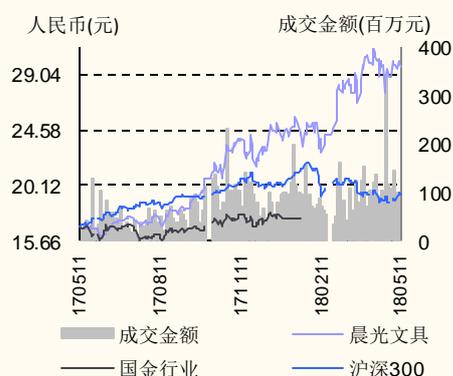


市场价格 (人民币): 29.61 元

产品、内容双输出, 文具龙头再出发

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	920.00
总市值(百万元)	27,241.20
年内股价最高最低(元)	31.19/16.07
沪深 300 指数	3872.84
上证指数	3163.26



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.536	0.689	0.903	1.144	1.446
每股净资产(元)	2.64	3.08	3.92	4.69	5.66
每股经营性现金流(元)	0.71	0.74	0.90	1.16	1.47
市盈率(倍)	33.97	35.78	32.80	25.87	20.48
净利润增长率(%)	16.63%	28.63%	31.00%	26.75%	26.37%
净资产收益率(%)	20.29%	22.37%	23.01%	24.39%	25.55%
总股本(百万股)	920.00	920.00	920.00	920.00	920.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **护城河深厚, “一体两翼” 打造文具第一品牌。**公司聚焦文具产业产品设计、制造及销售, 全国覆盖超过 7.5 万家零售终端。公司无论在不断提升的品牌知名度、强大研发生产能力、多层次产品线铺设以及庞大的渠道覆盖等都建立了深厚的护城河效应。传统业务稳增长基础上, 公司积极布局新兴业务, 办公直销、直营大店等业务增速均远高于同期公司整体增速。
- **传统文具业务: “小产品, 大市场” 孕育龙头成长空间。**国家对教育的持续投入、文化产业良好政策环境及居民收入提升、城镇化等均对文具行业发展有正面拉动作用。从业务体量上参考对比海外企业, 公司营收规模仍有较大向上突破空间。随着公司产品结构持续扩充优化, 并通过单店升级及渠道扩张促进量价齐升, 未来业务端预计保持稳增长态势。
- **精品文创: 战略引领新零售变革趋势。**80/90 后逐渐成为当下消费主力, 精品文创直击个性化、高附加值、一站式体验、内容消费及女性经济五大关键词, 通过植入内容于产品中, 提升产品附加值与复购率, 实现“低单价高客单”的营销策略。**产品端:**以“搜罗全球好物, 只为实用美学”为主旨, 通过个性化产品输出、跨界合作、流量联合等构建粉丝群体, 增强消费者品牌粘性。**渠道端:**加速主推中高端零售终端(晨光生活馆+九木杂物社), 打造场景化购物情境, 保守估计若年新增 100 家店面, 则每年可贡献营收增量约 2.5 亿元。**供应链:**原有供应链体系与精品文创业务供应链高效重合, 不仅有助于精品文创业务销售网络快速覆盖, 也大量节约业务前期开发成本。
- **办公直销: 蓝海市场亟待挖掘, 行业龙头即将起飞。**相较于国外发达市场, 我国办公直销市场尚处于发展阶段, 未来龙头有望坐享行业规模持续壮大以及格局优化两大红利。2017 年, 晨光科力普实现营业收入 12.55 亿元, 同比增长 143%, 业务规模呈倍数级增长。未来科力普实现飞跃性成长理由充分: 1) 大型企事业单位对于品牌及供应商资质要求较高, 该部分业务稳定性较强; 2) 公司正探索加盟服务业务, 并已在全国十几个省份发展了服务合作伙伴, 区域属地化服务能力显著加强; 3) 科力普与欧迪中国资源互补, 尤其后者在外企客户资源优势较强, 直接填补了公司在该领域的客户群空白; 4) 随着公司前期投资与储备逐步释放成效, 同时对于中小客户端议价能力更强, 科力普盈利能力有显著提升空间。

估值与投资建议

- 公司在文具市场拥有绝对领先的竞争优势和市场份额, 科力普业务增长强劲, 精品文创业务或将成为未来盈利和估值提升的新引擎。我们上调公司 2018-2020 年 EPS 预测至 0.90/1.14/1.45 元 (三年 CAGR28.0%, 原为 0.87/1.12/1.42 元), 对应 PE 分为 33/26/21 倍, 维持公司“买入”评级。

风险

- 市场风险, 新业务拓展不及预期, 核心原材料采购较为集中的风险。

相关报告

1. 《晨光文具 2018 年一季报点评-传统业务稳增长, 新兴业务速发力》, 2018.4.22
2. 《晨光文具 2017 年年报点评-新兴业务增势喜人, 文创龙头闪亮登...》, 2018.3.27
3. 《晨光文具 2017 年半年报点评-传统主业稳健增长, 期待新业务持...》, 2017.8.21

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiuisijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

内容目录

估值及投资评级.....	4
护城河深厚，“一体两翼”打造第一品牌.....	5
公司概况：产品体系、零售网络深度覆盖，新业务注入新活力.....	5
历史业绩表现优秀，资产质量上佳.....	6
传统文具业务：“小产品，大市场”孕育龙头成长空间.....	7
多因素共振，行业发展红利有望持续释放.....	7
多维度竞争优势确保公司强者恒强.....	7
精品文创：战略引领新零售变革趋势.....	8
新零售时代，行业需要何种经营业态？.....	8
晨光背靠强大文创基因，精品小店注入发展新动力.....	10
办公直销：蓝海市场亟待挖掘，行业龙头即将起飞.....	13
行业规模庞大，竞争格局分散.....	13
内生外延共同铺设科力普龙头之路.....	14
风险因素.....	17
市场风险.....	17
财税政策风险.....	17
新业务拓展不及预期.....	17
盈利预测.....	17
关键假设.....	17

图表目录

图表 1：可比公司估值情况.....	4
图表 2：晨光文具股权结构.....	5
图表 3：晨光文具“一体两翼”业务结构.....	6
图表 4：晨光文具营收与增速情况.....	6
图表 5：晨光文具净利润与增速情况.....	6
图表 6：晨光文具综合毛利率水平保持稳定.....	7
图表 7：晨光文具收益质量优异.....	7
图表 8：中国与全球文具行业规模及消费对比.....	7
图表 9：国内人均文教娱乐消费支出持续攀升.....	7
图表 10：晨光文具营收增速显著高于行业.....	8
图表 11：Newell 书写工具业务规模及增速.....	8
图表 12：新零售下，消费者诉求发生变化.....	8
图表 13：年轻人更加注重个性化消费.....	9
图表 14：我国城镇居民可支配收入持续攀升.....	9
图表 15：MUJI 门店标准化的店铺设施及商品配置.....	9
图表 16：MUJI 在华店面比例不断提升.....	9

图表 17: 移动互联网时代, 内容消费成为新趋势潮流.....	10
图表 18: 中国 90%的城市女性是家庭收入的来源之一.....	10
图表 19: 城市女性收入支配比例分布.....	10
图表 20: 文博会台湾文创精品馆内场面火爆.....	11
图表 21: 故宫博物院售出的爆款潮品.....	11
图表 22: 晨光文具爆款跨界合作产品.....	11
图表 23: 晨光生活馆主打销售精品文具.....	12
图表 24: 九木杂物社主打销售精品小百货.....	12
图表 25: 主要日常消费品品牌对比.....	12
图表 26: 九木杂物社营收规模测算.....	12
图表 27: 精品文创业务与公司原有业务供应链高度重合.....	13
图表 28: 我国办公用品消费市场规模预测(万亿).....	14
图表 29: 国内办公用品市场竞争格局.....	14
图表 30: 科力普近年收入规模持续大幅增长.....	14
图表 31: 科力普各城市仓储业务布局.....	14
图表 32: 科力普主要销售模式.....	15
图表 33: 科力普提供一站式办公采购解决方案.....	15
图表 34: 晨光科力普网上商城.....	15
图表 35: 欧迪办公部分客户名单.....	16
图表 36: 科力普利润率有较大提升空间.....	16
图表 37: 美国办公用品零售市场竞争格局.....	16
图表 38: 晨光文具盈利预测.....	17

