一步降低成本，增强竞争力。
- 公司的发展具有国际化视野:** 借鉴美国、日本和法国的文具企业转型升级的经验，我们认为从单一产品制造转向综合服务提供是趋势，且重视文化创意与消费者体验的品牌更容易被市场认可。晨光文具目前成立了专门的电子产品团队，新推出的耳机/耳麦年销售额已达四千多万。另外，公司针对互联网平台设计的产品以及其直营旗舰店的理念都是对创意的有效诠释。未来晨光有望赢得更多消费者对品牌的忠诚。
- 商业模式创新，寻找利润增长点:** 目前公司在盈利能力和效率上高于竞争对手，且公司的主要消费者不是电商的目标群体，并不面临迫切的转型压力。公司也在探索新业务(如办公直销)，虽然现阶段这些业务量还没有做大，但我们认为其经营理念符合行业发展趋势，未来看好新业务将对公司盈利带来的积极贡献。
- 盈利预测与投资建议:** 预计未来三年的随着终端门店的整合升级、产能瓶颈的突破以及新业务的开拓，公司将快速发展。综合当前二级市场情况，2015年公司总市值将为250亿元，对应目标价54.4元，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 市场规模增速或低于预期，原材料价格或波动。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3043	3931	5093	6609
增长率	28.96%	29.17%	29.56%	29.76%
归属母公司净利润(百万元)	340	392	462	529
增长率	21.13%	17.85%	21.29%	22.54%
每股收益EPS(元)	0.74	0.85	1.00	1.15
净资产收益率ROE	25.80%	22.94%	21.29%	19.60%
PE	51.54	44.68	37.89	33.08
PB	13.71	10.57	8.32	6.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

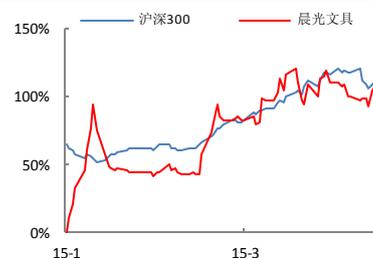
分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.6
流通A股(亿股)	0.6
52周内股价区间(元)	38.15-40.18
总市值(亿元)	184.74
总资产(亿元)	25.85
每股净资产(元)	4.54

相关研究

投资要件

关键假设

书写工具：目前国内书写工具消费水平较低，随着国家教育投入的加大，加上公司产能瓶颈突破，未来三年书写工具收入将实现约 27% 的复合增速；笔类产品的附加值较高，公司在该细分行业市占率第一，有一定的定价权，且原油价格仍处于低位，塑料粒子价格不高，有利于公司该项业务的成本控制，未来三年书写工具销售毛利率将维持在 29%-31%；

学生文具：国内学生文具行业近年来保持较快增长，预计未来三年公司该项业务的销售收入将实现约 22% 的复合增速；学生群体对于产品购买价格相对不敏感，未来三年该项业务毛利率将维持在 20% 以上；

办公文具：随着国内经济的持续发展，办公文具市场仍将保持快速增长势头，预计未来三年销售收入将实现 40% 的复合增速；预计未来三年该项业务毛利率维持在 14%-15%；

我们区别于市场的观点

1、国内文具市场规模提升空间很大，然而我们认为文具企业在发展时不能只追求做大规模，盈利的关键还是对于销售渠道的管控，晨光文具在这一点上独具优势。

2、市场对互联网和电商模式热情高涨，我们认为公司专注于文具的研发生产，踏实做好主业的态度值得赞赏；公司目前推出的针对互联网平台的产品，对消费者心态把握准确，在设计和理念上结合了自身的品牌优势，我们认为公司将利用互联网赢得更多忠诚的消费者。

3、市场普遍看好办公用品营销业务未来的商机，我们则认为公司以书写工具为主的生 产经营模式更有利于公司的利润水平，且未来可以考虑产销其他类产品进一步提升盈利能力。

股价上涨的催化因素

- 1、公司庞大的营销网络独具天然优势，市场集中化的整合趋势有利于公司未来发展；
- 2、公司各项财务指标在业内名列前茅，且开拓新业务时准确把握客户需求；
- 3、公司目前资金充足，行业内的并购整合有望推进。

估值和目标价格

我们预测公司 2015-2017 公司营业收入分别为 39.3 亿元，50.9 亿元和 66.1 亿元，归属母公司的净利润分别为 3.9 亿元，4.6 亿元和 5.3 亿元，对应的 EPS 分别为 0.85 元，1.00 元和 1.15 元。结合行业估值水平，2015 年公司总市值将达 250 亿元，对应目标价为 54.4 元，给予“买入”评级。

投资风险

市场规模增速低于预期；原材料价格大幅波动；替代产品对行业产生不利影响。

目 录

一、中国文具行业的内销龙头	1
（一）营收持续增长，盈利能力稳定	1
（二）坚持自主品牌内销	2
（三）股权结构集中度较高.....	2
二、蕴含机会的文具市场	3
（一）国内文具市场有很大上升空间	3
（二）借鉴国外文具企业转型升级的经验	7
（三）市场集中化趋势有利于龙头企业发展.....	10
三、公司在传统文具行业转型的潮流中独树一帜	11
（一）盈利能力优于竞争对手.....	11
（二）研发实力与产品结构具有优势	12
（三）文具的互联网思维结合广覆盖的线下终端.....	15
四、创新商业模式，寻找新的利润增长点	17
（一）直营旗舰店为消费者带来更多体验	17
（二）办公直销业务拓宽公司客户群	18
（三）良好的现金流为后续行业整合打好基础.....	20
五、盈利预测与估值	20
（一）未来三年盈利预测	20
（二）相对估值	21
（三）绝对估值	22
六、风险提示	23

图 目 录

图 1: 公司 2014 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2014 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速	2
图 5: 公司内外销占比及变化趋势	2
图 6: 晨光文具股权结构	3
图 7: 我国城镇居民家庭人均可支配收入变化情况	4
图 8: 我国城镇居民人均文教娱乐服务消费支出	4
图 9: 2006-2012 学生文具规模以上企业出口比重	4
图 10: 2006-2012 文教体育用品规模以上企业出口比重	4
图 11: 2010-2014 Staples 销售收入及增速	5
图 12: 2010-2014 Office Depot 销售收入及增速	5
图 13: 2010-2014 Pilot 销售收入及增速	5
图 14: 2010-2014 KOKUYO 的销售收入及增速	5
图 15: 2013 年我国在校学生人数（万人）	6
图 16: 2003-2014 规模以上企业销售收入	7
图 17: 2003-2014 规模以上企业利润总额	7
图 18: BIC 2014 年主营业务结构	8
图 19: BIC 2014 年主营业务营业利润率情况	8
图 20: 2010-2014 Staples 和 Office Depot 毛利率	8
图 21: 2010-2014 Staples 和 Office Depot 净利率	8
图 22: 无印良品（MUJI）	9
图 23: 公司与竞争对手毛利率比较	11
图 24: 公司与竞争对手净利率比较	11
图 25: 2014 年公司各品类销售毛利率	12
图 26: BIC 和 Staples 的销售毛利率对比	12
图 27: 国内制笔行业技术发展现状与趋势	13
图 28: 应收账款和存货周转天数对比	14
图 29: 2013 年各公司营业周期天数对比	14
图 30: “晨光伙伴金字塔”营销模式	16
图 31: 公司各类销售模式的销售收入构成	16
图 32: 晨光生活馆	18
图 33: 晨光科力普	19
图 34: 晨光科力普的销售模式	19
图 35: 公司货币资金情况	20
图 36: 公司经营活动净现金流情况	20

表 目 录

表 1: 2013 年中国制笔行业主要产品产量	6
表 2: 国内文具行业其他各大企业概况	10
表 3: 公司募投项目	13
表 4: 项目达产后, 公司产能得到提升	14
表 5: 2013 年资产周转对比	14
表 6: A 股可比上市公司对比	15
表 7: 各类门店情况	16
表 8: 公司营销网络扩充升级项目	17
表 9: 公司各项业务收入与盈利预测	21
表 10: 上市可比公司与公司估值对比	21
表 11: 绝对估值假设	22
表 12: FCFF 估值结果	22
附表: 财务预测与估值	24

一、中国文具行业的内销龙头

晨光文具是一家专注于文具产业的综合文具公司，主要从事“晨光”品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他相关产品的设计、研发、制造和销售，是国内圆珠笔第一品牌。

公司产品覆盖 50 多个国家和地区，合作伙伴遍及全球，并在中国建立了行业内最具规模优势的营销网络，是文具内销市场的龙头企业。

公司目前在尝试一些新业务模式，例如针对互联网平台的“集客”、针对大众消费者的晨光生活馆以及针对企业直销的晨光科力普等。

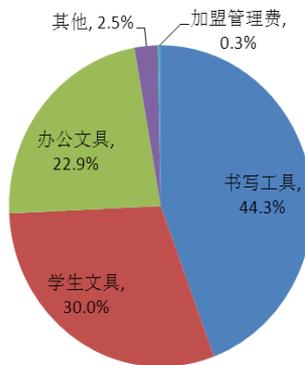
（一）营收持续增长，盈利能力稳定

业务结构

2014 年公司营业收入 30.4 亿元，同比增长 29.0%。公司全年净利润 3.4 亿元，同比增长 21.1%。

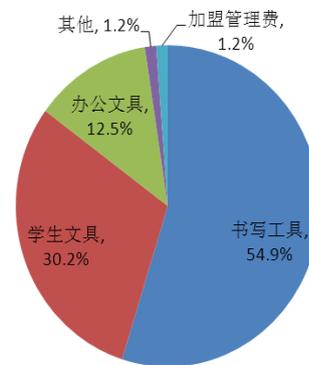
其中书写工具销售收入 13.5 亿元，同比增长 27.5%；学生文具销售收入 9.1 亿元，同比增长 24.4%；办公文具销售收入 7.0 亿元，同比增长 39.1%；其他产品（主要为耳机、计算器等电子类产品）销售收入 0.8 亿元，同比增长 29.1%。2011-2014 年公司净利润复合增速达到 27.3%。

