

晨光文具(603899)/包装印刷

由史泰博与欧迪崛起路线,看晨光发展逻辑

评级: 增持(维持)

市场价格: 29.29

分析师: 蒋正山

执业证书编号: S0740518070009

Email: jiangzs@r.qizq.com.cn

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

研究助理: 郭美鑫

Email: guomx@r.qizq.com.cn

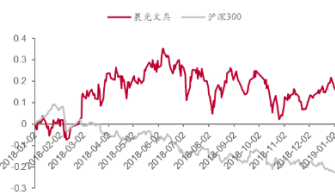
研究助理: 徐偲

Email: xucai@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)	29.29
市值(百万元)	26947
流通市值(百万元)	26947

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	8555.67	10952.63	13529.90
增长率 yoy%	24.36%	36.35%	34.58%	28.02%	23.53%
净利润	481.26	627.16	770.08	969.37	1200.21
增长率 yoy%	18.23%	30.32%	22.79%	25.88%	23.81%
每股收益(元)	0.54	0.69	0.85	1.06	1.30
每股现金流量	0.74	0.78	0.31	0.55	0.90
净资产收益率	19.12%	21.52%	22.89%	24.52%	25.71%
P/E	55	43	34	28	23
PEG	3.0	1.4	1.5	1.1	0.9
P/B	10.7	9.2	8.0	6.8	5.8

备注:

投资要点

- “多渠道+自建物流网络”立足分散文具行业。早期美国文具行业市场潜力大而集中度低,史泰博与欧迪通过建立渠道与物流优势取得高市占率: 高速铺局扩展线下零售网络,并采取电话、网络等销售方式引流附近 B 端客户; 缩短供应链、自建物流仓储,发挥规模效应支撑平价策略落地。现行国内文具行业与早期史泰博欧迪起家阶段有类同,通过理性渠道扩展与仓储建设有助于晨光优化毛利、稳定发展。晨光目前以“直营大店+加盟店”的模式扩张,以更低成本进行渠道下沉,短期效益佳;自建物流仓获得长期规模效应,优化毛利率。
- 着眼 B 端兼顾 C 端,打造差异化应对行业外部冲击。多因素持续冲击美国文具行业环境,传统办公用品经销商转型难: 无纸化办公盛行拉动行业规模下滑,综合型电商平台兴起冲击零售业务,传统办公用品经销商业绩承压;史泰博欧迪大幅缩减零售规模优化成本,目标定位 B 端客户群体,提供一站式解决办公问题的平台。面对同样的电商冲击,晨光借鉴史泰博转型路线,发力 B 端强化固有优势: 积极推进 B 端科力普业务,强化主营营收;至 17 年末,主营业务营收达 62.54 亿元,文化/办公用品市占率 4.64%/0.17%并高速增长。目前,零售线上威胁有望趋缓,与线下的加速融合打造差异化竞争力: 线上零售额占比增速放缓,而行业规模的扩展使线下零售仍有提升空间;通过加速线上线下完整经营体系的融合,有望实现全渠道低库存,同步增加效率与体验。
- 发挥头部优势整合资源,响应变动抢占新赢利点。1) 兼并收购浪潮涌现,强者逾强: 国内企业头部优势凸显,产业整合提速;晨光科力普收购欧迪同向发力,2018 年前三季度,科力普营收 16.8 亿元,同比增速约 140%。
- 2) 适者生存,精准迎合新趋势抢夺盈利点: 史泰博凭借对行业变动的高响应度两次甩开欧迪收割盈利。晨光精准迎合国内文创趋势,高附加值产品将成新增长点;2018 前三季度,公司新业务增速 116%;其中晨光生活馆及九木杂物社营收 2.19 亿元,同比增长约 40%,门店层面已开始盈利。
- 盈利预测与投资建议: 我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 85.56、109.53、135.30 亿元,同比增长 34.58%、28.02%、23.53%,实现归属于母公司净利润 7.82、9.79、11.94 亿元,同比增长 23.33%、25.23%、21.94%,对应 EPS 为 0.85、1.06、1.30 元,维持增持评级。
- 风险提示: 新业务拓展不及预期风险、行业竞争加剧导致净利率下滑风险

内容目录

“多渠道+自建物流网络”立足分散文具行业	- 5 -
史泰博欧迪起于行业分散阶段，多渠道+自建物流赢取市占率	- 5 -
对标美国早期市场，渠道与物流领先奠定优势	- 6 -
理性渠道扩展与仓储建设，优化毛利蓄力发展	- 7 -
着眼 B 端兼顾 C 端，打造差异化应对行业外部冲击	- 9 -
多因素冲击文具行业环境，传统办公用品经销商转型	- 9 -
发力 B 端巩固优势，慎重转型应对行业变动	- 13 -
零售线上威胁趋缓，与线下的加速融合打造差异化竞争力	- 14 -
发挥头部优势整合资源，响应变动抢占新赢利点	- 15 -
兼并收购浪潮涌现，强者逾强	- 15 -
适者生存，精准高速响应变动抢夺盈利	- 17 -
风险提示	- 23 -
行业竞争加剧导致净利率下滑风险	- 23 -
新业务拓展不及预期风险	- 23 -

图表目录

图表 1: 史泰博 00-07 线下网点数 (个) 及其增速	- 5 -
图表 2: 史泰博 00-07 营收及其增速 (亿元, CNY)	- 5 -
图表 3: 欧迪 00-07 线下网点数 (个) 及其增速	- 5 -
图表 4: 欧迪办公 00-07 营收及其增速 (亿元, CNY)	- 5 -
图表 5: 史泰博 00-07 同店销售额变动 (百万元, CNY)	- 6 -
图表 6: 欧迪 00-07 同店销售额变动 (百万元, CNY)	- 6 -
图表 7: 史泰博 00-07 毛利变动情况 (亿元, CNY)	- 6 -
图表 8: 欧迪 00-07 毛利变动情况 (亿元, CNY)	- 6 -
图表 9: 中国 0-14 岁人口及其增速 (百万人)	- 7 -
图表 10: 中国 15-59 岁人口及其增速 (百万人)	- 7 -
图表 11: 键入图表的标题	- 7 -
图表 13: 2015 年晨光销售模式	- 7 -
图表 14: 晨光零售加盟门店情况简介	- 8 -
图表 15: 史泰博 08-17 毛利及毛利率 (亿元, CNY)	- 8 -
图表 16: 欧迪 08-17 毛利及毛利率 (亿元, CNY)	- 8 -
图表 17: 美国办公文具市场规模 (百亿元, CNY)	- 9 -
图表 18: 美国办公文具零售规模 (百亿元, CNY)	- 9 -
图表 19: 美国办公文具行业零售额占比	- 10 -
图表 20: 2016 年美国办公用品销售渠道占比	- 10 -
图表 21: 美国线上零售额及其增速 (百亿元, CNY)	- 10 -
图表 22: 美国线上零售占比及其增速	- 10 -
图表 23: 史泰博线下同店销售额变动 (百万元, CNY)	- 11 -
图表 24: 欧迪线下同店销售额变动 (百万元, CNY)	- 11 -
图表 25: 史泰博 08-17 营收及其增速 (亿元, CNY)	- 11 -
图表 26: 欧迪 08-17 营收及其增速 (亿元, CNY)	- 11 -
图表 27: 史泰博 08-17 线下网点数 (个) 及其增速	- 11 -
图表 28: 欧迪 08-17 线下网点数 (个) 及其增速	- 11 -
图表 29: 史泰博与欧迪资产负债率变动	- 12 -
图表 30: 史泰博与欧迪流动比率变动	- 12 -
图表 31: 史泰博与沃尔玛营收对比 (亿元, CNY)	- 12 -
图表 32: 晨光营收及其构成 (百万元, CNY)	- 12 -
图表 33: 2017 年晨光各业务占比 (百万元, CNY)	- 12 -

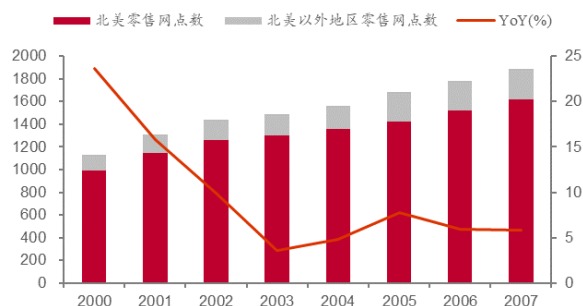
图表 34: 晨光于文化用品等综合品类市占率.....	- 13 -
图表 35: 晨光于办公用品等综合品类市占率.....	- 13 -
图表 36: 史泰博北美营收构成 (亿元, CNY)	- 13 -
图表 37: 欧迪北美营收构成 (亿元, CNY)	- 13 -
图表 38: 中国 B2B 办公用品市场规模 (万亿元, CNY)	- 14 -
图表 39: 中国网络零售渗透指数及其增速.....	- 15 -
图表 40: 中国网络零售销量及占比 (百亿元, CNY)	- 15 -
图表 41: 晨光线上销售额 (百万元, CNY)	- 15 -
图表 42: 文具行业平均毛利率	- 16 -
图表 43: 文具行业龙头毛利率	- 16 -
图表 44: 文具行业主要上市公司并购列表.....	- 16 -
图表 45: 欧迪中国部分客户	- 16 -
图表 46: 史泰博欧迪营收对比图 (亿元, CNY)	- 17 -
图表 47: 史泰博欧迪毛利对比图 (亿元, CNY)	- 17 -
图表 48: 史泰博欧迪毛利率变动对比图.....	- 17 -
图表 49: 史泰博欧迪净利率变动对比图.....	- 17 -
图表 50: 2013-2017 年欧迪办公营收衰退原因披露.....	- 18 -
图表 51: 史泰博主营业务成本 (亿元, CNY)	- 18 -
图表 52: 欧迪主营业务成本 (亿元, CNY)	- 18 -
图表 53: 史泰博营业开支构成及增速 (亿元, CNY)	- 19 -
图表 54: 欧迪营业开支构成及增速 (亿元, CNY)	- 19 -
图表 55: 史泰博净利润与净利率 (亿元, CNY)	- 19 -
图表 56: 欧迪净利润与净利率 (亿元, CNY)	- 19 -
图表 57: 2018.12 史泰博品类矩阵.....	- 19 -
图表 58: 2018.12 晨光品类矩阵.....	- 19 -
图表 59: 晨光文具各项目毛利 (亿元, CNY)	- 20 -
图表 60: 晨光文具各项目毛利率.....	- 20 -
图表 61: 晨光净利率及其增速 (百万元, CNY)	- 20 -

