

文具行业

抗周期，兼成长

行业评级
买入

前次评级

买入

报告日期

2019-01-15

核心观点:

- **抗周期性: 整体来看, 文具行业具备一定抗周期性**

从近年日本文具行业表现来看, 在商业零售额起伏不断屡次出现负增长的背景下, 文具零售额同比波动更小、增速更加平稳。并且在服装、家电, 甚至同为文娱产品的玩具、乐器行业生产指数均下滑的情况下, 文具由于客单价低、消费需求稳定等特点, 工业生产指数保持稳定增长。国内文具行业整体增速虽低于社零增速, 但龙头企业依然表现出了较强抗周期能力。

- **传统文具成长性: 消费升级显成长, 行业虽散龙头强**

近年来, 国内文具消费呈现品牌化、时尚化、个性化和高端化趋势。文具企业通过延伸产品线、扩充新品类、跨界合作和功能升级等途径不断提高产品附加值, 以此带动客单价提升, 与海外市场相比, 客单价仍有增长空间。目前我国文具零售行业市场集中度较低, 约 90% 中小企业是简单生产和贴牌为主, 竞争力较弱, 行业龙头品牌力已深入人心, 客户粘性强, 2017 年我国制笔行业亏损企业同比增加 20%, 落后企业进一步淘汰让出市场份额。

- **办公直销成长性: 行业成长性强, 龙头企业率先卡位**

随着企业电商化采购发展加快, 线上采购比例逐年提升, 未来能为采购企业提供线上服务的供应商有望占据主导地位, 且办公文具市场规模不断扩大, 2017 年市场规模约 1.7 万亿元, 作为行业龙头之一的科力普收入规模仅为 16.8 亿元, 市占率较低, 办公直销市场仍为蓝海。对比美国办公文具三大巨头市占率约为 77%, 若政策导向持续利好办公直销行业、以及龙头企业凭借平台化、个性化的服务能力所打造的领先优势, 有望助力中国办公文具行业集中度大幅提升。

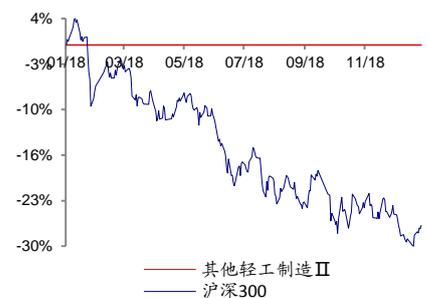
- **相关标的一晨光文具**

我们看好公司“一体两翼”战略: 1) 传统业务稳步发展。2) 办公业务保持高速增长。3) 精品文创业务升级加速。预计公司 2018-2020 年营业收入为 84.5、111.5、144.4 亿元 (YoY+33.0%、31.9%、29.3%), 归母净利润为 8.1、10.3、13.0 亿元 (YoY+27.7%、27.7%、26.2%), 当前市值对应 2018 年 32XPE, 维持买入评级。

- **风险提示**

文具行业格局变化, 市场竞争加剧; 原材料价格上涨影响产品毛利率; 行业头部企业布局的精品文创业务、办公物资业务拓展不达预期。

相对市场表现


分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究:

目录索引

1. 本文投资逻辑	4
2. 抗周期性：整体来看，文具行业具备一定抗周期性	5
2.1 他山之石：日本文具零售额同比增速平稳	5
2.2 中国文具零售额受经济影响波幅较大，龙头企业稳定抗压	6
3. 文具行业 2C2B 兼具成长，龙头呈现绝对优势	7
3.1 传统文具：消费升级显成长，行业虽散龙头强	7
3.1.1 传统文具客单价不断提升，较欧美仍有提升空间	9
3.1.2 学生文具品类多样化，单品类功能升级带动客单价提升	9
3.1.3 文具零售端行业集中度较低，行业分散龙头实力强	9
3.2 办公直销：行业成长性强，龙头企业率先卡位	10
3.2.1 企业电商化占比提升孕育一站式办公集采需求	10
3.2.2 办公直销市场仍为蓝海	10
3.2.3 未来行业集中度有望逐步提升，龙头企业护城河显著	11
4. 相关标的一晨光文具	12
5. 风险提示	13

图表索引

图 1: 日本文具零售额与商业零售额的增速比较 (%)	5
图 2: 日本多行业工业生产指数的比较 (单位: 2015=100)	5
图 3: 中国文具零售额与消费品零售总额的增速比较 (%)	6
图 4: 龙头企业零售额与文化办公用品类零售额增速比较 (%)	6
图 5: 晨光文具书写工具单价不断提高 (单位: 元/支)	7
图 6: 晨光文具学生文具单价不断提高 (单位: 元/支)	7
图 7: 晨光文具新品开发数量逐年增加 (单位: 个)	8
图 8: 文具企业跨界合作, 学生文具不断推陈出新	8
图 9: 中国制笔行业规上企业主营业务收入及增速 (亿元)	9
图 10: 2015 至 2018 年我国企业电商化采购交易规模走势 (亿元)	10
图 11: 中国办公文具市场规模 (单位: 万亿元)	11
图 12: 美国办公文具企业行业集中度变化 (%)	11
图 13: 科力普平台服务模式	12
图 14: 晨光科力普营业收入	13
图 15: 晨光生活馆、九木杂物社门店数量 (单位: 家)	13
表 1: 学生文具品类多样化 (单位: 元)	8
表 2: 晨光文具产品创新和功能升级	9