图 1：公司 2014 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 2：公司 2014 年主营业务毛利情况

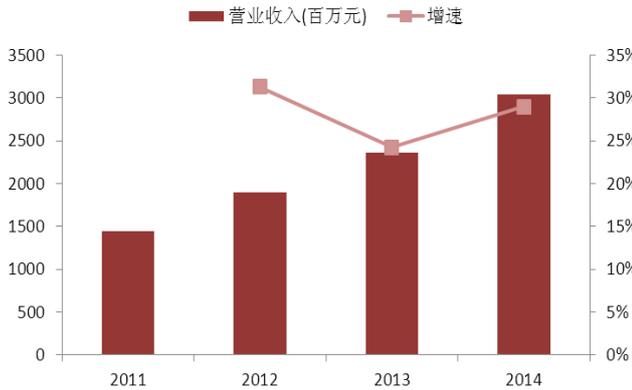


数据来源：公司公告，西南证券

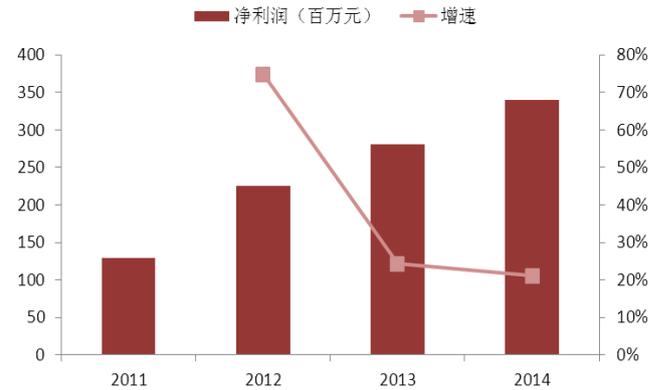
业绩状况

2014 年公司主营业务毛利率 25.4%，比上年减少 1.7 个百分点。其中书写工具毛利率 31.7%，比上年减少 1.5 个百分点；学生文具毛利率 25.8%，比上年减少 1.6 个百分点；办公文具毛利率 14.0%，比上年减少 0.9 个百分点；其他产品毛利率 12.4%，比上年减少 3.1 个百分点。

公司各项业务毛利率小幅下滑主要是劳动力成本上升所致，但作为龙头企业，且拥有广覆盖的营销终端，公司对产品有一定的定价权，人工成本的上升不会对公司业绩带来负面影响。

图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

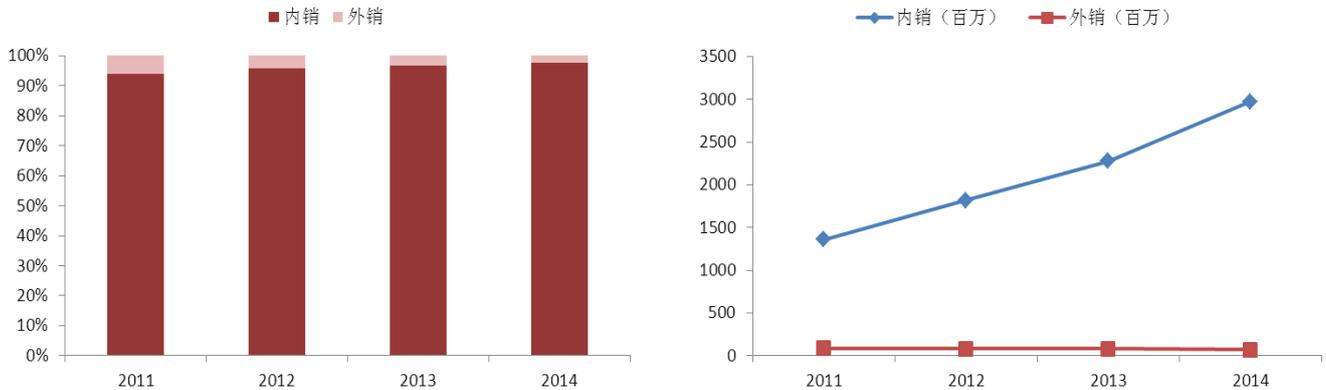
图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

（二）坚持自主品牌内销

晨光品牌在中国消费者中建立了很好的品牌认知度，据中国品牌网显示，晨光文具在“2013 年最受欢迎的中国十大文具品牌排行榜”上位居第一。

公司的内销占比近年来呈上升趋势，2014 年，公司的内销营业收入 29.7 亿元，同比增长 30.3%，外销营业收入 0.7 亿元，同比下降 12.0%。

图 5: 公司内外销占比及变化趋势


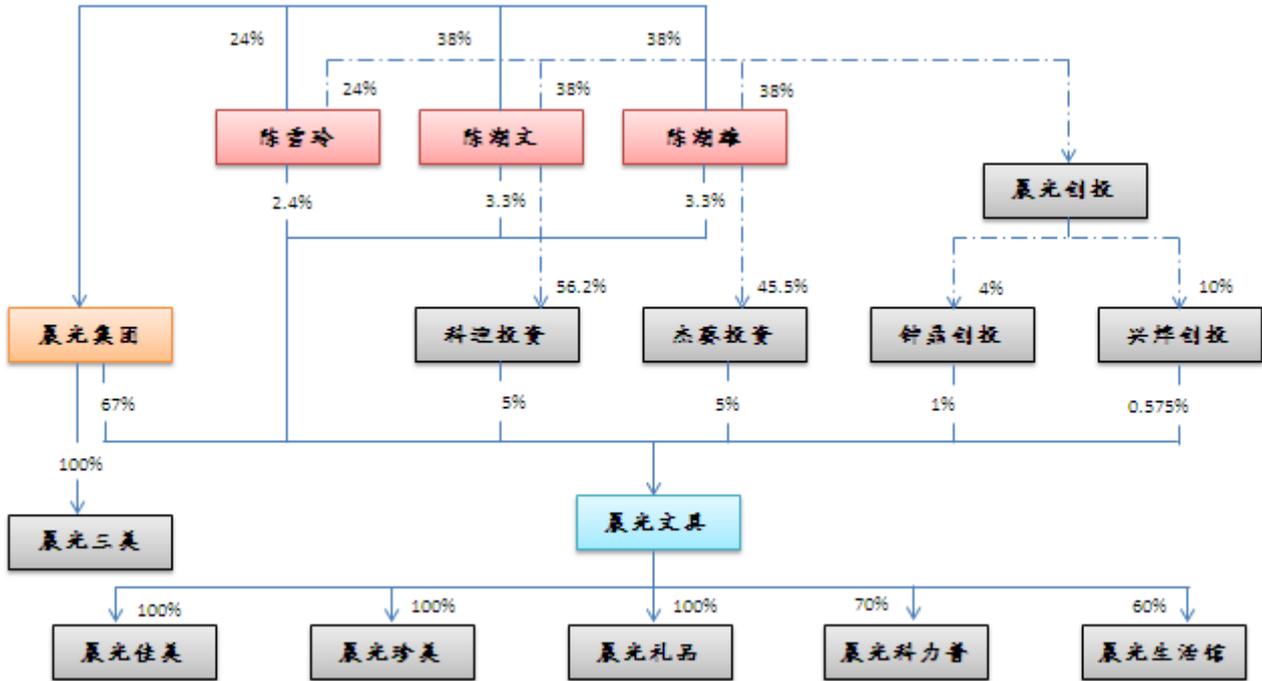
数据来源: 公司公告, 西南证券

（三）股权结构集中度较高

陈湖文（董事长、董事）、陈湖雄（总经理、董事）及陈雪玲（董事）是公司的实际控制人。今年初 IPO 之后，三人实际合计持有公司 71.5% 的股权，股权集中度较高。

晨光文具旗下拥有全资子公司晨光佳美、晨光珍美、晨光礼品及控股子公司晨光科力普（70%）和晨光生活馆（60%）。

图 6: 晨光文具股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

二、蕴含机会的文具市场

（一）国内文具市场有很大上升空间

文具行业在人们的印象中似乎不大起眼，但经历改革开放三十多年来，文具行业发展迅猛，已经成为中国轻工业中发展较为完善的行业，是典型的传统产业之一。

虽然多数文具的单位价值较小，但需求量非常大，使得文具产业具有“小商品、高成长、大市场”的特性。

1、内在需求驱动

中国是世界人口最多的国家，文具消费潜力巨大。整体来看，我国文具行业处于快速增长的国内消费市场环境中，随着城乡居民的人均可支配收入的持续增长，国家在教育和文化产业方面的投入，人们对于文具产品的需求量将不断增加。

目前，我国文具行业（不包括办公设备和家具）1500 亿元（约 242 亿美元）的规模，仅占国际文具市场 2500 亿美元规模的 10%。此外，以国内 13.7 亿和全球 70 亿人口测算，国内文具人均消费约 109 元，远低于全球人均约 221 元的消费水平。国内文具消费市场仍有较大提升空间。

