

晨光文具 (603899) / 包装印刷
深耕文具行业独占鳌头，内生增长“晨光”初显
评级：增持（首次）

市场价格：31.07 元

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

联系人：蒋正山

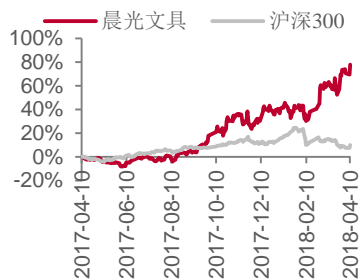
Email: jiangzs@r.qizq.com.cn

联系人：徐稚涵

Email: xuzh01@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	920
流通股本(百万股)	920
市价(元)	31.07
市值(百万元)	28934
流通市值(百万元)	28934

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4662.47	6357.10	8341.78	10827.43	14052.22
增长率 yoy%	24.36%	36.35%	31.22%	29.80%	29.78%
净利润	492.92	634.04	844.29	1037.98	1296.75
增长率 yoy%	16.63%	28.63%	33.16%	22.94%	24.93%
每股收益(元)	0.54	0.69	0.92	1.13	1.41
每股现金流量	0.74	0.78	0.70	0.45	0.99
净资产收益率	19.12%	22.32%	24.18%	25.13%	26.26%
P/E	34	39	34	28	22
PEG	2.04	1.36	1.03	1.22	0.88
P/B	8.80	8.74	8.38	7.08	5.92
备注:					

投资要点

- **公司是文具行业龙头企业，业绩表现优异。**晨光文具 2015 年登陆上交所，是文具行业仅有的两家上市公司之一，作为老牌文具厂商，渠道、研发优势显著，毛利率远超行业平均水平。2017 年实现总营收 63.57 亿元，同比增长 36.35%；实现归母净利润 6.34 亿元，同比增长 28.63%，业绩保持强劲增长势头。
- **需求增长叠加行业集中度提升，利好持续释放。**教育投入和学生人数的增长积极拉动需求，消费升级的大趋势也使得文具行业出现结构性转变，品牌企业受益明显；制笔协会数据显示，2017 年制笔行业规模以上企业利润实现 16.94 亿元，同比下降 11.15%，同期 18 家企业亏损，同比增长 20%，行业整合速度加快，集中度提升利好龙头。
- **积极扩展渠道，销售模式多点开花。**晨光共有 31 家一级（省级）经销商，零售终端多达 7.5 万家，龙头地位难以撼动；在区域经销持续推进的基础上探索办公直销、直营大店、电商等新渠道，依托晨光科力普、晨光生活馆和九木杂物社、晨光科技等子公司积极开展，进展良好，已经拥有自营线上平台和超过 1000 家授权线上店铺。
- **办公直销+精品文创，新业务带来新业绩爆发点。**办公直销是我国刚刚兴起的蓝海市场，依托子公司科力普拓展市场，并购海外办公直销龙头欧迪（中国），预期协同效应显著，对标美国龙头史泰博净利率有望达到 5%；精品文创进入收入兑现期，2017 年全国已有 152 家晨光生活馆，2016 年晨光生活馆实现总营业收入 1.51 亿元，同比增长 168.79%，单店收入对标无印良品未来可能有超过 19 倍的提升空间。
- **我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 83.42、108.27、140.52 亿元，同比增长 31.22%、29.80%、29.78%，实现归属于母公司净利 8.35、10.27、12.83 亿元，同比增长 33.16%、22.94%、24.93%，对应 EPS 为 0.92、1.13、1.41 元。我们给予晨光文具 2018 年 36 倍 PE，对应价格 33.12 元。首次覆盖，给予“增持”评级。**
- **风险提示事件：新业务拓展不及预期风险，文具行业竞争加剧风险。**

内容目录

文具行业稀有龙头，业绩增长亮眼.....	- 4 -
股权结构稳定，产品广泛需求旺盛.....	- 4 -
主业基础稳固，新业务稳步推进.....	- 5 -
多管齐下，全方位拓展销售渠道.....	- 7 -
文具市场空间潜力十足，多重因素驱动利好释放.....	- 8 -
文具市场体量巨大，未来提升空间明显.....	- 8 -
用户基数增长叠加消费升级，需求放量可期.....	- 9 -
行业集中度提升，规上企业受益增长显著.....	- 10 -
办公直销+精品文创，战略布局潜力可期.....	- 11 -
科力普并购欧迪同向发力，瞄准办公直销新蓝海.....	- 11 -
晨光生活馆+九木杂物社，全力部署精品文创.....	- 14 -
盈利预测与投资建议.....	- 17 -
风险提示.....	- 18 -
新业务拓展不及预期风险.....	- 19 -
文具行业竞争加剧风险.....	- 19 -

图表目录

图表 1: 晨光文具股权结构.....	- 4 -
图表 2: 晨光文具参控股公司.....	- 4 -
图表 3: 晨光文具细分产品.....	- 5 -
图表 4: 晨光文具产量、销量及库存 (亿支).....	- 5 -
图表 5: 晨光文具细分产品产销率.....	- 5 -
图表 6: 晨光文具营业收入 (万元).....	- 6 -
图表 7: 晨光文具归属母公司股东的净利润 (万元).....	- 6 -
图表 8: 晨光文具各级合作伙伴.....	- 6 -
图表 9: 晨光文具细分产品毛利率 (%).....	- 7 -
图表 10: 晨光文具销售模式.....	- 7 -
图表 11: 晨光经销商渠道部署 (2017H1).....	- 8 -
图表 12: 晨光自营电商平台.....	- 8 -
图表 13: 晨光京东旗舰店.....	- 8 -
图表 14: 在校学生数量 (万人).....	- 9 -
图表 15: 公共财政教育支出 (亿元).....	- 9 -
图表 16: 农村、城镇居民可支配收入 (元).....	- 9 -
图表 17: 文具行业毛利率.....	- 10 -
图表 18: 行业规上企业营业收入 (亿元).....	- 10 -

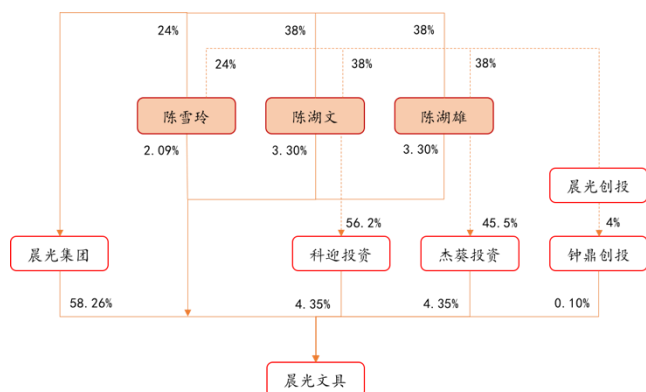
图表 19: 行业规上企业利润 (亿元)	- 10 -
图表 20: 办公文具-代理产品营收	- 11 -
图表 21: 办公文具-代理产品毛利率	- 11 -
图表 22: 欧迪办公门店形象	- 12 -
图表 23: 欧迪中国部分客户	- 12 -
图表 24: 晨光文具、齐心集团办公类业务增长	- 12 -
图表 25: 科力普一站式办公解决方案	- 13 -
图表 26: 办公直销模式演进	- 13 -
图表 27: 史泰博、欧迪营业收入 (万美元)	- 13 -
图表 28: 史泰博、欧迪销售毛利率 (%)	- 13 -
图表 29: 史泰博营业收入 (万美元)	- 14 -
图表 30: 史泰博销售净利率 (%)	- 14 -
图表 31: 晨光生活馆店铺形象	- 14 -
图表 32: 晨光生活馆陈设	- 14 -
图表 33: 九木杂物社店铺形象	- 15 -
图表 34: 九木杂物社陈设	- 15 -
图表 35: 晨光代理产品-学生文具营收 (万元)	- 15 -
图表 36: 晨光代理产品-学生文具毛利率	- 15 -
图表 37: 无印良品主营收入 (百万日元)	- 16 -
图表 38: 无印良品净利润 (百万日元)	- 16 -
图表 39: 无印良品门店形象	- 16 -
图表 40: 无印良品商品陈设	- 16 -
图表 41: 2016 年底无印良品店铺分布	- 17 -
图表 42: 无印良品营收 (中国大陆, 亿元人民币)	- 17 -
图表 43: 无印良品单店营收 (万元人民币)	- 17 -
图表 44: 可比公司盈利预测与估值表	- 18 -
图表 45: 晨光文具三大财务报表	- 18 -

