

# 晨光文具 (603899)

证券研究报告  
2019年05月13日

## 传统业务护城河不断加强，办公直销+新零售等布局护航中长期成长

晨光文具是国内文具第一品牌，业绩长期保持了中高速增长。2018年公司书写工具、学生文具与办公文具的收入占比分别为22.81%、21.78%、54.07%。近5年收入复合增长率为29.41%，净利润复合增长率为24.12%。

我们认为随着时间的增加，公司业务的护城河将不断加宽。在书写工具和学生文具方面，晨光在文具已经构筑了较高的护城河，主要体现在渠道、研发、品牌、技术等几个方面：1) 渠道：晨光对经销商有精细化的管理，并通过产品、品牌、培训等赋能经销商，使经销商有着优于同业的盈利能力。由于一个学校周边的文具市场空间有限，随着房租等经营成本的上升，优胜劣汰会逐渐发生，促使晨光的市占率能不断提高！2) 产品设计开发：晨光17年推出2000余款新品，并通过精品文创对产品进行高端化升级，满足更多消费者需求。晨光长期培养了强大的设计开发团队和IP合作资源，其规模经济性也不断提升。3) 品牌：晨光文具多年潜移默化的宣传推广颇有成效，已经在消费者心中建立了良好的品牌认知，且连续七年在“中国轻工业制笔行业十强企业”评比中蝉联第一。4) 技术研发：晨光在书写工具等产品中持续研发投入，产品质量稳定性高，使用体验好，使产品与渠道和品牌形成正循环。

公司对新业务、新渠道也有很前瞻的布局，从而保障中长期的较快成长，公司未来成长主要有以下四大新驱动力：1) 晨光科力普凭借产业优势，进军办公文具直销市场。科力普2018年实现营收25.86亿元，净利润3213.52万元。未来随着科力普规模的扩大，办公直销业务的规模经济性将显著提升，从而带动科力普的净利率明显提升。2) 九木杂物社，新零售赛道的重要布局。九木杂物社对晨光有两方面重要意义，一是新渠道，九木和传统经销商渠道的客群定位不同，形成有效补充，销售更具有生活美学的文创、礼品、生活用品等；二是培育发展新产品，例如精品文创和儿童美术类产品，九木是更加适合的销售渠道；3) 儿童美术产品。儿美可以借助晨光的品牌和渠道优势，通过传统经销商、线上、九木杂物社、美术活动等渠道进行推广，快速放量。4) 晨光科技打造的线上渠道。目前来看晨光科技线上销售占收入比例不到3%，对比其他消费品公司，晨光文具的线上销售还有较大提升空间，未来线上渠道发力可进一步提升公司市场份额。

总的来说，我们认为晨光文具传统线下文具零售业务具有较高的壁垒，且护城河会随着时间的增加而加宽，在消费升级的背景下，精品文创仍将保持较快增长，公司的市场占有率和产品售价都有提升空间。公司新业务、新渠道布局前瞻，将在未来中长期助力公司保持较快成长：科力普的办公直销业务规模经济性将很快体现；九木杂物社布局新零售，打开长期发展空间；儿美产品有品牌和渠道双重赋能，也在快速放量；线上渠道销售高速增长，占比仍将提升。

综合考虑公司各业务发展情况，我们预计公司19年-21年净利润为10.14亿/12.52亿/15.33亿，增速分别为25.6%/23.5%/22.5%，对应PE分别为33.2X/26.9X/22.0X。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：传统业务增速大幅放缓；科力普净利率提升不达预期；九木杂物社开店速度不达预期；市场竞争加剧

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,357.10	8,534.99	10,867.67	13,492.23	16,532.22
增长率(%)	36.35	34.26	27.33	24.15	22.53
EBITDA(百万元)	843.26	1,180.20	1,196.47	1,486.80	1,829.92
净利润(百万元)	634.04	806.85	1,013.59	1,251.72	1,533.04
增长率(%)	28.63	27.25	25.62	23.49	22.48
EPS(元/股)	0.69	0.88	1.10	1.36	1.67
市盈率(P/E)	53.14	41.76	33.24	26.92	21.98
市净率(P/B)	11.89	9.88	8.36	6.98	5.81
市销率(P/S)	5.30	3.95	3.10	2.50	2.04
EV/EBITDA	26.10	22.38	26.74	21.00	16.73

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	38.11元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	920.00
流通A股股本(百万股)	920.00
A股总市值(百万元)	35,061.20
流通A股市值(百万元)	35,061.20
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	32.78
一年内最高/最低(元)	39.18/23.70

### 作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	fanzhangxiang@tfzq.com
李杨	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110004	liyong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 国内文具第一品牌，业绩保持中高速增长</b> .....	<b>4</b>
1.1. 连续七年制笔行业排名第一 .....	4
1.2. 公司股权结构稳定，管理层通过持股平台分享企业发展成果 .....	4
1.3. 近年来业绩保持中高速增长，办公文具快速发展 .....	5
<b>2. 预测学生人数稳定，高端化升级带动文具行业增长</b> .....	<b>7</b>
2.1. 中国人均文具消费额低于全球水平，未来有待提升 .....	7
2.2. 书写工具：对比国外龙头，晨光市占率有两倍以上提升空间 .....	7
2.3. 学生文具：未来几年学生人数稳中有升，高端化和购买品类增多带动行业增长 ..	8
2.4. 中国文具行业竞争格局较好 .....	9
<b>3. 守正篇——渠道、研发、品牌、技术优势，促使公司护城河不断加宽</b> .....	<b>10</b>
3.1. 护城河之一 ——渠道优势 .....	10
3.2. 护城河之二 ——产品设计开发优势 .....	12
3.3. 护城河之三 ——品牌优势 .....	13
3.4. 护城河之四 ——技术研发优势 .....	14
3.5. 护城河带动毛利率提升，增值税减税将明显利好 .....	15
<b>4. 出奇篇——新增长动力不断涌现，护航公司中长期成长</b> .....	<b>16</b>
4.1. 晨光科力普——凭借产业优势，进军办公文具直销市场 .....	16
4.2. 九木杂物社——新零售重要布局，文创、儿美新渠道 .....	18
4.3. 儿童美术——依托渠道品牌优势，儿美产品快速发展 .....	19
4.4. 晨光科技——线上销量快速增长，仍有较大发力空间 .....	20
<b>5. 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1：晨光文具的发展历程 .....	4
图 2：晨光文具几个重要子公司的情况和公司持股比例 .....	4
图 3：公司近五年营收 CAGR 为 29.41% .....	5
图 4：公司近五年归母净利润 CAGR 为 24.12% .....	5
图 5：公司办公文具收入快速增长，占比提升 .....	5
图 6：近年来公司 3 大业务的毛利率都有所提升 .....	6
图 7：文化办公用品社会零售额近几年仍保持 10%以上增长(单位：亿元) .....	7
图 8：根据中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》，2010 年中国文具行业市场规模的结构 .....	7
图 9：美国书写工具 CR5 达到 71.1% .....	7
图 10：公司主要学生文具类别 .....	8
图 11：预计学历及学前教育人数未来几年稳步提升，从 2016 年的 2.55 亿人增加到 2023 年的 2.71 亿人 .....	9
图 12：中国 2000 年以来出生人口数量 .....	9
图 13：国内文具零售行业的竞争格局较好 .....	9