1. 本文投资逻辑

本文从抗周期性与成长性两大维度探讨了国内文具行业的现状，并对行业未来发展进行了展望。

从抗周期性的维度来看，通过类比日本、中国文具零售额增速、国内文具企业收入的波动情况，分析得出结论：**日本文具零售行业受整体消费影响较小，国内文具行业整体增速虽低于社零增速，但龙头企业依然表现出了较强抗周期能力。**

细分来看，主要发现有三：1) 近年来大部分时间里，日本文具零售额同比增长较消费品零售总额而言更高；2) 在经济复苏缓慢时，日本文具工业生产指数稳步上升，优于玩具、服装、消费电子产品等其他行业。3) 国内文具行业整体增速虽低于社零增速，甚至波动性更强，但国内龙头企业的整体增速优于行业整体水平。

从成长性的维度来看，本文通过研究传统文具、办公文具近年来的发展趋势，以及分析行业集中度的未来变化情况，得出结论：**文具行业无论 2C 端，2B 端都兼具成长，龙头企业呈现绝对优势，有望受益于行业集中度提升。**

2C 端，结合学生文具近年来的发展趋势，从品类多样化、功能升级推动客单价提升和行业集中度提高三个角度解析传统文具成长性逻辑：1) 文具消费呈现品牌化、时尚化、个性化和高端化趋势，并且企业纷纷将产品线向非笔类产品延伸，如笔袋、画材、橡皮、尺规，推动客单价提升。且与海外市场相比，客单价仍有增长空间；2) 通过不断的产品创新和功能升级、赋予产品文化内涵，提高产品附加值；3) 目前我国文具行业零售端行业集中度仍处于较低水平，长期来看，品牌龙头受益于行业集中度提升。国内文具现状：**a) 大部分的中小企业是以简单加工和代工为主，竞争层次较低；b) 2017 年我国制笔行业亏损企业同比增加 20%，落后企业进一步淘汰，行业整合速度加快；c) 文具行业龙头品牌力已深入人心，客户粘性强。**由此可见，文具行业虽然较为分散，但小企业或将被加速淘汰，使品牌龙头受益于行业集中度提升。

2B 端，文具行业 2B 端的成长性更多来于行业本身：**1) 企业电商化占比提升孕育一站式办公集采需求。**随着更多的政府机构、国有企业等纷纷试水电商化采购，在未来“互联网+办公用品采购”的 B2B 新格局下，能提供线上服务的供应商有望占据主导地位；**2) 办公直销市场仍为蓝海。**2017 年市场规模约 1.7 万亿元，随着客户需求增长，预计自 2018 年开始的未来 5 年规模将以 9% 的涨幅高速增长；**3) 未来行业集中度有望逐步提升，龙头企业护城河显著。**美国办公文具三大巨头市占率约为 77%，参考美国企业集中度趋势，可以预计，若政策导向持续利好办公直销行业、龙头企业凭借自身出彩的服务能力，过硬的产品力，以及高效的仓储配送能力，有望推动未来中国办公文具行业集中度进一步提升。

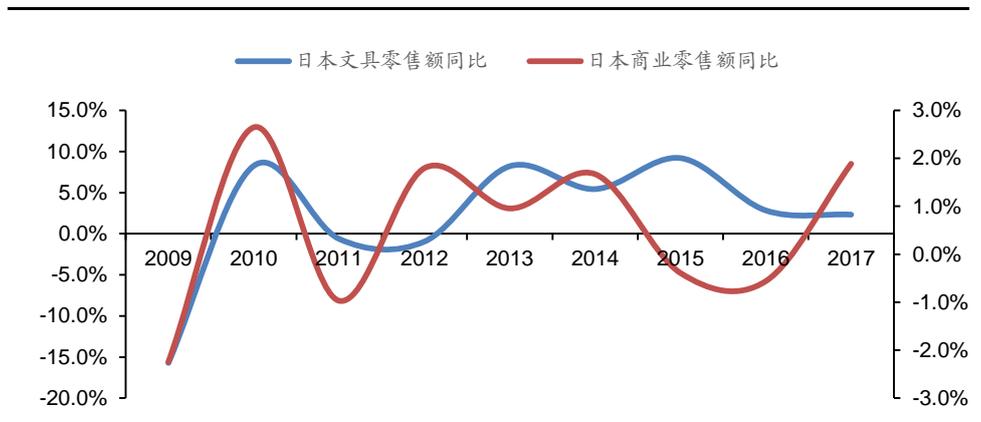
相关标的——晨光文具：传统业务优势稳固，办公业务增长势头仍强，精品文创业务升级加速，2B2C 成长性尽显，当前市值对应 2018 年 31.9XPE，维持买入评级。