估值及投资评级

- 上调盈利预测，维持“买入”评级。**公司是一家“整合创意价值与服务优势的综合文具供应商”。我们认为公司估值应该主要综合参考文娱用品类上市公司。我们选取了齐心集团、珠江钢琴、海伦钢琴、姚记扑克和邦宝益智作为估值参考。可比公司 2018-2020 年预测 PE 均值和中值分别为 50/40/32 倍和 45/35/29 倍。考虑到公司在文具市场拥有绝对领先的竞争优势和市场份额，科力普办公用品业务增长强劲，而精品文创业务或将成为未来盈利和估值提升的新引擎，我们上调公司 2018-2020 年 EPS 预测至 0.90/1.14/1.45 元（三年 CAGR28.0%，原为 0.87/1.12/1.42 元），对应 PE 分为 33/26/21 倍，维持公司“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)		EPS CAGR	PEG
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	(%)	(倍)	
002301	齐心集团	15.80	67.60	0.33	0.40	0.36	0.54	48	40	35	23	0.0	27.2	1.8	
002678	珠江钢琴	10.24	106.99	0.17	0.17	0.19	0.23	65	59	55	45	0.0	12.7	5.1	
300329	海伦钢琴	8.84	22.21	0.16	0.15	0.20	0.25	54	58	44	36	0.0	14.8	3.7	
002605	姚记扑克	10.57	41.98	0.19	0.00	0.30	0.37	55	45	35	29	0.0	23.9	2.3	
603398	邦宝益智	13.39	28.45	0.29	0.29	0.39	0.51	46	45	34	26	0.0	20.7	2.2	
平均								54	50	40	32	0.0	19.8	3.0	
中值								54	45	35	29	0.0	20.7	2.3	
603899	晨光文具	29.94	275.45	0.69	0.90	1.14	1.45	43	33	26	21	6.4	28.0	1.6	

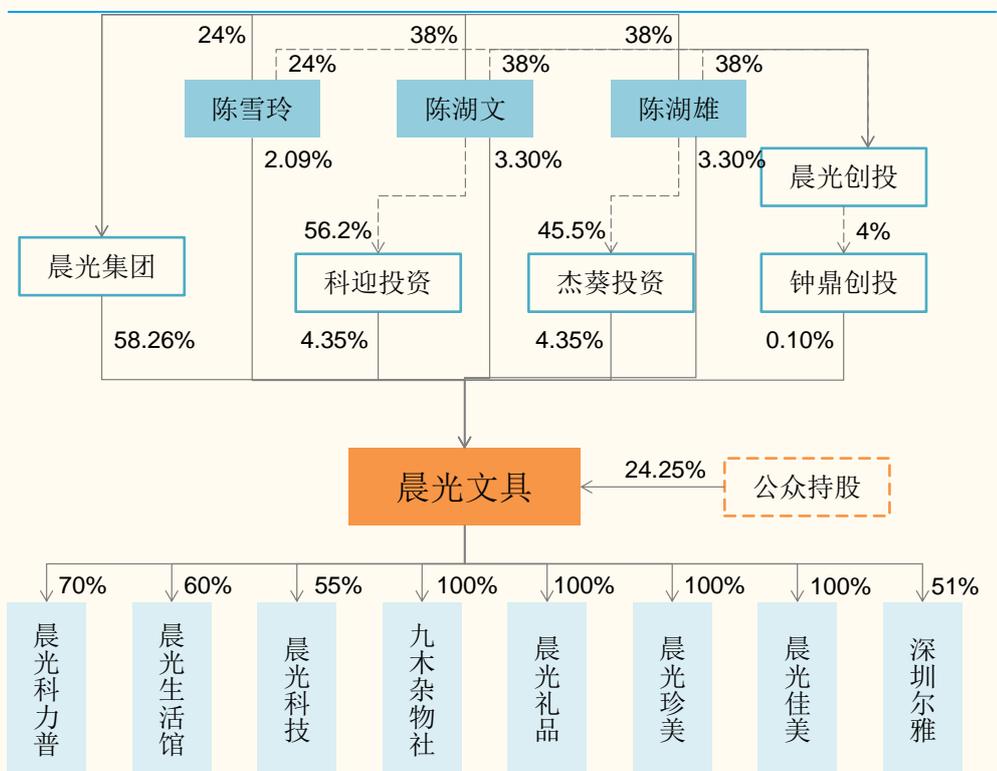
来源：Wind，国金证券研究所注：股价为 2017 年 5 月 17 日收盘价

护城河深厚，“一体两翼”打造第一品牌

公司概况：产品体系、零售网络深度覆盖，新业务注入新活力

- 晨光文具于 2015 年在上海证券交易所上市，是一家“整合创意价值与服务优势的综合文具供应商”。作为中国文具行业的知名企业，公司形成了儿童、学生、办公、时尚四大产品阵营，涵盖“4 大类，50 多个品项，超过 5000 款品种”的文具产品系列。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，覆盖超过 7.5 万家零售终端，公司终端网络覆盖广度与深度均位居行业前列。
- 公司实际控制人系陈湖文、陈湖雄及陈雪玲三姐弟，其中，陈湖文任董事长，陈湖雄任副董事长、总裁，陈雪玲任董事、副总裁。为完善公司股权结构及治理结构，形成外部的制约力量和机制，同时谋求外部机构对公司未来发展的帮助和支撑，2011 年实际控制人通过股权转让方式引进外部投资者。目前实际控制人合计持有公司控股股东晨光集团 100% 股权，陈湖文、陈湖雄及陈雪玲直间接分别持有公司 16.07%、27.88% 和 27.42% 的股权。

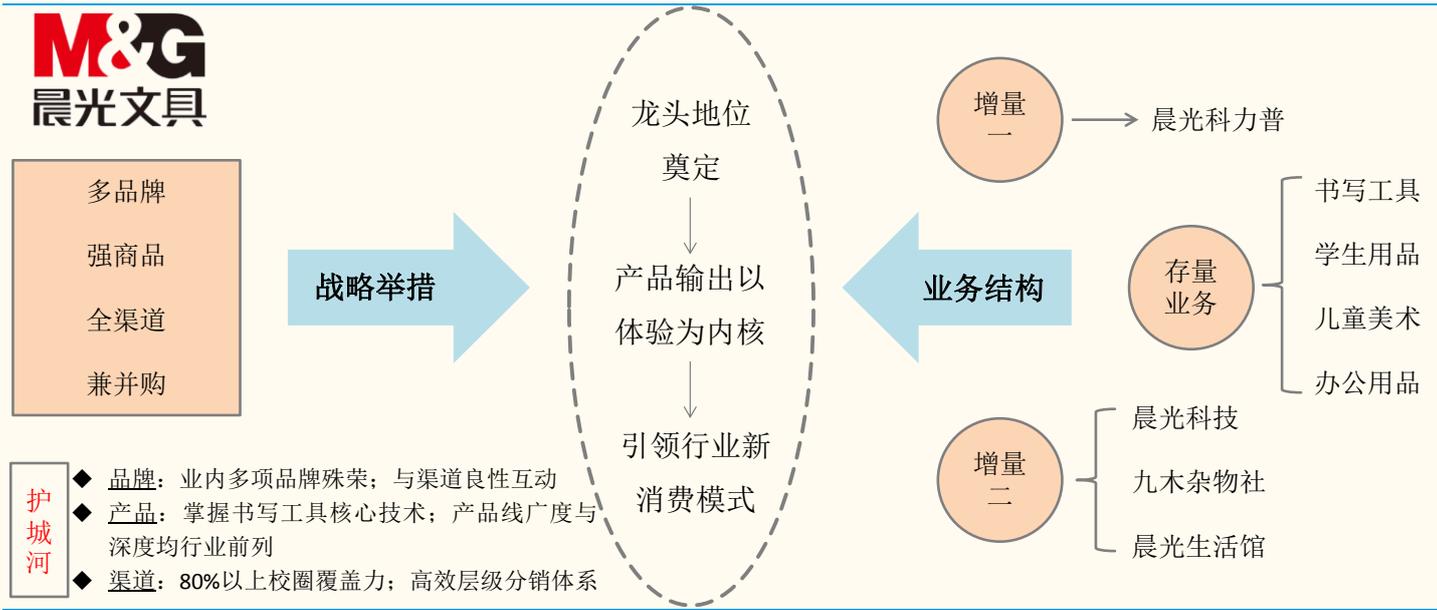
图表 2：晨光文具股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 纵观公司发展历程，大致可分为三个阶段：**1) 起步发展阶段（1990-2007 年）**：期间公司通过贸易代理，建立国内营销网络市场，坚定了晨光品牌在制笔行业的专注发展，期间公司不断渗透市场、建设品牌，逐步扩大自身竞争优势，公司发展初具规模；**2) 成熟发展阶段（2008-2012 年）**：为建立清晰的产业管理架构及模式，2007 年晨光集团成立，通过业务整合，公司治理更加清晰规范，公司在文具领域也进入发展快车道，彼时晨光也确立为国内文具第一品牌；**3) 变革创新阶段（2013 年至今）**：保证原有传统业务稳步增长基础上，公司不断探索新兴业务模式，公司现已形成一体两翼业务结构，即存量业务（书写工具、学生用品、儿童美术、办公产品）+ 增量一（晨光科力普，提供一站式办公解决方案）+ 增量二（晨光科技、九木杂物社、晨光生活馆），为公司未来长远发展注入新活力。