图 7：我国城镇居民家庭人均可支配收入变化情况


数据来源：国家统计局，西南证券

图 8：我国城镇居民人均文教娱乐服务消费支出


数据来源：国家统计局，西南证券

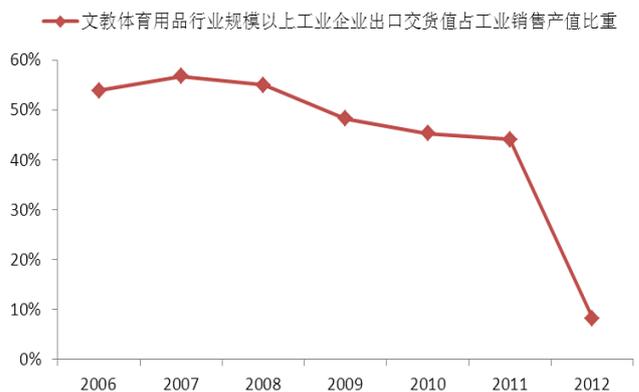
2、海外文具市场走弱，各企业由出口转内销

中国是世界最大的文具出口国，出口以贴牌产品为主。近年来，江浙、广东及福建等沿海经济发达地区用工成本不断上升，加之人民币长期升值的趋势，国内劳动力成本优势出现了一定程度的弱化趋势，不利于国内大部分为境外企业 OEM 贴牌的文具制造厂商。国内文具进口主要为文具制造所需原材料以及部分原材料制造设备，文具产品本身的进口比重很低。

晨光文具与国内文具行业的其他公司不同，从一开始就坚持自主品牌的内销，而其主要竞争对手大部分以出口贴牌为主。但由于 2008 年金融危机的影响，以及人民币汇率的升值，对于文具行业的出口带来很大的创伤。近年来，许多文具厂家才逐渐加大内需市场的开拓力度。

图 9：2006-2012 学生文具规模以上企业出口比重


数据来源：招股说明书，西南证券

图 10：2006-2012 文教体育用品规模以上企业出口比重


数据来源：招股说明书，西南证券

同时，我们看到，美国文具市场的两家龙头企业 Staples 和 Office Depot，他们近几年来表现比较平淡，营业收入甚至连续下滑，其中 Office Depot 在 2014 年销售收入大幅增长的主要原因是其收购了另一家办公用品巨头 Office Max，并非其自身经营状况有明显改善。

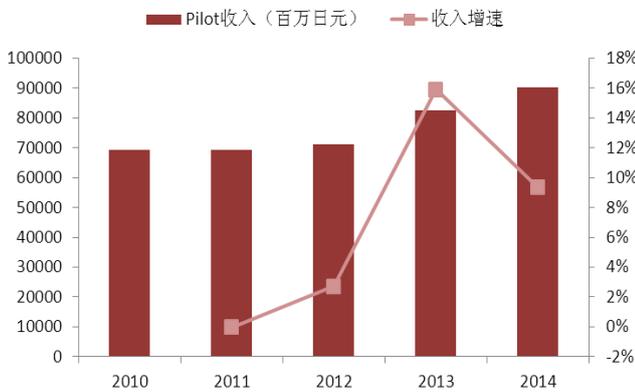
日本的知名书写工具制造商 Pilot（百乐）和文具集成供应商 KOKUYO（国誉），相对于欧美几家企业来说情况稍好，近年来销售收入保持增长。但总的来说，这些国外企业的销售收入方面都远不及晨光文具近 30% 的增速。

图 11: 2010-2014 Staples 销售收入及增速

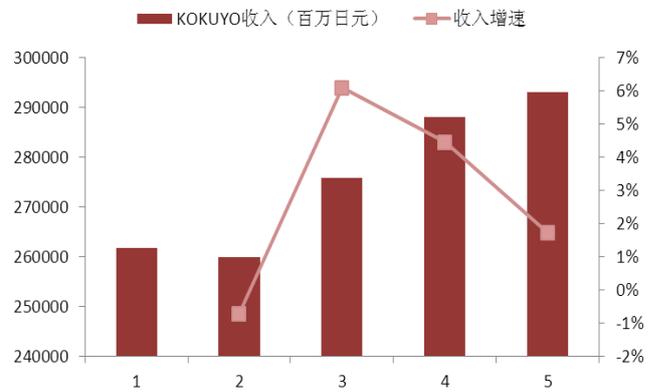

数据来源: Mergent, 西南证券

图 12: 2010-2014 Office Depot 销售收入及增速


数据来源: Mergent, 西南证券

图 13: 2010-2014 Pilot 销售收入及增速


数据来源: Pilot 报告, 西南证券

图 14: 2010-2014 KOKUYO 的销售收入及增速


数据来源: KOKUYO 报告, 西南证券

这些迹象从侧面反映出海外（尤其欧美）市场的相对饱和，中国文具企业从出口转内销是未来的趋势。晨光文具这么多年来在中国消费者心目中建立的品牌知名度，以及其具有广度和深度的实体终端网络，都使公司在发展中占优。

3、国内文具行业各个细分市场情况

书写工具

根据中国制笔协会数据，2013 年我国制笔行业规模以上企业销售产值达到 235 亿元。2013 年，国内圆珠笔（主要包括中性、油性和水性圆珠笔）的产量占全行业笔类产品产量的 35%。

在圆珠笔的各品项中，中性笔已经成为消费主流。中性笔兼具自来水笔墨迹清晰和圆珠笔书写流畅的优点，颇受学生及办公人士的喜爱，近年来在国内市场发展迅速。晨光品牌的圆珠笔尤其是中性笔在国内市场广受欢迎，仅 AGPK35 按动中性笔这一单品，就已累计销售高达 1 亿支以上。

从市场份额看，前五大厂商占据了 29.4% 的市场份额，其中晨光文具一家独大，占据了国内书写工具市场 12.5% 的份额，是第二名真彩文具的两倍。

表 1: 2013 年中国制笔行业主要产品产量

产品名称	产量 (亿支)	占比
全行业	400.08	100%
自来水笔	2.55	0.64%
圆珠笔	140.75	35.18%
铅笔	160.48	40.11%
记号笔	86.21	21.55%
活动铅笔	10.09	2.52%

数据来源: 中国制笔协会, 西南证券

基于目前国内人均书写工具消费水平还比较低, 随着国家教育投入的进一步加大、居民可支配收入的增长以及消费意识的升级, 制笔内需市场有望继续快速增长:

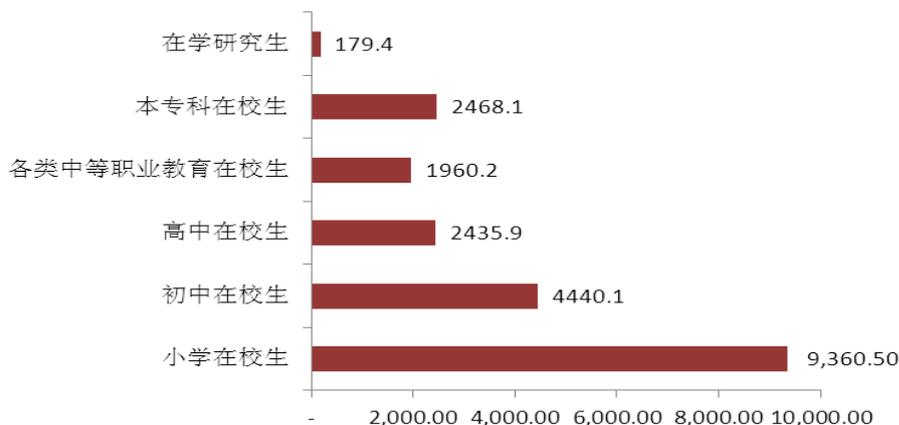
一方面, 国内人均书写工具消费水平与美国、日本等国家的差距比较明显。根据中国制笔工业信息中心数据显示, 2008 年美国、日本等国家的年人均书写工具消费就已超过 100 元, 而目前国内的年人均书写工具消费仅在 10-15 元之间, 增长空间巨大。

另一方面, 国家在“十二五”期间教育投入将进一步加大, 制笔行业将迎来更大的发展机遇。根据中国制笔协会的分析数据, 国家教育投入占 GDP 的比重每增加 0.5%, 制笔行业销售产值大约能够增长 25 亿元, 约可以带来 50 亿元的新增市场规模。

学生文具

近年来, 国内学生文具行业发展较快, 根据《学生文具行业“十二五”发展规划》, 2009 年, 学生文具制造企业销售规模约 90 亿元, 预计 2015 年学生文具行业的整体销售规模将达到 135 亿元。

根据国家统计局的数据, 2013 年我国各类在校学生人数超过 2 亿人, 加上 1 亿左右的社会各类培训人员, 学生数量合计在 3 亿以上。

图 15: 2013 年我国在校学生人数 (万人)


数据来源: 国家统计局, 西南证券

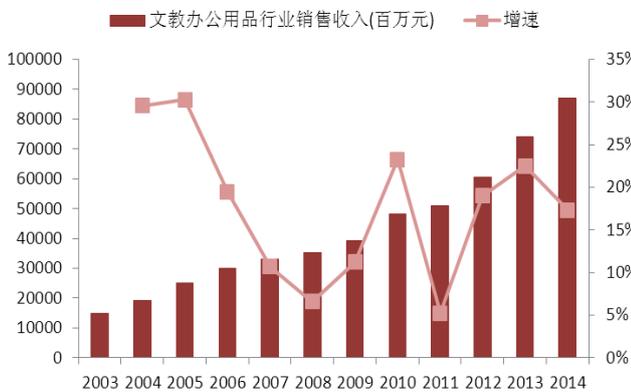
学生文具的消费具有明显的重复购买特点，文具的功能性是基本前提，但是趣味性、时尚性才是更重要的因素，对新产品研发能力有一定要求。同时学生群体对于产品购买价格相对不敏感，这决定了学生文具较办公文具具有更高的销售毛利率。

办公文具

办公文具主要包括文件管理用品、桌面办公文具以及办公本册等。办公文具与学生文具有很大差别，其主要的定位人群是企业，事业单位，工厂，政府机关等，产品本身追求实用耐用，不追求流行花样。