文具行业稀有龙头，业绩增长亮眼

股权结构稳定，产品广泛需求旺盛

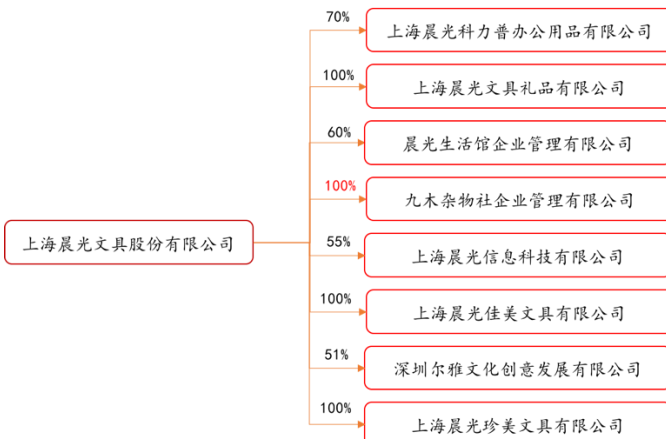
- 文具行业领导品牌。**晨光文具定位“整合创意价值与服务优势的综合文具供应商”，传统核心业务为“晨光”品牌书写工具、文具等的设计、研发、制造和销售全流程。公司连续 5 年在“中国轻工业制笔行业十强企业”评比中蝉联第一，并连续 7 年被评为“中国特许连锁 120 强”，是中国仅有的 4 家销售额超过 10 亿的文具企业之一。
- 股权结构稳定，子公司新业务进展顺利。**公司为家族式企业，由陈雪玲、陈湖文、陈雪雄三人直接或间接对公司进行控制，集中的股权结构有力的保持了公司决策统一，由创始人对公司持续控制维持了公司战略的一致性。子公司包括晨光科力普、晨光生活馆和晨光信息科技等公司，其中晨光科力普是公司旗下一站式办公服务平台，2017 年实现营收 12.55 亿元，同比增长达 143%；晨光生活馆是公司拓展精品文创的子品牌，2016 年总营收 1.51 亿元，同比增幅 168.79%，均展现出新业务良好的进展态势。

图表 1：晨光文具股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：晨光文具参控股公司

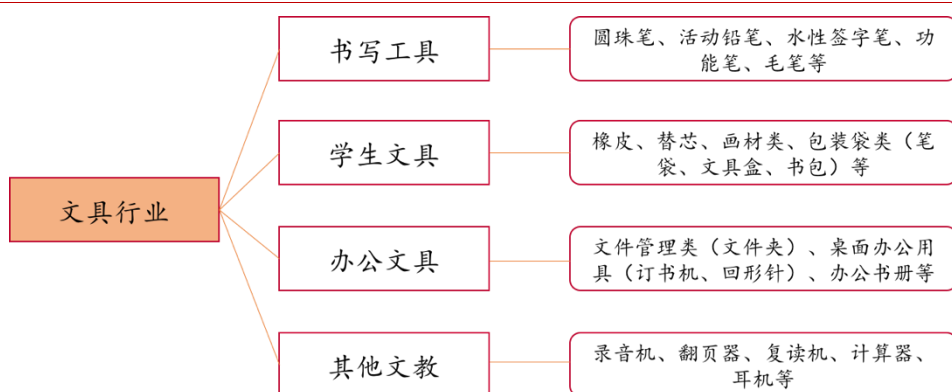


*红色为间接持有

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 产品涵盖全部文具类别，产销率持续提升。**公司深耕文具行业多年，产品覆盖从书写用具到文具等全部品类，产量、销量均持续上升，产销比显现出增长趋势，表明产品需求的持续提升。

图表 3: 晨光文具细分产品



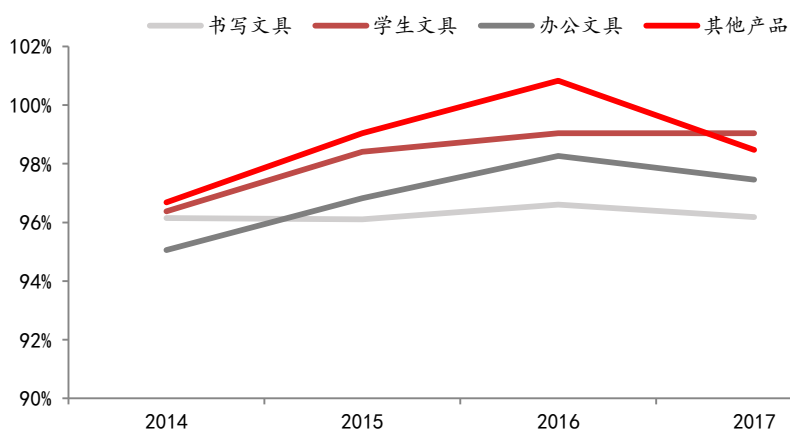
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 晨光文具产量、销量及库存 (亿支)

年份	销量				产量				库存			
	书写文具	学生文具	办公文具	其他产品	书写文具	学生文具	办公文具	其他产品	书写文具	学生文具	办公文具	其他产品
2014	16.36	24.00	4.64	0.60	17.01	24.90	4.88	0.62	0.27	3.25	0.59	0.09
2015	17.99	28.68	5.89	0.63	18.72	29.14	6.08	0.63	3.44	3.71	0.78	0.10
2016	19.40	33.55	7.99	0.64	20.08	33.88	8.13	0.64	4.12	4.03	0.92	0.09
2017	20.28	36.98	12.14	0.68	21.09	37.34	12.46	0.69	4.92	4.39	1.24	0.10

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 晨光文具细分产品产销率



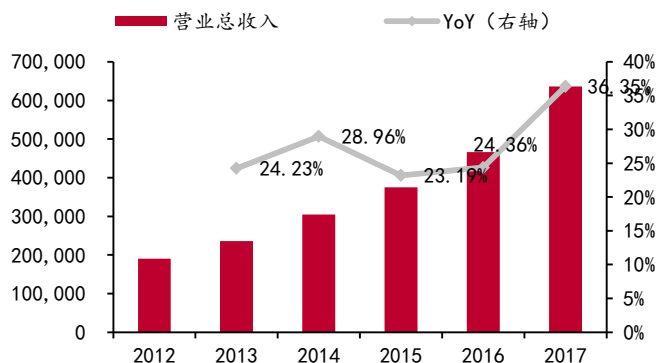
来源: 公司官网、中泰证券研究所

主业基础稳固，新业务稳步推进

- 公司 2017 年实现总营收 63.57 亿，同比增长 36.35%，近五年增速均保持在 20% 以上；实现归母净利润 6.34 亿元，同比增长 28.63%。增长动力主要来自于精品文创晨光生活馆、办公一站式服务平台晨光科力普，以及互联网和电子商务平台晨光科技等新业务。晨光科力普、晨光生活