图表 3：晨光文具“一体两翼”业务结构

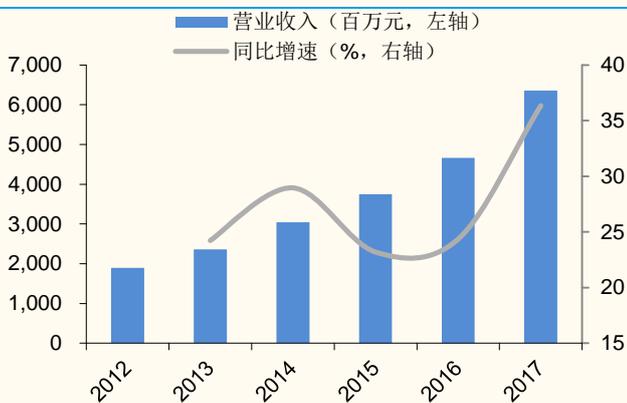


来源：公司公告，国金证券研究所

历史业绩表现优秀，资产质量上佳

- **营收及利润均保持较好增长。** 2012-2017 年公司营收复合年均增速达 27%，对比同期齐心集团（17%）与广博股份（18%），公司经营优势明显。一方面，公司无论在不断提升的品牌知名度、强大研发生产能力、多层次产品线铺设以及庞大的渠道覆盖等都建立了深厚的护城河效应；另一方面，传统业务稳增长基础上，公司积极布局新兴业务，办公直销、直营大店等业务增速均远高于同期公司整体增速。
- **综合毛利率处于行业较高水平。** 得益于公司不断推出新品并及时优化产品结构，公司近年综合毛利率水平持续保持高位，不过由于科力普业务收入占比大幅提升，17 年整体毛利率略有下滑。我们认为，在消费升级背景下，尤其对于中小学生而言，文具产品是表达个性的主要工具，价格敏感性也不高。未来随着公司不断优化产品结构，儿童美术等高附加值产品收入占比进一步提升，同时科力普盈利持续改善，九木杂物社业务开始放量，综合毛利率仍有上行空间。
- **收益质量优异，现金流充沛。** 从公司近年收益与现金流对比情况来看，公司现金流及收益质量优异。除了得益于有效的客户信用额度与账期管理，公司对上下游整体较强的议价能力也是重要原因。公司充沛的现金流或将为未来公司外延整合并购提供优良条件。

图表 4：晨光文具营收与增速情况

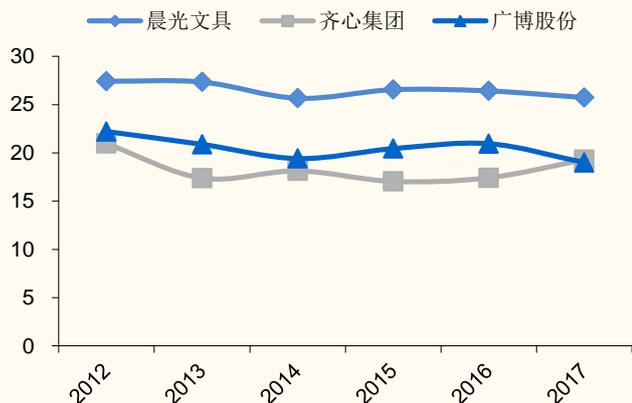


图表 5：晨光文具净利润与增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：晨光文具综合毛利率水平保持稳定



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：晨光文具收益质量优异



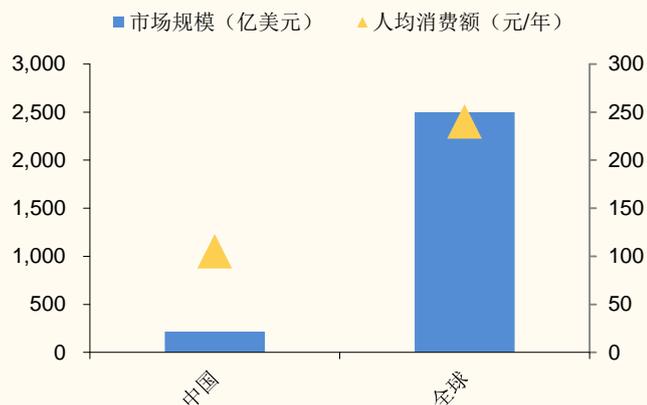
来源：Wind，国金证券研究所

传统文具业务：“小产品，大市场”孕育龙头成长空间

多因素共振，行业发展红利有望持续释放

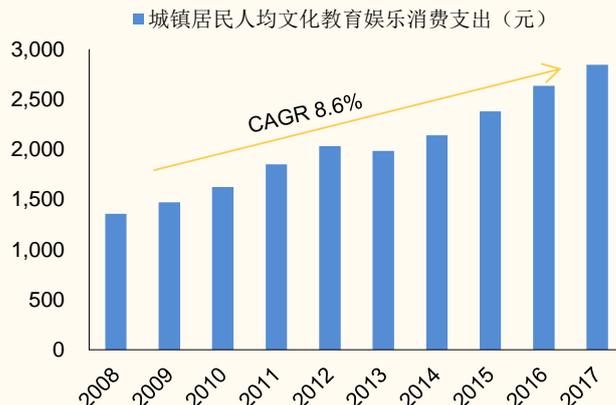
- 根据中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》数据，我国文具行业市场规模约 1,500 亿元，而全球文具市场总量约 2,500 亿美元，我国市场规模占比约 8.6%，对比我国 20% 的人口基数占比，国内文具消费市场发展空间依然很大。
- 从推动行业成长的因素角度，国家对教育的持续投入、文化产业良好政策环境及居民收入提升、城镇化等均对行业规模增长有正面拉动作用。除此之外，国内文具市场充分受益消费升级，文具消费从基本功能化需求向品牌化、创意个性化及高端化消费转移。龙头品牌将通过强大的产品力、品牌号召力及渠道渗透力坐享行业规模持续突破以及集中度提升两大红利，以公司为代表的国内主要文具品牌的持续增长亦成必然趋势。

图表 8：中国与全球文具行业规模及消费对比



来源：中国制笔协会，国金证券研究所

图表 9：国内人均文教娱乐消费支出持续攀升



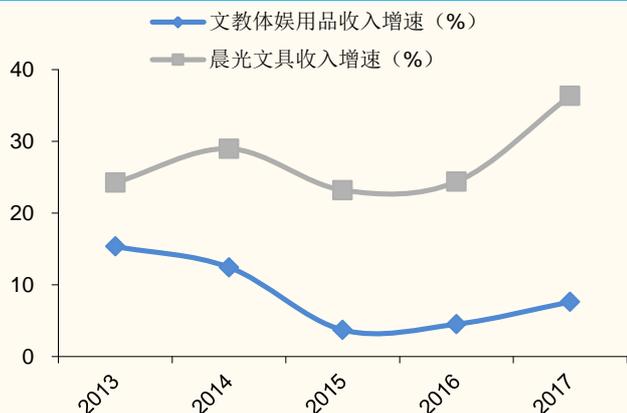
来源：国家统计局，国金证券研究所

多维度竞争优势确保公司强者恒强

- **传统业务端，公司已形成高度领先的竞争优势：**品牌方面，晨光品牌已在消费者心中建立了良好的品牌认知，具有非常强大的品牌力；产品方面，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，每年推出上千款新品，不断满足消费者的各类需求；渠道方面，公司在全国拥有超过 7.5 万家零售终端，校园覆盖度 80% 以上，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。