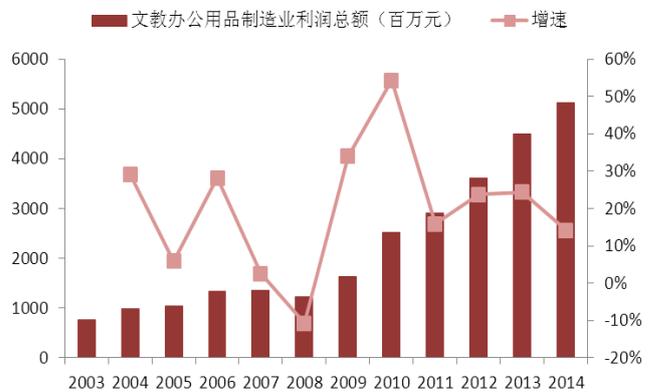
根据中国制笔协会的数据，中国办公文具产品消费市场的 70% 左右集中在广东、浙江、江苏、上海、北京 5 个地区。随着国内经济的持续发展和现代办公观念的逐渐普及，国内办公文具市场仍将保持快速增长势头。

图 16: 2003-2014 规模以上企业销售收入



数据来源: Wind, 西南证券

图 17: 2003-2014 规模以上企业利润总额



数据来源: Wind, 西南证券

我们认为这将是一个很大的市场，产业链上下游企业共达 12 万家，经营分散非常明显，给行业龙头带来整合及改造市场的机会。然而办公用品一般采购量比较大，客户议价能力较强，导致这类产品的毛利率低于书写工具和学生文具。与其主要竞争对手相比，晨光文具在这一产品类别的经营上并没有明显的优势，其产品和服务的推广力度尚不足，经营模式还不算成熟。

4、“电子化办公”对传统文具行业的冲击

随着信息技术的高速发展，电子化办公产品的渗透率也逐步提高，尤其在电子化程度较高的发达国家，人们的办公习惯受到各种智能化产品的影响，利用网络技术进行办公已成为趋势。从长期来看，信息化办公的趋势对中国的传统文具消费市场可能存在潜在不利影响。

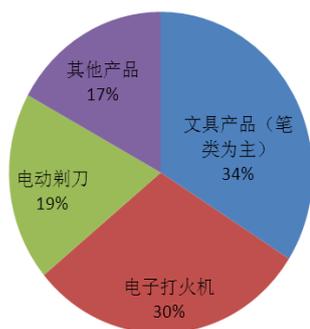
(二) 借鉴国外文具企业转型升级的经验

1、由单一产品制造转向综合服务提供

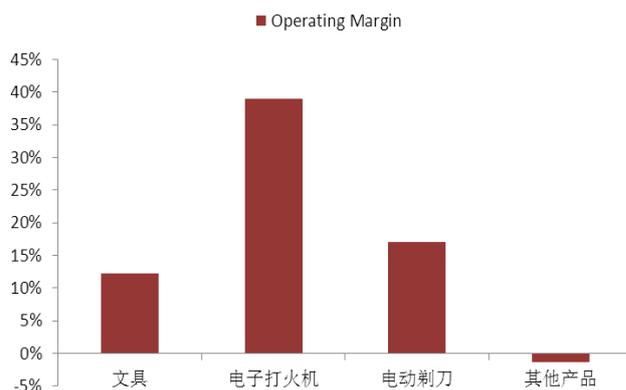
一些发达国家的文具企业在发展过程中经历了从单一产品向办公服务提供商的转变，比如日本的国誉集团（KOKUYO）创立于 1905 年，以承包制造日式账簿封皮起家，经过百余

年发展，现已成为一家全球知名的文具集成供应商，不仅生产销售文具和办公用品，而且还制造销售办公家具。

法国的书写工具制造企业 BIC 创立于 1945 年，以生产制造笔类产品起家，现在除了以笔类为核心的文具产品外，公司还主要产销电子打火机和电动剃刀，与办公用品相比，这些产品具有更高的附加值，有助于提升公司的盈利能力。

图 18: BIC 2014 年主营业务结构


数据来源: BIC 报告, 西南证券

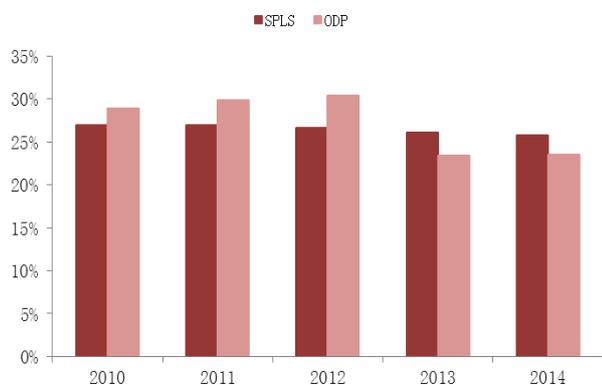
图 19: BIC 2014 年主营业务营业利润率情况


数据来源: BIC 报告, 西南证券

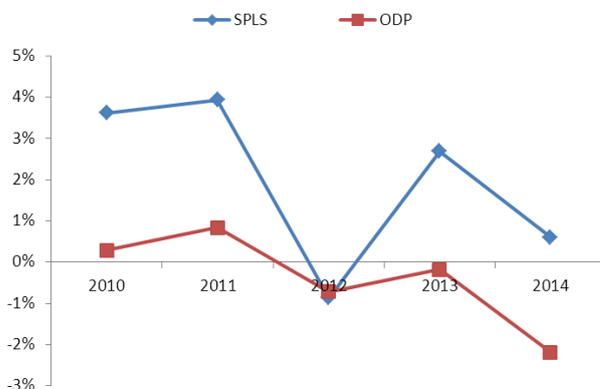
从长远来看，我们认为这也是国内文具行业各大企业未来的发展模式。晨光文具目前成立了专门的电子产品团队，取名“标朗”，除常见的计算器外，还新推出了耳机/耳麦，年销售额已达上千万。

2、渠道是盈利关键点

欧美文具企业一直以来通过兼并收购来做大做强，同时加强产业链上下游之间的互相融合和渗透。但这样会给企业带来较高的销售和管理费用，比如美国的 Staples 和 Office Depot，充分利用资本市场和兼并收购，迅速进入海外（包括中国）市场，并大力推行其“办公用品超市”的经营模式，确立了其在全球办公用品行业内的霸主地位。

图 20: 2010-2014 Staples 和 Office Depot 毛利率


数据来源: Mergent, 西南证券

图 21: 2010-2014 Staples 和 Office Depot 净利率


数据来源: Mergent, 西南证券

然而在以亚马逊（Amazon）为代表的电子商家和沃尔玛（Walmart）等大型零售商的夹击下，美国文具零售商的处境很难。Staples 早已于 2014 年 3 月宣布关闭 225 家业绩不佳的门店，同时跟风似地发展线上销售业务，2014 财年由于出现“特别费用支出”，公司利润再次下滑。Office Depot 已经连续三年净利润为负，这家昔日办公用品巨擘在考虑新的出路，于今年 2 月同意被 Staples 收购，如果这两家文具品牌合并成功，将直接导致约 1000 家文具店在北美销声匿迹。

我们认为中国的文具企业在发展时不能只追求做大规模，盈利的关键还是对于销售渠道的管控。目前晨光文具在这个方面做的很好，其庞大的营销网络是公司销售收入和利润增长的驱动力。

3、重视文化创意与消费者体验

中国文具市场上有很多知名的日本品牌，如国誉（KOKUYO）、三菱（Uni-ball）、百乐（Pilot）、无印良品（MUJI）等，这些优秀的日本企业有一个共同特点，即十分重视消费者体验。

KOKUYO 从用户长时间书写阅读的体验出发，创新采用更有利于眼睛的淡黄色纸张，由此广受日本大学生的欢迎，品牌忠诚度高。MUJI 其实是一个杂货品牌，现已遍及国内各大百货商场，它的文具属于比较高档的类别，一方面其文具产品质量好、耐用，另一方面，它的设计契合客户需求，如其采用低重心设计及防滑加工的自动铅笔，书写感稳定，且笔尖较长，使用尺规时不会遮挡视线，可提升画图的精确度。

图 22：无印良品（MUJI）



数据来源：公开资料，西南证券

我们可以看到国内文具品牌和这些海外优秀企业的差距还比较大，所谓的设计不能只是在外观上添加流行元素，更要契合目标消费者的心理和实际需求。

晨光文具近期推出的针对互联网的一些新产品，以及公司的直营旗舰店，都是公司在做的有效尝试。公司目前拥有一个国际化的创意团队，如果能准确把握用户的需求，公司将在站稳学生市场的同时，赢得更多消费者对晨光品牌的忠诚。

（三）市场集中化趋势有利于龙头企业发展

由于产品标准化程度低、原材料相对易得等原因，文具生产及零售行业的整体进入壁垒较低，目前国内文具行业高度分散。

国内从事文具制造的企业有 8000 家左右，列入统计口径的规模以上的文具生产企业有 1500 多家，但 90% 的文具生产企业年销售额低于 1000 万元。

具有品牌知名度的企业占极少数，且均只在各个细分行业具有代表性，如办公文具领域的齐心文具、得力文具，书写工具领域的晨光文具、真彩文具。中国文具市场尚未出现在横跨各个细分领域都具有绝对优势的企业。

表 2：国内文具行业其他各大企业概况

公司名称	基本情况	收入规模
真彩文具股份有限公司	主营“真彩”品牌书写工具及学生文具等，公司于 2014 年 5 月发布 IPO 预案，拟登陆上证主板，发行股份不超过 5500 万股。	2013 年营业收入 9.32 亿元
宁波得力集团股份有限公司	国内办公文具市场领导品牌之一，长尾夹、回形针等桌面办公文具市场份额居国内前列。	
深圳市齐心集团股份有限公司 (002301.sz)	国内办公文具市场领导品牌之一，居国内文件夹等文件管理用品市场份额前列。	2014 年营业收入 16.33 亿元
广博集团股份有限公司 (002103.sz)	国内本册制造龙头企业，以出口为主，近期加大了自有品牌开拓力度。	2014 年营业收入 9.08 亿元

