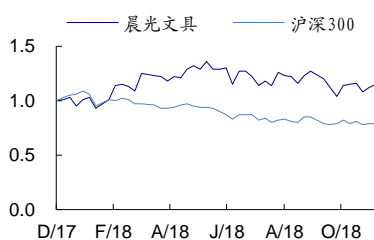


证券研究报告—首次覆盖
轻工
文教体育用品 II
晨光文具(603899)
增持

合理估值: 31.5-33 元 昨收盘: 28.48 元 (首次评级)

2018年12月12日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	920/920
总市值/流通(百万元)	26,202/26,202
上证综指/深圳成指	2,594/7,685
12个月最高/最低(元)	34.34/22.14

证券分析师: 王学恒

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

联系人: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

海量市场, 快速成长

● 快速成长、经营稳健的文具龙头企业

公司品牌创立至今接近 20 年, 逐步从文具代理商、制造商、品牌商发展到综合文具供应商。公司 2017 年营收规模达 64 亿, 归母净利润 6.4 亿元, 收入与利润近 5 年复合增速在 30% 左右。公司利润率优于行业平均水平, ROE 超过 20%, 负债率与现金流健康。股权相对集中, 大股东控股超过 70%。

● 文具行业: C 端千亿市场消费持续升级, B 端万亿市场待龙头集中

文具行业具备孕育巨头的条件。目前我国 C 端文具市场规模达千亿级, 人口红利已过但人均文具消费距离发达国家仍有较大差距, 消费升级下文具多元化发展空间大。B 端大办公市场规模达万亿, 与发达国家相比尚缺一站式服务龙头, 随我国第三产业发展与政府企业采购管理规范化, 龙头企业增长空间广阔。

● 公司核心竞争力: 产品+渠道, 塑造品牌护城河

公司强大的品牌力主要来源于产品与渠道的优势: 产品上, 比进口品牌更具性价比, 相比国产小品牌品控更佳, 并且能持续开发新品驱动销售; 渠道上, 公司独创的“晨光伙伴金字塔”营销模式打造了稳定的利益共同体, 拥有高达 80% 的校边商圈覆盖率, 奠定了公司稳固的龙头地位。

● 增长动力: 办公+精品, 延伸客群、扩张品类、提升附加值

公司未来增长点: 1. 发展办公直销平台科力普, 打造办公用品一站式采购服务商, 对标国际龙头公司潜力较大; 近年科力普收入翻倍增长, 占比超过 20%; 2. 发展精品文创, 参照日本、台湾精品文具企业, 公司产品价值有大幅提升空间, 布局晨光生活馆与九木杂物社带动精品文创销售, 未来有望贡献盈利。

● 风险提示

1. B 端市场竞争激烈, 科力普增长放缓; 2. 精品文创旗舰店扭亏速度不及预期; 3. 传统业务国际国产品牌竞争, 挤压成长空间; 4. 市场的系统性风险。

● 投资建议: 把握大市场中高增长的文具龙头, 首予“增持”评级

公司传统业务贡献稳定收益, 新业务发展迅速。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.87/1.10/1.37 元, 对应 PE 分别为 30.4x/24.1x/19.4x。对应 2019 年 29 倍 PE, 结合 FCFF, 公司合理估值在 31.5-33 元, 首予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,662	6,357	8,683	11,437	14,525
(+/-%)	24.4%	36.3%	36.6%	31.7%	27.0%
净利润(百万元)	493	634	805	1014	1264
(+/-%)	16.6%	28.6%	26.9%	26.0%	24.7%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.69	0.87	1.10	1.37
EBIT Margin	11.7%	10.3%	10.0%	9.7%	9.6%
净资产收益率(ROE)	20.3%	22.4%	24.0%	25.4%	26.3%
市盈率(PE)	46.9	38.6	30.4	24.1	19.4
EV/EBITDA	41.0	33.3	27.6	22.3	18.5
市净率(PB)	10.1	8.64	7.31	6.13	5.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司传统业务贡献稳定收益，学生文具多元化有较大发展空间；新业务发展迅速，大办公市场尚待龙头集中，消费升级打开精品文创增长空间。我们预计公司 2018-2020 年营收规模分别为 86.8、114.4、145.3 亿元，同比增长 36.6%、31.7%、27.0%；归母净利润分别为 8.1、10.1、12.6 亿元，同比增长 26.9%、26.0%、24.7%；EPS 分别为 0.87/1.10/1.37 元，对应 PE 分别为 30.4x/24.1x/19.4x。对应 2019 年 29 倍 PE，结合 FCFF，公司合理估值在 31.5-33 元，首予“增持”评级。

核心假设与逻辑

1.传统业务方面：

公司具备明显的品牌、产品、渠道等竞争优势，能够以高于行业平均增速的速度增长，持续提高集中度；

2.新业务方面：

(1) 晨光科力普汲取了海外办公龙头企业的成长经验，面对国内蓝海市场能够持续以较快速度增长，同时经营效益提升将有效改善利润率水平；

(2) 晨光科技凭借公司品牌优势，能够有效分享文具消费电商化趋势；

(3) 生活馆与九木杂物社在近年有望逐步扭亏，同时带动传统渠道的精品文创产品增长。

与市场的差异之处

市场认为学生文具由于人口红利已过，增长空间有限，但我们结合对海外市场分析，认为我国学生文具在产品的功能性、多样性、时尚性仍有大幅扩展的空间，文具企业通过推出新品、扩充品类能够持续获得量的增长，并且通过提升研发设计、文化 IP 以及品牌附加值能持续获得价的提升。公司在研发设计、生产制造、销售渠道以及品牌价值方面具备龙头优势。

股价变化的催化因素

1.公司通过提升传统渠道店效、推出适销新品，保持传统业务的稳健较快增长，增速高于市场预期；

2.新业务晨光科力普通过有效的招投标、推广，持续获得较快增长的政府企业客户，并且由于采购规模扩大、经营效率提升以及经营杠杆作用，利润率提升与预期改善更加明显；

3.C 端业务的精品文创与旗舰大店业务扭亏速度快于预期，形成可推广复制的经营模式后，有望吸引加盟商加入开店，提升收入与利润增长速度。

核心假设或逻辑的主要风险

1.B 端市场竞争激烈，科力普增长放缓；

2.精品文创旗舰大店扭亏速度不及预期；

3.传统业务国际国产品牌竞争，挤压成长空间；

4.市场的系统性风险。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议.....	2
核心假设与逻辑.....	2
与市场的差异之处.....	2
股价变化的催化因素.....	2
核心假设或逻辑的主要风险.....	2
估值与投资建议	7
绝对估值：32-33 元.....	7
绝对估值的敏感性分析.....	7
相对法估值：31.5-32.1 元.....	8
投资建议.....	8
快速成长、经营稳健的文具龙头	9
综合文具供应商，20 年发展持续引领行业前沿.....	9
成长迅速，基本面优质.....	11
股权相对集中，大股东控股超过 70%.....	15
文具行业：C 端千亿市场消费持续升级，B 端万亿市场待龙头集中	16
市场增长空间大，集中度提升有望孕育行业巨头.....	16
C 端市场人口红利已过，消费升级引领增长新阶段.....	17
B 端市场空间广阔，产业升级利于行业加速集中.....	20
竞争格局：C 端市场晨光龙头地位稳固，B 端市场龙头企业齐头并进.....	22
公司核心竞争力：产品+渠道，塑造品牌护城河	24
品牌竞争力：产品与渠道优势塑造龙头品牌，良性循环巩固护城河.....	24
产品竞争力：性价比高、品控稳定、创新驱动.....	25
渠道竞争力：经销管理体系高效，终端网络覆盖率高.....	26
增长动力：办公+精品，打开新阶段增长空间	29
办公市场空间广阔，一站式采购服务契合行业趋势.....	29
消费升级，精品文创体验消费增长潜力较大.....	33
盈利预测	37
假设前提.....	37
未来 3 年盈利预测.....	38
盈利预测的敏感性分析.....	38
风险提示	39
附表：财务预测与估值	40
国信证券投资评级	41
分析师承诺	41
风险提示	41
证券投资咨询业务的说明	41

图表目录

图 1: 公司主要业务概况.....	9
图 2: 公司销售渠道示意图.....	10
图 3: 公司发展历史阶段.....	11
图 4: 2013-20181H 营业收入及变化情况.....	11
图 5: 2013-20181H 归母净利润及变化情况.....	11
图 6: 2013-2017 公司收入按产品拆分.....	12
图 7: 2013-2017 公司主要产品收入增速.....	12
图 8: 2013-20181H 毛利率与净利率水平.....	12
图 9: 2013-20181H 营业费用率水平.....	12
图 10: 公司与同业公司毛利率水平比较.....	13
图 11: 公司与同业公司净利率水平比较.....	13
图 12: 公司总资产周转率较高.....	13
图 13: 2013-20181H 资产负债率.....	14
图 14: 2013-2017 公司 ROE 水平.....	14
图 15: 公司总资产周转率较高.....	14
图 16: 2013-2017 存货、应收、应付周转天数.....	15
图 17: 2013-2017 现金收入比与现金利润比.....	15
图 18: 2013-2017 派息比率.....	15
图 19: 2013-2017 股息率.....	15
图 20: 公司股权结构.....	15
图 21: 我国限上文教办公用品制造业营收及同比增长.....	16
图 22: 我国限上文化办公用品零售额及同比增长.....	16
图 23: 中美日三国书写工具零售额增长情况.....	17
图 24: 中美日三国书写工具人均消费情况 (美元/年).....	17
图 25: 我国 TOP4 文具企业集中度.....	17
图 26: 美国 TOP2 文具企业集中度.....	17
图 27: 我国总人口同比增速.....	18
图 28: 我国教育经费同比增速.....	18
图 29: 1980-2016 年我国小学数量.....	18
图 30: 1980-2017 年我国小学生在校人数.....	18
图 31: 日本 9 种主要文具销售额 (百万日元).....	19
图 32: 日本 9 种主要文具人均消费 (日元/人).....	19
图 33: 美国户均 B2S 消费 (美元/户).....	19
图 34: 美国 B2S 消费各类产品占比.....	19
图 35: 小学生开学装备进化史.....	20
图 36: 单价人民币 300 左右的 Hobonichi 手账.....	20
图 37: 美国与中国第三产业 GDP 占比.....	21
图 38: 美国与日本第三产业就业人数占比.....	21
图 39: 北美办公用品市场 CR2 为 81%.....	21
图 40: 大办公市场分类及占比.....	22

图 41: 全国政府采购货物金额	22
图 42: 中国书写工具品牌占有率.....	22
图 43: 国产文具上市公司收入规模.....	22
图 44: 中国书写工具龙头集中度.....	23
图 45: 2018 年 10 月阿里系电商文具品牌销售额	23
图 46: 2017 年企业电商化采购平台市场份额.....	24
图 47: 公司塑造品牌竞争力来源于产品与渠道的支持.....	25
图 48: 公司与国际文具龙头竞品价格比较.....	25
图 49: 公司畅销产品 MG666 中性笔.....	26
图 50: 公司“晨光伙伴金字塔”营销体系	27
图 51: Staples 上市至退市营收及变化情况.....	29
图 52: 美国办公用品零售店零售额及变化情况.....	29
图 53: 2000-2010 财年 Staples 营收增速保持双位数	30
图 54: 2000-2010 财年欧迪办公营收增速约为高单位数	30
图 55: 美国零售总额与电商增速比较	30
图 56: 美国电商占零售总额比例.....	30
图 57: Staples 业务分部营收比例（按照 2012 年报中 2011 年营收比例）	31
图 58: Staples 分业务利润率情况.....	31
图 59: Staples 分业务收入增长情况.....	31
图 60: 晨光科力普整合爱速客乐中国区业务以及汉玛办公	32
图 61: 科力普物流体系	32
图 62: 科力普网站首页	32
图 63: 科力普营收规模与增长情况.....	33
图 64: 科力普营收占公司营收比重变化情况.....	33
图 65: 日本书写工具市场规模	34
图 66: 百乐市占率	34
图 67: 百乐收入规模与增长情况.....	34
图 68: 百乐毛利率与净利率水平.....	34
图 69: 诚品书店门面	35
图 70: 诚品书店面积与店铺数量.....	35
图 71: 晨光生活馆店面.....	36
图 72: 九木杂物社店面.....	36
图 73: 旗舰大店营收规模与增长情况	36
图 74: 旗舰大店营收占公司营收比重变化情况.....	36
表 1: 公司盈利预测假设条件	7
表 2: 资本成本假设	7
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	8
表 4: 可比公司估值	8
表 5: 公司历年利润增速、PE 和涨幅表现	8
表 6: 笔类产品消费量测算.....	16
表 7: 公司终端零售店铺种类与对比.....	28
表 8: 2017 年至 2018 上半年公司主要客户项目中标与入围情况.....	33
表 9: 公司营业收入拆分预测	37

表 10: 公司利润率拆分预测	38
表 11: 盈利预测及市场重要数据	38
表 12: 盈利预测情景分析	39

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：32-33 元

公司所处行业一方面处于 C 端的消费升级，一方面处于 B 端的迅速发展，与公司的业务和战略相契合。公司在传统业务方面具备明显的品牌、产品、渠道等竞争优势，预计能够以高于行业平均增速的速度增长，并小幅提升利润水平；新业务方面，我们认为晨光科力普平台直销模式结合优质的服务能够保持较快的增速，并且随着规模优势与经营杠杆作用有望显著改善盈利水平；晨光科技电商平台凭借品牌优势能够取得不低于电商行业的增速；生活馆与九木杂物社在近年有望逐步扭亏，同时带动传统渠道的精品文创产品增长。

我们预期公司 2018-2025 年收入增速逐步下降到 20%，毛利率因办公业务占比扩大而有所下降，后期因经营效益改善而提升，费用率随经营杠杆显现而有所下降，股利分配比率预期与 2017 年相同。

表 1：公司盈利预测假设条件

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	23.19%	24.36%	36.35%	36.58%	31.72%	27.01%	26.74%	25.40%	24.13%	21.72%	20.00%
营业成本/营业收入	73.45%	73.58%	74.27%	74.79%	75.26%	75.66%	75.73%	75.58%	75.43%	75.28%	74.90%
管理费用/营业收入	6.72%	6.26%	5.89%	5.61%	5.33%	5.06%	5.01%	4.96%	4.94%	4.91%	4.89%
销售费用/销售收入	7.52%	8.68%	8.97%	9.14%	9.21%	9.23%	9.13%	9.04%	9.00%	8.95%	8.91%
营业税及附加/营业收入	0.37%	0.37%	0.42%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
所得税税率	16.89%	15.51%	15.94%	16.12%	16.12%	16.12%	16.12%	16.12%	16.12%	16.12%	16.12%
股利分配比率	54.42%	46.66%	36.28%	36.28%	36.28%	36.28%	36.28%	36.28%	36.28%	36.28%	36.28%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 32-33 元。

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	16.12%
无风险利率	3.25%	Ka	9.23%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价（元）	28.43	Ke	9.31%
发行在外股数（百万）	920	E/(D+E)	98.37%
股票市值(E, 百万元)	26156	D/(D+E)	1.63%
债务总额(D, 百万元)	432	WACC	9.22%
Kd	4.35%	永续增长率（10年后）	3.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