- 一方面，公司作为行业龙头品牌，成长速度远高于行业整体；而另一方面，我们对比全球第一大书写工具制造企业 Sanford，母公司 Newell 集团 2017 年书写工具业务营收达 28 亿美元，全球最大的文具办公用品零售商 Staples 年营收更是高达 200 亿美元，从业务体量上参考对比，公司营收规模仍有较大向上突破空间。我们认为，在公司强大品牌力之下，随着公司产品结构持续扩充优化，并持续通过单店优化及渠道扩张促进量价齐升，同时结合新兴业务领域巨大发展空间，公司未来业绩持续高增可期。

图表 10：晨光文具营收增速显著高于行业



来源：工信部，Wind，国金证券研究所

图表 11：Newell 书写工具业务规模及增速



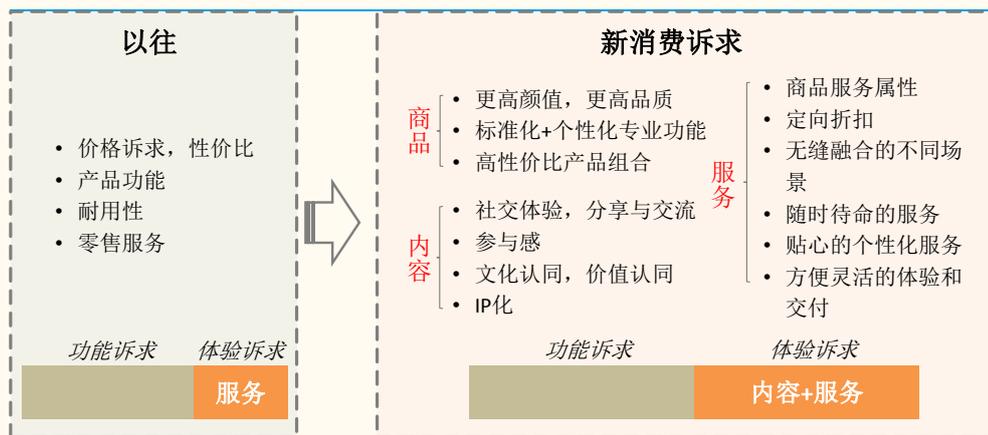
来源：Wind，国金证券研究所

精品文创：战略引领新零售变革趋势

新零售时代，行业需要何种经营业态？

- 新零售是以消费升级为大背景，通过对消费者的识别、洞察、服务，依靠新产品、新技术以及新体验所引发的一场传统零售业态革命。从新零售本身定义出发，其关键词即为消费升级，受居民收入水平提升及消费观念改变双重驱动，传统行业被推向变革新阶段。一方面，居民收入水平提升后，消费者购买力同步提升，高附加值商品需求从而也进一步提高；另一方面，80/90 后已逐渐成为当下消费主力，其对商品品牌、体验、服务、设计等更为注重，新消费诉求亦催生新零售业态。

图表 12：新零售下，消费者诉求发生变化

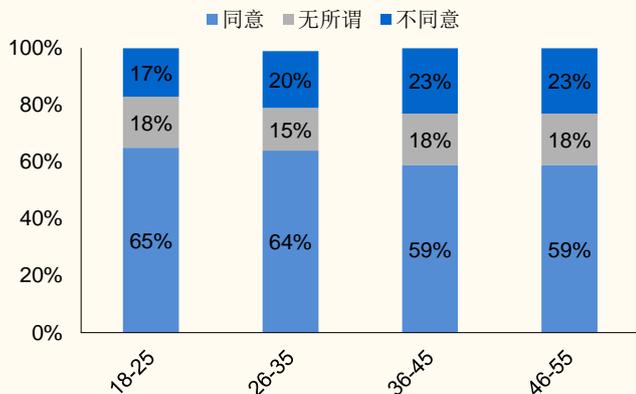


来源：阿里研究院，国金证券研究所

- **关键词一：个性化。**90 后群体正日益成为社会中的主流消费人群，相对于其他年龄层群体，90 后生长在物质相对而言比较丰满的年代，个性化消费要求高。该群体容易受内容包装影响，娱乐至上，并愿意为喜欢的东西承担超高溢价。总体而言，90 后注重品牌的内在情感和价值，形成品牌认知后对品牌的忠诚度高。

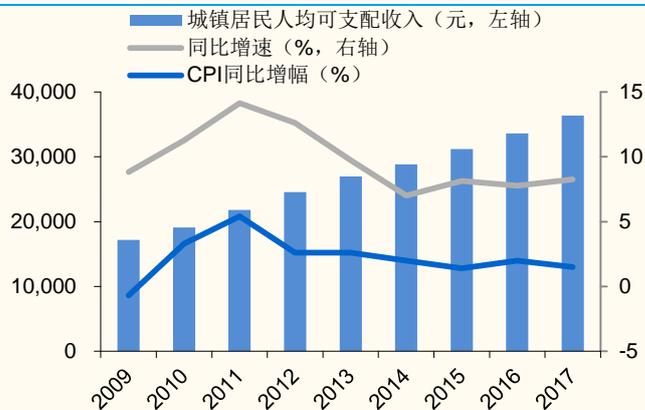
- **关键词二：高端化。**2017年我国城镇居民人均年可支配收入已达36,396元，同比增加8.3%。随着居民收入不断提升，消费者也比过去拥有更多的可支配现金，购买力大大提升。根据尼尔森《2016中国新零售白皮书》，产品价格超过同类商品平均价格20%即可视为“高端产品”，此类商品在2012-2014年间增长了23%，“高端产品”越发受到中国消费者青睐。

图表 13：年轻人更加注重个性化消费



来源：埃森哲，国金证券研究所（问题：你是否同意以下表述？我不愿意购买大众化的产品，而更愿意增加开支购买更能彰显个人身份的产品）

图表 14：我国城镇居民可支配收入持续攀升



来源：国家统计局，国金证券研究所

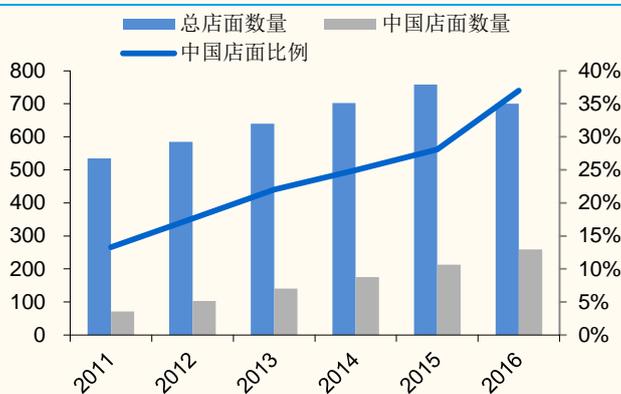
- **关键词三：一站式体验。**从无印良品、名创优品及网易严选等品牌成功要素来看，我们认为可以总结为彻底感知生活细节，挖掘潜在消费需求，打造一站式消费场景体验性的社交化场所，最终通过高SKU实现低单价高客单的战略营运目标。正因如此，在实体店关闭潮下，无印良品通过人性化、有质感、高性价比的产品，在华仍能维持每年20%以上新增店铺速度，而国民品牌名创优品亦通过输出“优质、创意、低价”商品，在短短3年时间内达到百亿营收规模突破。

图表 15：MUJI 门店标准化的店铺设施及商品配置



来源：百度图片，国金证券研究所

图表 16：MUJI 在华店面比例不断提升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- **关键词四：内容消费。**移动互联网时代，消费者接触到的内容与信息丰富多样化，消费内容不断升级下，兴趣化与泛娱乐成为新趋势潮流。通过IP形象植入、UGC内容延展及合作公众号、大V博主等多样内容物化营销路径，将虚拟内容实体化，消费者可从中找到自身的情感表达。根据《2017内容消费升级营销趋势报告》调研，82.7%的用户会因为阅读一篇好的文章，导致购买其中描述的产品。内容消费升级时代，情怀共享是品牌“俘获”受众的重要途径。