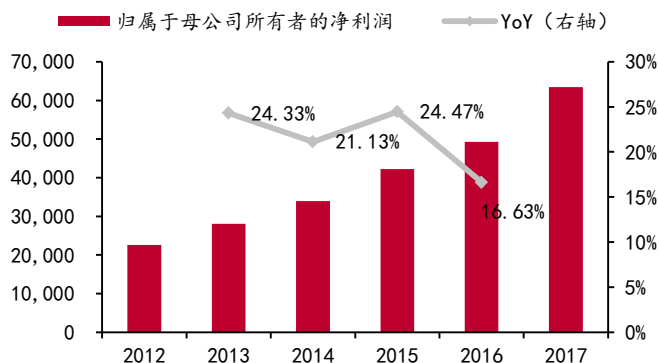
馆和晨光科技通过前期的筹备已经进入高速增长轨道，新业务同比增幅达 127%，同时叠加传统业务稳定贡献的 20% 的营收增长，业绩总体提升显著。

图表 6: 晨光文具营业收入 (万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 晨光文具归属母公司股东的净利润 (万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 渠道、研发、生产稳步推进，核心业务进展良好。**
 - 1) 聚焦终端，渠道持续升级。**截至 2017 年底，公司在全国拥有 31 家一级（省级）合作伙伴、超过 1200 个城市的二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端超过 7.5 万家。此外，公司在泰国和越南拥有超过 2000 家零售终端，渠道持续优化升级，单店质量提升显著并向全国复制推广；
 - 2) 研发力度加码。**2016 年公司开发新品 2262 款，2017 年公司开发新品超 2000 款，高价值针管笔头和直液式水性子弹笔头的成功开发和顺利量产，丰富了高价值产品品类，提升毛利率的同时，带动了存量市场持续增长；
 - 3) 生产优化，精益化水平抬升。**自产产能继续稳步增长，升级核心制造环节品控、核检体系，完善技术分享并上线 MES 系统，缩短产品开发周期，生产成本进一步降低。

图表 8: 晨光文具各级合作伙伴

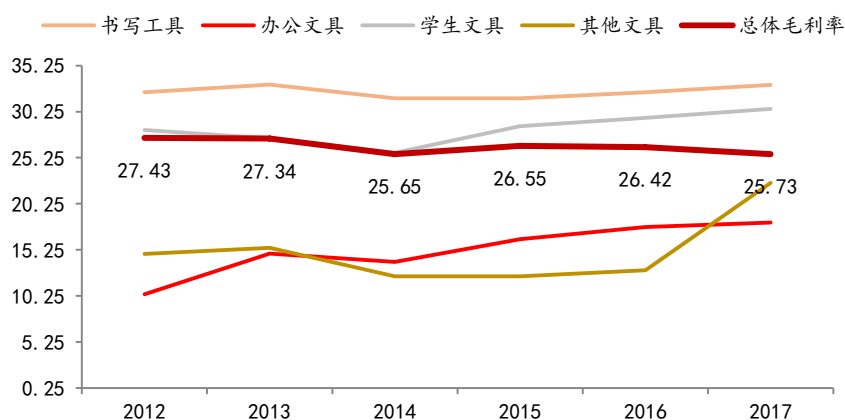


来源: 公司官网、中泰证券研究所

- 毛利率整体稳定，办公业务毛利提升明显。**2012-2017 年各项业务毛利率水平整体稳定，2017 年总体毛利率 25.73%，其中办公文具毛利率提

升明显，其余细分产品毛利率也均呈现不同程度的上升态势。

图表 9: 晨光文具细分产品毛利率 (%)

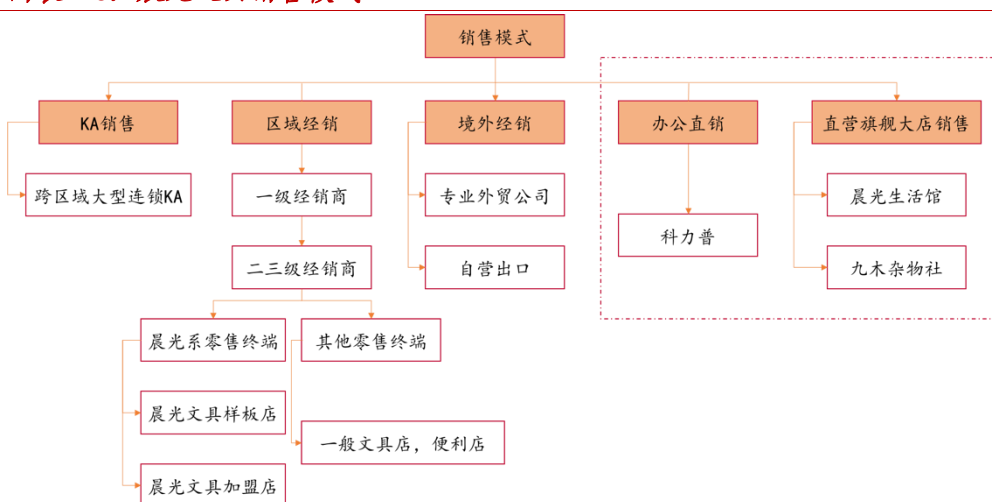


来源：公司官网、中泰证券研究所

多管齐下，全方位拓展销售渠道

- **渠道广泛，销售模式优势凸显。**对于文具企业而言，盈利十分依赖终端销售，所以渠道在产业当中仍然是最重要的环节之一。依照终端类型，晨光销售渠道分为 KA 销售、区域（经销商）销售、境外经销、办公直销和直营大店六类，后两种分别对应新业务晨光科力普以及晨光生活馆、九木杂物社。

图表 10: 晨光文具销售模式

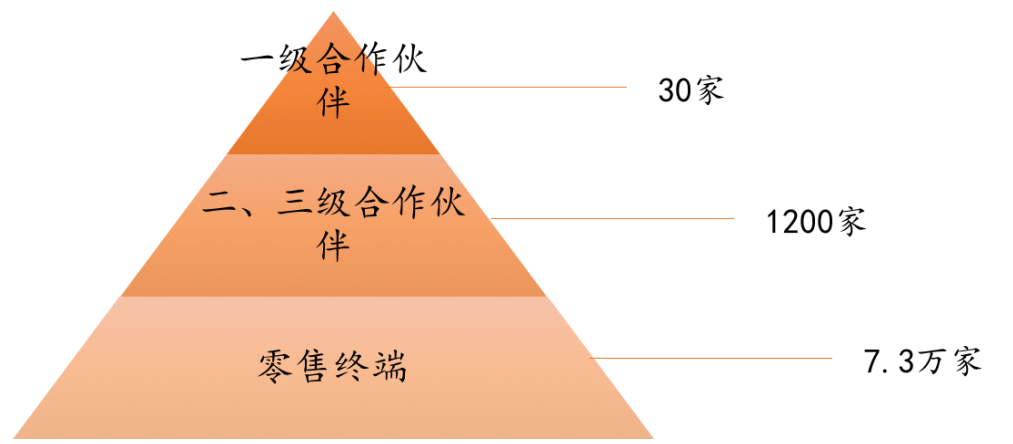


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **在**
传统渠道上，晨光优势依旧明显。晨光拥有多种加盟形式，并在提高单店质量的基础上采用规模化、可复制的方式进行全面部署。截至 2017 年底，已在在全国拥有 31 家一级（省级）合作伙伴、超过 1200 个城市的二、三级合作伙伴，超过 7.5 万家零售终端，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。