“多渠道+自建物流网络”立足分散文具行业

史泰博欧迪起于行业分散阶段，多渠道+自建物流赢取市占率

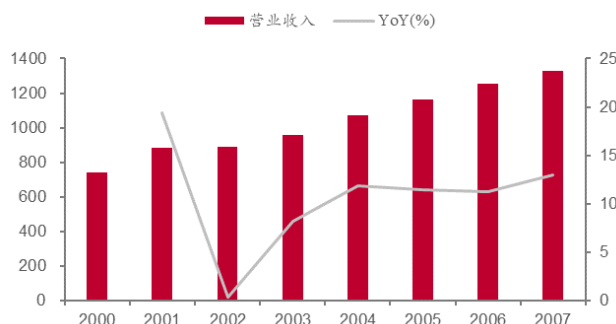
- 创立于经济复苏办公行业分散阶段，迎合市场创建一站式办公用品超市。史泰博与欧迪办公均成立于 1986 年，率先推出办公用品超市的理念并于北美开设第一家线下零售门店。时值美国经济刚刚摆脱 70 年代由石油危机引发的滞胀开始高速发展，产业结构向第三产业优化升级，白领群体兴起，办公用品行业需求剧增。
- 当时美国办公行业集中度较低，基本由小范围的本地零售商主导，而这些本地零售商不具备完整的产品矩阵，消费者很难在同一家门店内买齐一整套办公用品。由此，一站式的办公用品超市具备广阔市场空间能够迎合市场的需求。
- 线下零售门店扩张抢占市场，多渠道销售引流 B 端客户。尽管史泰博早在 1998 年就开拓了电商业务，但在 2007 年及以前零售客户仍更习惯到店购买，线下门店网络的铺设与公司零售营收呈正相关。二公司均在此期间高速扩张门店以抢占更多的市占率。此外，二者均同步进行针对零售网络周边的 B 端客户的多渠道销售，包括目录营销、电话销售、网络销售以及优惠券赠送等，引流 B 端客户推动公司业绩增长。2007 年，具备高市占率的史泰博从“天天平价”模式转为促销推广模式，放弃价格优势。

图表 1: 史泰博 00-07 线下网点数(个)及其增速



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 2: 史泰博 00-07 营收及其增速(亿元, CNY)

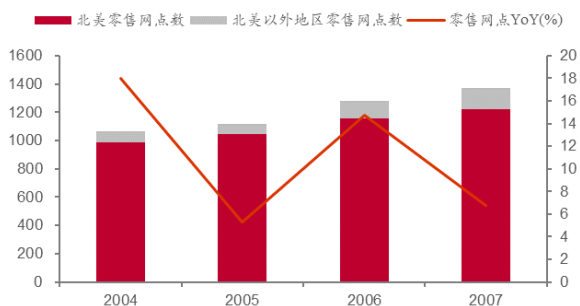


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

注: 基于各年末汇率换算, 本文所有美国数据均如此

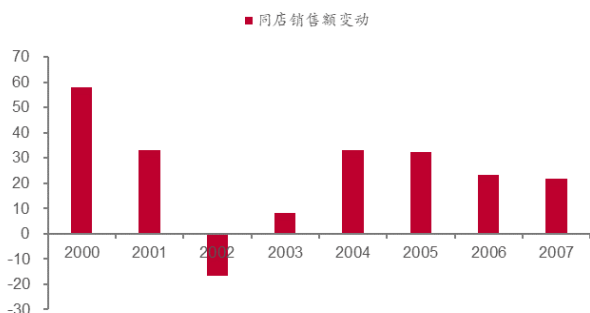
图表 3: 欧迪 00-07 线下网点数(个)及其增速

图表 4: 欧迪办公 00-07 营收及其增速(亿元, CNY)



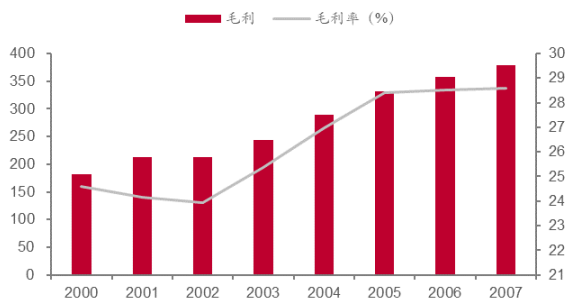
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图5: 史泰博 00-07 同店销售额变动 (百万元, CNY)

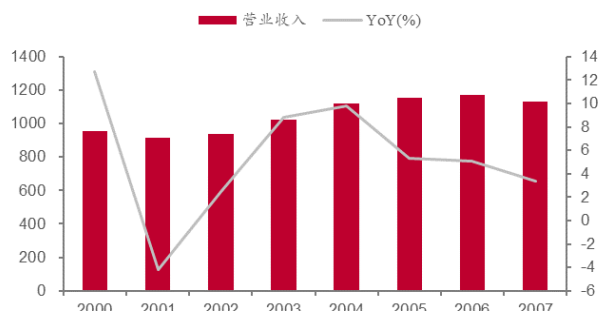


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图7: 史泰博 00-07 毛利变动情况 (亿元, CNY)

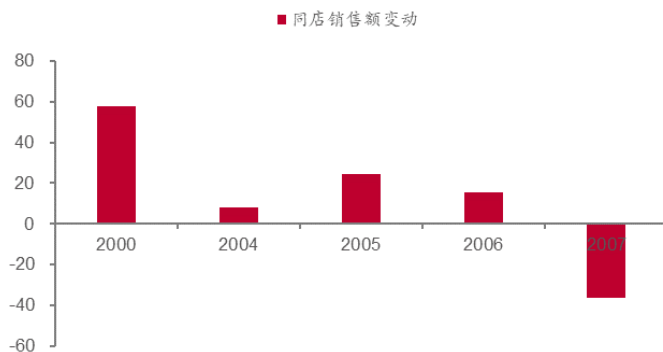


来源: Bloomberg、中泰证券研究所



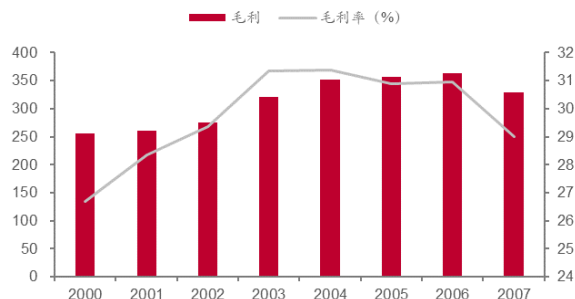
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图6: 欧迪 00-07 同店销售额变动 (百万元, CNY)



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图8: 欧迪 00-07 毛利变动情况 (亿元, CNY)



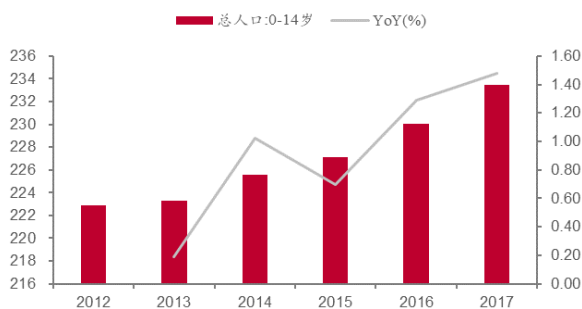
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

- **直采与自建物流仓储压缩成本，扩展规模支撑平价策略。**史泰博与欧迪办公均采用制造商直采或是自大批批发商处购入，缩短供应链；自建物流仓储，发挥统筹配送的规模效应降低线下运输成本、提高对B端客户的服务能力；支持平价策略落地的同时稳步推进毛利率。