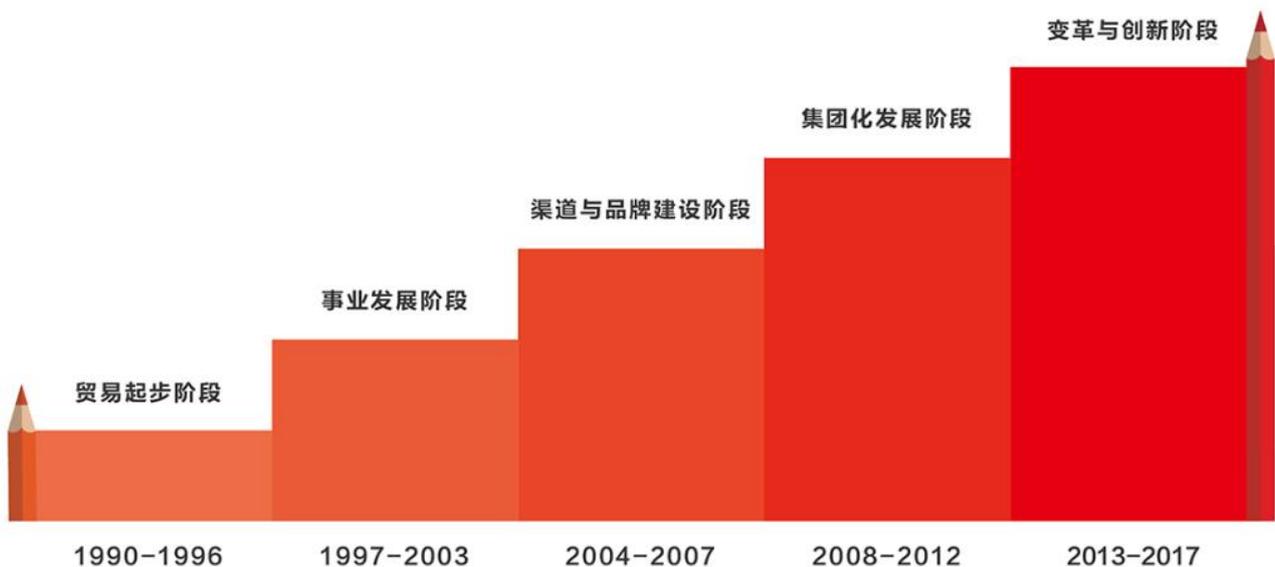
图 14: 公司主要有五大销售模式, 学生文具和书写工具以区域销售为主 .....	10
图 15: 公司 “层层投入, 层层分享” 经销商销售网络 .....	10
图 16: 晨光打造样板店和加盟店进行渠道升级 .....	11
图 17: 公司样板店和加盟店数量变化情况(单位: 家) .....	12
图 18: 公司每年新品推出数量均超千余款(单位: 款) .....	12
图 19: 公司成为博鳌亚洲论坛指定文具品牌 .....	14
图 20: 公司成为 2018 年上合组织青岛峰会合作文具品牌 .....	14
图 21: 晨光文具 “悦写缓冲” 系列荣获 2019 德国 iF 产品奖 .....	14
图 22: 晨光文具悦写缓冲中性笔首创加入前置缓冲弹簧结构 .....	14
图 23: 绝对值视角: 公司研发费用稳中有增 .....	14
图 24: 相对值视角: 公司研发费用占收入比例有所下降 .....	14
图 25: 公司 3 大业务的毛利率均稳中有升 .....	15
图 26: 中国大办公市场稳健发展 .....	16
图 27: 中国办公文具消费市场 70%集中在沿海较发达地区 .....	16
图 28: 晨光科力普的政府机关与大型国企客户情况 .....	17
图 29: 晨光科力普营业收入保持高速增长 .....	17
图 30: 晨光科力普净利润从 2016 年起扭亏为盈 .....	17
图 31: 九木杂物社店内场景 .....	18
图 32: 九木杂物社的门店招牌 .....	18
图 33: 九木销售的手帐类产品 .....	19
图 34: 晨光的礼品类产品: 盛世新颜系列国粹文具套装 .....	19
图 35: MG&Kids 水溶性蜡笔, 符合欧盟标准 .....	19
图 36: MG&Kids 儿童手工彩泥 .....	19
图 37: “晨光文具杯” 全国少儿美术创意绘画大赛现场 .....	20
图 38: “晨光文具杯” 电视颁奖典礼现场 .....	20
图 39: 马可 (MARCO) 雷诺阿系列 48 色彩色铅笔 .....	20
图 40: 马可 (MARCO) 儿童绘画 8 色胖胖彩 .....	20
图 41: 晨光科技近年来收入高速增长 (单位: 亿元) .....	21
图 42: 晨光科技收入占比未达到较高水平, 尚有提升空间 .....	21
表 1: 公司各业务拆分毛利率, 书写工具毛利率最高, 学生文具毛利率提升较快 .....	6
表 2: 晨光文具的渠道占比情况, 以区域经销为主 .....	10
表 3: 2017 年 “中国轻工业制笔行业十强企业” .....	13
表 4: 公司各业务销售增长的量价分析(单位: 亿元) .....	15
表 5: 收入预测拆分表(单位: 亿元) .....	21
表 6: 权益 FCFE DCF 绝对估值(单位: 百万元) .....	22
表 7: 敏感性分析(单位: 元/股) .....	22

## 1. 国内文具第一品牌，业绩保持中高速增长

### 1.1. 连续七年制笔行业排名第一

1989年晨光文具创始人开始涉足文具行业，晨光文具于2015年登陆A股市场。晨光文具是一家整合创意价值与服务优势，倡导时尚文具生活方式，提供学习和工作场景解决方案的综合文具供应商，主要从事品牌书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售。公司产品涵盖10大类54小类的文具产品系列，产品线的广度和深度均位居国内文具产业前列。尤其在制笔领域，连续七年在中国轻工业制笔行业十强企业中排名第一。

图 1：晨光文具的发展历程



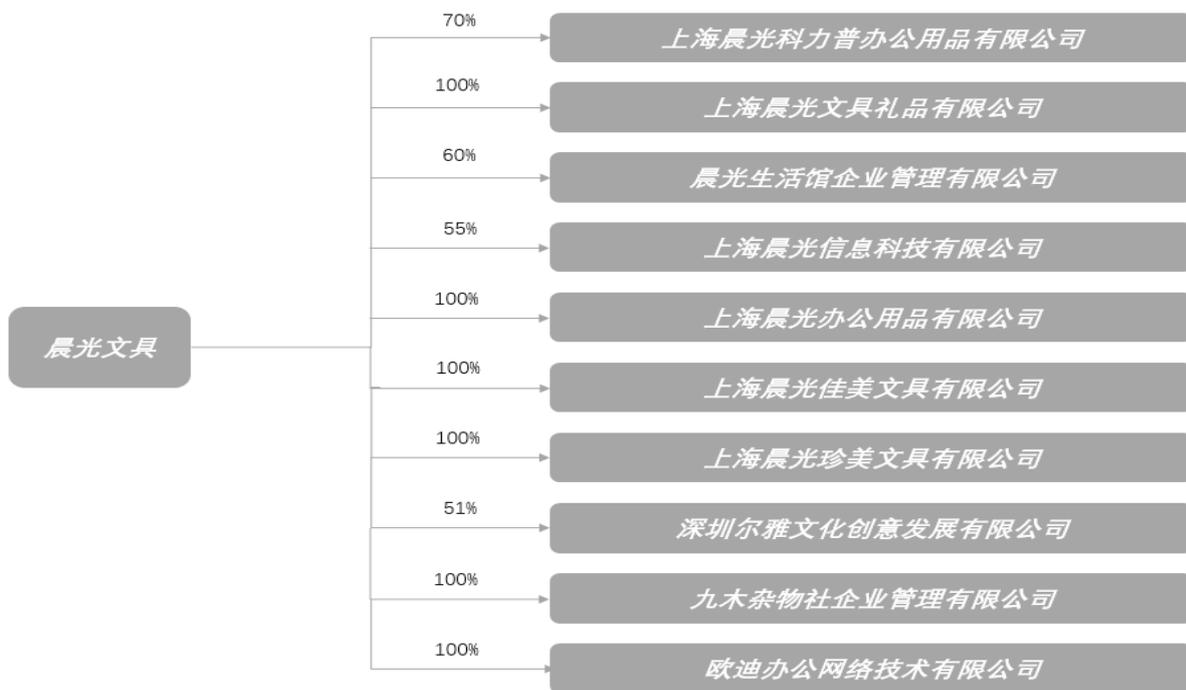
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.2. 公司股权结构稳定，管理层通过持股平台分享企业发展成果

晨光文具实际控制人为陈雪玲、陈湖文、陈湖雄，合计持有晨光控股（集团）有限公司100%股权。公司第二、三大股东科迎投资和杰葵投资为公司董事、高级管理人员和业务骨干持股企业，分别持有公司总股本的2.89%、2.85%，使公司管理层也可以充分分享公司发展的成果，增强员工积极性和动力。

晨光文具的几个重要子公司中：晨光科力普是大客户直销的一站式办公服务平台；晨光科技主要负责产品的线上销售；晨光珍美主要负责KA销售业务；晨光生活馆和九木杂物社主要负责精品文创销售及新零售业务；晨光佳美主要负责外贸销售业务。

图 2：晨光文具几个重要子公司的情况和公司持股比例

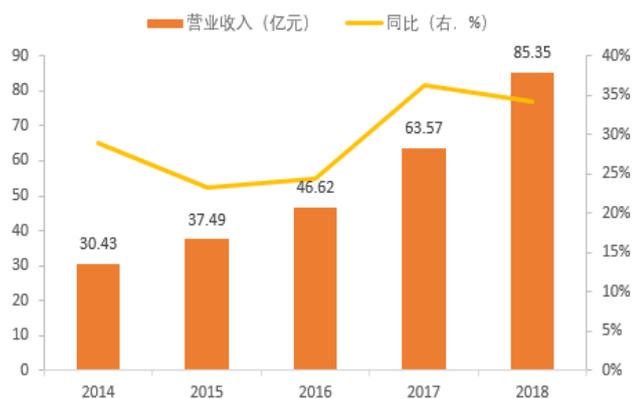


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.3. 近年来业绩保持中高速增长，办公文具快速发展

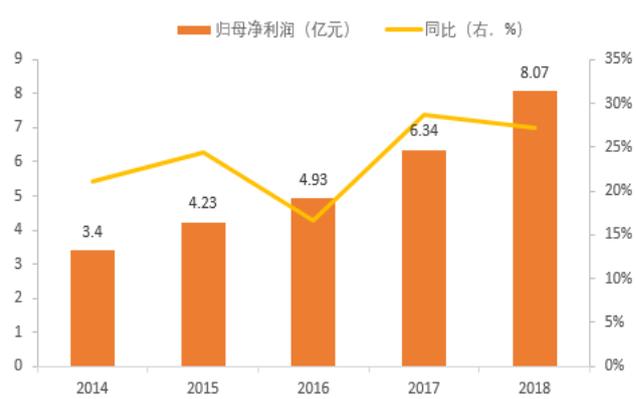
公司 2018 年实现营收 85.35 亿元,同比增长 34.26%,近 5 年复合增长率为 29.41%; 公司 2018 年归母公司净利润 8.07 亿元,同比增长 27.25%,近 5 年复合增长率为 24.12%。公司主要业务包括书写工具、学生文具与办公文具。2018 年公司书写工具、学生文具与办公文具的收入占比分别为 22.81%、21.78%、54.07%。

图 3: 公司近五年营收 CAGR 为 29.41%



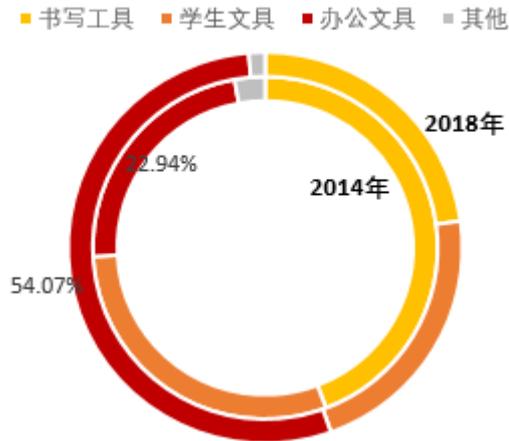
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 4: 公司近五年归母净利润 CAGR 为 24.12%