图表 11: 晨光经销商渠道部署 (2017H1)



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 在区域营销的基础上，积极发展办公直销、直营大店销售、KA 销售和境外经销等销售模式。办公直销依托子公司科力普开展，自营线下店铺主要包括晨光生活馆和九木杂物社，截至 2017 年底公司在全国已有 177 家直营大店。同时积极开创电子商务平台，上线京东、天猫、亚马逊、1 号店、苏宁 POP 店等多个店面，截至 2017 年末，线上渠道有效授权店铺已经超过 1000 家，全渠道网络初具格局，为营销提供强有力的支撑。

图表 12: 晨光自营电商平台



来源：公开资料、中泰证券研究所

图表 13: 晨光京东旗舰店



来源：公开资料、中泰证券研究所

文具市场空间潜力十足，多重因素驱动利好释放

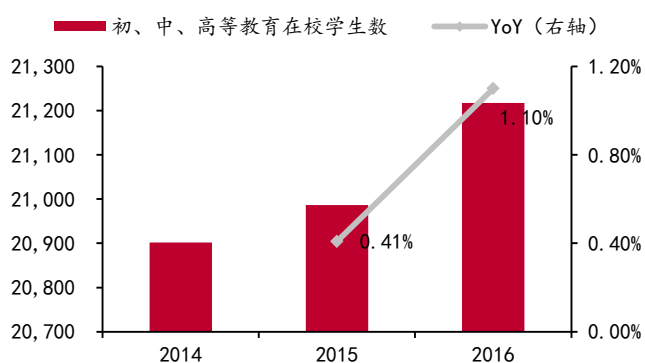
文具市场体量巨大，未来提升空间明显

- 市场蕴含千亿规模，潜力仍待发掘。作为典型的“小产品，大市场”，文具行业近几年市场容量持续扩充，根据 2015 年制笔行业协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》，中国文具行业（不包括办公设备和家具）市场规模约 1500 亿元，而国际文具市场规模约 2,500 亿美元，只占国际市场 8.60% 的份额，而中国人口占世界比重 19.56%，我国文具行业深度有极大的提升空间。

用户基数增长叠加消费升级，需求放量可期

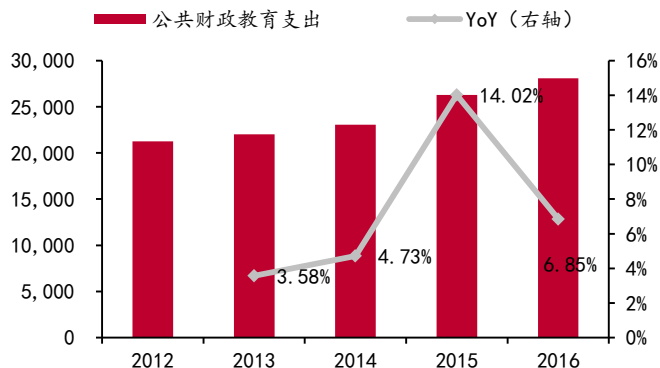
- 学生数量和教育投入持续增长。**学生和办公人士构成了文具产品庞大的核心消费群体，其中，学生对于文具产品的消耗频繁，消费意愿也较强，是文具消费的中流砥柱，2016年在校初、中、高等教育在校学生达2.12亿人，近几年均保持了稳定的提升幅度；财政在教育方面的支出也不断增加，2016年达到了2.81万亿元，教育投入会从刺激入学人数和采购两个方面作用提升市场对文具的总体需求。

图表 14: 在校学生数量 (万人)



来源: WIND、中泰证券研究所

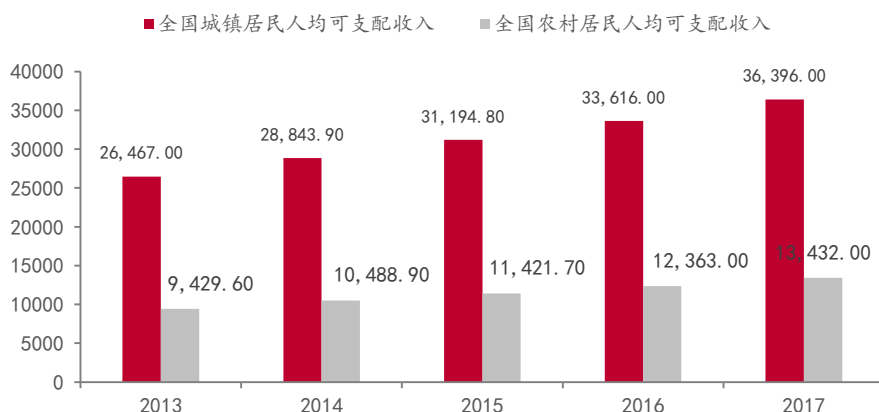
图表 15: 公共财政教育支出 (亿元)



来源: WIND、中泰证券研究所

- 人均收入提升，消费升级带来结构性机会。**2017年，全国城镇居民可支配收入提升至3.64万元，农村则达到了1.34万元，收入的提升随之带来消费升级，消费需求会由“可用”逐渐转化为“好用”，拥有良好声誉和知名度的品牌企业会因此占据更大的市场份额。

图表 16: 农村、城镇居民可支配收入 (元)

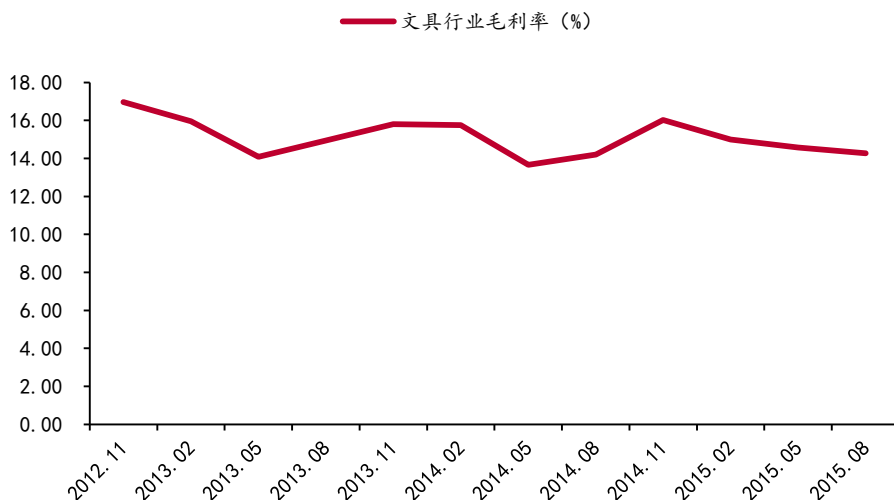


来源: WIND、中泰证券研究所

行业集中度提升，规上企业受益增长显著

- **行业竞争加剧，亏损企业持续增多。**制笔协会数据显示，2017年文具行业共有18家企业亏损，亏损额达到0.15亿，同比分别增长20%和下降20.14%，文具行业平均毛利率水平也一直徘徊在15%上下。