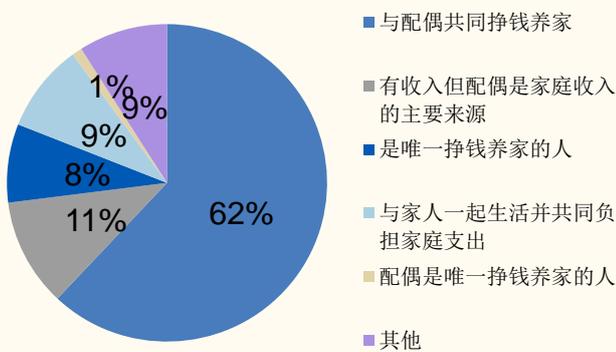
图表 17：移动互联网时代，内容消费成为新趋势潮流



来源：网易传媒，知萌咨询，国金证券研究所

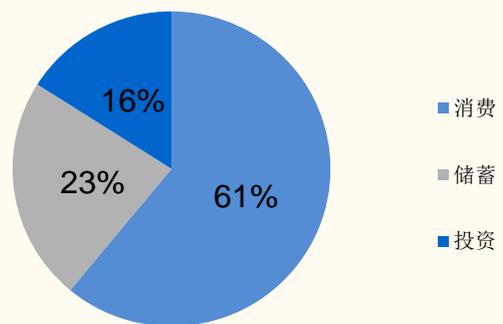
- **关键词五：女性经济。**《2016 女性财富管理报告》显示，超八成的家庭消费决策由女性作出，女性群体直接决定家庭消费的数量和质量。我国崇尚年轻时尚且有经济能力的 25-45 岁女性人口已达 2.9 亿，庞大的女性消费基数、女性经济独立自主性及女性本身旺盛的消费需求与消费能力共同孕育了庞大的女性消费市场。尤其针对于内容消费，女性在追剧、追星及情感交流方面相对男性表现更加狂热，女性也更愿意为内容消费而买单。消费升级下的新零售时代，针对女性群体定位的消费市场商机巨大。

图表 18：中国 90%的城市女性是家庭收入的来源之一



来源：《崛起中的亚洲女性网购力量》，国金证券研究所

图表 19：城市女性收入支配比例分布



来源：《2016 年中国城市女性消费状况调查报告》，国金证券研究所

- **针对文具及日用生活百货等传统行业，由于消费者消费习惯和生活方式的改变，行业被推向了变革的必然阶段。**我们认为，新零售业态下，传统行业首先要面临的即是受众定位，在分析了受众群体行为习惯的前提下，再有针对性地向市场投放产品；其次，产品应在优良的设计、品质、服务基础上，输出有故事、有态度的内容产品，获得与消费者的情感共鸣，加强品牌黏性；最后，行业要围绕消费体验打造场景，通过一站式场景体验挖掘消费者潜在需求，并以标准化的店铺设施与商品配置实现区域复制与规模扩张。

晨光背靠强大文创基因，精品大店注入发展新动力

- **文创产品**是将文化植入产品中，提升商品的文化附加值，将文化的创新创意延伸至各类大众日常消费的成熟产品上。对于消费者而言，消费升级新

时代，消费者在产品功能之外，越来越注重情怀与内容消费，尤其对于中青年职业女性，消费能力与消费需求强烈，其更愿意为“文创”买单。从“台湾文创精品馆”已连续十年亮相文博会的热烈反响度，以及台北故宫一款“朕知道了”胶带推出一年即售出 2,660 万元的惊人成绩，都可充分说明消费者对于文创精品的追捧度。

图表 20：文博会台湾文创精品馆内场面火爆



来源：新华网，国金证券研究所

图表 21：故宫博物院售出的爆款潮品



来源：百度图片，国金证券研究所

- 我们认为，晨光“文创”基因强大：1) “真诚、品质、创意、乐趣”的晨光文具品牌核心价值深入人心；2) 公司传统文具产品受众面多为学生及城市白领，该群体也是文创产品的主要消费群体；3) 公司获取的大幅数量产品设计专利充分反映公司强大的新品研发与创新能力。对于公司而言，通过植入内容于产品中，可以明显提升产品附加值与企业盈利能力，增强消费者品牌粘性，从而增加产品复购率，实现“低单价高客单”的营销策略。
- 产品端：高品质加身，创意玩转潮品。公司产品多面向相对年轻的消费者，该群体不仅追求功能与性价比，也青睐个性化与产品体验。深刻洞悉这一趋势基础上，公司陆续推出优品系列与本味系列，并创意推出文具礼盒集客系列、纠正握笔姿势的优握产品及乐享亲子时光的儿童美术产品等。同时，为进一步加强品牌传播，公司还大举进行跨界合作，积极联合流量艺人、当红 IP、自媒体 KOL 推出周边产品，如“鹿晗生日季”合作系列、与知名作家韩寒、刘同、安东尼等合作的文具套装、“遇见尼”文具套装及 Alex 大叔 2018 日月星辰年历等，都受到了不同程度的欢迎。

图表 22：晨光文具爆款跨界合作产品



来源：淘宝网，国金证券研究所

- **渠道端：加速主推高端零售终端（晨光生活馆+九木杂物社），打造独一无二的场景化购物情境，配合探索供应链伙伴联合，并借由晨光科技线上运营加强内容传播及品牌宣传。**

1) 晨光生活馆

针对学生和年轻消费者，通过提供精品文具的快速百搭，实现文具店的全面改造升级，为市场及用户提供良好的购物体验及消费需求。目前公司已直营 152 家生活馆，未来公司主要通过门店改造及产品结构优化升级增加坪效，促进单店质量的提升。

2) 九木杂物社

主打精品小百货，定位 15-35 岁的女性，满足消费升级带来的文创产品的消费需求，以“搜罗全球好物，只为实用美学”为品牌主旨，致力于打造全球精品杂货买手。纵向对比来看，我们认为九木杂物社价格、定位介于名创优品与 MUJI 之间，它既可以满足消费者品质及个性需求，价位也更容易被多数消费者所接受。目前九木杂物社已共有 25 家直营门店，未来公司会通过加盟方式加快铺设速度。初步来看，我们以平均 16,000 的坪效、平均 160 平米店面测算，单店年营收可达 256 万元，保守估计若年新增 100 家店面，则每年可贡献营收增量高达约 2.5 亿元，结合杂物社对毛利率水平的进一步拉动，公司盈利增厚效应明显。

图表 23：晨光生活馆主打销售精品文具



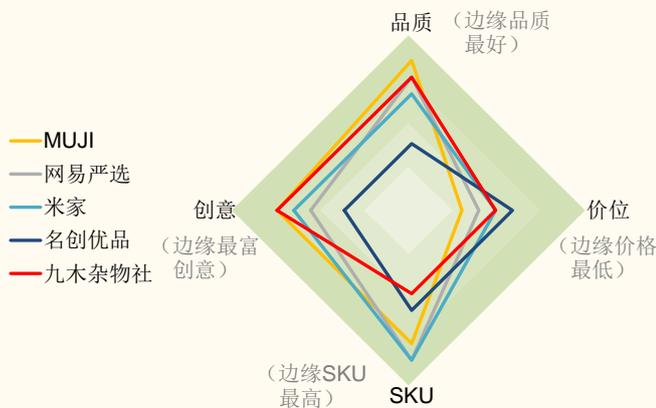
来源：www.mg-pen.com，国金证券研究所

图表 24：九木杂物社主打销售精品小百货



来源：www.mg-pen.com，国金证券研究所

图表 25：主要日常消费品品牌对比



来源：国金证券研究所

图表 26：九木杂物社营收规模测算

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
单店坪效（元/平）	16,000	17,600	19,360	21,296	23,426
平均面积（平米）	160	165	170	175	180
店面新增	100	150	120	100	80
店面合计	125	275	395	495	575
业务营收（百万元）	192	581	1,103	1,658	2,256