2. 抗周期性：整体来看，文具行业具备一定抗周期性

2.1 他山之石：日本文具零售额同比增速平稳

日本文具零售额波动小于整体商业零售。日本文具行业市场体系成熟，品类丰富多样，且与国内消费者拥有相近的审美、功能需求和消费习性，因此选择日本来作为参考。近年来日本经济复苏缓慢，下行压力较大，私人消费受到冲击，商业零售额起伏不断屡次出现负增长。相比之下，文具零售额同比波动更小、增速更加平稳。截至2017年12月，日本整体商业、文具的零售额分别实现1.89%、2.32%的增长。

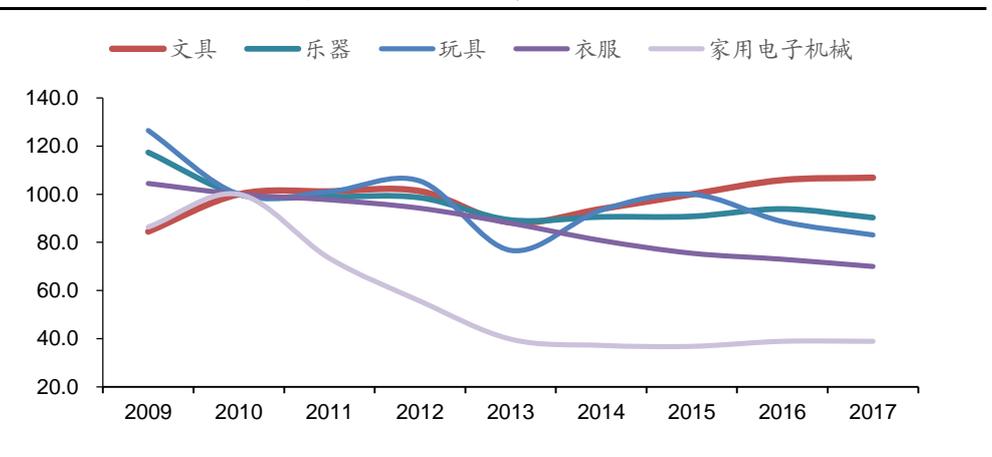
图1：日本文具零售额与商业零售额的增速比较（%）



数据来源：日本经济产业省、广发证券发展研究中心

文具行业生产指数逆势向上。由于长期处于通货紧缩状态、国内需求脆弱、对外贸易关系紧张等因素，日本多个工业规模萎缩、生产下滑。在可选消费品中，以衣服、家用电子机械为例，二者生产指数均明显回落。文教娱乐用品之间也呈现出不同走势，乐器景气度趋势向下，玩具产量波动较大、整体走势向下。相比之下，文具拥有客单价低、消费需求稳定等特点，工业生产指数保持稳定增长，于2017年升至106.9。

图2：日本多行业工业生产指数的比较（单位：2015=100）

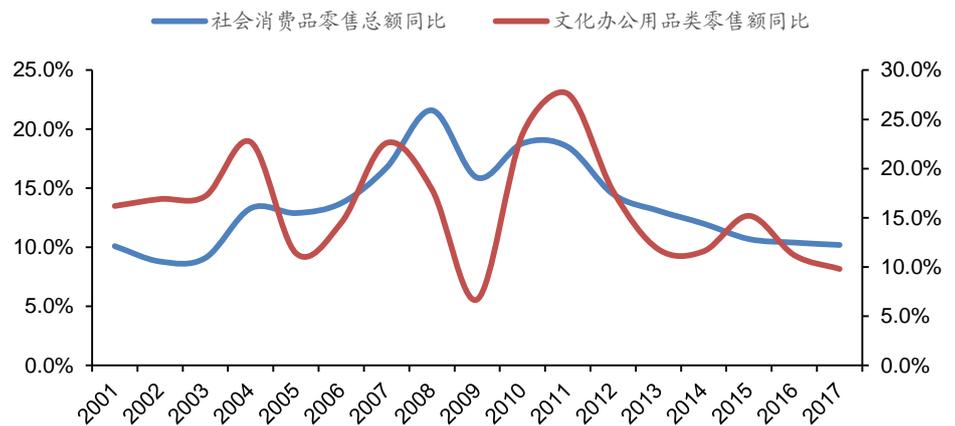


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2.2 中国文具零售额受经济影响波幅较大，龙头企业稳定抗压

国内文具零售额与消费品零售总额相比，文具零售额同比增速呈现出更大的起伏波动。近两年来行业收入增速回落较多，其中一大原因是笔类产品进口额持续上升，2017年同比增长13.5%，金额达7.5亿美元，消费者对中高端文具产品的偏向明显。