对标美国早期市场，渠道与物流领先奠定优势

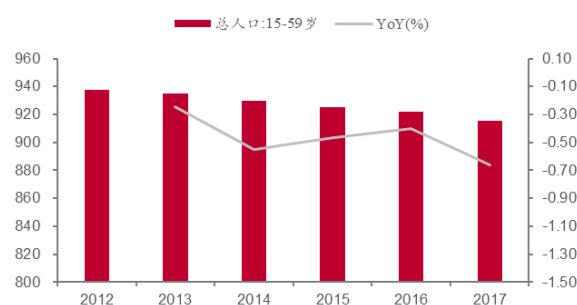
- 现行国内文具行业市场潜力大而集中度低，与早期史泰博欧迪起家阶段有类同。目前国内文具市场规模约 1500 亿元，人均文具消费额仅 105 元/年，相比全球平均人均消费水平约为 240 元/年有较大的成长空间；加以二胎政策开放与乡镇教育水平提高学生人数增多，工作人群基本维持稳定，市场潜力可观；而行业内产品差异小而集中度较低，93.33% 的市场由“其它”占据，与早期史泰博欧迪起家的阶段有类同。

图表 9: 中国 0-14 岁人口及其增速 (百万人)



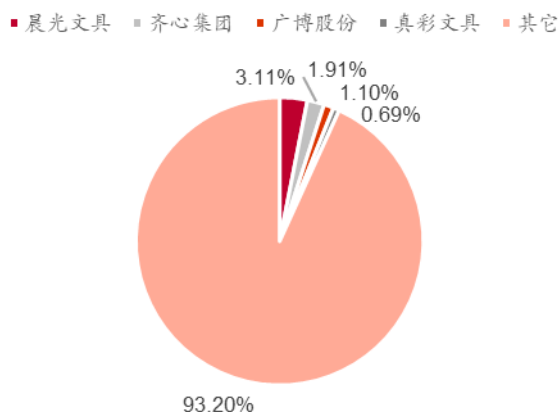
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 10: 中国 15-59 岁人口及其增速 (百万人)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 2017 年中国文具行业市占率

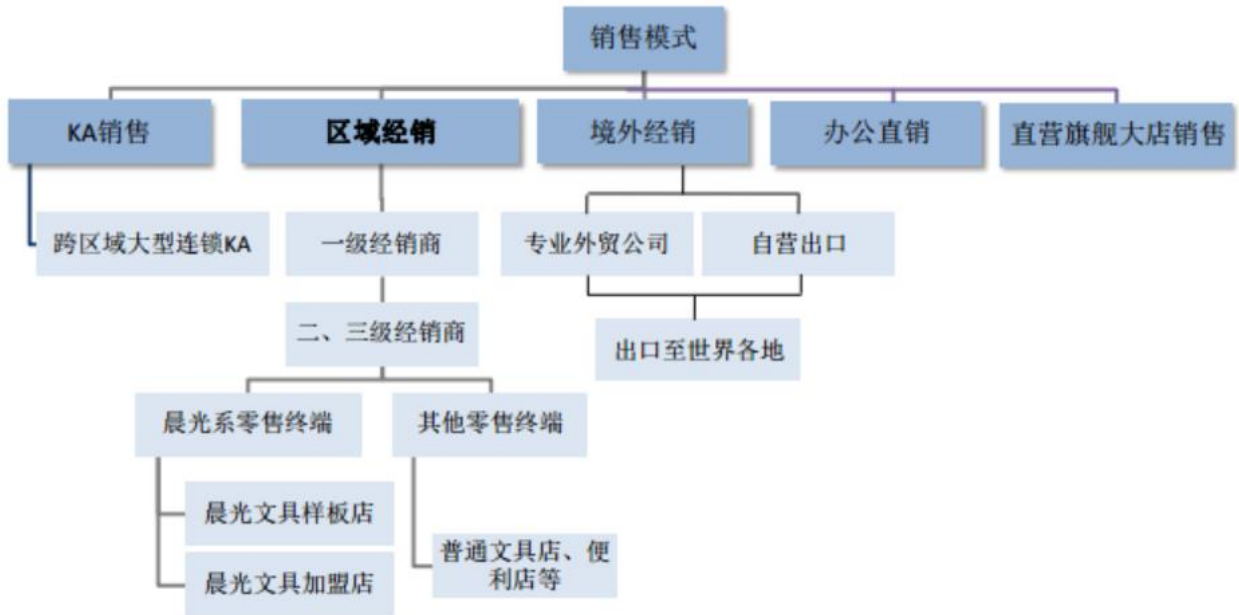


来源: 观研天下、中泰证券研究所

理性渠道扩展与仓储建设，优化毛利蓄力发展

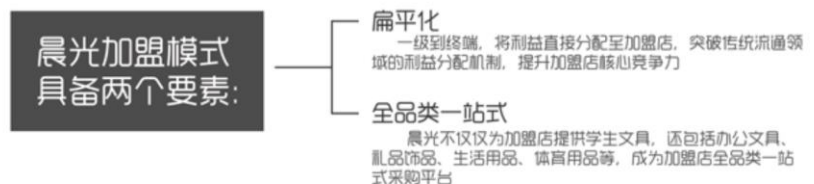
- 晨光高速铺展零售网络建立物流仓储，形成健全经营体系。晨光目前拥有独立完整的从品牌、研发制造、供应链管理、营销网络管理到仓储物流的健全经营体系，独立面向市场进行经营活动。其零售终端网络以区域经销为主，目前设有直营大店、高级样板店、样板店以及加盟店等不同类型的零售终端；至 2017 年末，已在全国拥有 31 家一级（省级）合作伙伴、超过 1200 个城市的二、三级合作伙伴，超过 7.5 万家零售终端，覆盖的广度和深度具备先发优势和领先优势。

图表 12: 2015 年晨光销售模式



来源：公开资料、中泰证券研究所

图表 13: 晨光零售加盟门店情况简介

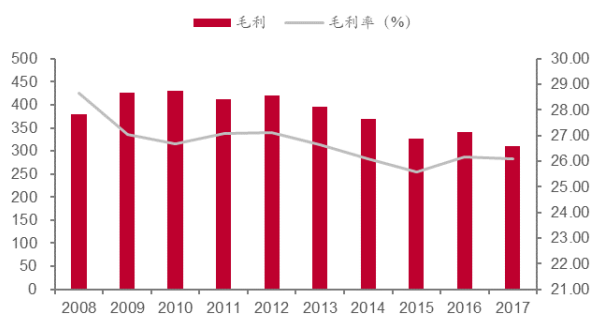


来源：晨光官网、中泰证券研究所

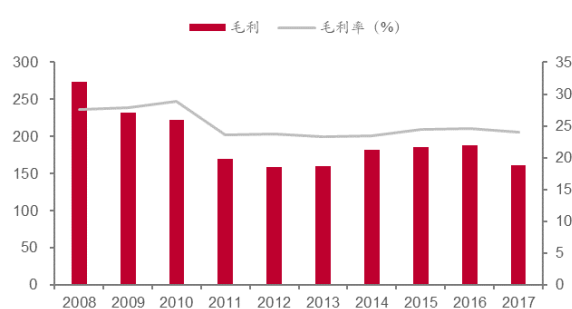
- **适度铺张优化产能利用，加盟模式维稳毛利率。**线下门店铺设降低顾客的取得成本、优化竞争力的同时需兼顾成本效率；如史泰博与欧迪在2010年后均基于成本压力重整线下零售与物流网络，以减少库存、压缩营运成本，维持毛利率在25%的水平上。而晨光主要以“直营大店+加盟店”的模式扩张，其中直营大店提供基于场景的精品产品解决方案，加盟店则售卖大众文具，网点数更多。如此能以更低成本进行渠道下沉，维稳毛利率，短期效益佳；长期来看，仍需控制网点布局，使供给量不超过区域购买力造成帕累托无效率。

图表 14: 史泰博 08-17 毛利及毛利率 (亿元, CNY)

图表 15: 欧迪 08-17 毛利及毛利率 (亿元, CNY)



来源: Bloomberg、中泰证券研究所



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

- 自建物流仓储，抢占先发优势蓄力发展。** 电商化对公司的物流与运输提出了更高要求，自建物流仓储有助于提高供应链敏捷度，从各个环节实现对市场的快速反应，支持 B 端与零售配送管理产生规模效应。B 端业务方面，公司主要在四大核心区域，14 个城市中建立物流仓储，力图覆盖关键市场、快速取得各类型客户；零售方面，逐步由自有短途运输和第三方物流转变为公司自有运输，缩短新品制造到上新的周期，有效降库存与减少竞品模仿，获取先发优势。

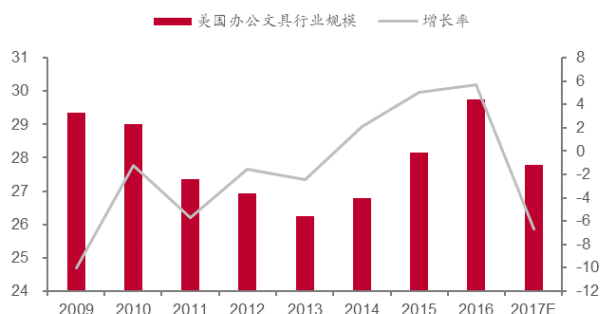
着眼 B 端兼顾 C 端，打造差异化应对行业外部冲击

多因素冲击文具行业环境，传统办公用品经销商转型

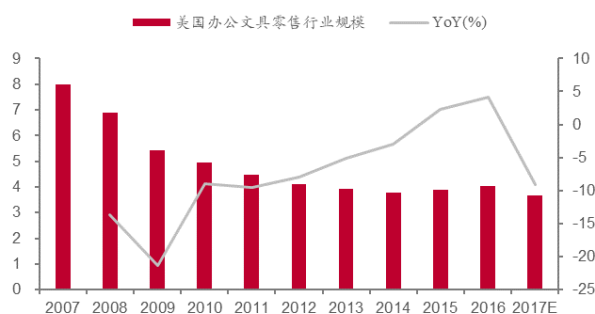
- 2008 以来，美国传统办公用品经销商受多重因素持续冲击，业绩受挤压：**
 - 1) 无纸化办公盛行，行业规模有所下滑：** 随无纸化办公渗透率上升，办公用纸需求量减少连带着相关的传统办公用品行业规模缩减，由 2007 年 800 亿元降至近三年于 360-410 亿元间波动。
 - 2) 电商冲击：** 综合型电商平台兴起，严重冲击办公用品零售业务，对 B 端业务则影响较小。零售方面，电商兴起致使线下零售门店营收增速放缓；线上，亚马逊等综合型电商凭借齐全品类、高流量以及更为成熟的物流系统击败史泰博与欧迪自营的线上平台，获取消费者偏好。但由于 B 端客户更注重供应商的专业性与办公用品一站式解决的便利程度，公司在此方面仍具备优势故而受电商冲击较小。