数据来源：各家公司数据、西南证券

成熟市场集中度高

2014 年美国办公用品市场销售规模约 350 亿美元。包括欧迪办公（Office Depot）和史泰博（Staples）在内的规模排在前 50 的企业占据了 70% 的市场份额。而且市场有进一步集中化的趋势。2013 年欧迪办公收购了 OfficeMax，今年 4 月，Staples 宣布将以每股 11 美元的价格收购 Office Depot，为了更好的和零售行业的其他企业（如大型超市和电商）竞争。

另外，2014 年美国书写文具零售额为 32.7 亿美元，过去 5 年零售额增长缓慢，市场规模基本稳定。从市场份额看，美国前五大厂商占据了超过 70% 的份额，市场集中度较高。

市场集中化的趋势有利于龙头企业

日益激烈的市场竞争，必然会使得品牌产品的销售份额集中程度越来越高；同时，行业集中度亦会逐渐向有自主创新能力、有核心竞争力和自主品牌的企业集中，而晨光文具就是这样的企业之一。

随着居民收入的提高和消费观念的升级，消费者在购买文具时会更多考虑产品质量、设计水平及服务等方面表现优秀的品牌产品，而作为目前国内文具消费主流终端的大多数普通文具店，存在管理不善、缺乏规模效益、资金不足、跟不上市场潮流等诸多缺陷，可能会面临盈利能力不稳定，甚至被淘汰的局面。

为提高抗风险能力和获得专业化管理支持，越来越多的普通文具店会参与连锁加盟。晨光文具是行业内“自主品牌+内需市场”的领跑者，市场集中化趋势将为公司带来更多机会。

三、公司在传统文具行业转型的潮流中独树一帜

从公司主要竞争对手的发展历程来看，大部分公司目前还是以出口贴牌为主，近年来才逐渐加大内需市场的开拓力度；以内需市场为主的主要竞争对手各有侧重，公司在书写工具和学生文具领域最直接的竞争对手为真彩文具，在办公文具领域最直接的竞争对手为齐心文具、得力文具等企业。

我们从各方面对比了晨光文具与其竞争对手，总体上看我们认为公司在销售渠道方面更占优势，在战略布局方面更加小心谨慎，在主营业务方面更具竞争力。

（一）盈利能力优于竞争对手

业务模式

齐心集团是国内领先的综合式办公集成服务商，公司产品以办公设备、桌面文具及文件管理用品为主，主要为政府、军队、医院、银行等大型企事业单位提供办公用品及服务。目前公司 60% 以上为外协加工产品，自产比例低于 40%。

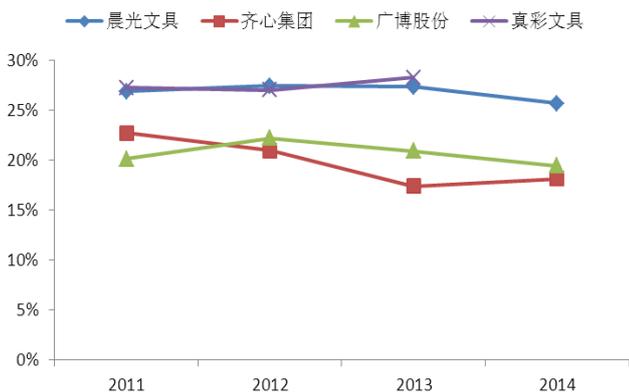
广博股份是一家集办公文具、印刷纸品、塑胶制品和进出口贸易为一体的现代企业集团，经过十余年的发展，已成为中国民营企业 500 强。公司产品以本册和办公用品为主，产品远销欧美、东南亚等国家和地区。

真彩文具与晨光文具一样致力于书写工具和学生文具的生产和销售，其中性笔和替芯的研发制造实力也处于行业领先地位。大致上看，真彩文具在细分行业流里是公司最直接的竞争对手。

盈利能力

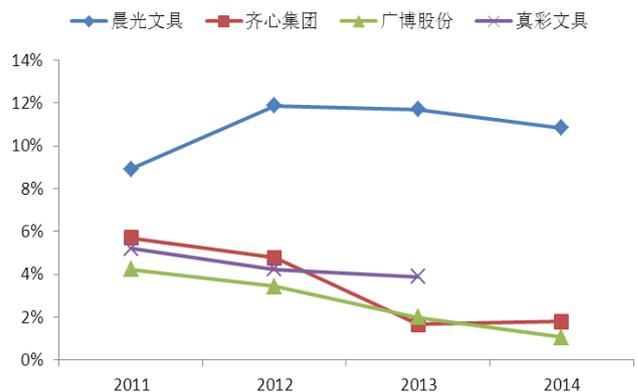
我们对上述几家公司进行了盈利能力的对比，发现晨光文具和真彩文具的毛利率水平高于齐心集团和广博股份，而晨光文具的净利率水平明显优于同行业的竞争对手。

图 23：公司与竞争对手毛利率比较



数据来源：各公司数据，西南证券

图 24：公司与竞争对手净利率比较



数据来源：招股说明书，西南证券

我们认为主要有以下三个原因：

一是晨光文具和真彩文具的主营业务结构中书写工具和学生文具占了较大比重，其他竞争对手主要经营办公文具或者办公用品，而书写工具和学生文具的毛利率相对较高；

二是晨光文具的书写工具长期坚持自产，竞争对手们 OEM 委外生产的比例较高，而外协加工产品的毛利率偏低，这也导致其竞争对手的盈利能力不及晨光。

三是晨光文具多年来在国内积累的经销渠道占了很大优势，市场秩序和管控优于主要竞争对手，其主要竞争对手真彩文具的销售费用占比较高，可能与渠道建设和品牌推广方面投入较多有关。

（二）研发实力与产品结构具有优势

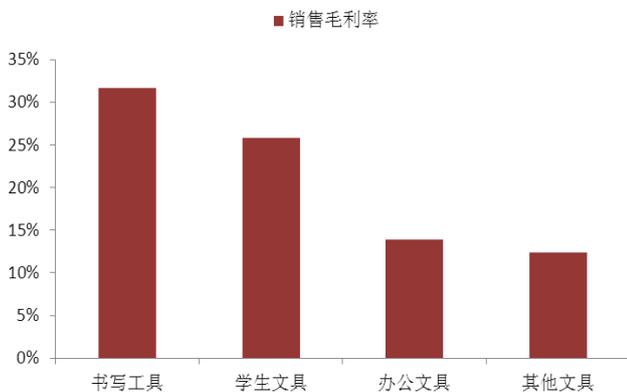
1、产品结构与消费者定位

书写工具是公司现阶段占主营业务比重最高的产品，也是晨光文具的核心竞争力所在。相比其他文具产品而言，书写工具产品附加值较高。

目前，公司的主要消费群体是学生及其他个人消费者，晨光品牌在这个目标消费群体中占有绝对优势。但公司进入办公文具领域相对较晚，与目前国内外主要竞争对手相比，公司在销售规模、人才储备、办公领域品牌知名度等方面并不具有明显优势。

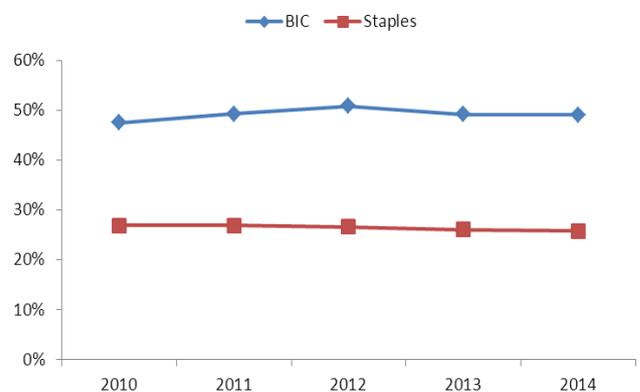
然而对比海外上市公司，我们发现，产销书写工具及其他附加值较高的产品的公司 BIC，其盈利能力要领先于单纯做办公用品零售的 Staples。

图 25：2014 年公司各品类销售毛利率



数据来源：公司公告，西南证券

图 26：BIC 和 Staples 的销售毛利率对比



数据来源：各公司公告，西南证券

由于文具行业的客户主要是企事业单位而不是个人，每年新增的企业在不断扩大，购买量大，办公文具以及其他相关办公用品的市场潜力巨大，公司会在维持现有竞争力的前提下，延伸产品种类，拓展客户群体，更好的适应行业趋势。

除了办公文具，公司也可考虑产销一些其他类别附加值较高的相关产品，进一步增强自身的盈利能力。目前晨光文具没有专门的电子产品团队，推出了包括计算器、耳机在内的一些产品。我们认为公司未来可以在这个方面再拓宽思路。公司已经成立互联网团队，不久将成立互联网子公司。专门开发适合互联网消费人群的时尚文具及相关产品，同时，还将探索和“晨光生活馆”建立线上和线下的结合。

2、专注做好主业

产品质量

晨光文具在国内文具行业拥有领先的新品设计研发能力和快速反应的市场意识，公司拥有专利 470 项，其中：发明专利 5 项，实用新型专利 26 项，外观设计专利 439 项（其中国内外外观设计专利 435 项，国外外观设计专利 4 项）。公司在 2010 年和 2013 年曾两次被评为国家高新技术企业。

在生产方面，笔头和油墨是书写工具制造的核心原材料，国内笔头、墨水（尤其是中性墨水）的整体制造水平和日本、瑞士、德国等国家相比依然存在一定差距。晨光文具为同时满足产品高品质与规模化供应的要求，主要向瑞士 PREMEC 采购笔头，向日本 Mikuni、德国 Dokumental 等企业进口墨水。