32.42		WACC 变化				
		8.4%	8.9%	9.42%	9.9%	10.4%
永续 增长 率 变 化	4.5%	54.61	47.10	41.15	36.34	32.38
	4.0%	49.05	42.85	37.83	33.69	30.23
	3.5%	44.62	39.38	35.07	31.45	28.39
	3.0%	41.01	36.50	32.73	29.54	26.80
	2.5%	38.01	34.07	30.74	27.88	25.41
	2.0%	35.47	31.99	29.01	26.43	24.18
	1.5%	33.31	30.19	27.50	25.16	23.10

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 31.5-32.1 元

由于公司显著的龙头优势与快速稳健的业绩表现, 公司估值相比同行上市公司有一定的估值溢价。我们从 PEG 角度, 未来三年公司业绩增速 CAGR=26%, 我们取 PEG=1.1, 对应公司 2019 年 28.5-29 倍 PE, 结合 FCFF, 公司合理估值在 31.5-32.1 元。

表 4: 可比公司估值

证券代码	证券简称	货币	市值 (亿元)	收盘价	PE		EPS		净利润增速	
					2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
603899.sh	晨光文具	CNY	256.22	28.43	41.25	32.02	0.69	0.89	28.6%	28.8%
002301.sz	齐心集团*	CNY	56.48	8.29	24.08	17.73	0.34	0.47	57.7%	35.9%
ODP.O	欧迪办公*	USD	17.51	2.89	8.50	7.41	0.34	0.39	-22.5%	12.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

注: “*” 公司盈利预测来自 Wind 一致预期

表 5: 公司历年利润增速、PE 和涨幅表现

年度	EPS (元)	最高 PE(TTM)	最低 PE(TTM)	利润增速	股价涨幅
2015 年	0.9289	78.0518	31.0777	24.47%	124.97%
2016 年	0.5358	50.7063	33.0961	16.63%	-9.10%
2017 年	0.6892	39.6247	29.0643	28.63%	37.48%
2018 年 E	0.8879	46.0360	30.3769	28.83%	16.46%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 31.5-33 元之间, 相对于公司目前股价有 11-16% 溢价空间。我们认为, 公司核心竞争力突出, 新业务发展势头较好, 具备持续成长性, 首予“增持”评级。

快速成长、经营稳健的文具龙头

综合文具供应商，20 年发展持续引领行业前沿

公司是综合文具供应商，传统核心业务为晨光品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品等的设计、研发、制造和销售；新业务包括发展办公一站式服务平台晨光科力普、零售大店晨光生活馆、九木杂物社以及互联网和电子商务平台晨光科技。公司的龙头地位主要体现在品牌知名度高、笔类产品的生产销售份额国内领先，以及强大的销售渠道的经营管理能力。公司连续六年在“中国轻工业制笔行业十强企业”评比中蝉联第一，并连续八年被评为“中国特许连锁百强”。

图 1：公司主要业务概况



资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理

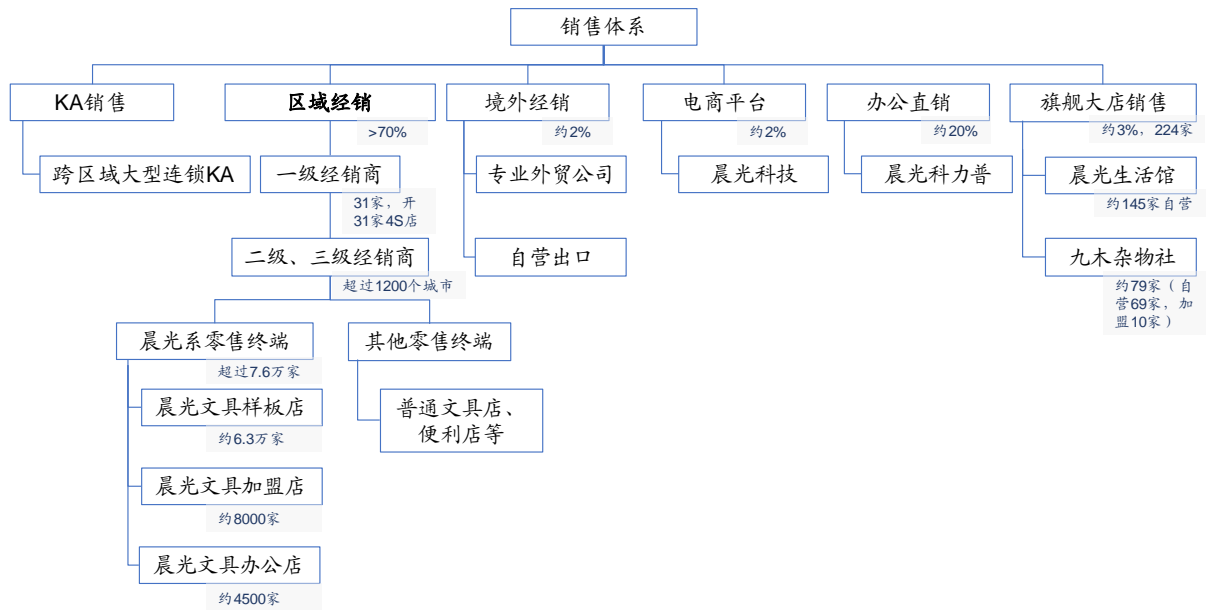
公司经营模式包括研发设计、原辅料采购、生产制造、营销网络管理、仓储物流等五大环节：

1. 研发设计：公司每年根据市场调研与销售数据制定年度商品企划，然后进行产品、工艺设计；
2. 采购原辅料：制造业务的采购的核心部件为笔头和墨水，公司与国内外顶级供应商进行采购；直销业务的采购根据客户需求向供应商下订单；直营旗舰店的采购大部分由生活馆总部集中采购；
3. 制造生产：公司实行“以销定产，自产为主，OEM 委外生产为辅”的生产模式；常销品根据市场订单需求和数据下达需求计划，新产品通过订货会的形式按照客户订单生产；自产产品包括书写工具、油画棒、修正带等，OEM 生产学生文具和办公文具的产品；
4. 销售渠道：包括区域经销、KA 销售、境外经销、办公直销和直营旗舰店销售；

5. 仓储物流：仓储由公司负责，物流包括自有短途运输和第三方物流。

传统业务布局超过 7.6 万家零售终端，新业务渠道多元化。其中，在渠道方面，公司传统业务主要为区域经销的模式，收入占比在 70% 以上，下设一级经销商与二三级经销商（二级与三级经销商为平行关系），共同管理超过 7.6 万家零售终端门店，通过“晨光伙伴金字塔”营销模式打造利益共同体；新业务方面，办公直销营收占比约 20%，来自晨光科力普平台；公司电子商务平台由晨光科技运营，营收占比在 2% 左右；另外，公司旗舰店营收占比约 3%，设有晨光生活馆和九木杂物社，通过自营+加盟的方式提供精品文创产品与精品杂货。

图 2：公司销售渠道示意图



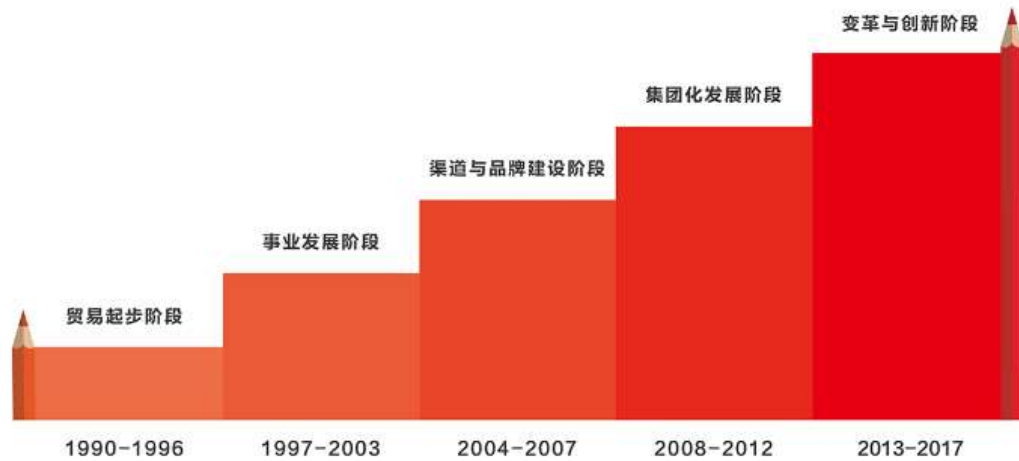
资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理

20 迅速成长，持续转型升级。公司创始人从 1990 年起从事文具总代理，随行业变革，逐步发展到文具制造、打造自有品牌、开创新营销网络模式、结合新零售拓展新业务的多个阶段，晨光品牌创立至今接近 20 年。公司经历多次转型升级，持续走在行业前沿，具体历程如下：

- 1. 贸易起步阶段（1990-1996）：**通过贸易、代理，初步建立起国内营销网络市场基础。公司创始人为文具总代理商，代理品牌在当时较有影响力。创始人在代理、贸易业务中积累了国内营销的基础，但厂家在 1997 年金融危机中倒闭，创始人开始准备转型；
- 2. 事业发展阶段（1997-2003）：**解决了贸易发展的不确定性问题，坚定了晨光在制笔行业的专注发展。创始人认为在没有任何品牌支撑的情况下最好的方法就是建制笔厂，因此选择了开造笔工厂，聘请专家，通过学习和探索逐步掌握生产制造技术。1999 年，公司打造自有品牌晨光，完成从代理商向品牌商的转型；
- 3. 渠道与品牌建设阶段（2004-2007）：**进行了差异化经营，摆脱行业价格战的纠缠，扩大竞争优势。文具行业品牌蓬勃发展，各个品牌大力拓展品类。公司面对竞争对传统渠道进行调整，开创“晨光伙伴金字塔”模式，推出“样板店”、“文具 4S 店”以及“大篷车”，实现品牌排外并将产品线延伸，满足消费者需求的同时满足渠道成长的需求；

4. **集团化发展阶段（2008-2012）：推出加盟模式，迎接国际化、集团化、规范化发展的新挑战与契机。**公司进一步优化营销网络，推出加盟店模式，坚持“伙伴”理念，采取“晨光金字塔”模式，维护良好的市场秩序，为所有伙伴打造共赢的条件，加强推广品牌形象与终端渠道的管控；
5. **变革与创新阶段（2013-至今）：发展新业务，结合新零售。**公司拓展 to B 业务并延伸 to C 业务至生活场景，包括晨光科力普、零售大店晨光生活馆、九木杂物社以及电商平台晨光科技。

图 3：公司发展历史阶段

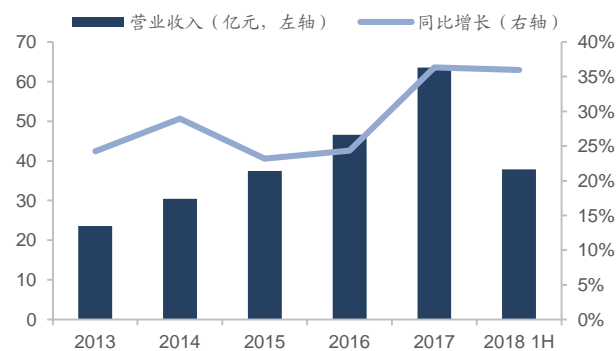


资料来源:公司官网，国信证券经济研究所整理

成长迅速，基本面优质

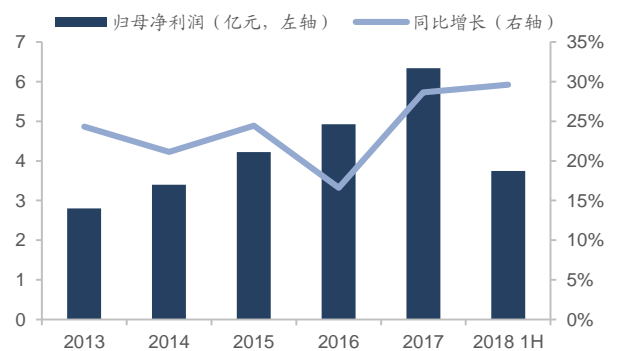
收入与利润规模持续保持 30% 左右的增速快速增长。公司收入规模持续高速增长，多年增速保持在 25-30% 之间，2018 年上半年实现收入 37.9 亿元，同增 36%；公司归母净利润增速随收入增长也实现了长期快速增长，2018 年上半年实现归母净利润 3.7 亿元，同增 30%。

图 4：2013-2018 1H 营业收入及变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：2013-2018 1H 归母净利润及变化情况

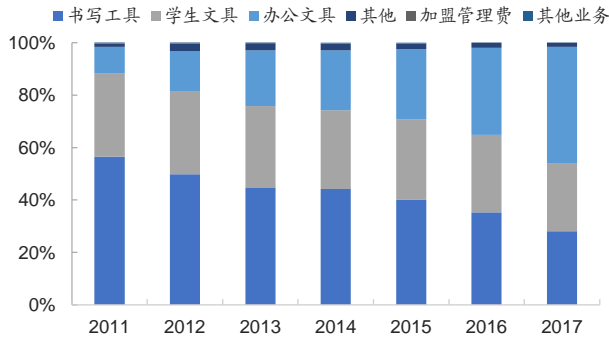


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

办公文具增长迅速，占比达 45%。将公司收入按产品拆分，目前收入增速最高的业务为办公文具，2017 年同比增长 83%，占收入比重达 45%，其中主要贡献来自晨光科力普；学生文具 2017 年同比增长 19%，主要受益于精品文创与

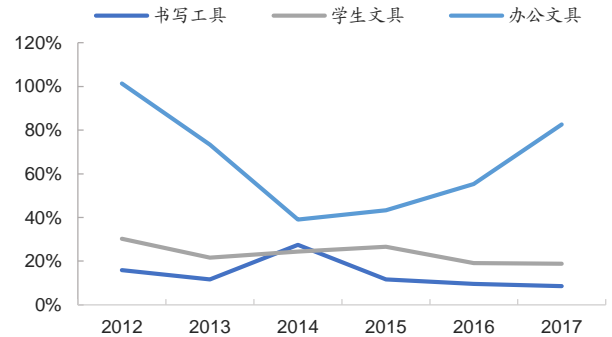
儿童美术产品的发展，占总营收比 26%；书写工具随行业增速放缓，增速平稳下降，2017 年同比增长 7%，而同年规模以上企业收入下滑 3.8%。

图 6：2013-2017 公司收入按产品拆分



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

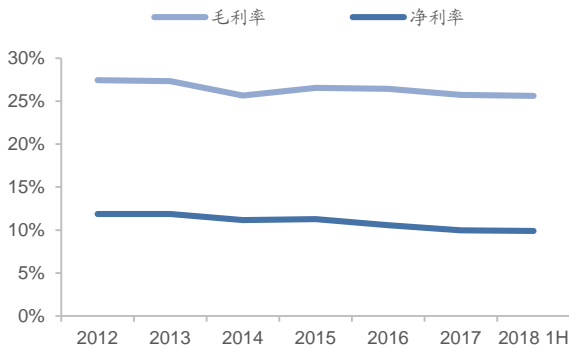
图 7：2013-2017 公司主要产品收入增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