注：1) 假设单店坪效每年以 10% 的速度增长；2) 当年合计新开店面对年营收贡献为成熟店面的一半。

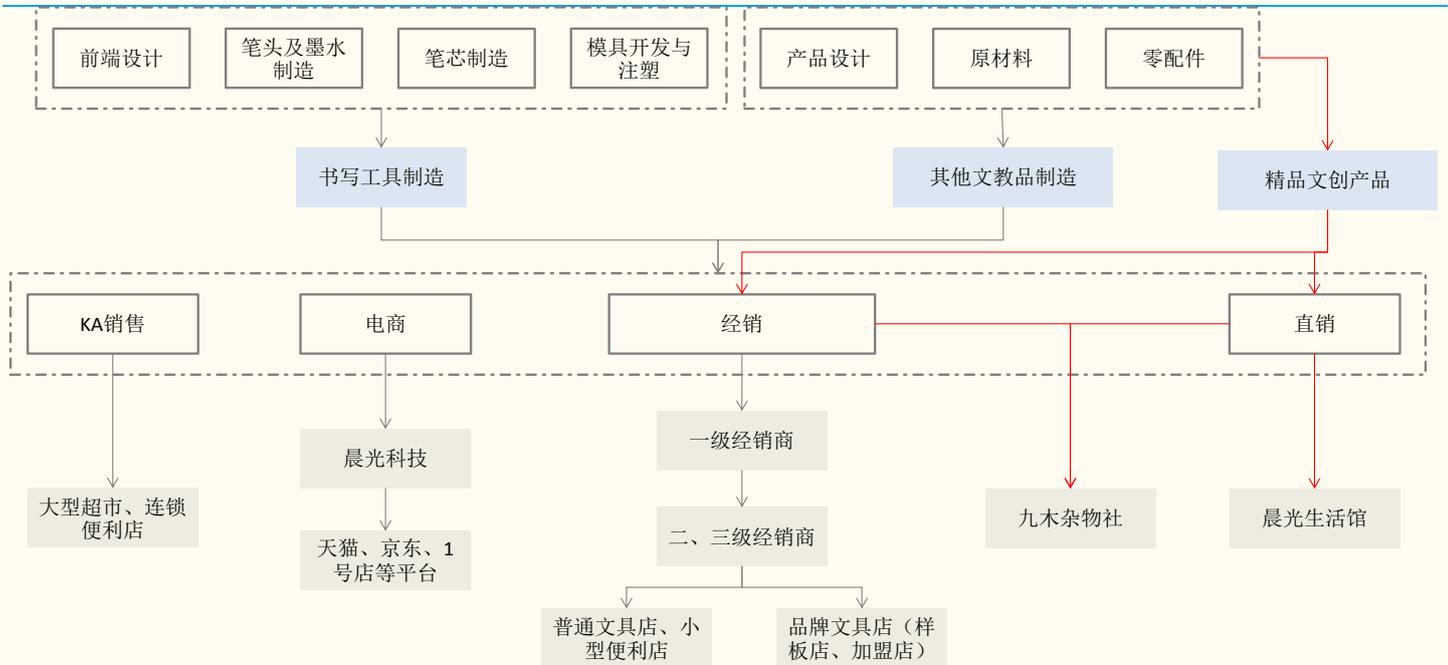
来源：国金证券研究所

3) 线上运营

公司线上销售主要通过晨光科技运营，目前已实现京东、天猫、亚马逊、1号店、苏宁 POP 店的多平台稳定发展。公司还利用新媒体（订阅号、微博、服务号）运营发布内容及互动，为线下门店进行引流，同时各零售终端积极参与互动分享线上媒体平台，最终形成线上线下相互配合、互相导流的闭环模式。

- 供应链环节，公司上游为产品设计、原材料及配件采购等，下游为销售渠道投放。上游端，除了公司自制笔之外，其他产品多采用 OEM 生产制造方式，即公司提供产品设计，委托 OEM 厂商生产。公司 OEM 制造并不是通常意义上的“贴牌销售”，而是公司提供产品设计并拥有相应知识产权，且委托商通常是经过严格遴选之后成为公司战略合作伙伴。针对精品文创业务，公司也在原有设计团队基础上，新招募百名优秀设计师，以保证产品及时更新换代，引领时尚个性潮流。下游端，公司拥有强大渠道管理能力，共享型合作模式也最大程度上绑定了公司与经销商共同利益，高效分销体系管理也保证了海量新品及时投放市场。从供应链角度分析，公司原有供应链体系与精品文创业务供应链高度重合，这不仅有助于精品文创业务销售网络快速覆盖，实现规模体量快速突破，同时也大量节约业务前期开发成本，最大程度上缩短投资回收期。

图表 27：精品文创业务与公司原有业务供应链高度重合



来源：公司公告，国金证券研究所

办公直销：蓝海市场亟待挖掘，行业龙头即将起飞

行业规模庞大，竞争格局分散

- 办公用品指人们在日常工作中所使用的辅助用品，所涵盖种类非常广泛，包括文件档案用品、桌面用品、办公设备、财务用品、耗材等一系列与工作相关的用品。我国办公用品市场规模约 1.6 万亿左右，相较于国外发达市场，我国办公直销市场尚处于发展阶段，企业规模、专业化程度及市场集中度等都处于相对较低水平。宏观层面来看，随着我国经济发展水平不断提高，城镇化进程推进第三产业占比提升，国内办公用品需求亦呈现显著上涨趋势。微观层面来看，根据国家工商总局及国家统计局公布数据，截至 2016 年底，全国实有企业数 2,596 万家，国家政策鼓励之下，市场主体活力持续释放，庞大消费群体激发办公用品市场规模高速增长。
- 国内办公用品直销市场格局主要包括三类竞争者：1) 史泰博、欧迪、国誉等海外大型企业，通过全球市场开拓占有市场份额，海外企业优势在于外

资企业客户的获取；2) 得力、科力普、齐心等国内知名品牌，该类企业在获取大型企事业单位客户上优势明显；3) 国内其他中小型企业，该部分仍占据市场主要份额。初步估算，国内知名品牌中，得力、科力普及齐心三家龙头企业在办公用品直销市场渗透率还不到 1%。我们认为随着办公用品行业服务属性的增强，同时企业专业化程度提升，办公用品行业将从无数中小制造商之间的竞争演变为大型办公用品供应商之间甚至整个办公用品供应链的竞争，而只专注于某一微小领域的办公用品生产企业必将在竞争中处于劣势，并被少数几家能提供全品类的供应链服务商所取代，行业竞争格局也将走向高度集中化。

图表 28：我国办公用品消费市场规模预测（万亿）



来源：2017 年科力普供应商大会数据分析，国金证券研究所

图表 29：国内办公用品市场竞争格局

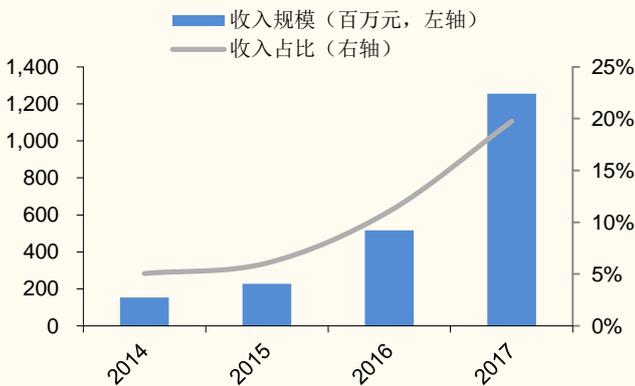


来源：国金证券研究所

内生外延共同铺设科力普龙头之路

- 2017 年，晨光科力普实现营业收入 12.55 亿元，同比增长 143%，公司办公用品直销业务呈倍数级增长态势。经过近 5 年发展时间，科力普业务布局已明显趋向成熟化：一方面，公司多次中标中石化、上海市政府、中国联通、中国移动等大型企事业单位客户，品牌及规模效应之下，公司大客户开发能力显著；另一方面，公司积极通过在多地新建子公司加强市场拓展布局，目前科力普自建仓储物流在全国各级城市的布局已日臻完善。根据公司战略，未来会通过重点城市仓储建设实现全国七大区布局，同时也会根据区域业务量选择性地加密区域布局，随着仓储物流建设逐步完善，科力普区域属地化服务能力也将显著增强。

图表 30：科力普近年收入规模持续大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：科力普各城市仓储业务布局