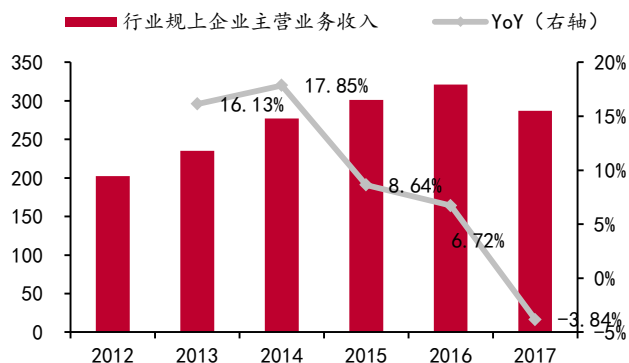
图表 17: 文具行业毛利率



来源：中国制笔协会、中泰证券研究所

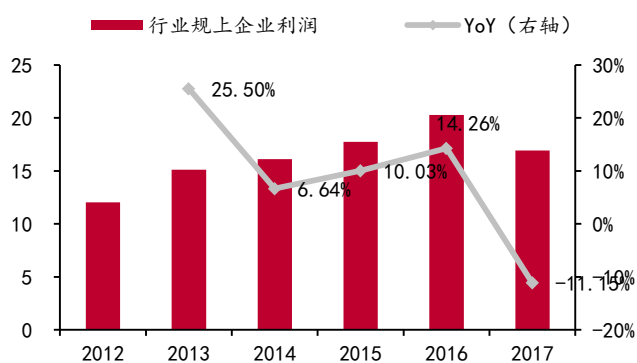
行业龙头相比之下呈现反向上升趋势，2017年文具行业规模以上企业主营业务收入达到了287.13亿元，同比下降3.84%；规上企业利润实现16.94亿元，同期下降11.15%，龙头例如晨光文具毛利率可高达26%以上。大幅增多的亏损企业和龙头企业持续增长现状揭示了市场整合的紧凑步伐，市场份额和利润正在积极向龙头转移。

图表 18: 行业规上企业营业收入 (亿元)



来源：中国制笔协会、中泰证券研究所

图表 19: 行业规上企业利润 (亿元)



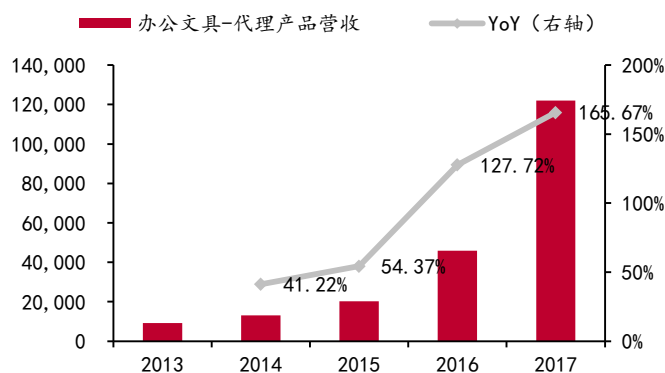
来源：中国制笔协会、中泰证券研究所

办公直销+精品文创，战略布局潜力可期

科力普并购欧迪同向发力，瞄准办公直销新蓝海

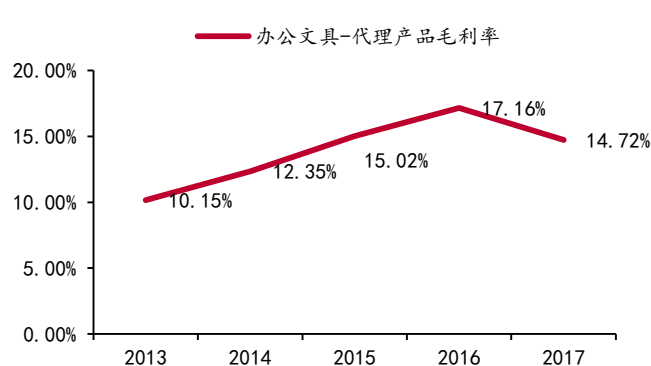
- 科力普业务跨越式增长，代理产品占比近 9 成。**晨光旗下的一站式办公服务平台科力普表现突出，2016 年实现营业收入 5.16 亿元，同比增长达 126.85%；2017 年实现营业收入 12.55 亿元，同比增长 143%，形成跨越式增长。办公文具收入中，代理产品主要是指科力普代销的非晨光产品，2017 年办公文具-代理产品实现营业收入 12.2 亿元，同比增长 165.67%，占科力普营收的 97%；2016 年营收 4.59 亿元，占科力普营收的 89%，代理产品的毛利率逐年增长，17 年有所下滑。

图表 20：办公文具-代理产品营收



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 21：办公文具-代理产品毛利率



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 毛利提升空间大，项目积极落地支撑业绩。**大客户占比高、毛利较低，使得科力普现阶段的整体毛利水平处于低位，后期随渠道深入，中小客户比例提升后会对毛利有积极的改善。项目上陆续推进，成功中标福建、成都等政府采购项目，以及大型公司采集项目，并在全国十几个省份发展了服务合作伙伴以强化区域本土化服务能力，同时在重点城市设立自建物流，提高物流响应速度，降低成本，均为科力普高速增长提供强劲动力。
- 科力普收购欧迪办公，强化办公直销领域形象。**2017 年 6 月，晨光科力普以零对价收购欧迪（中国）100% 股权，收购完成后，欧迪中国成为晨光科力普全资子公司，并被授予商标（包括"Office Depot"商标）的独占许可权和使用特定被许可商标的特定域名，授权有效期 10 年。欧迪（"Office Depot"）成立于 1986 年，总部位于美国佛罗里达州，年销售额约 121 亿美元，全球员工近 4.1 万人，为 53 个国家和地区的客户提供办公产品与办公服务，拥有全球 1550 余家零售店以及全球第三的电商网站，在办公用品领域享有盛名。欧迪办公（中国）拥有多个分公司，员工 600 多人，拥有近 20000 平米的物流中心，拥有大量优质客户，已成为我国最大的办公产品和服务提供商及最大的 B2B 电子商务企业之一。

图表 22: 欧迪办公门店形象



来源: 公开资料、中泰证券研究所

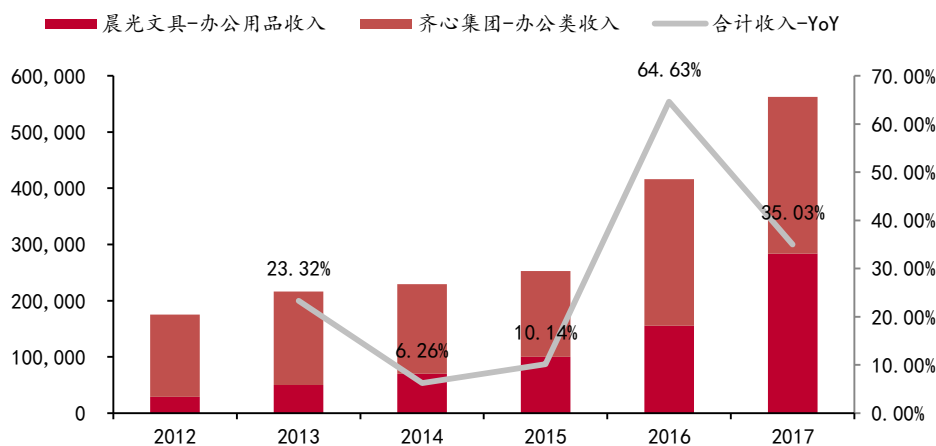
图表 23: 欧迪中国部分客户



来源: 公开资料、中泰证券研究所

- **办公直销市场广阔。**细分来看，办公用品包括了文具的几乎所有品类，不仅仅是日常的铅笔、水性笔和功能笔等书写工具，还包括了文件夹、文件包、复印纸等纸类以及计算器、打卡器等多种小型电器，大到复印机、电脑和各类耗材，办公文具作为 B 端企业的刚性需求将会持续激发市场活力。从产业信息网数据来看，国内办公用品市场容量为 215 亿美元，而美国办公文具市场容量为 429 亿美元，中国目前的市场容量仅有美国 50%，市场总量上仍有广阔的发展余地。中国市场两大龙头（晨光文具、齐心集团）办公类业务的收入同比保持高速增长态势。

图表 24: 晨光文具、齐心集团办公类业务增长



来源: WIND、中泰证券研究所

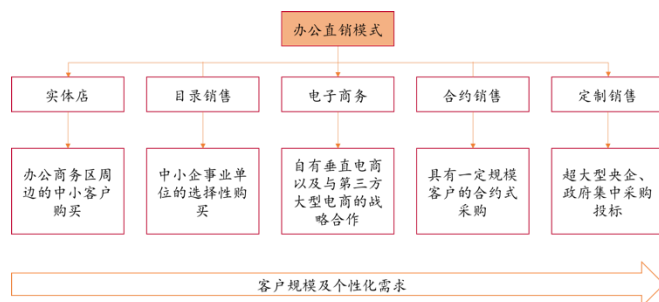
- 在广阔的市场空间基础上，办公直销作为对接企业需求的新兴渠道，从简单批发走向“硬件采购+软件升级+配套服务”全套定制采购方案，由线下采购向“线上+线下”的全渠道转移，已经形成了一种初具规模的生态链，有效提升采购效率并降低采购成本，对增强用户粘性和培养品牌意识有重要作用，已经是国外流行的办公用品销售模式。目前国内尚处于发展期，办公直销市场尚未被完全发掘，但随着客户对采购要求的提升和市场竞争加剧，办公直销模式预期将成为办公用品行业未来发展的一大趋势。

图表 25: 科力普一站式办公解决方案



来源: 公司官网、中泰证券研究所

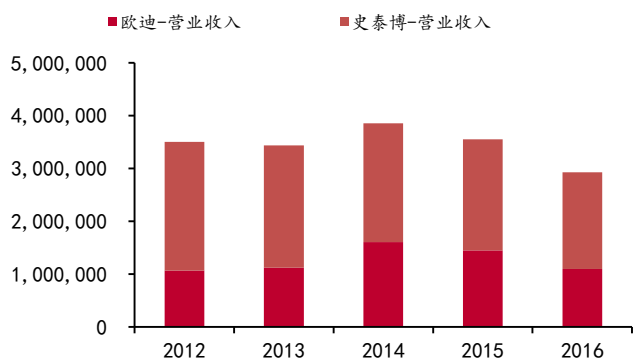
图表 26: 办公直销模式演进



来源: 公司公告、中泰证券研究所

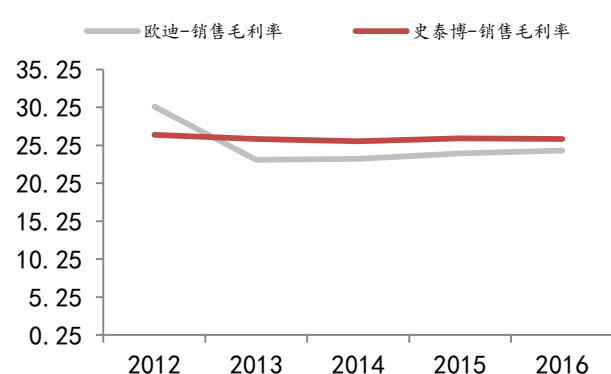
- 国外办公直销发展成熟，对标史泰博业务预期良好。在发达国家市场，办公用品直销已属于相对较为成熟的行业，市场集中度较高，少数几家超大型企业拥有较高的市场份额和较好的经济效益，最大两家史泰博和欧迪营业收入合计稳定在 300 亿美元以上，毛利率维持 25% 左右，其中史泰博在美国办公用品行业排名第一，2016 年实现营收 182 亿美元，市占率高达 48%。

图表 27: 史泰博、欧迪营业收入 (万美元)



来源: WIND、中泰证券研究所

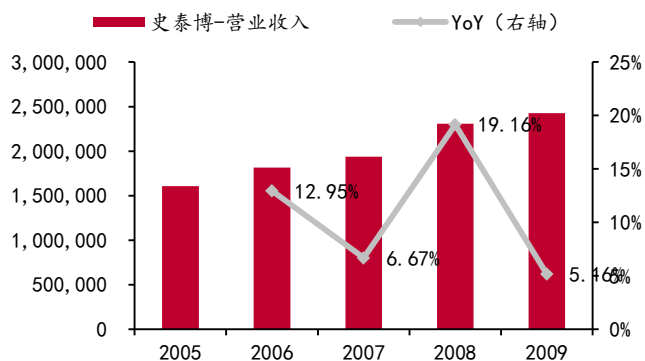
图表 28: 史泰博、欧迪销售毛利率 (%)



来源: WIND、中泰证券研究所

- 与史泰博百亿美元级别的营收相比，科力普仍处于初创时期，借助国内办公用品市场的高速增长和母公司晨光文具的资源优势，以及直销经营模式对传统办公用品销售的替代，科力普有望保持营收规模的高速增长；而晨光科力普收购欧迪中国，整合欧迪品牌影响力、经验储备及大客户资源，将进一步提升在办公直销领域的市占率，助推公司办公直销业务向全国延伸，并与母公司形成良好协同。
- 对标史泰博，科力普盈利能力有较大提升空间。史泰博 2005 年营收达到 160 亿美元，净利率 5.19%，彼时史泰博处于稳定发展期，市场份额稳居第一，办公用品市场成熟，宏观经济环境稳定向上；作为国内办公直销的领军者和先行者，科力普仅处于盈亏平衡点，随着跟欧迪中国供应链整合，未来公司的办公直销盈利能力有望提升。我们认为随着科力普发展步入平稳期后，净利率有望保持在 5% 左右。

图表 29: 史泰博营业收入 (万美元)



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 30: 史泰博销售净利率 (%)



来源: WIND、中泰证券研究所

晨光生活馆+九木杂物社, 全力部署精品文创

- 晨光生活馆和九木杂物社是晨光旗下的精品文创品牌。晨光生活馆聚焦书店渠道, 精品文具店为模式, 提供标准化运营管理体系和多样化商品组合, 截至 2017 年全国已有 152 家晨光生活馆, 2016 年晨光生活馆实现总营业收入 1.51 亿元, 同比增长 168.79%, 主打中高端文具产品的精品文创增长潜力已经开始显现。

图表 31: 晨光生活馆店铺形象



来源: 公开资料、中泰证券研究所

图表 32: 晨光生活馆陈设



来源: 公开资料、中泰证券研究所

- 相比晨光生活馆, 九木杂物社定位在“精品小百货”模式, 战略打法上以优化商品结构、强化商品组合能力、加快上新速度和场景搭建为主, 文具类产品比重相比减少, 取而代之的是更多的代理产品以及依托丰富产品组合形成的购物场景, 瞄准购物体验的提升。截至 2017 年, 全国已有 25 家九木杂物社。

图表 33: 九木杂物社店铺形象



来源: 公开资料、中泰证券研究所

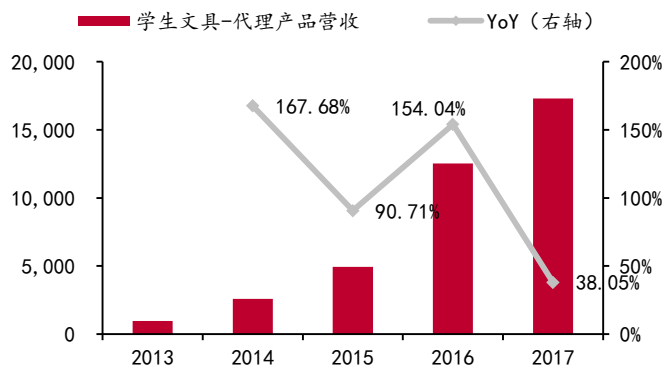
图表 34: 九木杂物社陈设



来源: 公开资料、中泰证券研究所

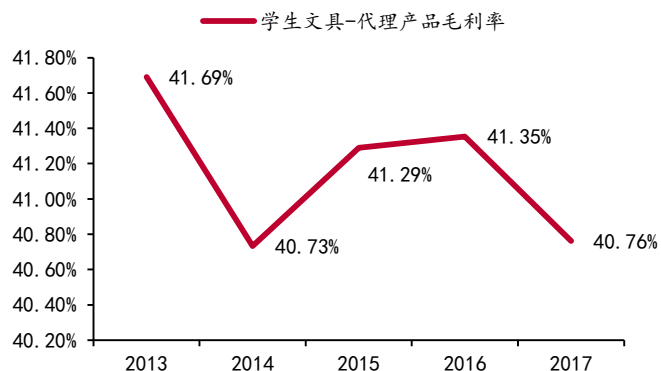
- **直指消费升级痛点, 精品文创进入收入兑现期。**从收入上看, 学生文具类代理产品收入主要来自于已经具有一定规模的晨光生活馆, 营收和利润都开始集中兑现, 2017 年学生文具类一代理产品营收 1.73 亿元, 同比增幅为 38.05%, 代理产品和晨光自身产品相互引流, 构建最优化商品组合, 协同效应显著; 2017 年学生文具类一代理产品毛利率为 40.76%, 晨光生活馆的品牌溢价明显。未来随着晨光生活馆部署深入和品牌进一步推广, 对上游议价能力增强, 同时直营店运营降低渠道费用, 利润空间有望进一步释放。

图表 35: 晨光代理产品-学生文具营收 (万元)



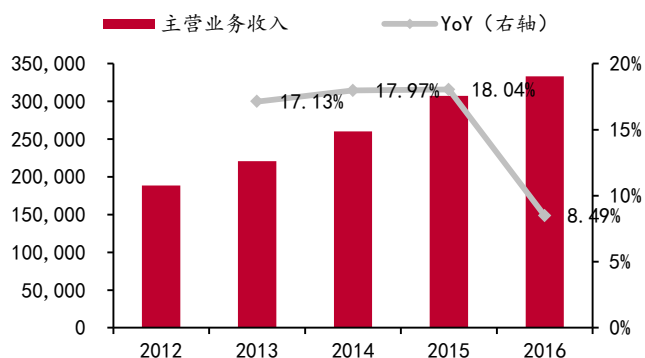
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 36: 晨光代理产品-学生文具毛利率

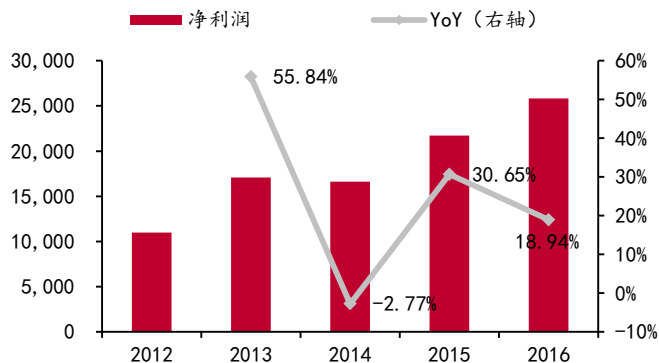


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **对标无印良品, 高品质百货直营未来将大有可为。**“无印良品(MUJI)”创始于日本, 其是中高端百货的典型品牌, 1983 年, 无印良品在东京青山开设了第一家旗舰店, 几年内在日本就有了上百家专卖店。1991 年, 无印良品在伦敦开设了它的第一家海外专卖店, 此后陆续进入法国、瑞典、意大利、挪威、爱尔兰等国家, 2016 年拥有门店 821 家, 版图扩展至 20 余个国家或地区。2016 年无印良品品牌母公司良品计画实现主营业务收入 3333 亿日元, 同比增长 8.49%; 净利润 258 亿日元, 同比增长 18.94%, 业绩增长显著。

图表 37: 无印良品主营收入 (百万日元)


来源: WIND、中泰证券研究所

图表 38: 无印良品净利润 (百万日元)


来源: WIND、中泰证券研究所

- 2005年7月,其上海专卖店正式开业,一时间高端生活百货在中国蔚然成风,通过无印良品数年在华的经营和扩张,消费者开始逐渐接受高品质百货,同时高品质、多品类也契合了消费升级的需求,中高端百货的品牌溢价开始显现;另一方面无印良品大力发展直营店,销售流程和供应链全部由公司自主负责,降低渠道费用的同时增强品控,成本及品质优势进一步凸显,增强品牌价值,与晨光生活馆和九木杂物社推崇的“直营大店”有异曲同工之处。

图表 39: 无印良品门店形象

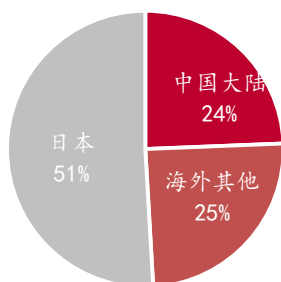

来源: 公开资料、中泰证券研究所

图表 40: 无印良品商品陈列


来源: 公开资料、中泰证券研究所

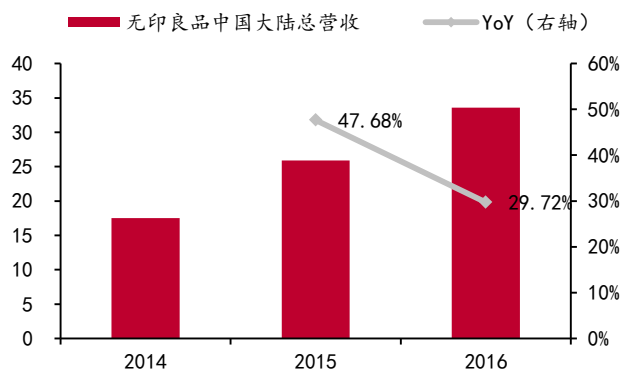
- 截至2016年末,无印良品在中国大陆共有200家店铺,占海外店铺的49.63%,占总店铺数量的24.36%,中国大陆已经是无印良品最大的海外市场,2017年计划新开店铺中中国大陆占比高达47.62%;营收上来看,2016年在中国大陆的营收高达33.57亿元人民币,同比增幅达29.72%,占到了海外营收的46.74%,占集团营收的16.49%,无印良品在中国的业绩增长显著,而无印良品对中国市场的重视和深入部署也侧面印证了中国中高端百货市场强劲的生长潜力。

