

办公文具行业深度研究报告

乘办公文具行业东风，晨光齐心大有可为

推荐（首次）

- 国内办公文具市场行业快速发展期，规模效应亟待释放。2016年大办公用品市场规模1.6万亿。办公直销是B端客户办公用品采购的主要渠道，B端大型企业至关重要。从2013年开始，政府及央企从协议供货方式向集中采购方式转变，政府采购阳光化、透明化带动了大型国有企业做集中采购，中型企业也正从专职人员自主采购的模式向集约式采购发展。在此背景下，小型供应商因资质问题逐渐失去竞争力。我国办公用品市场上有四类供应商，分别对应三类直销市场。其中国际巨头和国内龙头在政府及大中型企业采购市场上占据优势，但中小型品牌在大量的小微企业市场中也可以以区域性及多样性占据优势。与成熟的欧美文具市场相比，我国文具行业尚处于快速发展阶段，消费者对产品设计、质量等多方面的需求面临升级，集中度较低，晨光、齐心、广博、真彩办公用品合计仅占2%，与美国2016年办公用品及零售TOP2（史泰博、欧迪）合计81%的占比差距极大，国内市场进一步开拓整合的潜力很大。目前行业资本投入需求大，压制盈利能力。中长期来看，规模扩张，一方面有利于增强对供应商的议价能力，另一方面分摊前期资本投入所带来的费用及成本。
- 晨光文具和齐心集团是我国两家文具行业龙头，市占率分别7.2%和2.6%。两家公司均成立于上世纪90年代。晨光文具是我国文具产业的综合文具公司，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。公司以传统文具业务为体，办公用品（B端）和精品文创（C端）为翼，布局“一体两翼”。齐心文具是为企业提供现代办公整体解决方案的服务商，主营业务围绕大办公产业链所涵盖的硬件、软件和服务等多个领域，公司布局在线印刷、云计算服务、SAAS CRM和财税SAAS领域。晨光文具2018年营业收入85亿元，其中办公文具46亿元。齐心集团2018年营业收入42亿元，其中办公用品和办公设备共38亿元。
- 晨光文具和齐心集团财务情况整体向好。二者收入利润增速均约30%左右。ROE来看，晨光2018年ROE为26.16%。八年间ROE均保持在20%以上，齐心集团ROE水平在6%左右波动。近年来晨光和齐心毛利率均有所下降，晨光主要由于毛利率相对较低的办公用品占比逐年提高，2018年毛利率水平25.83%。齐心2018年毛利率18.21%。经营效率来看，两公司存货、固定资产加速周转，应收账款周转下降明显。晨光返现收入均保持在100%以上，近三年返现利润均保持在100%以上，收入中收到的现金十分稳定，回款质量高；齐心集团返现收入呈现波动上升趋势，返现利润波动性较大，公司回款情况整体良好。生产端来看，二者人均产值逐年上升。
- 办公用品业务：科力普成长迅速，齐心深耕多年，渠道和仓库布局完备。科力普通过打造“一站式”贸易平台的方式，有效针对性地解决传统政府采购的痛点。业务扩展至全国14个城市7大区域，涵盖京津冀、长三角、珠三角以及西南地区等。5个中心仓已建成。齐心渠道更为多样，除占比60%的大客户办公直销外和收入占比20%的批发分销3万多万经销和代理商网络，还有线上平台销售和智慧零售办公店与其他品牌产品合作场景交融。公司还与宝洁、佳能、美的、创维等大办公生态合作伙伴达成战略合作，仓储建立在19个省会仓+7个地区仓，范围覆盖全国，单仓满足3500~4500件/小时基础&最大出货量。公司拥有30个仓储物流配送中心，运输车辆100+部。公司通过API、LINK接口开发对接客户，电商平台的前端办公服务、中端系统管理、后端智能仓储物流。
- 风险提示：宏观下行消费不振，文具行业格局发生重大变化。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

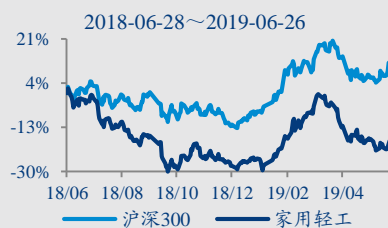
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	68	1.87
总市值(亿元)	4,002.69	0.67
流通市值(亿元)	2,533.74	0.58

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	0.91	11.14	-15.55
相对表现	-5.79	-16.6	-24.15



目录

一、办公文具行业：行业快速发展期，规模效应亟待释放.....	6
(一) 国内办公文具市场：市场规模大，竞争格局分散.....	6
1、市场规模：大办公 1.6 万亿，设备类占比过半.....	6
2、行业模式：直销经销两大渠道，集中采购成趋势.....	6
3、竞争格局：4 大供应商类型，市场非常分散.....	8
4、发展趋势.....	8
(二) 美国办公文具行业：市场集中度高，B 端一站式服务成传统龙头主要渠道.....	9
1、美国办公文具行业规模维持在 435-440 亿美元，比较稳定.....	9
2、渠道变迁：2B 直销成为主流，线下零售遭受冲击.....	9
3、美国办公文具行业两大巨头市占率合计超过 70%.....	10
二、晨光文具和齐心集团——两大文具龙头.....	11
(一) 晨光齐心市占率领先，行业龙头地位凸显.....	11
(二) 信息系统提升效率，物流仓储合力助阵盈利.....	12
1、信息管理系统及时反馈，保证供应链控制.....	12
2、物流与仓储为销售渠道保驾护航.....	12
(三) 晨光文具：传统文具业务起家，办公文具业务快速发展.....	12
1、营收、净利润增速双高.....	14
2、ROE 表现优秀，资产周转率和净利率高.....	15
3、毛利率略有下滑，晨光盈利能力相对更好.....	15
4、期间费用率相对稳定，控制能力逐年增长.....	16
5、存货、固定资产加速周转，应收账款周转下降明显.....	17
6、现金流回款稳定，收现能力优异.....	18
7、人均产值逐年上升，生产效率高.....	18
(四) 齐心集团：深耕大办公 20 年，业绩增长动力强.....	19
1、收入、利润近年增速明显.....	19
2、ROE 持续向上转好.....	19
3、毛利率略有下滑.....	20
4、期间费用率相对稳定，费用控制出色.....	21
5、存货、固定资产加速周转，应收账款周转下降明显.....	21
6、现金流回款基本稳定.....	22
7、人均产值逐年上升.....	23
三、办公业务巨头：科力普&齐心 B2B 办公物资集采.....	24

（一）晨光科力普：办公直销，一站式采购贸易商模式.....	24
1、多重核心优势助力营收高速增长.....	25
2、重视现金流、账期管理.....	25
（二）齐心文具：B2B 办公巨头，“大办公”电商服务平台.....	26
1、静水流深，多年深耕办公领域终育熟.....	27
2、办公用品项高增，带动主营收入向上.....	28
（三）办公文具行业空间广阔，行业龙头大有可为.....	29
四、风险提示.....	29

图表目录

图表 1	我国办公用品消费市场规模预测（万亿元）	6
图表 2	细分市场占比	6
图表 3	办公用品商业模式	7
图表 4	我国政府事业单位及大型央企集中采购办法	7
图表 5	供给端 4 类供应商	8
图表 6	需求端 3 类直销市场	8
图表 7	中国办公用品及文具零售市场份额	8
图表 8	美国办公用品及文具零售市场份额	8
图表 9	美国办公文具行业规模（百万美元）及同比增长	9
图表 10	美国办公用品市场门店零售产品分类及占比	9
图表 11	美国办公用品主流销售渠道	10
图表 12	美国办公用品销售渠道占比	10
图表 13	美国办公用品零售市场竞争格局	10
图表 14	晨光文具“一体两翼”&“B+C”业务布局	11
图表 15	齐心文具“大办公”业务布局	11
图表 16	文具行业上市公司市占率	12
图表 17	办公文具收入及增速（亿元）	13
图表 18	书写工具收入及增速（亿元）	13
图表 19	学生文具收入及增速（亿元）	13
图表 20	ToC-传统门店收入及增速（百万元）	14
图表 21	ToC-晨光生活馆+九木杂物社收入及增速（百万元）	14
图表 22	: ToB-科力普收入及增速（百万元）	14
图表 23	晨光收入及增速（亿元）	15
图表 24	晨光归母净利润及增速（亿元）	15
图表 25	晨光文具 ROE 变化（%）	15
图表 26	晨光文具杜邦分析	15
图表 27	晨光文具分业务毛利率变化（%）	16
图表 28	晨光文具分业务毛利率变化（%）	16
图表 29	晨光文具分业务毛利率变化（%）	16
图表 30	晨光文具管理/销售/财务费用率（%）	17
图表 31	晨光文具存货周转率（%）	17
图表 32	晨光文具应收账款周转率（%）	17

图表 33	晨光文具固定资产周转率 (%)	18
图表 34	晨光文具经营性现金流情况-返现收入 (%)	18
图表 35	晨光文具经营性现金流情况-返现利润 (%)	18
图表 36	晨光文具人效 (万元/人)	19
图表 37	齐心收入及增速 (亿元)	19
图表 38	齐心归母净利润及增速 (亿元)	19
图表 39	齐心集团 ROE 变化 (%)	20
图表 40	齐心集团杜邦分析	20
图表 41	齐心集团分业务毛利率变化 (%)	20
图表 42	齐心集团分业务毛利率变化 (%)	20
图表 43	齐心集团分业务毛利率变化 (%)	21
图表 44	齐心集团管理/销售/财务费用率 (%)	21
图表 45	齐心集团存货周转率 (%)	22
图表 46	齐心集团应收账款周转率 (%)	22
图表 47	齐心集团固定资产周转率 (%)	22
图表 48	齐心文具经营性现金流情况-返现收入 (%)	23
图表 49	齐心文具经营性现金流情况-返现利润 (%)	23
图表 50	齐心集团人效 (万元/人)	23
图表 51	晨光科力普“产品矩阵=产品+服务+方案”	24
图表 52	晨光科力普集采解决政府采购痛点	24
图表 53	晨光科力普客户——历年中标国企、政府等单位项目	25
图表 54	晨光科力普历年收入情况 (单位: 亿元)	25
图表 55	科力普收入、增速、占比 (亿元, %)	26
图表 56	科力普净利润、增速 (亿元)	26
图表 57	科力普经营性现金流 (百万元)	26
图表 58	齐心文具 B2B 办公物资集采收入拆分 (不含 SaaS 软件服务收入)	27
图表 59	齐心文具品牌发展之路——从“品牌制造商”向“平台服务供应商”升级转型	27
图表 60	齐心 B2B 业务收入渠道占比	28
图表 61	齐心 B2B 办公物资集采业务生产&采购模式	28
图表 62	2018 年以来齐心办公集采客户中标项目 (含: 政府/央企/银行/军队/民企等)	28
图表 63	办公用品收入及增速 (亿元)	29
图表 64	办公设备收入及增速 (亿元)	29
图表 65	B2B 办公物资业务收入 (亿元)	29

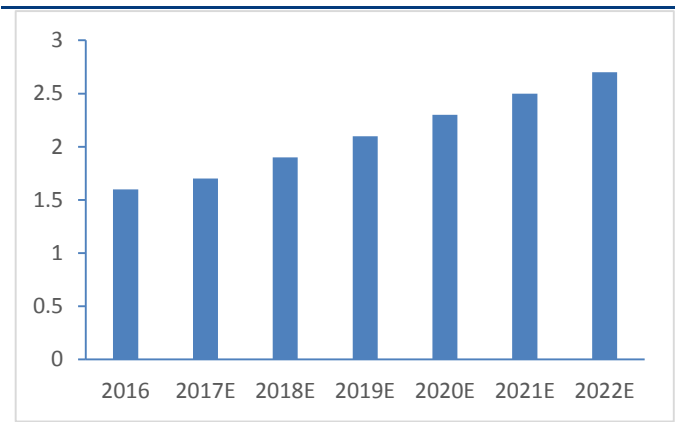
一、办公文具行业：行业快速发展期，规模效应亟待释放

（一）国内办公文具市场：市场规模大，竞争格局分散

1、市场规模：大办公 1.6 万亿，设备类占比过半

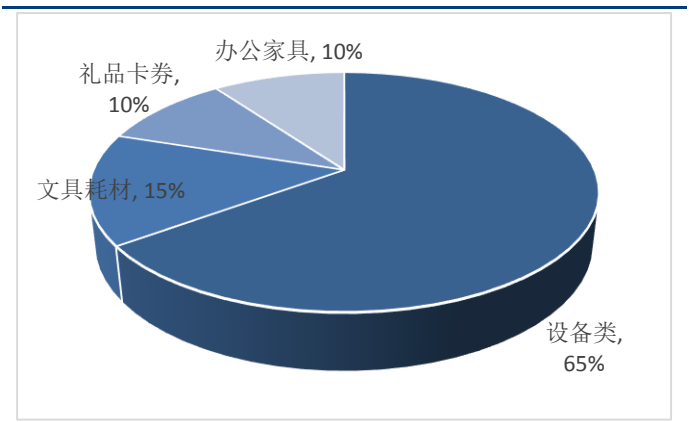
2016 年大办公用品市场规模 1.6 万亿。企业办公用品市场是规模巨大的 B 端市场，国内大办公用品市场包括办公家具、设备、文具耗材、礼品卡券等细分市场。2016 年我国办公家具行业实现产量 3.2 亿件，按每件均价 500 元测算，办公家具市场规模约 1600 亿；2016 年我国人口 13.8 亿，估算人均文具耗材消费额约为 15/月，以此推算 2016 年文具耗材市场规模为 2484 亿。办公家具市场及文具耗材市场在大办公用品市场的份额约为 25%，由此推之，2016 年大办公用品市场规模 1.6 万亿，预计未来 3-5 年 CAGR 约 9%，到 2022 年，大办公用品市场规模预计达 2.7 万亿。

图表 1 我国办公用品消费市场规模预测（万亿元）



资料来源：2017 年科力普供应商大会数据分析，华创证券

图表 2 细分市场规模占比



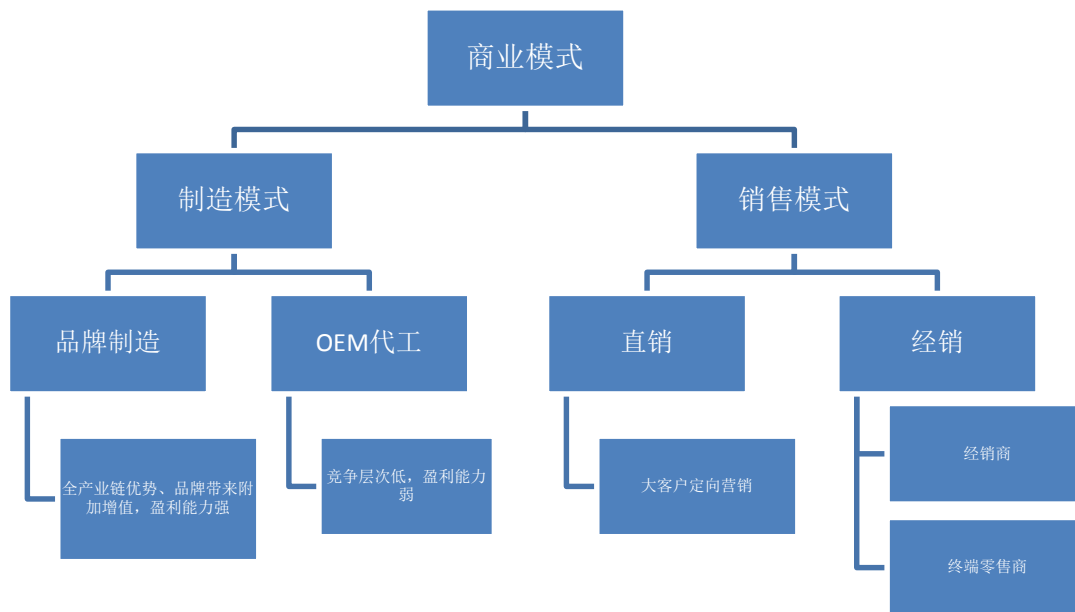
资料来源：智研咨询，华创证券

目前市场上的产品种类主要有四类：设备（65%）、文具耗材（15%）、礼品卡券（10%）和办公家具（10%）。此外，考虑到政府和央企对 MRO（维护、维修、运行）类产品的需求逐步加大并将其加入集采包，国内办公用品集中采购市场规模将达到 3-4 万亿。

2、行业模式：直销经销两大渠道，集中采购成趋势

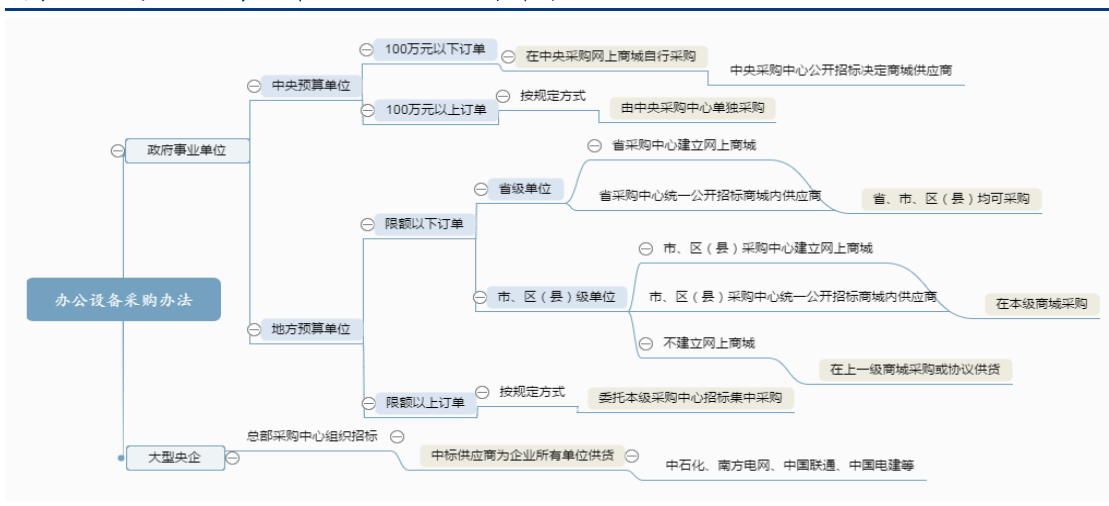
办公文具行业整体可以划分为直销和经销两大渠道，办公文具企业在产业中主要发挥平台的功能（即大部分商品通过代工、采购所得）。直销模式是指办公用品企业以定向营销、直营店、电子商务等方式实现直接销售，在我国主要体现在向政府机构、大型企业等大客户销售产品；经销模式：办公用品企业通过经销商销售至零售终端，最终间接地将产品销售给消费者，企业不直接面对消费者。经销是目前国内比较普遍的办公用品销售模式，而直销渠道则对供应商的综合能力提出较高的要求。

图表 3 办公用品商业模式



资料来源：华创证券整理

图表 4 我国政府事业单位及大型央企集中采购办法



资料来源：华创证券整理

办公直销是 B 端客户办公用品采购的主要渠道，B 端大型企业至关重要。从 2013 年开始，政府及央企从协议供货方式向集中采购方式转变，政府采购阳光化、透明化带动了大型国有企业做集中采购，中型企业也正从专职人员自主采购的模式向集约式采购发展。在此背景下，小型供应商因资质问题逐渐失去竞争力，可能会选择成为办公直销龙头的落地服务商，行业集中度提升。以科力普为例，政府及事业单位、央企和超大型企业、大型企业占比达到 75%-85% 之巨，利润空间同样可观。

3、竞争格局：4大供应商类型，市场非常分散

从供给-需求方面来看，我国办公用品市场上有四类供应商，分别对应三类直销市场。其中国际巨头和国内龙头在政府及大中型企业采购市场上占据优势，但中小型品牌在大量的小微企业市场中也可以以区域性及多样性占据优势。

图表 5 供给端 4 类供应商

	代表性供应商
国际巨头	史泰博、欧迪
国内品牌办公用品龙头	齐心、得力
各种规模的办公用品经销商	区域性销售
大型线上零售平台和线下零售商	京东、苏宁云商和各大超市

资料来源：华创证券整理

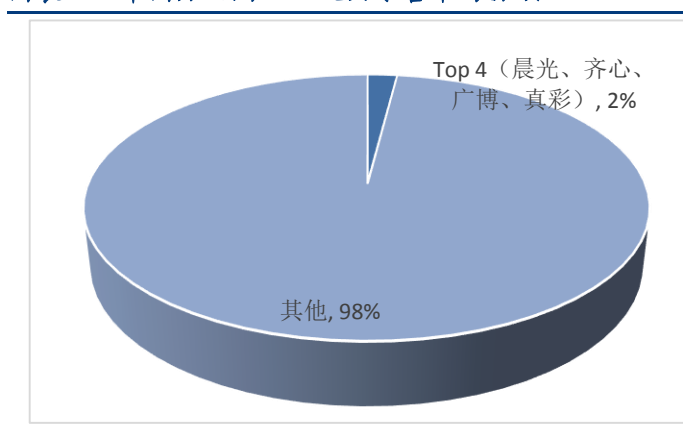
图表 6 需求端 3 类直销市场

	直销市场特点
政府采购市场	由于政府需要保持采购平台的竞争以获得更低的价格，平台上的供应商呈现出非常多样的状态，既有史泰博这样的国际巨头，也有国内品牌龙头和大量的经销商
大、中型企业	国际巨头和国内品牌办公用品龙头在大型企业招投标方面占据优势，而区域型的经销商则在满足中型企业的需求方面有独特优势
大量的小微企业	通过零售商满足采购需求，大型零售平台以品类的多样性占据优势

资料来源：华创证券整理

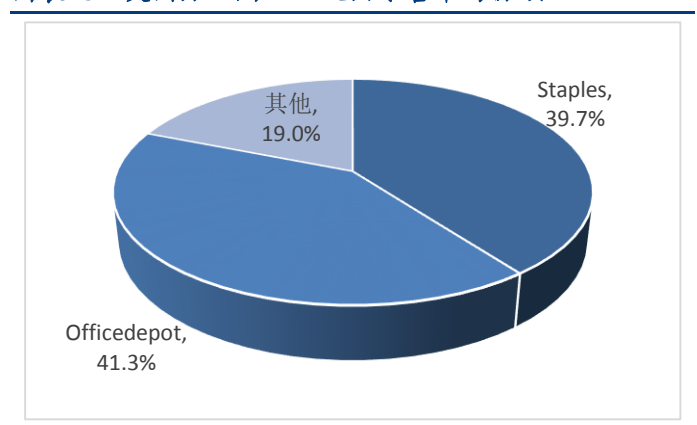
与成熟的欧美文具市场相比，我国文具行业尚处于快速发展阶段，消费者对产品设计、质量等多方面的需求面临升级，同时文具行业整体规模较小，集中度较低，以 2014 年规模以上办公用品生产企业主营收入近 1000 亿元测算，晨光、齐心、广博、真彩办公用品合计仅占 2%，与美国 2016 年办公用品及零售 TOP2（史泰博、欧迪）合计 81% 的占比差距极大，国内市场进一步开拓整合的潜力很大。

图表 7 中国办公用品及文具零售市场份额



资料来源：中国产业信息网，华创证券

图表 8 美国办公用品及文具零售市场份额



资料来源：中国产业信息网，华创证券

4、发展趋势

从 B 端来看，目前还处于资本投入阶段，后续盈利逐步提升：

1、行业仍处于高速发展阶段，市场开拓整合潜力大

我国服务业的高速发展势必会创造出大量的办公室岗位，继而产生较大的办公用品需求。再者，目前办公用品市场集中度低，随着政府、央企等 B 端大客户阳光化采购的推进，行业龙头拥有极大的潜在客户群体，未来业绩有望维持高速增长；同时由于行业 Top 在开发并维持大客户群体方面的突出优势，行业集中度也将大幅提高。

2、资本投入需求大，压制盈利能力

由于 B 端业务对服务能力的要求高，因此龙头需要实现仓储物流系统建设、终端服务网络下沉等，换言之，收入端持续高增长，也就要求龙头同时投入大量的资本进行配套建设，这将导致盈利水平短期内将处于低位。

3、规模效应释放，盈利水平有望逐步提升

中长期来看，规模扩张，一方面有利于增强对供应商的议价能力，另一方面分摊前期资本投入所带来的费用及成本。

(二) 美国办公文具行业：市场集中度高，B 端一站式服务成传统龙头主要渠道

1、美国办公文具行业规模维持在 435-440 亿美元，比较稳定

办公文具是办公用品的主要组成部分，2016 年美国办公文具行业总规模约为 429 亿元，同比下滑 1.3%，近年来一直维持在 435-440 亿美元之间，行业规模相对稳定。

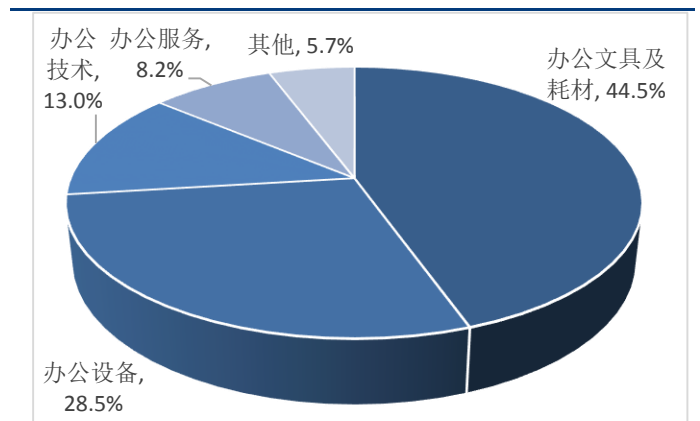
办公用品主要包括传统办公文具及耗材（如笔、笔记本、油墨等），办公设备（如打印机、计算器等），办公用技术产品（电脑、办公软件等），办公服务（复印、打印服务等）以及其他用品（办公家具等）等几大类。其中传统办公文具及耗材的销售额占比最高，根据零售数据，传统办公文具以及耗材在美国办公用品行业的销售额占比约为 44.6%，办公设备销售额占比次之，约为 28.5%，技术产品、办公服务占比分别为 13%、8.2%。

图表 9 美国办公文具行业规模（百万美元）及同比增长



资料来源：智研咨询，华创证券

图表 10 美国办公用品市场门店零售产品分类及占比

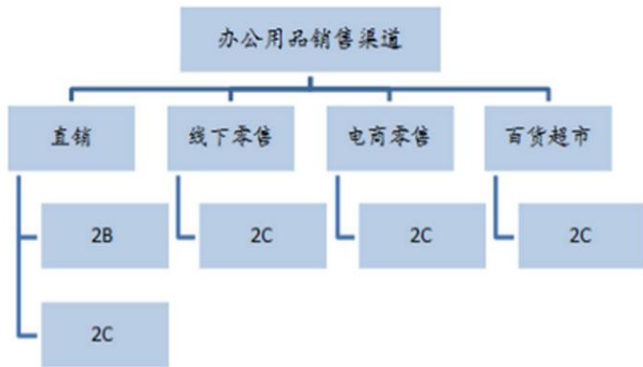


资料来源：智研咨询，华创证券

2、渠道变迁：2B 直销成为主流，线下零售遭受冲击

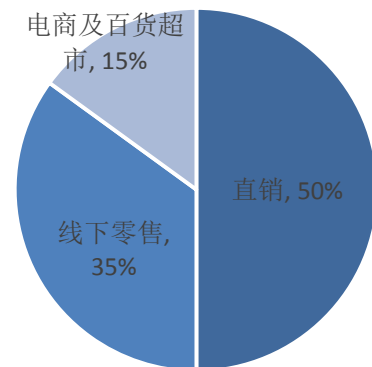
美国办公用品销售渠道主要包括直销、线下零售、综合性电商以及大型百货超市等几大类，市场占比分别约为 50%、35%、15%。办公直销是 B 端客户办公用品采购的主要渠道；ToC 端零售中，随着网购便利性的提升及性价比优势的显现，线上销售正逐渐抢占线下零售市场份额。

图表 11 美国办公用品主流销售渠道



资料来源：中国产业信息网，华创证券

图表 12 美国办公用品销售渠道占比

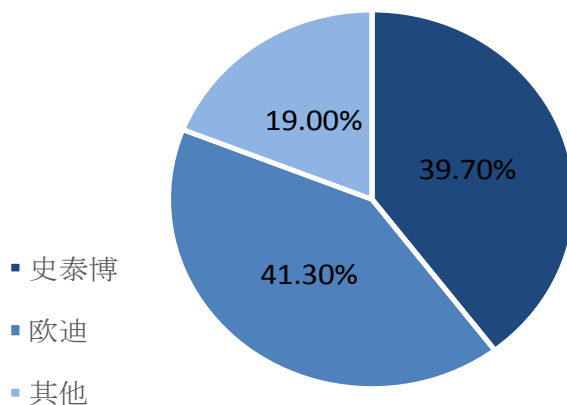


资料来源：智研咨询，华创证券

3、美国办公文具行业两大巨头市占率合计超过 70%

美国的办公用品市场呈现寡头垄断格局。虽然近年来受到零售超市（如沃尔玛，Target 等）和综合性电商的冲击，但美国办公用品行业集中度仍非常高。2016 年史泰博、欧迪办公在办公用品的市场份额分别达到 39.7%、41.3%。

图表 13 美国办公用品零售市场竞争格局



资料来源：智研咨询，华创证券

二、晨光文具和齐心集团——两大文具龙头

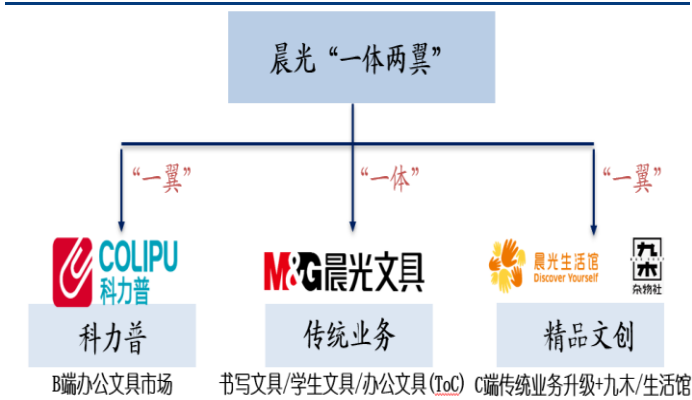
晨光文具和齐心集团是我国两家文具行业龙头，市占率分别 7.2% 和 2.6%。两家公司均成立于上世纪 90 年代。晨光文具是我国文具产业的综合文具公司，主要从事品牌书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售。公司以传统文具业务为体，办公用品（B 端）和精品文创（C 端）为翼，布局“一体两翼”。齐心文具是为企业提供现代办公整体解决方案的服务商，主营业务围绕大办公产业链所涵盖的硬件、软件和服务等多个领域，公司布局在线印刷、云计算服务、SAAS CRM 和财税 SAAS 领域。晨光文具 2018 年营业收入 85 亿元，其中办公文具 46 亿元。齐心集团 2018 年营业收入 42 亿元，其中办公用品和办公设备共 38 亿元。

（一）晨光齐心市占率领先，行业龙头地位凸显

晨光文具是我国文具产业的综合文具公司，致力于提供高性价比的文具用品，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。目前公司开设九木杂物社、发力精品文具赛道，以产品作为设计和美感为载体，实现从文具龙头向文创龙头转型。公司成立于 1990 年，以代销文具起步，后专注制笔行业，2012 年，开设“晨光生活馆”直营店，2013 年开设晨光科力普办公直销平台，2015 年成功上市，2016 年建立九木杂物社，2017 年收购美国办公用品龙头欧迪办公。**产品端：**1) 书写工具；2) 学生文具；3) 办公文具。**渠道端：**1) C 端门店/九木/生活馆，面向消费者；2) B 端科力普，政府、外企等客户为主。**核心优势：**1) C 端门店护城河深厚，品牌深入人心；2) B 端科力普高速拓展客户资源。

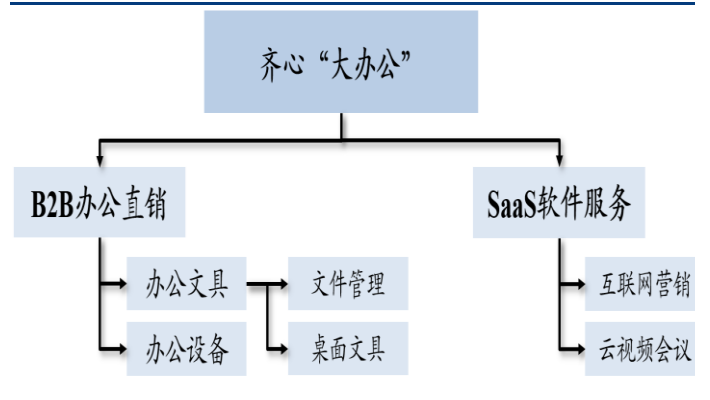
齐心文具是为企业提供现代办公整体解决方案的服务商，主营业务围绕大办公产业链所涵盖的硬件、软件和服务等多个领域，构建“硬件+软件+服务”的企业级综合办公服务平台，公司布局在线印刷、云计算服务、SAAS CRM 和财税 SAAS 领域。公司自 1991 年成立深耕办公用品行业，2009 年上市。2015 年后先后收购杭州麦苗和银澎云计算，布局办公 SaaS 云服务市场。**产品端：**1) 办公物资业务（办公用品+办公设备）；2) 互联网 SAAS 软件及服务。**渠道端：**集团客户，提供办公用品、提供 B2B、O2O、LINK、API 等多种聚合平台接入模式。**核心优势：**1) B 端 20 年累计 5 万优质客户资源；2) 一站式解决方案，办公硬软件+服务平台。

图表 14 晨光文具“一体两翼” & “B+C”业务布局



资料来源：公司公告，华创证券

图表 15 齐心文具“大办公”业务布局



资料来源：公司公告，华创证券

文教办公行业集中度有待提高，晨光齐心市占率快速发展。根据工信部的数据显示，2017 年我国文教办公用品行业主营业务收入 1086 亿元，2011-2017 年 CAGR 达 13.5%。而国内文具市场集中度有待提高，龙头企业成长空间大。据制笔行业协会数据显示，国内从事文具制造的企业高达 8000 家，其中规模以上生产企业 1500 家左右。大部分企业产品单一，竞争集中在低端产品，90% 的企业年销售额低于 1000 万元。按照各公司文具业务收入计算，2011-2017 年三家上市公司晨光文具、齐心集团、广博股份文具业务总市占率由 6.39% 提升至 9.30%，市场集中度逐渐提高。

图表 16 文具行业上市公司市占率

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
文教办公用品收入	507.96	604.55	740.5	868.8	970.8	1095.3	1086	1183.74
YOY	-	19.0%	22.5%	17.3%	11.7%	12.8%	-0.8%	9.0%
晨光文具收入	14.43	18.93	23.49	30.31	37.35	46.56	63.5	85.3
YOY	-	31.2%	24.1%	29.0%	23.2%	24.7%	36.4%	34.3%
/占比	2.8%	3.1%	3.2%	3.5%	3.8%	4.3%	5.8%	7.2%
齐心文具收入	8.6	14.64	16.78	16.33	15.54	26.37	28.39	31.33
YOY	-	70.2%	14.6%	-2.7%	-4.8%	69.7%	7.7%	10.4%
/占比	1.7%	2.4%	2.3%	1.9%	1.6%	2.4%	2.6%	2.6%
CR2	4.5%	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%	6.7%	8.5%	9.9%
广博文具收入	9.42	9.37	7.64	8.2	9.14	8.52	9.09	9.05
YOY	-	-0.5%	-18.5%	7.3%	11.5%	-6.8%	6.7%	-0.5%
/占比	1.9%	1.5%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%

资料来源: 工信部, 公司公告, 华创证券 (18 年尚未公布, 全年按 18H1 收入 9% 增速估计)

(二) 信息系统提升效率, 物流仓储合力助阵盈利

1、信息管理系统及时反馈, 保证供应链控制

晨光 SKU 超过 5000, 建立了较为完整的信息管理系统, 实现以 ERP 为核心, DRP (分销系统)、eHR (人力资源管理系统)、PDM (产品设计系统)、模具生产系统、自动生产排程系统、计件工资系统为辅的信息系统的整合和数据共享。公司全面推进以 ERP 为核心的各业务管理信息项目建设, 不断提高公司供应链管理水平和效率。同时, 公司帮助各级经销商和加盟店进行信息化升级, 更加准确、及时地向公司进行产品销售情况的反馈, 加强公司对渠道的有效管理, 帮助公司更好地制定产品设计方案和生产计划。公司依托 DRP 信息系统监控全部一级经销商和部分已统一应用晨光 POS 系统的二三级经销商和零售终端的库存及销售状况, 针对各种异常状况实时进行预警和提示, 并可以及时发现和规避庞大分销渠道中货流的异常。

齐心大办公平台涵盖电脑及其配件、办公设备、办公耗材、办公家电甚至生活用品等 19 个大类、50 万种商品, 18 年新增 MRO 工业品, 产品种类不断丰富。在后台系统建设上, 公司将信息技术水平作为自身核心竞争力打造, 不断加强前台中台后台整个系统建设投入, 已建立以企业办公服务平台为前端, 以 OMS\COP\MDM 等为中台, 以 SAP、ERP、WMS 智能仓储管理系统等为后台的一体化电商信息服务系统, 保证与用户需求的有效对接的同时, 可将后方供应链体系联通, 提升整个供应链条的控制与效率。

2、物流与仓储为销售渠道保驾护航

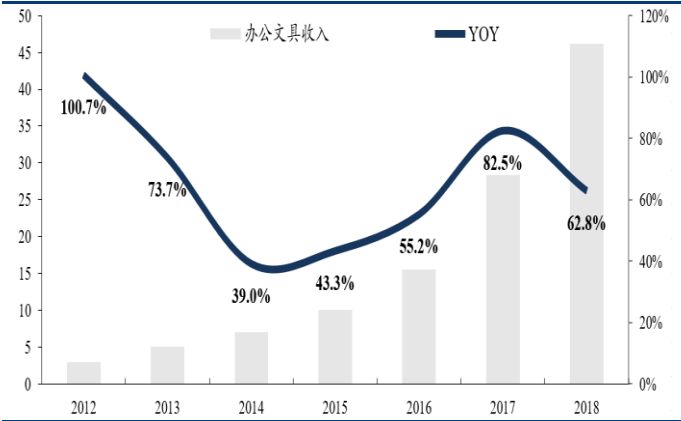
晨光物流系统由自有短途运输和第三方物流组成, 自有运输主参与产品调拨仓位和附近的专卖店、直营大店以及办公直销客户的运输工作; 各类产品及商品从公司仓库发往全国各经销商的仓库、其他省市地区的直营大店及办公直销客户, 主要由第三方物流 (德邦物流) 公司负责运输。科力普自建物流仓储保证服务高效准时: 科力普目前 5 各仓库在上海、北京、深圳等区域仓库已建好, 新设武汉、广州、成都分公司, 在杭州、石家庄设立了办事处。晨光实现从出厂到遍及全国 7 万家市场终端, 只需要 7 天时间。

齐心构建了从省级到市县级市场的渗透及服务能力。2018 年公司新建 7 个地区大仓, 形成 7 个地区仓+19 个省会仓 26 个大型仓储, 构建了省会自有服务+县级第三方服务的物流配送服务体系, 直营服务近 100 个核心区域。完善的物流服务网络建设让公司更少的依赖第三方服务商进行客户服务, 更好的把控服务质量, 提升直营区域的盈利能力。

(三) 晨光文具: 传统文具业务起家, 办公文具业务快速发展

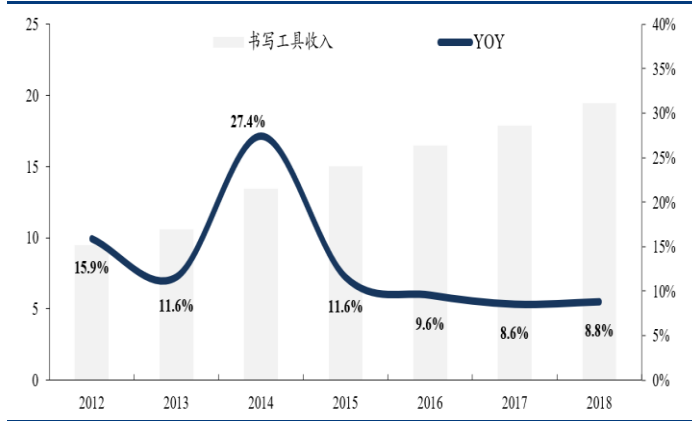
晨光文具收入主要来源于办公文具、书写工具及学生文具三大产品板块, 收入占比分别为 54%、23% 和 24%。办公文具自 2012 年 2.89 亿元增长至 2018 年 46.13 亿元, CAGR 为 54.24%。书写工具收入自 2012 年 9.47 亿元增长至 2018 年 19.46 亿元, CAGR 为 11.46%。学生文具自 2012 年 6.02 亿元增长至 2018 年 18.58 亿元, CAGR 为 19%。

图表 17 办公文具收入及增速（亿元）



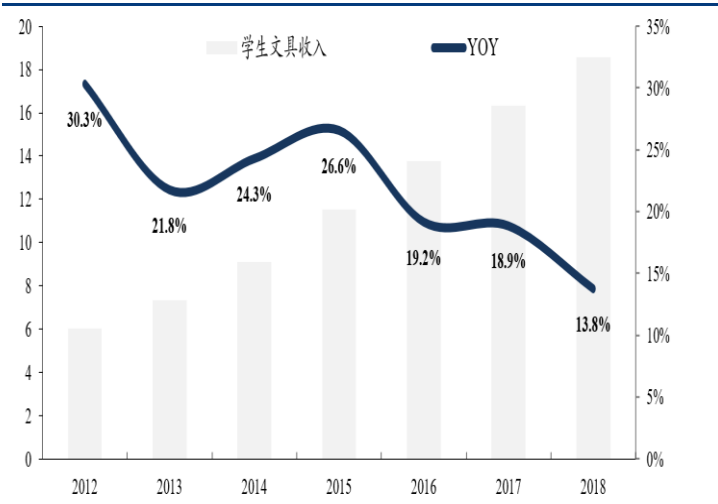
资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 书写工具收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

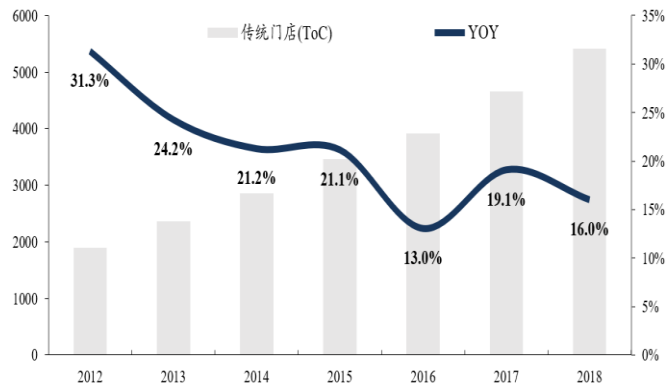
图表 19 学生文具收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

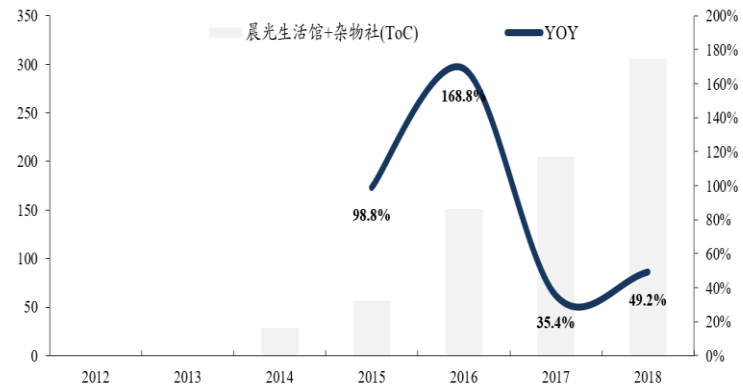
晨光文具收入来源于 ToC-传统门店、ToC-晨光生活馆+九木杂物社及 ToB-科力普三大渠道，收入占比分别为 63%、4%及 30%。2018 年 ToC-传统门店收入为 54.1 亿元，CAGR 为 17.92%；ToC-晨光生活馆+九木杂物社收入自 2014 年 0.28 亿元增长至 2018 年 3.06 亿元，CAGR 高达 60.93%；ToB-科力普收入自 2014 年 1.54 亿元增长至 2018 年 24.86 亿元，CAGR 高达 75.83%。

图表 20 ToC-传统门店收入及增速（百万元）



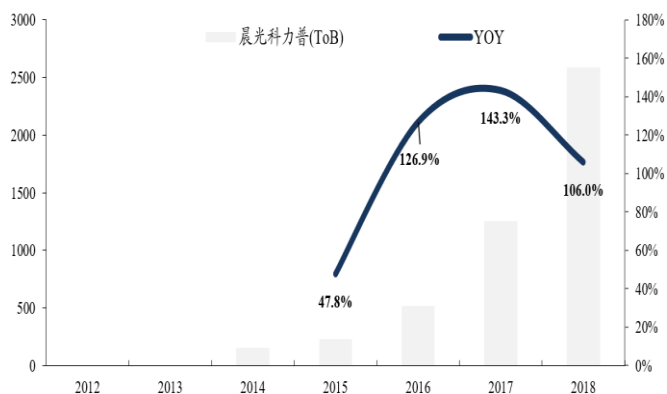
资料来源：公司公告，华创证券

图表 21 ToC-晨光生活馆+九木杂物社收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 22：ToB-科力普收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，华创证券

1、营收、净利润增速双高

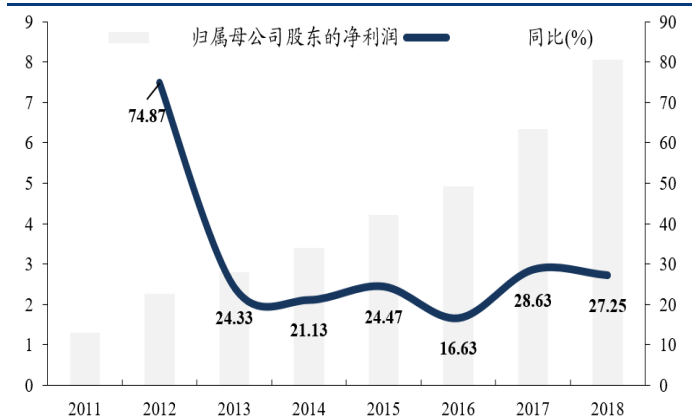
晨光文具 2018 年实现营收 85.35 亿元，同比增长+34.26%；归母净利润 8.07 亿元，同比增长+27.25%；扣非后归母净利润 7.49 亿元，同比增长+37.63%。2013-2018 年收入端复合增长率为+29.32%，归母净利润复合增长率为+23.55%，**收入和利润每年持续维持在 20+% 增长，喻示经营优秀。**在发展战略上，晨光文具拓展品类和区域从内销到外销、推进探索新业务模式如晨光科力普和新零售业务，加快探索产业链上优质资源的整合和并购。

图表 23 晨光收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 24 晨光归母净利润及增速 (亿元)

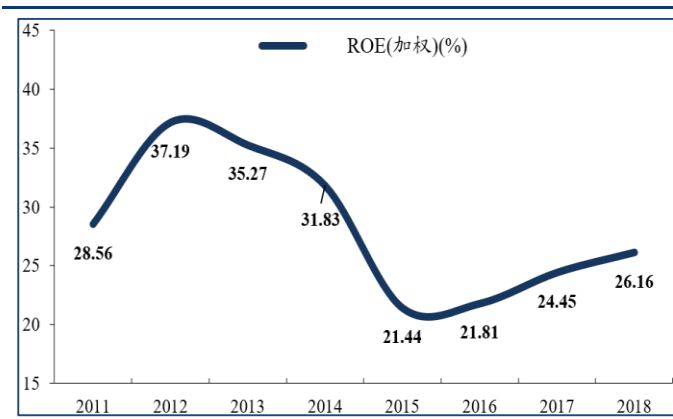


资料来源: 公司公告, 华创证券

2、ROE 表现优秀, 资产周转率和净利率高

晨光文具 ROE 在 2012 年达到峰值 37.19% 后下降至 21.44%, 自 2015 年起逐年缓慢回升, 2018 年 ROE 为 26.16%。八年间 ROE 均保持在 20% 以上, 盈利能力、营运能力及周转能力均处于较好水平。

图表 25 晨光文具 ROE 变化 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 26 晨光文具杜邦分析

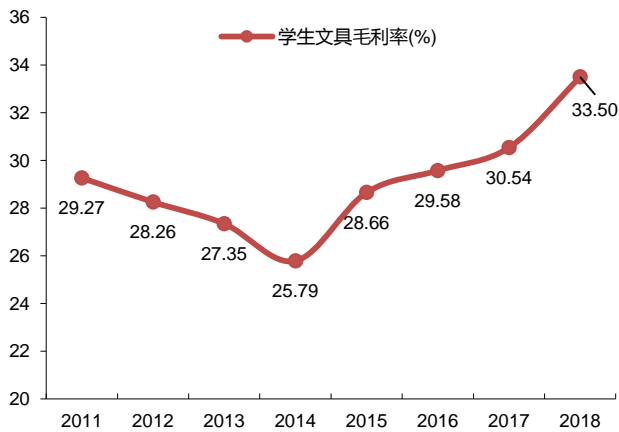


资料来源: Wind, 华创证券

3、毛利率略有下滑, 晨光盈利能力相对更好

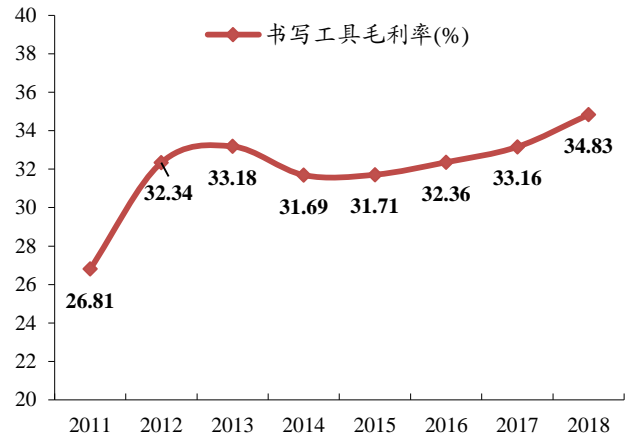
晨光文具 2016-2018 年三年综合毛利率分别为 26.42%、25.73%、25.83%; 由于 B 端业务高速放量增长, 毛利率略有下滑。分业务来看, 晨光学生文具、办公文具毛利率持续上升, 精品文创升级显著; ToB 科力普+ToC 办公毛利率保持上升, 暗示晨光 ToB 端业务品质及议价权提升。

图表 27 晨光文具分业务毛利率变化 (%)



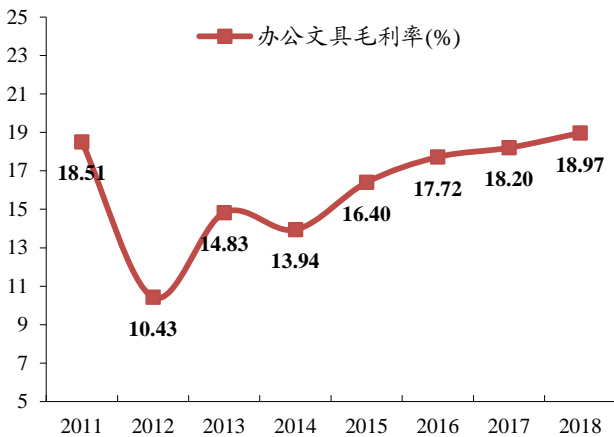
资料来源: Wind, 华创证券

图表 28 晨光文具分业务毛利率变化 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 晨光文具分业务毛利率变化 (%)

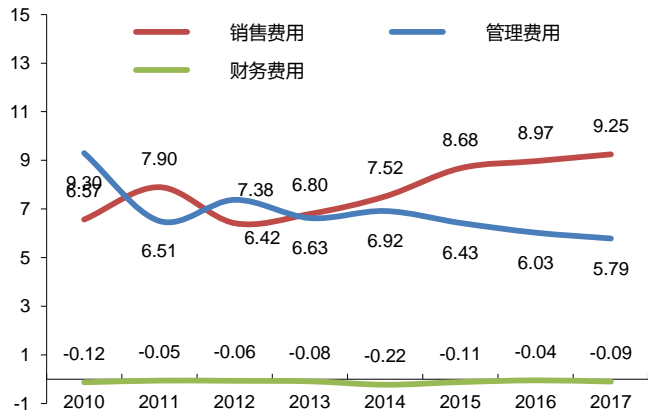


资料来源: Wind, 华创证券

4、期间费用率相对稳定，控制能力逐年增长

晨光文具 2016-2018 年三年期间费用率分别为: 15.00%/14.96%/14.95%，费用管控能力出色。从费用结构来看: (1) **销售费用**: 伴随着 C 端生活馆和九木杂物设的渠道加速扩张，销售费用率随之增长，但是整体由于良好的扩张节奏和管控能力，销售费用率提升在可控范围内。(2) **管理费用**: 受益于规模效应的叠加，管理费用率持续下行; (3) **财务费用**: 由于账面拥有充沛的货币现金，公司通过积极的理财业务获得利息收入，常年财务费用率为负; 同时充沛的现金也为企业寻求外部并购投资机会带来了更低的内源融资成本。

图表 30 晨光文具管理/销售/财务费用率 (%)

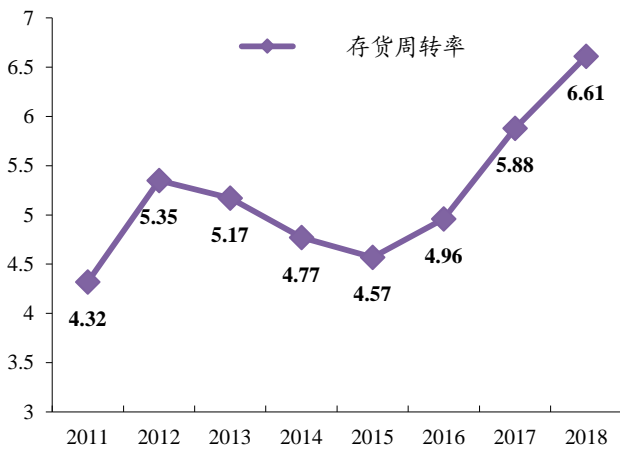


资料来源: 公司公告, 华创证券

5、存货、固定资产加速周转, 应收账款周转下降明显

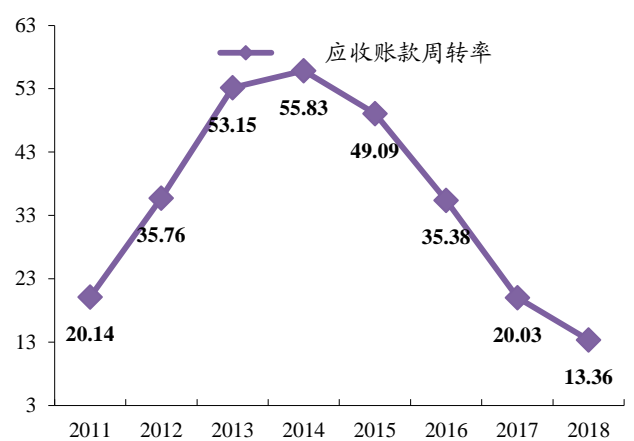
晨光文具自 2015 年以来存货/固定资产加速周转, 18 年存货/固定资产周转率较同期分别提升 0.73pct/1.83pct。由于 B 端科力普业务的放量增长, 应收账款周转率持续下降; 但下游应收款单位主要有国网物资、联通集成、中石化、电信, 发生坏账的风险低。

图表 31 晨光文具存货周转率 (%)



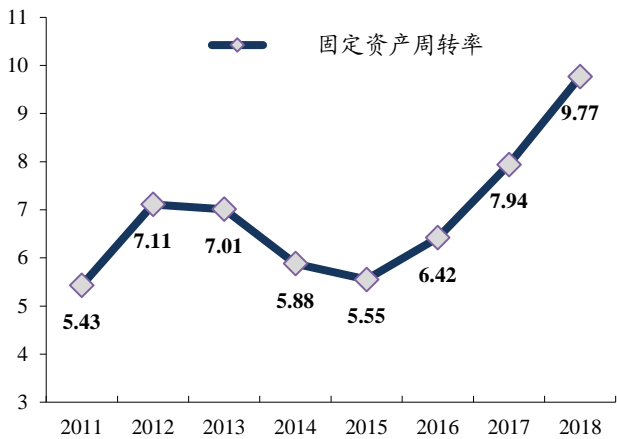
资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 晨光文具应收账款周转率 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 晨光文具固定资产周转率 (%)

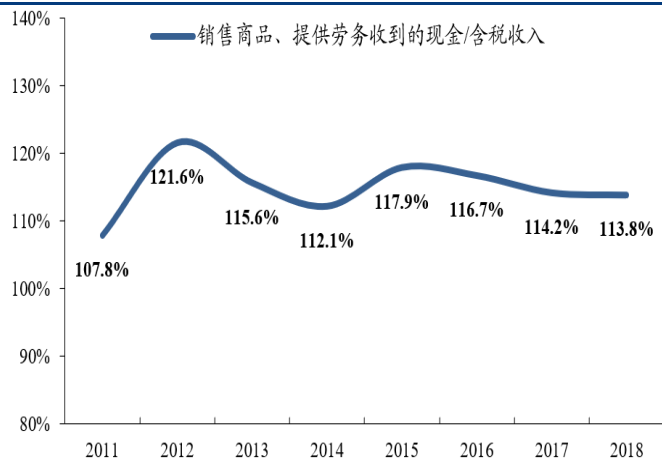


资料来源: Wind, 华创证券

6、现金流回款稳定，收现能力优异

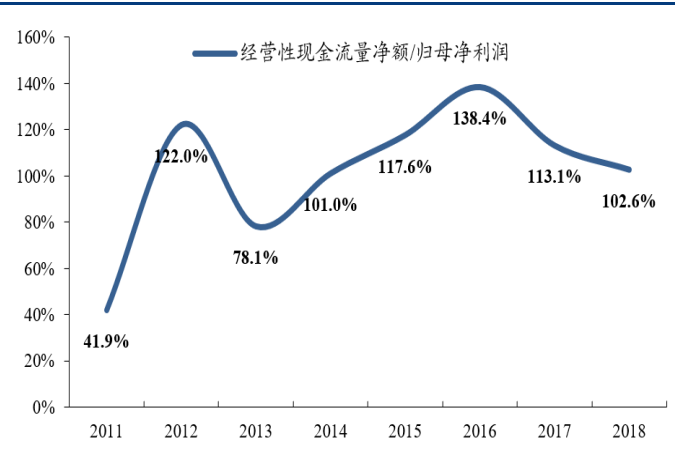
晨光文具返现收入均保持在 100% 以上，近三年返现利润均保持在 100% 以上，收入中收到的现金十分稳定，回款质量高。

图表 34 晨光文具经营性现金流情况-返现收入 (%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 35 晨光文具经营性现金流情况-返现利润 (%)

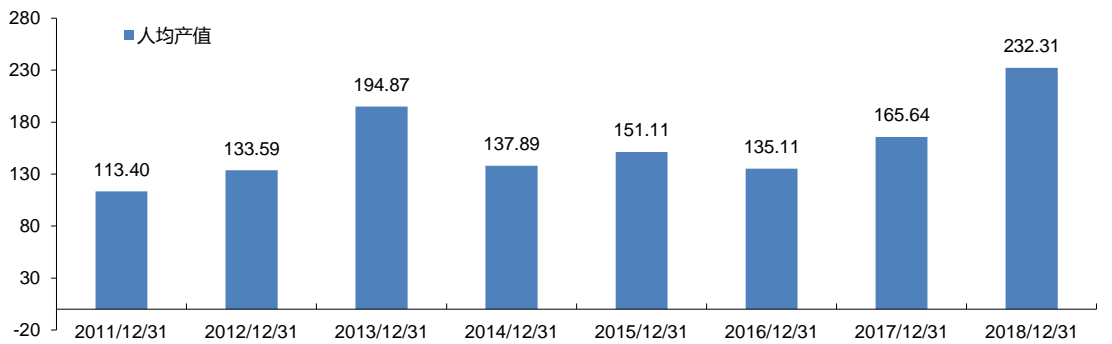


资料来源: 公司公告, 华创证券

7、人均产值逐年上升，生产效率高

晨光文具人均产值由 2011 年 113.40 万元/人上升至 2018 年的 232.31 万元/人。

图表 36 晨光文具人效 (万元/人)



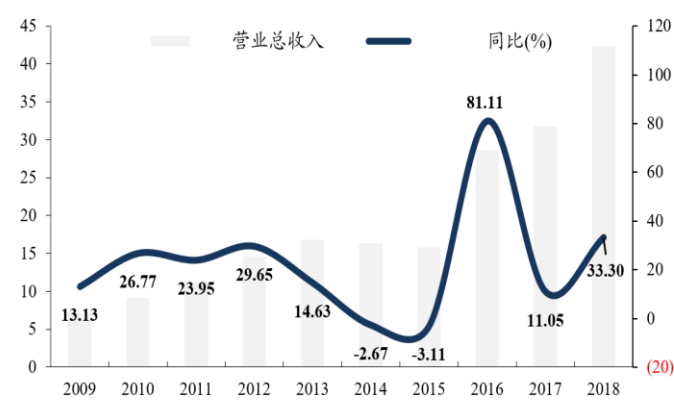
资料来源: 公司公告, 华创证券

(四) 齐心集团: 深耕大办公 20 年, 业绩增长动力强

1、收入、利润近年增速明显

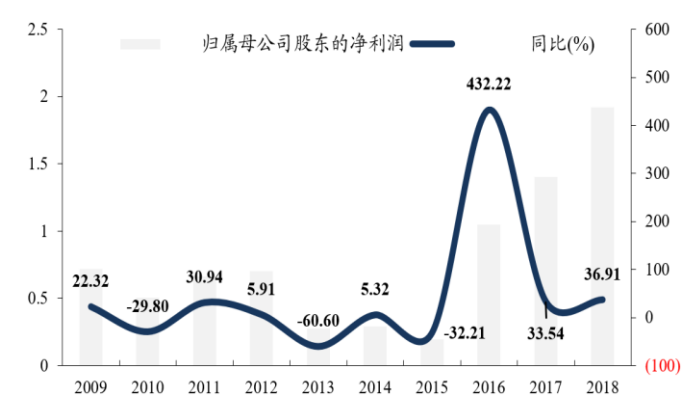
齐心集团 2018 年实现营收 42.41 亿元, 同比增长+33.30%; 归母净利润 1.92 亿元, 同比增长+36.91%; 扣非后归母净利润 1.35 亿元, 同比增长+11.62%。2013-2018 年收入端复合增长率为+20.38%, 归母净利润复合增长率为+47.36%; **B2B 办公业务放量与增利是核心驱动力, 2018 年增速 91.9%**。在发展战略上, 齐心集团采用“B2B 办公物资+云视频办公服务”双轮驱动, 通过持续叠加办公物资品类与服务, 为客户提供多场景办公整体解决方案。

图表 37 齐心收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 38 齐心归母净利润及增速 (亿元)

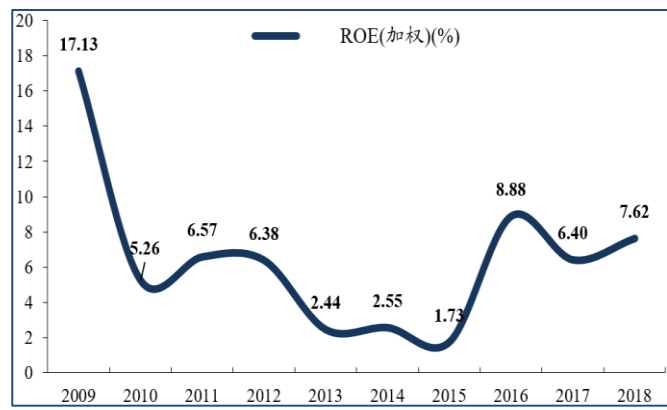


资料来源: 公司公告, 华创证券

2、ROE 持续向上转好

齐心集团 ROE 水平在 6% 左右波动, 自 2016 年以来整体呈现上涨趋势。

图表 39 齐心集团 ROE 变化 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 齐心集团杜邦分析

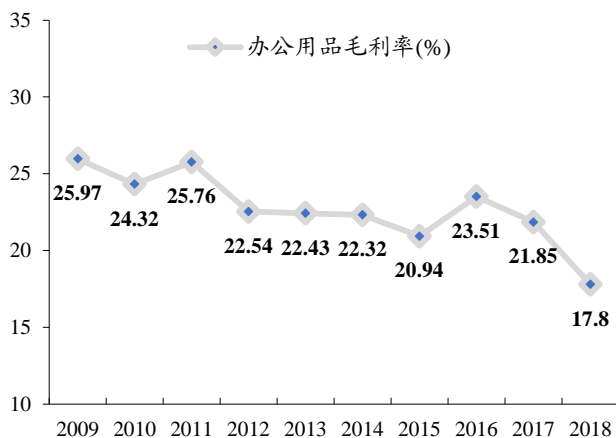


资料来源: Wind, 华创证券

3、毛利率略有下滑

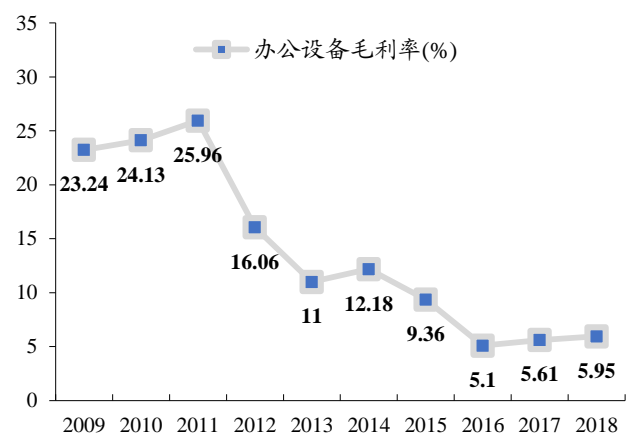
齐心集团 2016-2018 年三年综合毛利率分别为 17.42%、19.29%、18.21%；受益于软件业务占比结构提升，办公用品毛利率下滑 4.1pct，毛利率略降 1pct。分业务来看，齐心集团办公用品、办公设备、软件产品及服务毛利率有所下跌。

图表 41 齐心集团分业务毛利率变化 (%)



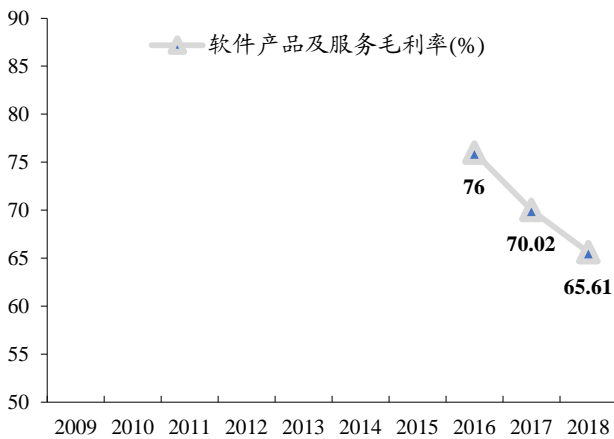
资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 齐心集团分业务毛利率变化 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 齐心集团分业务毛利率变化 (%)

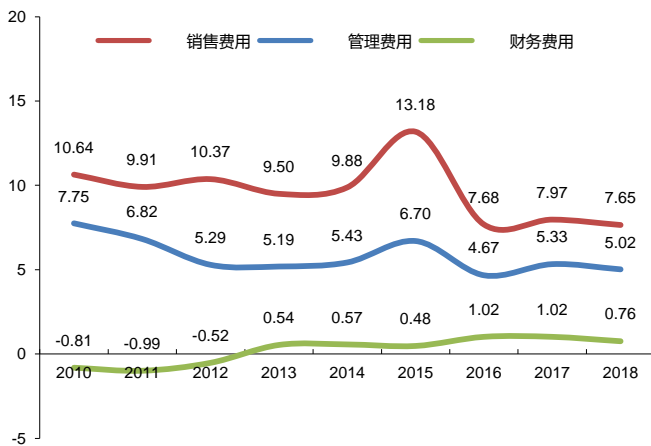


资料来源: Wind, 华创证券

4、期间费用率相对稳定，费用控制出色

齐心集团 2016-2018 年三年期间费用率分别为：13.37%/14.32%/13.43%，处在比较稳定的水平。从费用结构来看：
 (1) **销售费用**：由于主营业务主要以 ToB 端为主，在渠道开拓的过程中不需要投放大量的广告宣传，故波动较小；
 (2) **管理费用**：职工薪酬、中介咨询服务费细项提升，导致管费率略有提升；
 (3) **财务费用**：18 年受汇兑损益（盈利）增多，同时利息收入减少，两者对冲，财务费用率基本与 17 年持平。

图表 44 齐心集团管理/销售/财务费用率 (%)

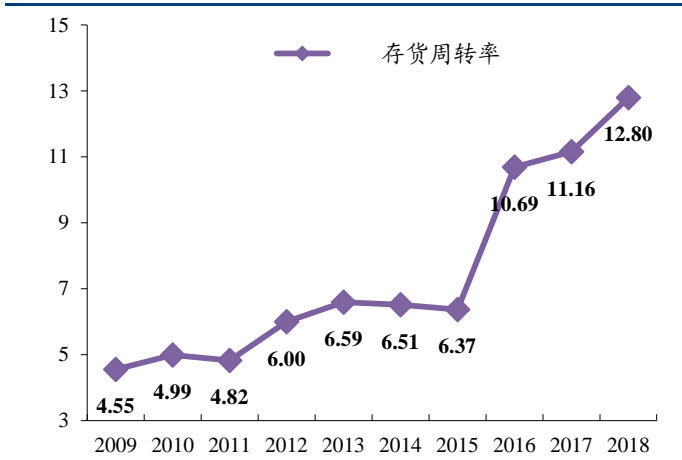


资料来源: 公司公告, 华创证券

5、存货、固定资产加速周转，应收账款周转下降明显

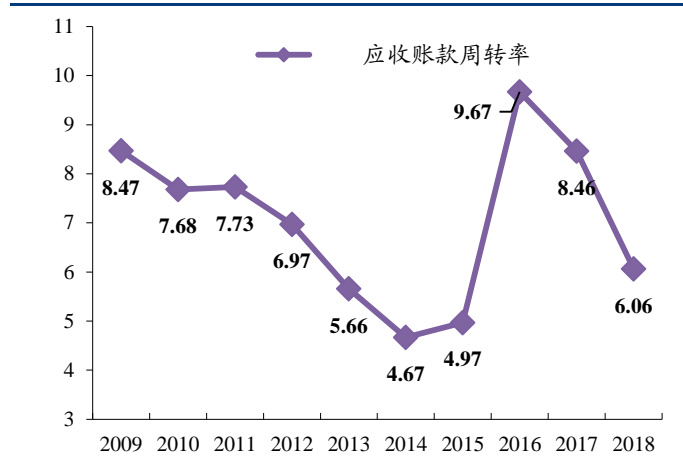
齐心集团自 2015 年以来存货/固定资产加速周转，18 年存货/固定资产周转率较同期分别提升 0.64pct/2.66pct，应收账款周转率下降 2.40pct。

图表 45 齐心集团存货周转率 (%)



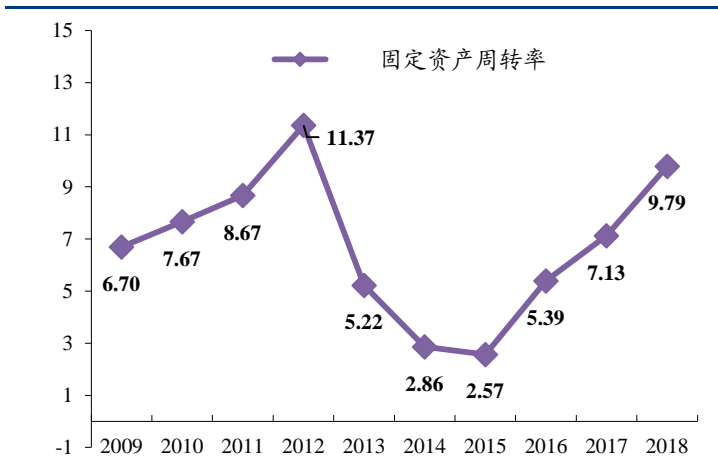
资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 齐心集团应收账款周转率 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

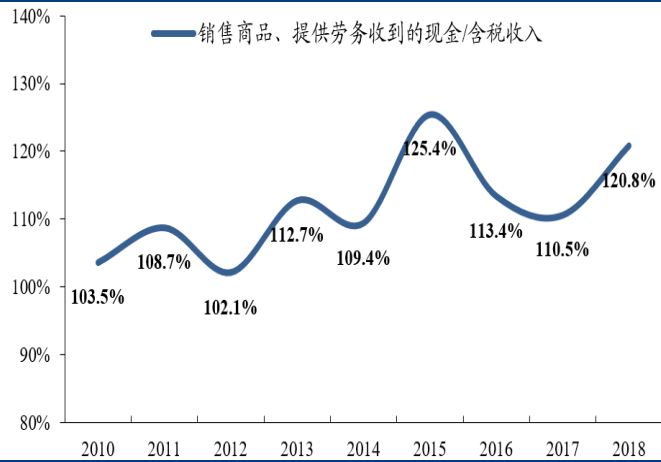
图表 47 齐心集团固定资产周转率 (%)



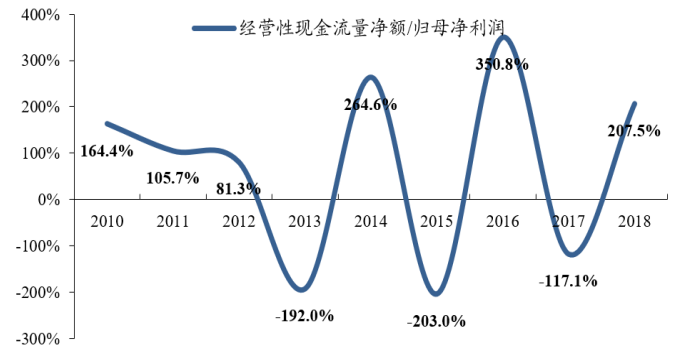
资料来源: Wind, 华创证券

6、现金流回款基本稳定

齐心集团返现收入呈现波动上升趋势，返现利润波动性较大，公司回款情况整体良好，但回款质量波动较大。

图表 48 齐心文具经营性现金流情况-返现收入 (%)


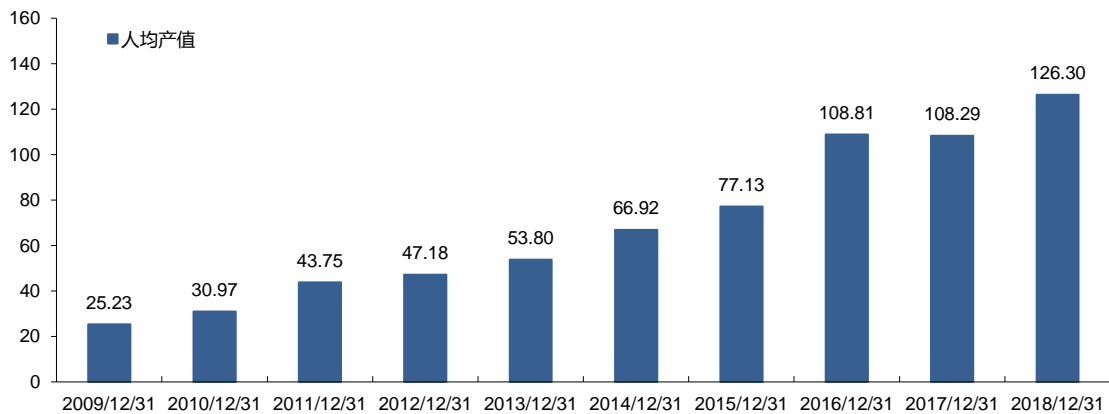
资料来源：公司公告，华创证券

图表 49 齐心文具经营性现金流情况-返现利润 (%)


资料来源：公司公告，华创证券

7、人均产值逐年上升

齐心集团人均产值由 2009 年 25.23 万元/人上升至 2018 年的 126.3 万元/人。

图表 50 齐心集团人效 (万元/人)


资料来源：公司公告，华创证券

三、办公业务巨头：科力普&齐心 B2B 办公物资集采

(一) 晨光科力普：办公直销，一站式采购贸易商模式

晨光科力普成立于 2012 年 12 月，是晨光集团旗下拓展办公用品销售模式的直销平台。在成立初的短短三年内，业绩增长达 13 倍，客户群体增长 7 倍至 5 亿，近 13000 家、670 个品牌供应商服务 5000 家大型、超大型客户，是国内办公用品行业最成熟，发展速度最快的办公用品一站式采购服务平台。

图表 51 晨光科力普“产品矩阵=产品+服务+方案”



资料来源：公司官网

一站式采购，解决传统政府采购痛点。随着政府采购规模的扩大，传统采购模式效率低下、过程不透明、成本偏高的缺点日益凸显。科力普通过打造“一站式”贸易平台的方式，有效针对性地解决传统政府采购的痛点。由于电商平台采购的诸多优点，政府采购向电商化转型成为大势所趋，科力普将在其中获得更大的发展潜力。

图表 52 晨光科力普集采解决政府采购痛点

传统政府采购痛点	科力普政府采购优势
办公产品品类繁多，搜集对比供应商耗时耗力，质量价格难兼得	强大的综合品类整合能力，稳定货源，厂家直供，价格优势，质量可靠，无假货
线下送货难，采购流程形式化，紧急需求无人处理	丰富的仓储资源和强大的全国配送覆盖能力，优化采购流程，保障第一时间快速响应
报表数据、支付方式、发票打印，不同政府部门需求标准不统一	提供个性化采购方案，通过大数据分析，提供更多的个性化功能开发
采购成本高，缺少采购灵活度	对网上下单订购提供多成本中心的设置，有效节约控制采购成本
“暗箱操作”，增加采购成本，低价中标/天价中标时有发生，采购成为腐败温床	多层次审批、产品可视化管理，使采购流程更加规范透明
商品出现问题时产生互相推让、埋怨不断、谁也不管现象	具有全国的售后服务能力，销售+客服服务模式，专业的技术售后服务团队，及时响应

资料来源：公司官网

图表 53 晨光科力普客户——历年中标国企、政府等单位项目

时间	中标项目	时间	中标项目
2016/1/18	解放军某部队物资采购网上商城供货资格	2017/6/30	中国石化2017-2018年度办公、日化用品集中采购项目
2016/4/25	天津市政府采购中心电子商城平台供货资格	2017/9/11	国家电网电商化采购项目
2016/5/23	安徽合肥公共资源交易中心电商供货资格	2017/9/11	中国联通电子商城供货资格
2016/6/22	央企政府采购电子卖场大企业供货资格	2017/11/15	中国南方电网电子商城集采项目
2016/8/8	河南省政府采购网上商城电商供货资格	2017/12/14	中国电力建设股份有限公司电子商城采购项目
2016/9/2	安庆市宜采商城电商、实体供货商会员库建库项目	-	中国移动采购项目
2016/11/17	广州公共资源交易中心电子商务平台电商供货资格	-	英大商务采购项目
2016/12/7	浙江省电子卖场电商供货资格	-	上航公司采购项目
2017/2/3	上海市政采购耗材电商项目供货资格	-	中化股份采购项目
2017/6/15	成都政府采购电商供货资格	2018/5/3	大唐集团18-20年度办公类物资超市化项目
2017/8/2	中央直属机关2017年货物类产品协议供货采购项目	2017/9/12	中信银行电商采购项目
2017/10/20	深圳宝安区网上政府采购项目	-	招商银行采购项目
2018/1/29	福建省政府采购网上超市供货资格	2018/2/23	中国邮政储蓄银行电商平台采购项目
2018/3/23	北京市市级行政事业单位18-19年度办公设备协议采购项目	2017/6/29	海航集团进行的通用办公类物资集中采购项目
2018/5/14	国税系统政府采购信息系统网上超市项目	-	耐克公司全国采购项目
2018/5/29	中央国家机关2018年电子卖场定点采购项目	-	金科地产全国采购项目
2018/6/5	哈尔滨市南岗区财政局网上商城电商入围资格项目	-	万科物业全国采购项目
		-	特斯拉全国采购项目

资料来源：晨光科力普官网

1、多重核心优势助力营收高速增长

晨光文具科力普客户拓展顺利，完善仓储布局。销售模式：团队地推+招投标。根据客户规模和采购方式主要分为三大类：一是超大型客户的定制营销，如国家电网、中国移动等；二是大中客户的合约销售，来实现持续性的批量销售；三是电子商务，主要针对网购型中小客户的零散购买。**核心竞争力：**商品组货、电商平台、物流供应链能力、服务能力；具体来看，客户需求反映迅速；了解国内文化与政府关系；专业化能力强，能够提供非标服务。**客户结构完整：**办公文具用品客户主要分为三类：政府采购、超大央企、企业客户。其中，政府及央企订购量占比 60%，企业客户约 30% 左右。**覆盖范围：**业务扩展至全国 14 个城市 7 大区域，涵盖京津冀、长三角、珠三角以及西南地区等。17 年前业务范围主要集中在上海地区，目前业务已扩展至全国七大区域，18 上半年新设武汉、广州、成都双流分公司，正式拓展华西和华中市场；此外 5 个中心仓已建成，包括 18 上半年建成的华西仓（成都）和华中仓（武汉）。**收购事件：**17 年 6 月科力普以零对价收购欧迪中国办公网 100% 股权，欧迪中国作为全球第二大办公用品专业供应商的在华子公司，欧迪中国 16 年收入 4.77 亿元，亏损约 6219 万元。

图表 54 晨光科力普历年收入情况（单位：亿元）

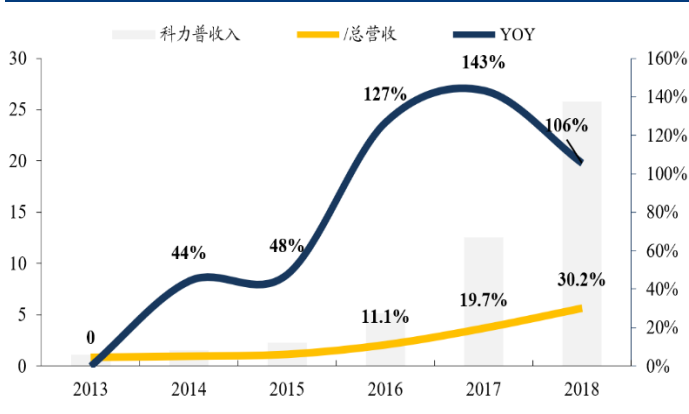
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
科力普收入	1.54	2.27	5.16	12.55	25.80
YOY	-	48%	127%	143%	106%
净利润	-0.22	-0.24	0.05	0.21	0.32
净利率	-14.3%	-10.6%	0.9%	1.7%	1.2%

资料来源：公司公告，华创证券

2、重视现金流、账期管理

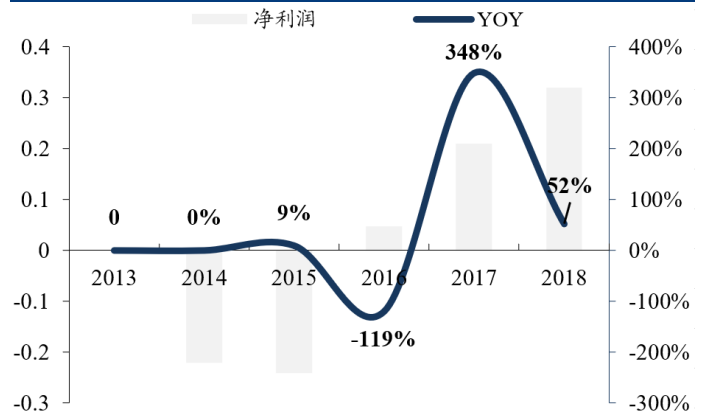
科力普办公直销业务 18 年实现收入 25.8 亿元，实现净利润 3200 万元，净利润约为 1.2%。账期管理水平较好：科力普账期管理严格，应付约为 60 天远大于应收，销售领导的权限不允许超过 60 天账期，超过 60 天需要董事长批准。**科力普营收高增长：**18H1 公司整体应收增长 73% 至 8.1 亿，主要因为科力普业务规模不断扩大，所形成的应收款主要来自大型央企集团和政府部门，政府及央企收入占比从 50 增长至 60%，相对传统业务回款账期要长，但应收款风险可控。

图表 55 科力普收入、增速、占比（亿元，%）



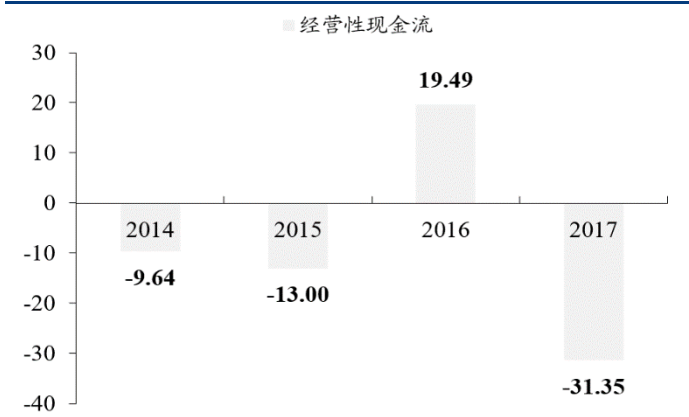
资料来源：公司公告，华创证券

图表 56 科力普净利润、增速（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 57 科力普经营性现金流（百万元）



资料来源：公司公告，华创证券

（二）齐心文具：B2B 办公巨头，“大办公”电商服务平台

齐心“大办公”=传统办公+现代办公=B2B 办公物资集采+SaaS 办公软件服务。“大办公”指文具行业一种新兴经营理念，指传统文具企业为适应经济发展和社会变革的需要，将企业经营理念从“满足人们对于传统的文化交流工具（文具）的需要”升华为“满足人们在现代办公、学习条件下的一切文化活动需要”。“大办公”含义包括“跨越文化用品、文化办公设备的全产品线系列，满足客户一站式采购、多样化产品和服务需求”的经营理念。

根据齐心官方调研数据，消耗类办公物资 5000 亿 + 资产类办公设备、网络设备、办公电器家居 15000 亿 + 员工福利 2000 亿 + 营销产品 1000 亿 + MRO 标准产品（如灯） 5000 亿 = 3 万亿的行业发展空间。

齐心大办公具体提供了：1) 传统项目：办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等办公物资品类；2) 现代高附加值项目：MRO 工业品、劳保用品、办公租赁、员工福利；3) 云视频：齐心好视通 APP、个人独立办公室的智能硬件 MeetingPlus、中大型会议室的云会议智能硬件 MeetingOne、中小型会议室的一体化云会议终端 MeetingBox pro 等云视频功能服务；4) 软件服务：OP 导出软件、打卡系统、考勤指纹射频等办公场景软件配套。

图表 58 齐心文具 B2B 办公物资集采收入拆分（不含 SaaS 软件服务收入）

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
B2B传统办公业务	1463.51	1677.62	1632.76	1553.8	2637.34	2838.52	3889.16
YOY	-	14.6%	-2.7%	-4.8%	69.7%	7.6%	37.0%
1) 办公用品	1105.47	919.24	953.44	782.97	984.2	1181.15	2265.96
YOY	-	-16.8%	3.7%	-17.9%	25.7%	20.0%	91.8%
毛利率	22.54%	22.43%	22.32%	20.94%	23.51%	21.85%	17.80%
2) 办公设备	358.04	740.75	645.63	747.16	1628.25	1608.74	1552.15
YOY	-	106.9%	-12.8%	15.7%	117.9%	-1.2%	-3.5%
毛利率	16.06%	11.00%	12.18%	9.36%	5.10%	5.61%	5.95%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 59 齐心文具品牌发展之路——从“品牌制造商”向“平台服务供应商”升级转型



资料来源：公司公告，华创证券

1、静水流深，多年深耕办公领域终育熟

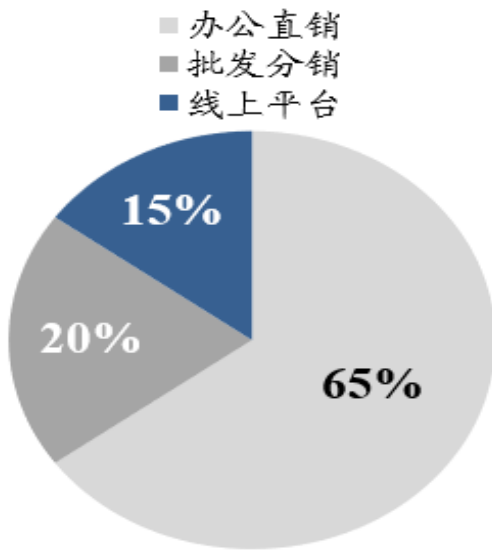
齐心 B2B 办公直销业务模式为：渠道端：

- 1) 办公直销：以合约覆盖大客户为主，是主要的收入驱动来源，收入占比在 60% 以上；
- 2) 批发分销：以线下 3+ 万家门店的代理商和经销商为载体，40 多家分公司和办事处，国内销售网络遍及全国 31 个省市自治区 710 多个大中小城市，收入占比为 20%；
- 3) 线上平台销售：主要通过天猫、京东、自营平台销售为主，收入占比约为 10+%
- 4) 智慧零售办公店：与其他品牌产品合作场景交融。公司与京东签署十亿采购额战略意向书，18 年公司产品覆盖超过 4 万家京东便利店和京东之家，转变为无界智慧办公零售店。公司还与宝洁、佳能、美的、创维等大办公生态合作伙伴达成战略合作，共同开拓 B2B 企业办公市场。
- 5) 境外业务：公司独立掌握海外客户资源，直接与海外终端客户洽谈销售条款，具有出口产品的决定权和定价权。其中客户包含了 5 万多家企事业单位，其中 70% 是央企&政府、30% 是金融客户&军工客户。仓储建立在 19 个省会仓+7 个地区仓，范围覆盖全国，单仓满足 3500~4500 件/小时基础&最大出货量。公司拥有 30 个仓储物流配送中心，运输车辆 100+ 部。KA 大卖场、直营客户开展直接配送服务，并增加二、三级市场分销客户的直接经销。

生产端：生产型子公司齐心商用设备(深圳)有限公司，设有汕头潮阳和深圳观澜两家工厂。

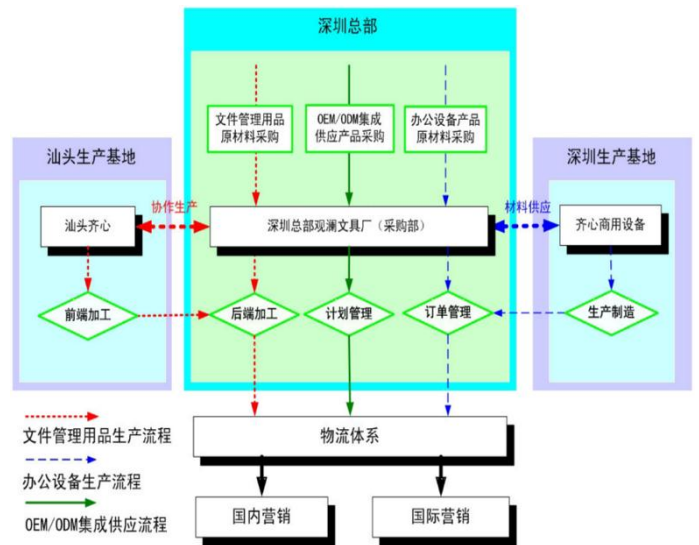
信息化能力：通过 API、LINK 接口开发对接客户，电商平台的前端办公服务、中端系统管理、后端智能仓储物流。

图表 60 齐心 B2B 业务收入渠道占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 61 齐心 B2B 办公物资集采业务生产&采购模式



资料来源：公司公告，华创证券

图表 62 2018 年以来齐心办公集采客户中标项目(含：政府/央企/银行/军队/民企等)

客户类型	客户	时间	项目
政府	北京市政府采购中心	2018.3	北京市级行政事业单位2018-2019年度办公设备电商项目
	中央国家机关政府采购中心	2018.6	2018年电子卖场定点采购项目
	国家税务总局集中采购中心	2018.6	国税系统政府采购信息系统网上超市项目
	江阴市政府采购中心	2018.7	江阴市网上商城定点电商项目
央企	中国能源建投集团电子商务有限公司	2018.1	2017-2019年办公用品等通用类物资采购项目
	中海油能源物流有限公司	2018.1	高频次物资采集项目及生活用品采办
军队	〇五单位五五一部	2018.6	2018年军队采购网上商城沈阳区域供货资格项目
国有控股银行	中国农业银行浙江省分行	2018.1	全省农业办公用品项目
	中国邮政储蓄银行	2018.2	全国集采电商平台项目
	中国工商银行	2018.6	2018年江苏省分行日用品、电子数码类定点采购项目
企业	中国联通	2018.7	2018年中国联通电子商城电子超市品牌商店办公用品项目
公益性组织	中国扶贫基金会	2018.3	2018-2019年爱心包裹学生美术包项目

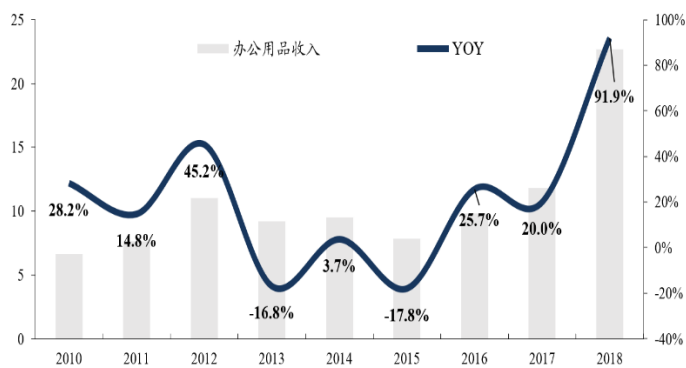
资料来源：公司公告，华创证券

2、办公用品项高增，带动主营收入向上

2018 年，齐心 B2B 办公物资采集业务实现营业收入 38.89 亿元，同比增加+37.0%；其中（1）办公用品收入达 22.66 亿元，同比增加+91.8%，占比传统办公业务达 58.2%；（2）办公设备收入达 15.52 亿元，同比-3.5%，占比传统办公业务达 40.0%。

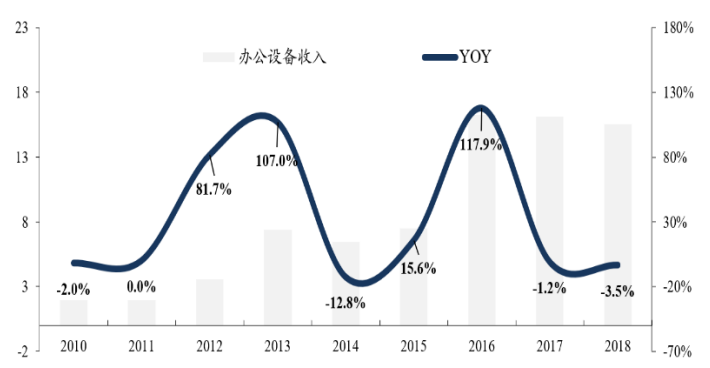
公司持续丰富办公物资品类，在原有的办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等传统办公物资品类基础上，新增 MRO 工业品（非生产原料性质的工业用品，如电气设备、仪器仪表、照明设备、安防、消防工具等）、劳保用品、办公租赁、员工福利等高附加值商品。同时，公司横向组建各地子公司，提升大客户订单服务能力，纵向大力开拓政企客户，与区域优质服务商加强合作，完善横纵一体化全国性大客户服务网络。

图表 63 办公用品收入及增速（亿元）



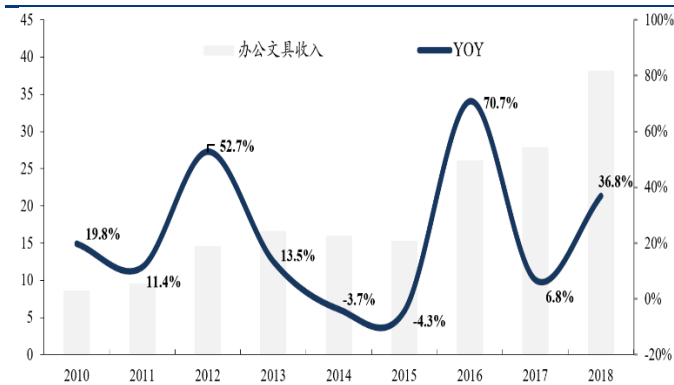
资料来源：公司公告，华创证券

图表 64 办公设备收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 65 B2B 办公物资业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

（三）办公文具行业空间广阔，行业龙头大有可为

大办公市场规模近 1.6 万亿，目前办公用品市场集中度低，随着政府、央企等 B 端大客户阳光化采购的推进，行业龙头拥有极大的潜在客户群体，未来业绩有望维持高速增长；同时由于行业 Top 在开发并维持大客户群体方面的突出优势，行业集中度也将大幅提高。行业龙头晨光科力普、齐心集团依托品牌和服务优势，市占率有望进一步扩大，规模效应也将逐步释放。

四、风险提示

宏观下行消费不振，文具行业格局发生重大变化。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500