图 27：国内制笔行业技术发展现状与趋势

技术环节	技术现状	发展方向
前端设计	具有良好的设计能力，已基本达到台湾、韩国等地区水平	继续探索新的设计理念，并不断开拓新的细分市场
笔头及墨水制造	具有自主制造能力，但还存技术差距，中性墨水制造还较弱	进一步加强研发与合作，实现本土企业高质量大规模的生产
笔芯制造	技术成熟，具有长期经验积累的制笔企业优势明显	进行笔头墨水匹配技术评价体系研究，推动关键部件国产化
模具开发与注塑	技术成熟，自动化生产水平大幅提升	自动化水平和模具开发精度的进一步提升

数据来源：招股说明书，西南证券

目前，公司已自主掌握书写工具制造主要环节的各项技术，规模化应用于产品制造。公司已建设笔头厂和油墨厂并已达到批量生产能力，在笔头与墨水匹配技术、自主模具开发技术等领域，公司已处于行业领先地位。通过自主研发和生产，未来可以考虑逐步降低进口比重，在确保质量的前提下，降低成本，增强竞争力。

产能扩张

公司于 2015 年 1 月成功 IPO，共募集资金 7.38 亿元（扣除费用后）。资金主要用于营销网络扩充升级、书写工具制造及研发基地建设以及补充流动资金。

表 3：公司募投项目

项目名称	项目总投资	建设投资	铺底流动资金	拟使用募集资金
营销网络扩充及升级（亿元）	3.88	3.88	-	1.93
书写工具制造及研发基地建设（亿元）	7.34	6.65	0.68	3.65
补充流动资金（亿元）	3.60	-	-	1.80
合计（亿元）	14.81	10.53	0.68	7.38

数据来源：招股说明书，西南证券

表 4: 项目达产后, 公司产能得到提升

分类	2013 年产能	募投新增产能	合计产能
笔类 (万支)	125,000	140,000	265,000
替芯 (万支)	150,000	90,000	240,000
高端金属笔 (万支)	-	400	400
合计 (万支)	275,000	230,400	505,400

数据来源: 招股说明书, 西南证券

目前, 公司自产产能利用率超过 100%, 募投项目尚未建设完毕, 规划产能尚未释放, 因此, 公司在保持基本制造模式的基础上, 适当增加了 OEM 委外生产量。相比于自产, OEM 委外生产的毛利率偏低。新增产能预计在 2016 年底建成, 并在之后三年逐步投产, 公司产能瓶颈有望得以缓解。其中新增的高端金属笔是公司对中高端市场的一定补充。

主要运营指标

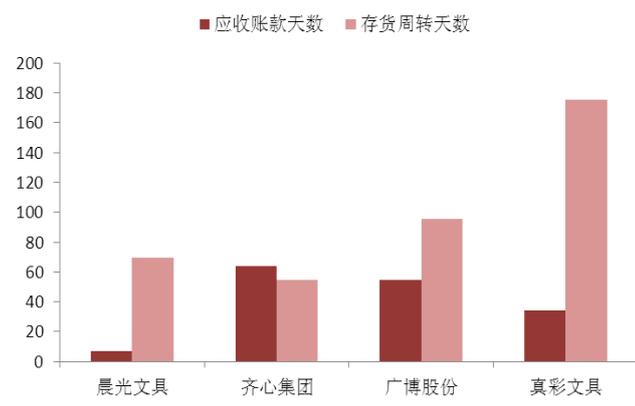
从资产周转能力看, 晨光文具比同行业其他企业优势明显, 尽管固定资产和流动资产规模相比差别不大, 但是营业收入净额的天壤之别使得晨光周转能力遥遥领先。

表 5: 2013 年资产周转对比

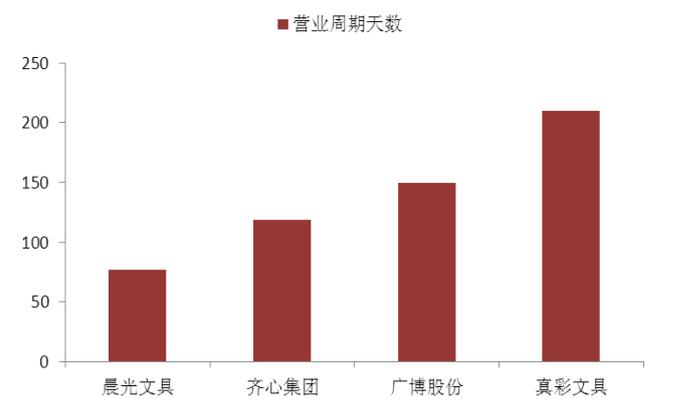
指标	晨光文具	齐心文具	广博股份	真彩文具
流动资产周转率	4.31	1.63	1.33	1.99
固定资产周转率	7.01	5.22	2.35	3.93
总资产周转率	2.10	1.00	0.72	1.25

数据来源: Wind, 西南证券

我们也对比了晨光文具和其竞争对手的运营效率, 晨光只有不到 7 天的应收账款周转天数让人叹为观止, 这在一定程度上加速了晨光的资金使用效率, 带动其产业链整体现金流健康。

图 28: 应收账款和存货周转天数对比


数据来源: Wind, 西南证券

图 29: 2013 年各公司营业周期天数对比


数据来源: Wind, 西南证券

（三）文具的互联网思维结合广覆盖的线下终端

1、当 O2O 成为趋势

如今 O2O 已经不再是新鲜的模式，各行各业都在结合 O2O 讲故事，文具行业也不例外。

我们看到各大文具厂商都争相追捧互联网的热潮。齐心集团已上线“齐心办公”集成在线商城和“齐心办公渠道宝”手机端 APP，并与京东签订《战略意向书》，与百度微购展开合作，同时拟收购杭州麦苗网络技术有限公司；广博股份已与一号店、苏宁易购、飞牛网等电商展开业务合作；得力文具与京东签订战略合作协议，2015 年得力品牌在京东平台拟销售额突破 10 亿。

表 6：A 股可比上市公司对比

公司名称	主要消费者	主打文具品类	主要战略布局
齐心集团（002301）	办公群体	办公用品	重点打造电商平台及物流配送体系
广博股份（002103）	办公群体	本册、办公文具	传统业务布局线上，依托广告和导购业务
晨光文具（603899）	学生及个人	书写工具、学生文具	整合升级线下平台，探索新的盈利点

数据来源：西南证券

对比国内同行业竞争对手，晨光文具在网络营销的进程上略显保守。主要原因是公司在传统的线下营销方面占优势，其主要消费群体是中小学生，电商对公司主营业务冲击不大，公司没有面临迫切转型的压力。

然而考虑到企业的长远发展，以及我国人口比例的变化可能会带来的影响，传统的实体店经营模式不一定具有可持续性，多元的业务模式才有助于公司保持市场竞争力。

虽然目前晨光文具只针对互联网推出了少数的产品，但这些产品对消费者和市场的定位比较准确，不是盲目赶潮流。例如“集客”套装产品，精致实用，契合了当代青年人文艺和怀旧的情怀；再如晨光的微信公众号平台，不仅仅是推广自己的产品，也有介绍文具常识的文章，或者宣传一些职场沙龙的活动，与潜在消费者互动。

在这个“互联网+”的时代里，晨光文具具有自己敏锐的判断力，也有不急于盲目转型的资本。我们对晨光文具从传统踏入互联网的前景比较看好。

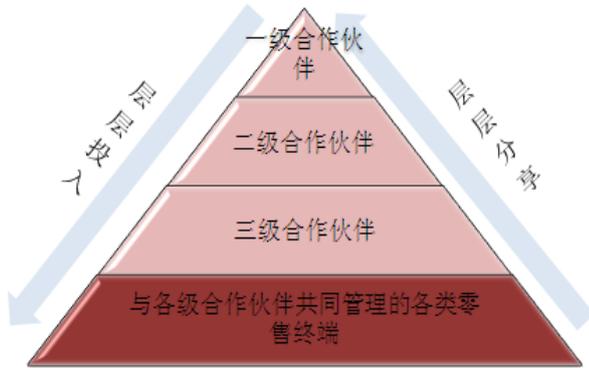
2、高效的分销管理体系，广覆盖的线下终端

一直以来，我国文具行业企业生产制造能力强，而销售渠道能力弱。近年来，部分国内厂商才开始努力强化销售网络建设，大力拓展国内市场。

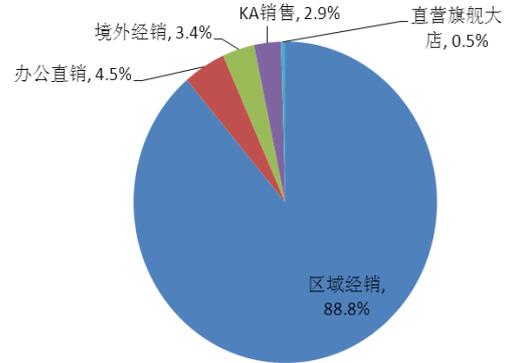
公司通过“晨光伙伴金字塔”营销模式，与合作伙伴构建了超过 6 万家门店，在全国学校周边渗透率达 80%，平均每 10 家校边终端文具店就有 3 家是晨光文具零售终端。

这是晨光文具在行业内最大的特色和优势。6 万家零售终端中约有 5.1 万家标准样板店，7200 家高级样板店和 4800 家加盟店。

与此同时，公司结合 KA 销售、境外经销、办公直销等销售模式，更好的适应行业渠道扁平化的趋势。

图 30：“晨光伙伴金字塔”营销模式


数据来源：招股说明书，西南证券

图 31：公司各类销售模式的销售收入构成


数据来源：招股说明书，西南证券

在渠道管理方面，公司重视市场秩序和经销商权益的维护，采取经销商下订单之后公司再发货的方式，与合作伙伴建立了紧密而良好的合作关系，也实现了一级经销商之间“零窜货”的价格管理成效以及经销商门店经营的现代化 4S 管理成果。