图表 16: 美国办公文具市场规模 (百亿元, CNY)

图表 17: 美国办公文具零售规模 (百亿元, CNY)



来源：智研咨询、中泰证券研究所

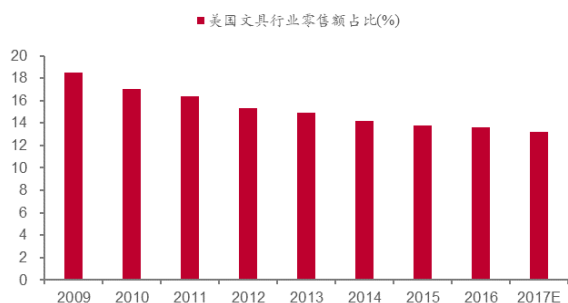


来源：智研咨询、中泰证券研究所

注：图内数据为线上零售与线下零售行业规模总和

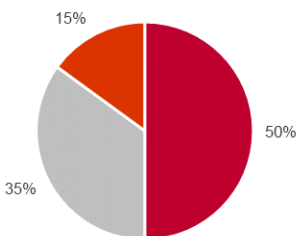
图表 18：美国办公文具行业零售额占比

图表 19：2016 年美国办公用品销售渠道占比



来源：智研咨询、中泰证券研究所

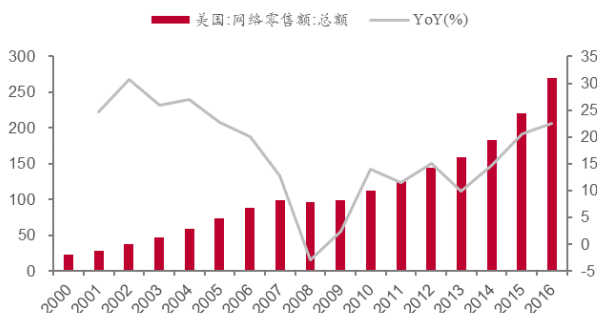
■ 直销 ■ 线下零售 ■ 电商及百货超市



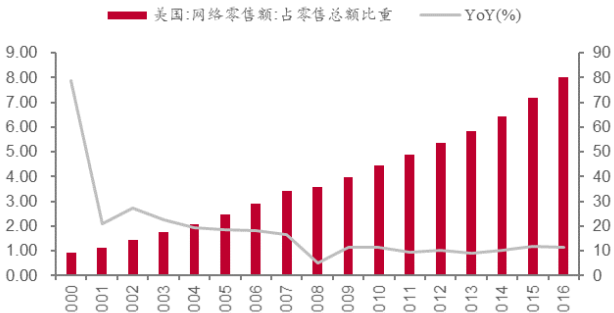
来源：智研咨询、中泰证券研究所

图表 20：美国线上零售额及其增速 (百亿元, CNY)

图表 21：美国线上零售占比及其增速

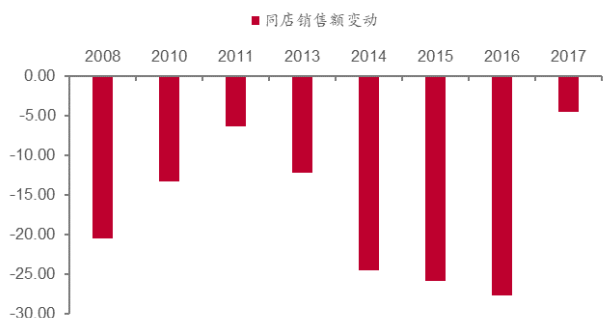


来源：Wind、中泰证券研究所

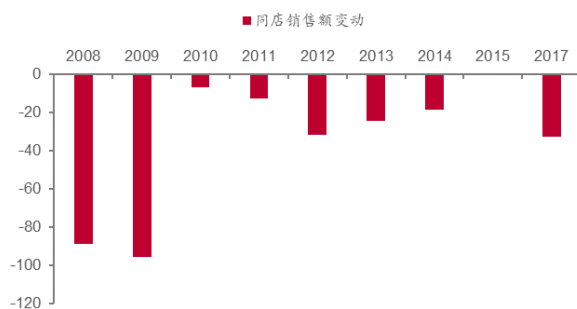


来源：Wind、中泰证券研究所

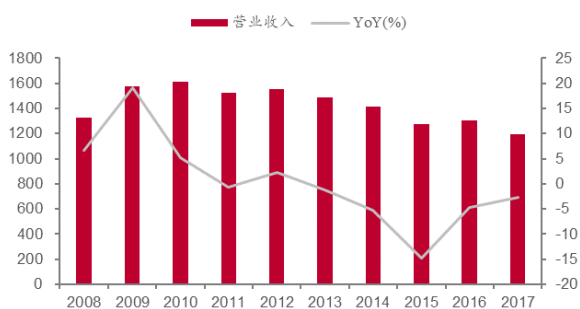
- **史泰博欧迪营业收入呈下滑趋势，基于成本压力收缩规模。**受上述因素影响，史泰博与欧迪零售同店销售额逐年下滑，获利能力减弱，从而使物流与零售网络布置过剩带来成本压力。因而自 2010 年以来史泰博与欧迪放弃扩张转而精简零售店与物流中心数量、优化线下网络布置；截至 2017 年末，史泰博/欧迪线下网点数量 1559/1378 个，仅占 2010 年数量的 70%/86%；北美以外的业务被全部抛售。

图表 22: 史泰博线下同店销售额变动 (百万元, CNY)


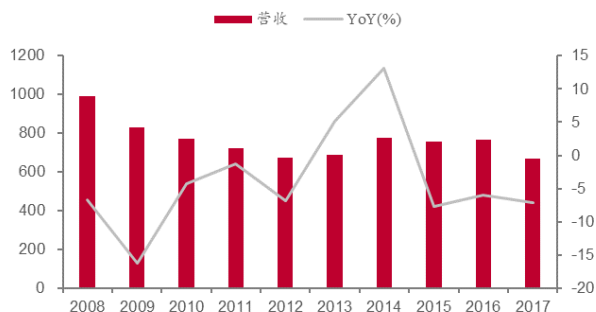
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 23: 欧迪线下同店销售额变动 (百万元, CNY)


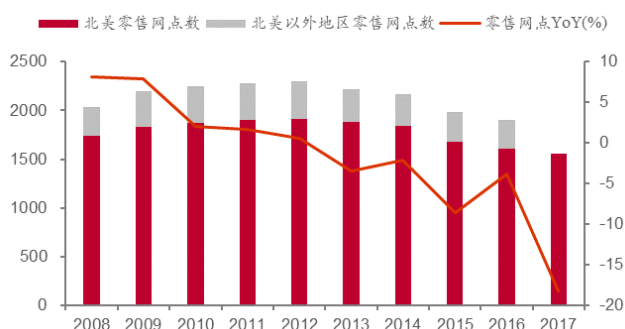
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 24: 史泰博 08-17 营收及其增速 (亿元, CNY)


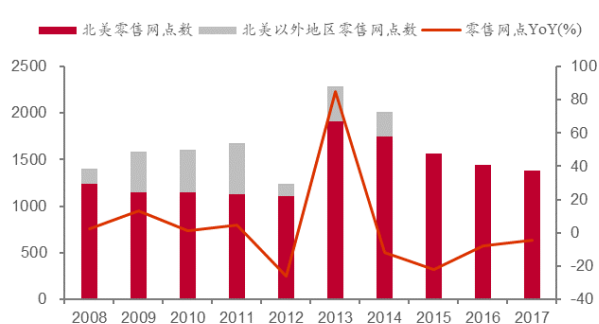
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 25: 欧迪 08-17 营收及其增速 (亿元, CNY)


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 26: 史泰博 08-17 线下网点数 (个) 及其增速


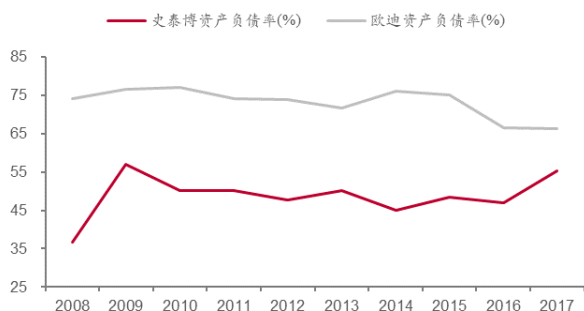
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 27: 欧迪 08-17 线下网点数 (个) 及其增速