图表 41: 2016 年底无印良品店铺分布



来源: WIND、中泰证券研究所

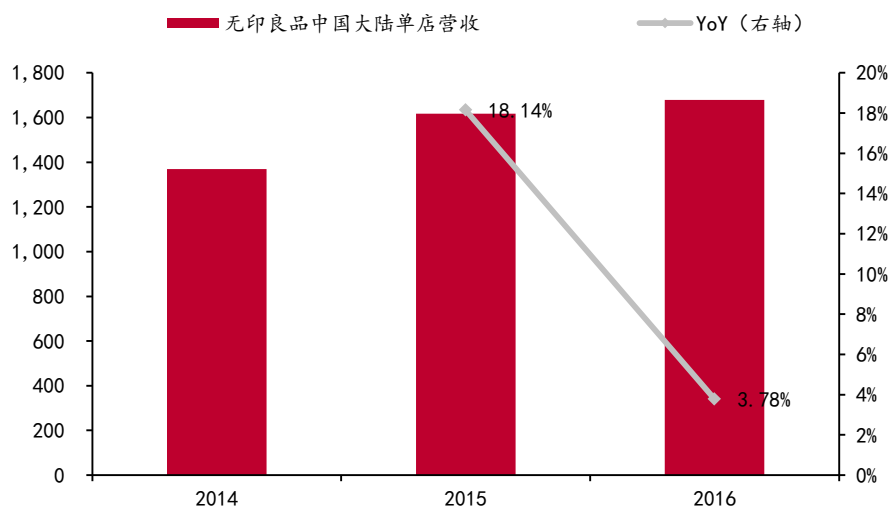
图表 42: 无印良品营收 (中国大陆, 亿元人民币)



来源: WIND、中泰证券研究所

- 从单店收入来看, 2016 年无印良品在中国大陆单店营收平均 1678.4 万人民币, 而晨光生活馆单店营收 2016 年仅 87.28 万元, 相比 MUJI 有超过 19 倍的效益提升空间, 可见晨光生活馆和九木杂物社仍然存在极大的发展潜力。

图表 43: 无印良品单店营收 (万元人民币)



来源: WIND、中泰证券研究所

- 消费升级和消费者接受度提升拉动高品质百货需求增长, 晨光生活馆和九木杂物社依托集团资源、管理优势和晨光品牌知名度, 可以快速打通初期部署障碍, 迅速占领中高端百货市场, 同时, 直营大店模式将展现成本和品控优势, 进一步提升晨光生活馆和九木杂物社的核心竞争力。

盈利预测与投资建议

- 我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 83.42、108.27、140.52 亿元, 同比增长 31.22%、29.80%、29.78%, 实现归属于母公司净利 8.35、

10.27、12.83 亿元，同比增长 33.16%、22.94%、24.93%，对应 EPS 为 0.92、1.13、1.41 元。参照可比公司齐心集团 2018 年 32 倍 PE，晨光文具应当享有一定龙头溢价，我们给予晨光文具 2018 年 36 倍 PE，对应价格 33.12 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 44：可比公司盈利预测与估值表

可比公司	股票代码	股价	EPS (元)				PE		
			2018/2/1	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
齐心集团	002301	15.8 元	0.33	0.50	0.64	54.47	31.79	24.64	
备注	盈利预测数据和 PE 估值均来自 wind 一致预期								

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 45：晨光文具三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6357.10	8341.78	10827.43	14052.22	净利润	627.16	835.13	1026.72	1282.68
营业成本	4721.13	6139.60	7987.02	10368.03	折旧与摊销	159.47	161.58	171.50	178.52
营业税金及附加	26.42	32.91	43.10	56.18	财务费用	-2.81	2.92	14.87	20.68
销售费用	570.06	734.08	985.30	1334.96	资产减值损失	20.58	10.19	12.44	14.40
管理费用	383.58	487.16	619.33	788.33	经营营运资本变动	-219.87	-332.27	-783.71	-559.73
财务费用	-2.81	2.92	14.87	20.68	其他	132.98	-33.95	-26.74	-27.13
资产减值损失	20.58	10.19	12.44	14.40	经营活动现金流净额	717.50	643.61	415.08	909.42
投资收益	37.84	20.00	15.00	13.00	资本支出	-86.40	-7.00	-7.00	-7.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-531.04	14.00	9.00	7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-617.43	7.00	2.00	0.00
营业利润	682.88	954.93	1180.37	1482.63	短期借款	0.00	198.22	275.43	-32.04
其他非经营损益	63.22	38.76	40.13	42.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	746.11	993.69	1220.50	1525.44	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	118.94	158.56	193.78	242.76	支付股利	-230.00	-295.85	-393.95	-484.33
净利润	627.16	835.13	1026.72	1282.68	其他	0.00	11.68	-0.27	-6.08
少数股东损益	-6.88	-9.16	-11.26	-14.07	筹资活动现金流净额	-230.00	-85.95	-118.80	-522.45
归属母公司股东净利润	634.04	844.29	1037.98	1296.75	现金流量净额	-131.28	564.65	298.28	386.97
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	436.36	1001.01	1299.29	1686.27	成长能力				
应收和预付账款	649.61	732.23	1008.92	1283.57	销售收入增长率	36.35%	31.22%	29.80%	29.78%
存货	871.86	1312.87	1688.24	2167.49	营业利润增长率	27.10%	39.84%	23.61%	25.61%
其他流动资产	1016.79	1045.02	1695.51	2160.69	净利润增长率	30.32%	33.16%	22.94%	24.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.72%	33.34%	22.09%	23.05%
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	898.31	778.51	657.48	536.44	毛利率	25.73%	26.40%	26.23%	26.22%
无形资产和开发支出	196.61	191.39	185.82	179.90	三费率	14.96%	14.68%	14.96%	15.26%
其他非流动资产	318.74	320.18	308.29	284.73	净利率	9.87%	10.01%	9.48%	9.13%
资产总计	4388.28	5381.22	6843.54	8299.07	ROE	21.52%	24.18%	25.13%	26.26%
短期借款	0.00	198.22	473.64	441.61	ROA	14.29%	15.52%	15.00%	15.46%
应付和预收款项	1218.17	1438.11	1907.09	2493.37	ROIC	20.76%	24.94%	25.68%	26.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.21%	13.42%	12.62%	11.97%
其他负债	256.18	291.68	376.82	479.77	营运能力				
负债合计	1474.35	1928.01	2757.56	3414.74	总资产周转率	1.63	1.71	1.77	1.86
股本	920.00	920.00	920.00	920.00	固定资产周转率	7.94	10.11	15.08	23.54
资本公积	272.35	272.35	272.35	272.35	应收账款周转率	20.03	17.05	17.81	17.52
留存收益	1641.61	2190.06	2834.09	3646.51	存货周转率	5.84	5.58	5.30	5.36
归属母公司股东权益	2833.96	3382.40	4026.44	4838.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.15%	—	—	—
少数股东权益	79.97	70.81	59.55	45.48	资本结构				
股东权益合计	2913.93	3453.21	4085.98	4884.33	资产负债率	33.60%	35.83%	40.29%	41.15%
负债和股东权益合计	4388.28	5381.22	6843.54	8299.07	带息债务/总负债	0.00%	10.28%	17.18%	12.93%
					流动比率	2.13	2.23	2.15	2.22
					速动比率	1.51	1.52	1.51	1.56
					股利支付率	36.28%	35.04%	37.95%	37.35%
业绩和估值指标					每股指标				
EBITDA	839.54	1119.43	1366.75	1681.83	每股收益	0.69	0.92	1.13	1.41
PE	43.47	32.65	26.55	21.26	每股净资产	3.17	3.75	4.44	5.31
PB	9.46	7.98	6.75	5.64	每股经营现金	0.78	0.70	0.45	0.99
PS	4.34	3.30	2.55	1.96	每股股利	0.25	0.32	0.43	0.53
EV/EBITDA	32.04	23.69	19.39	15.50					
股息率	0.83%	1.07%	1.43%	1.76%					

来源：中泰证券研究所

风险提示

新业务拓展不及预期风险

- 晨光文具的晨光科力普、晨光生活馆和晨光科技等新业务近年高速增长，带动总收入增长，若新业务拓展不及预期将影响公司总营收。

文具行业竞争加剧风险

- 文具行业终端议价能力不高，行业竞争加剧可能导致公司毛利率下滑最终影响公司盈利。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。