资料来源: WIND, 天风证券研究所

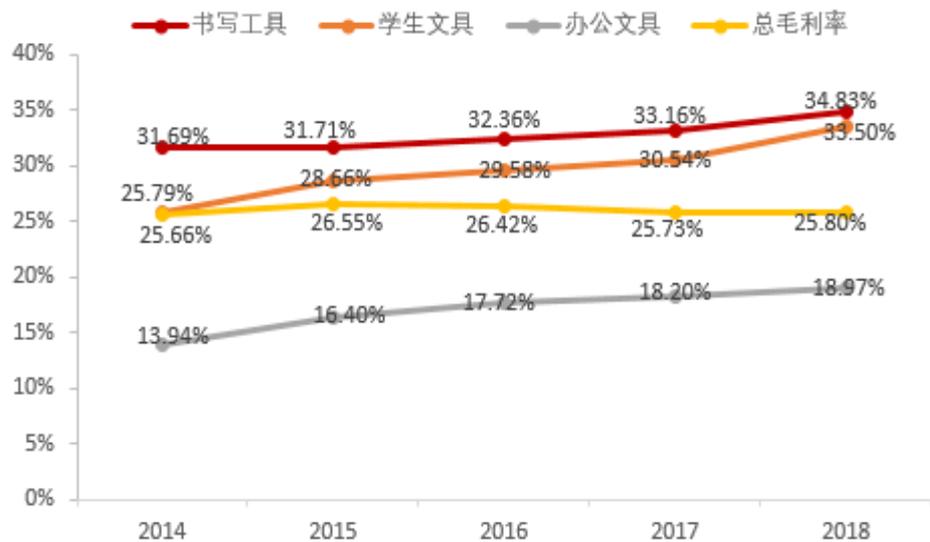
图 5: 公司办公文具收入快速增长，占比提升



资料来源：公司年报，天风证券研究所

近几年各业务毛利率都有所提升，显示公司有较强定价能力。从细分业务看，书写工具毛利率最高，2014-2018 年毛利率分别为 31.69%、31.71%、32.36%、33.16%、34.83%，整体保持稳定增长。学生文具的毛利率提升较快，从 2014 年的 25.79%提升到 2018 年的 33.50%。办公文具整体的毛利率虽然相对书写工具与学生文具来说较低，但也呈现整体上升趋势。

图 6：近年来公司 3 大业务的毛利率都有所提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司各业务拆分毛利率，书写工具毛利率最高，学生文具毛利率提升较快

年份	2014	2015	2016	2017	2018
书写工具	31.69%	31.71%	32.36%	33.16%	34.83%
学生文具	25.79%	28.66%	29.58%	30.54%	33.50%
代理-学生文具	40.73%	41.29%	41.35%	40.76%	46.32%
办公文具	13.94%	16.40%	17.72%	18.20%	18.97%
代理-办公文具	12.35%	15.02%	17.16%	14.72%	13.71%
总毛利率	25.66%	26.55%	26.42%	25.73%	25.80%

资料来源：wind，天风证券研究所

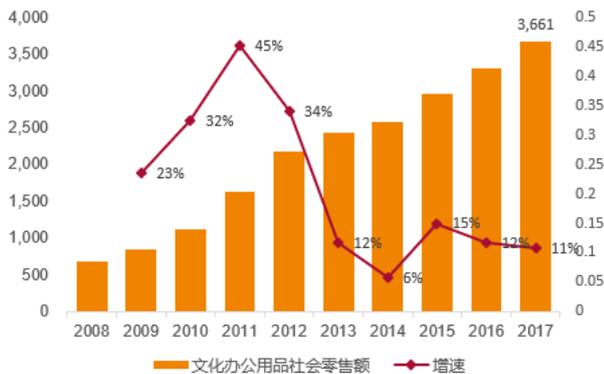
## 2. 预测学生人数稳定，高端化升级带动文具行业增长

### 2.1. 中国人均文具消费额低于全球水平，未来有待提升

根据中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》，2010年中国文具行业（不包括办公设备和家具）市场规模约 1,500 亿元（和 2010 年文化办公用品社会零售额 1123 亿接近，由于社零统计的是规模以上企业，通常会略低于零售总量），而同时期全球文具市场规模约 2,500 亿美元，与中国人口占全球比重约 20% 相比，中国文具市场规模仅约占全球文具市场规模总额的 8.60%。从人均文具消费额来看，中国人均文具消费额约仅为 105 元/年，而全球平均人均消费水平约为 240 元/年，人均文具消费额还不到全球平均人均消费水平的一半，还有较大提升空间。

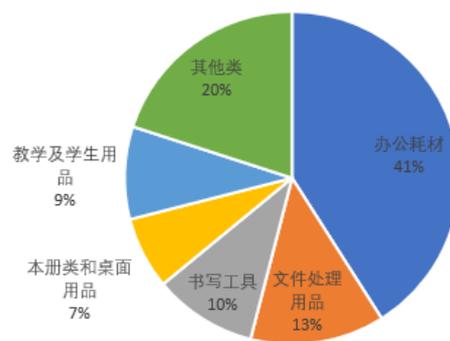
2017 年文化办公用品的社零额是 3661 亿，我们假设其结构和 2010 年中国文具行业市场结构一样的话，则可知 2017 年书写工具零售额约 366 亿（占比 10%），学生文具零售额约 732 亿（占比 20%，假设其他类中也有 20% 是学生文具类），办公用品零售额约 2563 亿。

图 7：文化办公用品社会零售额近几年仍保持 10% 以上增长(单位：亿元)



资料来源：统计局，天风证券研究所

图 8：根据中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》，2010 年中国文具行业市场规模的结构



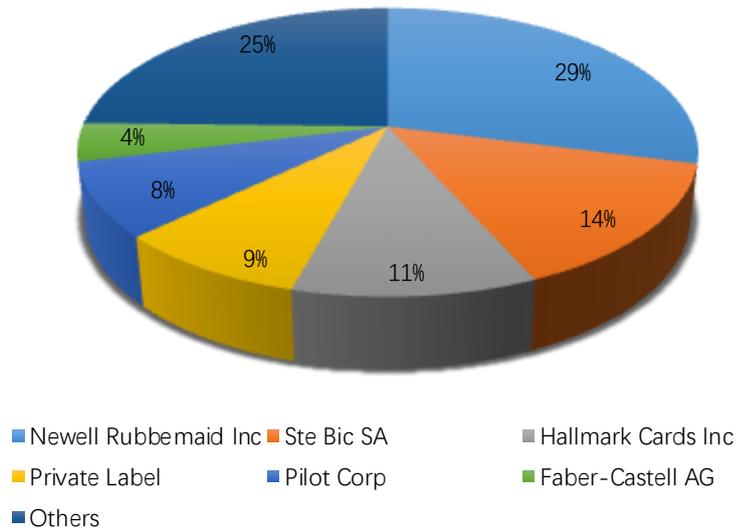
资料来源：中国制笔协会，天风证券研究所

### 2.2. 书写工具：对比国外龙头，晨光市占率有两倍以上提升空间

书写工具市场规模呈现稳步增长，无纸化办公冲击已过。书写工具市场规模 2009 年—2016 年的复合增长率为 10.1%，无纸化办公冲击最大的时期已经过去，未来消费者对书写工具的需求比较平稳，预计随着高端化升级等，书写工具的市场规模预计有平稳增长。

龙头企业集中度不高，仍有提升空间。根据我们的测算，2017 年书写工具零售额约 366 亿，对应出厂口径规模是 146.4 亿，晨光文具的市占率为 12.21%。目前我国从事文具生产的企业有 8000 余家，而列入统计口径的规模以上企业仅有 1500 多家，90% 的文具生产企业年销售额低于 1000 万元。根据智研咨询的数据，目前我国书写工具市场 CR5 为 30.4%，其中晨光所占市场规模最大，而同期美国书写工具的 CR5 为 71.1%，规模最大的 Newell 的市场份额为 29.1%。对比国外情况，结合国内文具行业新进入者已经很少，龙头的渠道、研发、品牌优势愈发明显，所以我们判断国内书写工具龙头的市占率还有提升空间。

图 9：美国书写工具 CR5 达到 71.1%



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

### 2.3. 学生文具：未来几年学生人数稳中有升，高端化和购买品类增多带动行业增长

我们测算 2017 年学生文具零售额约 732 亿，对应出厂口径规模是 293 亿，晨光文具的市占率仅 5.57%，公司未来通过增加品类、品牌带动，市场率有较大的提升空间。

学生文具主要包括四大门类，具体产品较多。对于学生尤其中小学生群体而言，文具的功能性是基本前提，但文具的趣味性、时尚性才是其购买文具的首要考虑因素，这决定了学生文具消费具有很明显的重复购买特点。

图 10：公司主要学生文具类别

学生文具	替芯、铅芯	中性替芯、圆珠笔替芯、普通铅芯、考试铅芯等	
	画材类	油画棒、水彩笔、彩铅等	
	橡皮类	学生橡皮、美工橡皮、考试专用橡皮等	
	包袋类	书包、笔袋、补习袋、便当袋、笔盒等	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我们预计学生文具市场规模未来会保持稳步增长，主要驱动力在于以下三点：

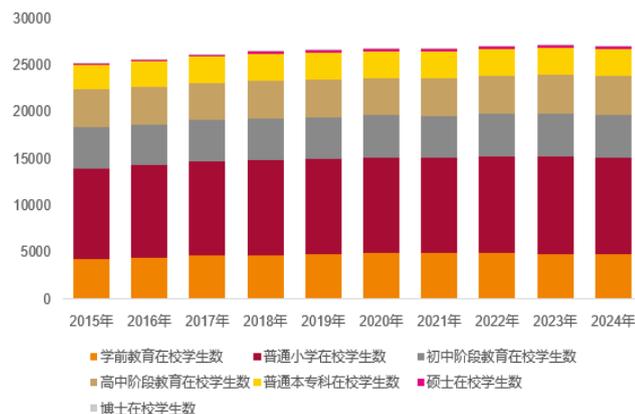
1) 单个学生每年购买文具的花费增加。2017 年学历及学前教育在校生 2.61 亿人，非学历教育结业生 5700 万人，平均每个学生每年购买文具的花费大约是 230 元，和发达国家相比这是一个偏低的水平，随着对教育投入的增加、居民消费能力提升，文具购买花费还有提升空间。