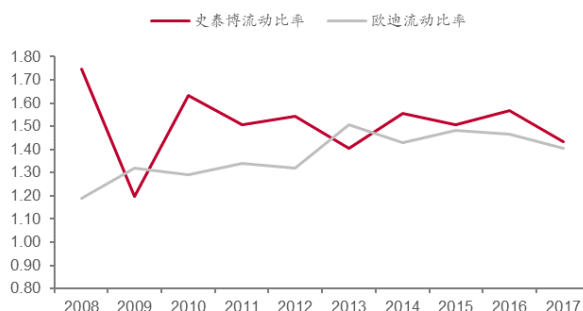
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

- 转型遇挫, 公司经营状况波动。**2010 年至 2017 年间, 伴随着规模缩减史泰博与欧迪均实施多次转型。**史泰博:** 1) 网点转型: 缩小网点平均面积, 提升购物体验; 2) 日用百货战略: 12-15 年间大幅减少线上线下门店办公用品占比, 改售日用百货; 既无法对日用巨头沃尔玛产生威胁, 又压缩优势产品、失去单一品类的差异化竞争优势; 难以挽回营收下滑

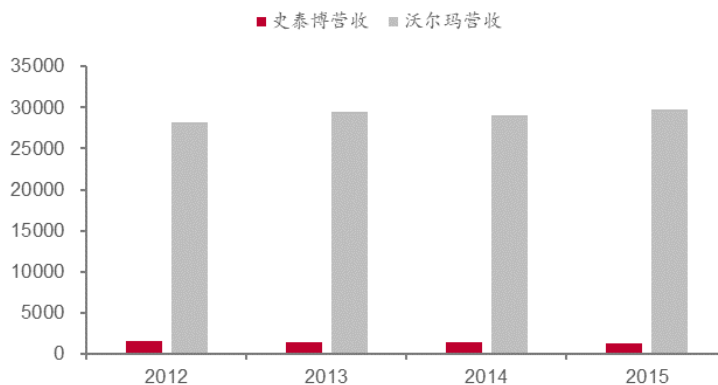
的趋势。**欧迪**：1) 网点转型(同**史泰博**)；2) 2014年并购 OfficeMax: 意在重组业务、加强对供应商控制，以更大的规模应对行业内外竞争。但这些转变除短期内提升公司业绩并带来经营状况波动外，均未解决行业环境变动带来的问题，因而营收长期仍然下滑。

图表 28: 史泰博与欧迪资产负债率变动


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 29: 史泰博与欧迪流动比率变动


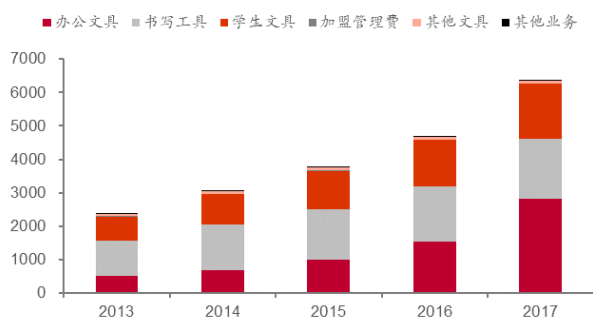
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 30: 史泰博与沃尔玛营收对比 (亿元, CNY)


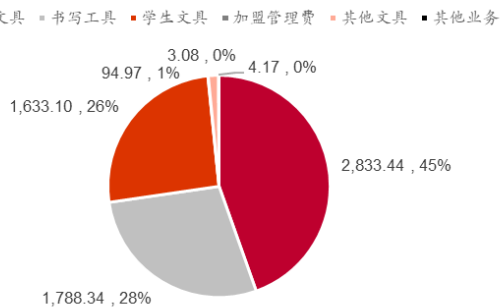
来源: Bloomberg、Wind、中泰证券研究所

- **借鉴史泰博转型失败，晨光保留强化主营业务优势。** 面临同样的电商冲击，晨光目前同样在进行品类拓展以增加新的盈利点；但主营重心仍保留在原有的办公/学生文具及书写工具上，并持续优化主营业务优势。至 17 年末，主营业务营收达 62.54 亿元，文化/办公用品市占率 4.64%/0.17% 并高速增长。

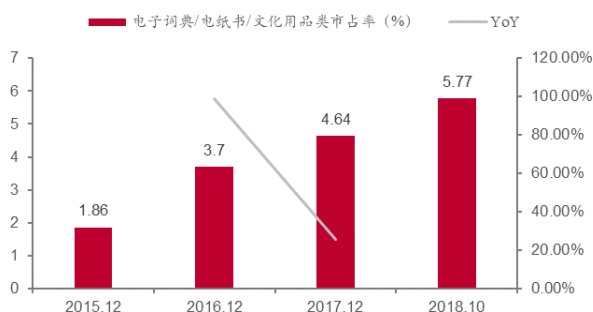
图表 31: 晨光营收及其构成 (百万元, CNY)
图表 32: 2017 年晨光各业务占比 (百万元, CNY)



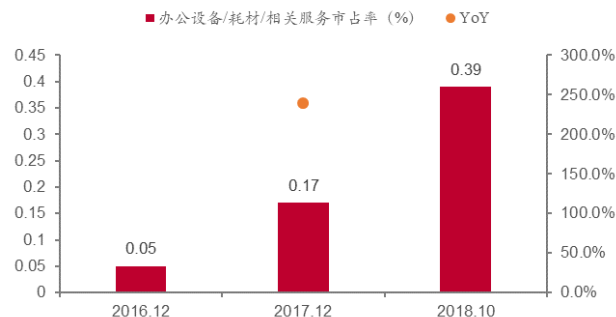
来源: Wind、中泰证券研究所



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 33: 晨光于文化用品等综合品类市占率


来源: Wind、中泰证券研究所

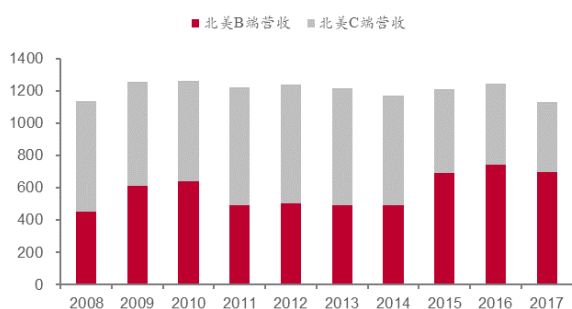
图表 34: 晨光于办公用品等综合品类市占率


来源: Wind、中泰证券研究所

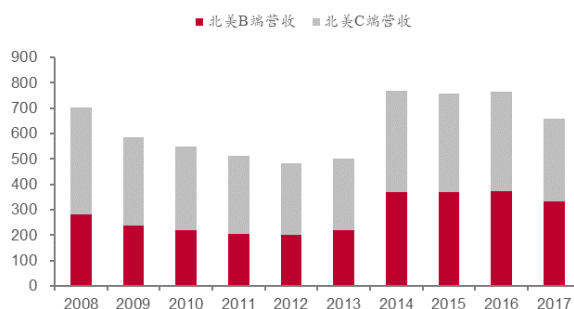
发力 B 端巩固优势，慎重转型应对行业变动

- 史泰博欧迪聚焦 B 端客户，目标成为办公解决方案提供商，聚焦打造差异化竞争优势。**为抗衡电商、百货零售商等竞争者，充分利用在办公用品行业多年扎根具备的专业化特质与供应链及零售网络优势打造差异化，史泰博和欧迪均意图转型办公用品解决方案提供商，扩展与办公相关的产品品类及服务，为客户提供一站式解决办公问题的平台。这一转型主要将未来发展着眼于市场空间相对充足的 B 端市场，它既占据有目前美国办公用品市场上约 60% 的份额，又受电商等冲击较小，前景更优；零售店面方面，也将配齐更多的办公相关产品与服务，强调专业化。

图表 35: 史泰博北美营收构成 (亿元, CNY)
图表 36: 欧迪北美营收构成 (亿元, CNY)



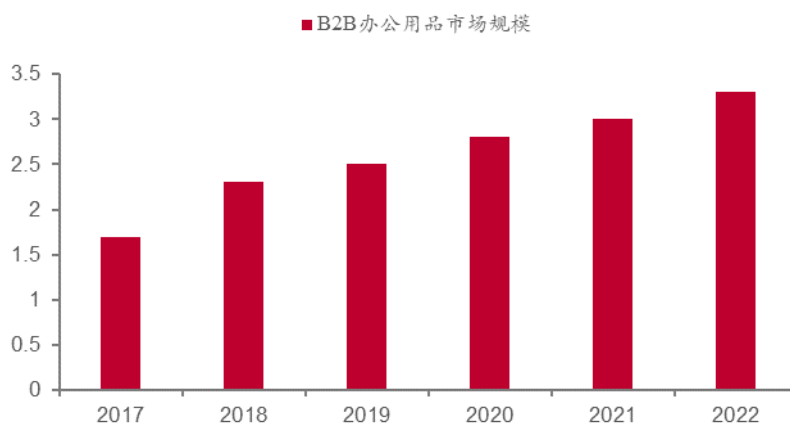
来源: Bloomberg、中泰证券研究所



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

- **阳光采购助推B端市场，龙头企业红利释放。**目前我国B端业务正经历渠道变革--由分散采购转变为集中招标，尤其政府采购趋向于电商化、集中化和阳光化，带动新零售模式下办公直销市场蓬勃发展。晨光测算，2017年B2B办公用品市场规模达1.7万亿，未来3-5年9%的复合增长，2022年达到3.3万亿。在此情况下，龙头企业凭借其品牌优势、全面的经营网络、优越的服务能力具备更大的竞争优势，或将迎来红利释放。

