

文具行业

以百乐三重优势，观晨光文具发展空间

行业评级
买入

前次评级

买入

报告日期

2019-03-24

核心观点：

● 百乐—日本百年文具品牌

百乐为日本知名文具品牌，产品范围从最初的自来水笔扩展至圆珠笔、自动铅笔、可擦笔等多类型文具产品。在经营数据上，百乐近年表现得可圈可点，2018 年公司营业收入和净利润分别达到 1040 亿日元（约 63 亿元人民币）、146 亿日元（约 9 亿元人民币），2002-2018 年公司营业收入和净利润年复合增速分别为 1.76%、17.67%。截至 2019 年 3 月 22 日，公司总市值达 2072 亿日元（125 亿元人民币），股价在过去 7 年中表现明显优于日经指数。

● 百乐净利率提升之谜？三重优势铸就零售竞争力

作为文具制造型企业，百乐的净利率从 2002 年 1.4% 一路提升至 2018 年的 13.9%，期间净利率的下滑也主要受金融危机以及日本大地震等宏观因素影响。而国内文具晨光文具的 2018Q1-Q3 的净利率为 10.3%，相比百乐仍有一定差距，通过回顾百乐发展历史，主要是三重优势支撑公司净利率提升。**1) 两大战略塑造品牌优势，全球生产链布局打造成本优势。**公司坚持“产品战略”和“品牌战略”双轮驱动，一方面满足各类市场客户需求，另一方面，在提供高附加值产品的同时，通过全球生产链布局保证产品高性价比，从而提升消费者对百乐的认可度，打造差异化竞争力，增强消费者粘性，支撑公司毛利率稳中有升。**2) 研发为本，重视技术革新。**百乐重视产品研发与持续升级，强大的研发实力夯实“产品战略”与“品牌战略”的双轮驱动的基础。**3) 管理费用显著改善，强内部管理能力支撑业绩稳定增长。**日常运营方面，近年来公司注重费用管控，通过提升运营效率，合理控费，使得期间费用率稳步下行，推动净利率提升。

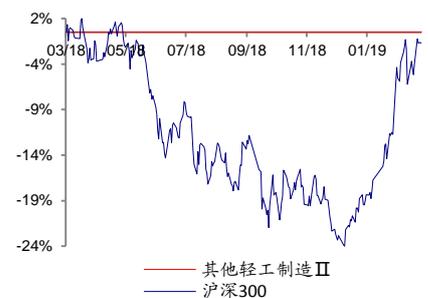
● 相关标的一—晨光文具

对标百乐，国内文具企业中，晨光文具在产品策略有着与百乐相似的发展策略，同时在研发领域投入、费用管控上更是有较大提升空间。虽科力普业务毛利率较低，晨光整体毛利率较难提升至百乐相近水平，但随着未来公司精品文创业务持续推进，研发能力提升产品附加值，凭借晨光长期打造的品牌与渠道优势，有望推动毛利率持续上行，从而支撑公司业绩稳定增长。

● 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、办公直销拓展不达预期。

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：

文具行业：抗周期，兼成长

2019-01-15

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/22	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
晨光文具	603899.SH	买入	人民币	34.50	-	0.88	1.12	38.2	29.8	21.53	16.43	23.9	24.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

1 本文投资逻辑及要点	5
2 百乐文具—日本百年文具品牌	6
2.1 全球知名文具企业——百乐（PILOT）	6
2.2 长期业绩表现靓丽，股价走势不俗	7
3 百乐净利率提升之谜？	8
3.1 “产品策略”与“品牌战略”双轮驱动推动毛利率上行	9
3.2 研发为本，重视技术革新	10
3.3 管理费用显著改善，强内部管理能力助力业绩稳定增长	10
4 相关标的——晨光文具	11
4.1 精品文创战略主攻高附加值，产品渠道联合打造产业闭环	11
4.2 研发费用投入仍有空间，毛利率有望持续提升	12
4.3 晨光文具：办公业务增长势头强劲，精品文创业务升级加速	13
5 风险提示	15

图表索引

图 1: 百乐生产基地/销售基地布局	6
图 2: 百乐发展沿革	6
图 3: 百乐产品营业收入占比(%).....	6
图 4: 百乐历年营业收入及其同比	7
图 5: 百乐历年净利润及其同比.....	7
图 6: 百乐公司收益率 (%)	8
图 7: 百乐公司市值 (亿日元)	8
图 8: 百乐历年净利率走势 (%)	8
图 9: 百乐历年毛利率走势 (%)	9
图 10: 百乐高科技、高附加值书写产品.....	9
图 11: 百乐历年研发费用投入.....	10
图 12: 青少年中广受好评的 FRIXION 系列产品.....	10
图 13: 百乐三费详细拆分 (%)	10
图 14: 百乐期间费用率 (%)	10
图 15: 晨光直液式速干中性笔	12
图 16: 晨光&美加净联名樱花系列文具套装.....	12
图 17: 航海王黑金系列速干中性笔.....	12
图 18: 航海王黑金系列台历	12
图 19: 晨光研发费用率与百乐研发费用率对比.....	12
图 20: 晨光近年研发费用支出及其同比.....	12
图 21: 晨光科力普营业收入.....	13
图 22: 晨光生活馆、九木杂物社门店数量 (单位: 家)	13
表 1: 百乐部分产品价格 (产品价格中不含消费税, 日元)	7
表 2: 晨光文具产品创新和功能升级	11
表 3: 公司单季度财务指标 (百万元)	13
表 4: 可比公司估值表	14