2) 升学率提升。目前我国学龄儿童入学率较高，达 99%，但是初中升学率大概在 90% 左右，高中升学率 69%，随着对教育重视程度的提升，该比率预计将逐步提升。根据我们预测，学历及学前教育人数未来几年会稳步提升，从 2016 年的 2.55 亿人增加到 2023 年

的 2.71 亿人。

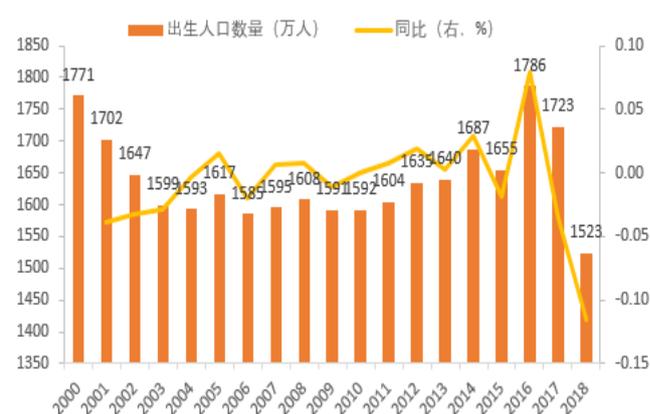
3) 在校学生结构的变化。2017 年我国高级中学在校生 3970 万人，其中中等职业教育在校生 1592 万人，占比 40.1%，本专科教育中，专科人数占比也是 40.1%，随着我国教育水平的不断提升，在校学生结构变化，基础学科教育水平提升，也有望增加对文具的消费量。

图 11：预计学历及学前教育人数未来几年稳步提升，从 2016 年的 2.55 亿人增加到 2023 年的 2.71 亿人



资料来源：统计局，天风证券研究所

图 12：中国 2000 年以来出生人口数量



资料来源：统计局，天风证券研究所

## 2.4. 中国文具行业竞争格局较好

国内文具行业生产厂家数量众多，但为国外大型文具企业做代工的中小企业为主。目前我国有文具制造企业 8000 余家，国内 90% 的文具生产企业年销售额低于 1000 万元，兼具品牌影响力与规模效应的文具企业很少。

晨光在文具 C 端市场没有强劲对手。目前国内以内销为主的学生文具品牌主要是晨光和真彩，真彩 2014 年提交上市申请，但 2016 年终止了 IPO，其财报显示，2014 年营收 10.35 亿，但净利率仅 2.83%，净利润已经连续 3 年下滑，且营收的增速也明显慢于晨光文具。而其他学生文具品牌如爱好、白雪、贝发，均以出口为主。其他内销品牌如得力、齐心、广博是以办公文具为主，除得力具备一定 C 端销售实力外，齐心、广博零售端销售很少。近些年中小文具厂商逐步退出，行业竞争趋缓。

图 13：国内文具零售行业的竞争格局较好



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3. 守正篇——渠道、研发、品牌、技术优势，促使公司护城河不断加宽

我们认为随着时间的增加，公司业务的护城河在不断加宽。在书写工具和学生文具方面，晨光在文具已经构筑了较高的护城河，主要体现在渠道、研发、品牌、技术等几个方面。

在办公文具方面，晨光也在不断加固自己的护城河，这部分会逐渐体现在规模经济性（仓储物流投入、规模采购）、服务网络等方面。

#### 3.1. 护城河之一 ——渠道优势

晨光对经销商有精细化的管理，并非常重视他们的盈利能力，不断通过产品、品牌、培训等赋能经销商，从而让晨光经销商的盈利优于竞品。由于一个学校周边的文具市场空间有限，随着房租等经营成本的上升，优胜劣汰会逐渐发生，促使晨光的市占率能不断提高！

晨光建立了以区域经销为主，结合 KA 销售、境外经销、办公直销和直营旗舰店的销售体系。文具销售的特点是终端销售网点非常分散，经销商需要有很强的终端维护能力，固定支出较多，所以需要有一定规模来保证经销商盈利水平。

表 2：晨光文具的渠道占比情况，以区域经销为主

销售模式	2014 年 1-9 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
区域经销	89.47%	88.76%	92.26%	89.34%
KA 销售	2.09%	2.86%	3.44%	4.69%
境外销售	2.74%	3.41%	4.31%	5.97%
办公直销	4.75%	4.52%	-	-
直营旗舰店销售	0.95%	0.45%	-	-
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

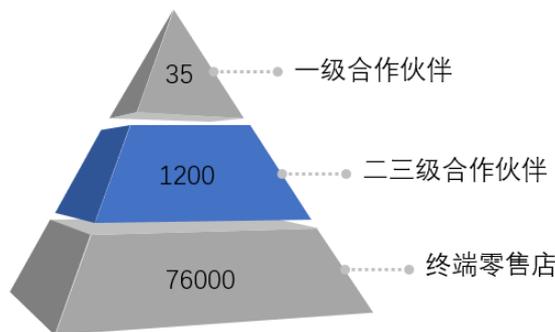
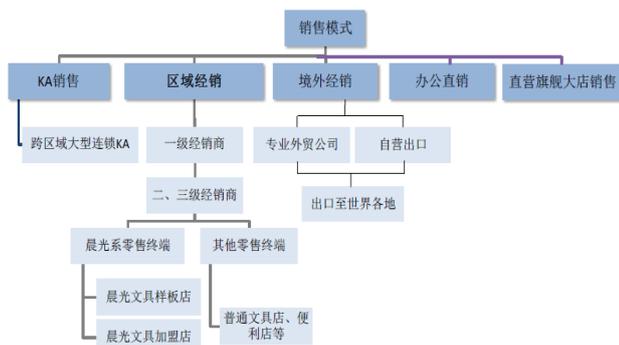
晨光采用区域经销商体制，晨光在各省发展一级代理商，各一级代理商会向下发展市级代理商、县级代理商，直至终端店铺。在全国范围内，公司拥有由上海晨光、义乌晨兴、广州晨光、哈尔滨晨光、郑州晨光等 7 家孙公司和北京、山东、沈阳、成都、武汉等 28 家非自有经销商组成的一级经销商体系。

晨光建立了一个“层层投入、层层分享”的经销商销售网络。文具行业在发展初期由于门槛较低，厂商众多导致经销商代理品牌众多。晨光建立了自己的“层层投入、层层分享”的金字塔式销售网络。根据公司 2018 年年报数据，目前公司在全国拥有 35 家一级合作伙伴、将近 1200 个城市的二、三级合作伙伴，超过 7.6 万家零售终端。

“层层投入”是指各级合作伙伴投入相应人员、资金、软硬件等资源，做到从上而下的“层层投入”，借助这一机制，晨光大大提升了营销渠道的管理能力与覆盖能力，公司上市时，总部销售人员仅 60 多人，通过这部分人员管理全国各级经销商超过约 3,000 人的销售团队。“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，做到利益从上而下“层层分享”，极大的调动了各级合作伙伴的在各自授权管理区域的市场开拓积极性。

图 14：公司主要有五大销售模式，学生文具和书写工具以区域销售为主

图 15：公司“层层投入，层层分享”经销商销售网络



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司对经销商有“多维度”严格的 KPI 考核体系。公司从“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。**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。**

**打造样板店和加盟店进行渠道升级。**公司向普通文具店免费提供印有晨光文具商标标识的店招，并传授产品搭配、货架合理摆放等经营经验，帮助其提升盈利能力，实现对普通文具店向标准/高级样板店的升级。在此基础上，公司选择有较好经营能力、地理位置较好的样板店，实施特许经营管理，落实公司“统一定位、统一品牌、统一管理、统一采购、统一配送、统一服务”等“六个统一”的要求，在样板店基础上，成功升级为“晨光加盟店”。

图 16：晨光打造样板店和加盟店进行渠道升级

项目	零售终端			批发
	标准样板店	高级样板店	加盟店	4S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	作为区域配送中心，从事批发业务
发行人权利	产品排他	无强制性晨光产品排他要求	部分品类排他要求	与晨光特许经营商品相同或类似竞争性产品全排他
	单店出样标准	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在265款以上	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在370款以上	销售晨光产品数量在1000款以上
发行人责任	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	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	“六个统一”要求，培训、装修、货柜等服务支持，公司收取加盟管理费
店铺形象				
装修费分担标准	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—品牌推广费”

