

文娱用品行业深度研究报告

复盘日本百年书写工具制造商百乐，观晨光文具传统业务稳健增长

推荐（维持）

- 百乐 (Pilot) 是全球顶尖的百年书写工具制造商，日本书写工具行业龙头企业。百乐在日本书写工具行业的市场份额 2017 年达到 18.6%，处于日本制笔霸主的地位，纵观其成功之路，可分为三个阶段“制笔的先行者，起步开拓期”、“乘行业东风，迅速发展期”、“行业红利消退，稳定成熟期”，三个阶段发展各有特点，分别为：1) 纯国产钢笔的诞生，全球市场崭露头角；2) 乘行业发展快风，加速国内外布局；3) 以文具品类为核心，四大销售地区共同发力，树立中高端品牌形象，以实现业绩的稳步提升。
- 百乐核心优势：**研发为本注重产品革新，渠道为先拓展海外市场。**1) 以研发创新为导向，持续优化产品功能。对比晨光，晨光掌握笔头、油墨及其匹配技术，拥有强大的新品设计研发能力，每年推出上千款新品，不断满足消费者的各类需求。2) 重视渠道建设，拓展海外市场。日本国内，公司在各地开设销售网点，以直销为主，日本是高品质、高功能、高附加值产品的主要开发、生产基地。海外方面，公司在主要销售国家开设分公司，负责紧邻地区销售活动的开展。对比晨光，晨光致力于拓展本土渠道，具有高效的分销管理体系和高覆盖的国内终端网络，截至 2018 年末，拥有 35 家一级合作伙伴，近 1200 个城市的二、三级合作伙伴以及超过 7.6 万家零售终端。3) 品牌形象深入人心，高附加值产品溢价明显。对比晨光，晨光是国内文具行业“自主品牌+内需市场”的领跑者，已经在消费者心中建立良好的品牌认知，近年来通过技术创新、联名合作不断推出高附加值产品。
- 中日文具市场发展对比：日本文具行业经历了蓬勃发展期以及低迷调整期后，已进入稳定发展的成熟时期。龙头企业发展成熟，行业集中度高。2018 年我国书写工具行业 CR4 为 28.05%，对标日本，我国书写工具品牌化的进程仍处于初步阶段，龙头企业市场份额有较大的提升空间。
- 百乐、晨光文具业绩对比：**晨光文具处于快速增长阶段**，营业收入增长率高，自 2011 年以来保持在 20% 以上，百乐处于成熟稳定期，营业收入增长速度放缓，自 2016 年起进入平稳状态；销售管理费用方面，百乐提升运营效率推动费用率下行，晨光文具在费用管控上更具优势。
- 风险提示：**宏观经济下行导致消费不振，文具行业竞争格局发生重大变化。**

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)	69	1.88
总市值(亿元)	4,079.83	0.67
流通市值(亿元)	2,504.95	0.56

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	0.41	-16.12	-0.04
相对表现	-0.99	-15.61	-12.08


相关研究报告

《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》

2019-06-28

《文娱用品行业深度研究报告：复盘无印良品发展之路，以观九木杂货社强劲扩张》

2019-09-15

《文娱用品行业深度研究报告：复盘办公用品巨头史泰博发展，观晨光科力普强劲扩张》

2019-09-24

目录

一、百乐（pilot）——顶尖书写工具制造商的百年历程.....	5
（一）发展历程：以笔类为核心全球布局，铸就日本文具龙头.....	5
1、1918年-1939年：制笔的先行者，起步开拓期.....	5
2、1940年-1999年：乘行业东风，迅速发展期.....	5
3、2000年至今：行业红利消退，稳定成熟期.....	7
（二）百乐核心优势：研发为本注重产品革新，渠道为先拓展海外市场.....	9
1、以研发创新为导向，持续优化产品功能.....	9
2、重视渠道建设，拓展海外市场.....	10
3、品牌形象深入人心，高附加值产品溢价明显.....	11
二、中日文具市场发展对比.....	11
（一）日本市场：进入稳定发展阶段，书写行业集中度持续提升.....	12
（二）中国市场：三引擎助力文具行业发展，龙头企业有望进一步扩张.....	13
1、消费能力、消费人群、教育投入三引擎助力文具行业发展.....	13
2、对标日本，我国书写工具行业集中度和人均消费有较大提升空间.....	14
三、百乐、晨光文具业绩对比：晨光文具增长强劲，费用管控能力强.....	15
四、风险提示.....	17

图表目录

图表 1	百乐早期海外市场分布情况.....	5
图表 2	日本 GDP 变动情况.....	6
图表 3	1950-1980 年初高中升学率显著提升.....	6
图表 4	百乐海外分公司开设情况.....	7
图表 5	文具品类营收总体呈增长态势.....	7
图表 6	日本地区百乐市场份额逐步提升.....	7
图表 7	公司珠宝事业产品 Pilot Bridal	8
图表 8	公司陶瓷事业相关产品.....	8
图表 9	各地区营业收入总体呈现上升态势.....	8
图表 10	2018 年各地区收入占比情况.....	8
图表 11	百乐研发费用保持在高水平.....	9
图表 12	百乐精湛的笔尖工艺.....	9
图表 13	随着温度变化而消失的墨水“friction ink”.....	9
图表 14	50 多年来无帽钢笔功能不断优化.....	10
图表 15	百乐日本本土生产销售网络.....	10
图表 16	百乐海外生产销售网络.....	10
图表 17	各地区主要经营活动概述.....	11
图表 18	百乐高附加值产品溢价明显.....	11
图表 19	日本文具工业生产指数变动情况.....	12
图表 20	日本书写工具市场前四大公司份额.....	12
图表 21	城镇居民人均教育、文化和娱乐消费支出增长有所放缓.....	13
图表 22	农村居民人均教育、文化和娱乐消费支出增长强劲.....	13
图表 23	我国 K12 教育学生规模庞大.....	13
图表 24	我国教育经费持续增长.....	14
图表 25	我国文具制造行业收入逐年增长.....	14
图表 26	文教、工美、体育和娱乐用品制造业规模以上工业企业及毁损企业数量情况.....	14
图表 27	书写工具占文具行业零售总额的 32.1%.....	15
图表 28	我国书写工具 CR4 为 28.05%.....	15
图表 29	百乐&晨光文具营业收入及同比增速（亿日元）.....	15
图表 30	百乐营业收入地区分布（亿日元）.....	16
图表 31	晨光文具营业收入地区分布（亿日元）.....	16
图表 32	百乐毛利率高于晨光文具.....	16
图表 33	百乐销售管理费用率高于晨光文具.....	16

图表 34 两公司净利润水平及同比增速（亿日元）	17
图表 35 2016 年百乐净利润水平超过晨光.....	17

一、百乐 (pilot) —— 顶尖书写工具制造商的百年历程

百乐 (Pilot) 是全球顶尖的百年书写工具制造商，日本书写工具行业龙头企业。于 1918 年由并木良辅与和田正雄创立，于 2002 年通过股票转让建立百乐集团控股公司，并成为全资子公司。100 年来，百乐树立“百乐，就是好笔”的品牌形象，坚持以书写工具为核心产品，通过渠道建设不断拓展海外市场。

(一) 发展历程：以笔类为核心全球布局，铸就日本文具龙头

百乐在日本书写工具行业的市场份额 2017 年达到 18.6%，处于日本制笔霸主的地位，纵观其成功之路，可分为三个阶段“制笔的先行者，起步开拓期”、“乘行业东风，迅速发展期”、“行业红利消退，稳定成熟期”，三个阶段发展各有特点，分别为：1) 纯国产钢笔的诞生，全球市场崭露头角；2) 乘行业发展快风，加速国内外布局；3) 以文具品类为核心，四大销售地区共同发力，树立中高端品牌形象，以实现业绩的稳步提升

1、1918 年-1939 年：制笔的先行者，起步开拓期

百乐的前身是并木良辅与和田正雄于 1918 年共同创立的 Namiki 制造公司，主要从事钢笔的制造与售卖。1925 年 4 月，两个创始人带着纯日本国产的蒔绘金钢笔到欧美、亚洲的各大百货商店进行宣传，随后的第二年，在纽约、伦敦、上海和新加坡开设分店并正式派遣员工，实现了真正意义上的走向海外市场。之后，又陆续打开印度、泰国、印度尼西亚等地以及中南美洲的市场。

图表 1 百乐早期海外市场分布情况



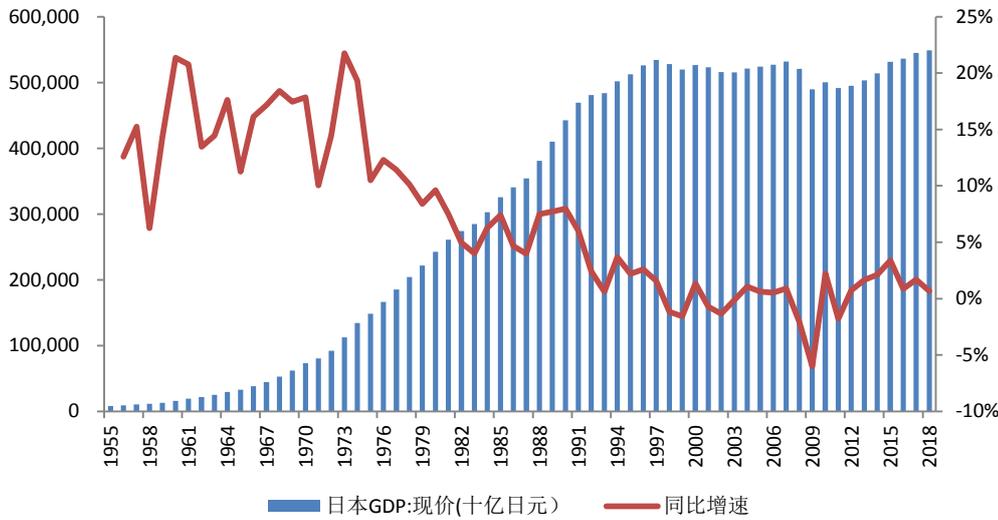
资料来源：公司官网，华创证券

1927 年 2 月，百乐与当时世界一流的烟草商——DUNHILL 的巴黎分店签署代理店授权协议，并以此诞生了 DUNHILL · Namiki 系列钢笔。1930 年，百乐授予 DUNHILL 公司欧洲代理权，这也成为百乐蒔绘金钢笔聚集全世界目光的开端。

2、1940 年-1999 年：乘行业东风，迅速发展期

日本本土：乘行业发展快风，产品渠道共同提升。经历了 10 年的战后经济恢复阶段，1956 年，日本《经济白皮书》正式宣告日本的经济水平恢复到战前，并进入高速增长阶段，制造业也随之回暖。1956-1973 年，日本制造业产值一路飙升，年平均增长速度到达 20%。经济的高速发展、制造业的迅速复苏，为文具行业的繁荣奠定了坚实的基础。

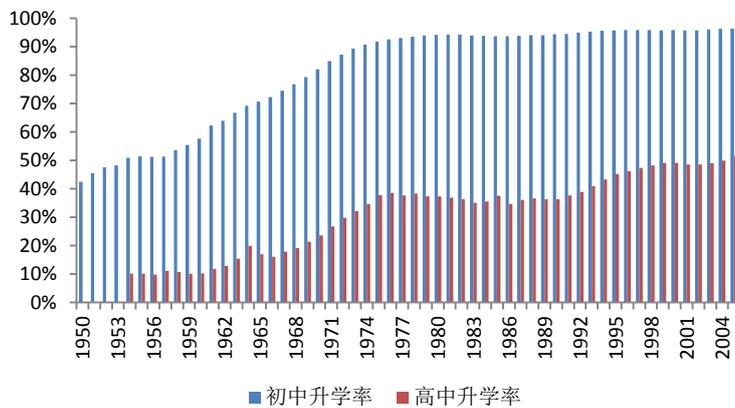
图表 2 日本 GDP 变动情况



资料来源: wind, 华创证券

二战后日本进行第二次教育改革, 于 1947 年 3 月颁布《教育基础法》和《学校教育法》, 实行“6、3、3、4”新学制, 并普及 9 年义务教育。1950 年至 1980 年, 初高中升学率显著提升, 1980 年初中升学率高达 94.2%, 相比于 1950 年增长 122%。经济的增长和教育的普及推动了文具行业的发展, 文具工业生产指数逐年提升, 并一直维持到 20 世纪末。

图表 3 1950-1980 年初高中升学率显著提升



资料来源: 日本国家统计局, 华创证券

这一时期, 伴随着文具行业的发展, 百乐深耕制笔技术, 先后涉足钢笔、自动铅笔、油性笔、圆珠笔、白板和白板记号笔的制造和销售, 不断拓宽产品线, 开发出新产品。于此同时, 成立关东、西部、北海道、九州分部, 紧密联系日本东西部市场, 进一步加强本土销售网络。

海外市场: 加强海外布局, 开拓国际视野。公司稳步进军美洲、欧洲和亚洲市场, 分别成立巴西、美国、德国、英国、新加坡、中国香港、法国、印度尼西亚、南非、瑞典分公司, 根据各地区的不同特点, 有针对性的售卖不同种类的产品。

图表 4 百乐海外分公司开设情况

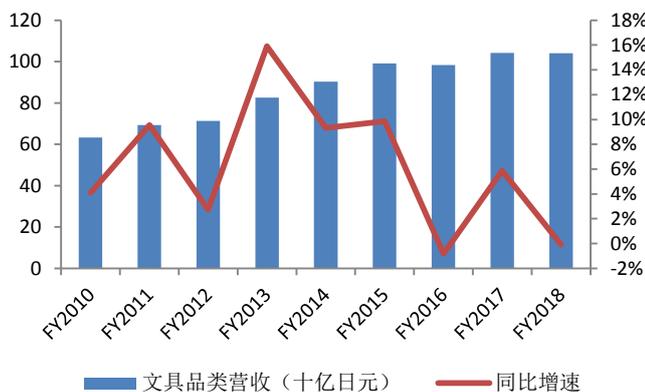
年份	地区	公司名称
1954 年	巴西	Pilot Pen Do Brasil S/A
1972 年	美国	Pilot Corporation of America
1975 年	德国	The Pilot Pen(Europe) GmbH
1979 年	英国	The Pilot Pen Company(U.K.)Ltd.
1984 年	新加坡	Pilot Pen(S)Pte.Ltd.
1984 年	中国香港	Pilot Pen Co.,(Hong Kong)Ltd.
1987 年	法国	Pilot Pen (France)S.A.
1994 年	印度尼西亚	PT. Pilot Pen Indonesia
1998 年	南非	Pilot Pen South Afica(Pty)Ltd.
1999 年	瑞典	Pilot Pen Sverige AB

资料来源：公司官网，华创证券

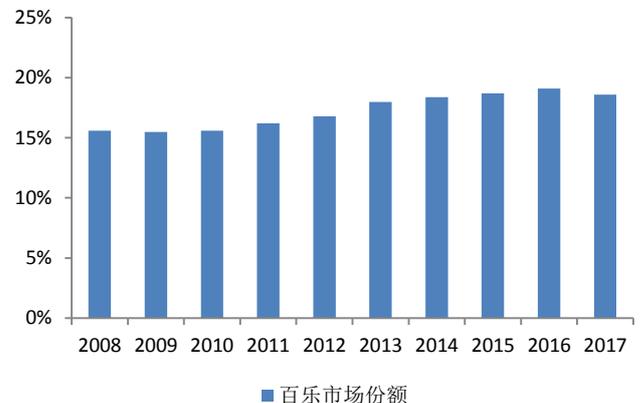
3、2000 年至今：行业红利消退，稳定成熟期

(1) 产品端：以文具品类为核心，积极拓展文具相关事业

这一时期，由于经济增长的停滞和教育普及的见顶，行业红利逐渐消退。百乐以文具品类为核心，进一步拓宽产品线，以高质量、高功能的产品抢占市场份额。2018 年文具品类的营业收入达 1040 亿日元，同比轻微下滑，日本地区百乐市场份额始终保持在 15% 以上，并呈现出逐年提升的态势，不断巩固其制笔霸主的地位。

图表 5 文具品类营收总体呈增长态势


资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 6 日本地区百乐市场份额逐步提升


资料来源：Euromonitor，华创证券

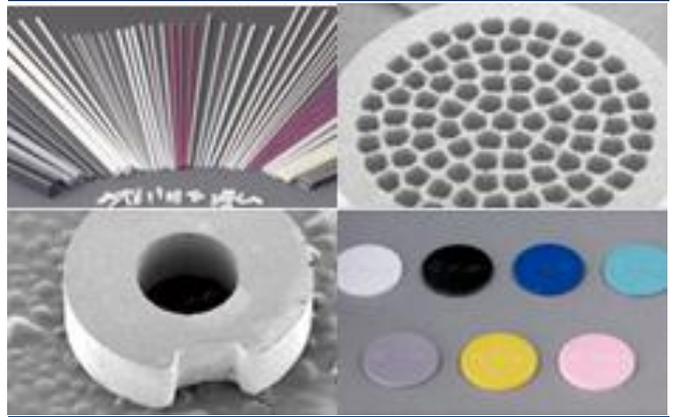
同时，公司积极开发一系列与文具相关联的产业：在对钢笔笔尖进行制造的过程中，公司掌握了贵金属特殊合金的制造技术和高精度的加工、装饰技术，利用这种技术开拓出珠宝事业，向市场推出高品质的结婚戒指；通过活用自动铅笔笔芯的制造，公司掌握了高精度的陶瓷成型技术，并以此为基础开拓陶瓷事业；公司利用墨水技术开拓出打印机墨水事业，目前向墨盒回收利用等企业内部办公自动化方向发展。

图表 7 公司珠宝事业产品 Pilot Bridal



资料来源：公司官网

图表 8 公司陶瓷事业相关产品

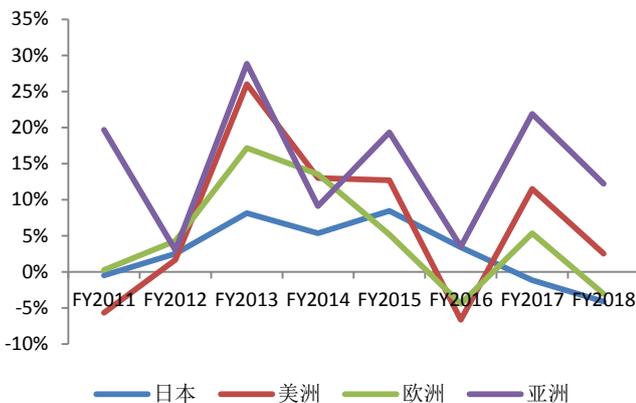


资料来源：公司官网

(2) 渠道端：海外布局成果显现，四大销售地区共同发力

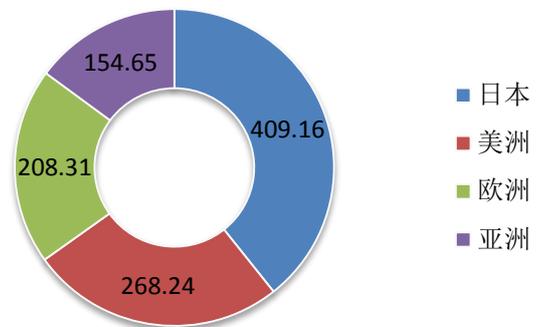
近年来全球生产销售网络的建设逐渐成形，各地区营业收入总体呈现上升态势，其中，亚洲地区的增长最为显著，近 8 年平均增速达 14.7%。2018 年，亚洲、美洲收入持续增长，日本、欧洲收入同比下滑，主要由于日本文具行业疲软、欧洲市场萧条等宏观因素导致。公司营业收入的 39% 来自日本本土，美洲、欧洲、亚洲市场销售收入占比分别为 25.8%、20.0%、14.9%。目前，海外市场已成为公司业绩增长的重要驱动力，特别是以中国市场为代表的亚洲地区收入增速显著高于其他地区，成为公司重点开拓的市场之一。