1 本文投资逻辑及要点

作为文具制造型企业，百乐的净利率从 2002 年 1.4% 一路提升至 2018 年的 13.9%，期间净利率的下滑也主要受金融危机以及日本大地震等宏观因素影响。而国内文具晨光文具的 2018Q1-Q3 的净利率为 10.3%，相比百乐仍有一定差距。本文意在探寻百乐如此靓丽的净利率走势背后原因，同时以百乐观国内文具公司，是否有相似标的。

通过回顾百乐发展历史，主要由三重优势支撑公司净利率提升。**1) 两大战略塑造品牌优势，全球生产链布局打造成本优势。**公司坚持“产品战略”和“品牌战略”双轮驱动，一方面满足各类市场客户需求，另一方面，在提供高附加值的产品的同时，通过全球生产链布局保证产品高性价比，从而提升消费者对百乐的认可度，打造差异化竞争力，增强消费者粘性，支撑公司毛利率稳中有升。**2) 研发为本，重视技术革新。**百乐重视产品研发与持续升级，强大的研发实力夯实“产品战略”与“品牌战略”的双轮驱动的基础。**3) 管理费用显著改善，强内部管理能力支撑业绩稳定增长。**日常运营方面，近年来公司注重费用管控，通过提升运营效率，合理控费，使得期间费用率稳步下行，推动净利率提升。

对标百乐，国内文具企业中，晨光文具在产品策略有着与百乐相似的发展策略，同时在研发领域投入、费用管控上更是有较大提升空间。虽科力普业务毛利率较低，公司整体毛利率较难提升至百乐相近水平，但随着未来公司精品文创业务持续推进，研发能力提升产品附加值，凭借晨光长期打造的品牌与渠道优势，有望推动毛利率持续上行，从而支撑公司业绩稳定增长。

持续看好晨光文具“一体两翼”战略：**1) 传统业务稳步发展。**传统渠道继续开拓升级，四大产品赛道提升公司产品力，推动传统业务收入稳定增长。**2) 办公业务保持高速增长。**晨光科力普与欧迪整合完成，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。**3) 精品文创业务升级加速。**九木杂物社门店已开放加盟，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。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。

2 百乐文具—日本百年文具品牌

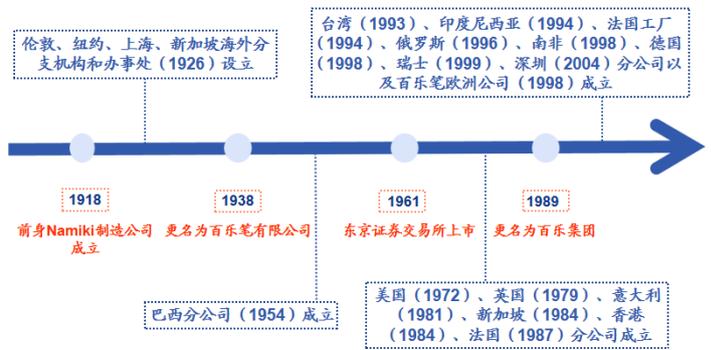
2.1 全球知名文具企业——百乐 (PILOT)

百乐为日本及世界知名文具品牌，前身 Namiki 制造公司成立于 1918 年，由东京船运学校的 Ryosuke Namiki 教授创办，主营自来水笔的制造和销售业务。公司于 1938 年更名为百乐笔有限公司，1961 年上市东京证券交易所，截至 2019 年 3 月 22 日，公司总市值达 2072 亿日元（125 亿元人民币）。目前百乐的产品范围已从最初的自来水笔扩展至圆珠笔、自动铅笔、可擦笔等文具产品，生产和销售基地目前覆盖世界上 19 个国家和地区，并在美国、巴西、俄罗斯、法国及印度尼西亚进行了较为集中的海外生产线布局。

图1：百乐生产基地/销售基地布局



图2：百乐发展沿革



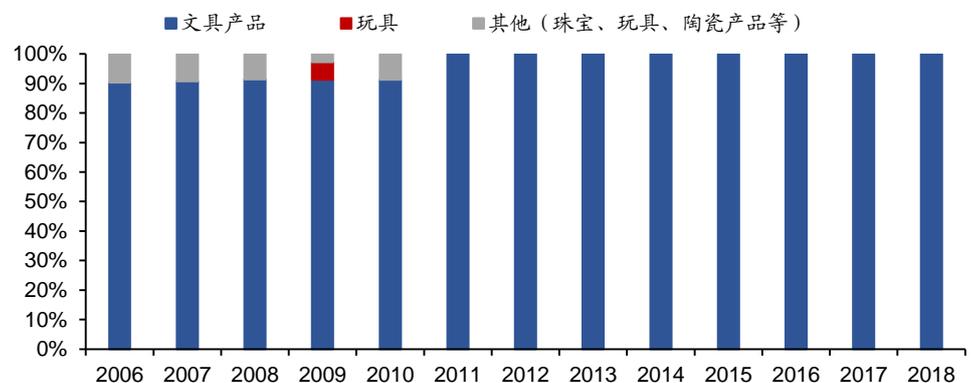
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

注：统计时间为 2019 年 3 月

业务多样，以文具为主业。目前百乐主营产品类别主要包括书写工具、文具产品、珠宝产品、碳粉回收以及工业材料，从营收占比来看，文具业务占收入比重接近 100%。其中，书写工具包括圆珠笔、自动铅笔、多功能笔、彩色笔、马克笔、钢笔等，文具产品有商务包、办公文具、磁板、笔记本、马克杯、白板等，工业材料有在百乐自动铅笔使用的精细陶瓷零部件等。

图3：百乐产品营业收入占比(%)



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

表1: 百乐部分产品价格 (产品价格中不含消费税, 日元)

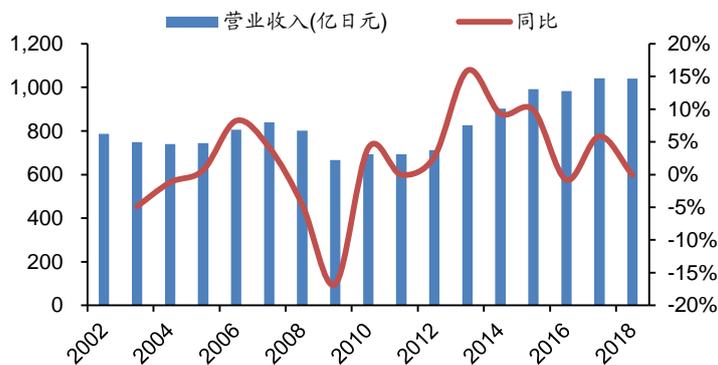
具体类别	价格	具体类别	价格	具体类别	价格	
圆珠笔	油基圆珠笔 45000	自动铅笔	钢笔	钢笔	200	
	10000		2000		200000	
	多色圆珠笔 400		3000		100000	
	3000		10000		50000	
	水性圆珠笔 100		100/200		10000	
	200		100		10000	
圆珠笔	凝胶墨水圆珠笔 200	多功能笔	铅笔替芯	马克笔	100/200	
	5000		替换橡皮		100	100
	300		2500		200	
多功能圆珠笔	7000	多功能笔	5000/7000	荧光笔	80	
	10000		10000		130	
			20000			

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

2.2 长期业绩表现靓丽, 股价走势不俗

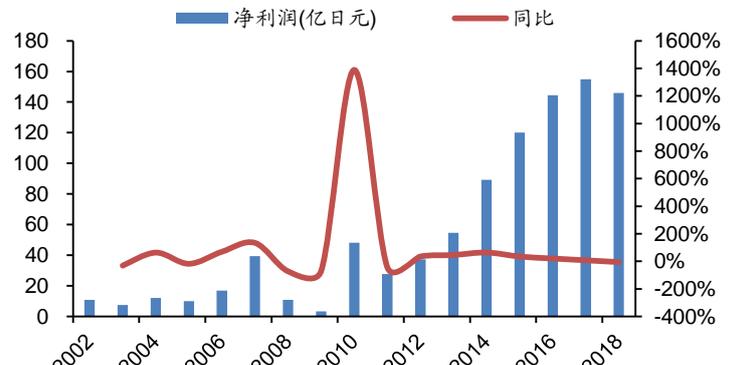
收入稳定增长, 业绩表现靓丽。为创造竞争优势, 百乐将“产品战略”和“品牌战略”两大战略作为公司成长的驱动核心, 品牌定位中高端消费者, 重视客户对产品的需求, 持续推出高附加值、高利润的产品, 推动公司收入业绩稳步增长。根据百乐最新 2018 年业绩公告, 2018 年公司营业收入和净利润分别为 1040 亿日元 (63 亿元人民币)、146 亿日元 (8.8 亿元人民币), 同比分别下滑 0.08% 以及 5.86%, 虽日本文具市场持续低迷导致百乐 2018 年收入业绩略有下滑, 但整体来看, 2002-2018 年公司营业收入和净利润年复合增速分别为 1.76%、17.67%, 业绩表现靓丽。2008-2009 年、2011 年净利润略有波动, 也主要受金融危机和日本大地震等宏观因素影响所致。

图 4: 百乐历年营业收入及其同比



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 5: 百乐历年净利润及其同比



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

市场表现大幅优于日经指数。在市值表现方面，截止 2019 年 3 月 22 日，百乐市值为 2072 亿日元（约 125 亿元人民币）。百乐股价在过去 7 年中表现明显优于日经指数，在 2018 年 10 月 2 日达到近 15 年最高点至 3249 亿日元（约 196 亿元人民币）。虽百乐之后股价表现略有回调，但自 2012 年起至今仍有 584% 的增长。

图 6: 百乐公司收益率 (%)

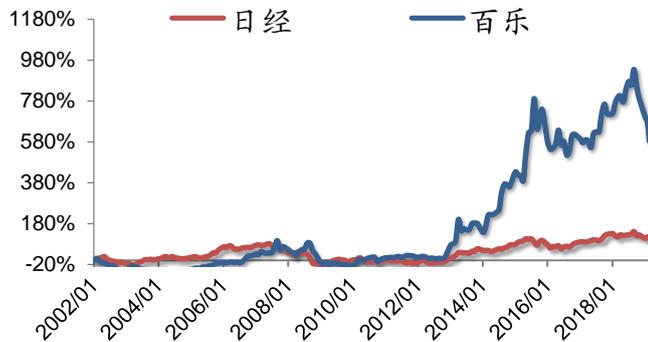
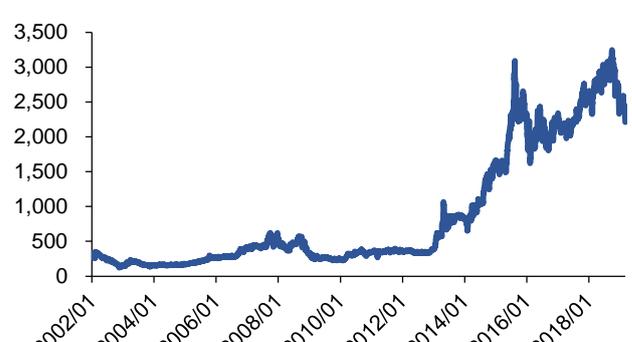


图 7: 百乐公司市值 (亿日元)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

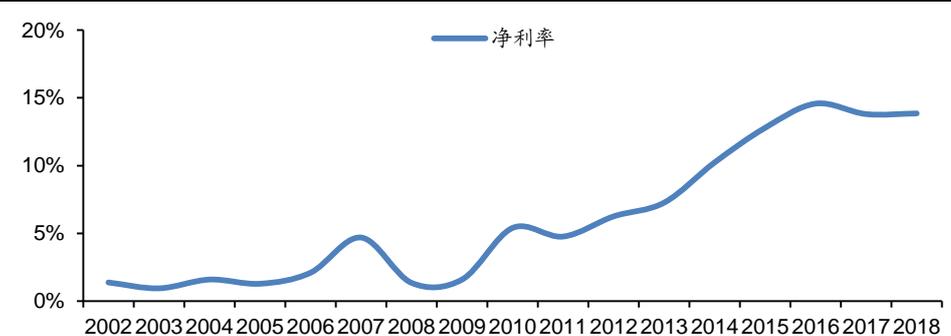
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

注: 计算开始日期为 2002 年 1 月 31 日

3 百乐净利率提升之谜?

作为文具制造型企业，百乐的净利率从 2002 年 1.37% 一路提升至 2018 年的 13.9%，期间净利率的下滑也主要受金融危机以及日本大地震等宏观因素影响。而国内文具晨光文具的 2018Q1-Q3 的净利率为 10.3%，相比百乐仍有一定差距，通过回顾百乐发展历史，主要由三重优势支撑公司净利率提升。**1) 两大战略塑造品牌优势，全球生产链布局打造成本优势。**公司坚持“产品战略”和“品牌战略”双轮驱动，一方面满足各类市场客户需求，另一方面，在提供高附加值的产品的同时，通过全球生产链布局保证产品高性价比，从而提升消费者对百乐的认可度，打造差异化竞争力，增强消费者粘性，支撑公司毛利率稳中有升。**2) 研发为本，重视技术革新。**百乐重视产品研发与持续升级，强大的研发实力夯实“产品战略”与“品牌战略”的双轮驱动的基础。**3) 管理费用显著改善，强内部管理能力支撑业绩稳定增长。**日常运营方面，近年来公司注重费用管控，通过提升运营效率，合理控费，使得期间费用率稳步下行，推动净利率提升。

图 8: 百乐历年净利率走势 (%)



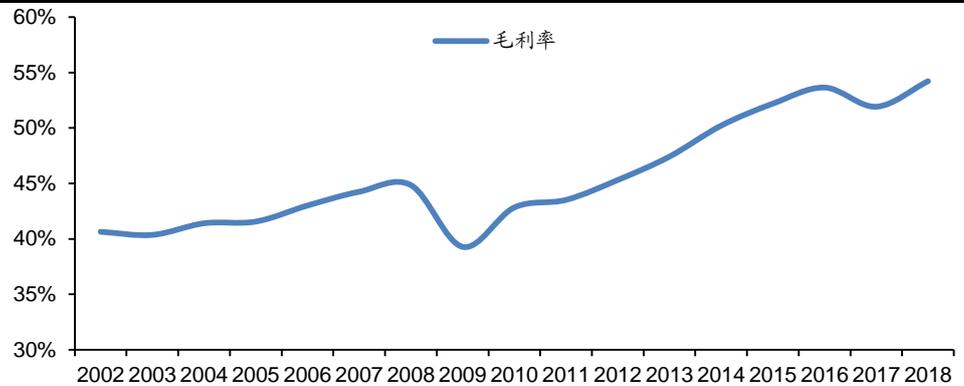
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

3.1 “产品策略”与“品牌战略”双轮驱动推动毛利率上行

近年来日本出生率下降，文具市场规模扩张受限。在此环境下，百乐贯彻“产品策略”与“品牌战略”两大战略，助力收入与盈利水平实现稳定增长。“产品策略”意在向全球市场提供与之需求匹配的产品，满足消费者需求，而“品牌战略”则是在提供质量更高、性能更优、附加值更大的产品的同时，保证产品高性价比，提升消费者对百乐的认可度，打造差异化竞争力，从而避免公司产品处于激烈竞争的价格区间。

百乐目前主要的客户群体由高收入阶层构成，因此在这一市场，公司将继续主推高品质、高性能、高附加值的产品，以保持行业中的相对竞争优势。此外，预测到中低收入阶层所主导的市场潜力不容小觑，公司则针对此类市场主推高性价比产品。同时百乐十分重视控制成本费用，致力于在全球范围内建立具有成本竞争优势的生产链，以达到优化经营效率，进而减少成本，推动毛利率持续上行。

图9：百乐历年毛利率走势（%）



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图10：百乐高科技、高附加值书写产品

具体类别	产品名称	功能介绍	产品价格
	4+1 Wood	一款多功能书写工具，配有4个圆珠笔（黑色·红色·蓝色·绿色）和一支自动铅笔，使用热压材料以及具有防水性的油性墨水“Acroinqui”（这种油墨约为普通油墨粘度的1/5）。此外，产品还使用了混合润滑剂降低笔尖处的球的摩擦阻力，从而实现平滑和致密的笔迹。	2000日元 +消费税
	FRIXION BALL 2	百乐摩擦擦系列产品是使用“温控型特殊墨水”的新型圆珠笔，书写笔迹可用笔擦擦除；FRIXION系列属于高附加值系列产品	400日元 +消费税
	Mogul Air	实现轻松舒适的写作的高性能机械铅笔	500日元 +消费税
	Acro 300	超细油性圆珠笔，笔头为0.5毫米和0.7毫米，采用油性墨水“Acroinqui”，具有光滑书写功能，容易抓握便于书写	300日元 +消费税
	ACROBALL	轮胎图案握把，适合手指曲线，在书写时实现最佳抓握；使用具有防水性的油性墨水“Acroinqui”与混合润滑剂；ACROBALL系列属于高附加值系列产品	150日元 +消费税
	Juice	Juice是一款色彩鲜艳的凝胶墨水圆珠笔。使用耐水的颜料墨水；Juice系列属于高附加值系列产品	100日元 +消费税

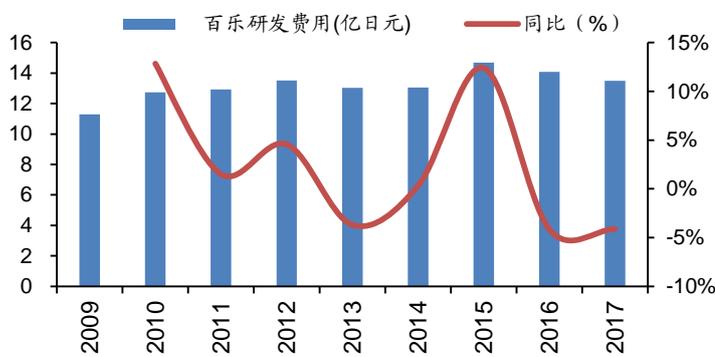
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

注：统计时间为2017年公司年报

3.2 研发为本，重视技术革新

产品研发是支撑百乐提升产品竞争力的关键因素。百乐十分重视产品研发与持续升级，强大的研发实力夯实“产品战略”与“品牌战略”的双轮驱动的基础。2009-2017年，公司研发费用保持在年均13.20亿日元（0.80亿元人民币）的水平，即使是金融危机后的2009年，也达到了11.29亿日元（0.68亿元人民币）。在书写工具上，公司的研发成果包括碳化钨球、HI-Tecpoint、墨水调节器、ATT系统、伸缩套、振动筛系统、聚乙酸纤维尖端以及无盖笔等。其中，无盖钢笔有一个可伸缩的笔尖，笔尖与外部空气之间的隔离由一个微小的金属挡板完成，是目前世界上唯一的可伸缩钢笔。而在油墨方面，公司主要的油墨技术包括热敏油墨、升级版的油性油墨、液体墨水以及凝胶墨水。其中，热敏油墨在60°C以上会变透明，用这一油墨FriXion系列产品广受青少年好评，并成为了公司主打明星产品。

图11：百乐历年研发费用投入



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图12：青少年中广受好评的FRIXION系列产品

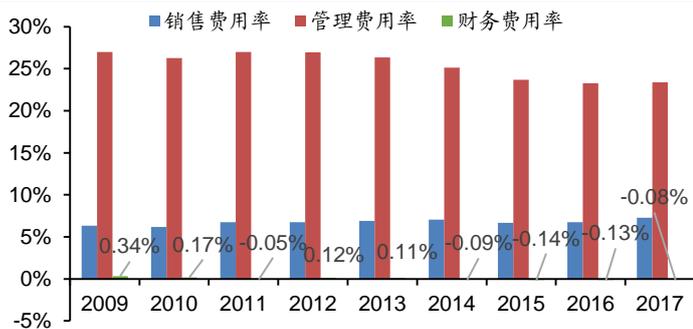


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

3.3 管理费用显著改善，强内部管理能力助力业绩稳定增长

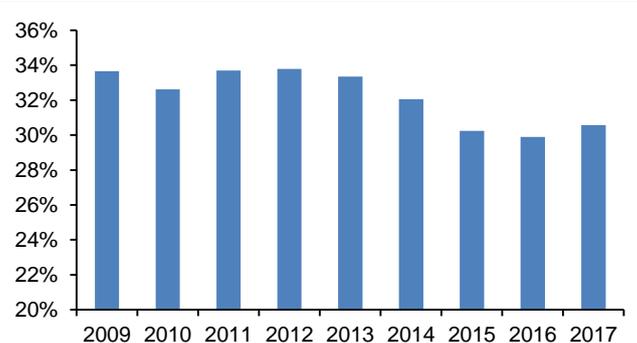
百乐在过去长时间的经营过程中，一直十分强调费用的管控。2009-2013年，百乐总体期间费用率在33%左右小幅波动，2013年-2015年总体期间费用率下降约3%，主要系百乐内部管理持续优化，管理费用率稳步下降所致。2015年之后总体期间费用稳定在30%左右的水平。2017年公司整体期间费用率为30.56%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为7.27%、23.37%、-0.08%，管理费用率占比较高。长期费用率的改善助力业绩稳定增长。

图13：百乐三费详细拆分(%)



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图14：百乐期间费用率(%)



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

4 相关标的一—晨光文具

百乐作为日本文具行业的领航者，在日本文具行业已十分成熟的背景下，依然能保持稳定的销售增长，与其独特的“产品策略”、“品牌战略”以研发和创新为导向的技术理念密不可分。对标百乐，国内文具企业中，晨光文具在产品策略有着与百乐相似的发展策略，同时在研发领域投入、费用管控上更是有较大提升空间。虽晨光文具科力普业务毛利率较低，公司整体毛利率较难提升至于百乐相近水平，但随着未来公司精品文创业务持续推进，研发能力提升产品附加值，凭借晨光长期打造的品牌与渠道优势，有望推动毛利率持续上行。

4.1 精品文创战略主攻高附加值，产品渠道联合打造产业闭环

精品文创是晨光“一体两翼”战略中一翼的组成部分，精品文创产品是公司传统核心业务中主推的四条产品赛道之一，实现高品质高性价比产品线扩充，同时通过晨光生活馆、九木杂志社和晨光科技打造线上线下精品文创销售渠道。

产品策略方面，晨光重点关注文创产品质量的提升，在产品开发中前置消费者调研，及时把握市场流行趋势，以寻找消费者的特定需求，推出具有单品类功能的新产品、高附加值产品，与百乐有异曲同工之处。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。在高附加值产品方面，晨光在2017年推出了变形金刚系列、梵高 x 鹿晗愿望季台历笔记本等创意产品，2018年推出樱花系列文具套装、晨光&玛丽黛佳限量礼盒等创意产品，满足消费者需求的同时助力公司传统业务盈利能力持续向好。

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

图15: 晨光直液式速干中性笔



数据来源: 天猫官方旗舰店、广发证券发展研究中心

图17: 航海王黑金系列速干中性笔



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图16: 晨光&美加净联名樱花系列文具套装



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图18: 航海王黑金系列台历

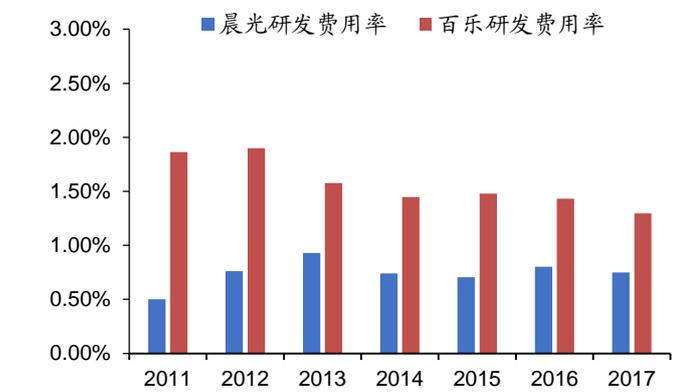


数据来源: 九木杂物社微信公众号、广发证券发展研究中心

4.2 研发费用投入仍有空间，毛利率有望持续提升

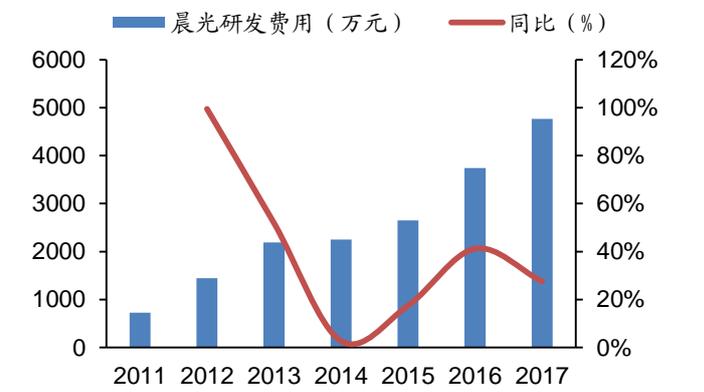
百乐在不断推出品质更优、性价比更高的产品的背后，与其大力投入研发密不可分，对比百乐，晨光在研发费用的投放力度上仍有较大空间。近年晨光研发费用总体呈现逐年上升的趋势，2017年研发费用为4768万元，同比增长27.5%，占总收入比重为0.75%。同年，百乐研发支出为13.5亿日元，折合人民币金额为8152万元，占总收入比重为1.3%，研发投入约高于晨光一倍。

图19: 晨光研发费用率与百乐研发费用率对比



数据来源: Bloomberg、Wind、广发证券发展研究中心

图20: 晨光近年研发费用支出及其同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

另外，百乐 2017 年毛利率高达 52%，而晨光同期毛利率为 25.7%，除产品端的差别外，百乐所打造的全球生产优势也助力百乐毛利率常年维持高位。虽晨光文具科力普业务毛利率较低，公司整体毛利率较难提升至百乐相近水平，但随着未来公司精品文创业务持续推进，研发能力提升产品附加值，凭借晨光长期打造的品牌与渠道优势，有望推动毛利率持续上行。

4.3 晨光文具：办公业务增长势头强劲，精品文创业务升级加速

持续看好晨光文具“一体两翼”战略：

1) 传统业务稳步发展。统渠道继续开拓升级，四大产品赛道提升公司产品力，推动传统业务收入稳定增长。

2) 办公业务保持高速增长。晨光科力普与欧迪整合完成，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。

3) 精品文创业务升级加速。九木杂物社门店已开放加盟，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。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21：晨光科力普营业收入

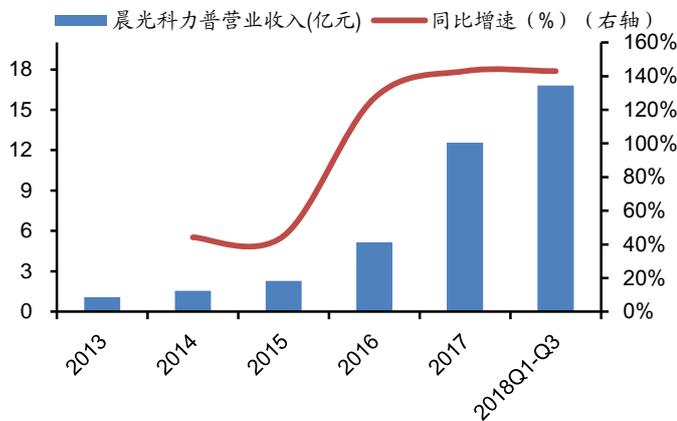
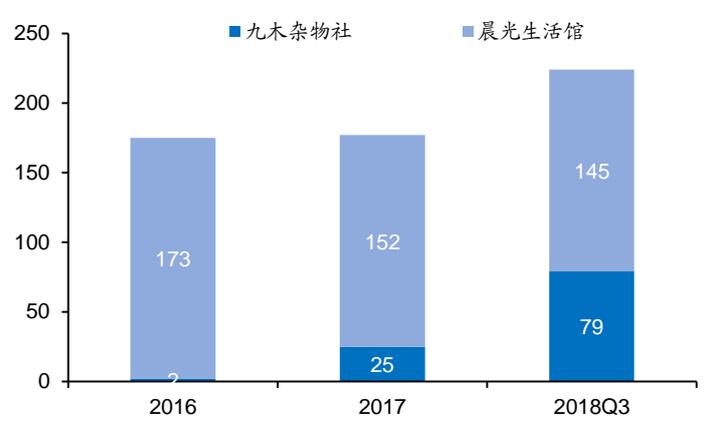


图22：晨光生活馆、九木杂物社门店数量（单位：家）



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

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

表3：公司单季度财务指标（百万元）

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业总收入	1,412.89	1,372.52	1,707.59	1,864.10	1,840.31	1,946.32	2,336.96
YOY	24.66%	31.20%	34.16%	54.04%	30.25%	41.81%	36.86%
营业利润	187.03	145.69	210.14	140.02	225.16	194.34	281.64
YOY	15.87%	22.93%	34.64%	38.30%	20.39%	33.39%	34.03%
利润总额	193.82	143.77	236.06	172.45	241.30	201.97	298.57
YOY	13.41%	19.04%	35.74%	65.78%	24.50%	40.48%	26.48%
归母净利润	166.08	122.99	201.63	143.34	204.64	170.02	250.06

YOY	13.84%	17.47%	39.35%	46.81%	23.22%	38.24%	24.02%
毛利率	26.82%	26.33%	26.28%	23.97%	27.19%	24.11%	25.22%
期间费用率	13.55%	15.49%	14.25%	16.27%	15.32%	14.40%	13.44%
其中：销售费用率	8.12%	9.51%	9.11%	9.07%	9.83%	9.32%	8.51%
研发费用率	5.54%	6.01%	5.17%	7.22%	5.47%	5.31%	4.60%
管理费用率							0.45%
财务费用率	-0.11%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	0.03%	-0.24%	-0.12%
归母净利率	11.75%	8.96%	11.81%	7.69%	11.12%	8.74%	10.70%
ROE	6.61%	4.84%	7.79%	5.19%	6.97%	5.65%	8.06%
YOY (±pct)	0.10%	0.18%	1.38%	1.09%	0.36%	0.81%	0.27%
资产负债率	23.71%	26.80%	27.92%	33.60%	28.04%	33.67%	34.49%
YOY (±pct)	3.29%	3.00%	5.69%	7.04%	4.33%	6.87%	6.57%
存货	646.41	791.53	791.66	871.86	790.89	889.83	893.26
较上年同期增减	85.23	147.87	184.47	137.90	144.48	98.30	101.60
存货周转天数	60.08	67.13	62.34	61.22	55.84	56.28	52.20
较上年同期增减	-5.86	-6.47	-4.92	-11.37	-4.24	-10.85	-10.14
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	245.48	285.38	395.29	469.16	592.58	812.67	1,000.15
较上年同期增减	87.70	84.85	173.63	303.69	347.10	527.29	604.86
应收账款周转天数	13.09	14.57	16.85	17.97	25.96	30.47	32.39
较上年同期增减	2.93	2.24	4.34	7.79	12.87	15.90	15.54
应付账款及应付票据	494.18	531.22	600.99	841.35	705.48	1,041.01	1,099.82
较上年同期增减	120.68	83.33	183.47	315.53	211.30	509.79	498.84
预收账款	63.01	58.17	67.61	119.39	36.56	43.12	109.31
较上年同期增减	30.87	12.78	33.08	-2.10	-26.45	-15.06	41.71
经营性现金流净额	130.63	54.19	189.70	342.98	-37.06	201.09	328.34
较上年同期增减	-13.14	-17.96	8.83	58.18	-167.69	146.90	138.64
筹资性现金流净额	0.00	-230.00	0.00	0.00	0.00	-230.00	0.00
较上年同期增减	0.00	-32.00	-1.89	1.89	0.00	0.00	0.00
资本开支	53.35	264.74	109.37	111.31	53.22	154.09	60.44
较上年同期增减	18.22	214.85	54.97	41.48	-0.13	-110.65	-48.93

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表4：可比公司估值表

股票代码	公司简称	货币	当前股价 (2019/03/22)	EPS			PE		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
BB.FP	法国比克	EUR	78.50	5.87	5.39	5.53	13.37	14.56	14.19
603899.SH	晨光文具	人民币	34.50	0.88	1.12	1.42	38.2	29.8	23.3

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

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、办公直销业务拓展不达预期。

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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。