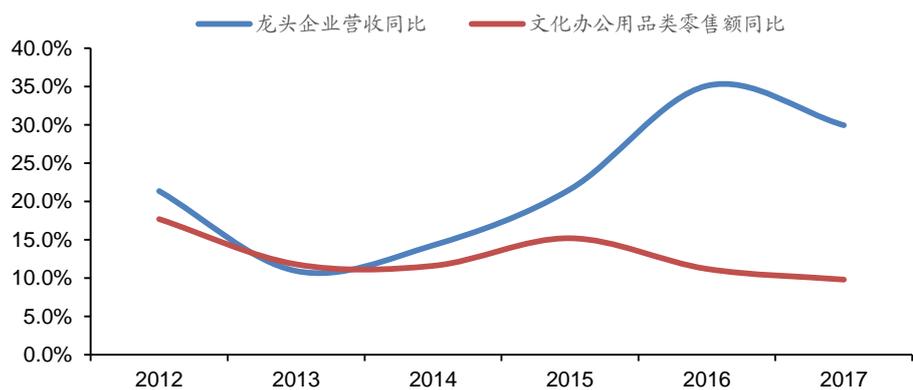
图3：中国文具零售额与消费品零售总额的增速比较（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从近年数据可以看出，与文具总零售额增速相比，齐心、晨光、广博三家龙头企业的合计营收增速仍高于行业平均水平。虽然行业整体呈下行趋势，但是龙头企业表现出了较强的抗周期性。

图4：龙头企业零售额与文化办公用品类零售额增速比较（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

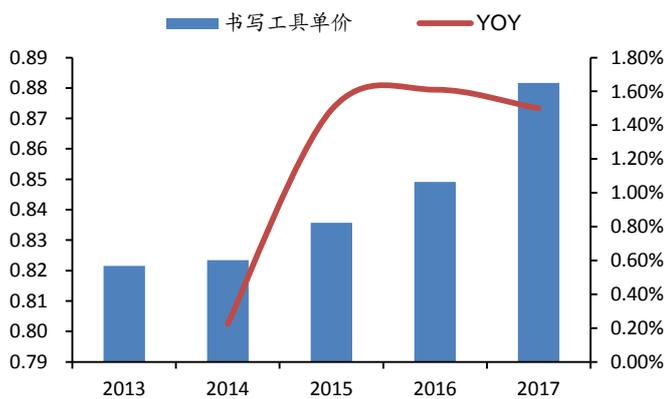
3. 文具行业 2C2B 兼具成长，龙头呈现绝对优势

3.1 传统文具：消费升级显成长，行业虽散龙头强

3.1.1 传统文具客单价不断提升，较欧美仍有提升空间

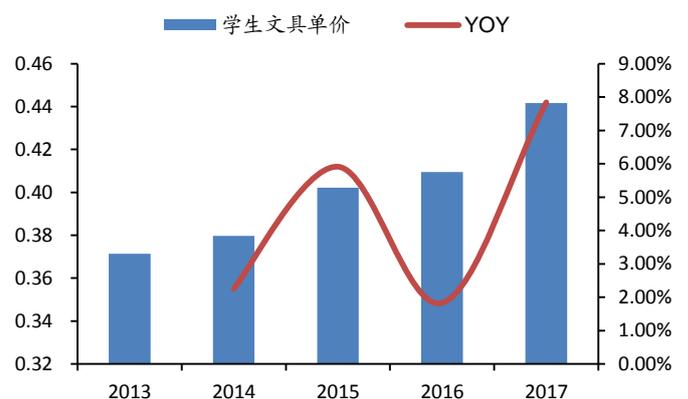
品牌化，高端化推动传统文具客单价不断提升。近年来，文具消费逐渐呈现品牌化、时尚化、个性化和高端化的趋势。以晨光文具为例，公司近几年大力拓展精品文创市场，扩充高价值产品线，完善精品文创布局，推动产品结构升级，客单价呈逐年上升趋势。其中，书写工具单价从 2013 年的 0.82 元/支上升至 2017 年的 0.88 元/支，学生文具单价从 2013 年的 0.37 元/支上升至 2017 年的 0.44 元/支。而与海外市场相比，其文具单价与海外龙头公司仍有提升空间，以按动式中性笔为例，从亚马逊的零售价来看，BIC 公司在美国市场的定价为 0.75 美元，约为 5 元人民币，无印良品定价为 8 元/支，而晨光文具的定价约为 2.4 元。随着消费习惯的改变，以及龙头企业对高端产品的积极布局，未来国内企业有望扭转目前中高端市场由海外品牌所主导的现状，打开自身增长空间。

图5：晨光文具书写工具单价不断提高（单位：元/支）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图6：晨光文具学生文具单价不断提高（单位：元/支）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

3.1.2 学生文具品类多样化，单品类功能升级带动客单价提升

学生文具品类呈多样化趋势，拓宽价格带区间。学生文具用品单值较低，但通过新品类的扩充可带动客单价提升。随着品牌知名度的提升及销售规模扩大，晨光、得力、真彩等文具企业在学生文具领域，纷纷将产品线逐步向修正工具、画材、橡皮、尺规、包袋、桌面办公、文件管理、办公事务、计算器、台灯及耳机等延伸，使客单价具有更大提升空间。