图表 9 各地区营业收入总体呈现上升态势



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 10 2018 年各地区收入占比情况



资料来源：Bloomberg，华创证券

(3) 品牌端：树立中高端品牌形象，提高产品附加值

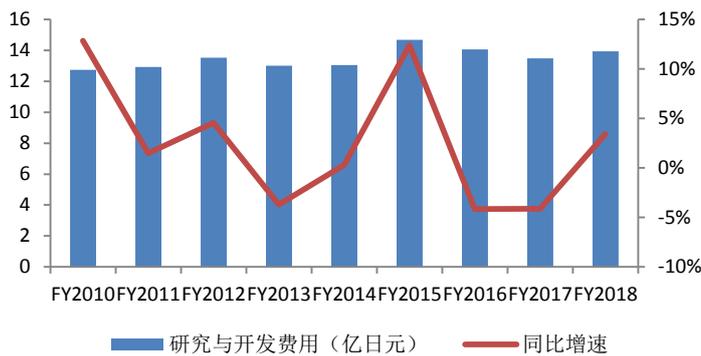
百乐始终以两位创始人提出的“三者鼎力”、“共忧共乐”、“突破难关”、“一天一进”、“至诚认真”五大理念作为经营方针，致力于成为世界上最顶尖的书写工具制造商，树立“百乐，就是好笔”的品牌形象。21 世纪以来，文具市场规模增长乏力，在此环境下公司树立中高端品牌形象，以提供高附加值的优质产品为核心，保障产品的毛利水平，进而推动公司业绩增长。

(二) 百乐核心优势： 研发为本注重产品革新，渠道为先拓展海外市场

1、以研发创新为导向，持续优化产品功能

以研发创新为导向，提供高附加值产品。公司致力于开发质量好、附加价值高、让顾客满意的产品。为了满足全球化发展，公司以市场调研的方式搜罗全世界顾客的需求，并统一集中到日本，完成产品的研究与开发。公司的研发费用一直保持在高水平，2018 年研发费用达 14 亿日元，同比增长 3.41%。

图表 11 百乐研发费用保持在高水平



资料来源: Bloomberg, 华创证券

注重笔尖墨水开发，持续优化产品功能。公司的研发活动主要从笔尖和墨水两个方面展开：钢笔笔尖方面，在大正时期，百乐实现了基于铍合金（当时很难加工的特殊合金）为原料的笔尖熔铸和制造，成功制造出纯国产的钢笔，之后持续革新，旨在研发书写感受更好的钢笔。圆珠笔笔尖方面，1964 年笔尖圆珠使用比其他公司先进的不锈钢钢片，耐磨性强、皮实耐用，可以一直保持顺滑的圆珠转动。之后，采用在细的导管前端凿出三处凹陷来支撑笔尖圆珠的技术方案，开发出极细圆珠笔笔尖，相比于普通的圆珠笔具有更小的摩擦面积，能够实现自然的圆珠转动。秉承对于良好书写体验的执着追求，加上超过微米级别的加工精度所带来的压倒性高品质，百乐始终走在笔尖开发的前沿。

在墨水的开发方面，百乐通过给墨水赋予“可擦”，“不会渗透”，“能写到玻璃和金属上”，“能写在布上”等新特性，开发出各种各样的墨水，例如随着温度变化而消失的墨水“friction ink”、能在玻璃表面书写的圆珠笔墨水等，极大地扩展了产品的可能性。

图表 12 百乐精湛的笔尖工艺



资料来源: 公司官网

图表 13 随着温度变化而消失的墨水“friction ink”



资料来源: 公司官网

公司在已有产品的基础上，不断优化其功能，给用户更好的体验感。自公司 1963 年研发出世界上首支无帽钢笔的模型至今，已有大半个世纪的历史。这种钢笔运用百乐独有的密封遮挡机制，可以防止墨水在不使用时泄漏或干燥，使其可以迅速、舒适地使用。50 多年来，公司一直以无帽钢笔作为主要产品，并不断对其功能进行优化。

图表 14 50 多年来无帽钢笔功能不断优化

年份	功能优化	模型示例
1963	世界上首支无帽钢笔	
1964	可用单手伸缩笔尖的伸缩设计，这种型号的设计是后期无盖钢笔的基础	
1971	改进可伸缩设计使其更易于使用，其特点是带有条纹的笔尾	
1998	以深色调和金色装饰为特色，笔尖由 18k 金制成	
2005	第十代无帽钢笔，具有更美观的外观和更轻更细的设计	
2006	借鉴了第一代无盖钢笔的设计，可以通过旋转后方旋钮来抽出笔尖	

资料来源：公司年报，华创证券

2、重视渠道建设，拓展海外市场

公司建立了全球化的开发、生产、销售网络，支持在全世界范围内开展业务。日本国内，公司在各地开设销售网点，以直销为主，在进行销售活动的同时倾听市场心声，并反馈在产品的开发和生产中。日本是高品质、高性能、高附加价值产品的主要开发、生产基地。海外方面，公司在主要销售国家开设分公司，负责紧邻地区销售活动的开展。公司运用全球化的网络体系，在持续的技术开发和统一的质量管理下，始终保持百乐品牌的可靠性。2015 年，公司公布“总公司大楼改进计划”，将进一步整合全球布局，实现对资源更有效的利用。

图表 15 百乐日本本土生产销售网络



资料来源：公司官网

图表 16 百乐海外生产销售网络



资料来源：公司官网

公司在全球的主要销售地区包括四大部分：日本、美洲、欧洲和亚洲。日本分部主要从事书写设备、文具产品、玩具、戒指等贵金属饰品、陶瓷制品的制造、采购和销售。美洲分部主要在美国，墨西哥及巴西制造和销售书写设备，

欧洲分部主要在英国，德国，法国，瑞典等地制造和销售书写设备，亚洲分部主要在中国大陆、中国香港地区、中国台湾地区、印尼、马来西亚及新加坡制造和销售书写设备。

图表 17 各地区主要经营活动概述

地区	主要经营活动
日本	书写设备、文具产品、玩具、戒指等贵金属饰品、陶瓷制品的制造、采购和销售
美洲	书写设备等的制造、采购和销售
欧洲	书写设备等的制造、采购和销售
亚洲	书写设备等的制造、采购和销售

资料来源：公司年报，华创证券

未来，公司将进一步建设生产销售网络，确保因地制宜，根据各个地区的市场需求发送产品。同时，强化印度尼西亚、巴西等海外生产基地的生产能力，使公司产品的品质和品牌在世界各国得到进一步渗透和固定，从而实现在新兴国家市场份额的提高。

3、品牌形象深入人心，高附加值产品溢价明显

百年的品牌历史底蕴及工艺，对品质从不将就的态度，塑造了深入人心的品牌形象。近年来，公司通过对 PILOT 品牌形象的大力宣传，重点推广高品质、高性能、高附加值的产品，例如 Juice 系列、Frixion 系列等，与竞争对手产生差异化，获得市场的广泛好评。

图表 18 百乐高附加值产品溢价明显

百乐				其他品牌对应产品价格			
产品型号	产品形象	产品特点	价格	三菱铅笔	斑马	晨光	得力
FD-18SR 清雅系列钢笔		铜合金笔杆，搭配精美细腻印刷花叶。 14K 笔尖，耐磨、书写顺滑	1780	无	无	39	69
BL-415V 防疲劳中性笔		笔握由柔橡胶包裹易抓握，运用 CELINE 墨液，出墨均匀	40	29	15	4	2
LFBS-18UF 按动可擦笔		笔身轻巧，携带方便，采用百乐温控可擦墨水，随写随擦	16	12	无	4.5	3
HDGCL-50R 摇摇自动铅笔		双层防滑软质握胶设计，拿捏舒适，摇摇出铅，使用方便	60	24.5	48	7.5	7

资料来源：淘宝网，京东商城，华创证券整理

二、中日文具市场发展对比

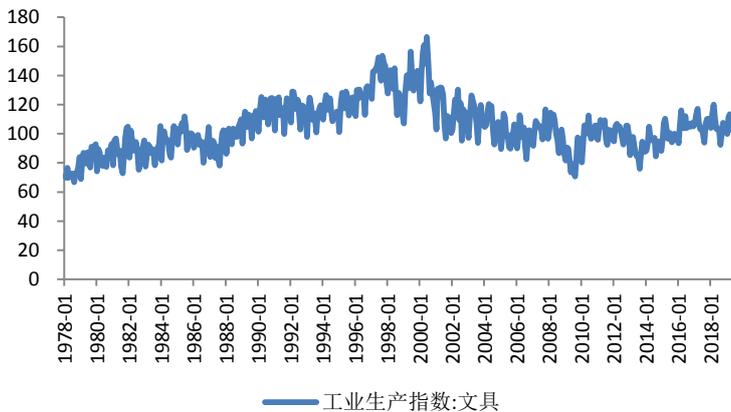
日本文具行业经历了蓬勃发展期以及低迷调整期后，已进入稳定发展的成熟时期。龙头企业发展成熟，行业集中度

高。2018 年我国书写工具行业 CR4 为 28.05%，对标日本我国书写工具品牌化的进程仍处于初步阶段，龙头企业市场份额有较大的提升空间。在庞大的消费者群体基础上，随着城乡居民消费水平的提高、教育投入的持续增长，我国文具行业规模有望进一步扩大。

（一）日本市场： 进入稳定发展阶段，书写行业集中度持续提升

日本文具行业起步较早，在 20 世纪蓬勃发展，孕育了诸多全球知名文具厂商。20 世纪末，文具行业进入低迷状态，倒逼行业集中度提升，1997 年至 2002 年间，日本文具零售店数量从 2.1 万家减少至 1.6 万家，减少了约四分之一。经历了蓬勃发展期以及低迷调整期后，近年来日本文具已进入稳定发展的成熟时期。

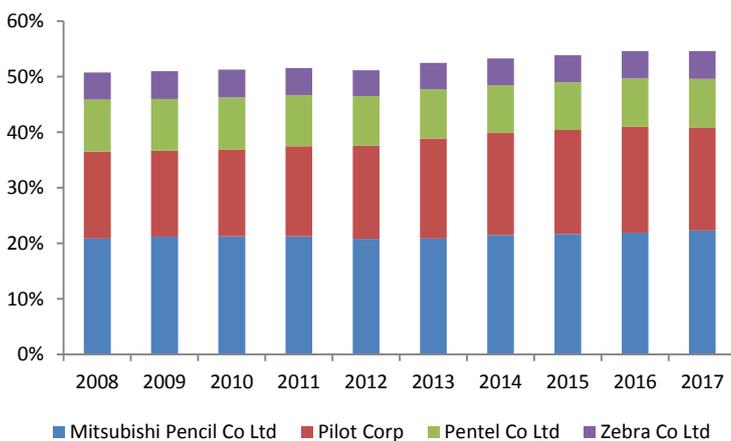
图表 19 日本文具工业生产指数变动情况



资料来源: wind, 华创证券

书写工具作为文具中最重要的品类之一，涌现出三菱铅笔、百乐、派通、斑马等全球知名的龙头企业。过去十年，在行业已进入成熟期的情况下，市场集中度依然持续提升，2017 年日本书写工具细分行业 CR4 达到 54.6%。

图表 20 日本书写工具市场前四大公司份额



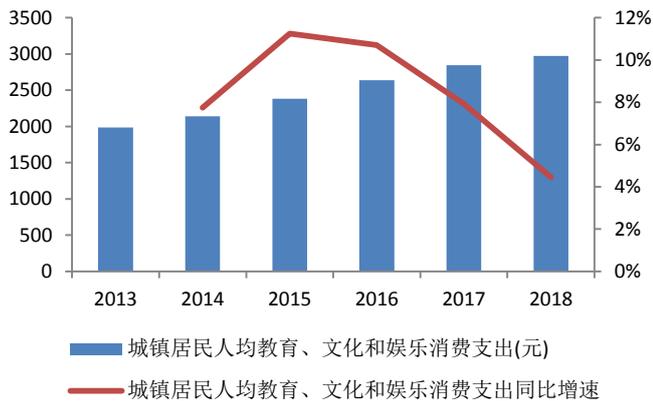
资料来源: Euromonitor, 华创证券

(二) 中国市场：三引擎助力文具行业发展，龙头企业有望进一步扩张

1、消费能力、消费人群、教育投入三引擎助力文具行业发展

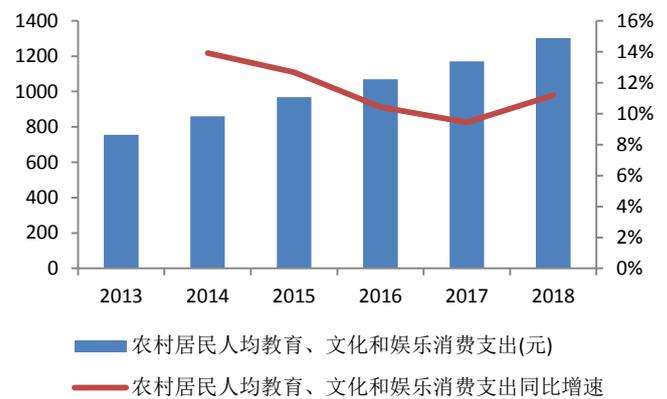
城市居民消费逐年提高，农村居民消费增长强劲。自改革开放以来，我国城乡居民人均教育、文化和娱乐消费支出不断上升。2018年，城镇居民人均教育、文化和娱乐支出为2974元，同比增长4.46%，增速有所放缓。农村居民人均教育、文化和娱乐支出为1302元，同比增长11.19%，预计未来农村居民消费水平将进一步提升。

图表 21 城镇居民人均教育、文化和娱乐消费支出增长有所放缓



资料来源：国家统计局，华创证券

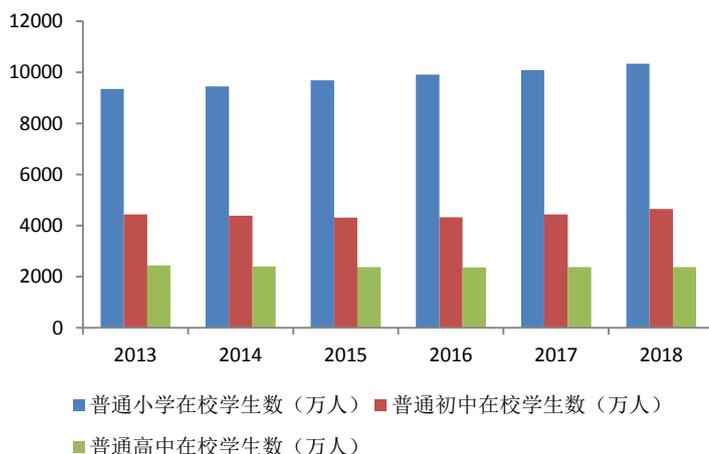
图表 22 农村居民人均教育、文化和娱乐消费支出增长强劲



资料来源：国家统计局，华创证券

在校学生人数庞大，为市场增长奠定基础。文具的主要使用对象是学生，我国在校学生人数庞大，为文具行业提供了巨大的消费者群体。我国普通小学生在校数量大，并呈现出逐年稳步上升的趋势，2018年达到10339万人，占小中高在校学生总数的59.5%。2018年我国普通初中在校学生数达4653万人，普通高中在校学生数达2375万人。

图表 23 我国 K12 教育学生规模庞大

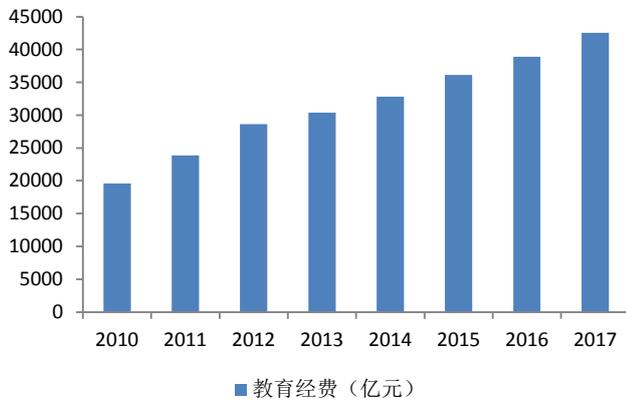


资料来源：国家统计局，华创证券

教育投入持续增长，助力文具市场发展。近年来，我国积极推进义务教育优质均衡发展，加快城乡义务教育一体化进程，国家在教育方面的投入不断加大。2017年，全国教育经费总投入42562亿元，同比增长9.45%。其中，国家财政性教育经费34208亿元，同比增长8.95%。在三项引擎的驱动下，我国文具制造行业收入逐年增长，2018年约

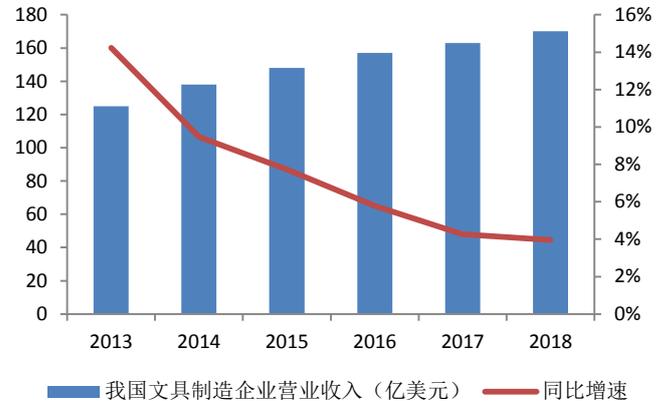
为 170 亿美元，同比增长 3.96%，增速有所放缓的主要原因是电子设备的快速发展推动无纸化发展。

图表 24 我国教育经费持续增长



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 25 我国文具制造行业收入逐年增长

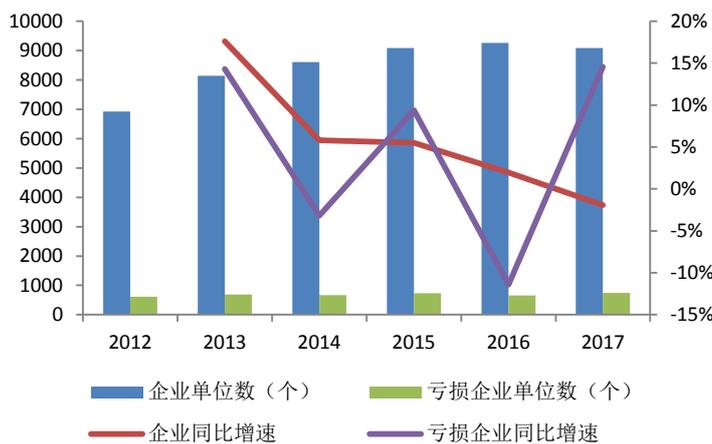


资料来源：前瞻产业研究院《中国文具行业市场需求与投资战略规划分析报告》，华创证券

2、对标日本，我国书写工具行业集中度和人均消费有较大提升空间

末端企业加速淘汰，行业集中度进一步提升。2017 年，我国文教、工美、体育和娱乐用品制造业规模以上工业企业累计 9085 家，同比减少 1.92%，其中亏损企业 747 家，同比增加 14.57%，亏损面为 8.22%，同比扩大 1.18 个百分点。随着消费者对于产品要求的提高，技术壁垒低的落后企业正在加速淘汰，行业集中度将进一步提升。

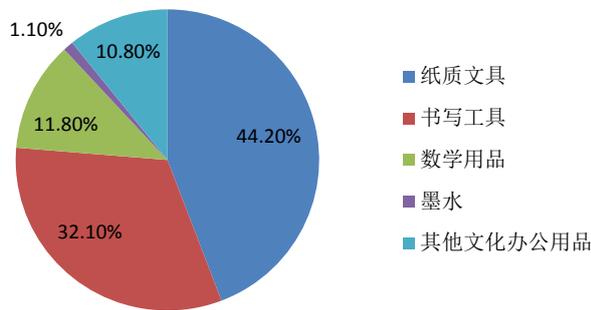
图表 26 文教、工美、体育和娱乐用品制造业规模以上工业企业及亏损企业数量情况



资料来源：国家统计局，华创证券

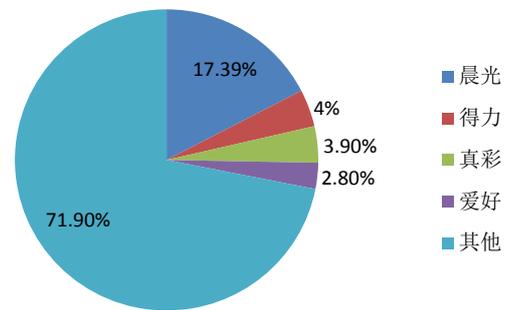
对标日本，书写工具行业集中度和人均消费提升空间较大。书写工具是文具 C 端最重要的品类之一，2018 年我国书写工具占文具行业零售总额的 32.1%。在过去十年中，我国书写工具品牌集中度呈持续提高的趋势，CR4 从 2008 年的 20.42% 提升至 2018 年的 28.05%，其中书写工具龙头晨光文具市场份额从 2008 年的 9.63% 提升至 2018 年的 17.39%，是行业集中度提升的主要推动力。然而，相比于日本书写工具 CR4 的 54.6%，我国书写工具品牌化的进程仍处于初步阶段，龙头企业市场份额提升的空间较大。人均消费方面，我国书写工具人均年消费仅有 2.54 美元，与日本相比还有两倍以上增长空间。

图表 27 书写工具占文具行业零售总额的 32.1%



资料来源：前瞻产业研究院《中国文具行业市场需求与投资战略规划分析报告》，华创证券

图表 28 我国书写工具 CR4 为 28.05%



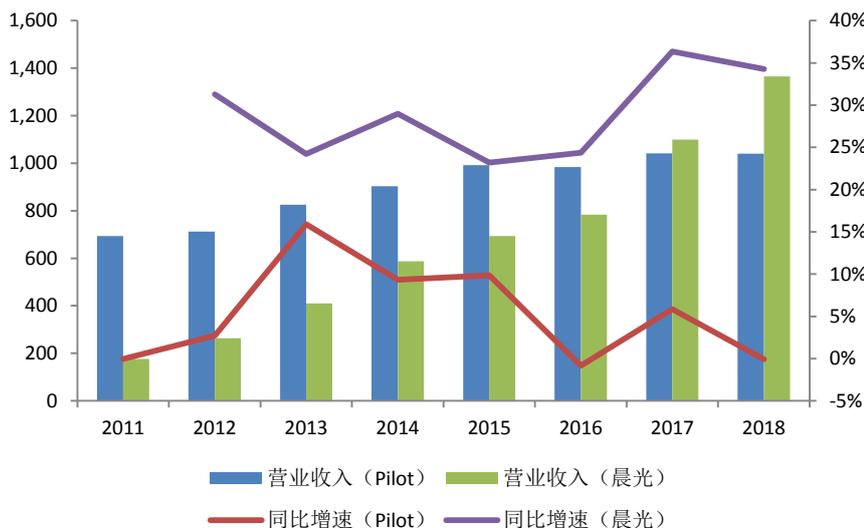
资料来源：前瞻产业研究院《中国文具行业市场需求与投资战略规划分析报告》，华创证券

三、百乐、晨光文具业绩对比：晨光文具增长强劲，费用管控能力强

晨光文具处于快速增长阶段，营业收入增长率高，费用管控能力优于百乐。营业收入方面，百乐平稳发展，晨光文具高速增长；从营业收入的地区分布来看，百乐四大销售地区共同发力，晨光以中国本土的销售为主；毛利率方面，百乐品牌及产品附加值带来的溢价高，同时其在全球范围内建立的生产链能够有效降低生产成本，使得百乐毛利率高于晨光文具；销售管理费用方面，百乐提升运营效率推动费用率下行，晨光文具在费用管控上更具优势。

营业收入方面，百乐平稳发展，晨光文具高速增长。作为日本文具行业百年企业，近年来百乐营业收入增长速度放缓，自 2016 年起进入平稳状态。2018 财年百乐营业收入为 1040 亿日元，同比减少 0.08%，其中日本地区营业收入为 409 亿日元，同比减少 4.12%，主要由日本文具行业发展不景气所致。自 2011 年晨光营业收入一直保持 20% 以上的高速增长，2017 年营业收入达到 1100 亿日元，首次超过百乐。

图表 29 百乐&晨光文具营业收入及同比增速（亿日元）

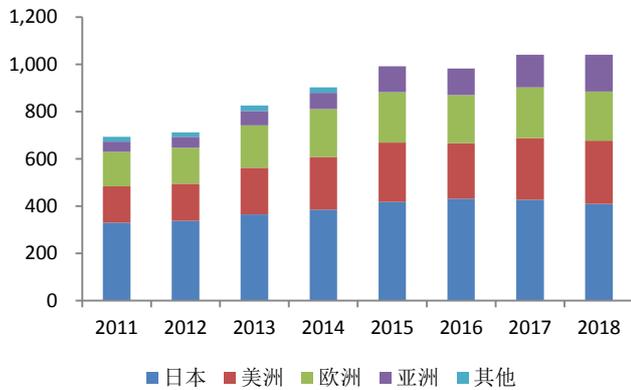


资料来源：Bloomberg, wind, 华创证券

从营业收入的地区分布来看，百乐四大销售地区共同发力，晨光以中国本土的销售为主。百乐日本地区营业收入占总收入的 40% 左右，并呈现出占比逐年减少的趋势。亚洲地区近年来发展迅猛，营业收入从 2011 财年 42.66 亿日元

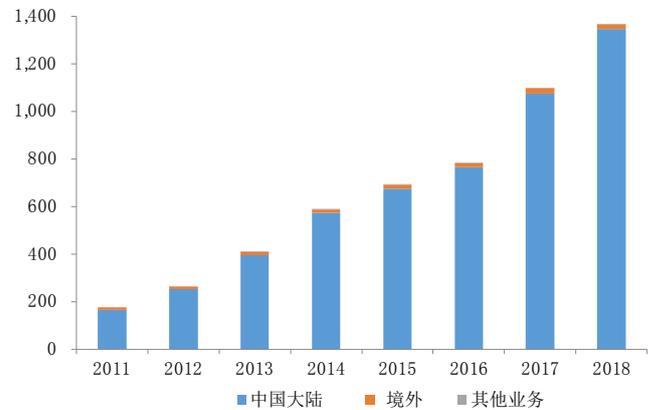
发展到 2018 财年 154.65 亿日元，并且有进一步扩张的趋势。晨光文具以内销为主，2018 年内销实现营业收入 1346.1 亿日元，占总收入的 98.6%。

图表 30 百乐营业收入地区分布 (亿日元)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

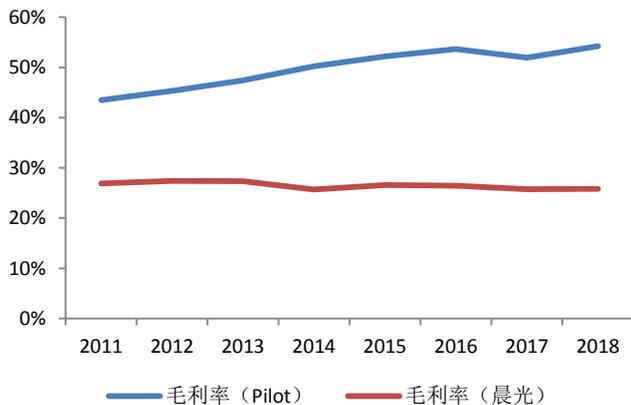
图表 31 晨光文具营业收入地区分布 (亿日元)



资料来源: wind, 华创证券

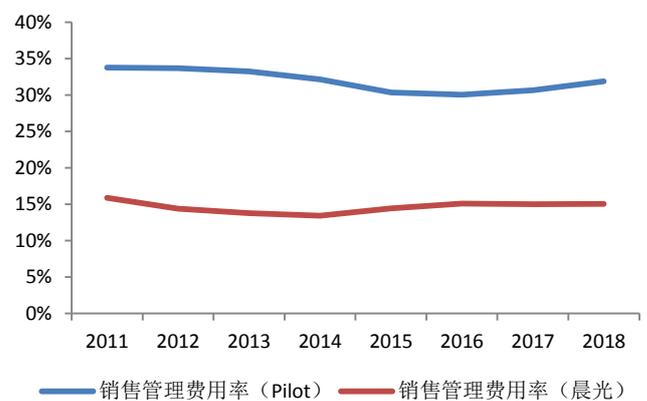
毛利率方面，百乐显著高于晨光文具。近年来百乐毛利率水平稳步提升，由 2011 财年 43.5% 上升至 2018 财年 54.2%，晨光文具毛利率水平稳定在 26% 左右。毛利率相差较大的原因是百乐致力于研发高附加值的产品，其品牌及产品附加值带来的溢价高于晨光文具，同时百乐致力于在全球范围内建立具有成本竞争优势的生产链，有效推动生产成本的减少。销售管理费用率方面，近年来百乐注重费用管控，通过提升运营效率推动期间费用率下行，2018 财年百乐销售管理费用率为 31.9%，相比于 2011 财年下降 1.85 个百分点，晨光在费用管控上更具优势。

图表 32 百乐毛利率高于晨光文具



资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

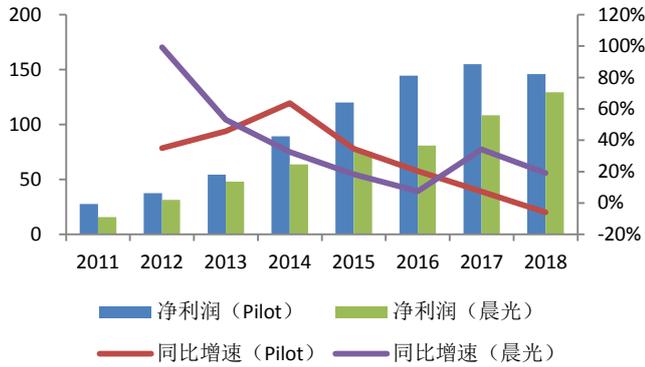
图表 33 百乐销售管理费用率高于晨光文具



资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

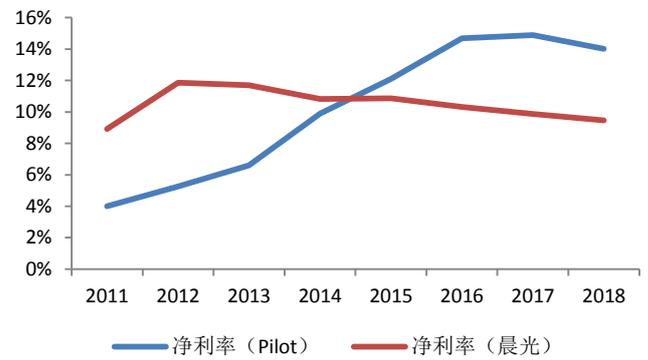
净利润方面，2012-2015 年百乐净利润高速增长，主要是由于日元加速贬值，公司外销产品收益所致。2016 年起，受宏观环境影响，净利润增速缓慢，2018 年百乐实现净利润 145.9 亿日元，同比较少 5.86%。晨光净利润逐年稳步提升，2018 年达 129.3 亿日元，同比增长 19%。净利率方面，由于毛利率的显著优势以及近年来对于期间费用的管控，近年来百乐净利率水平增长明显，由 2011 财年 4% 上升至 2018 财年 14%。晨光净利率水平轻微下滑，由于销售费用持续投入，期间费用率上升所致。

图表 34 两公司净利润水平及同比增速（亿日元）



资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

图表 35 2016 年百乐净利润水平超过晨光



资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

四、风险提示

宏观经济下行导致消费不振，文具行业竞争格局发生重大变化。

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
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@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