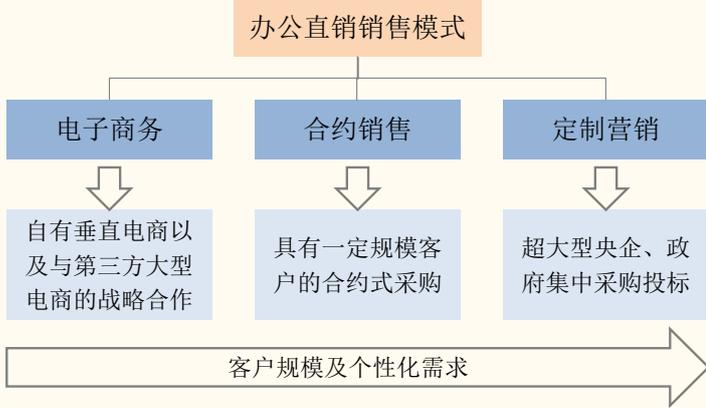


来源：公司官网，国金证券研究所

- 多渠道销售共同发力，提供一站式办公采购解决方案。目前公司已开展电子商务、合约销售及定制营销的直销业务，初步探索了采购和销售模式，有效宣传了公司办公直销品牌。由于受到数字化办公、电商、消费者习惯改变等影响，国内企业对于电商采购业务的需求程度不断提升，海外市场

史泰博、欧迪等办公用品巨头均推出了相应的线上渠道。B2B 电商采购模式下，公司可以利用大数据精准匹配服务，通过记录分析企业用户的各种行为，以平台为中心连接上下游产业链，构建供应链大平台，为企业提供个性化的采购供应服务，能够在有效降低采购成本的同时满足不同企业客户的个性化采购需求。

图表 32：科力普主要销售模式



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：科力普提供一站式办公采购解决方案



来源：www.colipu.com，国金证券研究所

图表 34：晨光科力普网上商城



来源：www.colipu.com，国金证券研究所

- 收购欧迪中国，强强联合助力市场开拓。2017 年 6 月，晨光科力普与 AsiaEC.com Limited 签订股权转让协议，公司以零对价收购欧迪办公网络技术有限公司 100% 股权。标的公司将在授权期限内被授予被许可商标（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。欧迪办公是行业领先的办公产品和服务提供商及 B2B 电子商务企业，2016 年营业收入 4.8 亿元，母公司 Office Depot 2016 年销售额约 110 亿美元，为国际办公用品巨头。我们认为，此次收购实现了晨光科力普和欧迪（中国）的强强联合，不仅有利于双方在品牌、技术、渠道、客户及供应商之间形成协同效应，同时通过梳理双方发展的侧重点，

可以避免恶性竞争，有效管理双方的资源配置，形成规模效应，为使公司成为办公用品直销领域龙头打下坚实基础。

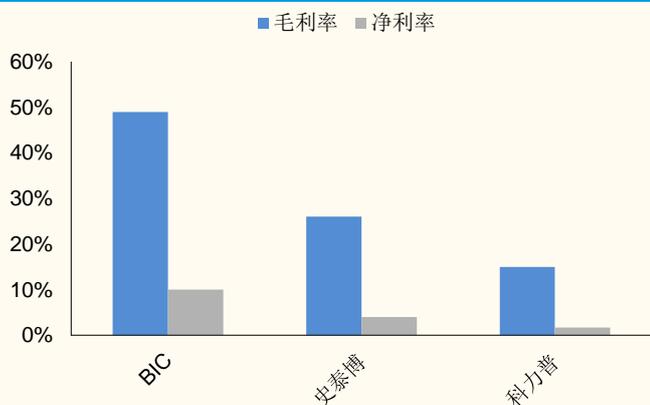
图表 35：欧迪办公部分客户名单



来源：www.officedepot.com.cn，国金证券研究所

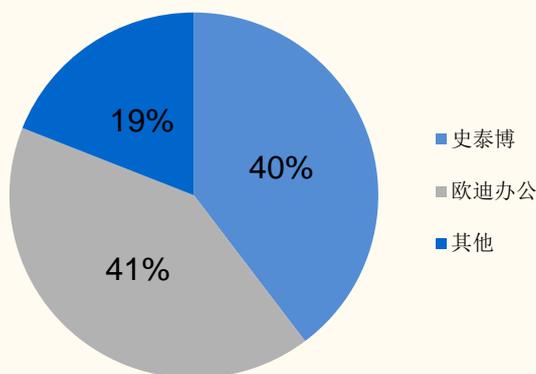
- 总结之下，我们认为未来科力普实现飞跃性成长理由充分：1) 公司在客户开发及供应商开拓上力度空前，尤其对于国内大型企事业单位来说，其对于品牌及供应商资质要求较高，该部分业务稳定性较强；2) 公司正探索服务加盟业务，并已在全国十几个省份发展了服务合作伙伴，科力普区域属地化服务能力显著加强；3) 科力普与欧迪中国资源互补，尤其后者在外企客户资源优势较强，有效填补公司在该领域的客户群空白。4) 对比海外标的，科力普毛利及净利率处于较低水平，随着公司前期投资与储备逐步释放成效，同时中小客户端对应议价能力更强，未来科力普盈利能力将进一步增强。虽然科力普目前业务体量较行业第一得力集团尚有一定差距，但随着公司不断加大纵深业务突破，结合参考美国办公用品市场高度集中性，未来公司有望凭借强大品牌及规模效应，在高度分散的市场中快速成长为行业卡位龙头。

图表 36：科力普利润率有较大提升空间



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 37：美国办公用品零售市场竞争格局



来源：智研咨询，国金证券研究所

风险因素

市场风险

- 随着社会转型和消费升级，文具市场呈现结构性发展机会，如果公司不能及时把握市场发展动向，在产品更新升级、质量管理、销售策略等方面不能及时适应市场变化，公司将面临一定的市场竞争风险。

财税政策风险

- 公司 2016 年 11 月 24 日再次被认定为国家高新技术企业，从 2016 年 1 月 1 日开始继续执行 15% 的企业所得税，有效期为 3 年。如果国家未来对高新技术企业的所得税优惠政策进行调整，或者本公司高新技术企业资格有效期满后未能顺利通过复审，则将会对公司的经营业绩产生不利影响。

新业务拓展不及预期

- 公司精品文创与办公用品业务正处于加速拓展期，初期店面开设、科力普全国仓储物流体系建设等都需要较大现金流投入，若后期不能及时带来稳定收益，或将给公司现金流带来较大压力。公司存在新业务拓展不达预期及回款不够及时的风险。

核心原材料采购较为集中的风险

- 虽然公司利用规模优势与国外大型笔头、墨水厂商均建立了稳定的长期合作关系并适当增加了国内的采购的比重，以保证货源的稳定。但是，公司一定时期内的核心原材料仍主要向几大厂商集中采购，一旦核心原材料的主要供应商因各类经营或非经营等因素导致原材料供应出现断货等情况时，公司还是会面临因采购较为集中而产生相应的经营风险。

盈利预测

关键假设

- 公司传统的书写工具和学生文具业务受益于产品使用周期缩短和更新换代等因素，仍可保持较快增速。
- 科力普办公用品业务在整合欧迪后，实现品牌、技术、渠道、客户及供应商之间的有效协同效应，业务规模和毛利率水平同步提升。
- 精品文创业务逐步实现盈利模式优化定型，从 18 年开始步入快速拓展经销商渠道阶段。

图表 38：晨光文具盈利预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (万元)	155,839.0	204,463.0	374,911.2	466,246.6	635,710.3	820,842.5	1,060,829.7	1,380,311.9
办公文具	50,151.0	69,768.0	99,961.0	155,214.0	283,344.0	425,016.0	616,273.2	881,270.7
书写工具	105,688.0	134,695.0	150,319.0	164,731.0	178,834.0	194,034.9	210,721.9	229,054.7
学生文具	73,255.0	91,125.0	115,319.0	137,383.0	163,310.0	191,072.7	222,599.7	258,215.6
其他文具	5,813.0	7,504.0	7,877.0	8,264.0	9,497.0	9,971.9	10,465.5	10,978.3
其他	1,078.6	1,236.0	1,435.2	654.6	725.3	747.1	769.5	792.6
营业成本 (万元)	113,335.0	152,054.0	275,376.4	343,079.2	472,113.4	619,020.0	805,609.6	1,054,909.0
办公文具	42,712.0	60,043.0	83,563.0	127,712.0	231,773.0	347,238.1	500,413.8	713,829.2
书写工具	70,623.0	92,011.0	102,648.0	111,429.0	119,528.0	129,615.3	140,972.9	152,321.4
学生文具	53,222.0	67,623.0	82,265.0	96,740.0	113,438.0	133,750.9	155,374.6	179,459.9
其他文具	4,915.0	6,575.0	6,901.0	7,186.0	7,357.0	8,378.3	8,809.8	9,258.9
其他	0.2	0.7	-0.6	12.2	17.4	37.4	38.5	39.6