表1: 学生文具品类多样化 (单位: 元)

晨光		得力		真彩	
品类	单价	品类	单价	品类	单价
中性笔	1	固体胶	1.5	按动中性笔 0.5	1.2
固体胶	2.8	按动中性笔 0.5	1.7	固体胶	1
速干中性笔	4.5	文件夹	5.5	CM-6145 圆规	6
订书机 12 号	14	自动铅笔	7	笔筒 PH6512	12.9
笔袋	15.9	削笔机	13.9	削笔器	15.9
笔筒	12.9	文具盒 66782	23.5	钢笔墨水	19.9
笔记本 APYH8970	12.9	订书机 0367	23.5	油画棒	19.9
握笔器 HAMP0873	19	SZ607 手账本	41	DT6696 书立	36
削笔机曲面款	39.9	9200 网格笔筒	34.5	星座手账本	39
计算器 MG-82ES	63	多功能计算器	69	手工 diy 彩泥	32.9
台历 (果壳 X 物种)	108	B2 双肩包	159	创意定制手账本	59

数据来源: 天猫晨光官方旗舰店、天猫得力官方旗舰店、天猫truecolor真彩旗舰店、广发证券发展研究中心

单品类功能升级推动客单价提升。除推出新品外,文具企业也积极通过赋予已有品类功能、文化内涵上的升级,使原客单价再次提升。**1) 根据消费者痛点和使用场景进行产品创新和功能升级。**例如,晨光文具于 2017 年研发出速干、超顺滑、大容量、悬浮护套等强功能产品;得力文具针对成长阶段小孩,推出坐姿矫正器、矫姿铅笔、阅读架等矫姿产品,满足消费者在工作、学习中的各种需求。由于新品往往具有不可替代性,且文具单价较小,消费者对价格不是特别敏感,因此新品提价落实也较为顺畅。**2) 产品不止具有功能性,还被赋予文化内涵。**随着消费理念的逐渐升级,文具的流行性、趣味性越来越多的成为消费者选择时的重要考虑因素,在过去几年里,文具企业不断推陈出新,积极探索跨界合作的新销售模式。如,晨光文具在 2017 年推出了大英博物馆系列、变形金刚系列、梵高系列单品及套装,梵高 x 鹿晗愿望季台历笔记本、《趁早-少女心》、《择天记》文具套装等创意产品;得力文具于 2017 年推出几米系列文具、托马斯系列风琴包、学生用尺和削笔机、《汪汪队立大功》系列文具等,提高产品附加值。

图7: 晨光文具新品开发数量逐年增加 (单位: 个)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图8: 文具企业跨界合作, 学生文具不断推陈出新



数据来源: 天猫晨光官方旗舰店、得力文具官方公众号、广发证券发展研究中心

表2: 晨光文具产品创新和功能升级

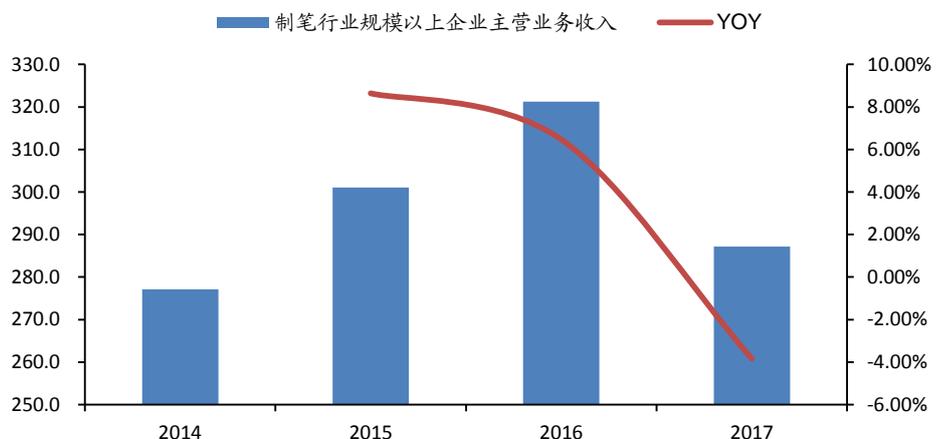
年份	新品开发情况
2014年	1) 在文房四宝产品、全金属类产品、直液式产品上形成突破; 2) 完成国家科技支撑项目“笔头与墨水匹配技术评价体系及新型笔头研发”; 3) 开发首台润滑度测试仪, 组建业内首个笔头与墨水匹配数据库, 完成高品质中性笔技术开发工作。
2015年	1) 重点开发笔芯、儿童美术产品、办公产品、纸品等; 2) 启动多个涵盖产品生命周期的技术研发项目, 全面提升公司产品品质和工艺制造能力。
2016年	1) 成功开发高价值针管笔头和直液式水性子弹笔头; 2) 热可擦彩色铅笔、热可擦荧光笔的成功开发和热可擦水彩笔的顺利量产增强了热可擦产品品类的阵营。
2017年	1) 各产品赛道不断推陈出新, 速干、超顺滑、大容量、悬浮护套等强功能产品, 满足消费者在工作、学习中的各种需求; 2) 水性书写介质材料和高品质画材的研发和制造取得突破, 掌握核心技术; 3) 成功开发中性速干产品、易可洗水彩和魔法变色水彩。
2018年	1) 推出航海王礼盒套装 onepiece 黑金系列; 2) 联合时尚芭莎, 将京剧文创产业与时尚巧妙结合, 推出“生”“旦”“净”“丑”文具礼盒套装。