图表 37: 中国 B2B 办公用品市场规模 (万亿元, CNY)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

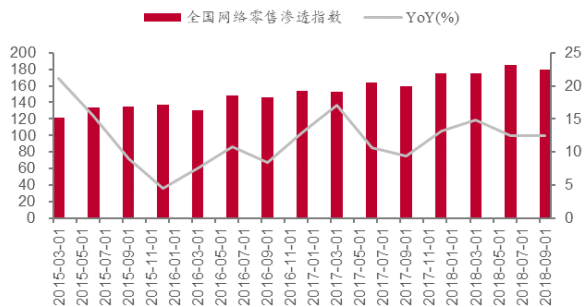
- **推进B端业务进展，优化品类与客户结构，专业化更进一步。**晨光积极推进B端科力普业务。截至2018年11月，科力普主要客户为一级政府、二级政府、央企和500强；其中，500强客户毛利率15%，政府客户毛利率11%，央企毛利率10.2%（政府购入大设备较多，500强企业日耗品占比高，服务费用高）。通过深度挖掘用户需求优化调整核心品类产品结构、继续铺设物流仓储以及引流中间市场客户，18年前三季度科力普毛利率改善已初见成效。

零售线上威胁趋缓，与线下的加速融合打造差异化竞争力

- **零售线上占比增速或将放缓，线下零售仍有较大空间。**近年来中美电商逐步走向成熟，线上零售额增速稳定，占总零售消费比重增速放缓。主要原因在于线上渗透率随着电商覆盖年龄层次与地域的扩大将会到顶，

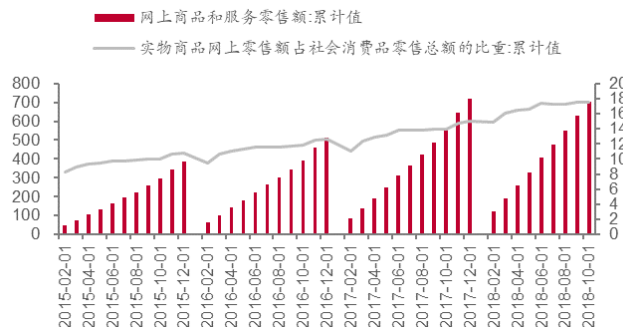
中国网络零售渗透指数 18 年年初以来稳定在 180 附近,同比增速下滑;而用户使用程度加重使单个用户线上线下消费比重趋于稳定。由此线上占比不会持续增多,线下零售受到的影响有限;而行业规模的扩展使线下零售仍有提升空间。

图表 38: 中国网络零售渗透指数及其增速



来源: Wind、中泰证券研究所

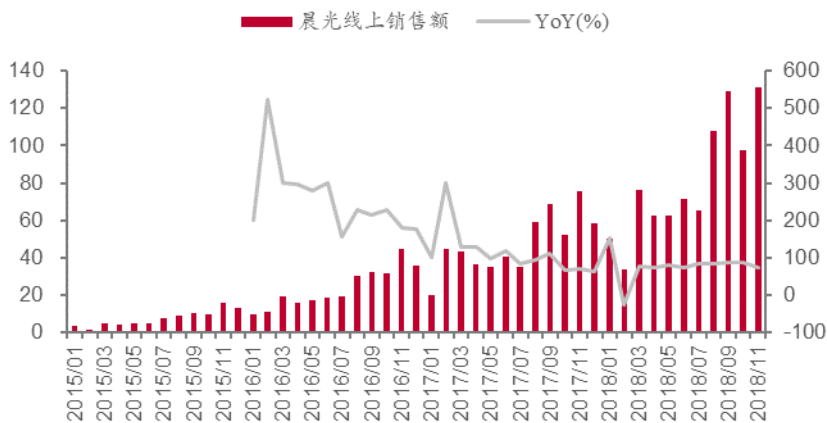
图表 39: 中国网络零售销量及占比 (百亿元, CNY)



来源: Wind、中泰证券研究所

- **自建互联网和电子商务平台晨光科技, 稳步发展线上业务。**全面铺展线上分销渠道, 丰富线上产品阵营, 全网分销数量持续提升; 此外, 完善会员运营管理系统, 用户黏性进一步增强。截至 2017 年末, 线上渠道淘系、京东及其他平台有效授权店铺超过 1000 家; 2017 年晨光科技实现营业收入 1.85 亿元, 同比增长 135%, 净利润 1330 万元。

图表 40: 晨光线上销售额 (百万元, CNY)



来源: Wind、中泰证券研究所

发挥头部优势整合资源, 响应变动抢占新赢利点

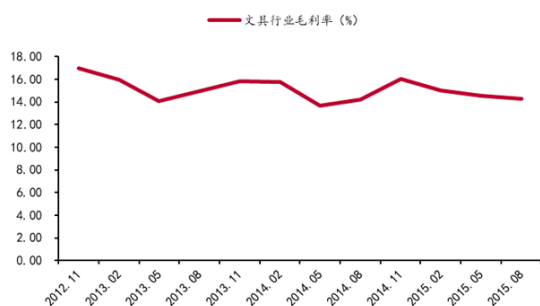
兼并收购浪潮涌现, 强者逾强

- **收购整合同向发力, 相关多元化扩大优势面。**欧迪于近 10 年来进行过 2

次较大额的收购，目的各不相同：**1) 2013, OfficeMax:** 当时欧迪与 OfficeMax 分别是美国第二、三大办公用品零售商，但市场份额总额远不及排名第一的史泰博，此举旨在加强对供应商的控制，并更好地与其竞争。**2) 2017, CompuCom:** 相关多元化，提高对 B 端增值配套服务的供给能力，迎合 B 端客户“硬件采购+软件升级+配套服务”全套定制采购方案的需求，力图在办公硬件及增值服务上均获得更高营收。

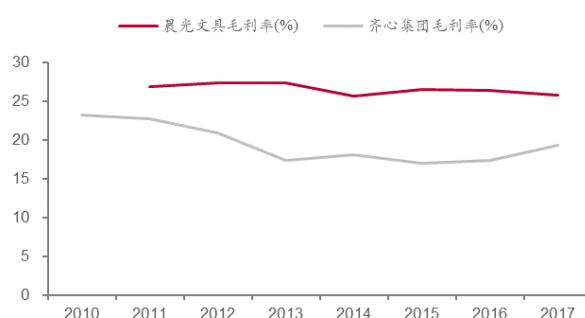
- **头部优势凸显，国内文具公司并购热潮。** 随市场发展行业竞争加剧，市场份额和利润积极向龙头转移，亏损企业持续增多，行业平均毛利率在 15% 附近波动。而龙头企业凭借其更完善的供应链与产品矩阵保持良好的增长态势，毛利率基本维持 20% 以上，头部优势凸显。由此，市场集中度逐步提高，上下游并购不断提速，行业整合空间进一步打开，国内文具公司掀起并购热潮，支持企业推进下一步战略计划。

图表 41: 文具行业平均毛利率



来源: 中国制笔协会、中泰证券研究所

图表 42: 文具行业龙头毛利率



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 43: 文具行业主要上市公司并购列表

上市公司	收购及参股事件	收购目的
广博股份	2015 年, 收购灵云传媒; 2018 年拟收购杭州掌优科技有限公司	扩展互联网营销业务
齐心集团	2015 年至今, 收购杭州麦苗、银澎云、锐信博通等, 参股神州云动、阳光印网、犀思云、神州云动和大贵科技等公司	推进 SaaS 布局, 业务转型
晨光文具	2017 年, 零对价收购欧迪中国	聚焦文具行业, 拓展 B 端业务

来源: 中泰证券研究所

- **晨光科力普并购欧迪中国同向发力，强者逾强。** 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。科力普收购欧迪办公，强化办公直销领域形象，引流欧迪中国原有客户、拓展中间市场、整合上下游网络布局，同向发力拉升毛利率。2018 年前三季度，科力普营收 16.8 亿元，同比增加约 140%；净利润约 2200 万元。随渠道深入，中小客户占比升高，盈利能力有望再上一个台阶。

图表 44: 欧迪中国部分客户

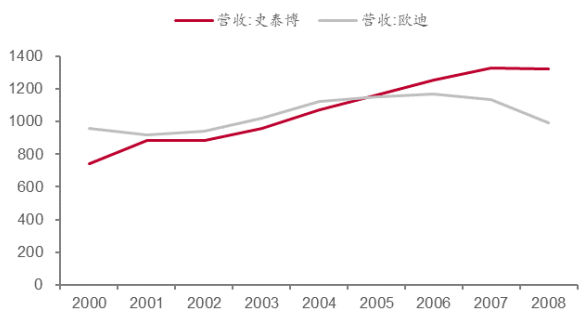


来源：公司公告、中泰证券研究所

适者生存，精准高速响应变动抢夺盈利

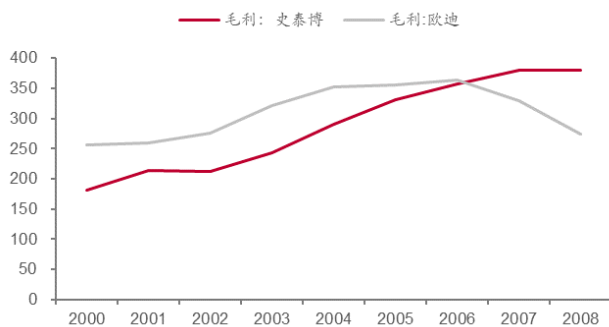
- **史泰博凭借对行业变动的高响应度两次甩开欧迪收割盈利:** 1) 2002年: 史泰博捕捉到消费者对平价办公产品的偏好及一体化多品类的购物需求, 率先动作自建物流仓储自建物流、实施大办公战略拓展品类, 于之后数年营收与毛利均反超欧迪; 2) 近期: 重塑转型一体化办公解决方案提供商, 调整盈利重心至 B 端, 定位议价能力较弱的中小型企业, 有望带动其毛利率提升。反观欧迪行动迟缓, 长期未给出一个切实落实的战略, 导致连续 5 年的营收下滑与净利润波动显著。

图表 45: 史泰博欧迪营收对比图 (亿元, CNY)



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

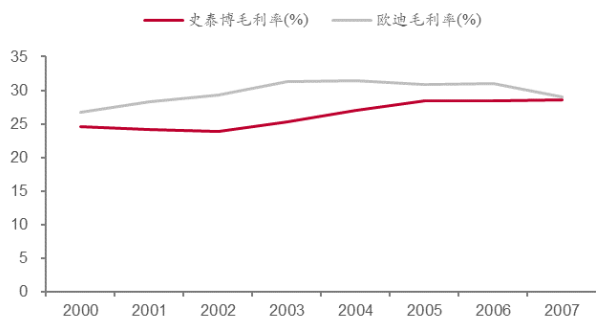
图表 46: 史泰博欧迪毛利对比图 (亿元, CNY)



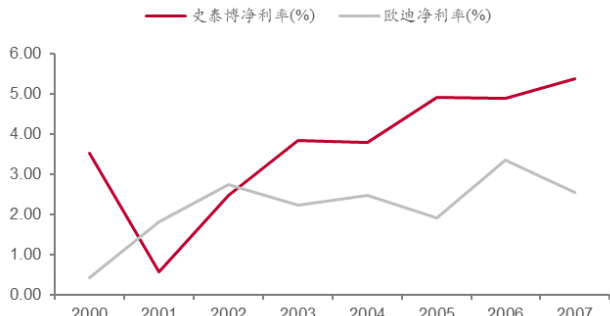
来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 47: 史泰博欧迪毛利率变动对比图

图表 48: 史泰博欧迪净利率变动对比图



来源: Bloomberg、中泰证券研究所



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 49: 2013-2017 年欧迪办公营收衰退原因披露

WHERE WE WERE ONE YEAR AGO

5 Years Declining Revenue / Unsustainable Profitability



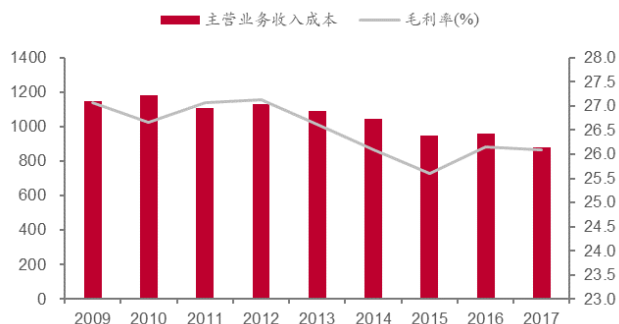
Depot.Different!

来源: 公司公告、中泰证券研究所

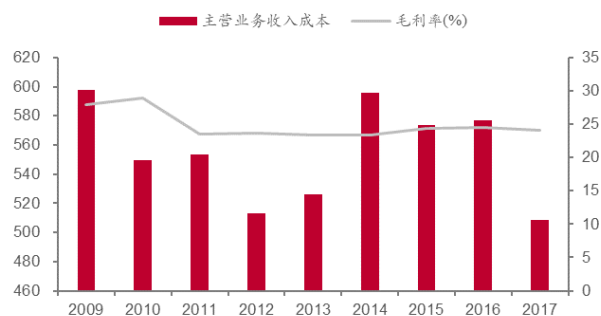
- 近 10 年来史泰博总体毛利率在 26%附近波动, 净利润下滑但净利率稳定在 4%; 09 年至 17 年营业开支减少 81.23 亿元, 占 09 年营业开支的 25%, 主要系减少线下零售运营支出转而发力 B 端所致; 随着其战略的进一步落实, 向中小型企业客户出售办公产品+服务的全套定制采购方案, 有望提高成本效率拉升盈利能力。
- 欧迪毛利率基本稳定在 24%, 而净利润与净利率均波动大; 09 年至 17 年营业开支消减 115 亿元, 占 09 年营业开支的 47%; 约支出 44 亿元用于兼并收购, 但主要维持净利率的手段仍为缩减规模, 在行业中较为被动。

图表 50: 史泰博主营业务成本 (亿元, CNY)

图表 51: 欧迪主营业务成本 (亿元, CNY)

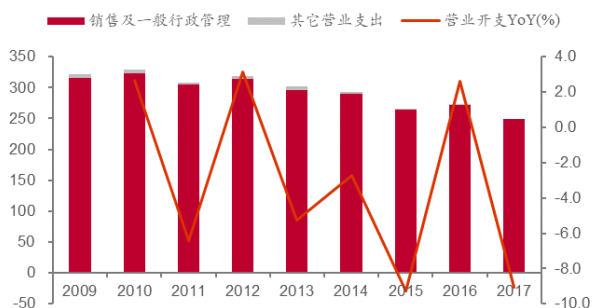


来源: Bloomberg、中泰证券研究所



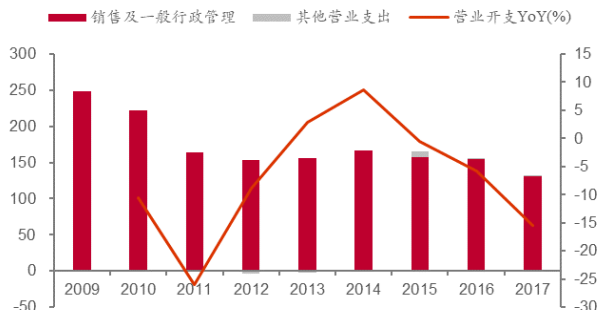
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 52: 史泰博营业开支构成及增速 (亿元, CNY)



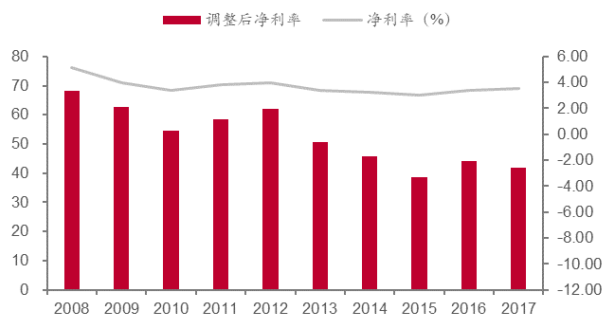
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 53: 欧迪营业开支构成及增速 (亿元, CNY)



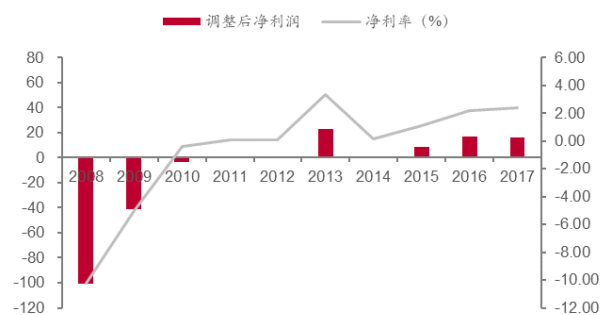
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 54: 史泰博净利润与净利率 (亿元, CNY)



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 55: 欧迪净利润与净利率 (亿元, CNY)

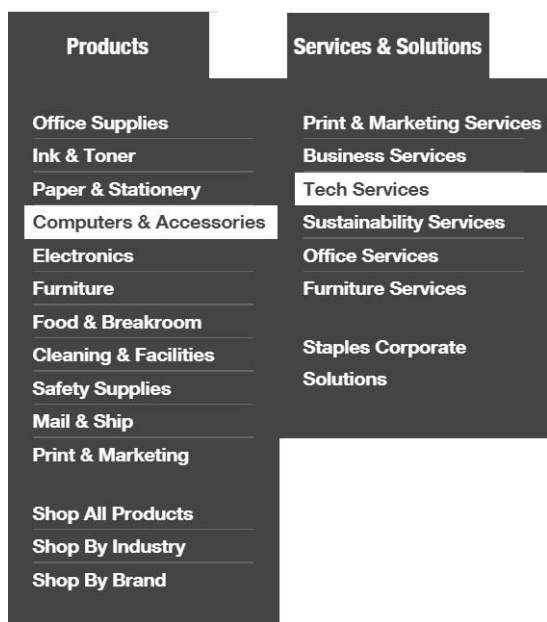


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

- 晨光精准迎合国内文具新兴趋势，四条产品赛道并进满足多方位人群需求。除上述行业变动外，我国文具行业另有品牌化、创意化、个性化和高端化发展趋势，为此晨光推出精品文创产品、儿童美术产品二条产品赛道，扩充高附加值产品线，向中高端商圈延伸、多样化销售终端，推进产品升级与渠道共同升级。协调另两条产品赛道学生与办公产品，满足多方位人群需求。

图表 56: 2018.12 史泰博品类矩阵

图表 57: 2018.12 晨光品类矩阵



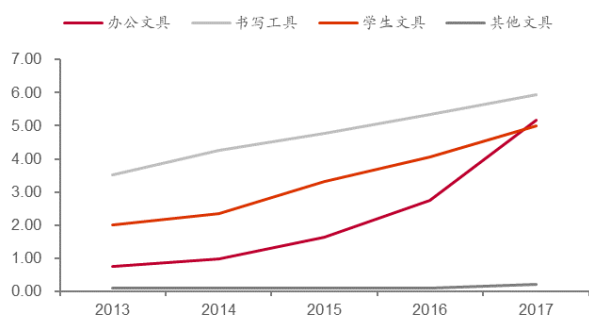
来源：史泰博官网、中泰证券研究所



来源：晨光文具官方商城、中泰证券研究所

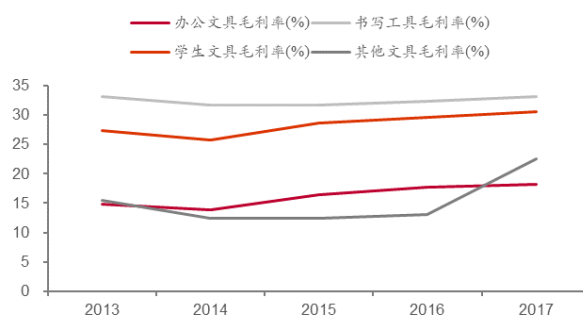
- **高附加值文创产品或将盈利，净利率拉升潜力可期。**除立足于核心产品、推进办公渠道科力普发展之外，针对行业内创意高端化趋势向文创方向延申。2018 前三季度，公司传统业务营收同比增速 16%，新业务增速 116%；其中晨光生活馆及九木杂物社营收 2.19 亿元，同比增长约 40%，门店层面已开始盈利。截至 2018Q3，晨光生活馆共有门店 145 家，九木杂物社 79 家（其中 69 家自营，10 家加盟）。

图表 58: 晨光文具各项目毛利 (亿元, CNY)



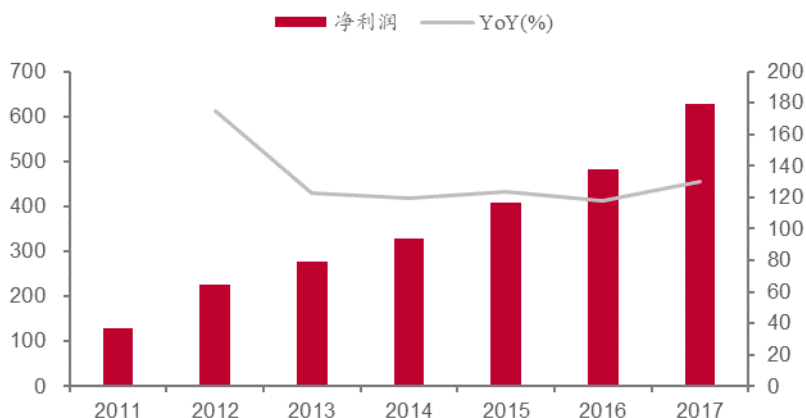
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 59: 晨光文具各项目毛利率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 60: 晨光净利率及其增速 (百万元, CNY)



来源：Wind、中泰证券研究所

盈利预测、估值分析和投资建议

盈利预测与估值分析

- **核心假设：**正处国内文具行业扩张与整合期，公司作为本土巨头充分发挥头部优势整合行业资源、兼并收购，精准响应文娱趋势并推四条产品赛道满足多方需求。B端协同阳光采购趋势推进调整科力普业务；C端助推零售线上线下融合，打造与综合电商的差异化。同时不断提高公司营运能力，自建物流仓储网络、理性渠道下沉，逐步布局产业链蓄力发展，有望实现业绩增长。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级

- **投资建议：**我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 85.56、109.53、135.30 亿元，同比增长 34.58%、28.02%、23.53%，实现归属于母公司净利润 7.82、9.79、11.94 亿元，同比增长 23.33%、25.23%、21.94%，对应 EPS 为 0.85、1.06、1.30 元，维持增持评级。

图表 61: 晨光文具三大财务报表

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6357.10	8555.67	10952.63	13529.90	净利润	627.16	770.08	969.37	1200.21
营业成本	4721.13	6390.29	8217.15	10152.53	折旧与摊销	159.47	82.15	87.31	92.30
营业税金及附加	26.42	26.42	26.42	26.42	财务费用	-2.81	-10.00	-10.00	-10.00
销售费用	570.06	809.49	1036.15	1295.19	资产减值损失	20.58	-10.00	-5.00	-3.00
管理费用	383.58	490.99	589.19	695.24	经营营运资本变动	-219.87	-532.14	-526.18	-437.70
财务费用	-2.81	-10.00	-10.00	-10.00	其他	132.98	-11.75	-9.30	-11.72
资产减值损失	20.58	-10.00	-5.00	-3.00	经营活动现金流净额	717.50	288.34	506.20	830.08
投资收益	37.84	18.00	15.00	15.00	资本支出	-86.40	-90.00	-100.00	-110.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-531.04	18.00	15.00	15.00
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	-72.00	-85.00	-95.00
营业利润	682.88	876.47	1113.72	1388.53	短期借款	0.00	200.00	0.00	0.00
其他非经营损益	63.22	40.29	40.29	40.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	746.11	916.76	1154.01	1428.82	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	118.94	146.68	184.64	228.61	支付股利	-230.00	-320.44	-380.04	-485.43
净利润	627.16	770.08	969.37	1200.21	其他	0.00	10.00	10.00	10.00
少数股东损益	-6.88	-11.88	-9.92	6.11	筹资活动现金流净额	-230.00	-110.44	-370.04	-475.43
归属母公司股东净利润	634.04	781.96	979.28	1194.10	现金流量净额	-131.28	105.89	51.16	259.65
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	436.36	542.25	593.41	853.06	成长能力				
应收和预付款项	649.61	600.51	804.69	1020.76	销售收入增长率	36.35%	34.58%	28.02%	23.53%
存货	871.86	1366.71	1737.07	2122.29	营业利润增长率	27.10%	28.35%	27.07%	24.67%
其他流动资产	1016.79	1279.35	1744.04	2135.91	净利润增长率	30.32%	22.79%	25.88%	23.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.72%	12.99%	25.55%	23.49%
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	922.95	952.42	986.90	毛利率	25.73%	25.31%	24.98%	24.96%
无形资产和开发支出	196.61	188.69	180.78	172.87	三费率	14.96%	15.08%	14.75%	14.64%
其他非流动资产	318.74	309.87	301.01	292.14	净利率	9.87%	9.00%	8.85%	8.87%
资产总计	4388.28	5210.34	6313.41	7583.93	ROE	21.52%	22.89%	24.52%	25.71%
短期借款	0.00	200.00	200.00	200.00	ROA	14.29%	14.78%	15.35%	15.83%
应付和预收款项	1218.17	1364.46	1817.54	2300.91	ROIC	24.14%	25.13%	26.03%	27.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.21%	11.09%	10.87%	10.87%
其他负债	256.18	282.31	342.98	415.34	营运能力				
负债合计	1474.35	1846.77	2360.52	2916.26	总资产周转率	1.63	1.78	1.90	1.95
股本	920.00	920.00	920.00	920.00	固定资产周转率	7.94	9.54	11.68	13.95
资本公积	272.35	272.35	272.35	272.35	应收账款周转率	20.03	20.38	25.08	23.46
留存收益	1641.61	2103.13	2702.38	3411.04	存货周转率	5.84	5.67	5.27	5.24
归属母公司股东权益	2833.96	3295.48	3894.73	4603.39	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	68.08	58.17	64.28	资本结构				
股东权益合计	2913.93	3363.56	3952.90	4667.67	资产负债率	33.60%	35.44%	37.39%	38.45%
负债和股东权益合计	4388.28	5210.34	6313.41	7583.93	带息债务/总负债	0.00%	10.83%	8.47%	6.86%
					流动比率	2.13	2.14	2.14	2.16
					速动比率	1.51	1.37	1.38	1.41
					股利支付率	36.28%	40.98%	38.81%	40.65%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	839.54	948.62	1191.03	1470.83	每股收益	0.69	0.85	1.06	1.30
PE	40.87	33.14	26.46	21.70	每股净资产	3.17	3.66	4.30	5.07
PB	8.89	7.71	6.56	5.55	每股经营现金	0.78	0.31	0.55	0.90
PS	4.08	3.03	2.37	1.92	每股股利	0.25	0.35	0.41	0.53
EV/EBITDA	30.08	26.72	21.24	17.02					
股息率	0.89%	1.24%	1.47%	1.87%					

来源: 中泰证券研究所

风险提示

行业竞争加剧导致净利率下滑风险

- 随行业整合加快、集中度提升，利润向龙头企业集聚；但长期将导致行业内竞争加剧，为争夺市场份额净利率存在下滑风险。

新业务拓展不及预期风险

- 科力普、九木杂物社等新业务存在拓展不及预期的风险，增大公司经营压力，拖累公司盈利。

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。