在产品经营方面，公司目前在省级合作伙伴层面已实现了晨光品牌产品“全排他”经营。目前公司在进一步加强对于终端渠道的控制力，争取在二、三级合作伙伴层面也做到产品的排他性，要做到这一点，产品种类的延伸很重要。

在门店改进方面，目前 6 万多家门店大部分是校内店或校边店，只有少数是办公店。大学城的发展给校边店带来了机遇，但是在校内或周边开店有一定门槛，甚至需要特殊政策支持，这方面晨光文具已经比竞争对手有优势。针对办公店，公司会在现有资源情况下进行规模化整合升级。

表 7：各类门店情况

项目	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
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
店铺形象			

数据来源：招股说明书，西南证券

随着文具行业的快速发展，公司需要进一步增强渠道深度，提高运营效率。短期来看，与自建大规模电商平台以及配套的物流体系所需的投入相比，公司若能成功的对线下平台进行二次开发，可能会带来更大的收益。

草根调研发现，许多门店选择与晨光合作甚至加盟连锁，主要是看重晨光品牌对于消费者的吸引力，且加盟之后盈利能力和抗风险能力都有所增强。

然而这么庞大的营销网络管理起来并不容易。在一些门店加盟的初期，公司大概每三个月会派人去跟进一次，随着门店数量的增加，这个间隔时间逐渐变为一年甚至更久。

而且对于这些市场店来说，要求他们做到产品全排他经营非常困难。我们发现大部分笔类产品已经做到排他了，但是其他文具类别的情况与公司理想的状态相去甚远。我们认为主要原因有两个：一是晨光品牌文具比其他品牌文具价格要高（例如看起来大小、厚度及纸张质量都差不多的一本记事本，晨光品牌的价格要高出约 20%），而消费者对于除笔类之外的其他文具品牌敏感度并不高；二是公司目前的产品种类还不足以覆盖门店经营所需的全部品种，所以经销商不可能只卖晨光品牌的产品。

要达到目标，公司尚需延伸产品种类，包括礼品、饰品和玩具，同时做好价格控制并进一步提升品牌形象。

另外，投资者普遍认为这个平台能够承载一些其他业务，如社区金融和物流快递。但是这 6 万家市场店公司并没有所有权，不能决定其具体经营业务。而且草根调研发现，晨光文具的样板店一般门面比较窄，并不适合开展诸如快递服务等业务。

综上所述，公司想要二次利用这些已有的终端资源，关键还是在于对渠道体系的整合升级。

表 8: 公司营销网络扩充升级项目

子项目	主要建设内容	投资金额（万元）	占比
加盟店扩充	将现有样板店中的 1.2 万家升级为加盟店	30,000	77.42%
样板店升级	对 4.5 万家现有及新增样板店的店招进行升级	6,750	17.42%
4S 店升级	对现有 1,000 家 4S 店升级改造	2,000	5.16%
合计		38,750.	100%

数据来源：招股说明书、西南证券

四、创新商业模式，寻找新的利润增长点

（一）直营旗舰店为消费者带来更多体验

晨光生活馆成立于 2013 年 5 月，是晨光文具的控股子公司，主要负责公司直营旗舰大店业务，是“全品类一站式”文化时尚购物场所。2014 年晨光生活馆实现销售收入 2,834 万元，占同期公司销售收入比重为 0.9%。

在选址建店方式上，主要通过新华书店系统内联营和购物中心自主建店两种方式。新华系统门店一般店址很好，而传统的图书行业也在寻求多元发展的道路，公司抓住机遇与新华门店联营建店，有利于快速形成一定的市场规模，财务风险相对较小。另外，逛书店的人有相当一部分是学生，也是晨光文具的有效客户。购物中心客流量比较大，公司通过自主建店丰富模式的多样性。

图 32：晨光生活馆


数据来源：公开资料，西南证券

现状与展望

与一般门店相比，晨光生活馆店面更加宽敞，商品的货架摆放更加专业。笔类产品放在店中央显眼位置，其他产品按分类摆放在四周。

我们看到即使是在这样的直营店里，也只有笔类产品做到排他，与公司希望的情况还有一定差距；另外，办公类文具除了文件夹和纸张之外，产品极少，办公类文具的货架上摆放了很多棋牌类游戏（如三国杀和飞行棋）和儿童玩具。

生活馆的消费群体比一般门店的范围要大，由于其店址较好，设计和装修也较好，许多青年人会因为对晨光品牌的回忆而进店体验，加之店里摆放的其他商品，如钱包、水杯、lock&lock 保鲜盒等，符合时尚潮流，也能吸引消费者。

我们认为要生活馆的立意很好，长远来看，在“互联网+”的时代，大部分实体店存在的意义更多是为消费者提供体验，比如 Apple Store。

但是目前生活馆还处于发展初期，要真正为公司带来收益，产品种类需要跟上进度，尤其针对办公类文具这个大市场，公司可以利用现有品牌知名度快速抢占市场份额。

（二）办公直销业务拓宽公司客户群

2012年12月5日，公司成立了控股子公司晨光科力普，具体负责公司的办公直销业务。2014年晨光科力普实现销售收入 15,387 万元，占同期公司销售收入比重为 5.1%。

科力普主要经营 B2B 业务，为企事业客户提供办公一站式服务。在国外发达市场，办公用品直销业务已经较为成熟，市场集中度较高，Staples 和 Office Depot 这样的超大型企业拥有较高的市场份额和较好的经济效益。

相对而言，国内办公直销市场正处在发展阶段，市场集中度较低，相关企业的规模化、专业化水平较低，但是市场空间广阔。

目前该细分行业存在几大发展趋势：一是办公用品企业逐渐向办公用品全产品线进行扩张；二是大客户直销被视为最重要的战略方向；三是线下业务向线上转移。针对这样的趋势，公司在进行积极有益的探索，高层也非常重视。

图 33: 晨光科力普



数据来源: 公开资料, 西南证券

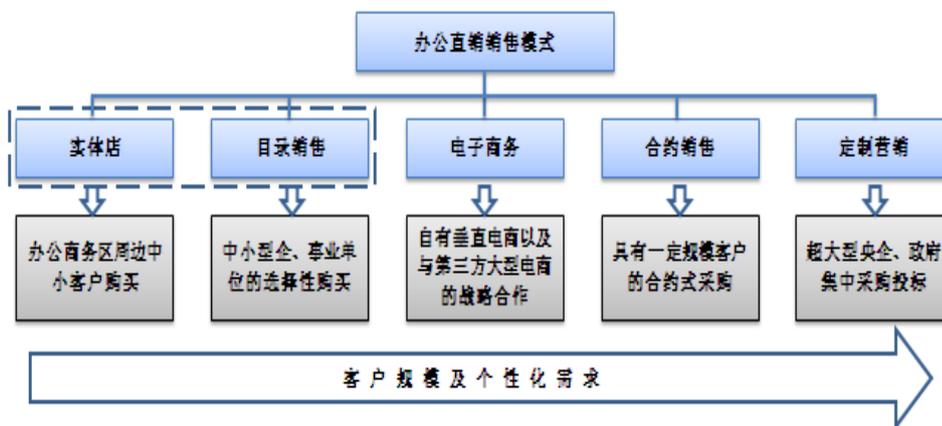
现状与展望

目前, 多家文具企业都在做基于互联网的办公用品销售, 但还没有哪家取得了明显优势。我们对比了晨光与其竞争对手的网上商城, 发现不管从网页设计还是上线产品种类来看, 各家都比较类似。客观来看, 办公用品各个品牌之间功能性的效用差异不大。

另外我们亲身体验了科力普的服务, 其产品种类齐, 送货速度快, 借着晨光的品牌效应, 我们认为公司有实力做好这项业务。

办公直销业务竞争力与盈利的关键在于高效的配送系统, 这也是晨光科力普现在还没有做大的瓶颈所在。科力普的产品全部是买断的, 物流方面, 上海地区是公司自己配送, 其他地区是第三方物流配送。若要将业务做大, 对存货和物流的需求会增大, 公司可能会考虑使用第三方物流, 可能会对其服务质量和盈利能力带来负面影响。公司在布局时小心谨慎也有其合理考虑。

图 34: 晨光科力普的销售模式



数据来源: 招股说明书, 西南证券

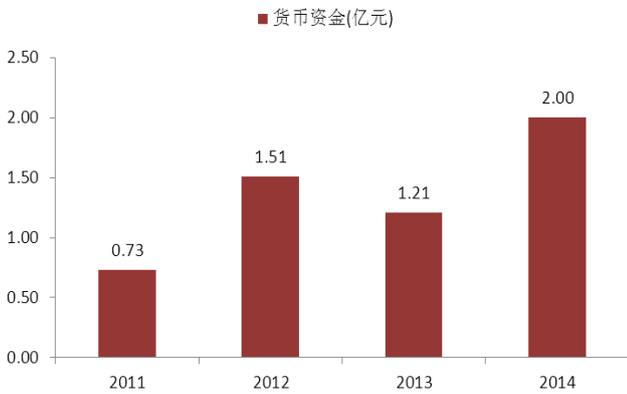
（三）良好的现金流为后续行业整合打好基础

晨光文具最初的产品只有笔类，后来扩展到书写工具，之后又逐渐延伸到学生文具和办公文具。公司专注于文具市场，与其竞争对手们大范围延伸产品种类的态势相比，显得非常低调。