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
业务利润 (万元)	42,504.0	52,409.0	99,534.9	123,167.4	163,596.9	201,822.5	255,220.1	325,402.9
办公文具	7,439.0	9,725.0	16,398.0	27,502.0	51,571.0	77,777.9	115,859.4	167,441.4
书写工具	35,065.0	42,684.0	47,671.0	53,302.0	59,306.0	64,419.6	69,748.9	76,733.3
学生文具	20,033.0	23,502.0	33,054.0	40,643.0	49,872.0	57,321.8	67,225.1	78,755.8
其他文具	898.0	929.0	976.0	1,078.0	2,140.0	1,593.5	1,655.7	1,719.4
其他	1,078.4	1,235.3	1,435.9	642.4	707.9	709.7	731.0	752.9
毛利率 (%)	27.3	25.6	26.5	26.4	25.7	24.6	24.1	23.6
办公文具	14.8	13.9	16.4	17.7	18.2	18.3	18.8	19.0
书写工具	33.2	31.7	31.7	32.4	33.2	33.2	33.1	33.5
学生文具	27.3	25.8	28.7	29.6	30.5	30.0	30.2	30.5
其他文具	15.4	12.4	12.4	13.0	22.5	16.0	15.8	15.7
其他	100.0	99.9	100.0	98.1	97.6	95.0	95.0	95.0
增速 (%)	-	31.2	83.4	24.4	36.3	29.1	29.2	30.1
办公文具	-	39.1	43.3	55.3	82.6	50.0	45.0	43.0
书写工具	-	27.4	11.6	9.6	8.6	8.5	8.6	8.7
学生文具	-	24.4	26.6	19.1	18.9	17.0	16.5	16.0
其他文具	-	29.1	5.0	4.9	14.9	5.0	5.0	4.9
其他	-	14.6	16.1	-54.4	10.8	3.0	3.0	3.0

来源: wind, 国金证券研究所

- 基于以上假设, 经模型测算得出公司 2018-2020 年净利润分别为 8.31/10.53/13.30 亿元, 三年 CAGR28.0%, 全面摊薄后每股收益为 0.90/1.14/1.45 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,749	4,662	6,357	8,208	10,608	13,803	货币资金	514	564	436	1,140	1,855	2,665
增长率		24.4%	36.3%	29.1%	29.2%	30.1%	应收账款	142	279	603	558	707	901
主营业务成本	-2,754	-3,431	-4,721	-6,190	-8,056	-10,549	存货	650	734	872	1,018	1,324	1,734
%销售收入	73.5%	73.6%	74.3%	75.4%	75.9%	76.4%	其他流动资产	658	826	1,063	1,075	1,100	1,129
毛利	995	1,232	1,636	2,018	2,552	3,254	流动资产	1,964	2,403	2,975	3,791	4,986	6,429
%销售收入	26.5%	26.4%	25.7%	24.6%	24.1%	23.6%	%总资产	67.7%	70.1%	67.8%	72.3%	77.9%	81.6%
营业税金及附加	-14	-17	-26	-34	-42	-52	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	739	819	898	946	913	957
营业费用	-282	-405	-570	-640	-796	-1,008	%总资产	25.5%	23.9%	20.5%	18.0%	14.3%	12.1%
%销售收入	7.5%	8.7%	9.0%	7.8%	7.5%	7.3%	无形资产	187	189	285	273	264	258
管理费用	-260	-300	-384	-493	-626	-801	非流动资产	938	1,024	1,414	1,451	1,411	1,452
%销售收入	6.9%	6.4%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	%总资产	32.3%	29.9%	32.2%	27.7%	22.1%	18.4%
息税前利润 (EBIT)	440	510	656	850	1,088	1,393	资产总计	2,902	3,427	4,388	5,242	6,397	7,881
%销售收入	11.7%	10.9%	10.3%	10.4%	10.3%	10.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	8	5	3	16	31	47	应付款项	541	754	1,137	1,249	1,636	2,142
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	101	119	257	234	303	396
资产减值损失	-3	-7	-21	-4	-1	-1	流动负债	642	873	1,395	1,483	1,940	2,538
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	15	29	38	40	42	44	其他长期负债	28	37	80	76	77	78
%税前利润	3.0%	5.1%	5.1%	4.1%	3.4%	2.8%	负债	670	910	1,474	1,559	2,017	2,617
营业利润	459	537	683	902	1,160	1,483	普通股股东权益	2,167	2,430	2,834	3,610	4,316	5,207
营业利润率	12.3%	11.5%	10.7%	11.0%	10.9%	10.7%	少数股东权益	65	87	80	73	65	57
营业外收支	30	32	63	66	70	73	负债股东权益合计	2,902	3,427	4,388	5,242	6,397	7,881
税前利润	490	570	746	969	1,230	1,556	比率分析						
利润率	13.1%	12.2%	11.7%	11.8%	11.6%	11.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-83	-88	-119	-145	-184	-233	每股指标						
所得税率	16.9%	15.5%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.919	0.536	0.689	0.903	1.144	1.446
净利润	407	481	627	823	1,045	1,322	每股净资产	4.711	2.641	3.080	3.924	4.691	5.660
少数股东损益	-16	-12	-7	-7	-8	-8	每股经营现金净流	1.037	0.706	0.740	0.903	1.163	1.469
归属于母公司的净利润	423	493	634	831	1,053	1,330	每股股利	0.500	0.250	0.250	0.298	0.378	0.477
净利率	11.3%	10.6%	10.0%	10.1%	9.9%	9.6%	回报率						
							净资产收益率	19.50%	20.29%	22.37%	23.01%	24.39%	25.55%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.56%	14.38%	14.45%	15.85%	16.46%	16.88%
							投入资本收益率	16.37%	17.10%	18.92%	19.62%	21.11%	22.49%
净利润	407	481	627	823	1,045	1,322	增长率						
少数股东损益	-16	-12	-7	-7	-8	-8	主营业务收入增长率	23.19%	24.36%	36.35%	29.12%	29.24%	30.12%
非现金支出	95	115	143	143	161	183	EBIT增长率	21.27%	15.86%	28.71%	29.62%	28.01%	28.04%
非经营收益	-21	-34	-38	-106	-112	-117	净利润增长率	24.47%	16.63%	28.63%	31.00%	26.75%	26.37%
营运资金变动	-4	87	-52	-29	-24	-37	总资产增长率	65.68%	18.08%	28.05%	19.45%	22.05%	23.19%
经营活动现金净流	477	649	680	831	1,070	1,352	资产管理能力						
资本开支	-128	-207	-536	-110	-50	-149	应收账款周转天数	7.4	10.3	18.2	17.5	17.0	16.5
投资	-620	-309	-210	0	0	0	存货周转天数	79.9	73.6	62.1	60.0	60.0	60.0
其他	15	80	128	40	42	44	应付账款周转天数	43.8	48.5	52.8	51.0	51.0	51.0
投资活动现金净流	-734	-436	-617	-70	-8	-105	固定资产周转天数	70.2	57.2	50.0	39.5	30.8	23.5
股权募资	794	32	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-1	0	0	-3	1	2	净负债/股东权益	-23.02%	-22.41%	-14.97%	-30.95%	-42.35%	-50.60%
其他	-243	-228	-231	-54	-347	-439	EBIT利息保障倍数	-52.7	-95.4	-233.0	-52.1	-35.1	-29.8
筹资活动现金净流	550	-196	-231	-57	-347	-437	资产负债率	23.08%	26.56%	33.60%	29.73%	31.52%	33.20%
现金净流量	293	17	-168	703	715	809							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	7
增持	0	0	0	0	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.67

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-15	买入	18.62	N/A
2	2016-10-19	买入	18.38	N/A
3	2017-03-21	买入	17.94	N/A
4	2017-08-21	买入	17.80	N/A
5	2018-03-27	买入	27.81	N/A
6	2018-04-22	买入	29.99	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH