

大办公专题

万亿市场，谁主沉浮

行业评级

买入

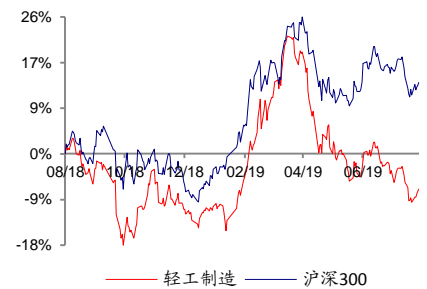
前次评级

买入

报告日期

2019-09-09

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

分析师:

汪达



SAC 执证号: S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

“新烟时代”系列报告之一:新 2019-08-05

消费赛道起步，电子烟的黄金时代

轻工制造行业:关注 Q3 景气 2019-08-04

度向上的细分行业方向

轻工制造行业:轻工板块 2019-07-21

2019Q2 公募基金持仓分析

核心观点:

● 阳光集采政策推动下，办公用品电商化集采市场空间广阔

国内办公用品行业已形成完整体制，2018 年广义办公用品市场规模约为 1.9 万亿，根据 2017 年科力普供应商大会数据，预计行业规模 2018 年开始的未来 5 年将以 9% 的涨幅高速增长，2022 年将达 2.7 万亿，其中国内消耗类办公用品市场空间为 5000 亿元、资产设备类办公用品市场空间为 15000 亿元、员工福利用品市场空间为 2000 亿元、MRO 标准产品市场空间为 5000 亿元。2018 年办公用品类电商化采购交易额超过 1500 亿元，同比增长 62%，央企、国企办公用品阳光化采购进程持续推进、企业内部办公用品电商模式集采下单占比逐步提升以及电商集采品类多元化加速办公用品电商化集采市场发展。

● 对标美国，当前国内办公集采市场存在快速扩张红利

美国办公用品高速增长时代（1986-2000 年）初期特征与国内当前市场格局类似。这一时期美国办公用品巨头纷纷上市，借助资本市场力量快速扩张，行业集中度提升，2014 年 CR2 约为 65.61%，国内以办公用品采购平台为主体测算，对应主要采购平台 CR8 不足 10%，从集中度对比来看，国内办公用品集采市场存在快速扩张红利。总结美国办公用品行业及史泰博发展历程，龙头企业应具备跑马圈地打造差异化运营、应对渠道变化、以及高效供应链体系的构建能力。

● 办公集采龙头企业差异化竞争，得 B 端客户者有望最终获胜

按照企业收入、企业员工人数、披露中标公告及政府货物采购金额测算，2018 年各级政府采购中心、央企、大型金融机构、及其他 500 强企业等头部客户采购额达 0.93 万亿元，头部采购额占比为 49%。集成供应商持续构建差异化壁垒，龙头企业在采购、技术、供应链等各方面综合实力表现更强。综合性电商零售端优势延伸办公服务可触达性高，但线下服务能力弱，不能满足客户个性化需求，削弱其在办公集采头部客户市场竞争力。

● 看好技术、供应链等各方面综合实力更强的齐心集团、晨光文具

齐心集团搭建“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台。在 B2B 办公物资领域已构建集成采购、技术支持、物流配送等核心竞争力，通过收并购方式拓展企业级 SaaS 服务市场，充分满足企业级客户的一站式办公采购和服务需求，未来云视频业务持续进行核心技术研发及应用场景开拓打开增量市场。晨光文具持续推进“一体两翼”发展战略。办公集采业务方面，传统业务丰富的仓储物流经验和技术助力晨光科力普物流体系快速布局。收购欧迪中国实现外企客户市场有效拓展，同时借助欧迪多渠道运营经验与人才储备能力，可以进一步提升办公直销领域市场占有率。

● 风险提示

宏观经济增速波动，大办公市场采购政策性调整，集采机构降低供应商准入门槛行业竞争加剧，综合性电商平台增加落地投入，原材料价格波动。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
晨光文具	603899.SH	CNY	40.95	2019/8/26	买入	46.20	1.08	1.32	37.92	31.02	28.58	23.57	23.9	23.6
齐心集团	002301.SZ	CNY	11.95	2019/8/15	增持	14.86	0.42	0.59	28.45	20.25	15.89	10.83	9.5	11.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

1 本文逻辑与投资要点	6
2 政策推动办公用品电商化采购市场规模扩张.....	6
2.1 国内办公用品市场发展迅速，2022 年有望达 2.7 万亿元	6
2.2 办公用品电商化集采市场占比在政策推动下快速增长	7
3 海外借鉴，观行业集中度与核心竞争优势变迁	9
3.1 美国办公用品行业经历高速增长后已进入全渠道发展时代.....	9
3.2 互联网时代史泰博盲目扩张加速走向衰落	13
3.3 以美鉴中，我国办公用品行业处于美国第二发展阶段	17
4 国内市场月朗星稀格局初定，巨头间差异化竞争	18
4.1 得头部客户者，得电商化集采市场	18
4.2 电商化集采市场龙头已形成差异化竞争局面.....	19
4.3 办公用品集成供应商为电商化集采主要参与者	20
4.4 综合性电商服务客户以 C 端及 B 客户为主.....	25
4.5 龙头企业差异化运营，B/C 端市场服务各有侧重	27
5 办公电商化集采红利下头部企业快速成长	28
5.1 齐心集团：大办公厚积薄发，SAAS 服务顺势提升	28
5.2 晨光文具：一体两翼，腾飞在即	29
6 风险提示	30

图表索引

图 1: 中国办公用品市场规模 2018 年约为 1.9 万亿元.....	7
图 2: 各地平台互联互通利于信息共享.....	8
图 3: 2018 年国内工业增加值超过 30 万亿元	9
图 4: 美国办公用品行业四个发展阶段.....	10
图 5: 美国 70 年代滞涨危机通货膨胀率高居不下.....	10
图 6: 史泰博 1990-1995 管理与销售费用率明显回落.....	11
图 7: 欧迪 1987-1995 管理与销售费用率明显回落	11
图 8: 美国办公用品 C 端市场增长乏力.....	12
图 9: 史泰博同比营收增速自 2001 年后出现明显回落.....	12
图 10: 北美打印与书写纸张需求自 2010 年起持续下滑	12
图 11: 电商渠道崛起使传统办公用品零售业务遭遇重创	12
图 12: 美国传统零售办公用品销售额自 2008 年逐年缩减.....	13
图 13: 综合电商发展使美国零售电商消费总额逐年攀升	13
图 14: 美国大型仓储会员店年度销售额持续走高.....	14
图 15: 史泰博北美 B 端收入相对稳定, C 端收入持续下滑	14
图 16: 史泰博同店销售额自 2007 年来持续负向变动.....	15
图 17: 史泰博门店数量自 2011 年来下滑严重	15
图 18: 史泰博办公用品收入结构变化并不明显.....	15
图 19: 史泰博配送中心数从 2010 年的 125 家持续减少至 2016 年的 78 家	16
图 20: 美国电商平台办公用品销售额逐年提升.....	16
图 21: 受品类转型战略影响 2012-2014 史泰博经营状况持续恶化.....	17
图 22: 头部客户电商项目入围供应商集中于行业内龙头企业	18
图 23: 2019H1 齐心集团 B2B 办公物资收入同比增长 61.83%.....	20
图 24: 技术驱动的平台将各类型客户与供应商、渠道商高效对接.....	21
图 25: 科力普同比营收增速自 2016 年起持续保持在 100%以上	22
图 26: 科力普头部客户资源丰富.....	22
图 27: 科力普全国仓库落地情况.....	23
图 28: 史泰博中国“1+4”业务.....	23
图 29: 史泰博中国细分化平台体系	24
图 30: 领先未来具有较丰富的政府及军队客户资源	25
图 31: 苏宁企业购多元化的政企采购解决方案.....	26
图 32: 企业采购选择的综合性电商中京东企业购占比达 51.2% (2018 年 1-10 月)	27
图 33: 京东智能采购“678”原理	27
图 34: 2019H1 齐心集团营业总收入同比增长 57.94%	29
图 35: 2019H1 齐心集团归母净利润同比增长 26.43%	29
图 36: 2019H1 晨光文具营业总收入同比增长 27.78%	30
图 37: 2019H1 晨光文具归母净利润同比增长 25.78%	30

表 1: 办公用品主要品类.....	7
表 2: 头部客户采购额占比为接近 50%.....	18
表 3: 办公集采龙头企业差异化竞争	19

1 本文逻辑与投资要点

本文从国内办公用品市场规模及电商集采市场成长逻辑出发，对比美国办公用品市场发展变迁及龙头成长历程，梳理国内大办公市场主要参与者及其核心特点。

国内办公用品市场发展迅速，2022年有望达2.7万亿元，政策推动办公用品电商化采购市场规模扩张。2018年广义办公用品市场规模约为1.9万亿，根据2017年科力普供应商大会数据，预计行业规模2018年开始的未来5年将以9%的涨幅高速增长，2022年将达2.7万亿。2018年办公用品类电商化采购交易额超过1500亿元，同比增长62%，电商集采模式推广、企业内部办公用品电商模式集采下单占比逐步提升以及电商集采品类多元化加速办公用品电商化集采市场发展。

借鉴海外，当前国内办公用品市场可对标美国高速增长时代（1986-2000年）初期。这一时期美国办公用品巨头纷纷上市，以IPO方式获取快速扩张资金，行业集中度提升，2014年CR2约为65.61%，国内以办公用品采购平台为主体测算，对应主要采购平台CR8不足10%，从集中度对比及办公用品市场发展对标，我们认为国内办公用品集采市场存在快速扩张红利。

国内办公集采龙头企业差异化竞争，得B端客户者有望最终获胜。2018年各级政府采购中心、央企、大型金融机构、及其他500强企业等头部客户采购额达0.93万亿元，头部采购额占比为49%。集成供应商持续构建差异化壁垒，龙头企业在采购、技术、供应链等各方面综合实力表现更强。综合性电商技术接口能力强，零售端优势延伸办公服务可触达性高，但线下服务能力弱，不能满足客户个性化需求，削弱其在办公集采头部客户市场竞争力。

相关标的：齐心集团：公司搭建“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台。在B2B办公物资领域已构建集成采购、技术支持、物流配送等核心竞争力，规模优势降低期间费用率，通过收并购方式拓展SaaS服务市场，满足企业客户一站式办公采购和服务需求，未来云视频业务持续进行核心技术研发及应用场景开拓打开增量市场。

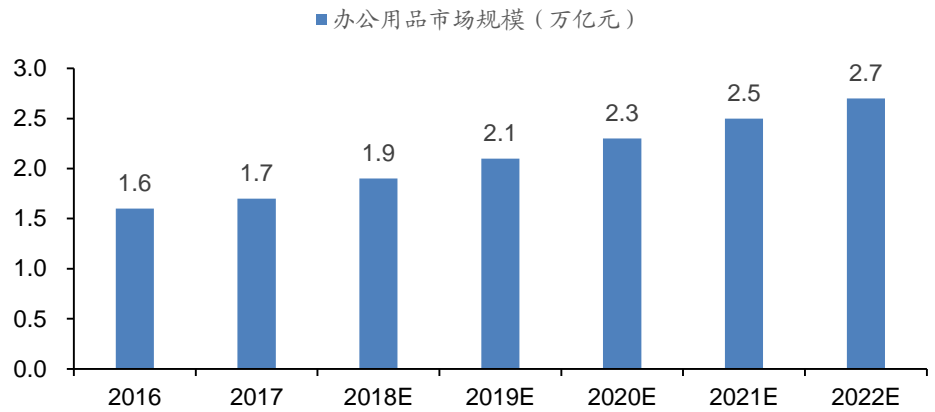
晨光文具：持续推进“一体两翼”发展战略。传统核心业务已经形成渠道优势、品牌优势、设计研发优势，有望持续较快稳定发展。办公集采业务方面，传统业务丰富的仓储物流经验和技术助力晨光科力普物流体系快速布局。收购欧迪中国实现了外企客户市场的有效拓展，同时借助欧迪丰富的多渠道运营经验与人才储备能力，可以进一步提升办公直销领域市场占有率。

2 政策推动办公用品电商化采购市场规模扩张

2.1 国内办公用品市场发展迅速，2022年有望达2.7万亿元

与2018年文教办公用品制造行业规模以上企业累计完成主营业务收入1464.22亿元对应的办公文具市场不同，2018年广义办公用品市场规模约为1.9万亿元。根据2017年科力普供应商大会数据，预计行业规模2018年开始的未来5年将以9%的涨幅高速增长。中国产业调研网发布的《2017-2020年中国办公用品行业现状研究分析及市场前景预测报告》显示，目前我国办公用品行业已形成完整体制，B2B客户总量高达800万户，范围涵盖各类企业以及政府部门。

图1：中国办公用品市场规模2018年约为1.9万亿元



数据来源：2017年科力普供应商大会数据分析、广发证券发展研究中心

办公用品市场规模至2022年有望达到2.7万亿。覆盖品类可分为消耗类办公用品、资产设备类办公用品、员工福利产品、MRO工业品（非生产原料性质的工业用品）等。根据齐心集团2019年5月20日投资者关系活动记录表，国内消耗类办公用品市场空间为5000亿元、资产设备类办公用品市场空间为15000亿元、员工福利用品市场空间为2000亿元、MRO标准产品市场空间为5000亿元。

表1：办公用品主要品类

主要种类	细分种类	主要商品品类
消耗类办公用品	办公耗材	打印机/传真机耗材、复合机耗材、印刷机耗材等
	办公文具	本册纸品、文件管理、财务行政用品等
	办公用纸	打印纸、复印纸、艺术纸等
	办公设备	打印机、复印机及印刷机、财务设备、会议设备等
资产设备类办公用品	电脑及配件	电脑整机、外设产品、网络设备
	办公电器	生活家电等
	办公家具	储物柜、桌台、座椅等
员工福利产品	数码通讯设备	影像设备、影像配件、通讯设备等
	福利定制	办公礼品、节庆礼品、印刷品等
MRO工业品	MRO标准产品	电气设备、仪器仪表、照明设备、安防用品、消防工具等

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

2.2 办公用品电商化集采市场占比在政策推动下快速增长

2018年办公用品类电商化采购交易额超过1500亿元，同比增长62%。根据工业和信息化部赛迪研究院、中国国际电子商务中心研究院2018年年底发布的《中国企业电商化采购发展报告（2018）》，企业对消费通用型产品和服务的电商化采购交易额超过1500亿元，增长率达到62%。在政府和央企的示范作用下，更多企业有望采取电商化、集中化采购方式。

央企、国企办公用品阳光化采购进程持续推进，未来办公用品电商化采购市场规模增长驱动力来自于：1) 央企、国企等头部客户全面推进办公用品电商化采购；2) 企业内部办公用品通过电商模式集采下单占比提升；3) 办公用品电商化采购品种由常见的办公耗材、办公设备延伸到员工福利、MRO工业品等新品类。

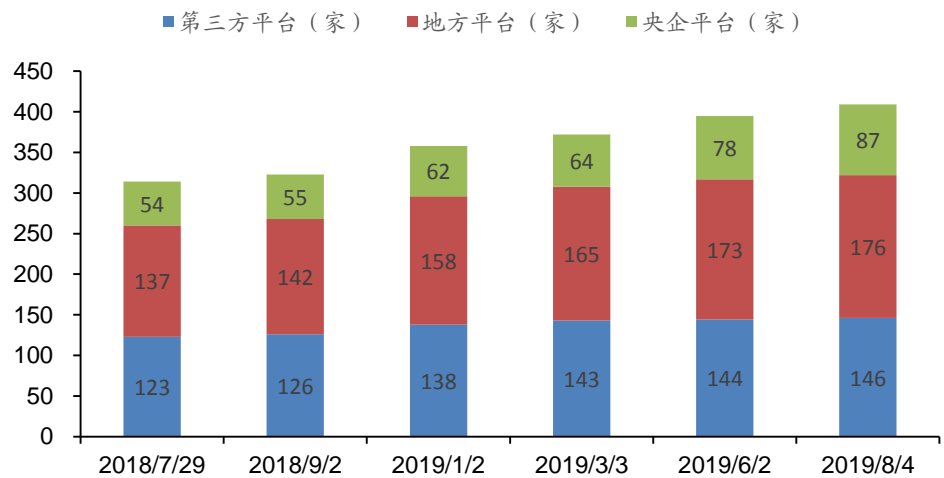
2.2.1 政策推动办公用品采购电商化发展

政策推进办公用品采购透明化、规范化，央企率先落实。自2015年《中华人民共和国政府采购法实施条例》明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准以来，国务院相继出台了一系列配套行政法规，要求政府及央企实现政府采购信息的全流程公开透明、严格执行公平竞争审查制度。采购信息透明化及集中采购竞争机制推动办公用品集采行业集中度提升。

央企电商化采购企业占比不足30%，未来市场空间广阔。电商化采购可通过自建或外包给第三方技术团队方式搭建专属采购电商平台完成，根据央企电子商城平台不完全统计，截止2019年7月，共26家央企拥有专属电商平台；另外一种是通过招标确定入围供应商后，采购人直接在入围供应商平台下单完成线上采购，这种方式可以节省平台开发和维护的成本，有利于其他中大企业开展电商化采购。

各地电子招投标平台互联互通加速央企外500强企业及地方政府电商化转变。2017年11月发布的《招标公告和公示信息发布管理办法》要求省级电子招标投标公共服务平台应当与“中国招标投标公共服务平台”对接，后者汇总公开全国招标公告和公示信息。截止2019年8月4日，已有87家央企平台、176家地方平台、146家第三方平台、2家监督平台与中国招标投标公共服务平台完成对接。各平台间互联互通进一步促进了招标信息的公开透明，高效便捷和集中共享，加速大企业采购电商化转型。

图2：各地平台互联互通利于信息共享



数据来源：中国招标投标公共服务平台、广发证券发展研究中心

2.2.2 企业内部办公用品电商模式集采下单占比逐步提升

办公用品电商化集采可提升采购效率，但系统对接、下单模式变化等因素一定程度上延缓企业办公用品集采电商化进程。客户建立网上商城或接入供应商平台初期，采购方式从线下过渡到线上需要调整过渡，采购人员对IT系统不太熟悉，往往供应商会专门安排线下个性化服务团队进行调试与指导，企业内部办公用品采购电商化占比逐步提升。

各级政府采购中心纷纷开通电子商城，电商平台交易量有望随头部客户内部电商化比例提升逐步增长。截止2019年7月，中共中央直属机关、广东广州、安徽合肥、北京、江苏、河南、湖南长沙等多个各级采购中心已经正式开通网上商城。根据《公采网》发布的《1—4月份全国政府采购电子商城交易数据报告》，统计范围内的

全国重点省级、市级共42家电子商城平台成交项目总数约为66.9万个，成交总金额约为29.8亿元。大部分央企及政府平台网上商城刚刚建成，未来交易额有望持续增长。

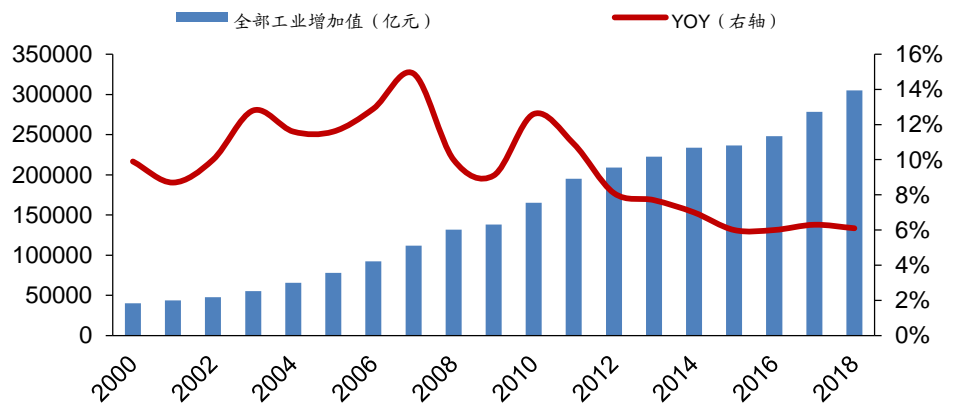
2.2.3 产品多元化发展向员工福利、MRO工业品延伸满足一站式采购需求

产品多元化发展，覆盖范围逐渐扩大加速办公用品电商集采市场规模增长。除传统办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等品类外，头部供应商均在员工福利、MRO工业品等高附加值领域有所布局，满足客户一站式多元化需求的同时寻求新的利润增长点。

线上集采模式解决员工福利采购管理痛点。大型企业员工人数庞大，分布地区广，员工福利管理难度大。办公用品集成供应商及综合性电商依托自身较强的供应链，可以提供多样化的福利产品并根据员工需求进行配送，极大提升管理效率及员工满意度。对供应商来说，引入高毛利的员工福利产品不仅可以提供新的利润增长点，利用自身平台解决大型企业痛点也可以提升客户粘性。

新兴的MRO电商采购未来前景广阔。MRO与一般原材料不同，具有数量大、品类规格繁多、体积较小、平均价格低等特点，国内企业较多采取通过分散供应商采购的模式，采购效率低。分散供应商存在供货不及时、不准确的问题，且无法满足企业紧急维修供货需要，有可能造成生产延误和生产设备磨损，增加企业成本。根据齐心集团2019年5月20日投资者关系活动记录表，MRO标准产品市场规模为5000亿元，且对应市场规模与国内工业增加值关联，有望保持稳定增长。

图3：2018年国内工业增加值超过30万亿元



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

一站式MRO网上商城发展潜力巨大，办公用品集成供应商及综合性电商平台进军MRO市场成为新趋势。生产企业可实现一站式采购，降低采购成本，电商平台高效、覆盖广阔的物流系统可满足企业紧急的产品采购需求，且MRO产品毛利率较高，可提升供应商整体盈利能力。

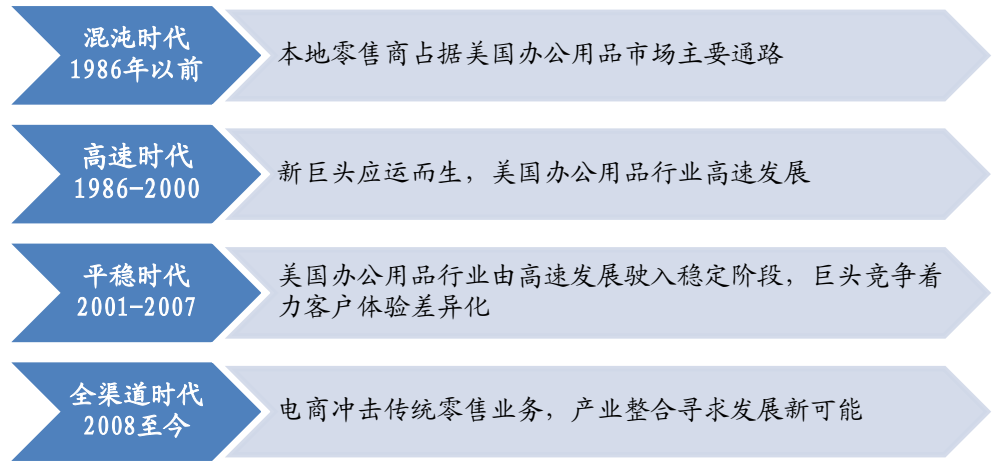
3 海外借鉴，观行业集中度与核心竞争优势变迁

3.1 美国办公用品行业经历高速增长后已进入全渠道发展时代

美国办公用品行业发展可划分为混沌时代（1986年以前）、高速时代（1986-

2000)、平稳时代(2001-2007)及全渠道时代(2008至今)四个阶段,史泰博、欧迪办公等龙头公司在第二阶段崛起,但2008年后受到电商平台发展冲击。

图4: 美国办公用品行业四个发展阶段

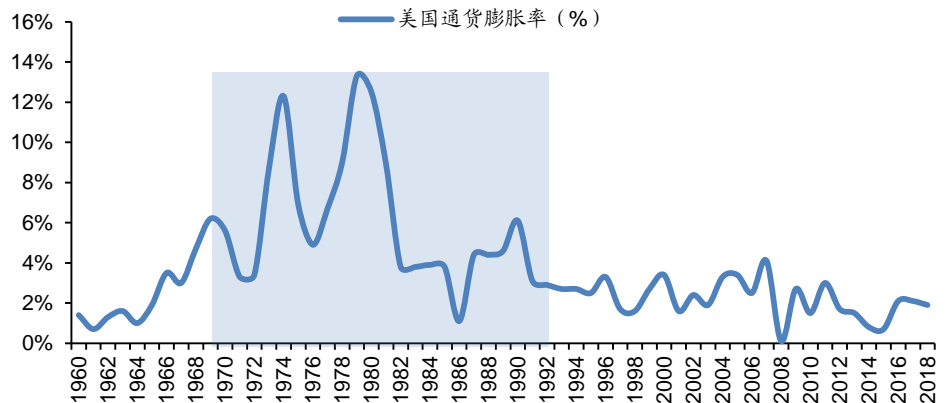


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

3.1.1 第一阶段: 混沌时代——本地零售商占据主要通路(1986年以前)

受美国七十年代的美元危机及高通胀率影响,消费者对价格敏感度大幅提升。70年代,受美国信用快速扩张及巨额财政赤字影响,通货膨胀严重。通货膨胀率在1974-1980年多次超过10%。由此所引发的美元危机使得人们对商品价格愈发敏感,“物美价廉”逐渐成为人们的新诉求。

图5: 美国70年代滞涨危机通货膨胀率高居不下



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

1986年以前,本地零售商主导美国的办公用品市场。由于当时的文具零售商分布在美国各地,整体市场相对分散,本地零售商的强地域性关系网络与渠道优势使其往往能掌握较大话语权。伴随单一主导者议价能力的提升,消费者物美价廉的诉求却始终未被实现:一方面,小型企业客户和个人用户由于采购量不足难以享受价格折扣,采购成本居高不下;另一方面,由于本地零售商产品体系不完备性,企业客户一站式服务需求难以得到满足,采购重复性与耗时性痛点显著。

3.1.2 第二阶段: 高速时代——新巨头应运而生,办公用品行业高速发展(1986-2000)

受美国产业结构影响,“白领”时代来临,办公用品需求出现快速增长,美国办

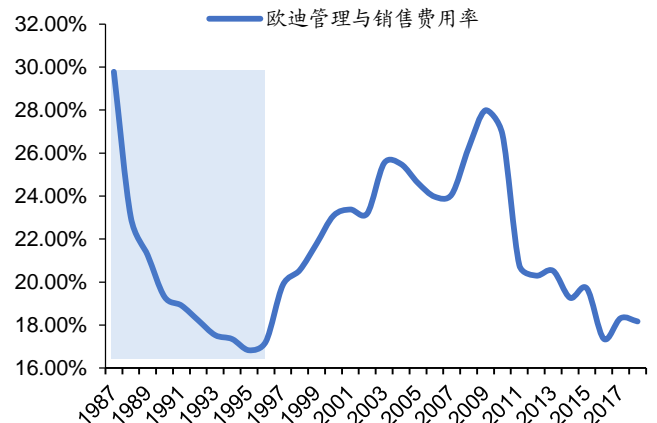
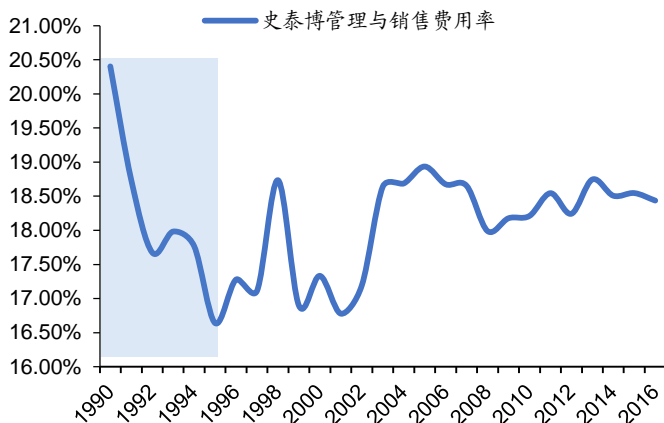
办公用品行业快速发展。20世纪80年代，美国产业结构升级重点逐步转向第三产业，中产阶级队伍迅速壮大，美国第三产业就业人数占比由1980年的65.7%上升至2000年的74.3%，白领一族逐渐成为就业新导向，而办公用品需求也随之迅速攀升。

以史泰博为首的办公用品零售商，抓住消费者痛点，以新型“办公用品超市”形式，通过“专注”、“平价”策略打入低价办公用品市场。平价策略的实现一方面依赖于其绕过渠道代理商直接从供应商进货的供应链缩短模式，另一方面则依赖于自建物流体系响应效率提升。如史泰博1990年成立Staple Direct应用于中小企业的订单配送，通过打造分发中心、配送站点及零售店三重配送体系，稳定自身供货链条，实现低成本低价运营方式，打造渠道优势。

基于行业快速发展与公司个体战略影响，美国办公用品行业规模效应开始凸显。由于史泰博与欧迪历史期间费用数据的缺失，本报告采用“毛利润-EBITDA”近似表示其对应的企业管理与销售费用，并以此求得两家公司的管理与销售费用率。据史泰博与欧迪年报数据显示，二者自上市起至1995年间管理与销售费用率出现明显回落，其一方面得益于美国办公用品行业在1986-2000年的整体高速发展，需求总量带动龙头企业规模效应凸显，另一方面，则主要受公司个体经营战略影响。史泰博自1994年开始进入办公用品直销领域，B端用户起量迅猛，带动企业生产规模快速扩张，形成规模效应。

图6：史泰博1990-1995管理与销售费用率明显回落

图7：欧迪1987-1995管理与销售费用率明显回落



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

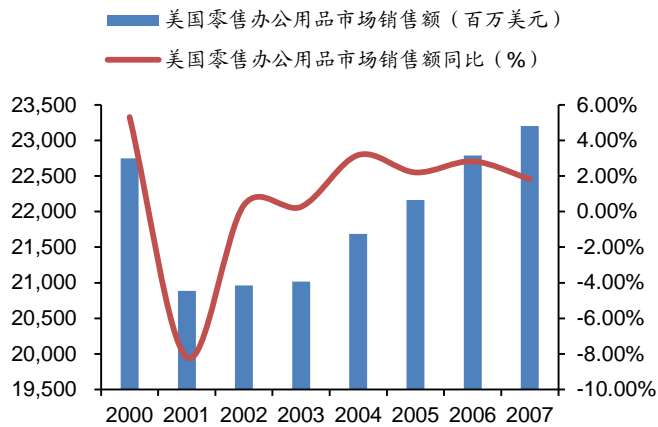
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

巨头上市，美国办公用品行业发展驶入快车道。1988年办公用品第二大巨头欧迪上市，次年史泰博上市。领跑企业以IPO方式获取快速扩张资金，加大门店部署、频繁并购方式抢占市场、丰富业务。1991年欧迪与Office Club合并，1994年史泰博连收4家美国文具企业。办公用品龙头企业欧迪与史泰博在这一时期10年复合增速分别为39.84%和44.32%，办公用品行业持续高速发展。

3.1.3 第三阶段：平稳时代——巨头竞争着力客户体验差异化（2001-2007）

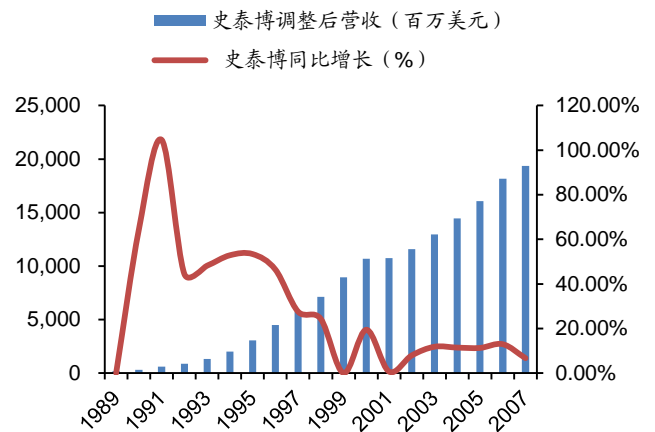
美国办公用品市场进入平稳低速增长阶段。2001年受911袭击事件冲击后美国办公用品行业逐渐由高速发展驶入稳定阶段，步幅明显放缓。2001年到2007年间史泰博复合增速为10.32%，增速已出现明显持续回落。与此同时大型仓储会员店、综合性电商等多渠道并入使得办公用品行业竞争态势日趋白热化。

图8: 美国办公用品C端市场增长乏力



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 史泰博同比营收增速自2001年后出现明显回落



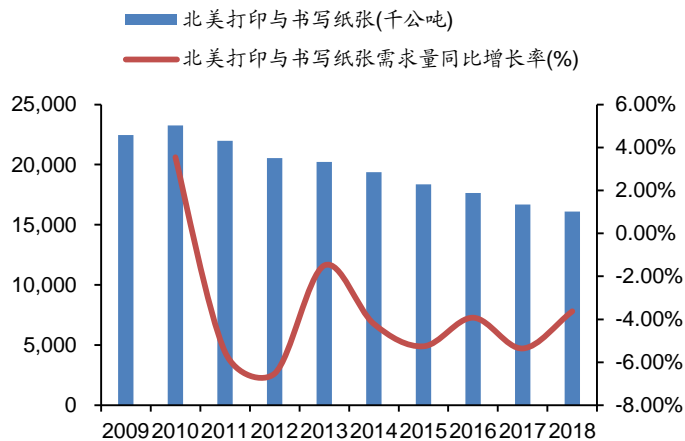
数据来源: Bloomberg、证券发展研究中心

办公用品市场竞争激烈，客户忠诚度难以维持，行业龙头差异化竞争转向客户体验。由于办公用品行业模式的可复制性，史泰博低价优势与品类优势特征被削弱，用户购物体验开始成为办公用品市场新差异化的主要区分方式。2005年公司强调轻松购物体验，树立品牌形象打造“轻松按钮”广告，细分用户市场提高业务附加值，从而催生品牌差异化，区分竞争对手。

3.1.4 第四阶段: 全渠道时代——电商冲击传统零售业务，产业整合寻求发展新机遇 (2008至今)

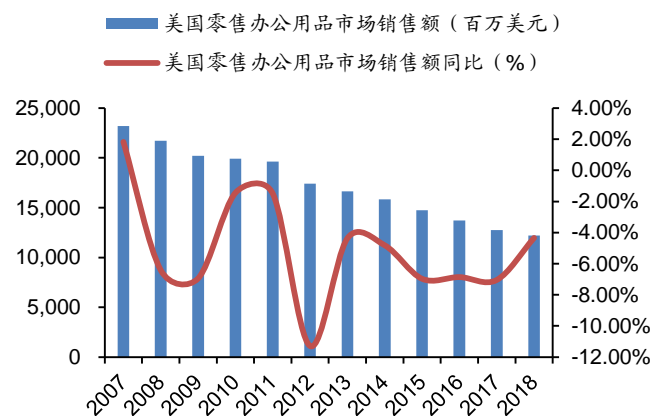
无纸化办公冲击传统文具品类需求，电商渠道崛起，线下零售业务遭重创。受无纸化办公持续影响，北美打印与书写纸张需求量2011年起进入负增长阶段。与此同时电商崛起也使得传统C端零售业务遭遇重创，2018年零售办公用品销售额较2007年下滑47.41%，其冲击一方面来源于办公用品高标准性的特点，电商渠道储货、备货无需过度复杂空间，另一方面，电商采购时效性与便利性更强，丰富的品类优势满足一站式购物需求，冲击传统零售业务。

图10: 北美打印与书写纸张需求自2010年起持续下滑



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图11: 电商渠道崛起使传统办公用品零售业务遭遇重创



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

产业整合，巨头寻求一站式发展新可能。2013年美国办公用品行业排名二、三的欧迪与OfficeMax合并，2015年史泰博收购欧迪失败并在2017年被私募基金Sycamore Partners收购退市，办公用品行业的分合也暗含着巨头对未来发展变革

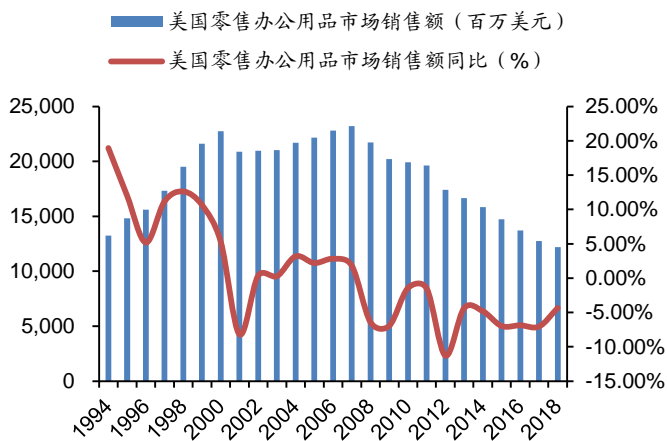
的忧虑与希望。2017年，欧迪收购IT支持服务提供商 CompuCom 实现服务为导向的战略转型，并通过旗下 BizBox 小型企业一站式服务平台提供定制服务。2019年3月，欧迪与阿里巴巴旗下跨境 B2B 平台 Alibab.com 达成战略合作，通过切入双方物流与分销网络，为自身客户提供渠道新选择，寻求在电商时代的发展新可能。

3.2 互联网时代史泰博盲目扩张加速走向衰落

3.2.1 以亚马逊为代表的非传统渠道增长冲击史泰博线下门店

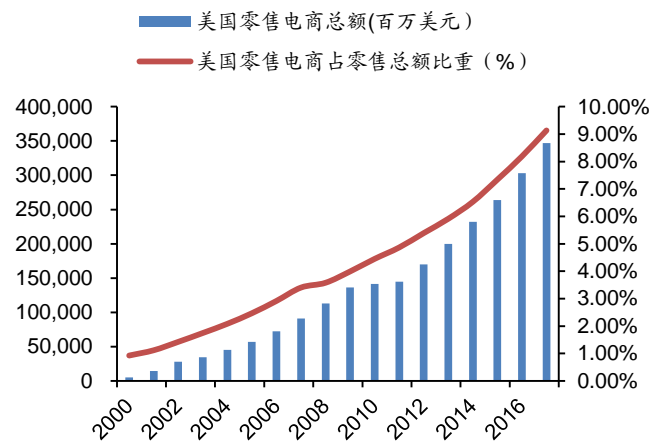
办公用品综合性电商渠道发展抢占原有传统线下零售渠道份额。2017年美国传统零售办公用品市场销售额跌至 127.57 亿美元，较 2008 年下降 41.25%，办公用品线下零售渠道表现低迷。自 2000 年起以亚马逊为首的综合性电商崛起带动美国电子商务领域蓬勃发展，在线采买办公用品消费者比例大幅提升，并逐步替代史泰博等老牌办公用品供应商的传统渠道。

图12: 美国传统零售办公用品销售额自2008年逐年缩减



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

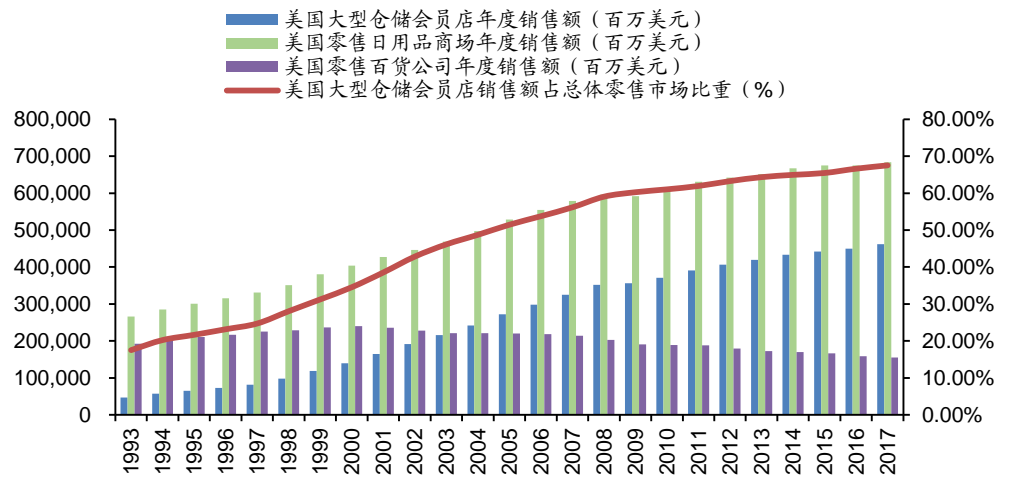
图13: 综合电商发展使美国零售电商消费总额逐年攀升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

以沃尔玛为代表的大型仓储会员店进一步冲击传统办公用品线下零售渠道。受美国日用品商场行业结构调整及业态迭代影响，行业内创新型模式不断涌现。以沃尔玛为代表的大型仓储会员店渠道增长改变了美国传统百货业的发展态势，传统零售百货公司销售额自 2000 年起以 3% 的年均速率不断下滑，大型仓储会员店成为日用品商场收入的主力贡献渠道，逐渐成为 C 端消费者采买办公用品的新选择。

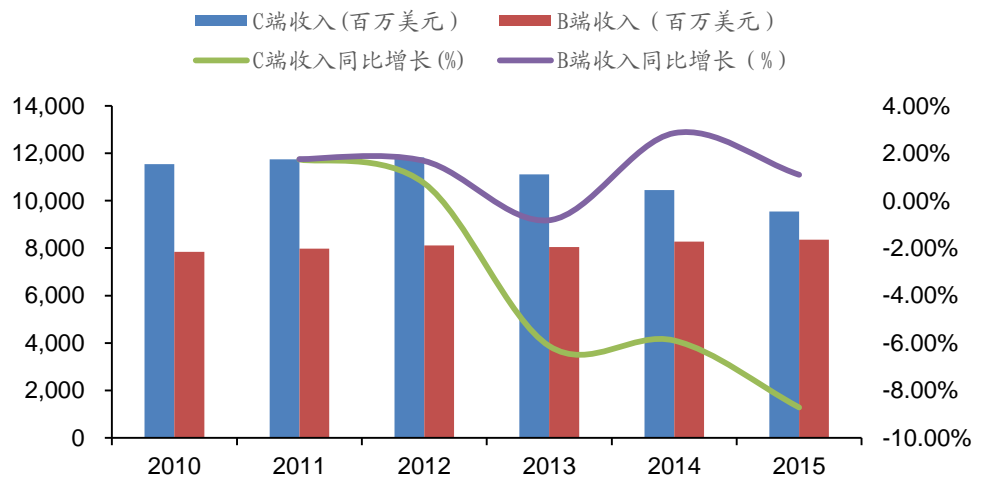
图14: 美国大型仓储会员店年度销售额持续走高



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

消费者渠道转变导致史泰博C端业务遭受重击。史泰博以直销渠道为主的B端业务抗冲击能力较强，营销网络稳定，而C端业务则受到新型零售模式冲击和消费者消费习惯巨变影响下滑明显，成为公司收入下滑的主要原因。

图15: 史泰博北美B端收入相对稳定，C端收入持续下滑



数据来源: 史泰博公司年报、广发证券发展研究中心

史泰博线下零售门店经营不及预期，同店销售额持续下滑。受综合性电商渠道及大型商超渠道的激烈竞争影响，史泰博线下门店同店销售额自2007年起持续下滑，线下门店经营状况不及预期，公司开始启动战略调整计划，进一步节约成本。从2012年起，史泰博关闭北美及海外线下门店共736家，出售并关停包括欧洲、澳大利亚等在内的国际业务。

图16: 史泰博同店销售额自2007年来持续负向变动

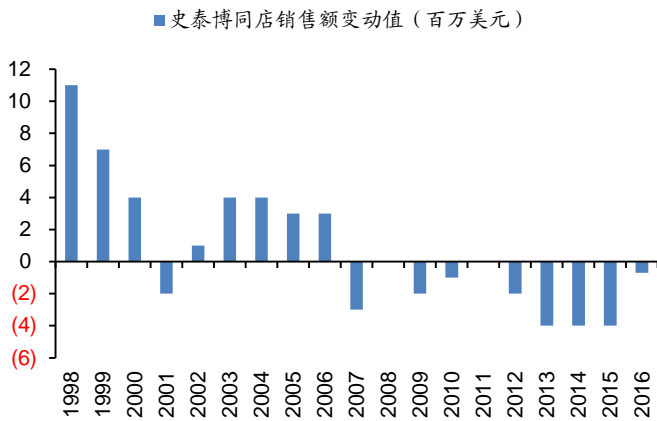
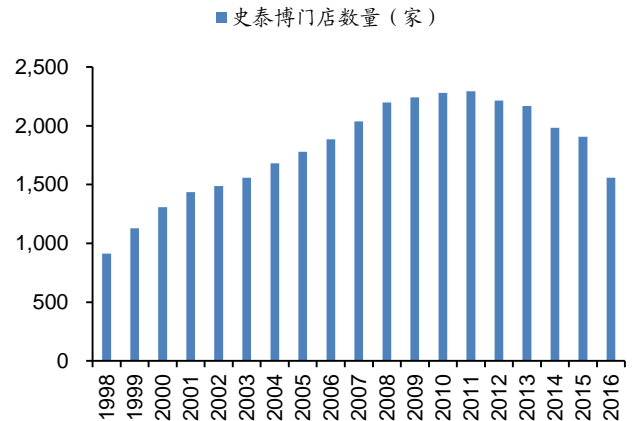


图17: 史泰博门店数量自2011年来下滑严重

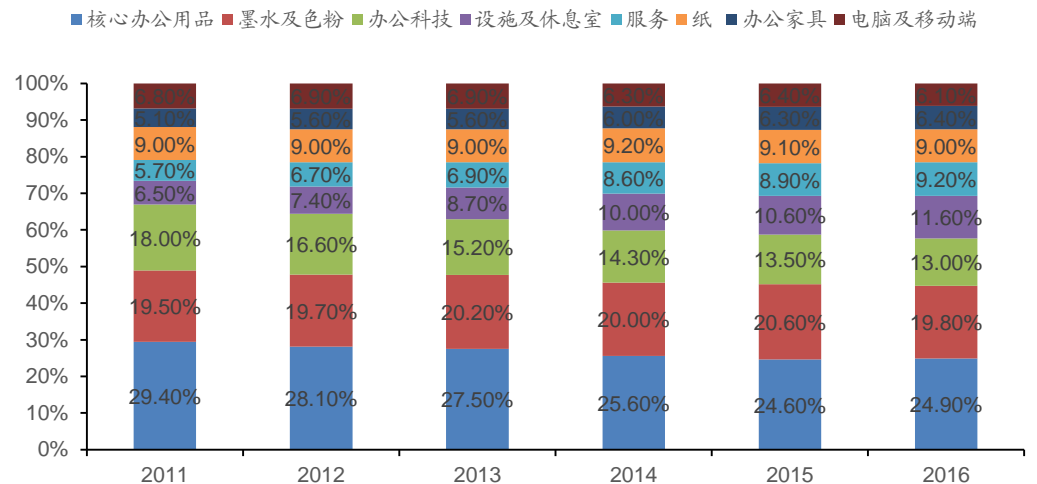


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

消费者对办公用品市场的需求并未改变，购买渠道由线下转移至线上。史泰博公司年报显示，其核心办公用品仍是其业务收入的主要来源，其余各项细分办公用品收入贡献占比均波动较小，表明消费者对办公用品的需求并未发生实质改变。

图18: 史泰博办公用品收入结构变化并不明显

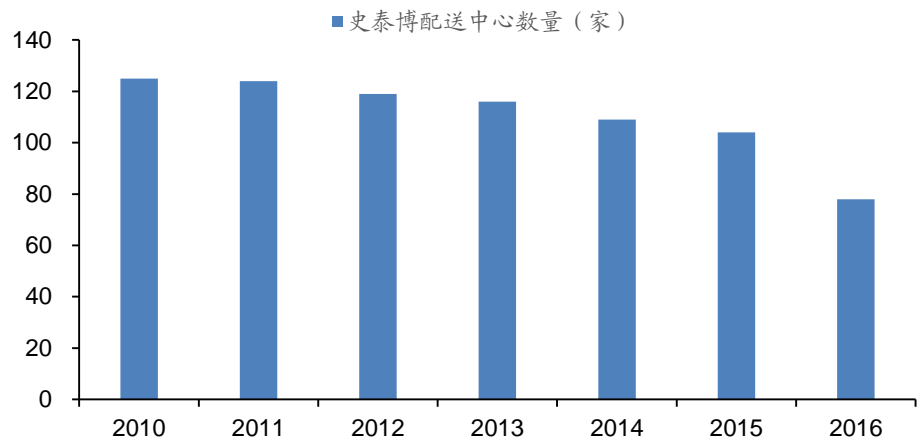


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

3.2.2 传统优势丧失，且未能成功追赶消费者消费渠道变化

史泰博物流优势被亚马逊自动化仓储模式赶超，仓配能力不再是其独有优势。自有物流与次日达的免费配送服务曾是史泰博实现最后一公里差异化竞争有力优势，办公用品行业高速增长时期公司通过仓储物流体系构建竞争优势，但随着亚马逊在自身物流、配送领域服务能力提升，史泰博此前的独有优势被削弱。公司迫于经营压力的成本缩减，其配送中心数量也从2010年的125家持续减少至2016年的78家，库存周转率明显低于亚马逊且运营效率持续下滑。

图19: 史泰博配送中心数从2010年的125家持续减少至2016年的78家

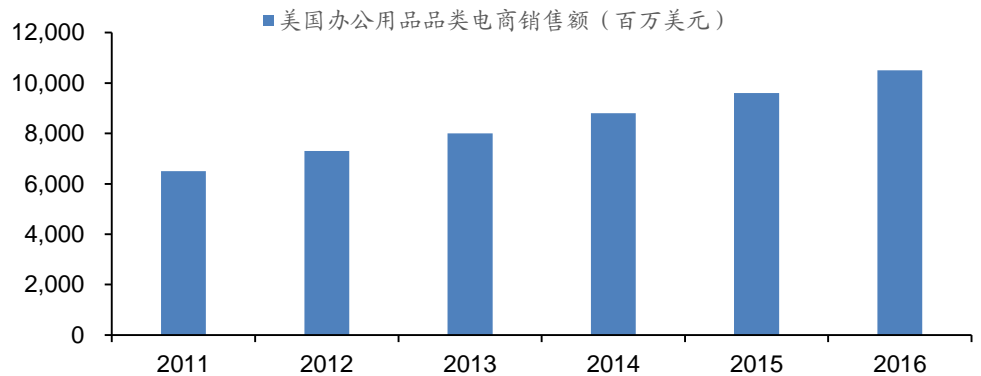


数据来源: 史泰博公司年报、广发证券发展研究中心

亚马逊收购 Kiva Robotic, 史泰博仓储运输能力受损。2012 年亚马逊以 7.75 亿美元收购搬运机器人企业 Kiva Robotics, 并将其更名为亚马逊机器人, 其原有客户合同终止, 以史泰博为代表的老用户只能选择被迫自负技术或寻找新的机器人公司作为其自身供应能力的维持与替换。

消费习惯转变冲击老牌办公零售商业绩, 史泰博未能及时调整战略。据 eMarketer 数据显示, 美国电商平台办公用品销售额由 2011 年 65 亿美元大幅提升至 2016 年 105 亿美元。史泰博虽有将业务重心转移至线上, 但没有做出应对用户消费习惯转变、渠道变化相关有力措施, 且盲目扩张非核心品类供应, 产品失去性价比属性, 丧失追赶新渠道变化机会。

图20: 美国电商平台办公用品销售额逐年提升



数据来源: eMarketer、广发证券发展研究中心

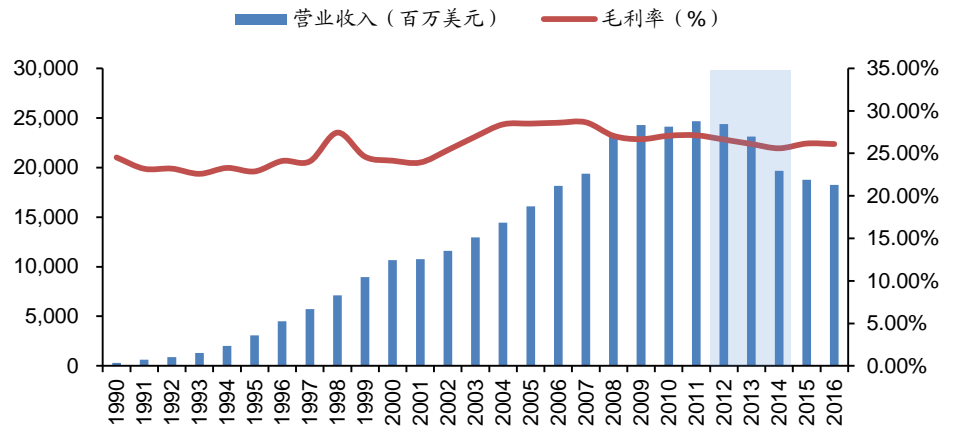
3.2.3 盲目扩张导致经营状况直转而下

高溢价收购海外标的, 盲目寻求国际影响力扩张。面对2007年底美国经济的持续疲软, 史泰博大举进军欧洲、中国及印度等市场。2008年公司以85%高溢价债务融资收购全球最大办公用品批发商之一的澳大利亚企业Corporate Express并同意承担其17亿美元债务, 这也直接造成史泰博公司总负债由2007年的3.5亿美元一路飙升至2008年11月的40多亿美元。

转型一般商品品类策略重塑公司计划失败。伴随2012年史泰博成本削减计划发

布，公司将自身商品策略由办公用品转向一般商品。盲目品类扩张减少其在线业务和线下零售店传统办公用品的广度和深度，新业务增长并不能抵消客户满意度下降所带来的收入下滑。

图21：受品类转型战略影响2012-2014史泰博经营状况持续恶化



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

3.3 以美鉴中，我国办公用品行业处于美国第二发展阶段

中国办公用品行业当前可对标美国办公用品行业第二发展阶段(高速增长时代)。据IBIS World数据显示，2014年美国办公用品整体市场规模为546亿美元，史泰博及欧迪两家头部企业CR2（欧迪为北美数据，存在测算误差）占比为65.61%。国内以办公用品采购平台为主体测算，2018年办公用品市场规模约为1.9万亿，对应主要采购平台CR8不足10%，办公用品行业规模增速约为9%，以齐心集团、晨光文具为代表性的国内行业龙头近7年复合增速分别为20.82%、28.86%，增速高于行业平均水平，头部企业市占率提升对标美国办公用品第二发展阶段。

政府阳光化集采政策推行将成为集中度大幅提升有效动力。由于国内原先大办公市场销售渠道较分散，用户难以实现全国性统一采购。电商集采政策推行不仅契合了中国大办公行业的发展方向，同时也引领行业内办公企业快速、有效应对渠道变化，有望成为我国办公用品行业集中度大幅提升的有效动力。

以美鉴中，我们认为未来国内优质办公企业巨头应具备如下竞争优势：

跑马圈地打造差异化运营。当前大办公行业边界不断延展，中国办公企业开始通过品类扩张或多元化战略转型实现高速发展时期下的市场份额抢占，头部企业结合办公用品行业发展趋势，融合用户需求打造一站式服务能力。

高效供应链体系的构建能力。从史泰博、欧迪发力“最后一公里”服务到亚马逊高新自动化仓储体系的构建，完善、高效的物流响应能力是争夺终端用户市场的最基本根基之一，绝对的物流供应链优势可以为中国办公用品企业构建牢固的护城河，打造差异化竞争优势壁垒。

应对渠道变化的能力，避免过多线下零售店拖累企业运营。伴随技术的革新与创新模式兴起，渠道变革将导致办公用品全行业重构，国内头部企业需及时跟进行业新兴模式，了解消费者变化后的需求，及时应对渠道变化。

4 国内市场月朗星稀格局初定，巨头间差异化竞争

4.1 得头部客户者，得电商化集采市场

办公用品行业头部客户采购额占比接近50%，2018年体量接近1万亿元。办公用品客户可分为头部客户（包括各级政府采购中心、央企、大型金融机构、及其他500强企业等）、中大型客户（区域性大企业、外企等）及中小微客户，头部客户占比较大。按照企业收入、企业员工人数、披露中标公告及政府货物采购金额推算，2018年头部客户采购额达0.93万亿元，头部采购额占比为49%。

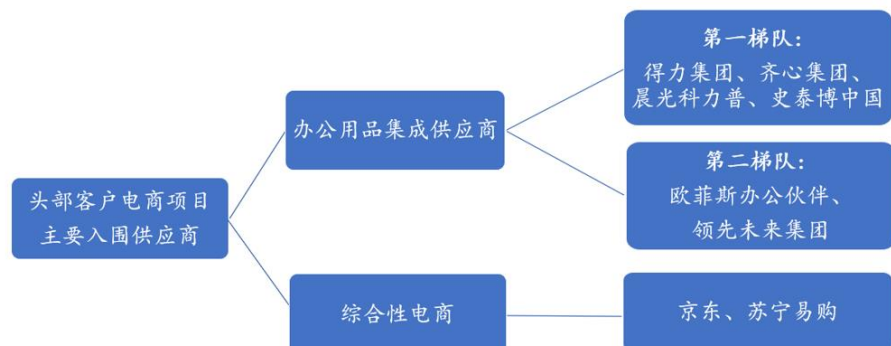
表2: 头部客户采购额占比为接近50%

客户类型	客户细分	数量(个)	平均年采购额(亿元)	总额(亿元)
中国企业500强 (2018年数据)	收入1000亿以上的服务性企业	68	20	1360
	收入1000亿以上的非服务性企业	104	10	1040
	收入500亿-1000亿企业	152	10	1520
	收入500亿以下企业	176	5	880
	500强企业采购额总和			4800
政府		约300	15	4500
军区		7	5	35
合计				9335

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

参与头部客户电商化集采竞标的全国性企业大约在10家左右。头部客户电商化采购招标时对投标人要求较高，除考量投标人报价和履约能力外，还会对投标人优惠率、仓储能力、物流能力、自有电商平台建设能力、售后服务等多方面进行综合评审。目前头部客户入围供应商包括得力集团、齐心集团、晨光科力普、史泰博中国、欧菲斯办公伙伴、领先未来集团等龙头办公用品集成供应商以及京东、苏宁两家综合性电商。

图22: 头部客户电商项目入围供应商集中于行业内龙头企业



数据来源: 中国招标投标公共服务平台、广发证券发展研究中心

入围之初各个供应商之间采购额分配比例具有较大不确定性。综合实力强、客户满意度高的供应商会在中标项目中获得较高份额。在总部组织统一招标，确定入

围供应商之后，地方分支部门落实采购需求，技术水平、服务水平、供应体系较高的供应商往往获得较高份额。客户开启电商化采购初期通过线下个性化团队服务往往可获得较好口碑，提升客户粘性。

4.2 电商化集采市场龙头已形成差异化竞争局面

办公用品集成供应商深耕垂直领域，在技术以及仓储物流方面大力投入，进行电商化转型。齐心打造“硬件+软件+服务”企业办公服务平台；晨光科力普借力立体仓库优势搭建全国供应链体系，收购欧迪中国加快客户结构完整；史泰博中国依托早期服务影响力，对接政企客户采购系统；得力集团2014年推动向“办公整体解决方案”转型，ETC紧急服务方案满足企业特殊响应需求；领先未来积极拓展政府及军队物资采购市场；办公伙伴借助落地服务商积极探索S2B合伙人模式。

综合性电商借助C端流量切入市场，依靠C端供应链及平台技术优势满足大量中小企业电商化采购需求。在集采趋势下也参与了一些头部客户电商化集采项目，但在线下服务、B端供应链、大客户服务经验上尚有欠缺。在综合性电商中，苏宁企业购以O2O方式切入B2B市场，突出本地化服务。京东企业购借助京东集团强大的技术支持和客户资源，致力于提供综合解决方案，大型、中性、小型客户全面覆盖。

表3: 办公集采龙头企业差异化竞争

类别	办公用品集成供应商				综合性电商	
公司	齐心集团	晨光科力普	史泰博中国	得力办公	苏宁企业购	京东企业购
特色优势	“硬件+软件+服务”平台优势	立体仓库优势；客户结构优势	品牌优势；对接政企客户采购系统	2014年“办公整体解决方案”转型	本地化服务优势	C端平台流量优势；技术优势
客户资源	120多家大型政企客户、超过5万家优质客户	超1万家有效客户，央企>500强及中小型客户>金融企业>政府	政府、世界500强、中国500强、中小企业	政府、机关、央企、国企、大型名企等数百家企业客户，央企为主	100万+中小企业客户、3万+大型企业客户	5000+大型集团企业客户、700万+中小企业客户
产品品类	19个大类，50万+SKU	15大核心品类，7万+SKU	超13大核心品类，200万+SKU	14大类，87中类，1万+SKU	OA办公、电脑及耗材、家电等4400多万SKU	
渠道	直销+品牌代理商做落地服务商	直销+代理商做落地服务商	直销+代理商	直销为主	直销模式，借助原有C端O2O物流及服务网络	直销模式，使用自身物流体系
仓储物流	26家子公司，配套30个地区仓库、近10万平米仓储面积和近百辆物流车辆，实现了全国主要省市的交付服务全覆盖	国内行业规模最大、自动化程度最高的AS/RS现代化物流中心，5个中心仓覆盖全国供应链	覆盖8大核心城市，31个省级仓储中心，仓储面积达30万+平米，实行7*24小时不间断运作	56个配送中心，8小时订单处理周期，48小时辐射配送范围	零售物流网络覆盖352个地级城市及2910个区县级城市；全国有4000多家门店、10万+服务人员	C端物流实力强大，正在搭建企业级供应网络，计划在2022年，B2B物流网络覆盖超过300个城市
信息技术	前中后台一体化电商信息服务系统，可以提供API接口	自建信息系统团队对接政府电商平台	中前台以电商模式建设，中后台SAP模块支撑，可提供	WMS、TMS系统实现全流程订单可视化	针对不同客户需求开发了专属商城、API商城、苏宁易	开发“发”“智”“慧”“云”“翼”四大平台；人工智能、

口、LINK 接口;	接口接入政府自有采购平台或企业内部采购系统	企购、移动商城	区块链等技术助力智能采购
------------	-----------------------	---------	--------------

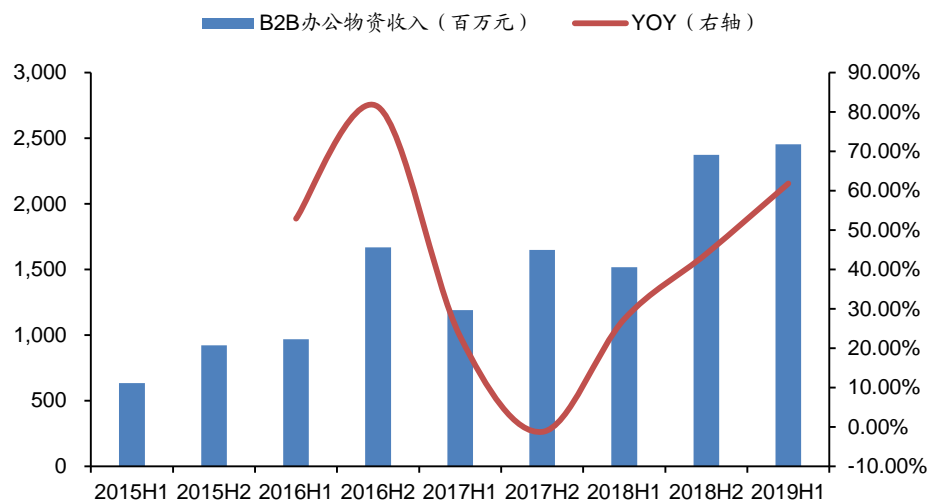
资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

4.3 办公用品集成供应商为电商化集采主要参与者

4.3.1 齐心集团：深耕企业级市场，打造“硬件+软件+服务”企业办公服务平台

齐心集团深耕企业级市场，打造一站式办公服务平台。多年积累构筑公司核心竞争力，受到众多优质客户认可。上市后公司定位办公用品集成供应商，2012年起在产品、仓储物流、技术平台等方面持续投入。2015年公司转型搭建“硬件+软件+服务”大办公服务平台，满足企业级客户一站式办公采购和服务需求，增强客户粘性。在“阳光化采购”趋势下，公司持续中标政企集采订单，带动公司办公物资销售增长。

图23：2019H1齐心集团B2B办公物资收入同比增长61.83%



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

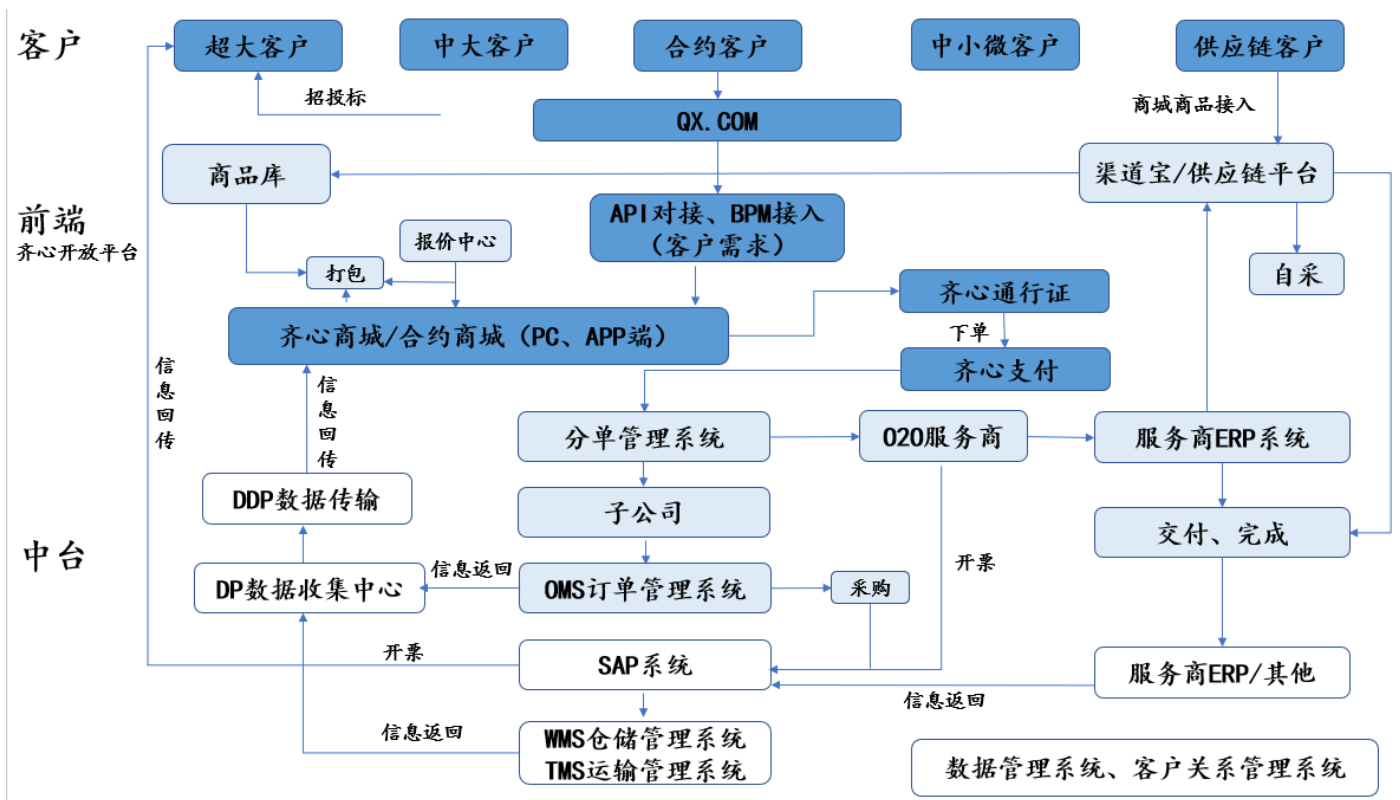
集成采购、技术支持、物流配送等核心竞争优势满足客户需求。产品方面：公司持续丰富产品品类，满足客户的一站式办公需求。公司企业办公服务平台涵盖产品从2016年的13大类、3万+商品，拓展到2018年的19大类、50万+商品。2019年，公司在新增加的MRO工业品、劳保用品、员工福利领域公司也持续中标。**物流方面：**截止2018年底，公司设立了26家区域子公司，配套30个地区仓库、近10万平米仓储面积和近百辆物流车辆，实现了全国主要省市的交付服务全覆盖。

平台系统不断完善满足不同客户接入需求。公司于2017年底推出一站式采购平台qx.com,持续完善和丰富平台功能;同时建立前中后台一体化电商信息服务系统,对头部客户可提供API接入服务,对中大型客户可提供LINK入口实现线上采购,供应链客户则通过渠道宝或供应链平台接入。

中台分单管理系统两大体系,可视化流程实现精准订单分管和高效的客户反馈。用户在平台下单后,分单系统会自动下分订单,快速精准地完成采购、反馈等流程。分单系统有两种模式,一种是通过分单系统分配到相对应的子公司,由于子公司系统通过IMS系统对订单进行相应的处理并开始采购,采购完成后,子公司会通过SAP系统形成一张发货单回传给客户,发货单包括仓储信息和物流信息,客户可以通过

WMS系统和TMS系统查看发货单并确认收货，最后进行财务的结算；另一种是通过分单系统分配到O2O服务商，服务商通过自有的ERP系统进行对接，完成与第一种形式相同的操作过程后，通过服务商ERP系统回传到公司SAP系统。分单系统的可视化功能使得配送订单得以实现全程实时跟踪，全面提升用户采购的物流体验。

图24：技术驱动的平台将各类型客户与供应商、渠道商高效对接



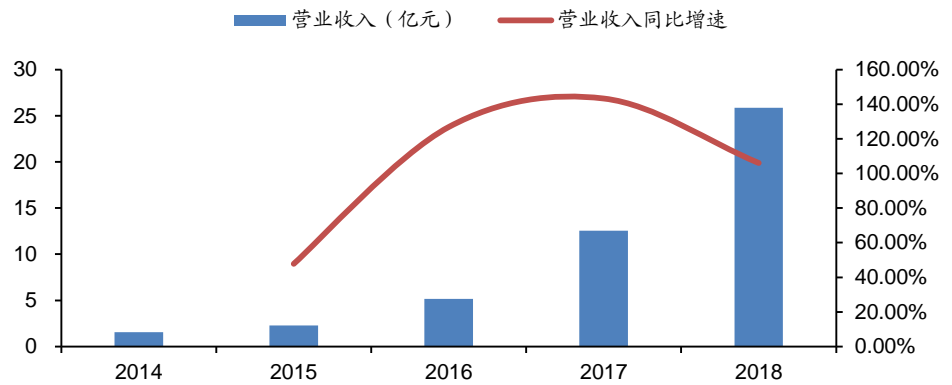
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司的快速响应能力和服务能力得到了众多大客户的认可，大客户中标率达到90%，客户粘性强。公司在办公物资领域聚集了超过5万家优质客户资源，公司持续中标国家电网、中国移动、中国银行、中直机关、国家税务总局共120多家大型政企客户。根据齐心集团2018年12月27日投资者关系活动记录表，公司在现有采用电商化集采模式的大客户中中标率达到90%。

4.3.2 晨光科力普：国内领先仓储系统，客户结构完整、服务特性显著

侧重发展办公直销业务，营业收入持续高速增长。2012年12月晨光科力普正式成立，自2016年起，科力普营业收入持续攀升，同比营收增速始终保持在100%以上，一方面得益于客户结构持续完善所带来的高速增长、另一方面来源于其高效的物流响应能力与个性化服务能力。

图25: 科力普同比营收增速自2016年起持续保持在100%以上



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

头部客户资源丰富, 收购欧迪中国加快客户结构完整。晨光科力普B端客户资源丰富, 截止2015年底已拥有超10000家有效客户, 覆盖政府、央企、500强及中小型客户、金融企业等多类头部资源, 央企用户占比最高。2017年晨光科力普收购欧迪中国业务, 借助欧迪自身出色的跨国品牌影响力, 进一步实现外企客户市场的有效拓展, 同时借由其丰富的多渠道运营经验与人才储备能力, 促使科力普实现办公直销领域的持续性高速发展, 并进一步提升市场占有率。

图26: 科力普头部客户资源丰富



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

依托立体仓库优势助力全国供应链体系搭建, 高效响应能力带动企业持续高速发展。公司的立体仓库是目前国内文具行业规模最大、自动化程度最高的AS/RS现代化物流中心。通过WMS管理可实现“先进先出”的准确响应能力, 并使得企业完成从产品出厂到遍及全国7万家市场终端的时间仅需7天, 提供一系列半日达、次日达等物流时效服务。前期大量刚性物流成本的投入也促使科力普的全国供应链体系得以加速构建。科力普仓库目前在全国已投入运营5个中心仓, 覆盖华北(北京)、华南(广州)、华东(上海)、华西(成都)、华中(武汉)五大区域, 科力普仓库的加速落地带动企业整体进一步高速发展。

图27: 科力普全国仓库落地情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

4.3.3 史泰博中国: 依托早期线下服务影响力对接政企客户系统, 满足差异化需求

海外巨头布局中国, 依托早期服务影响力, 电商化转型搭建一站式B2B采购平台。史泰博于2004年进入中国, 早期主要依托线下门店拓展市场, 通过大量的地推营销及部分品类的全球供应商支持, 打造品牌知名度。依托早期服务影响力, 随着用户、政府政策渠道需求的转变, 史泰博中国开始实施整体业务电商化的转型, 并通过积极投身政企客户, 逐步成为以自管供应商、自营供应链结合的B2B电商平台。

定位“1+4”打造多模式集成政企电商平台, 一站式采购满足政企客户全方位需求。史泰博中国以“自营+三方”品牌的办公用品业务为主, 大力拓展企业福利、MRO工业品、定制品及企业服务多个业务版块。其中**企业福利**板块涵盖4个模块, 可以多方位满足企业和员工需求。**MRO工业品**板块囊括近百万种商品, 可一站式满足企业工业品所需。**定制品**板块基于自身VI定制服务平台, 可实现多类产品定制。**企业服务**板块基于史泰博中国的自有APP心服汇进行集成, 提供涵盖多项优质服务, 真正成为企业的一站式集采供应商。

图28: 史泰博中国“1+4”业务

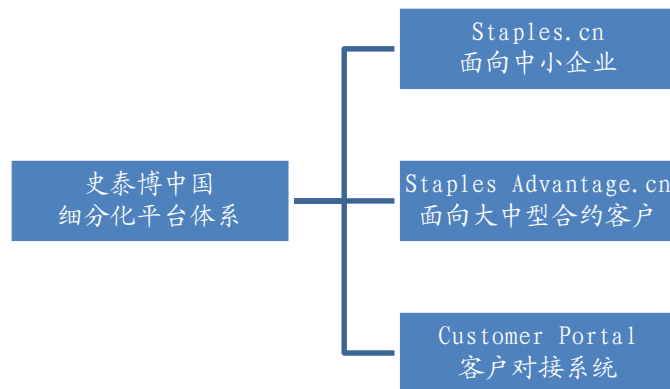


数据来源: 史泰博中国公司官网、广发证券发展研究中心

全渠道通路便利用户需求, 细分化平台体系对接差异化定制服务接口。基于不

同的用户类型及用户诉求，史泰博中国开发了三种平台予以支撑。**Staples.cn**定位公众采购平台，通过五大基本模块实现订单的流转与资金管理。**Staples Advantage.cn**针对大中型合约客户的定制化采购平台，使每个客户拥有独立的协议价格体系，在双方签订的协议框架内实现折扣价格与协议价格的结算。**Customer Portal**是史泰博中国的客户对接系统，可实现与央企自建采购平台的打通或与500强企业内部采购系统的对接，完成订单信息进一步交互，满足全渠道采购需求。

图29：史泰博中国细分化平台体系



数据来源：史泰博中国微信公众号、广发证券发展研究中心

4.3.4 得力办公：2014年推动向“办公整体解决方案”转型

ETC紧急服务方案满足企业特殊响应能力需求。考虑到得力办公商城用户可能存在的潜在特殊配送需求，商城构建之初即制定了“得力ETC紧急服务方案”以临时应对加急需求，改变原有“先单后货”、响应缓慢的消费痛点。VIP机构客户可通过线上平台及线下电话两种方式进行紧急下单，进而满足用户“先货后单、就近采购、当天配送、货到即装”的特殊响应需求，并已在得力的客户群体中实现良好的口碑赞誉。

构建立体营销网络，推动全球渠道布局。2011年，得力启动了“线上线下、两端突破”战略，从分销、电商、B2B业务三个层面构建立体营销网络。已在全国建立了百余家销售分公司，海外分公司也在不断建立和壮大，已形成全球6大洲、150多个国家的销售网络全覆盖，成立了迪拜、莫斯科、波兰、芝加哥、东京、孟买等6个海外区域营销中心，推动得力品牌的国际化进程。

4.3.5 办公伙伴、领先未来：第二梯队头部参与者

领先未来：政府及军队物资采购市场拓展顺利，个性化解决方案针对痛点

后来居上，2007年公司成立后高速发展。领先未来成立于2007年，2014年起公司顺应行业趋势向“办公整体解决方案”转型，从技术平台、服务体系、产品、团队等各方面加强服务政企采购电商化的能力，提供全面的办公解决方案。公司不断拓宽全国服务网点，扩大集团规模，截止2018年，已在全国23个省、4个直辖市、5个自治区建立了中心仓库以及600余个服务网点，全国服务人员达到5000余人。截止7月13日，公司2019年销售额已经超过10亿。

针对不同企业需求提出四大解决方案。公司针对不同企业采购时的痛点提出企业采购管理方案、保密单位采购方案、商城系统对接方案、单位驻场管理方案。其中**采购方案**适用于采购量大、品种多的企事业单位；**保密方案**适用于不能上互联网的涉密单位，将简化版本的“商城”，部署到客户的局域网服务器中，解决保密用户的采

购需求；**对接方案**适用于拥有或计划自建网上商城的大型集团或组织；**驻场方案**适用于拥有较大库房、没有专业管理人员的企事业单位。个性化的方案受到大型政企客户的认可，公司已为3000多家政企客户提供过专业服务。

图30: 领先未来具有较丰富的政府及军队客户资源



数据来源：领先未来官网、广发证券发展研究中心

办公伙伴：小B及C端客户为主，拓展S2B合伙人模式

办公伙伴是办公物资垂直领域O2O企业，大B端着重发力政采领域。公司服务客户涵盖大型政企、小微企业、批发用户及个体消费者。2018年集团年销售额36.42亿，其中大客户销售达成近12亿。2017年起全国政企采购业务步入快车道，公司打造“5线3通”电商化解决方案，满足客户多元化需求。公司一直非常重视政府采购市场，将其视作公司的战略市场，截止2018年底，欧菲斯办公伙伴与4家中央级政府集中采购机构，20余家省级和89家地市级的政府采购完成了平台对接和客户服务。

S2B合伙人模式快速推动全国配送及服务网络建设。2019年公司正式提出S2B合伙人战略，S2B模式可以利用公司平台（S）技术，汇聚众多区域合伙服务商（B）拥有的行业及客户资源，完善服务网络，扩大品牌影响力。以公司“维修通”平台为例，公司在距离客户半径两公里内招募当地厂商特约维修商或者产品的维修店入驻到“维修通”平台上，保证客户在下单以后，就近的维修部或是维修人员可以及时响应，解决了传统维修模式响应速度慢的痛点。

4.4 综合性电商服务客户以 C 端及 b 客户为主

4.4.1 苏宁企业购：服务中小企业为主，以O2O方式切入B2B市场，凸显本地化服务

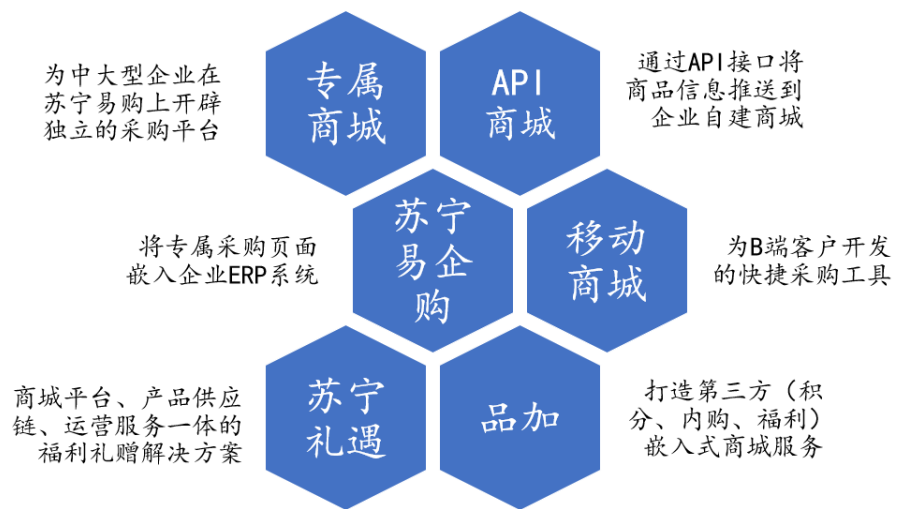
苏宁企业购服务客户以中小企业及大型政企的分支采购机构为主，服务客户较多，客户类型较多样。截止2017年5月，已经累计服务中小企业客户100多万家、大型企业客户超过3万家。近年来随着大型政企阳光化集采的开启，苏宁也陆续中标国

家电网、中国移动、中央国家机关政府采购中心等大客户电商化集采项目订单。2019年上半年，苏宁整体B端业务增长量高达150%。

以O2O模式切入B2B市场，零售端物流及本地化服务网络助力B端业务发展。

苏宁企业购最大的特色在于其通过O2O的双线服务模式，为B端客户提供专属商城、API商城、苏宁易企购、移动商城等多元化的政企采购解决方案。苏宁在全国拥有强大的零售物流网络，覆盖352个地级城市及2910个区县级城市，在服务B端客户时为政企订单打造专属标识，采用专人专车，提供半日达、准时达、送货到桌等服务；同时，依托全国4000多家门店、360多个城市的本地化服务团队，可以为客户提供现场勘测、方案设计、产品报价、配送安装、清洗维保、耗材更换等服务。

图31：苏宁企业购多元化的政企采购解决方案

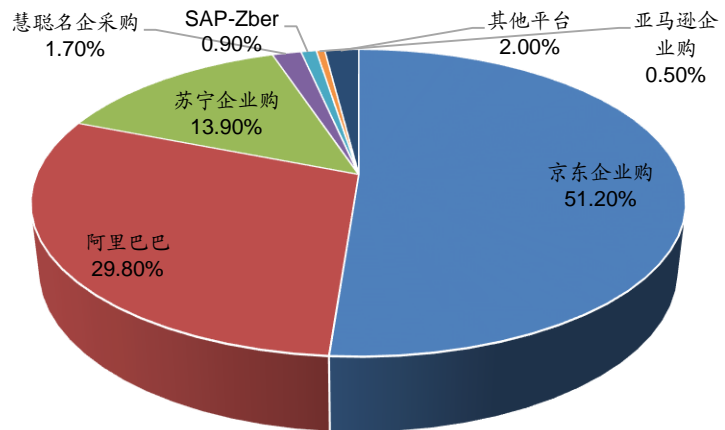


数据来源：苏宁大客户 2018 宣传手册、广发证券发展研究中心

4.4.2 京东企业购：大型、中性、小型客户全面覆盖

大型、中性、小型客户全面覆盖，依靠C端平台流量优势增强服务粘性。截止2018年公司拥有5000余家大型集团企业客户及超过700万家中小企业客户。根据《中国企业电商化采购发展报告（2018）》，2018年1-10月采购企业选择使用企业电商化采购综合平台中，京东企业购占整体采购样本的51.2%。同时京东参与大型政企电商化采购项目，先后中标中直机关采购中心、国家税务总局、中国铁路总公司等客户订单。

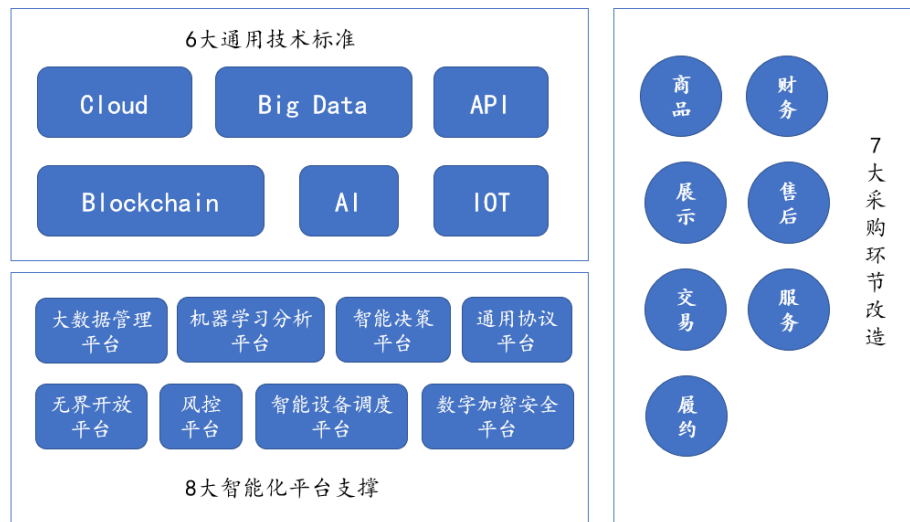
图32: 企业采购选择的综合性电商中京东企业购占比达51.2% (2018年1-10月)



数据来源: 工信部赛迪研究院、中国国际电子商务中心研究院、广发证券发展研究中心

强大的技术推动采购更加智能化、精准化、人性化，强强联手进军智能办公领域。京东企业购率先发布了智能采购“678”原理，即以六大通用技术标准，结合8大智能化支撑平台，对采购中心的7大环节实现智能化改造，用技术打通采购服务的核心痛点，帮助企业持续降低采购成本。例如京东在业内推出全国首个区块链电子发票项目，削减了大型招标采购项目近75%的人工审核环节，推动企业采购向全流程电子化转型。同时，智能办公设备成为新的增长点，为把握行业趋势，京东企业购分别与三星、荣耀、戴尔、富士施乐（中国）、英特尔等知名厂商达成合作协议，利用自身技术优势，围绕企业智能办公环境下细分业务场景，为大中型企业提供智能考勤、智能会议和智能办公用品管理等综合解决方案。

图33: 京东智能采购“678”原理



数据来源: 2019 京东企业购介绍手册、广发证券发展研究中心

4.5 龙头企业差异化运营，B/C 端市场服务各有侧重

办公集采龙头企业差异化竞争，得B端客户者有望最终获胜，综合性电商线下服务能力削弱其B端市场竞争力，不能满足客户个性化需求。集成供应商持续构建差异化壁垒，护城河效应显著，龙头企业往往在采购、技术、供应链等各方面综合实力表

现更强。综合性电商技术接口能力强，零售端优势造就用户采购惯性，延伸办公服务可触达性高，但线下服务能力弱，削弱其在办公集采头部客户市场竞争力。即便考虑电商平台克服落地服务相关人员、资金投入及账期问题，未来存深入拓展电商化办公集采B端客户可能性，但当前头部供应商已逐步构建采购、技术、供应链等行业壁垒。

集成供应商持续构建差异化壁垒，护城河效应显著。第一梯队中，齐心集团以先发优势深耕企业级市场，在采购、技术、供应链等各方面表现强劲，综合实力优厚，“硬件+软件+服务”平台充分满足企业级客户一站式需求；晨光科力普着力客户结构完整，以显著服务特性、仓储优势响应头部企业客户；史泰博依托早期线下门店优势，以强大的全球性品牌服务能力全方位满足政企客户需求；得力集团2014年推动向“办公整体解决方案”转型，ETC紧急服务方案满足企业特殊响应需求。第二梯队中，领先未来在政府及军队物资采购市场拓展较快。

综合性电商技术接口能力强，零售端优势造就用户采购惯性，延伸办公服务可触达性高，但往往个性化程度不足。京东企业购平台流量优势聚集效应明显，可提供多个智能解决方案帮助企业实现全流程电子化使用，客户满意度高；苏宁企业购平台信息技术强大，可满足企业对接内部采购平台及开发定制平台等多项用户需求，延伸办公礼品服务及积分兑换服务员工可触达性高，线下零售物流网络优势显著。

5 办公电商化集采红利下头部企业快速成长

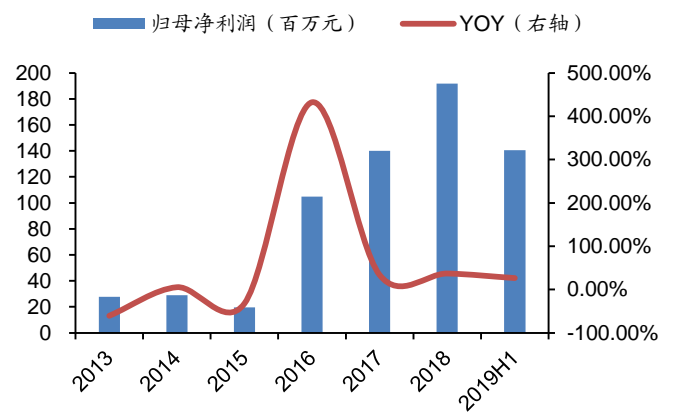
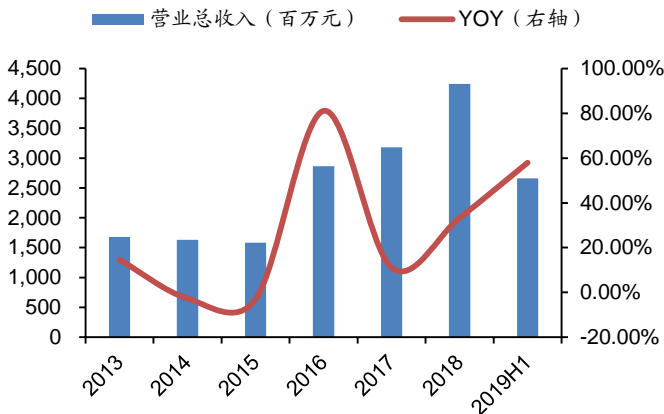
5.1 齐心集团：大办公厚积薄发，SaaS 服务顺势提升

2015年起，公司转型搭建“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台，目前已完成“B2B办公物资+云视频”企业办公业务平台核心，充分满足企业级客户的一站式办公采购和服务需求。

战略转型后公司收入及利润体量快速增长。国家政策驱动办公用品行业集成购买大规模开展，公司凭借传统办公文具市场集成供应商服务基础，持续中标央企、国企及政府、军队等大客户办公集采招标项目，推动办公用品及办公设备增长。SaaS业务方面依托银澎云计算等云视频业务的发展，软件产品及软件服务业务进一步增厚公司收入及利润。2019年H1公司主营业务收入达到26.63亿元，同比增长57.94%，归母净利润为1.41亿元，同比增长26.43%。

图34: 2019H1齐心集团营业总收入同比增长57.94%

图35: 2019H1齐心集团归母净利润同比增长26.43%



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

经过多年积累,公司在B2B办公物资领域已构建集成采购、技术支持、物流配送等核心竞争力。产品方面,公司企业办公服务平台涵盖19个大类、共50万+商品的丰富品类;物流方面,公司设立了逾20家子公司,配套30个地区仓库、近10万平米仓储面积和近百辆物流车辆,实现了全国主要省市的交付服务全覆盖;信息技术方面,公司建立了前中后台一体化电商信息服务系统,对头部客户可提供API接入服务,对中大型客户可提供LINK入口实现线上采购,满足客户的个性化需求。公司快速响应能力和服务能力得到了众多大客户的认可,现已拥有超过5万家优质客户资源,中标120多家大型政企客户。

云视频服务方面,公司持续进行核心技术研发及应用场景开拓。公司现已拥有大并发、QOS稳定传输技术、视频增益音频降噪等近80项专利技术,凭借卓越的产品和服务能力,积累了超过60000家优质客户,连续两年在国内云视频会议市场占有率第一。同时,基于在云视频会议领域领先的音视频处理技术,公司成功将云视频服务场景拓展至智慧教育、智慧党建、智慧医疗领域,根据2019年中报均已相关项目落地。

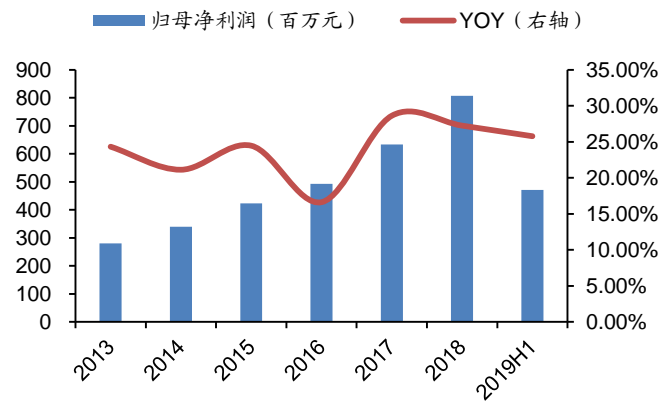
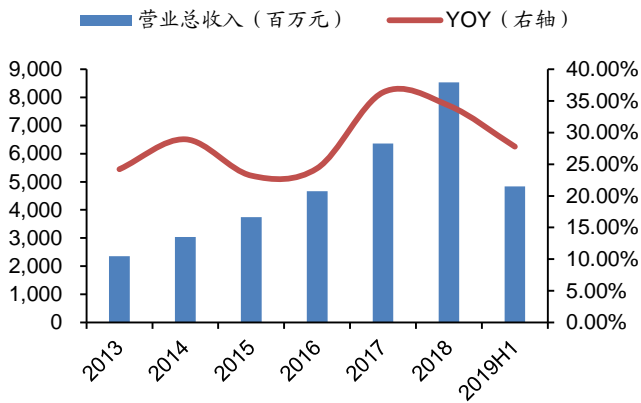
看好公司由办公用品集成供应商转型搭建“硬件+软件+服务”产品体系所带来的增长空间,办公物资领域存规模优势。公司2018年办公相关业务期间费用率同比下降0.6pct至11.5%。预计公司2019-2021年实现营业收入63.2、85.2、108.8亿元,归母净利润为2.7、3.8、5.2亿元,当前对2019年28xPE,基于公司SaaS领域拓展及大办公蓝海增长空间,维持公司增持评级。

5.2 晨光文具: 一体两翼, 腾飞在即

公司持续推进“一体两翼”发展战略。“一体”指传统业务,“两翼”分别为办公直销业务(科力普)和精品文创业务。其中,传统业务得到品牌力、渠道力和生产力的稳定支撑;直销业务拥有团队优势、仓储物流布局完善、对接能力强和客户结构完整四大支柱提供核心保障;精品文创依靠产品选择、品牌基础和运营管理经验保驾护航。“一体两翼”战略助力公司高速增长,2019年H1公司主营业务收入达到48.39亿元,同比增长27.78%,归母净利润为4.71亿元,同比增长25.78%。

图36: 2019H1晨光文具营业总收入同比增长27.78%

图37: 2019H1晨光文具归母净利润同比增长25.78%



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

传统核心业务已经形成渠道优势、品牌优势、设计研发优势，有望持续较快稳定发展。公司经销网络覆盖广，截止2019年二季度，在全国拥有35家一级合作伙伴、近1200个城市的二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端超过7.8万家。同时，公司加速发展零售大店，截止2019年二季度，公司在全国拥有300家零售大店；公司持续进行产品研发，每年推出上千款新品，并不断开发强功能高品质的产品线，提升产品竞争力和品牌美誉度。

精品文创促进品牌升级。顺应国内文具消费品牌化、创意化、个性化和高端化的趋势，公司大力拓展精品文创市场，升级产品结构，扩充高价值产品线，并通过晨光生活馆、九木杂志社和晨光科技形成线下线上全面精品文创销售渠道。公司持续推进渠道扩张、店铺管理和产品升级，有助于进一步拓展在精品文创市场占有率并促进公司品牌升级。

B端业务未来前景广阔。传统业务丰富的仓储物流经验和技術助力晨光科力普物流体系快速布局。收购欧迪中国实现了外企客户市场的有效拓展，同时借助欧迪丰富的多渠道运营经验与人才储备能力，可以进一步提升办公直销领域市场占有率。未来随着行业电商化集采的发展及晨光科力普实力的提升，B端业务有望实现高增长。

持续看好晨光文具“一体两翼”战略：1) 传统业务稳健增长。2) 办公业务保持高速增长。3) 精品文创业务亮点多多。预计公司2019-2021年归母净利润为10.0、12.1、14.5亿元，当前市值对应2019年38XPE，考虑到过去4年公司平均PE(TTM)为39.2倍，且公司在传统文具行业内龙头地位稳固，新业务成长性较强，长期核心竞争力较强，给予2020年35xPE合理估值，维持买入评级。

6 风险提示

宏观经济增速波动，大办公市场采购政策性调整，集采机构降低供应商准入门槛行业竞争加剧，综合性电商平台增加投入弥补落地服务短板，原材料价格波动。

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：资深分析师，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：资深分析师，亚利桑那州州立大学硕士，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。