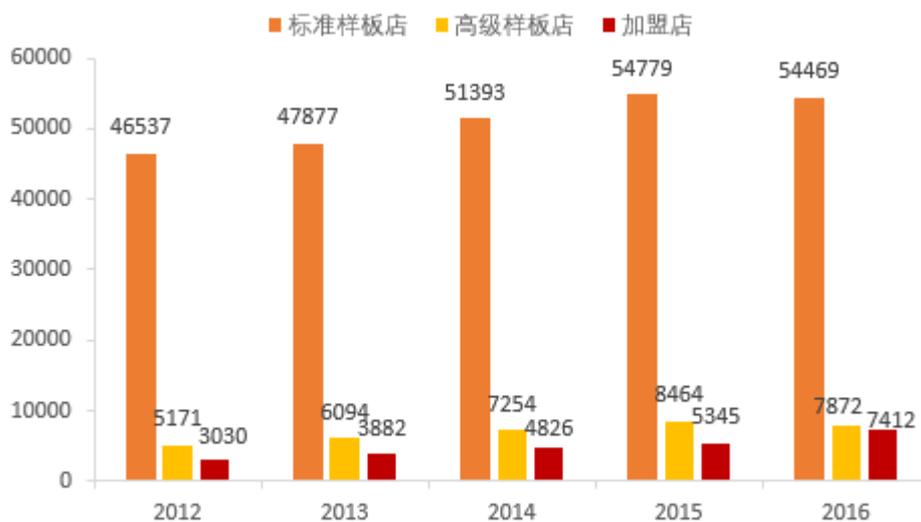
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司 2016 年拥有 7.2 万家终端店中，标准样板店 54469 家、高级样板店 7872 家、加盟店 7412 家、办公文具店 3013 家。截至 2018 年末，已有 7.6 万家终端销售门店。**加盟店晨光产品占比要高于标准样板店与高级样板店，随着渠道升级，单个门店中销售晨光文具产品占比也在提升，从而带动公司营收增长。**

由于晨光经销商有较好的盈利能力，关店率明显低于行业。根据广州文具协会的调查统计，文具销售点每年终端因各种原因关闭的比例在 10%-15%之间，2011-2014 年前三

季度晨光样板店的关闭比例在 6.09%、加盟店的关闭比例在 5%以下，稳定性远优于其他竞品。

图 17：公司样板店和加盟店数量变化情况(单位：家)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

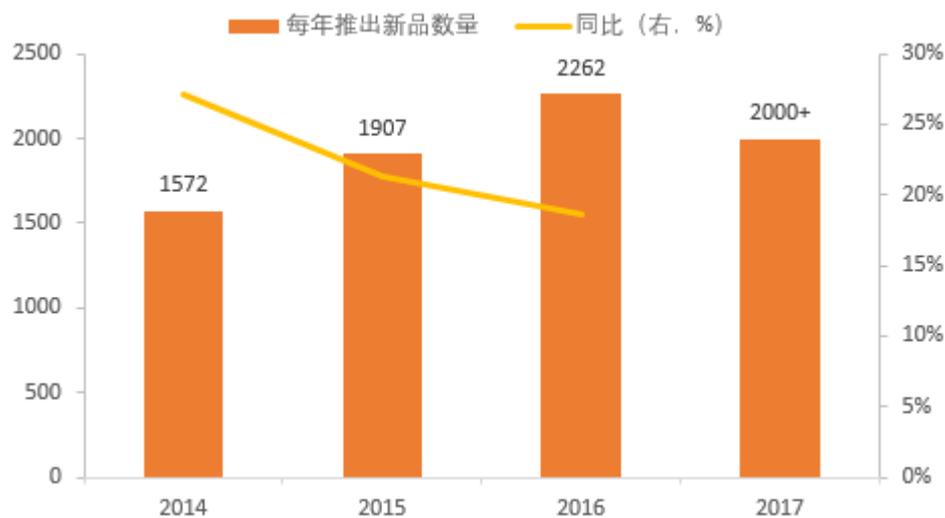
### 3.2. 护城河之二 —— 产品设计开发优势

文具的功能性、外观以及产品内容都会对消费者购买决策产生很大影响。晨光 17 年推出 2000 余款新品，并通过精品文创对产品进行高端化升级，满足更多消费者需求。晨光长期培养了强大的设计开发团队和 IP 合作资源，其规模经济性也不断提升。

公司采用趋势化、主题化、体验化的开发模式。公司通过对消费者学习和生活方式的深入研究，能够及时洞察消费趋势，每年不断推出新的产品主题，从而不断优化产品结构，并且面对消费市场不断进行科学细分从而建立先发优势，在很大程度上避免了因产品同质化带来的价格战。

公司产品品类齐全&市场热点反应迅速，文具产品线广度和深度位居国内前列。在市场热点变化飞快的现在，公司拥有快速的市场反应能力以及新品设计研发能力，可以保证公司在面对市场流行趋势变化时快速做出相应的产品调整。根据公司年报数据公司 2017 年已拥有“4 大类，50 多个品项，超过 5000 款品种”的文具产品系列，公司 2014-2017 年每年推出新品数量均超过千余款。

图 18：公司每年新品推出数量均超千余款(单位：款)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

晨光目前在上海已拥有一个国际化的、庞大的设计中心，设计师团队涵盖大陆、韩国、台湾等国家和地区的优秀设计师，公司还借助外部设计资源，通过加强与优秀独立设计师、外部设计团队和高校的合作，加入更多创新灵感，使得公司拥有源源不断的创新力，始终保持公司在行业内的新产品研发优势。

公司还积极开拓与国际知名动漫品牌的授权合作，先后获得米菲、史努比、冬己、毕加索等品牌的文具授权，公司创意产品与国际知名动漫品牌的结合，使晨光品牌产品更加深受学生们的喜爱。

**打造精品文创赛道。为了进一步升级产品结构，扩充高价值产品线，公司加强了精品文创新布局。**18年推出的晨光黑科技和航海王系列等产品得到了市场的较好反应，近年来公司精品文创产品销售快速增长，占比持续上升。

### 3.3. 护城河之三 ——品牌优势

公司是文具行业“自主品牌+内需市场”的领跑者，率先在竞争激烈的内需市场确立了自主品牌销售的龙头地位，连续七年在“中国轻工业制笔行业十强企业”评比中蝉联第一。

表 3：2017 年“中国轻工业制笔行业十强企业”

位次	企业
1	上海晨光文具股份有限公司
2	中国第一铅笔有限公司
3	贝发集团股份有限公司
4	温州市爱好笔业有限公司
5	上海英雄(集团)有限公司
6	安硕文教用品(上海)股份有限公司
7	温州天骄笔业有限责任公司
8	真彩文具股份有限公司
9	广东金万年文具有限公司
10	青岛昌隆文具有限公司

资料来源：中国轻工业网，天风证券研究所

公司将以塑造“世界级文具品牌”为品牌愿景，从中国制造向中国创造转变，以务实

的探索精神开拓中国文具的创新之路。晨光文具多年潜移默化的宣传推广颇有成效，已经在消费者心中建立了良好的品牌认知，连续十二年成为博鳌亚洲论坛指定文具品牌，并成为2018年上合组织青岛峰会的合作文具品牌，为首届中国国际进口博览会提供会务文具。

图 19：公司成为博鳌亚洲论坛指定文具品牌



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 20：公司成为 2018 年上合组织青岛峰会合作文具品牌



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.4. 护城河之四 —— 技术研发优势

产品力是一个企业长期赖以发展的核心，是在长跑中真正能够和竞争对手拉开差距的关键。晨光在书写工具等产品中持续研发投入，产品质量稳定性高，使用体验好，与渠道和品牌形成正循环。

公司已掌握书写工具的核心技术——笔头、油墨及其匹配技术，拥有先进的自主模具开发技术，参与了多项产品的国家标准及行业标准的制订工作，并且承担了十三五国家重点研发计划项目多个课题。公司产品设计中心被认定为“国家级工业设计中心”。且公司的“悦写缓冲”中性笔于 2019 年首次斩获“产品设计界的奥斯卡奖”——德国 iF 产品奖，也表明了晨光文具作为国内文具龙头逐步向国际领先设计水平对标的进程。

图 21：晨光文具“悦写缓冲”系列荣获 2019 德国 iF 产品奖



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 22：晨光文具悦写缓冲中性笔首创加入前置缓冲弹簧结构

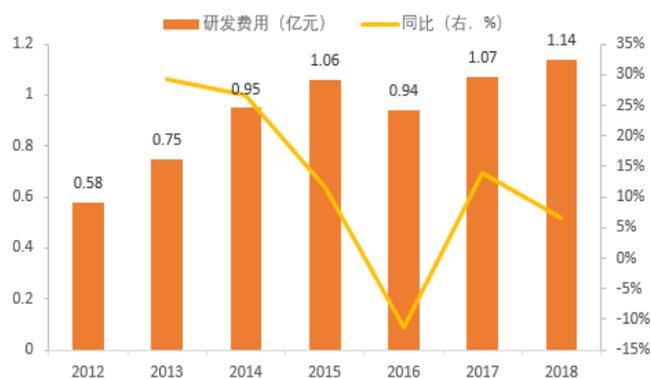


资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司重视技术创新和产品创新的投入，研发费用稳中有增。公司近年来收入规模增长较快，反映在比例上，公司研发费用占收入比例有所下降，但从绝对值上来看，2015 年到 2018 年研发费用分别为 1.06/0.94/1.07/1.14 亿元，基本保持在 1 亿元以上，且稳中有增。

图 23：绝对值视角：公司研发费用稳中有增

图 24：相对值视角：公司研发费用占收入比例有所下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司于各赛道持续推出速干、超顺滑、大容量、悬浮护套等强功能产品，基于消费者需求洞察满足其在工作学习中的多样需求，高品质高性价比产品线不断补充。国家十三五重点研发计划项目《制笔新型环保材料》中的第三和第五课题的工作顺利开展中，完成多个子课题的研究。

### 3.5. 护城河带动毛利率提升，增值税减税将明显利好

2011年以来，公司每年通过不断推出新品和高端化升级，带动平均销售单价的提升，并带来毛利率提升。晨光线下终端店已覆盖80%学校，学生文具与书写工具销量增速有所放缓，但公司已逐渐增加学生文具与书写工具的中高端产品系列的占比，随着精品文创占比的逐渐提升，学生文具与书写工具的销售单价也将保持稳定的增长。

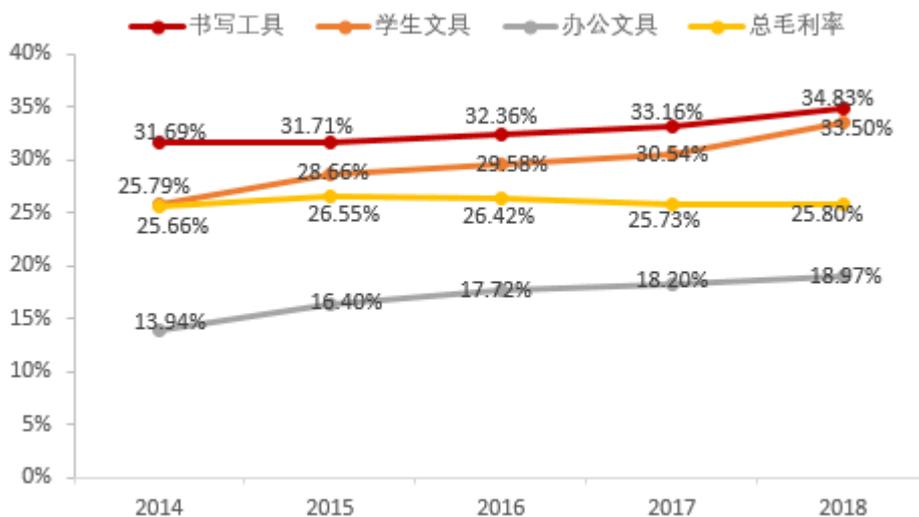
表 4：公司各业务销售增长的量价分析(单位：亿元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>书写工具</b>	9.47	10.57	13.47	15.03	16.47	17.88	19.46
销量增长	6.90%	4.49%	27.16%	9.96%	7.85%	4.56%	3.64%
单价增长	8.36%	6.84%	0.22%	1.49%	1.61%	3.83%	5.00%
<b>学生工具</b>	6.02	7.33	9.11	11.53	13.73	16.33	18.58
销量增长	21.25%	19.97%	21.65%	19.50%	16.99%	10.22%	5.92%
单价增长	7.45%	1.37%	2.25%	5.90%	1.83%	7.85%	7.43%
<b>办公文具</b>	2.89	5.02	6.98	10.00	15.52	28.33	46.13%
销量增长	158.12%	29.64%	38.76%	27.11%	35.54%	52.04%	28.24%
单价增长		33.76%	0.25%	12.71%	14.56%	20.06%	26.96%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产业链上议价能力强，增值税下调明显利好。公司上游供应商普遍较分散、规模较小，公司对他们有较强的议价能力，保证供应商有合理的利润率，下游消费者对公司产品价格敏感性较低，从而公司能充分享受减税带来的红利。2019年4月1日起，制造业等行业现行16%的税率降至13%，有望进一步推动公司毛利率提升。

图 25：公司3大业务的毛利率均稳中有升



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 4. 出奇篇——新增长动力不断涌现，护航公司中长期成长

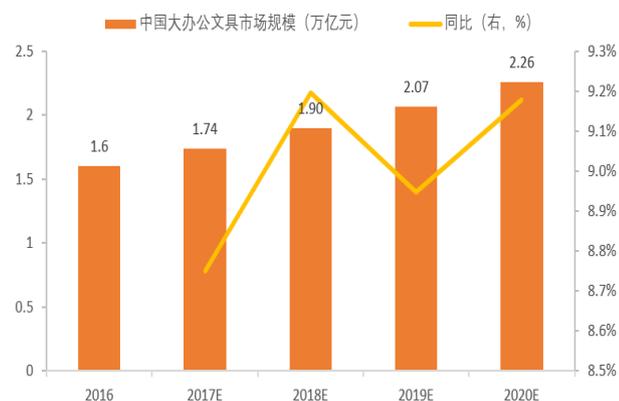
### 4.1. 晨光科力普——凭借产业优势，进军办公文具直销市场

根据中国产业信息网统计，中国大办公文具（包括办公家具、设备等）2016 年的市场规模约 1.6 万亿，未来 4 年 CAGR 约 9%，到 2020 年市场规模可达 2.26 万亿。根据我们测算，2017 年不包含家具和设备的办公用品零售额约 2563 亿。

潜力区域需求提升和采购阳光化将推升公司面向的办公文具市场规模提升。从区域消费来看，中国办公文具产品消费市场主要集中在沿海经济发达地区，其中 70% 左右集中的广东、浙江、江苏、上海、北京 5 个较为发达地区，随着现代办公模式的推行，其他潜力区域的需求也有望快速增长。另外，随着政府采购集中化和阳光化，知名企业所面对的办公文具市场空间也在增加。

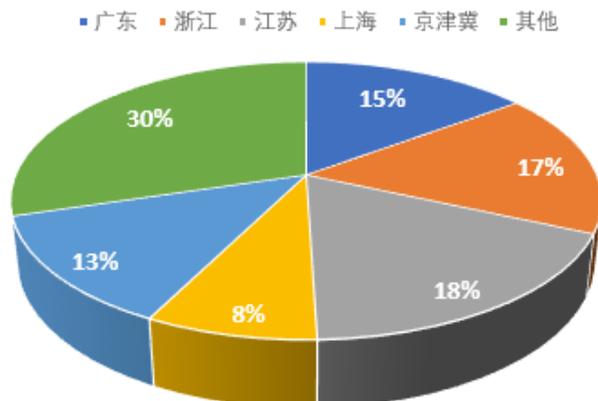
办公文具直销具备较强规模经济性，对比国际龙头企业看，国内市场集中度还有较大提升空间。办公文具需要有规模化采购、较多仓储和物流的固定资产投入、刚性数量的驻地员工等，所以办公文具直销是有较强的规模经济性的。从国际办公文具龙头来看，史泰博 2014 年营收是 224.9 亿美元，欧迪办公 2014 年营收 160.9 亿美元，日本国誉 2014 年营收是 24.6 亿美元，中国办公文具市场规模大，国内办公文具企业营收还有较大增长空间。

图 26：中国大办公市场稳健发展



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 27：中国办公文具消费市场 70%集中在沿海较发达地区



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

“晨光科力普”是晨光在 2012 年成立的专注于“办公文具 B2B 业务”子公司。科力普主要为政府、企事业单位、世界 500 强企业、家庭 SOHO 办公族的各类用户提供高性价比产品及优质的办公采购一站式服务。在产品品类方面，拥有 15 大核心品类、600 多个小类，70000 多种优质商品。在仓储建设方面，公司计划构建 7 大仓储中心。目前已经完成了华东、华北、华中、西南、华南仓储中心的建设，东北、西北仓储中心也即将开发建设。

图 28：晨光科力普的政府机关与大型国企客户情况



资料来源：科力普官网，天风证券研究所

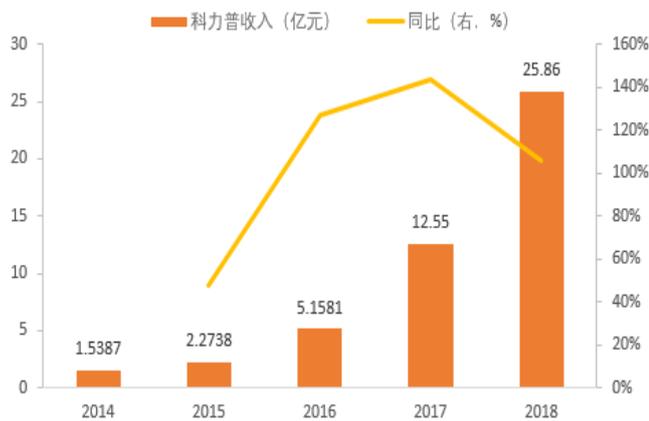
晨光科力普 2018 年实现营收 25.86 亿元，同比增长 106.06%，近 5 年复合增长率为 102.47%。公司 2018 年归母公司净利润 3213.52 万元，比 2017 年增长了 52.7%。在产品结构方面，品类覆盖办公用品、办公耗材、办公设备、数码产品、办公家具、生活用品等品类。科力普销售产品主要为代理产品，销售收入占比大约在 90%左右。未来科力普自有品牌占比的提升会对毛利率的提升有较大帮助。

由于办公直销业务前期有仓储物流、服务团队等较大刚性投入，且规模较小时采购成本也较高，随着科力普规模的扩大，办公直销业务的规模经济性将显著提升，从而带动科力普的净利率明显提升。科力普 18 年净利率仅 1.24%，随着业务规模的提高，科力普净利率还有较大提升空间。

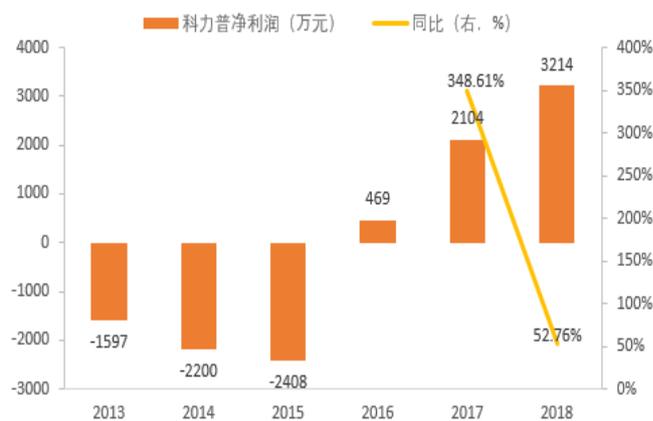
2017 年 6 月，晨光科力普以零对价收购欧迪办公网络技术有限公司 100%股权，收购对价为零价款。欧迪中国成为晨光科力普全资子公司，“Office Depot”商标的独占许可权和使用特定被许可商标的特定域名的有效期被授予 10 年。标的公司 2016 年资产总额 33,691 万元，负债总额 37,517 万元，资产净额-3,826 万元，营业收入 47,706 万元，净利润-6,219 万元。欧迪在国内的客户包括很多外企，包括 cisco、惠普、DHL 等。科力普收购欧迪后将弥补在国内外企客户上的短缺。

图 29：晨光科力普营业收入保持高速增长

图 30：晨光科力普净利润从 2016 年起扭亏为盈



资料来源：公司年报，天风证券研究所



资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 4.2. 九木杂物社——新零售重要布局，文创、儿美新渠道

九木杂物社是晨光文具在新零售赛道的重要布局。九木杂物社是公司在消费升级的背景下，为开拓线下新零售渠道而打造的新型线下实体店，目标是打造一个倡导美学的生活百货连锁品牌。目标客群是青少年以及年轻女性，以“搜罗全球好物,只为实用美学”为品牌主旨，致力于打造全球精品杂货买手。

九木杂物社对晨光有两方面重要意义，一是新渠道，九木和传统经销商渠道的客群定位不同，形成有效补充，九木的位置主要在 Shopping Mall，销售更具有生活美学的文创、礼品、生活用品等，而且九木直接面对消费者，让晨光能够更加贴近、了解消费者的需求，以打造更好的产品矩阵；二是培育发展新产品，例如精品文创和儿童美术类产品，九木是更加适合的销售渠道，可以帮助这些产品快速放量，未来晨光的新产品，也可以在九木进行试销和培育。

图 31：九木杂物社店内场景



资料来源：九木杂物社官网，天风证券研究所

图 32：九木杂物社的门店招牌



资料来源：九木杂物社官网，天风证券研究所

九木杂物社中长期有望能贡献约 150 亿的营业收入。我们简单测算九木的发展空间：目前国内约有 5000 家购物中心，长期看，假设九木杂物社能进入其中一半，就是 2500 家，九木的平均店面大小在 200 m<sup>2</sup>左右，假设平效能够从现在的 2 万未来提升到 3 万，则九木中长期可以为公司贡献的收入约为 150 亿元。

在店面选址的方式上，“九木杂物社”以 Shopping Mall 为主，采取工业化零售模式，旨在打造高品质、高复购率、高客单价、高性价比商品模式的店铺新模式。通过推进现场体验活动、情景式陈列，进一步加强消费者与店铺的关联及粘性。

在产品方面，九木杂物社围绕消费场景从全球各地选购商品，产品打造生活小品类。九木目前品类涵盖了精品文创、生活用品、电子产品、箱包服饰、节日礼品等。

九木未来产品主要定位于以下四个消费场景，并且在不断创新演化：一是读书场景，

围绕读书所需的物品，构建高粘性的精品文创产品；二是旅行场景，如公司开发了全球唯一的和 Lonely Planet 合作的手账；三是手帐产品，尤其对于 15~35 岁的年轻女性而言，手账是消费者用以表达自己与众不同的生活态度的映射载体，天然具有交互属性，可通过产品促进内容，进而带动客户流量的增长；四是礼物，如“回家”套装等。公司在零售大店方面未来会构建独特的品类优势，利用品牌效应实现业绩增长。

图 33：九木销售的手帐类产品



资料来源：九木杂物社公众号，天风证券研究所

图 34：晨光的礼品类产品：盛世新颜系列国粹文具套装



资料来源：九木杂物社公众号，天风证券研究所

### 4.3. 儿童美术——依托渠道品牌优势，儿美产品快速发展

晨光依托于前期文具产业链的积累持续推进儿美产品的开发，推出了儿美中高端系列——MG-KIDS 和 MG-ARTS。MGKids 是晨光文具针对 3-14 岁的儿童开发的儿童美术中高端子品牌。产品品类有画笔类与儿童益智类两类，画笔类包括水彩笔、油画棒、蜡笔、彩色铅笔；儿童益智类包括彩泥、画板、早教玩具等。

儿美产品是晨光当前快速成长的一条新赛道，虽然儿美产品还在不断研发推出，但是晨光一方面拥有品牌优势，另一方面拥有渠道优势，可以通过传统经销商、线上、九木杂物社、美术活动等渠道进行推广，确保儿美能够快速放量。

图 35：MG&Kids 水溶性蜡笔，符合欧盟标准



资料来源：晨光天猫旗舰店，天风证券研究所

图 36：MG&Kids 儿童手工彩泥



资料来源：晨光天猫旗舰店，天风证券研究所

随着公司不断升级原有产品结构与层级，辅以渠道拓展，公司有望提振儿美目前相较传统产品较低的毛利率，在儿童美术这一较大的市场空间实现更大的作为。公司 2019 年

将沉淀 MG-KIDS 和 MG-ARTS 中端产品线，通过合作和引进方式形成低中高三个品牌阵营，以较为高品质的设计研发和较为完善的价格覆盖提振儿美模块的盈利能力。

公司过去 10 多年中举办绘画大赛有望助力儿美产品实现销售变现。以 2017 年第五届“晨光文具杯”全国少儿美术创意绘画大赛为例，该届比赛历时 4 个月，覆盖全国 29 个省区，在全国共举办 2196 场区域绘画比赛，收到 23.03 万幅作品，已具有相当的规模性。

图 37：“晨光文具杯”全国少儿美术创意绘画大赛现场



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 38：“晨光文具杯”电视颁奖典礼现场



资料来源：公司官网，天风证券研究所

收购安硕文教用品股份有限公司，进一步增强公司儿美产品丰富度和竞争力。2018 年 3 月 26 号，公司公告收购上海安硕 56% 的股权，合计转让价格为人民币 1.932 亿元。上海安硕拥有的马可品牌(MARCO) 在木杆铅笔行业国内外具有很高的品牌知名度。马可品牌在彩铅和色彩方面有丰富的技术储备，能满足各年龄段的书写和绘画需求，产品覆盖儿童、大众到专业线。

图 39：马可 (MARCO) 雷诺阿系列 48 色彩色铅笔



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 40：马可 (MARCO) 儿童绘画 8 色胖胖彩



资料来源：公司官网，天风证券研究所

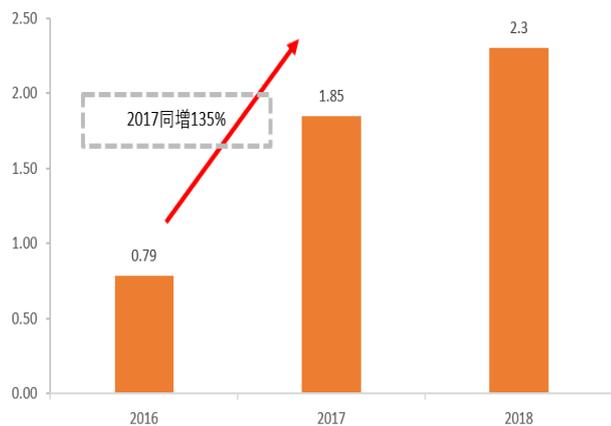
#### 4.4. 晨光科技——线上销量快速增长，仍有较大发力空间

晨光科技是主要负责线上销售的子公司，晨光科技以精品文创品类为重点品类，淘系、京东及其他平台有效授权店铺已超过 1000 家。目前来看晨光科技线上销售占收入比例不到 3%，而随着互联网的普及，精品文创、儿美等新产品的推广需要，线上渠道越来越重要。虽然每家消费品公司线上收入占比差别较大，但是从生活用纸、沙发（芝华士）等行业的公司来看，线上销售的收入占比在 20%左右，故我们认为晨光科技的线上销售还有较大提升空间，未来线上渠道发力可进一步提升公司市场份额。

2019 年，公司将加快发展线上分销渠道，培育线上产品开发能力，完善线上产品阵营和推广，培育新场景、新品类，不断创造线上增量品类，提高品类推广效率和品

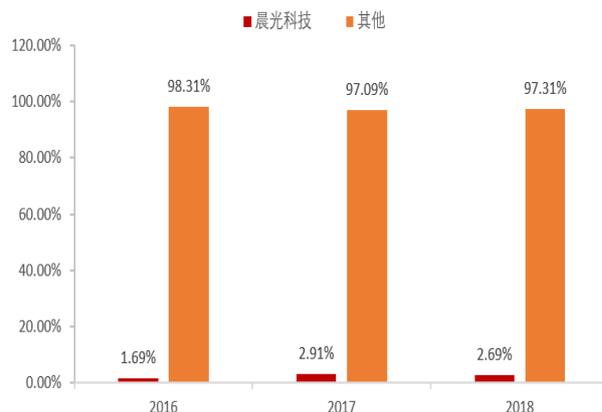
牌露出机会，完善会员运营管理系统，增加用户黏性。

图 41：晨光科技近年来收入高速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：晨光科技收入占比未达到较高水平，尚有提升空间



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

核心假设：

- 1) 线下文具零售收入（不含精品文创、儿童美术等）19-21 年增长分别为：7%、6%、5%；
- 2) 精品文创收入 19-21 年增长分别为：45%、35%、25%；
- 3) 儿童美术收入 19-21 年增长分别为：40%、35%、30%；
- 4) 科力普净利率水平逐步提升，到 2024 或 2025 年提升至 5%左右；
- 5) 九木杂物社每年开店 100-150 家，平效保持 10%左右提升。

表 5：收入预测拆分表(单位：亿元)

收入	2017	2018	2019E	2020E	2021E
科力普	12.55	26.1	39.16	54.82	74.12
增速		108%	50%	40%	35%
精品文创	4	6	8.7	11.31	14.14
增速		50%	45%	30%	25%
儿童美术	4.24	5.5	7.98	10.77	14.00
增速		30%	40%	35%	30%
办公文具	9.43	11.88	14.49	17.39	20.52
增速		26%	22%	20%	18%
大众文具	33.35	36.02	38.54	40.85	42.90
增速		8%	7%	6%	5%
合计	63.57	85.5	108.68	134.92	165.32
增速		34.5%	27.3%	24.2%	22.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为晨光文具传统线下文具零售业务具有较高的壁垒，且护城河会随着时间的增加而加宽，在消费升级的背景下，精品文创仍将保持较快增长，公司的市场占有率和产品售价都有提升空间。公司新业务、新渠道布局前瞻，将在未来中长期助力公司保持较快成

长：科力普的办公直销业务规模经济性将很快体现；九木杂物社布局新零售，打开长期发展空间；儿美产品有品牌和渠道双重赋能，也在快速放量；线上渠道销售高速增长，占比仍将提升。

综合考虑公司各业务发展情况，我们预计公司 19 年-21 年净利润为 10.14 亿/12.52 亿/15.33 亿，增速分别为 25.6%/23.5%/22.5%，对应 PE 分别为 33.2X/26.9X/22.0X。首次覆盖给予“买入”评级。

估值方法及目标价：

由于晨光文具的业务在 A 股没有合适的可比公司，我们采用 DCF 方法对晨光文具进行估值。关键假设：1) 我们用 10 年期国债收益率作为无风险利率，当前为 3.41%；2) WIND 全 A 基期到现在的年化收益率为 7.3%，但我们认为未来权益资产的收益率将有所提升，故我们假设风险溢价为 6.59%；3) 我们计算得晨光的  $\beta$  系数为 0.903，则对应权益的回报率为 9.35%；4) 我们假设 2023 年半显性期增长率为 15.50%，往后每年增长率降低 1pct，半显性期为 2023 年-2030 年；5) 永续增长率为 2.50%。

主要假设	
无风险利率	3.41%
风险溢价	6.59%
$\beta$ 系数	0.90
Rm	10.00%
Ke	9.35%
半显性期增长率	15.50%
永续增长率	2.50%

表 6：权益 FCFE DCF 绝对估值(单位：百万元)

	预测年份					半显性预测					终值		
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2030E
FCFE DCF	672.2	1,232.8	1,159.2	1,808.9	2,089.3	2,392.2	2,715.1	3,054.5	3,405.8	3,763.4	4,120.9	4,471.2	66,909.5
贴现	633.8	1,063.0	914.1	1,304.5	1,377.8	1,442.7	1,497.5	1,540.6	1,570.9	1,587.5	1,589.7	1,577.3	23,603.5
权益价值													39,703.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

在我们中性假设下，用 DCF 估值法计算得晨光文具当前合理市值为 397.03 亿，考虑公司权益预期年化回报率为 9.35%，对应未来 12 个月目标市值 434.15 亿元，对应股价 47.19 元。敏感性分析，在最乐观的假设下永续增长率为 3.5%，贴现率为 7.85%，对应股价 67.17 元，最悲观的假设下永续增长率 1.00%，贴现率 10.85%，对应股价 30.96 元。

表 7：敏感性分析(单位：元/股)

Ke	永续增长率					
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
10.85%	30.96	31.84	32.82	33.91	35.15	36.56
10.35%	33.11	34.13	35.28	36.58	38.06	39.75
9.85%	35.52	36.72	38.09	39.63	41.41	43.46
9.35%	38.24	39.67	41.29	43.15	45.31	47.83
8.85%	41.33	43.03	44.99	47.25	49.90	53.04
8.35%	44.86	46.92	49.29	52.07	55.38	59.36
7.85%	48.94	51.44	54.36	57.83	62.02	67.17

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	436.36	1,046.67	1,369.83	2,194.55	2,787.22
应收票据及应收账款	469.16	810.67	879.86	1,293.89	1,461.48
预付账款	46.21	42.34	70.72	70.23	103.07
存货	871.86	1,042.70	1,401.72	1,645.71	2,101.30
其他	1,151.03	1,157.26	1,300.40	1,339.77	1,500.18
<b>流动资产合计</b>	<b>2,974.62</b>	<b>4,099.63</b>	<b>5,022.53</b>	<b>6,544.15</b>	<b>7,953.25</b>
长期股权投资	0.00	30.18	30.18	30.18	30.18
固定资产	870.93	876.62	865.18	869.61	870.56
在建工程	27.38	24.51	50.70	78.42	77.05
无形资产	196.48	187.99	178.35	168.71	159.07
其他	318.87	458.58	401.02	343.46	340.56
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,413.66</b>	<b>1,577.87</b>	<b>1,525.43</b>	<b>1,490.38</b>	<b>1,477.42</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,388.28</b>	<b>5,677.50</b>	<b>6,547.96</b>	<b>8,034.53</b>	<b>9,430.67</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	841.35	1,319.41	1,464.54	2,062.16	2,342.97
其他	553.36	788.48	906.78	1,007.37	1,160.56
<b>流动负债合计</b>	<b>1,394.71</b>	<b>2,107.88</b>	<b>2,371.32</b>	<b>3,069.52</b>	<b>3,503.52</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.64	72.95	72.95	75.18	73.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>79.64</b>	<b>72.95</b>	<b>72.95</b>	<b>75.18</b>	<b>73.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,474.35</b>	<b>2,180.84</b>	<b>2,444.27</b>	<b>3,144.71</b>	<b>3,577.22</b>
少数股东权益	79.97	85.86	75.08	66.49	57.99
股本	920.00	920.00	920.00	920.00	920.00
资本公积	272.35	272.35	272.35	272.35	272.35
留存收益	1,913.96	2,490.81	3,108.61	3,903.33	4,875.46
其他	(272.35)	(272.35)	(272.35)	(272.35)	(272.35)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,913.93</b>	<b>3,496.66</b>	<b>4,103.69</b>	<b>4,889.82</b>	<b>5,853.45</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,388.28</b>	<b>5,677.50</b>	<b>6,547.96</b>	<b>8,034.53</b>	<b>9,430.67</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	627.16	807.84	1,013.59	1,251.72	1,533.04
折旧摊销	159.47	198.07	54.88	57.49	60.06
财务费用	1.34	(2.58)	(8.00)	(5.00)	(5.00)
投资损失	(37.84)	(35.12)	(40.00)	(40.75)	(41.50)
营运资金变动	(294.21)	(145.44)	(278.74)	61.10	(381.01)
其它	261.58	5.18	(11.35)	(8.73)	(8.70)
<b>经营活动现金流</b>	<b>717.50</b>	<b>827.94</b>	<b>730.37</b>	<b>1,315.83</b>	<b>1,156.89</b>
资本支出	220.21	178.86	60.00	77.77	51.49
长期投资	0.00	30.18	0.00	0.00	0.00
其他	(837.65)	(505.00)	(80.00)	(117.02)	(59.99)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(617.43)</b>	<b>(295.97)</b>	<b>(20.00)</b>	<b>(39.25)</b>	<b>(8.50)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.81	7.96	8.00	5.00	5.00
其他	(232.81)	(233.06)	(395.22)	(456.86)	(560.72)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(230.00)</b>	<b>(225.10)</b>	<b>(387.22)</b>	<b>(451.86)</b>	<b>(555.72)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(129.94)</b>	<b>306.87</b>	<b>323.16</b>	<b>824.72</b>	<b>592.67</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6,357.10</b>	<b>8,534.99</b>	<b>10,867.67</b>	<b>13,492.23</b>	<b>16,532.22</b>
营业成本	4,721.13	6,330.45	8,082.42	10,076.27	12,389.41
营业税金及附加	26.42	34.72	43.32	54.92	66.82
营业费用	570.06	789.39	999.83	1,214.30	1,454.84
管理费用	335.91	379.62	467.31	544.41	636.49
研发费用	47.68	114.39	163.02	202.38	247.98
财务费用	(2.81)	(7.96)	(8.00)	(5.00)	(5.00)
资产减值损失	20.58	3.41	10.18	11.39	8.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.84	35.12	40.00	40.75	41.50
其他	(82.60)	(78.90)	(80.00)	(81.50)	(83.00)
<b>营业利润</b>	<b>682.88</b>	<b>934.75</b>	<b>1,149.60</b>	<b>1,434.31</b>	<b>1,774.86</b>
营业外收入	72.93	46.01	51.33	56.76	51.36
营业外支出	9.71	20.54	10.99	13.75	15.09
<b>利润总额</b>	<b>746.11</b>	<b>960.21</b>	<b>1,189.94</b>	<b>1,477.32</b>	<b>1,811.13</b>
所得税	118.94	152.38	187.69	234.32	286.79
<b>净利润</b>	<b>627.16</b>	<b>807.84</b>	<b>1,002.24</b>	<b>1,242.99</b>	<b>1,524.35</b>
少数股东损益	(6.88)	0.99	(11.35)	(8.73)	(8.70)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>634.04</b>	<b>806.85</b>	<b>1,013.59</b>	<b>1,251.72</b>	<b>1,533.04</b>
每股收益(元)	0.69	0.88	1.10	1.36	1.67

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	36.35%	34.26%	27.33%	24.15%	22.53%
营业利润	27.10%	36.88%	22.98%	24.77%	23.74%
归属于母公司净利润	28.63%	27.25%	25.62%	23.49%	22.48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.73%	25.83%	25.63%	25.32%	25.06%
净利率	9.97%	9.45%	9.33%	9.28%	9.27%
ROE	22.37%	23.66%	25.16%	25.95%	26.45%
ROIC	30.36%	36.12%	48.28%	51.55%	63.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.60%	38.41%	37.33%	39.14%	37.93%
净负债率	-14.97%	-29.93%	-33.38%	-44.88%	-47.62%
流动比率	2.13	1.94	2.12	2.13	2.27
速动比率	1.51	1.45	1.53	1.60	1.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	20.03	13.34	12.86	12.41	12.00
存货周转率	7.92	8.92	8.89	8.85	8.82
总资产周转率	1.63	1.70	1.78	1.85	1.89
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.69	0.88	1.10	1.36	1.67
每股经营现金流	0.78	0.90	0.79	1.43	1.26
每股净资产	3.08	3.71	4.38	5.24	6.30
<b>估值比率</b>					
市盈率	53.14	41.76	33.24	26.92	21.98
市净率	11.89	9.88	8.36	6.98	5.81
EV/EBITDA	26.10	22.38	26.74	21.00	16.73
EV/EBIT	30.54	25.58	28.03	21.84	17.30

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com