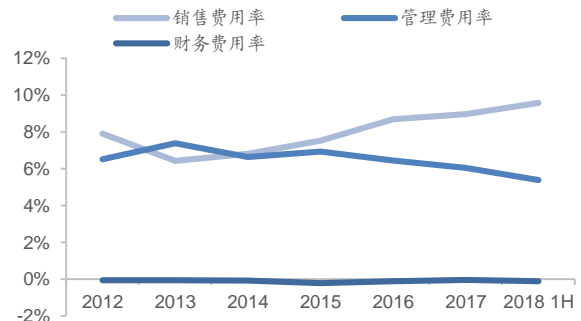
利润率水平稳定较高，费用控制较好。文具行业平均毛利率在 15%左右，而公司多年毛利率在 25%-27%之间，盈利能力明显优于行业平均水平。分品类来看，书写工具与学生文具毛利率较高，在 30%以上，而办公文具毛利率较低，在 18%左右。随着办公用品占比扩大，公司毛利率或将出现结构性的小幅下滑，但仍处于较高水平。公司费用率控制较好，管理费用率随规模效应逐步下降，销售费用率随新业务的开展有所上升。

图 8：2013-2018 1H 毛利率与净利率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

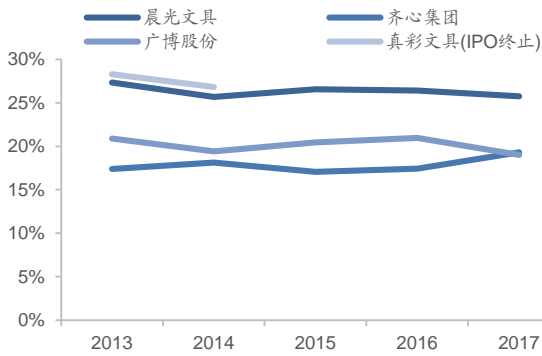
图 9：2013-2018 1H 营业费用率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

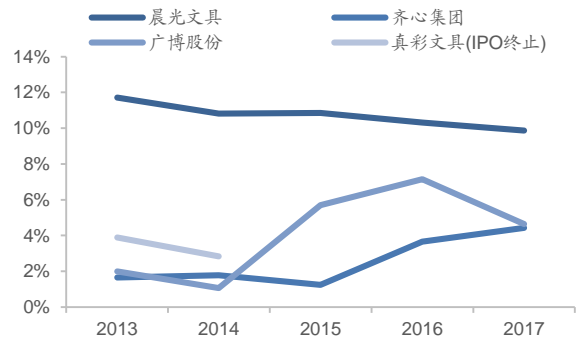
横向比较，公司的利润率与文具其他两家上市公司相比也具有明显优势。公司毛利率与 IPO 停止的真彩文具相近，而比齐心集团与广博股份高出 5 个百分点左右，净利率亦高出这两家公司 5 个百分点左右，显示出公司具有较好的业务模式与议价能力。

图 10: 公司与同业公司毛利率水平比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

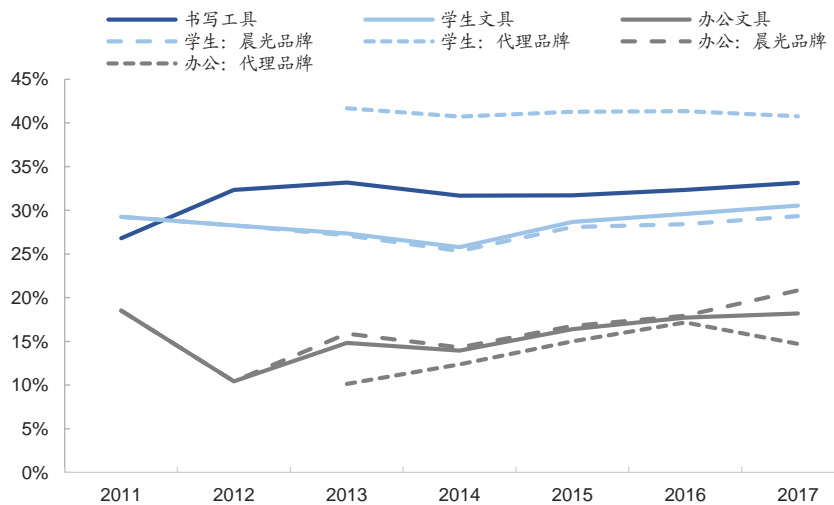
图 11: 公司与同业公司净利率水平比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

书写工具与学生文具利润率较高, 办公文具毛利率逐步提升。书写工具与学生文具毛利率较高, 在 30% 以上, 而办公文具毛利率较低, 在 18% 左右。具体来看, 学生文具中的代理产品毛利率较高, 主要为精品文创产品。办公用品的代理品牌毛利率较低, 未来随公司采购规模增长与成本控制能力提升, 有望改善利润率水平。

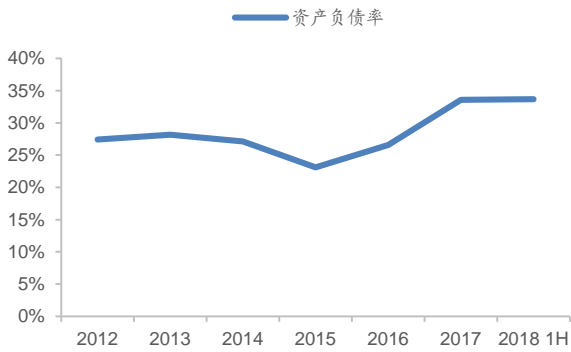
图 12: 公司总资产周转率较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

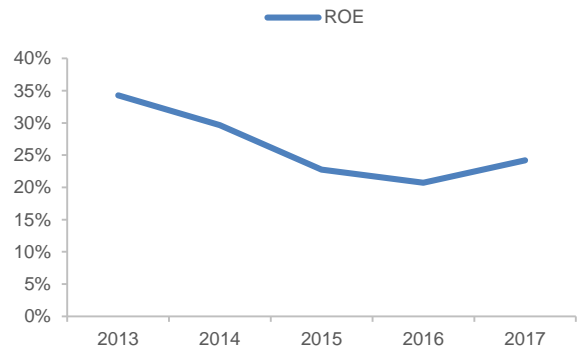
ROE 水平较高, 主要来自于快速的周转。公司的 ROE 水平多年保持在 20% 以上, 而资产负债率在 25-30% 左右的较低水平, 净利率在 10% 左右, 高 ROE 主要来自周转较快, 公司总资产周转率在 1.5-2 次。随着晨光科力普收入占比扩大与经营效益提升, 公司有望保持较快的周转, 从而保持较高的 ROE 水平。

图 13: 2013-2018H1 资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

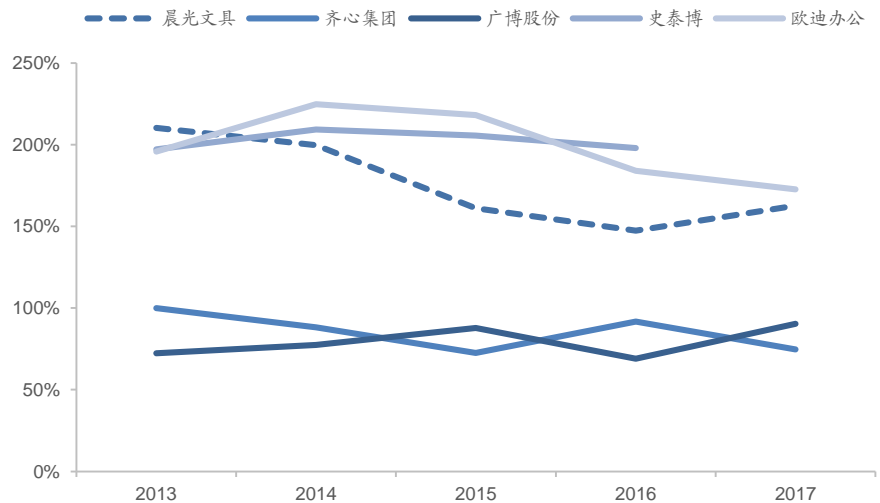
图 14: 2013-2017 公司 ROE 水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

横向比较, 公司高周转与国际龙头水平相近。公司总资产周转率与国际办公用品龙头史泰博和欧迪办公均在 1.5-2 之间, 而与国内其他同行上市公司仅为 0.7-1 之间, 公司周转明显更快。

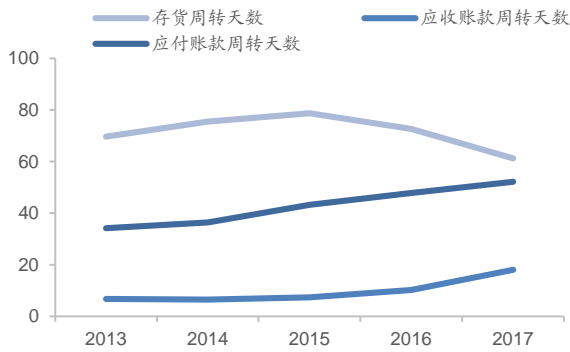
图 15: 公司总资产周转率较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

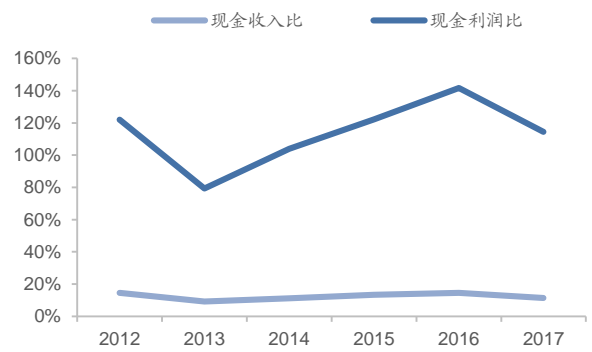
运营资金周转较快, 现金流健康。公司存货周转在 80-60 天左右水平, 近年逐年下降, 主要因为 B 端业务存货周转较快; 应付账款周转在 30-50 天左右水平, 近年逐年提升, 主要由于 B 端业务快速发展带来的应付账款增加; 应收账款周转在 6-18 天, 近年有所提升但仍处于较快的水平, 主要是 B 端业务账期相对传统业务更长。公司现金利润比在 100% 左右, 现金收入比在 10% 左右, 体现良好的现金流水平。公司派息比率有所下降, 2017 年达到 36%, 股息率在 1-1.5% 之间。

图 16: 2013-2017 存货、应收、应付周转天数



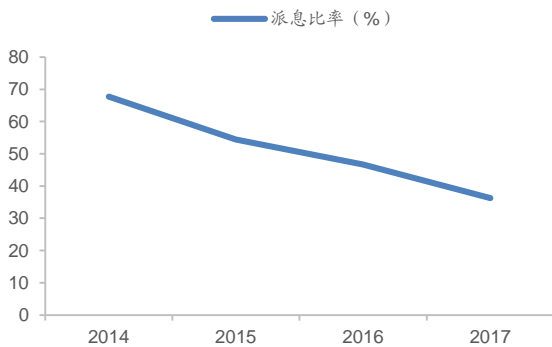
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2013-2017 现金收入比与现金利润比



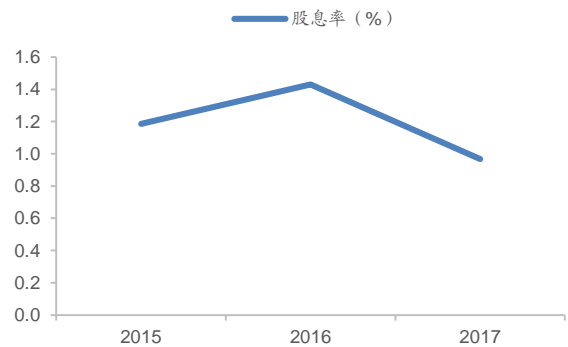
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2013-2017 派息比率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2013-2017 股息率

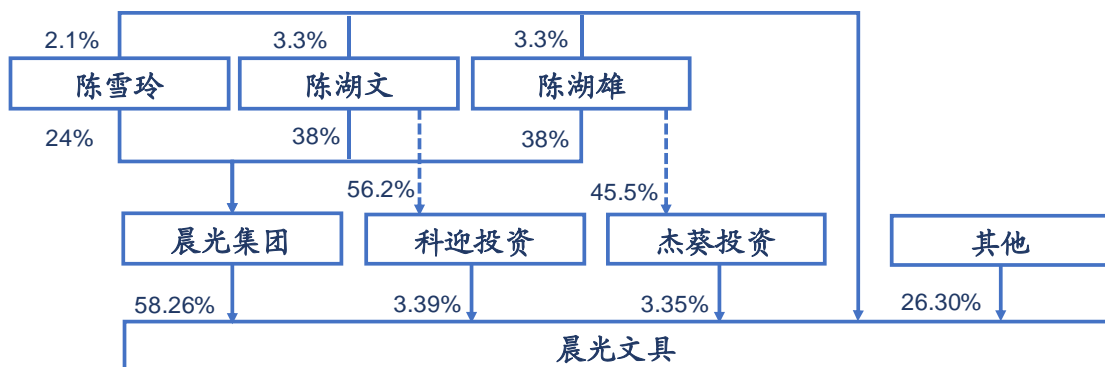


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股权相对集中, 大股东控股超过 70%

公司实际控制人为陈湖文、陈湖雄、陈雪玲三姐弟, 通过直接、间接方式合计控制公司超过 70%的股权。职位上, 陈湖文先生为公司董事长, 陈湖雄先生为公司总裁, 陈雪玲女士为公司副总裁。科盈投资和杰葵投资为公司员工持股平台, 招股书显示两家公司合伙投资人共 72 名。

图 20: 公司股权结构



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

文具行业：C端千亿市场消费持续升级，B端万亿市场待龙头集中

市场增长空间大，集中度提升有望孕育行业巨头

文具属于消费频次高、单价低、受众广的消费品，具备孕育行业巨头的条件。以文具中最常见的笔类产品为例，我们根据中国制笔协会与国家统计局的数据测算，假设我国5-70岁人口，约12亿人，为文具主要消费人群，则2017年平均每人每月大约消费2支笔，而笔的零售单价普遍在1-2元之间。由于具备高频、低价、广泛的消费属性，文具行业市场规模广阔，且龙头品牌提价空间较大。

表 6：笔类产品消费量测算

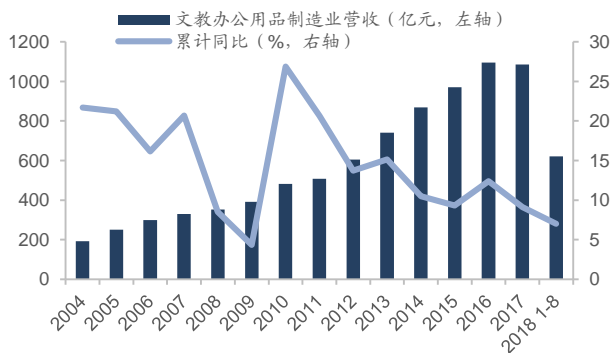
项目	数值	备注
总产量(亿支)	457.36	
出口量(亿支)	101.35	推算出口比例 22%
消费量(亿支)	284.80	推算内销部分消费比例 80%
消费群体(亿人)	12.09	5-70岁人口比例 87%
人均年消费量(支/人)	23.6	
人均月消费量(支/人)	2.0	

资料来源:中国制笔协会, 国信证券经济研究所整理

注: 出口比例参考规模以上制笔企业出口金额比例;

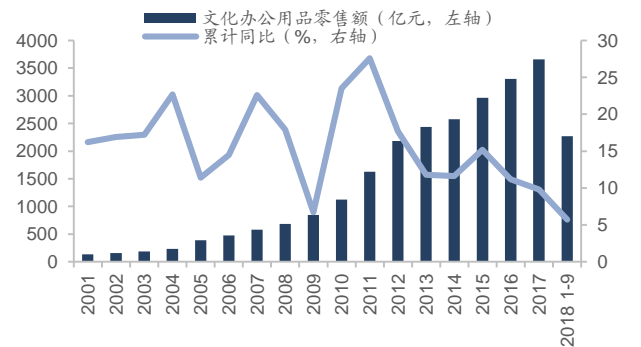
行业规模达千亿级，逐步进入成熟期。行业规模从制造端看，2017年我国规模以上文教办公用品制造业营收达到1086亿元，累计同比增速达9%；从零售端看，2017年我国规模以上企业文化办公用品零售额达3661亿元，累计同比增速达9.8%。文具行业制造业与零售业增速呈回落趋势，显示我国文具行业正步入成熟期。

图 21：我国限上文教办公用品制造业营收及同比增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

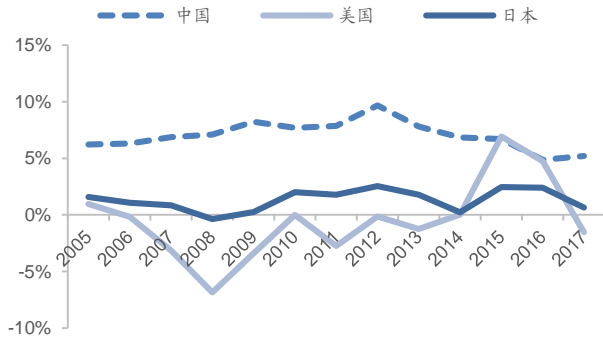
图 22：我国限上文化办公用品零售额及同比增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

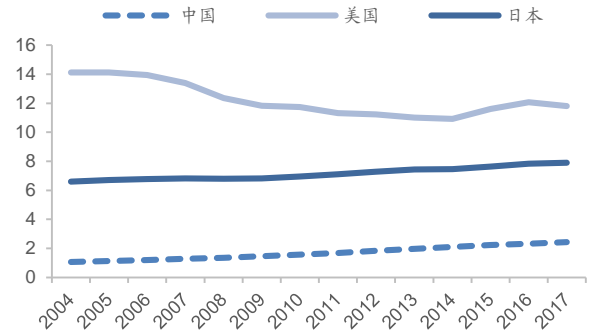
相比发达国家，我国人均文具空间消费尚有大幅提升空间。2017年我国人均用笔消费仍仅不到美国、日本人均消费水平的一半。由于文具中除笔以外的其他品类的丰富度、功能性、时尚性与附加值的扩展空间更大，而在我国发展相对更晚，我们认为综合其他品类的文具，我国人均文具消费水平相比发达国家或尚有数倍的增长空间。

图 23: 中美日三国书写工具零售额增长情况



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

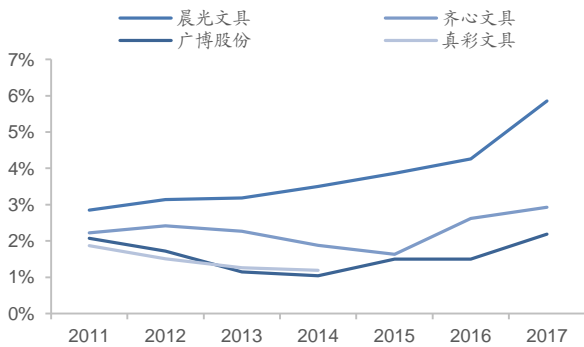
图 24: 中美日三国书写工具人均消费情况 (美元/年)



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

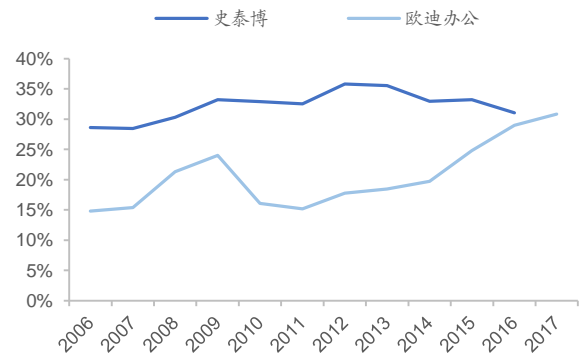
行业红利结束, 集中整合期到来。按照制造端口口径计算, 目前我国龙头文具企业的集中度仍在个位数水平, 市占率最高的晨光文具达到 5.9%。而海外成熟市场, 如美国, 办公用品和文具店铺零售额 2017 年为 127.6 亿美元, 假设线下零售占比在 35%左右, 加上直销 (50%)、电商和 KA 渠道 (15%), 美国整个办公用品和文具零售额在 364.5 亿美元, 市场前两大文具企业史泰博和欧迪办公市占率均在 30%左右, 相比之下, 我国文具龙头企业集中度有较大的提升空间。

图 25: 我国 TOP4 文具企业集中度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 美国 TOP2 文具企业集中度

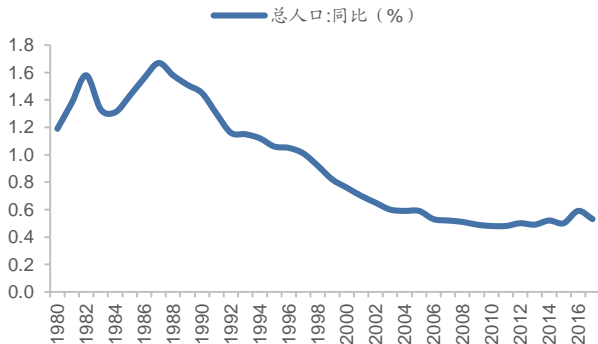


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

C 端市场人口红利已过, 消费升级引领增长新阶段

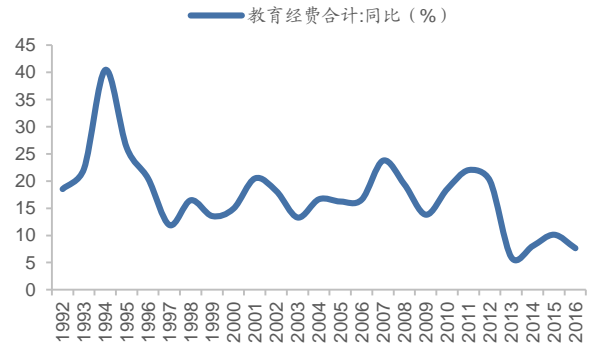
人口、教育红利驱动我国文具刚性需求增长。文具行业 to C 市场主要应用于教育和生活两个场景。行业早期迅速增长动力主要来源于人口红利以及教育支出的迅速增长, 满足学生刚性需求。目前, 市场红利逐渐消退, 学生文具的刚性需求基本得到满足。

图 27: 我国总人口同比增速



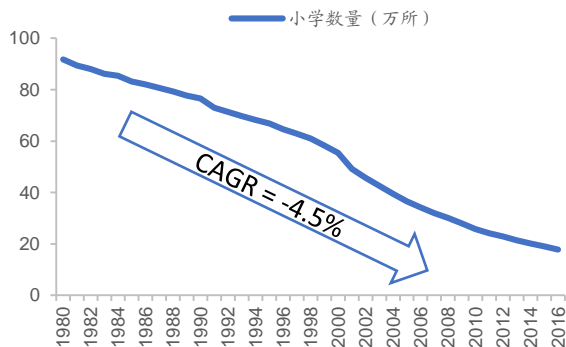
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 我国教育经费同比增速



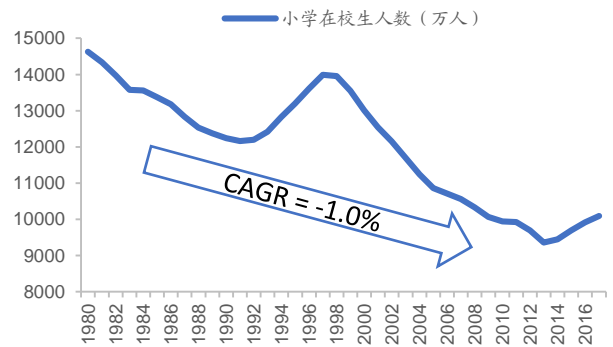
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 1980-2016 年我国小学数量



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

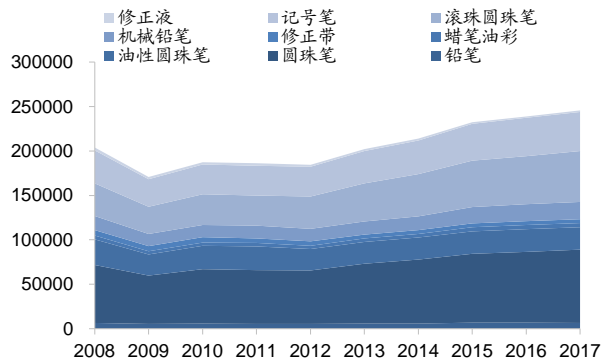
图 30: 1980-2017 年我国小学生在校人数



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

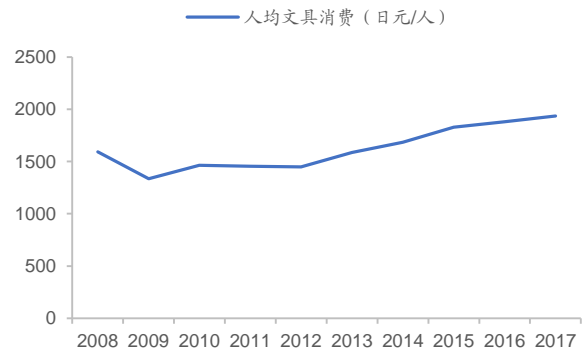
日本文具销量与人均文具消费仍在增长, 美国户均 B2S 消费持续提升, 我国文具消费升级空间广阔。我们根据日本产经省统计的 9 种文具销售情况可以看出, 日本尽管经历人口老龄化、经济增长放缓, 文具消费总量与人均水平仍在持续提升, CAGR 10 约为 2.1%; 根据德勤对美国家庭调查, 子女返校成本 (back-to-school cost, B2S) 仍为家庭的重要支出, 户均消费持续提升, 其中消费的一大品类即为学生文具, 占比稳定在 20% 左右。因此我们认为, 尽管我国人口红利已过, 参考发达国家的文具消费, 我国文具市场的下一阶段仍有较大增长空间, 而其中的主要增长动力来自消费升级。在整体消费升级的趋势下, 消费者对文具产品的品牌、品质、专业性、个性化、时尚性等多方面要素有更高的要求。尤其文具产品本身单价低, 个人消费者对加价百分比不敏感, 而对产品使用与购买的体验更加敏感, 给予符合消费升级定位的文具品牌商较大的增长空间。

图 31: 日本 9 种主要文具销售额 (百万日元)



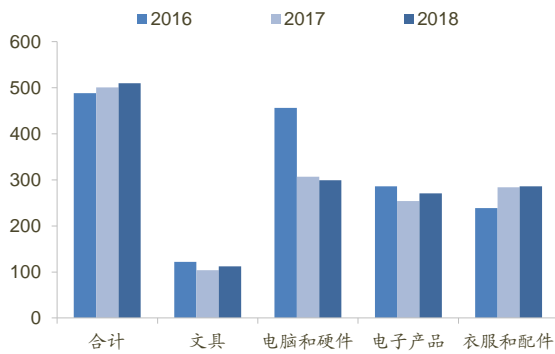
资料来源: 日本产经省, 国信证券经济研究所整理

图 32: 日本 9 种主要文具人均消费 (日元/人)



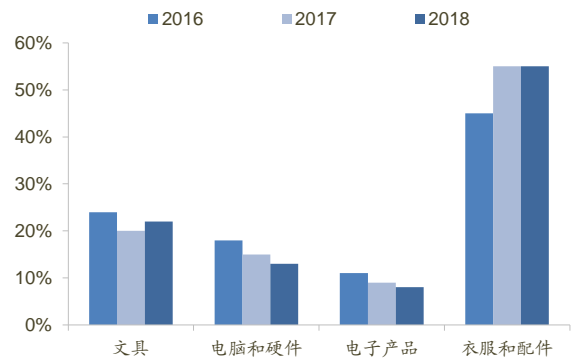
资料来源: 日本产经省, 国信证券经济研究所整理

图 33: 美国户均 B2S 消费 (美元/户)



资料来源: 德勤, 国信证券经济研究所整理

图 34: 美国 B2S 消费各类产品占比



资料来源: 德勤, 国信证券经济研究所整理

教育用文具消费升级: 产品功能性得到更高的重视。教育场景中的文具主要应用于课内学业和课外兴趣(美术书法), 在居民生活水平以及对教育重视程度的提高背景下, 学生与家长在选购文具时更加注重材质安全环保、功能突出、使用体验友好和外观设计感。例如, 目前天猫上的“网红”文具设计各有突出的创意, 在功能性上有明显的升级: “Stabilo 正姿洞洞铅笔”能够帮助儿童养成良好的握笔习惯; “Zebra 不断铅的自动铅笔”从内部设计上保护笔芯, 普通书写基本不会写断; “Koyuyo28 角积木橡皮”采用 28 个棱角的设计, 突破传统橡皮 8 角外形, 能将精细的部分擦拭干净等。

图 35: 小学生开学装备进化史



资料来源: 天猫, 国信证券经济研究所整理

生活用文具消费升级: 文化精神丰富, 注重产品的时尚与个性。生活用文具的消费升级可以从“手账文化”的流行来观察。“手账”一词来源于日文, 指能够随身携带的记事本, 用来记录日记等内容。日本手账文化在我国年轻人间开始流行, 带动了相关文具的热销, 包括手账本、色彩笔、贴纸等。具有文化时尚属性的手账相比普通的笔记本价格贵许多, 如日本最受欢迎的手帐品牌之一Hobonichi, 一套最基本的纯色封皮、文库本大小 (A6) 尺寸的日手帐需要人民币 300 元左右。

图 36: 单价人民币 300 左右的 Hobonichi 手账



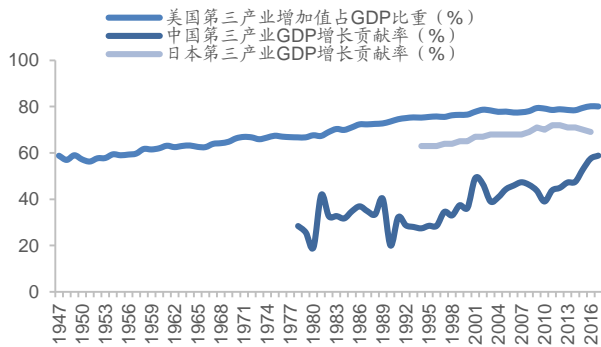
资料来源: 什么值得买, 国信证券经济研究所整理

B 端市场空间广阔, 产业升级利于行业加速集中

第三产业占比提升打开办公用品市场空间。文具行业 To B 市场主要应用于办公场景, 而办公场景主要在第三产业, 由服务业从业人员在办公室内使用各种办公用品。因此, 文具 To B 市场空间与第三产业的发展密切相关。发达国家的代表, 以美国与日本为例, 第三产业占 GDP 比重分别高达 80% 和 70%, 而我国

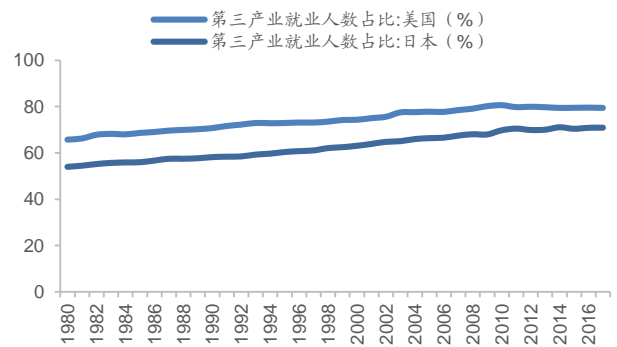
2017年第三产业对GDP贡献率为58.8%；从第三产业从业人数占比观察，美国和日本这一比例分别达到80%和71%，而我国尽管这一比例持续提升，2017年仅为50%。因此，由我国产业结构升级带动的办公文具市场仍有较大的提升空间。

图 37: 美国与中国第三产业 GDP 占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 美国与日本第三产业就业人数占比



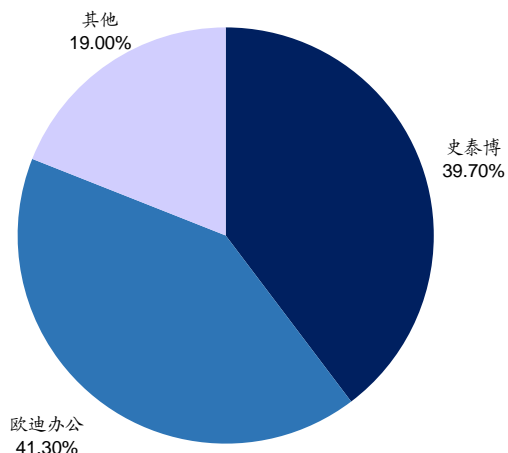
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集约式采购趋势利好具备竞争优势的一站式采购服务商。由于我国第三产业发展与发达国家仍有较大差距，办公室文具用品市场总量仍有较大发展空间，同时，参考发达国家的经营模式，我国一站式采购服务商也将迎来市场快速集中的机遇。集约式采购的驱动力主要来自：

- 1.政府央企的“阳光采购”，规范化招投标；
- 2.企业采购管理转型，在我国经济增长进入新常态后，企业更加注重经营效率与规范化管理。

我们认为，具备品牌、物流、供应链、服务综合优势的一站式采购服务商将获得更多市场份额，相比北美市场龙头企业集中度，我国优质文具企业未来有望大幅提升集中度。

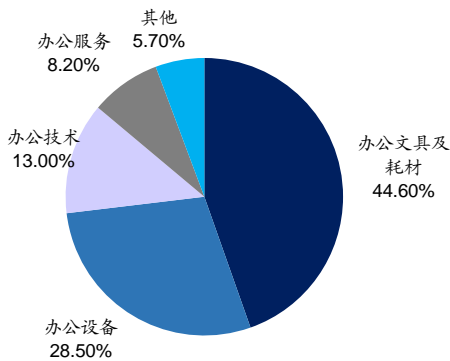
图 39: 北美办公用品市场 CR2 为 81%



资料来源: 观研天下, 国信证券经济研究所整理

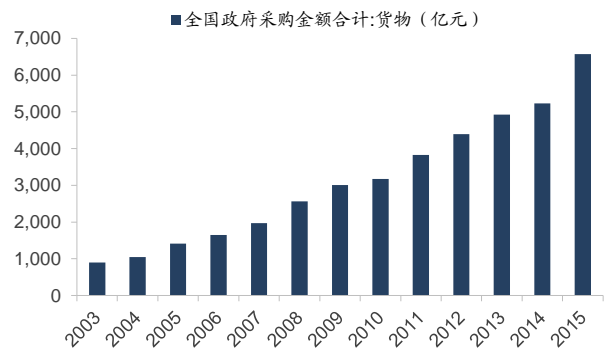
大办公市场规模或达万亿级别。大办公市场涵盖品类广，客户群体大。从品类来看，产品涵盖传统办公文具及耗材（如笔、笔记本、油墨等），办公设备（如打印机、计算器等），办公用技术产品（电脑、办公软件等），办公服务（复印、打印服务等）以及其他用品（办公家具等）等几大类。由于品类众多，而桌面办公文具约在 1000 亿左右的规模仅为大办公市场的小部分，整体市场或为万亿级规模。从客户群体来看，包括政府、企事业单位、大中小型企业等。据统计局公布的政府采购货物总额，2015 年达到 6500 亿元，考虑到其中非办公用品采购，以及其他企业采购金额，大致估计大办公市场规模或在 1-1.5 万亿元左右。

图 40: 大办公市场分类及占比



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图 41: 全国政府采购货物金额

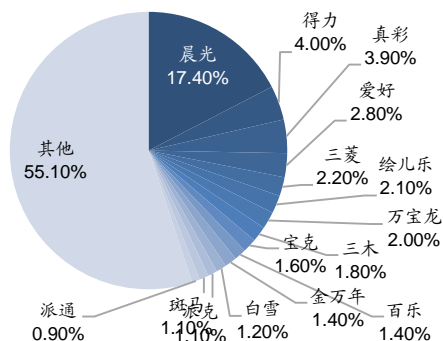


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

竞争格局: C 端市场晨光龙头地位稳固, B 端市场龙头企业齐头并进

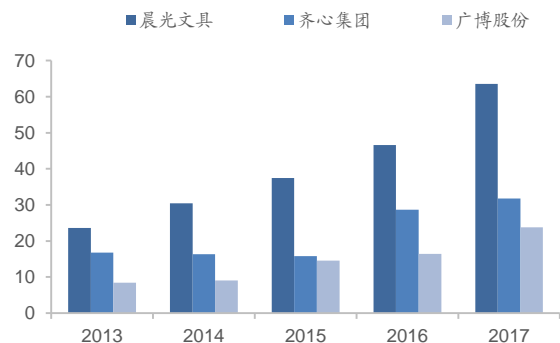
C 端市场: 公司在制笔行业国产品牌市占率领先, 盈利水平优于竞争对手。C 端市场主要产品为学生文具、书写工具, 公司在书写工具细分领域龙头地位显著。在我国书写工具市场, 公司市占率高达 17%, 远高于其他龙头文具企业。并且, 公司盈利能力亦处于明显优势: 从上市企业观察, 公司毛利率与净利率均明显高于竞争对手 5 个百分点左右; 从行业平均情况观察, 国家统计局统计 2017 年规模以上制笔企业 249 家实现营收 287 亿元, 实现利润 16.94 亿元, 利润率水平约 5.9%, 远低于公司净利率水平。

图 42: 中国书写工具品牌占有率



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图 43: 国产文具上市公司收入规模

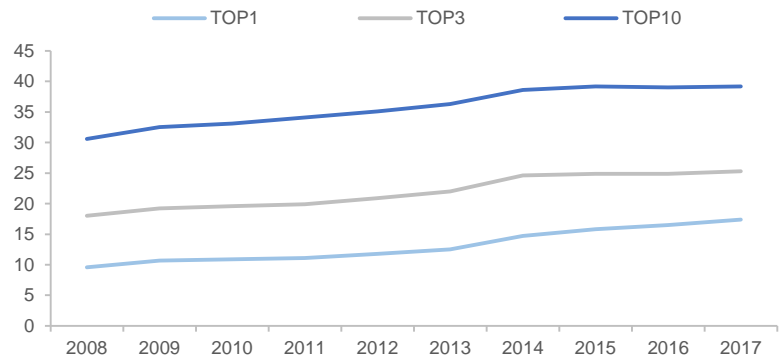


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业增长放缓, 龙头集中持续。从书写工具来看, 我国市场份额第一、前三、前十的品牌集中度在 10 年中稳步提升, 分别由 2008 年的 10%、18%、31%提

升至 2017 年的 17%、25%、39%。从整体文具行业来看，10 年间，制造端与零售端收入增速均从 20% 以上下降至 9%，而行业龙头晨光文具近年仍保持 30% 左右的收入增速，亦显示出明显的龙头集中趋势。

图 44：中国书写工具龙头集中度



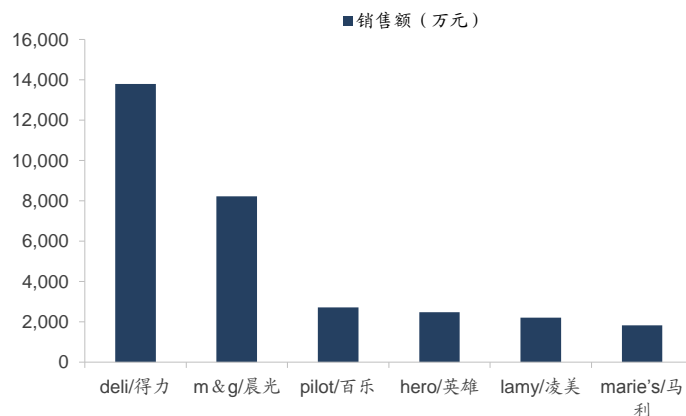
资料来源:中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

B 端市场：办公领域龙头企业快速成长。传统办公文具领域龙头为得力集团，企业采购电商龙头为京东，以及公司的 B 端业务子公司晨光科力普，均在近年大办公规范化、集约化、电商化采购的趋势下快速增长。公司在办公领域的主要竞争对手具体情况如下：

1.得力集团：传统办公文具龙头，电商与直销业务快速增长

得力集团创立于 1988 年，目前旗下拥有得力办公、得力文具、安格耐特、纽赛等多个子品牌，产品覆盖办公与学习文具、办公设备与耗材、办公纸品、办公家具和五金工具等十三大门类，业务模块包括经销、直销、电商与商超。据中国质量新闻网报道，2017 年，得力集团实现宁波区域工业销售收入 177.9 亿元，工业纳税 8.68 亿元，出口近 20 亿元，保持年均 30% 的高速增长；得力集团新闻显示，2017 年集团整体业绩增长 48%。其中，得力集团近期高速发展的业务主要为电商与直销：电商团队发展至今成为近 200 人的电子商务公司，在各大电商平台均实现市场占有率第一；直销业务从 6 年前萌芽状态进入发展快车道，建立了完整的 B2B 商城，在自有 6000 个产品基础上，整合了相关联的 20000 个优质商品。

图 45：2018 年 10 月阿里系电商文具品牌销售额

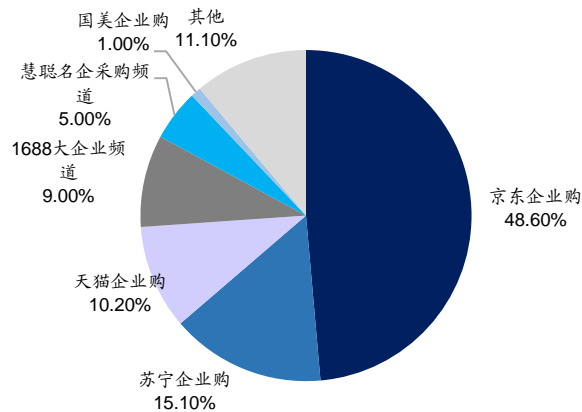


资料来源:淘数据, 国信证券经济研究所整理

2. 京东：电商龙头发力企业采购市场，占据 B2B 电商半壁江山

《中国企业电商化采购发展报告（2017）》显示 2017 年，我国 B2B 电商市场交易规模为 17.5 万亿元，环比增长 22.1%，其中企业对消费型通用产品的电商化采购规模已达千亿元，该类产品和服务的线上交易额同比增速超过 70%，是 B2B 电子商务领域增速最快的细分领域，我国企业对该类产品的电商化采购比例已达整体采购规模的 20%。在企业级电商市场中，京东企业购占 48.6% 市场份额，其他 5 大电商平台为苏宁企业购、天猫企业购、1688 大企业频道、慧聪名企采购频道以及国美企业购。据京东企业购的资料显示，目前其已与国电集团、腾讯、三大运营商等各行业领军企业建立合作。特别是在制造业、金融及大交通领域，京东企业购无论在市场占有率还是客户认可度等方面优势明显。另外，对采购规模小、需要标准化服务的中小企业，京东标准化的服务有效解决了企业采购在产品价格、质量、物流、财务流程上的痛点。

图 46：2017 年企业电商化采购平台市场份额



资料来源：《中国企业电商化采购发展报告（2017）》，国信证券经济研究所整理

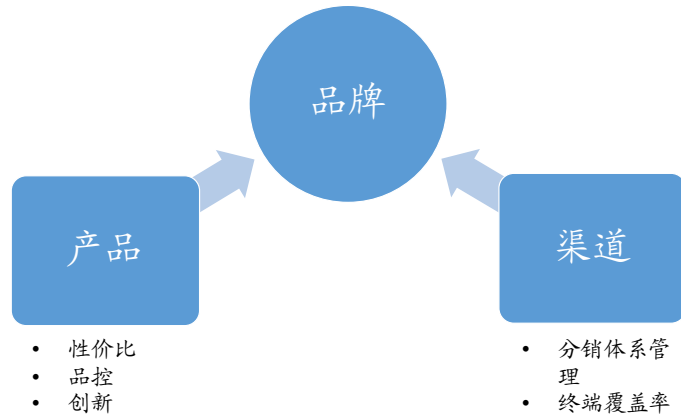
公司核心竞争力：产品+渠道，塑造品牌护城河

品牌竞争力：产品与渠道优势塑造龙头品牌，良性循环巩固护城河

品牌力强大，龙头地位广泛认可。 消费者对公司品牌认可度较高，在各层级城市、县城、乡镇，学生与办公人士等主力消费者与其他消费者中，晨光文具渗透率较高。消费者对公司产品品牌有较为良好的认知，主要来源于产品的优质、性价比、时尚等优点，以及广泛布局的渠道带来的产品高曝光度。同样，经销商对公司品牌也有较强的认同度，因为公司产品相比其他品牌适销性更佳、经销体系管理有序、合作共赢激励到位等优势。公司十多年来获中国制笔协会、工商总局、质检总局、中国轻工联合会、工信部等机构授予公司众多品牌方面的奖项与荣誉称号，公司国内龙头文具品牌的地位受到广泛认可。

品牌优势形成良性循环，巩固护城河。 公司的品牌在消费者中的良好口碑助推了公司的终端渠道拓展，并且规模效应给予公司产品性价比与研发更有利的条件，从而形成品牌、渠道与产品的良性互动，结合新品推介及促销活动对于品牌的推广，巩固了公司国内文具第一品牌的市场地位。

图 47: 公司塑造品牌竞争力来源于产品与渠道的支持



资料来源:国信证券经济研究所整理

产品竞争力: 性价比高、品控稳定、创新驱动

公司产品相比进口竞品性价比优势显著。公司传统业务的文具主要面向刚需消费者, 能够提供较好的使用体验的同时相比进口品牌定价明显较低。以最常用的 0.5mm 中性笔的定价作比较, 公司传统畅销产品 Q7 中性笔均价约为 1 元/支, 而进口品牌如三菱、BIC、百乐等定价在 5-10 元左右, 为公司产品单价的数倍。尽管公司产品与国际品牌价差较大, 但与国内其他中小品牌相比, 公司产品定位有 20-30% 的溢价。由于单价基数低, 消费者对公司相对其他国产品牌的溢价并不敏感。

图 48: 公司与国际文具龙头竞品价格比较

晨光	三菱	BIC	百乐
晨光 Q7 中性笔 0.5mm 14.4 元 12 支 约 1.2 元/支	三菱 UM-100 中性笔 0.5mm 40 元 10 支 约 4 元/支	BIC Liquidink-Roller Roller 0.5 mm 164 元 12 支 约 13.6 元/支	百乐 G-1 中性笔 0.5mm 59.6 元 12 支 约 5 元/支

资料来源:天猫, 亚马逊, 国信证券经济研究所整理

品控稳定, 生产技术、管理体系优势突出。公司在制笔技术、生产管理与后台系统方面优势显著, 不仅掌握自主核心技术, 同时能够将开发设计、生产制造、检验到物流等全流程通过信息化系统管理, 缩短开发周期、降低生产成本、提高效率与质量, 打下智能化工厂的基础, 从而为公司稳定的品控、较高的性价比与高效的供应链提供有力支撑。其中, 在技术方面, 公司在制笔领域技术优势突出, 主要包括笔芯制造过程中笔头和墨水的匹配技术、自主模具开发技术等:

(1) 在笔头与墨水的选择、匹配方面, 公司拥有多项的核心技术与工艺, 是决

定产品性能和用户体验度的关键，与国内竞争者产品的用户体验度差异较为明显。基于在该领域形成的领先技术能力和工艺积累，公司牵头承担了国家科技部《圆珠笔笔头与墨水匹配技术评价体系研究》的研究课题，并参与了多项产品的国家标准及行业标准的制订工作；

(2) 在模具开发方面，公司目前实现了自主制笔模具开发，不仅采用世界最先进的模具加工设备，在模具设计、制造工艺方面也有着丰富的积淀和先进的工艺，整体而言处于行业领先地位。书写工具品类繁杂、并且时刻需要推出新产品，对模具开发的要求很高。

精准捕捉需求，创意驱动销售。新品同时具备扩大增量需求与提升毛利率的作用。公司能够把握市场流行元素，通过“全程设计系统”快速反应，及时推出新品。并且，公司能够在趋势结束之前对产能及时地进行控制，保证新品产量与市场容量实现最大限度的匹配。从 2011 年至今，公司新品销售占比维持在 20% 左右，2017 年公司开发新品超过 2000 款，每年在大、小“学汛”期间，公司一次性推出数百款新品，相比竞争对手优势显著。同时，新品开发帮助公司积累资源，专利数量接近 500 项，业内领先。

以公司的畅销产品，“考试必备”系列的中性笔 MG-666 为例。该产品在公司天猫旗舰店销量排名前三，单品近 30 天销售额达 39.65 万元，具有大容量、顺滑、握感舒适、3 倍书写时长的特点，能够满足考生连续多科目考试用笔需求，避免因笔墨用尽、断墨、积墨、刮纸等因素浪费考试时间或影响考生心理，同时产品命名为“666”也取自流行语，鼓励考生考试顺利，也体现了对消费者心理需求的准确把握。该款产品定价约 3.5 元/支，相比公司普通产品定价明显较高，而与进口品牌类似产品仍有较大价差，如百乐 P500 定价约 9 元/支。可见创新产品对公司的销量与单价都有明显的提升作用，并且仍有较大提升空间。

图 49：公司畅销产品 MG666 中性笔



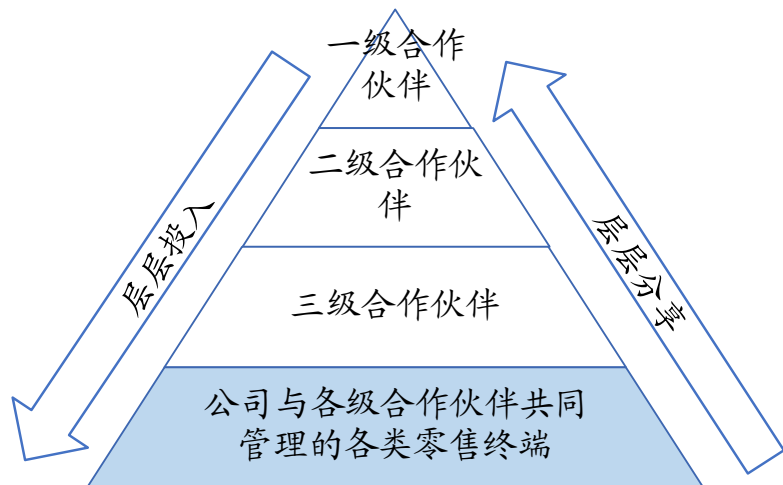
资料来源:天猫, 国信证券经济研究所整理

渠道竞争力：经销管理体系高效，终端网络覆盖率高

构造稳定共赢的营销模式

公司的主要销售渠道为区域经销，与其他文具品牌的区域经销模式相比，增加了各层级之间的利益绑定与协调的机制，即独创的“晨光伙伴金字塔”营销模式，运用“层层投入、层层分享”机制构建利益共同体。其中，“层层投入”是指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，自上而下投入相应人员、资金、软硬件等资源；“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。在此模式下，公司的渠道管理、覆盖和盈利能力得到了显著的提升。

图 50: 公司“晨光伙伴金字塔”营销体系



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

具体来看，公司的区域经销模式有以下特点：

1. 独家代理机制：一级、二级、三级经销商均为独家经销商

截至 2018 年 6 月底，公司共有 31 家一级（省级）合作伙伴、超过 1200 个城市的二、三级合作伙伴，均为各自区域唯一的晨光文具产品经销商。所有一级经销商在授权区域的市场拓展、管理和维护的责任完全一致，公司对经销商的定价、物流、服务和市场推广支持也一致。在独家经销模式下，公司结合多种管理手段，确保经销商完全享有各自授权区域的所有经营收益，用稳定的价格体系与合理的利润分配打造监控稳定的营销网络。

2. 系统化管理：产品全排他、渠道零窜货、KPI 考核多维度、价格体系标准化

(1) 所谓“全排他”就是指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，从而将经销商与公司打造为稳定的利益共同体。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) 经销商之间的“窜货”将会扰乱市场的正常销售秩序，公司对此进行严格管控：将“窜货”纳入每年一级经销商的 KPI 考核范围、对销往每个省份的产品采用不同标签进行标识，并对各地销售情况进行多位监控。目前公司已经实现了一级经销商之间的“零窜货”，稳定的价格体系和合理的利润分配为公司赢得了健康稳定的营销网络。

(3) 公司高度重视对经销体系及零售终端市场的检查工作，建立了一整套

严密的市场检查评分方法和流程，并且公司管理层身体力行，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，激励公司员工及合作伙伴。通过现场业务考核，公司也向各级合作伙伴传导打造市场的方法与标准，推动营销体系进步。

(4) 稳定的价格体系有助于执行晨光的伙伴金字塔营销模式。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经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，以确保各区域间的价格平衡，维护正常的市场竞争秩序。

率先开展品牌终端管理，打造高覆盖率零售网络

公司率先在国内文具行业成功地规模化开展零售终端的品牌销售管理与特许经营管理，形成了高覆盖率的国内终端网络，在全国校边商圈覆盖率高达约 80%。目前，晨光系零售终端门店超过 7.6 万家，其中样板店约 6.3 万家、加盟店约 8000 家、办公店约 4500 家。公司形成高覆盖率有赖于公司早期的样板店推广和后期的店铺升级，具体过程包括：

1. 铺设样板店：2005 年，公司以董事长、总裁为首的管理团队对全国各地校边商圈的普通文具店进行仔细筛选寻找终端合作伙伴。公司通过向普通文具店免费提供印有晨光文具商标标识的店招，并指导传授产品搭配、货架合理摆放等经营经验。合作后，单店盈利能力得到提高，公司品牌形象及该合作的示范效应在商圈的辐射度迅速扩大，吸引了越来越多的普通文具店与公司合作。这一时期的管理终端为“样板店”，根据销售晨光产品数量要求及公司提供服务支持的程度差异，又可分为“标准样板店”和“高级样板店”。

2. 升级加盟店：2008 年，公司选择经营能力与地理位置较好的样板店升级为加盟店，实施特许经营管理，在产品数量、排他性、提供服务支持成都等方面加强，统一定位、品牌、管理、采购、配送、服务，单店盈利能力进一步增强。

表 7：公司终端零售店铺种类与对比

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
公司权利	产品排他 无强制排他要求 单店出样标准 晨光产品总数 265 款以上	部分品类排他 晨光产品总数 370 款以上	与晨光特许经营商品相同或类似竞争性产品全排他 晨光产品 1000 款以上
公司责任	品牌形象 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	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识 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	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识 “六个统一”要求，培训、装修、货柜等服务支持
店铺形象			
装修费分担	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、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
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

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

增长动力：办公+精品，打开新阶段增长空间

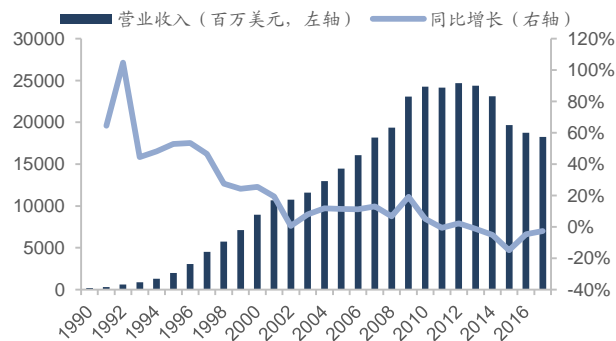
面对人口红利结束，我国经济增长进入新常态，文具行业也逐步迎来变革。对标海外办公用品龙头 Staples 与日本文具龙头百乐集团，办公用品领域与精品文创领域在行业增长放缓的背景下均能发展出行业巨头。公司主动发展新业务，设立晨光科力普，把握具备广阔空间一站式办公用品采购市场，并迎合消费升级，开设文创精品旗舰大店、电商平台晨光科技，利用公司的品牌与研发优势获取未来更大的增长空间。

办公市场空间广阔，一站式采购服务契合行业趋势

参考美国办公文具发展的三个阶段，我国仍有较大空间孕育行业巨头，并且长期来看办公用品直销是较好的发展方向：

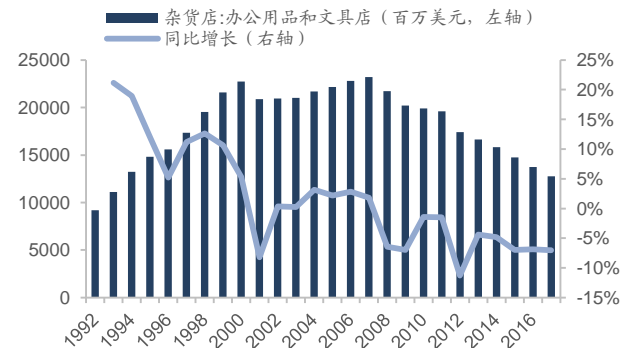
1.1980-2000 年：美国第三产业迅速发展，孕育办公文具巨头 Staples。 上世纪 80 年代至 2000 年以前，美国第三产业迅速发展，2000 年第三产业增加值占 GDP 比重达到 76.5%，20 年间提升了 8.9 个百分点；同期，美国第三产业就业人数占比达到 74.3%，20 年间提升了 8.6 个百分点。在此背景下，美国办公用品市场需求旺盛，办公用品零售额保持着双位数的增长；美国办公用品巨头 Staples 正是诞生于这一环境之中：Staples 创立于 1986 年，率先推出办公用品超市，随后通过内生外延迅速增长，收入增速保持在 20-60% 之间，到 2000 年已经拥有 1300 家门店，实现营业收入 89 亿美元，10 年增长近 30 倍。

图 51: Staples 上市至退市营收及变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

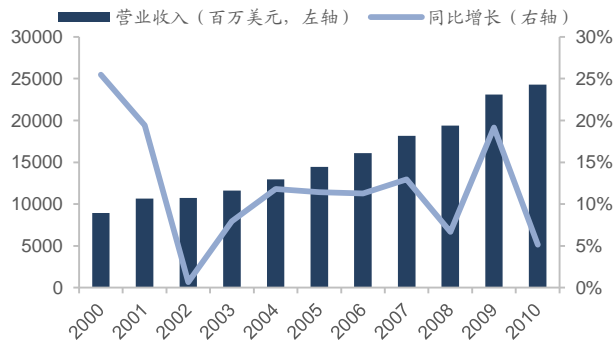
图 52: 美国办公用品零售店零售额及变化情况



资料来源：美国商务部普查局，国信证券经济研究所整理

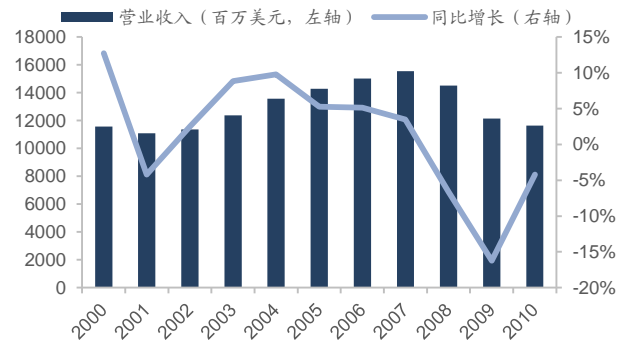
2.2001-2009 年：行业趋向成熟，竞争加速龙头集中。 2000 年到金融危机前，美国第三产业占比仍在提升，但速度相对减缓，办公用品市场相对进入稳健增长的成熟阶段，业内竞争开始加剧。在此期间 Staples 积极转型、扩展品类，从传统的办公文具到办公设备、办公家具等，收入保持着相对稳健的双位数增长，高于欧迪同期增速，亦明显高于行业增速。

图 53: 2000-2010 财年 Staples 营收增速保持双位数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

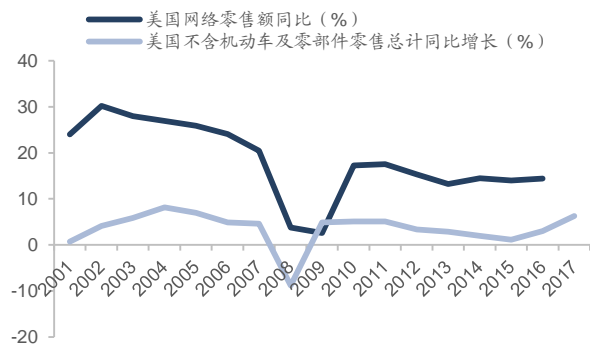
图 54: 2000-2010 财年欧迪办公营收增速约为高单位数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

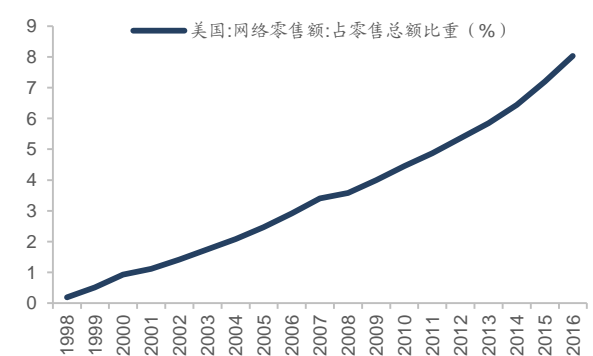
3.2010 年至今: 互联网冲击实体零售, 直销业务不可替代性较强。随着互联网的发展, 美国电商以持续高于整体零售增速的速度发展, 电商零售额占零售总额的比例逐年扩大。金融危机后, 美国办公用品零售店零售额开始逐年下滑, 2011 年 196 亿美元下滑到 2017 年的 128 亿美元。小型企业和个人消费者购买需求相对零散, 通过电商这种标准化的渠道购买办公用品更加便捷, 实体办公用品零售店面临较大经营压力。但针对大型企业的办公用品直销业务能够提供更加多元化全方位的服务, 受电商冲击较小。从 Staples 分部业务可以看出, 零售业务相比起直销业务, 在收入增速与利润率上均有更明显的下滑。并且, 零售业务中的实体零售店利润率相比 C 端电商 Staples.com 业务的利润率更低。(以 2011 年 Staples 财报口径计算, Staples 的零售业务中约 82% 的收入来自实体零售店; 2012 年 Staples 更改披露口径, 将 Staples.com 并入零售零售业务, 相比此前财报, 更改口径后 2010 与 2011 年零售业务经营利润率提升了 0.3-0.4 个百分点。)

图 55: 美国零售总额与电商增速比较



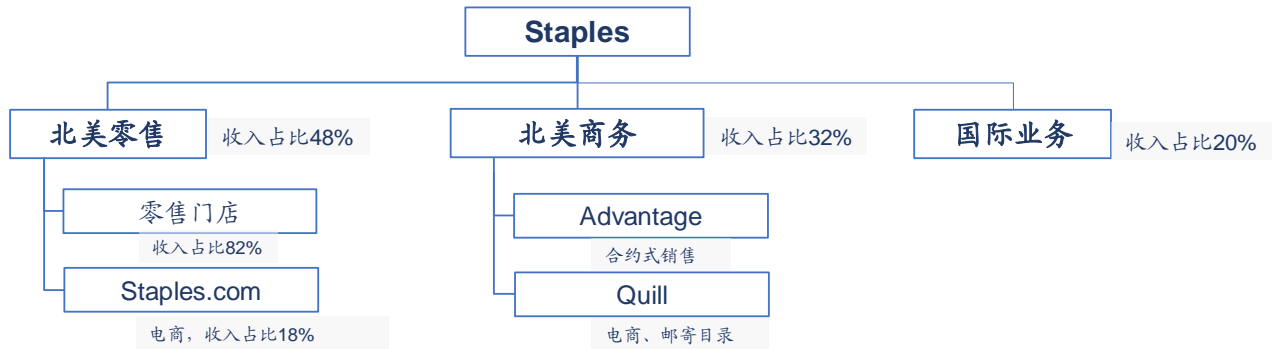
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 56: 美国电商占零售总额比例



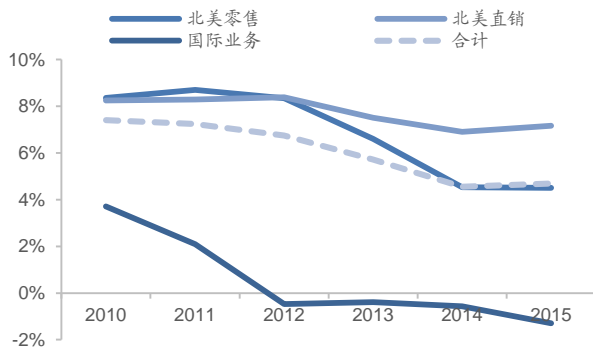
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 57: Staples 业务分部营收比例 (按照 2012 年报中 2011 年营收比例)



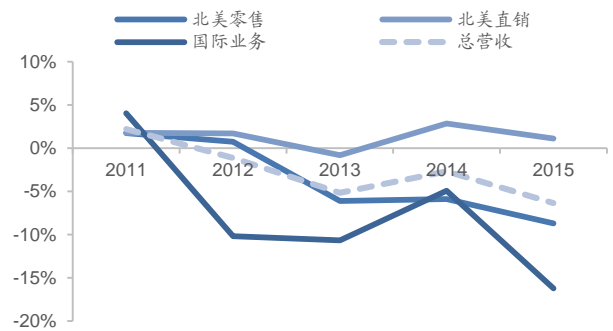
资料来源:SEC, 国信证券经济研究所整理

图 58: Staples 分业务利润率情况



资料来源: SEC, 国信证券经济研究所整理

图 59: Staples 分业务收入增长情况



资料来源: SEC, 国信证券经济研究所整理

晨光科力普整合大办公直销商和大品牌分销商中国区业务。面对市场总量增长与集中度提升趋势的办公市场双重机遇, 公司通过科力普直销平台打开办公产品的增长空间。晨光集团于 2012 年成立了晨光科力普, 作为公司控股子公司, 整合了爱速客乐中国区业务和汉玛办公。爱速客乐是亚洲排名第一的办公用品直销商, 汉玛办公是全国最大的办公用品分销商之一, 众多国外知名品牌中国区总代 (UPM、斑马、三菱等)。晨光科力普打造为集团旗下拓展办公用品销售模式的直销平台, 专注服务政府、企事业单位等机构客户, 提供商业服务, 拥有高效物流和自助系统开发能力。

图 60: 晨光科力普整合爱速客乐中国区业务以及汉玛办公



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

科力普直销平台覆盖政府、企事业单位、世界 500 强和小型企业, 提供一站式办公用品采购服务。科力普依托公司的品牌影响力、资金实力、产品力以及专业团队, 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办公采购一站式服务。具体业务:

1. 产品: 覆盖办公用品、办公耗材、办公设备、IT 数码、办公家具、劳保用品、食品饮料等。
2. 物流服务: 提供半日达和次日达的配送服务, 并不断提供个性化的增值服务。
3. 销售渠道: 科力普商城电子商务平台、合约订购, 重大项目投标, 目录直邮, 400 热线电话、传真及 ERP 系统对接等。
4. 支付方式: 支持银联、支付宝、月结转账等。

图 61: 科力普物流体系



资料来源: 科力普网站, 国信证券经济研究所整理

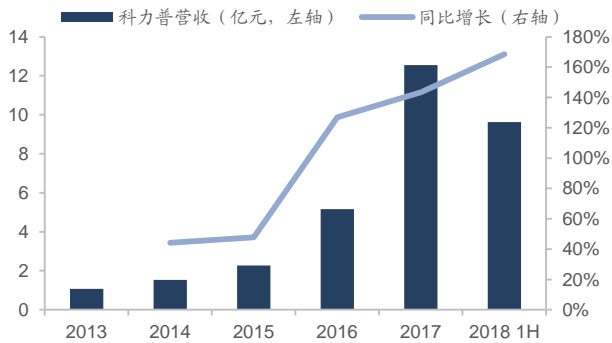
图 62: 科力普网站首页



资料来源: 科力普网站, 国信证券经济研究所整理

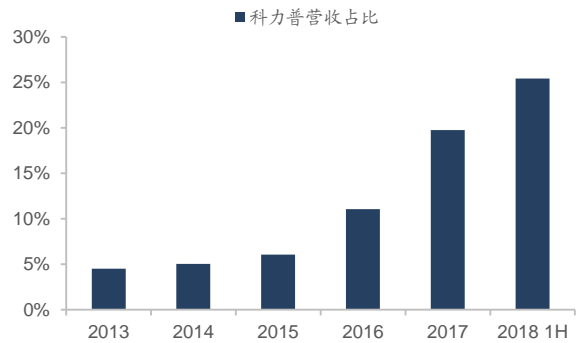
科力普发展迅猛, 贡献重要增长动力。2017 年, 科力普实现营收 12.55 亿元, 相当于 2013 年的 12 倍。2018 年上半年, 科力普实现营收 9.62 亿元, 同比增长 143%, 占当期公司总收入比重达到 25%。其中, 晨光科力普成功收购欧迪办公网络技术有限公司 100% 股权, 2017 年 6 月签约, 7 月底完成交割, 2017 年并入营收 1.6 亿元。

图 63: 科力普营收规模与增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 64: 科力普营收占公司营收比重变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

科力普为公司贡献了较大的增长空间，主要来自于品类的拓展与客户的扩张：

1.品类方面：科力普代理了大量非晨光品牌产品销售，包括公司不具备的办公设备家具等品类，单品价值量高，2017年非晨光品牌收入占科力普收入比重约为97%；

2.客户方面：科力普主要聚焦五大类核心客户，包括政府机关、央企、金融机构、500强和中间市场，通过较强的客户挖掘能力、渠道开发、服务品质与供应链体系，公司大型客户开发进展较快。

表 8: 2017 年至 2018 上半年公司主要客户项目中标与入围情况

客户类型	中标	入围
政府	成都市政府、深圳市政府、福建省政府	上海市人民政府、天津市人民政府、北京市市属行政事业单位、中央国家机关、国税系统
央企	中国石化、上航公司、南方电网、联通集团、中化股份、中国电建、中国移动、英大商务	国家电网、中国大唐集团
金融客户	招商银行、中信银行	中国邮政储蓄银行、中国建设银行
500 强	海南航空、耐克公司	
中间市场	金科地产、万科物业、特斯拉	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

另外，市场拓展方面，科力普设立北京分公司、天津分公司、深圳分公司、成都分公司、连云港子公司，华南仓库正式开始运营，开始辐射整个华南大区，并在多地派驻属地化销售团队。并进一步探索服务加盟业务，在全国十几个省份发展了服务合作伙伴，强化晨光科力普在这些区域属地化服务能力。

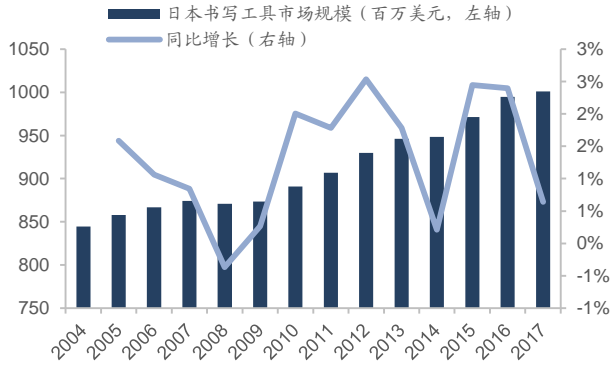
消费升级，精品文创体验消费增长潜力较大

参考日本文具龙头百乐集团的成长历史与台湾文创大店诚品书店的经营模式，在我国经济增长进入新常态的背景下，文具产品丰富度与附加值仍有大幅提升潜力，体验式消费场景亦为受年轻消费群体欢迎的模式。

日本百乐：行业增长放缓但份额明显提升，新品驱动与海外拓展抬升盈利能力。百乐是书写工具百年品牌，创立于1918年，在20世纪上半期通过研制的钢笔、墨水、自动铅笔、圆珠笔等产品在日本国内站稳龙头文具企业地位，并于20世纪后半期向海外拓展，形成了全球供应链与销售市场，并于2000年后开拓中国市场。近10年，日本书写工具市场规模增长放缓（CAGR=1.3%），但百乐在日本市占率持续提升，从15%提升至19%的水平，同时在海外市场如美国、

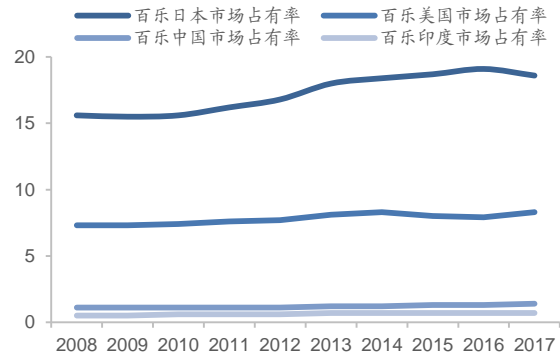
中国、印度等国家市占率也在持续提升。同时，由于公司持续研发，提供高附加值的产品，快速进行新品迭代，盈利能力持续提升，从 2002 年至今，毛利率由 40% 提升至 54%，净利率从 1% 提升至 14%。

图 65: 日本书写工具市场规模



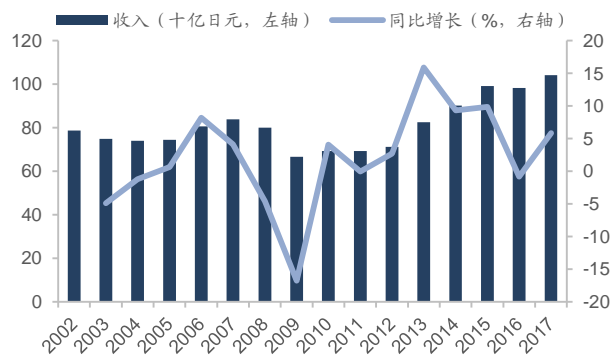
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 66: 百乐市占率



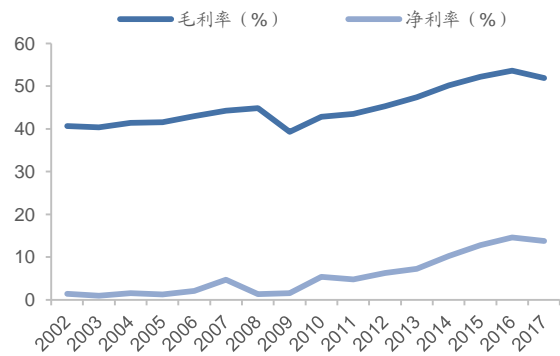
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 67: 百乐收入规模与增长情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 68: 百乐毛利率与净利率水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

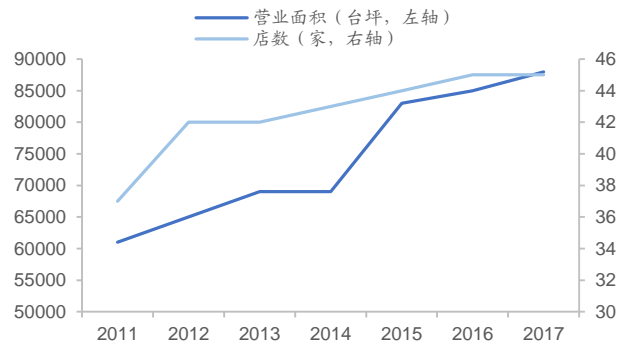
台湾诚品书店：开创文创旗舰大店混业经营模式。诚品书店是一家具有人文、艺术、创意、生活特色的综合书店，创立于 1989 年，曾经历 15 年亏损，目前营收超 40 亿元人民币，每年客流量超 1.2 亿人，成为亚洲最大的书店与文化旅游地标。其成功的原因在于创始人吴清友先生用 15 年亏损探索创新了一套商业模式，即通过文化内涵吸引读者，以“书店+商场+餐饮”的复合经营模式盈利，用优雅、柔和、温暖、简洁的环境设计营造独特的消费体验，并通过艺术文化活动打造深度体验与文化品牌。诚品书店的盈利并非依靠图书销售，其 70% 左右的收入来自商场业务的租金，商场销售包括文具、家具、手工艺品、玩具、艺术培训、餐饮等等。诚品书店的成功验证了当前消费者对文创场所的追捧，消费者愿意为含有精致文化内涵的商品以及良好的体验支付更多溢价。

图 69: 诚品书店门面



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

图 70: 诚品书店面积与店铺数量



资料来源: 诚品生活财报, 国信证券经济研究所整理

我国消费需求变迁, 品牌文具商积极拥抱新趋势。人口红利期结束, 办学集中化, “无纸化”办公教育演变, 文具刚需与传统校边商圈渠道逐渐饱和。在居民收入水平上升的背景下, 消费者对文具需求演变到多元化, 文具被赋予更丰富的内涵与创意。在产品上, 文具品牌商逐渐推出创意化、个性化和高端化的产品, 满足消费者的精神需求和消费升级趋势。在渠道上, 传统校边商圈以外的其他类型商圈和销售形式比重在增加, 销售终端形式呈现多样化, 形成新兴渠道与业态。在这个背景下, 具备品牌优势的龙头企业有更丰富的资源, 从产品研发设计到渠道铺设上捕捉潮流趋势并抢占先机。

公司开设晨光生活馆与九木杂物社, 布局文创生活产品新零售。公司“围绕消费升级和新的消费场景做产品”, 将目标人群从学生提升到了白领, 在渠道和产品两方面进行升级, 具体方式主要通过生活馆与九木杂物社布局精品文创领域:

1. 公司在 2013 年成立了生活馆, 定位“全品类一站式”文化时尚购物场所。品类上, 除了文具之外还包含毛巾、香薰机等生活用品; 渠道上采取开设自营旗舰大店的方式, 探索新产品、经营模式, 并为加盟商提供样板。店铺选址主要包括书店联营、购物中心以及城市商业中心。未来公司将持续推进店铺升级, 优化产品结构, 提升晨光产品占比, 打造精品文创专区;
2. 公司在 2016 年推出九木杂物社, 是在生活馆之后创立的新品牌, 目标消费群体为“15-35 岁的女性”, 引进许多国际中高端文具品牌, 打造精品小百货店。未来公司将加快市场拓展, 从江浙沪向全国拓展, 丰富产品品类, 加强团队建设以应对快速发展, 推进公司品牌升级。

图 71: 晨光生活馆店面



资料来源: 大众点评, 国信证券经济研究所整理

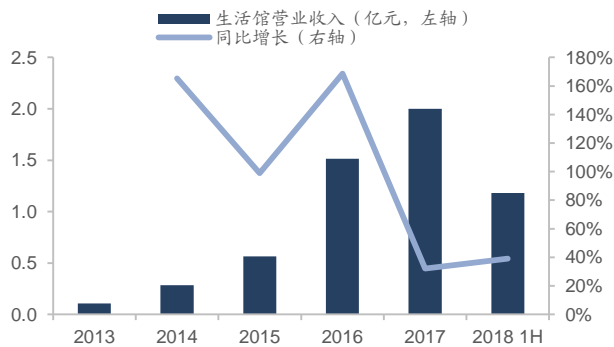
图 72: 九木杂物社店面



资料来源: 好奇心日报, 国信证券经济研究所整理

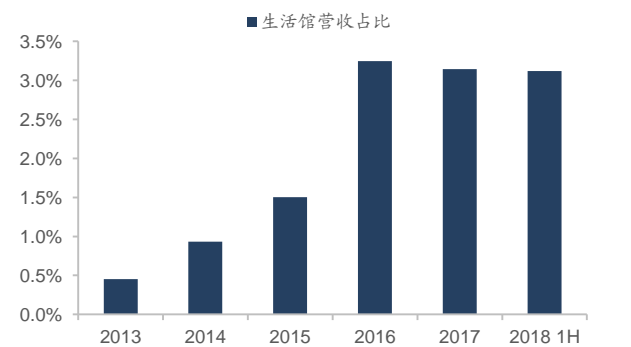
生活馆与九木杂物社增长潜力较大, 带动精品文创产品销售。目前生活馆与九木杂物社增速较高但占比较小, 2018 年上半年, 实现营收 1.18 亿元, 同比增长 39%, 占公司营收比例为 3%。生活馆与九木杂物社对业绩的贡献主要体现在代理品牌的收入增长, 以及带动全渠道精品文创品类的高速增长。2017 年, 在生活馆与九木杂物社的营收约 86%来自非晨光品牌; 同时, 旗舰大店的宣传效应也带动了其他渠道的精品文创产品的销售, 今年前三季度精品文创收入增速在 60-70%左右, 目前公司营收约 10%来自精品文创产品。截至三季度末, 生活馆共有 145 家自营店, 九木杂物社有 79 家店 (其中 69 家自营, 10 家加盟), 九木与生活馆今年仍有小幅亏损, 但呈现较明显的扭亏趋势, 未来仍有较大的开店与店效提升的空间。

图 73: 旗舰大店营收规模与增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 74: 旗舰大店营收占公司营收比重变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

从行业来看，我们认为学生文具产品丰富度与附加值有较大提升空间，大办公领域尚待一站式服务龙头集中，均利于行业中具备研发设计、供应链、渠道、品牌等多方面优势的龙头企业。

从公司来看，公司在传统业务方面具备明显的品牌、产品、渠道等竞争优势，预计能够以高于行业平均增速的速度增长，并小幅提升利润水平；新业务方面，我们认为晨光科力普平台直销模式结合优质的服务能够保持较快的增速，并且随着规模优势与经营杠杆作用有望显著改善盈利水平；晨光科技电商平台凭借品牌优势能够取得不低于电商行业的增速；生活馆与九木杂物社在近年有望逐步扭亏，同时带动传统渠道的精品文创产品增长。

综合以上分析，我们对收入做出以下假设：

1. 书写工具保持略高于行业增速的高单位数增长，未来三年增速分别为 8%、7%、6%；
2. 学生文具受益于渠道优势与新品研发驱动，保持双位数增长，未来三年增速分别为 16.9%、14.4%、10.8%；
3. 办公文具受益于晨光科力普发展，保持快速增长，未来三年增速分别为 67.3%、49.3%、38.5%。

表 9：公司营业收入拆分预测

营收	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
RMB mn									
合计	1899.58	2359.86	3043.28	3749.11	4662.47	6357.10	8682.73	11436.79	14525.41
书写工具	946.69	1056.88	1346.95	1503.19	1647.31	1788.34	1931.41	2066.61	2190.60
学生文具	602.38	732.55	911.25	1153.19	1373.83	1633.10	1909.39	2185.20	2422.20
办公文具	289.20	501.51	697.68	999.61	1552.14	2833.44	4740.22	7078.28	9800.66
其他	55.01	58.13	75.04	78.77	82.64	94.97	99.72	104.70	109.94
加盟管理费	6.28	10.31	9.49	10.97	4.41	3.08	0.00	0.00	0.00
其他业务	0.01	0.48	2.88	3.39	2.12	4.17	2.00	2.00	2.00
ct.									
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
书写工具	49.8%	44.8%	44.3%	40.1%	35.3%	28.1%	22.2%	18.1%	15.1%
学生文具	31.7%	31.0%	29.9%	30.8%	29.5%	25.7%	22.0%	19.1%	16.7%
办公文具	15.2%	21.3%	22.9%	26.7%	33.3%	44.6%	54.6%	61.9%	67.5%
其他	2.9%	2.5%	2.5%	2.1%	1.8%	1.5%	1.1%	0.9%	0.8%
加盟管理费	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY									
合计	31.3%	24.2%	29.0%	23.2%	24.4%	36.3%	36.6%	31.7%	27.0%
书写工具	15.8%	11.6%	27.4%	11.6%	9.6%	8.6%	8.0%	7.0%	6.0%
学生文具	30.3%	21.6%	24.4%	26.6%	19.1%	18.9%	16.9%	14.4%	10.8%
办公文具	101.4%	73.4%	39.1%	43.3%	55.3%	82.6%	67.3%	49.3%	38.5%
其他	185.7%	5.7%	29.1%	5.0%	4.9%	14.9%	5.0%	5.0%	5.0%
加盟管理费	45.4%	64.1%	-8.0%	15.6%	-59.8%	-30.2%			
其他业务	0.0%	4271.2%	501.1%	17.7%	-37.3%	96.3%			

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

我们对利润率做出以下假设:

1. 书写工具毛利率: 业务相对成熟, 稳中有升, 未来三年分别为 33.5%、33.7%、33.9%;
2. 学生文具毛利率: 受益于自主研发新品与代理精品发展, 盈利能力小幅提升, 未来三年分别为 31.1%、31.7%、32.1%;
3. 办公文具毛利率: 受益于晨光科力普经营效益改善, 盈利能力持续提升, 未来三年分别为 19.6%、20%、20.3%;
4. 销售费用率: 由于新业务占比增大小幅提升, 未来三年分别为 9.1%、9.2%、9.2%;
5. 管理费用率: 由于业务规模作用与经营效益提升, 未来三年分别为 5.6%、5.3%、5.1%。

表 10: 公司利润率拆分预测

利润率	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率									
合计	27.4%	27.3%	25.7%	26.5%	26.4%	25.7%	25.2%	24.7%	24.3%
书写工具	32.3%	33.2%	31.7%	31.7%	32.4%	33.2%	33.5%	33.7%	33.9%
学生文具	28.3%	27.3%	25.8%	28.7%	29.6%	30.5%	31.1%	31.7%	32.1%
办公文具	10.4%	14.8%	13.9%	16.4%	17.7%	18.2%	19.6%	20.0%	20.3%
其他费用率									
销售费用	7.9%	6.4%	6.8%	7.5%	8.7%	9.0%	9.1%	9.2%	9.2%
管理费用	6.5%	7.4%	6.6%	6.9%	6.4%	6.0%	5.6%	5.3%	5.1%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

未来 3 年盈利预测

综合以上假设, 我们预计公司 2018-2020 年营收规模分别为 86.8、114.4、145.3 亿元, 同比增长 36.6%、31.7%、27.0%; 归母净利润分别为 8.1、10.1、12.6 亿元, 同比增长 26.9%、26.0%、24.7%; EPS 分别为 0.87/1.10/1.37 元, 对应 PE 分别为 30.4x/24.1x/19.4x。

表 11: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,662	6,357	8,683	11,437	14,525
(+/-%)	24.4%	36.3%	36.6%	31.7%	27.0%
净利润(百万元)	493	634	816.85	1018.28	1267.67
(+/-%)	16.6%	28.6%	28.8%	24.7%	24.5%
每股收益(元)	0.54	0.69	0.89	1.11	1.38
EBIT Margin	10.9%	10.3%	10.0%	9.7%	9.6%
净资产收益率(ROE)	20.3%	22.4%	24.4%	25.4%	26.3%
市盈率(PE)	53.1	41.3	32.0	25.7	20.6
EV/EBITDA	43.8	35.5	29.3	23.7	19.6
市净率(PB)	10.76	9.23	7.80	6.53	5.44

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

盈利预测的敏感性分析

我们对公司的未来业绩在乐观、中性和悲观三种情景下进行分析:

1. 在乐观情境下, 公司未来 3 年的收入增速分别为 38.4%/33.3%/28.4%、利润增速分别为 85.1%/29.1%/26.9%, EPS 分别为 1.28/1.65/2.09 元;

2.在中性情境下，公司未来3年的收入增速分别为36.6%/31.7%/27.0%、利润增速分别为28.8%/24.7%/24.5%，EPS分别为0.89/1.11/1.38元；

3.在悲观情境下，公司未来3年的收入增速分别为34.8%/30.1%/25.7%、利润增速分别为-25.0%/16.2%/19.9%，EPS分别为0.52/0.60/0.72元。

表 12: 盈利预测情景分析

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
乐观预测					
营业收入(百万元)	4,662	6,357	8,799	11,730	15,056
(+/-%)	24.4%	36.3%	38.4%	33.3%	28.4%
净利润(百万元)	493	634	1173.36	1515.29	1923.53
(+/-%)	16.6%	28.6%	85.1%	29.1%	26.9%
摊薄 EPS	0.54	0.69	1.28	1.65	2.09
中性预测					
营业收入(百万元)	4,662	6,357	8,683	11,437	14,525
(+/-%)	24.4%	36.3%	36.6%	31.7%	27.0%
净利润(百万元)	493	634	816.85	1018.28	1267.67
(+/-%)	16.6%	28.6%	28.8%	24.7%	24.5%
摊薄 EPS(元)	0.54	0.69	0.89	1.11	1.38
悲观的预测					
营业收入(百万元)	4,662	6,357	8,566	11,148	14,008
(+/-%)	24.4%	36.3%	34.8%	30.1%	25.7%
净利润(百万元)	493	634	475.69	552.65	662.68
(+/-%)	16.6%	28.6%	-25.0%	16.2%	19.9%
摊薄 EPS	0.54	0.69	0.52	0.60	0.72
总股本(百万股)	920	920	920	920	920

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

1.B 端市场竞争激烈，科力普增长放缓；

目前 B 端市场空间广阔，现阶段公司与主要竞争对手都取得较快的增长。但未来市场竞争的激烈程度将逐步加大，晨光科力普有可能因为面临较大的竞争压力使增长明显放缓；

2.精品文创旗舰大店扭亏速度不及预期；

目前公司的晨光生活馆、九木杂物社旗舰大店经营时间较短，占营收比重较小，对公司业绩影响亦较小，但如果旗舰大店扭亏速度不及预期，一方面将继续拖累公司业绩，另一方面也不利于形成有效可行的商业模式以供加盟商参考，将使得精品文创业务发展低于投资者的预期；

3.传统业务国际国产品牌竞争，挤压成长空间；

目前公司在传统业务仍有渠道与产品的明显优势，但如果其他国际、国产品牌经营取得明显进展，将对公司的传统业务形成明显的竞争压力，可能会影响传统业务的收入增长与利润率水平；

4.市场的系统性风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	436	505	505	505	营业收入	6357	8683	11437	14525
应收款项	603	937	1438	2031	营业成本	4721	6494	8607	10989
存货净额	872	1255	1552	1865	营业税金及附加	26	34	44	56
其他流动资产	1063	1505	1982	2518	销售费用	570	793	1054	1340
流动资产合计	2975	4202	5477	6919	管理费用	384	495	618	743
固定资产	898	999	1088	1163	财务费用	(3)	3	13	13
无形资产及其他	196	189	181	173	投资收益	38	38	38	38
投资性房地产	319	319	319	319	资产减值及公允价值变动	(21)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	7	0	0	0
资产总计	4388	5709	7064	8574	营业利润	683	892	1129	1411
短期借款及交易性金融负债	0	440	490	440	营业外净收支	63	57	67	79
应付款项	841	1079	1516	2023	利润总额	746	949	1196	1491
其他流动负债	553	680	900	1146	所得税费用	119	153	193	240
流动负债合计	1395	2199	2905	3609	少数股东损益	(7)	(9)	(11)	(14)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	634	805	1014	1264
其他长期负债	80	89	98	107					
长期负债合计	80	89	98	107	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1474	2287	3003	3716	净利润	634	805	1014	1264
少数股东权益	80	74	67	59	资产减值准备	14	2	1	2
股东权益	2834	3347	3993	4799	折旧摊销	122	104	117	130
负债和股东权益总计	4388	5709	7064	8574	公允价值变动损失	21	10	10	10
					财务费用	(3)	3	13	13
					营运资本变动	(370)	(784)	(607)	(678)
					其它	(18)	(8)	(8)	(10)
					经营活动现金流	403	130	527	718
					资本开支	(186)	(209)	(209)	(209)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(186)	(209)	(209)	(209)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(230)	(292)	(368)	(459)
					其它融资现金流	116	440	50	(50)
					融资活动现金流	(344)	148	(318)	(509)
					现金净变动	(128)	68	0	0
					货币资金的期初余额	564	436	505	505
					货币资金的期末余额	436	505	505	505
					企业自由现金流	118	(162)	235	414
					权益自由现金流	234	276	274	354

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.69	0.87	1.10	1.37
每股红利	0.25	0.32	0.40	0.50
每股净资产	3.08	3.64	4.34	5.22
ROIC	21%	22%	22%	24%
ROE	22%	24%	25%	26%
毛利率	26%	25%	25%	24%
EBIT Margin	10%	10%	10%	10%
EBITDA Margin	12%	11%	11%	11%
收入增长	36%	37%	32%	27%
净利润增长率	29%	27%	26%	25%
资产负债率	35%	41%	43%	44%
息率	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%
P/E	38.6	30.4	24.1	19.4
P/B	8.6	7.3	6.1	5.1
EV/EBITDA	33.3	27.6	22.3	18.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032