数据来源: 公司年报、公司官网、广发证券发展研究中心

3.1.3 文具零售端行业集中度较低, 行业分散龙头实力强

文具零售行业集中度低。根据制笔协会统计显示, 2017年制笔行业249家规模以上企业主营业务收入达到287.13亿元, 同比下降3.84%, 实现利润16.94亿元, 同比下降11.15%。国内从事文具制造的企业共有8,000家左右, 而其中年销售额达到10亿元级别的只有晨光文具、齐心集团、广博股份、真彩文具和得力5家, 其中晨光文具的书写工具在2013年市场占有率为8.77%。由此可见, 文具零售行业集中度较低。

图9: 中国制笔行业规模以上企业主营业务收入及增速(亿元)



数据来源: 中国制笔协会、广发证券发展研究中心

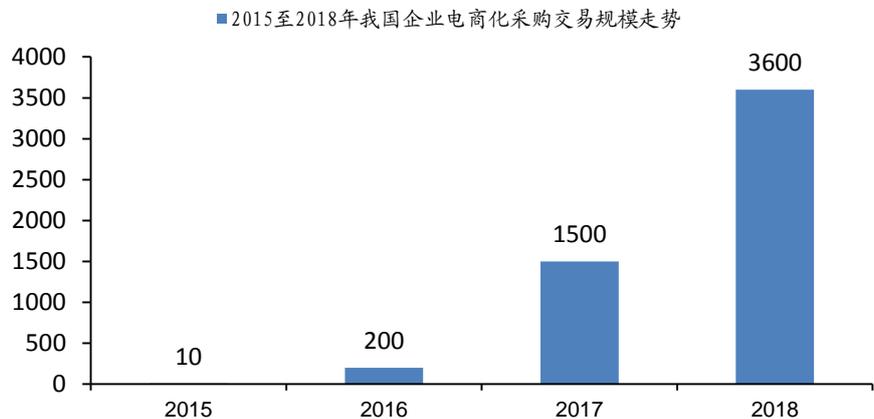
文具零售行业龙头优势明显：在消费升级的大背景下，消费者更加注重产品的质量和消费体验，进而对品牌的认知度逐渐提升，推动文具行业正在向品牌化、渠道整合、产品个性化的方向发展。而国内文具制造行业的现状：**1）行业中约 90% 中小企业是简单生产和贴牌为主，品牌力较弱，不具备在国内市场的品牌效应和渠道实力，竞争层次较低；2）近年来我国书写工具零售额增速持续下降，中小企业利润微薄，亏损相对较多。根据制笔协会统计显示，2017 年制笔行业亏损企业 18 家，同比增加 20%，落后企业进一步淘汰，行业整合速度加快，有利于行业龙头地位的进一步提升；3）文具行业龙头品牌力已深入人心。**近年来晨光、得力等文具企业时刻把握市场最新流行趋势，并且凭借其强大的研发能力和制造优势，在产品端迎合消费者心态不断推陈出新，客户粘性强。由此可见，文具行业虽然分散度高，但小企业或将被加速淘汰，使品牌龙头受益于行业集中度提升。

3.2 办公直销：行业成长性强，龙头企业率先卡位

3.2.1 企业电商化占比提升孕育一站式办公集采需求

近年来，企业电商化采购发展加快，为企业采购带来管理效率提升、成本降低等优势，吸引了政府机构、国有企业等纷纷试水电商化采购，促使企业线上采购比例逐年提升。根据工业和信息化部赛迪研究院、中国国际电子商务中心研究院 2018 年年底发布的《中国企业电商化采购发展报告（2018）》，2018 年我国企业电商化采购市场规模约为 3600 亿，同比增速高达 80%。办公文具行业作为企业日常采购必不可少的部分，“互联网+办公用品采购”的 B2B 新格局将成为行业发展的必然趋势，因此，能为采购企业提供线上服务的供应商有望占据主导地位。

图 10：2015 至 2018 年我国企业电商化采购交易规模走势（亿元）



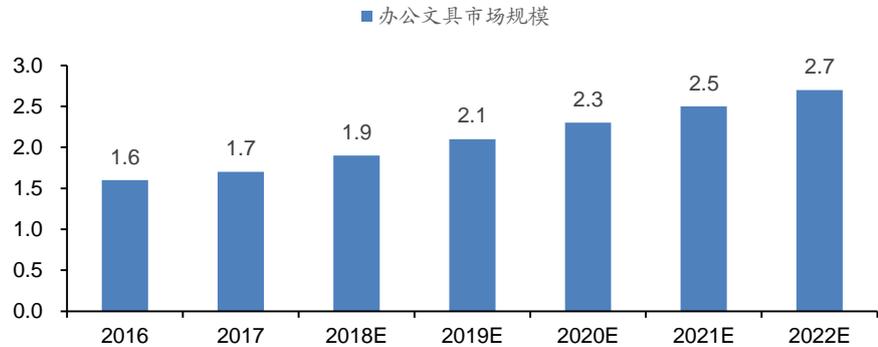
数据来源：工业和信息化部赛迪研究院、中国国际电子商务中心研究院、广发证券发展研究中心

3.2.2 办公直销市场仍为蓝海

中国产业调研网发布的《2017-2020 年中国办公用品行业现状研究分析及市场前景预测报告》显示，目前我国办公文具行业已形成完整体制，B2B 客户总量高达 800 万户，范围涵盖各类企业以及政府部门。办公文具市场发展迅速，随着需求不断扩大将迎来更多机遇、开发更大潜力。2016 年国内办公文具（含办公家具、器材等办公物资）的市场规模约 1.6 万亿元，2017 年约 1.7 万亿

元。根据 2017 年科力普供应商大会数据，预计行业规模 2018 年开始的未来 5 年将以 9% 的涨幅高速增长，2022 年将达 2.7 万亿，而截止至 2018 年 3 季度，行业龙头之一的科力普收入规模仅为 16.8 亿元，市占率较低，办公直销市场仍为蓝海。

图11：中国办公文具市场规模（单位：万亿元）

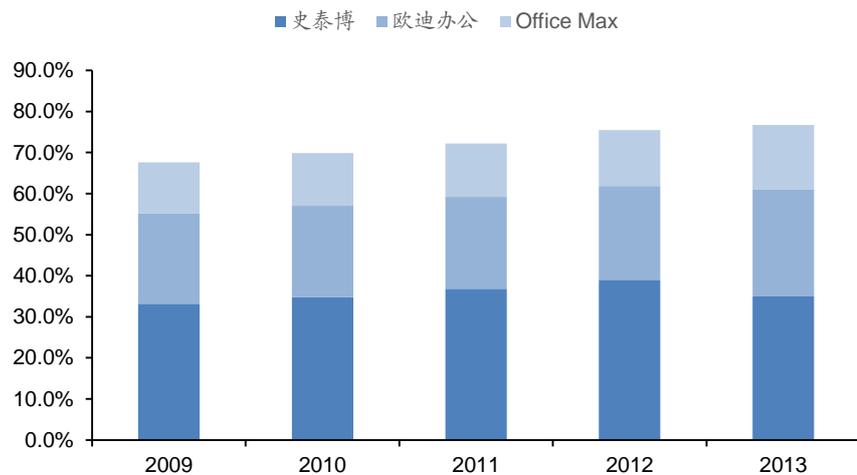


数据来源：2017 年科力普供应商大会数据分析、广发证券发展研究中心

3.2.3 未来行业集中度有望逐步提升，龙头企业护城河显著

美国办公文具行业发展先于中国，出现了史泰博、欧迪、Office Max 等龙头企业，因此选取美国办公文具行业作为参考对象。考虑到 2014 年以后欧迪与 Office Max 合并、史泰博欲与欧迪合并最后终止协议等众多因素，在观察行业集中度变化时选取的时间区间为 2009-2013 年。在这 5 年期间，美国办公文具三大巨头——史泰博、欧迪和 Office Max 占据的市场份额从 68% 升至 77%，其中史泰博一直保持相对优势。参考美国企业集中度趋势，可以预计，若政策导向持续利好办公直销行业，龙头企业凭借自身出彩的服务能力，过硬的产品力，以及高效的仓储配送能力，有望推动未来中国办公文具行业集中度进一步提升。

图12：美国办公文具企业行业集中度变化（%）



数据来源：IBISWorld、广发证券发展研究中心

政策导向利好，促进头部企业市占率提升。2015年8月14日，国务院办公厅印发了《关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知（国办发（2015）63号）》的文件。此文件明确提出，要制定统一的电子交易公共服务系统技术标准和数据规范，制定统一的规则制度，将各类分散的交易平台整合为一个全国范围内互联互通的生态系统。此举意味着公共资源交易平台将从有形场所向电子化、集中化平台转变。同时，采购过程会更加透明规范，交易门槛也会相应提高，且对于供应商的综合实力，如资金实力、物流能力、电商化等要求均有大幅提高，这意味着许多小规模企业将无法达到要求，从而让出市场份额。

平台化、个性化服务能力加固龙头护城河。近年来，办公采购在考虑供应商时，除性价比之外越来越注重产品质量、服务体验以及个性化服务，倾向于选择拥有口碑的品牌企业。为了满足企业客户需求，齐心、科力普、得力等大品牌建立一站式服务平台。以科力普为例，平台根据不同企业客户特点，精准设定智能化采购流程，提供个性化的一站式解决方案，并拥有高效专业的仓配服务能力。而小企业在缺乏资金、产品优势的背景下，与龙头企业相比缺乏明显竞争优势，或利好得力、科力普、齐心等龙头企业市占率不断提升。

图13: 科力普平台服务模式



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

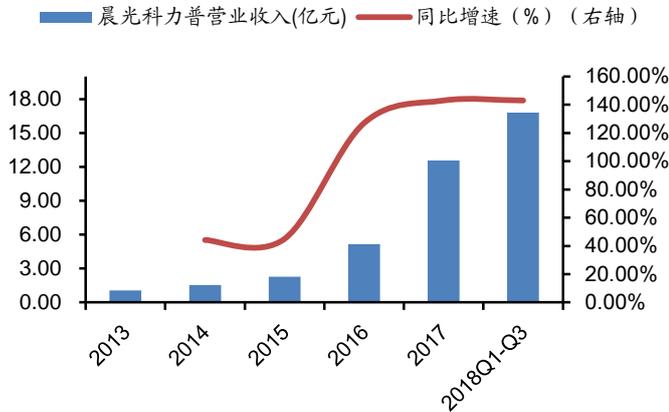
4. 相关标的一晨光文具

传统业务优势稳固。公司在渠道方面继续推动传统渠道开拓升级，扩大市场份额。截至2018年6月30日，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7.6万家。在品类方面，公司全面推进传统业务大众产品、精品文创产品、办公用品及儿童美术产品的销售，完善产品布局，产品向中高端转型拉动客单价提升，助力品牌升级，推动传统业务收入保持增长。

办公业务增长势头仍强，精品文创业务升级加速。2018年前三季度，晨光科力普实现营业收入16.8亿元，同比增长143%。预计今年将持续加强大客户挖掘，同时积极完善仓储布局，加大区域覆盖满足市场需求。考虑到未来客户构成改善，以及规模提升后对供应商议价能力的提升，预计科力普的盈利水平将持续向好。九木杂物社门店已开放加盟，布局辐射全国，截至2018年9月30日，生活

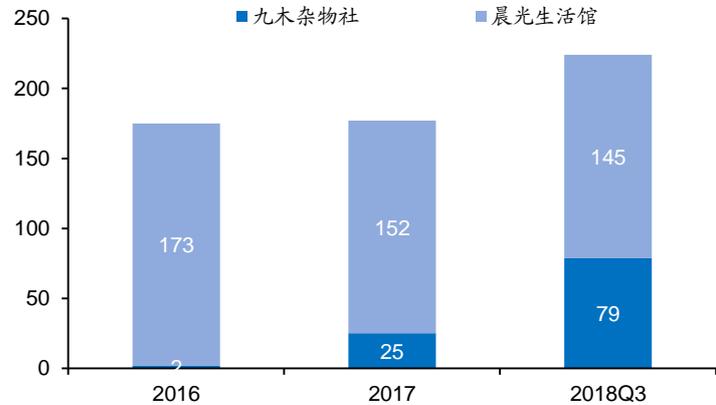
馆门店数为 145 家，九木杂物社门店数为 79 家（其中包括 69 家自营和 10 家加盟），2018 年 12 月 1 日，九木杂物社第 100 家门店也已于北京富力广场开店。预计随着精品文创拓展提速，将推动九木杂物社收入快速增长。

图14: 晨光科力普营业收入



数据来源：晨光文具 2018 年 10 月机构调研记录、广发证券发展研究中心

图15: 晨光生活馆、九木杂物社门店数量 (单位: 家)



数据来源：晨光文具 2018 年 10 月机构调研记录、广发证券发展研究中心

我们看好公司“一体两翼”战略：1) 传统业务稳步发展。传统渠道继续开拓，叠加渠道升级，推动传统业务收入稳定增长。2) 办公业务保持高速增长。晨光科力普与欧迪的进一步融合助力市场份额提升，持续拓展经营范围。3) 精品文创业务升级加速。九木杂物社门店开放加盟，布局辐射全国，依托生活馆打造高品质店铺，推动公司品牌升级。预计公司 2018-2020 年营业收入为 84.5、111.5、144.4 亿元 (YoY+33.0%、31.9%、29.3%)，归母净利润为 8.1、10.3、13.0 亿元 (YoY+27.7%、27.7%、26.2%)，当前市值对应 2018 年 31.9XPE，维持买入评级。

5. 风险提示

文具行业格局变化，市场竞争加剧；原材料价格上涨影响产品毛利率；行业头部企业布局的精品文创业务、办公物资业务拓展不达预期。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。