我们认为短期内公司在发展方向上不会大幅转向，依然会专注于文具的生产和销售，可能会将领域拓宽到相邻市场，如礼品、饰品、电子文具及相应配件等，但总体上不会偏差太远。

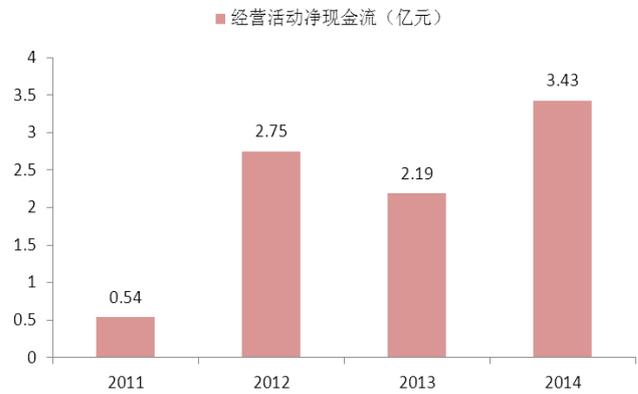
然而我们也看到公司经营活动现金流良好，借款甚至债务比例非常小，作为文具行业的龙头企业，未来并购整合一些能与公司产生协同互补效应的优质资产，能使公司受益。而且采用多元化战略，也有助于公司更好的应对市场的风险。

图 35: 公司货币资金情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 36: 公司经营活动净现金流情况



数据来源：各公司年报，西南证券

对于公司目前欠缺的产品种类，比如高端金属笔，我们认为公司不一定要采取自主研发、生产的策略，并购或者收购相应的优质企业在公司的资金能力范围之内，公司也不用面临经验或技术缺乏等困难。上市成功后，公司资金实力进一步充实，不排除后续公司加快行业内并购整合的步伐的可能。

五、盈利预测与估值

（一）未来三年盈利预测

根据公司过去几年的营业收入增长率、毛利率及行业趋势，对未来三年公司各项产品的销售收入和毛利率进行预测。关键假设如下：

- 1、未来三年公司的书写工具销售收入将实现约 27%的复合增速，毛利率保持在 29%-31%；
- 2、未来三年公司的学生文具销售收入实现约 22%的复合增速，毛利率维持在 20%以上；
- 3、未来三年公司加大力度发展办公文具业务，收入增速将保持在 40%，毛利率水平维持在 14%-15%；

4、未来三年公司将依托原有渠道优势推销其他产品，且加盟店数量有所增加，其他业务收入将实现超过 40% 的复合增速，毛利率基本保持不变。

5、公司的所得税率保持稳定。

表 9: 公司各项业务收入与盈利预测

(百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
书写工具					
收入	1056.84	1346.95	1683.69	2138.28%	2779.77
增速 (%)	11.64%	27.45%	25.00%	27.00%	30.00%
成本	692.86	920.11	1161.74	1496.80	1973.63
毛利率 (%)	34.44%	31.69%	31.00%	30.00%	39.00%
学生文具					
收入	732.55	911.25	1139.06	1389.65	1667.58
增速 (%)	21.61%	24.39%	25.00%	22.00%	20.00%
成本	532.21	676.23	854.29	1070.03	1317.39
毛利率 (%)	27.35%	25.79%	25.00%	23.00%	21.00%
办公文具					
收入	501.51	697.68	976.75	1367.45	1914.43
增速 (%)	73.41%	39.12%	40.00%	40.00%	40.00%
成本	427.14	600.43	840.01	1162.33	1627.27
毛利率 (%)	14.83%	13.94%	14.00%	15.00%	15.00%
其他业务					
收入	58.13	87.40	131.42	197.60	247.00
成本	489.65	65.75	98.86	148.65	185.81
合计					
营业收入	2359.86	3043.28	3930.92	5092.99	6608.78
增速 (%)	24.23%	28.96%	29.17%	29.56%	29.76%
营业成本	1714.72	2262.53	2945.14	3850.46	5027.52
毛利率 (%)	27.34%	25.65%	25.08%	24.40%	23.93%

数据来源: 公司公告、西南证券

(二) 相对估值

表 10: 上市可比公司与公司估值对比

股票代码	证券简称	最新股价	EPS (元)			PE		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
603899	晨光文具	38.05	0.74	0.87	1.06	51.54	43.74	36.06
002301	齐心集团	19.07	0.08	0.13	0.23	246.70	146.92	81.78
002103	广博股份	24.59	0.04	0.31	0.42	578.59	78.66	59.22

数据来源: Wind、西南证券

我们按照 Wind 三级行业—商品服务与用品（882214.WI）64 倍的动态市盈率，预计公司 2015-2017 公司 EPS 分别为 0.85 元，1.00 元和 1.15 元。对应目标价为 54.4 元，总市值 250 亿元，给予“买入”评级。

（三）绝对估值

关键假设如下：

- 1、无风险利率为中债十年期国债到期收益率；
- 2、 β 值采用 Wind 商业服务与用品行业的 β （最近 5 年，标的指数沪深 300）作为公司无杠杆 β 的近似值；
- 3、采用沪深 300 最近 5 年的平均收益率作为市场组合报酬率；
- 4、债务资本成本为中债十年期 AAA 企业债到期收益率；
- 5、假设实际税率稳定，为 17%。

表 11：绝对估值假设

关键性假设	数值
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	3.35%
市场组合报酬率 R_m	9.14%
β 系数	0.73
债务资本比重 W_d	5.00%
债务资本成本 K_d	4.77%
股权资本成本 K_e	7.57%
WACC	7.39%
有效税率	17.00%

数据来源：Wind，西南证券

表 12：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（亿元）
FCFF 现值	33.88
永续价值（残值）现值	124.15
企业价值	158.03
减：净债务价值	(5.29)
除：总股本（亿股）	4.60
每股价值（元）	35.50

数据来源：西南证券

六、风险提示

- 1、随着产能瓶颈突破，公司可能会面临市场规模增速低于预期而无法消化新增产能的风险；
- 2、原材料价格或大幅波动，劳动力成本上升；
- 3、替代产品对行业存有潜在不利影响；
- 4、若公司在扩张或转型的道路上过于保守，或将错失一些发展机会。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	30.43	39.31	50.93	66.09	净利润	3.29	3.80	4.48	5.13
营业成本	22.63	29.55	38.78	51.04	折旧与摊销	0.84	0.98	1.00	1.02
营业税金及附加	0.09	0.12	0.16	0.20	财务费用	-0.02	0.00	-0.02	-0.03
销售费用	2.07	2.70	3.45	4.50	资产减值损失	0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	2.02	2.70	3.50	4.51	经营营运资本变动	-0.52	-1.13	-0.86	-1.20
财务费用	-0.02	0.00	-0.02	-0.03	其他	-0.18	0.03	-0.01	0.01
资产减值损失	0.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3.43	3.67	4.60	4.92
投资收益	0.01	0.01	0.01	0.00	资本支出	-3.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.94	0.01	0.01	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2.46	0.01	0.01	0.00
营业利润	3.64	4.26	5.08	5.87	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.36	0.31	0.32	0.32	长期借款	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	3.99	4.57	5.40	6.18	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.70	0.77	0.92	1.05	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3.29	3.80	4.48	5.13	其他	-0.10	0.00	0.02	0.03
少数股东损益	-0.10	-0.12	-0.14	-0.16	筹资活动现金流净额	-0.09	0.00	0.02	0.03
归属母公司股东净利润	3.40	3.92	4.62	5.29	现金流量净额	0.87	3.68	4.63	4.95
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	2.00	5.69	10.32	15.27	成长能力				
应收和预付款项	1.00	1.44	1.85	2.39	销售收入增长率	28.96%	29.17%	29.56%	29.76%
存货	5.56	7.26	9.52	12.54	营业利润增长率	16.84%	17.19%	19.14%	15.58%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	19.27%	15.38%	17.90%	14.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	21.38%	17.64%	15.87%	13.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7.05	6.28	5.48	4.67	毛利率	25.65%	24.83%	23.86%	22.77%
无形资产和开发支出	1.30	1.15	1.00	0.85	三费率	13.35%	13.71%	13.60%	13.58%
其他非流动资产	0.60	0.55	0.49	0.44	净利率	10.82%	9.67%	8.80%	7.77%
资产总计	17.52	22.36	28.66	36.15	ROE	25.80%	22.94%	21.29%	19.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	21.28%	18.80%	17.00%	15.63%
应付和预收款项	3.85	4.67	6.22	8.20	ROIC	24.67%	24.82%	27.39%	28.94%
长期借款	0.01	0.01	0.01	0.01	EBITDA/销售收入	14.61%	13.31%	11.90%	10.37%
其他负债	0.90	1.11	1.39	1.76	营运能力				
负债合计	4.75	5.79	7.62	9.97	总资产周转率	2.00	1.97	2.00	2.04
股本	4.00	4.00	4.00	4.00	固定资产周转率	5.88	6.44	9.10	13.40
资本公积	0.54	0.54	0.54	0.54	应收账款周转率	54.40	58.57	55.90	56.58
留存收益	7.82	11.74	16.36	21.65	存货周转率	4.77	4.61	4.62	4.63
归属母公司股东权益	12.36	16.28	20.90	26.19	销售毛利率/净利率/现金收入	112.13%	—	—	—
少数股东权益	0.40	0.28	0.14	-0.01	资本结构				
股东权益合计	12.77	16.57	21.05	26.18	资产负债率	27.12%	25.90%	26.57%	27.59%
负债和股东权益合计	17.52	22.36	28.66	36.15	带息债务/总负债	0.21%	0.17%	0.13%	0.10%
					流动比率	1.89	2.58	2.93	3.10
					速动比率	0.66	1.28	1.64	1.81
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股收益	0.74	0.85	1.00	1.15
EBITDA	4.45	5.23	6.06	6.85	每股净资产	2.78	3.60	4.58	5.69
PE	51.90	44.98	38.15	33.31	每股经营现金	0.74	0.80	1.00	1.07
PB	13.81	10.64	8.37	6.73	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
PS	5.79	4.48	3.46	2.67					
EV/EBITDA	33.99	28.19	23.56	20.12					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn