

信义山证 汇通天下

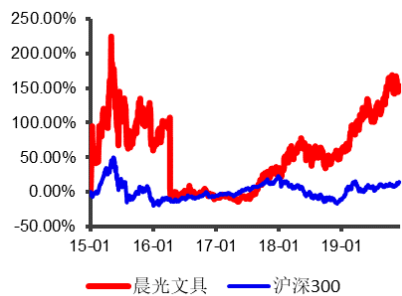
证券研究报告

文娱用品

报告原因：深度报告

2020年1月2日

公司上市以来股价表现



市场数据：2019年12月31日

总股本(亿股)	9.20
流通股本(亿股)	9.20
收盘价(元)	48.74
流通市值(亿元)	448

基础数据：2019年9月30日

每股净资产(元)	4.28
每股资本公积(元)	0.30
每股未分配利润(元)	2.61

分析师：杨晶晶

证书编号：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

地址：

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

晨光文具(603899.SH)

产品与渠道实力护航，科力普处在快速增长轨道

首次评级

增持

公司研究/深度报告

投资要点：

➤ **公司简介：传统文具龙头转型升级，“一体两翼”焕彩前行。**公司成立于1996年，主要经营晨光及其所属品牌学生文具、办公文具、儿童美术等产品，文具产品线广度和深度均位居国内前列。近年来，公司收入净利润增长亮眼，盈利能力持续提升，实现连续两年营收增长率均超过34%，近5年营收增长率为22.91%，受益于新品、高毛利率精品文创产品收入占比提升，近年来ROE、毛利率提升明显。

➤ **行业分析：传统文具量价齐增，精品文创、办公直销初显锋芒。**(1) 传统文具：刚需群体、消费升级支撑量价齐增，行业集中度较低。文具消费的价格敏感度较低，未来增长动能将在“量的增长”基础上，叠加附加值溢价带来的“价的增长”。(2) 精品文创活力迸发，文化大IP打造爆款产品。传统文具品牌已有不少大IP合作案例，2018双十一期间，京东“疯狂2小时”IP系列文具销额达到2017年同期的8倍。(3) 办公直销市场快速释放，龙头平台发力空间较大。按1000家头部客户最保守的5000亿元的年采购金额估算，至少还有4000亿元的头部客户订单尚未释放。

➤ **产品与渠道驱动成长，传统业务实现破局。**(1) 产品端：设计研发与供应链优秀，推动毛利率、量价齐升。2019上半年，公司书写工具收入同比增长10.49%，突破了16年以来的个位数增长；学生文具收入同比增长26.67%，扭转15年以来增速持续下滑的局面。(2) 渠道端：多元化渠道拥抱“新零售”，晨光科技助力线上销售高速增长。“晨光系”零售终端超过7.8万家，其中包括标准样板店、高级样板店、加盟店、海外门店和办公店五大类门店。

➤ **精品文创乘势而上，晨光生活馆营业收入高速增长，门店数量与经营效益双双提升。**2019前三季度，晨光零售大店(杂物社)收入4.2亿元，同比增加91%，其中杂物社收入3.07亿元，生活馆收入1.12亿元。截止三季度末生活馆共125家，九木杂物社212家(其中自营136家，加盟76家)。从门店经营效益来看，2014-2018年，晨光生活馆单店收入由60.38万元增加至119.97万元，年均复合增长率为14.75%。

➤ **办公直销增长亮眼：科力普已成规模，增量与存量皆有发力空间。**(1) 招投标方式下竞争压力较小，持续中标大客户推动业绩高增。(2) 深耕存量客户，利润率与客单值有望提升。(3) 相比京东、苏宁企业购等电商平



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

台，科力普这样的垂直服务平台的相对优势除了自有产品生产制造能力（更具专业性、直销价格优势）之外，还有更加重要的落地服务能力（配备专门人员/团队长期对接，沟通更流畅，服务更精细、更贴心）。

盈利预测、估值分析和投资建议：

➢ 预计公司 2019-2021 年实现归母净利润为 10.25、13.27、16.62 亿元，同比增长 27.1%、29.4%、25.2%，对应 EPS 为 1.11、1.44、1.81 元，PE 为 43.74、33.80、26.99 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

➢ 宏观经济下行风险；地产调控政策风险；产品同质化风险；精品文创推广不达预期；原材料价格上涨；市场竞争加剧；行业政策变化风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,357.1	8,535.0	11,052.8	13,816.0	16,993.7
同比增长	36.3%	34.3%	29.5%	25.0%	23.0%
归母净利润（百万元）	634.0	806.8	1,025.3	1,326.7	1,661.5
同比增长	28.6%	27.3%	27.1%	29.4%	25.2%
每股收益（元）	0.69	0.88	1.11	1.44	1.81
PE	70.72	55.58	43.74	33.80	26.99
PB	15.82	13.15	7.52	6.15	5.02

数据来源：wind，山西证券研究所

目录

1.公司简介：传统文具龙头转型升级，“一体两翼”焕彩前行	8
1.1 历经 23 年发展，自主品牌+内需市场领跑者	8
1.2 财务分析：收入净利润增长亮眼，盈利能力持续提升	11
2.行业分析：传统文具量价齐增，精品文创、办公直销初显锋芒	13
2.1 传统文具：刚需群体、消费升级支撑量价齐增，行业集中度较低	13
2.1.1 国家政策有力支持，下游庞大消费群体支撑量的增长	13
2.1.2 价格敏感度低利好消费升级，人均文具消费水平增长空间大	14
2.1.3 “大行业、小公司”，集中度提升利好龙头品牌	16
2.2 精品文创活力迸发，文化大 IP 打造爆款产品	17
2.2.1 “口红经济”时代来临，多品类、多业态精品文创崛起	17
2.2.2 故宫文创爆款效应发酵，文化大 IP 开发和变现空间广阔	18
2.3 办公直销市场快速释放，龙头平台发力空间较大	20
3. 公司亮点：产品与渠道实力护航，精品文创、科力普开启增长空间	24
3.1 产品与渠道驱动成长，传统业务实现破局	24
3.1.1 产品端：设计研发与供应链优秀，推动毛利率、量价齐升	24
3.1.2 渠道端：多元化渠道拥抱“新零售”，晨光科技助力线上销售高速增长	27
3.2 精品文创乘势而上，品牌升级战略势在必行	30
3.3 办公直销增长亮眼：科力普已成规模，增量与存量皆有发力空间	33
3.3.1 招投标方式下竞争压力较小，持续中标大客户推动业绩高增	33
3.3.2 深耕存量客户，利润率与客单值有望提升	34
3.3.3 科力普 vs 电商采购平台相对优势：落地服务能力更为关键	36
4.盈利预测、估值分析和投资建议	37
5.风险提示	37

图表目录

图 1：公司发展历程.....	8
图 2：公司主营构成.....	9
图 3：公司 2014-2018 年营业收入及同比增速.....	11
图 4：公司 2014-2018 年归母净利润及同比增速.....	11
图 5：公司毛利率和净利率.....	11
图 6：公司 ROE 和 ROA.....	11
图 7：公司销售期间费用率.....	12
图 8：公司销售/管理/财务费用率.....	12
图 9：公司营运能力指标.....	12
图 10：公司资产负债率（%）.....	13
图 11：公司现金流量指标（%）.....	13
图 12：我国教育经费投入及其增长率.....	13
图 13：全国各教育阶段在校学生数量庞大（人）.....	14
图 14：各阶段教育毛入学率逐年提升.....	14
图 15：我国城镇及农村居民人均可支配收入不断增长.....	14
图 16：全国居民文教娱乐人均消费支出占比提升.....	14
图 17：晨光文具经典系列中性笔（单价 1 元）.....	15
图 18：晨光文具全金属中性笔（单价 15.50 元）.....	15
图 19：正姿功能软头水彩笔.....	15
图 20：樱花限定主题少女心可爱文具礼盒套装.....	15
图 21：2017 年我国文具行业市占率.....	16
图 22：国内外文具龙头营业收入对比（亿元）.....	16

图 23 : 50 大中城市房价收入比.....	17
图 24 : 天猫美妆 TOP100 品牌数量占比分布.....	17
图 25 : 文创品牌 POP MART 泡泡玛特.....	18
图 26 : 西西弗书店内部陈列.....	18
图 27 : IP 授权带动产品销售额提升的幅度.....	19
图 28 : 消费者接受的 IP 授权产品溢价范围.....	19
图 29 : 《上新了! 故宫》“畅心”系列睡衣.....	19
图 30 : 四川熊猫文创产品	19
图 31 : 得力文具×颐和园联名手账套装.....	20
图 32 : 大办公文具市场规模及增速	20
图 33 : 我国与发达国家第三产业就业人数占比 (%)	20
图 34 : 办公直销销售模式	21
图 35 : 传统采购过程中存在诸多问题	21
图 36 : 政策支持、互联网普及和物流体系完善共同促进企业级采购发展	22
图 37 : 办公直销三类模式对比.....	22
图 38 : 2017 年办公用品龙头企业收入规模 (亿元)	23
图 39 : 北美办公用品市场 CR2 为 81%.....	23
图 40 : 晨光文具速干中性笔.....	24
图 41 : 晨光文具儿童易可洗油画棒	24
图 42 : 公司研发费用及增速.....	25
图 43 : 公司专利数量及增速.....	25
图 44 : 公司传统文具销售收入增长率 (%)	26
图 45 : 公司新品开发数量逐年增加	26

图 46：公司分产品销售量同比增速（%）	27
图 47：公司分产品销售单价同比增速（%）	27
图 48：公司分产品毛利率逐年提升（%）	27
图 49：公司文化用品市场占有率	27
图 50：公司线下渠道及销售模式	27
图 51：普通文具店与晨光文具零售终端比较	28
图 52：晨光文具线上销售额及增速	29
图 53：晨光文具线上销售额 VS 财报营业收入	29
图 54：晨光生活馆	30
图 55：九木杂物社	30
图 56：晨光生活馆门店数量及同比增速	31
图 57：晨光生活馆营业收入及同比增速	31
图 58：晨光生活馆单店收入及同比增速	31
图 59：晨光文具合作 IP 爆款产品销量	31
图 60：晨光科力普营业收入及同比增速	33
图 61：晨光文具办公用品市场占有率	33
图 62：晨光办公文具代理产品毛利率较低	34
图 63：晨光办公文具-代理产品与科力普收入增速	34
图 64：晨光科力普 MRO 工业品样例	34
图 65：齐心集团销售/管理费用率呈下降趋势	35
图 66：齐心集团销售期间费用率	35
图 67：晨光科力普仓库	37
图 68：晨光文具运输及装卸费用及同比增长率	37



表 1：公司主营业务板块	9
表 2：公司前六大股东持股情况（2018 三季度）	10
表 3：成熟文具市场和发展中文具市场比较	17
表 4：知名文创品牌	18
表 5：B 端潜在客户类型及数量	23
表 6：同业竞争对手研发投入对比（2018 年报）	25
表 7：公司四条产品赛道布局情况	25
表 8：公司 2014-2018 年零售终端数量	28
表 9：A 股办公直销平台中标客户情况	33

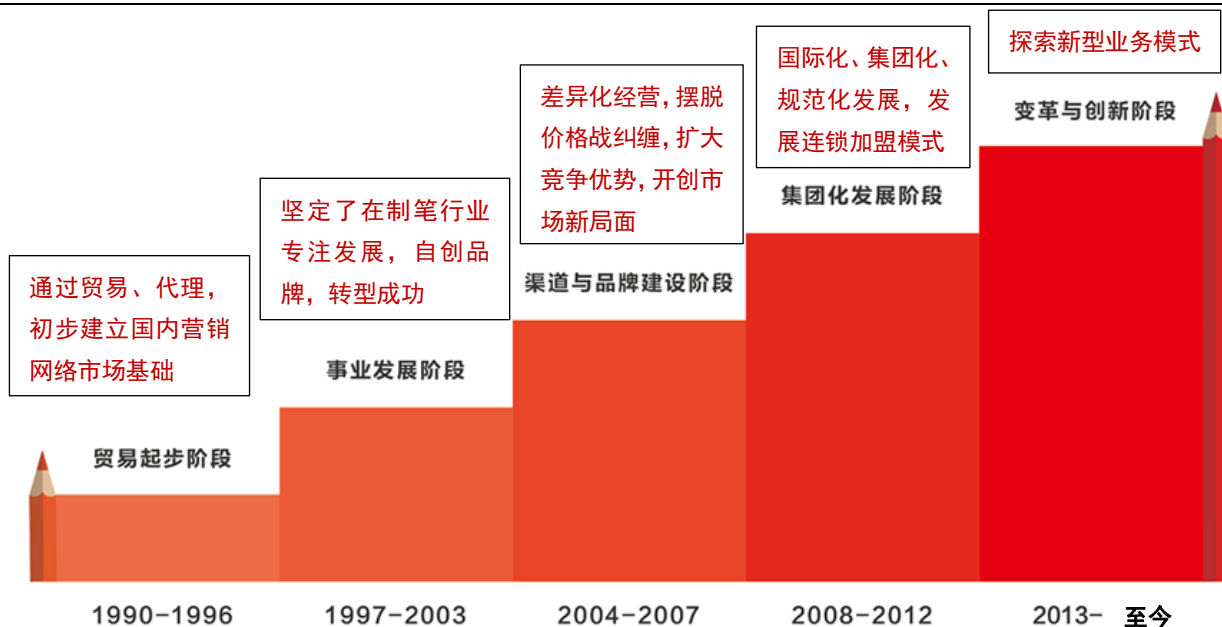
1.公司简介：传统文具龙头转型升级，“一体两翼”焕彩前行

1.1 历经 23 年发展，自主品牌+内需市场领跑者

晨光文具成立于 1996 年，主要从事晨光及其所属品牌学生文具、办公文具、儿童美术等产品的设计、研发、制造和销售，拥有“4 大类，50 余个品项，超过 5000 款品种”的文具产品系列，文具产品线广度和深度均位居国内前列，率先在内需市场确立了自主品牌销售的龙头地位。

公司起步于贸易代理业务，近年来积极探索新兴业务模式。2012 年，公司开创晨光生活馆直营大店模式。2013 年，晨光科力普办公直销服务平台正式启动。2015 年 1 月，上海晨光信息科技有限公司正式成立，公司在上海证券交易所挂牌，正式宣告 A 股主板上市。同年 2 月，公司正式成立办公事业部，全面进入专业办公领域；7 月成立以互联网+思维倾力打造的儿童美术事业部，致力于为 3-14 岁儿童提供成长解决方案。2016 年，晨光文具高价值事业部、晨光生活馆 2.0 项目先后启动。2017 年 8 月，公司顺利完成对欧迪中国的收购，全面进入国内办公直销领域。2019 年 3 月，公司收购上海安硕为控股子公司，成功拓展木杆铅笔业务。

图 1：公司发展历程

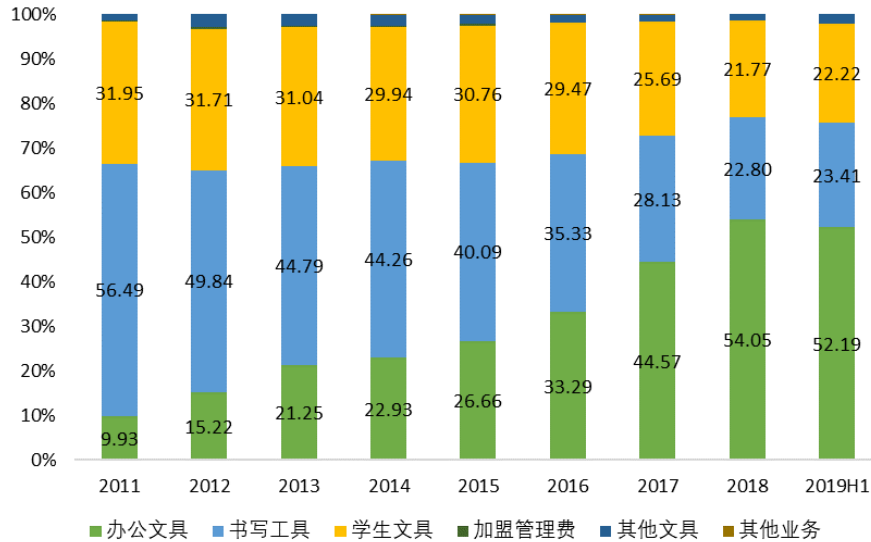


资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司“一体两翼”的发展战略清晰，已经形成传统存量业务（“一体”）+两大增量新兴业务（“两翼”）的业务结构。传统核心业务部分主要是从事品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品的设计、研发、

制造和销售；新兴业务部分主要是发展办公一站式服务平台晨光科力普、零售大店晨光生活馆、九木杂物社以及互联网和电子商务平台晨光科技，产品范围也由单一文具拓展至精品文创、生活百货等。

图 2：公司主营构成



资料来源：wind，山西证券研究所

表 1：公司主营业务板块

“一体”——传统核心业务		
业务类型	产品小类	产品举例
书写工具	中性笔、圆珠笔、活动铅笔、水性签字笔、功能型笔、毛笔等	
学生文具	替芯、铅芯、画材类、橡皮类、包袋类等	
办公文具	桌面办公类、文件管理类、本册类、修正工具等	
“两翼”——新兴业务		
业务类型	业务描述	品牌 logo
晨光科力普	启动于 2013 年，办公直销一站式服务平台，2017 年完成欧迪中国的收购，多次成功中标大型采购项目	
晨光生活馆	开创于 2012 年，主要集中在新华书店渠道的精品文具店，销售的产品大多数为文具品类，主要客户群体为高中生以下	

晨光科技 成立于 2015 年，互联网和电子商务平台，主要分为天猫和京东两大块业务，通过顶级 IP 合作打造爆款流量产品



九木杂物社 推出于 2016 年，在购物中心渠道的精品杂物店，销售的产品主要为文具文创、益智文娱及实用家居等品类，主要客户群体为高中生以上，是公司
对文创生活为主的零售新模式的探索



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司控股股东为晨光集团，实际控制人为陈湖雄、陈湖文和陈雪玲三姐弟，分别直接持有公司 3.3%、3.3%及 2.1%的股权，同时合计持有控股股东晨光集团 100%股权，对公司拥有实际控制权。

表 2：公司前六大股东持股情况（2018 三季报）

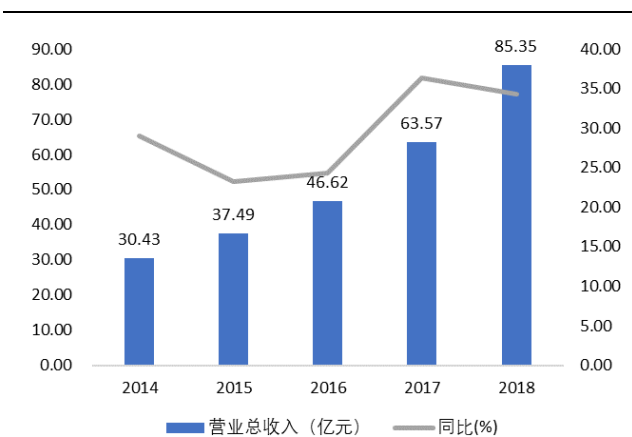
排名	股东名称	持股比例 (%)
1	晨光控股(集团)有限公司	58.2600
2	上海科迎投资管理事务所(有限合伙)	3.3900
3	上海杰葵投资管理事务所(有限合伙)	3.3500
4	陈湖雄	3.3000
5	陈湖文	3.3000
6	陈雪玲	2.0900

资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 财务分析：收入净利润增长亮眼，盈利能力持续提升

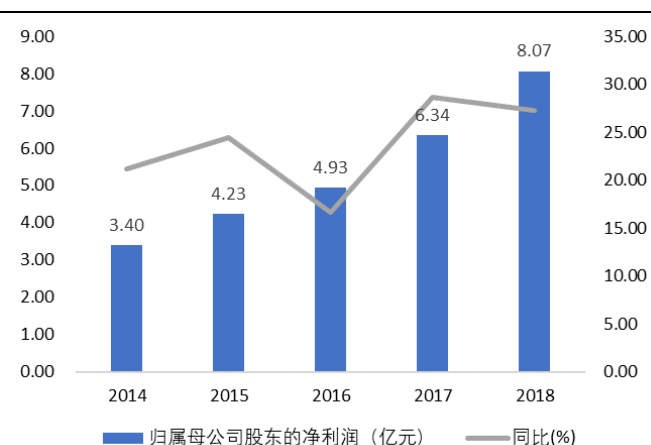
公司成长性亮眼，连续两年营收增长率均超过 34%，近 5 年营收增长率为 22.91%。2019Q1-3，公司实现营业收入 79.47 亿元，同比增长 29.78%；归母净利润 8.02 亿元，同比增长 28.36%。2018 年，公司实现营业收入 83.35 亿元，同比增长 34.26%；归母净利润 8.07 亿元，同比增长 27.25%。2014 至 2018 年，公司营业收入、归母净利润的复合增长率分别为 22.91%、18.87%。

图 3：公司 2014-2018 年营业收入及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

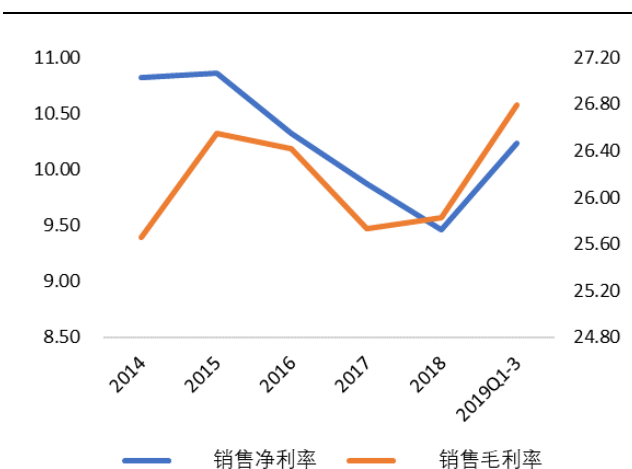
图 4：公司 2014-2018 年归母净利润及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

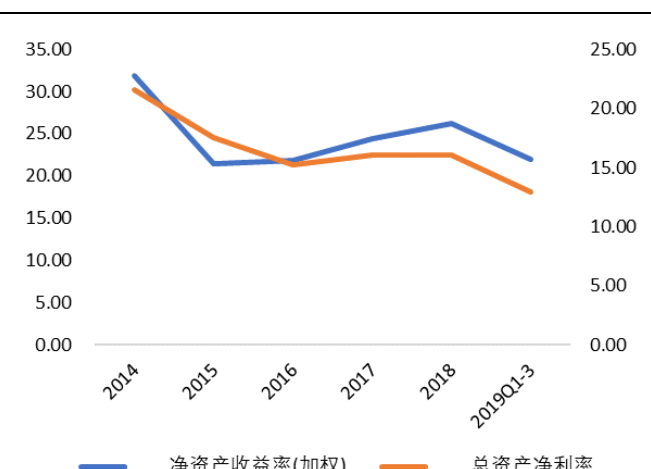
公司盈利能力持续向好，受益于新品、高毛利率精品文创产品收入占比提升，近年来 ROE、毛利率提升明显。2019Q1~3 公司毛利率为 26.79%，同比提升 1.33pct；净利率为 10.23%，同比下降 0.08pct；公司 ROE 同比提升 1.22pct 至 21.92%。公司期间费用率呈现下降趋势，2019Q1~3 公司期间费用率为 14.53%，同比提升 0.39pct，销售/管理/财务费用率分别为 8.82%/5.81%/-0.09%，分别同比-0.34pct/+0.72pct/+0.02pct。

图 5：公司毛利率和净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：公司 ROE 和 ROA



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：公司销售期间费用率

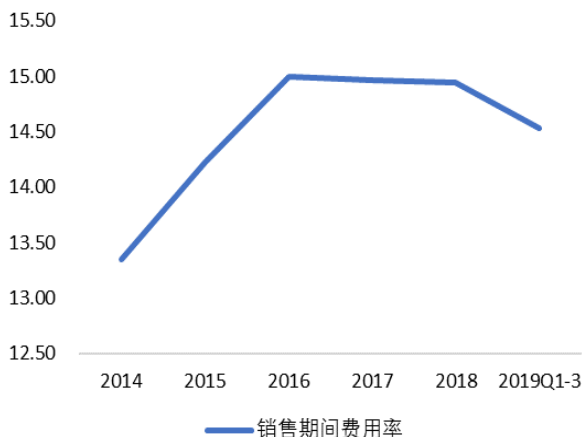
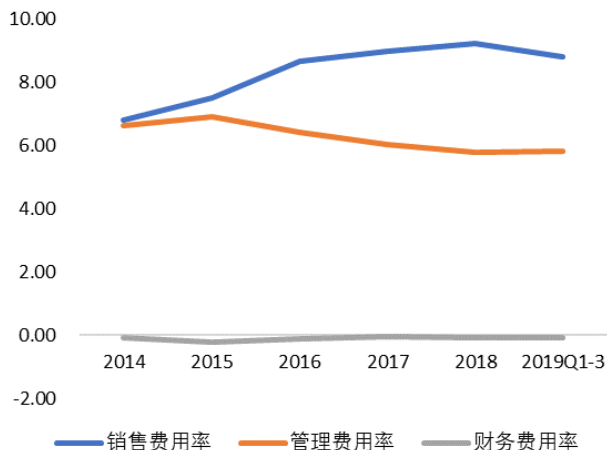


图 8：公司销售/管理/财务费用率

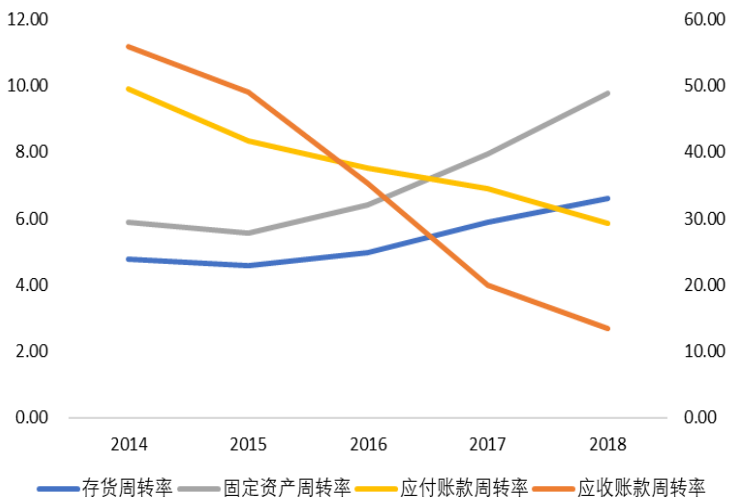


资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

公司营运能力有所强化，科力普业务快速拓展导致应收账款回收放慢。公司存货周转率、固定资产周转率持续加快，显示出较高的营运效率。公司应收账款周转率下降主要是由于科力普业务回款账期较长、收购上海安硕并表的影响，考虑到应收账款主要来自大型央企集团、政府部门和 500 强企业，因此回款风险可控。另一方面，公司应付账款周转率不断降低，显示出占款优势不断加强，主要是由于晨光科力普业务规模扩大，导致采购额和应付账款相应增加。

图 9：公司营运能力指标

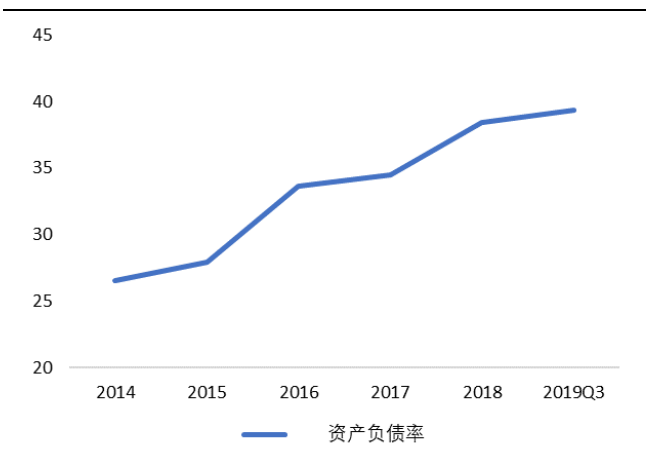


资料来源：wind，山西证券研究所

公司资产负债率持续上升，现金流量收紧。近三年来，晨光文具的资产负债率逐年上升，2018 年公司资产负债率为 38.41%，同比增加 3.92pct。由于科力普业务快速扩张，公司 2018 年应收账款同比增长 72.39% 至 8.09 亿元，导致收现比下降 0.34pct 至 113.81%，经营活动产生的现金流量净额/营业收入同比下降 1.59pct

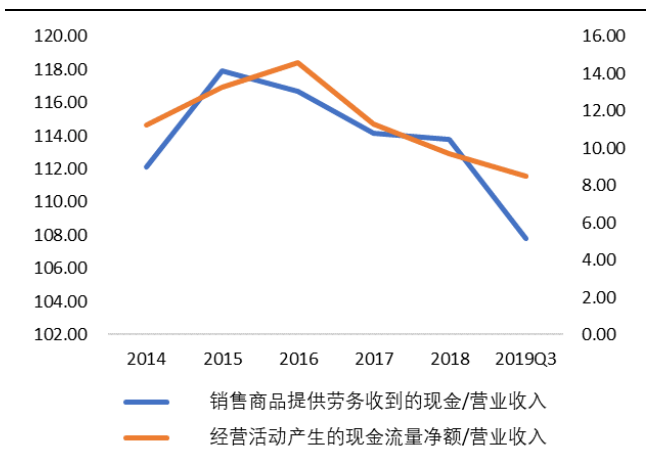
至 9.70%。

图 10：公司资产负债率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：公司现金流量指标（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

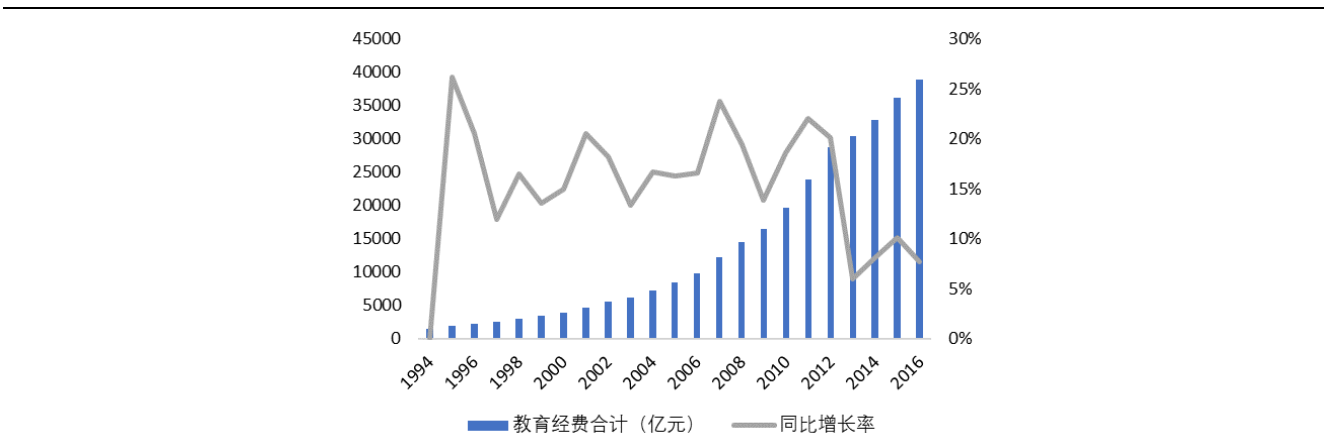
2.行业分析：传统文具量价齐增，精品文创、办公直销初显锋芒

2.1 传统文具：刚需群体、消费升级支撑量价齐增，行业集中度较低

2.1.1 国家政策有力支持，下游庞大消费群体支撑量的增长

教育事业的持续投入有效改善了青少年儿童的学习条件，有助于文具行业的发展。2008 年到 2017 年的 10 年间，每年教育经费总额由 14501 亿元增长到 42562 亿元，CAGR+11.37%，持续高于同期 GDP 增速；教育经费占 GDP 的比重也由 4.54%提升至 5.19%。

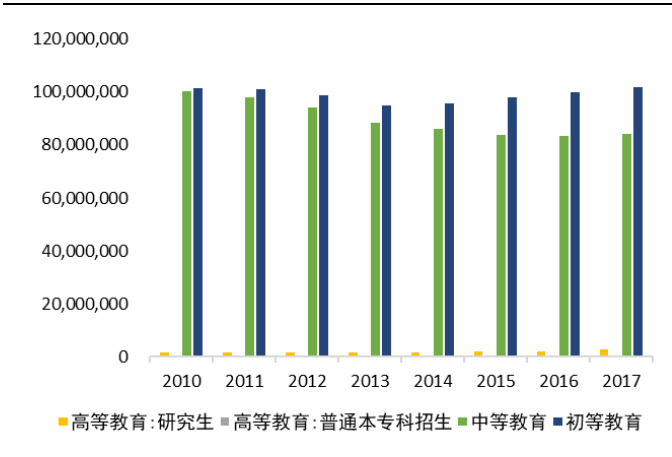
图 12：我国教育经费投入及其增长率



资料来源：wind，山西证券研究所

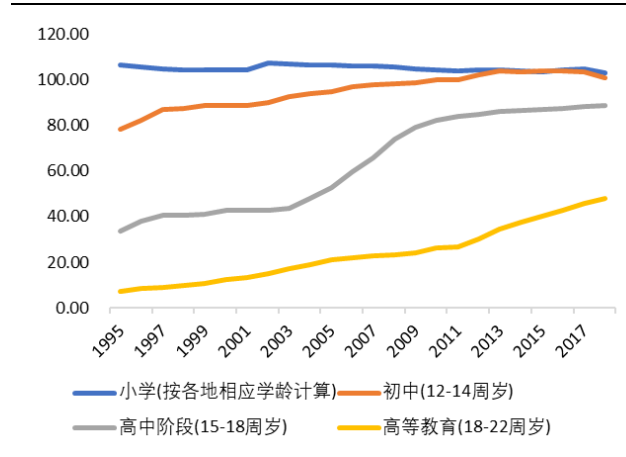
文具行业的下游消费者包括 C 端数量庞大的学生群体、职场办公人士，以及 B 端各类企事业单位、政府部门等，庞大的刚需消费客户群为文具行业带来广阔的市场空间。目前，3 亿左右的在校学生和 1 亿左右职场办公人士构成文具行业的核心消费群体，相应地，书写工具、学生文具和办公文具等传统文具产品，作为日常必备的刚需消费品，市场空间广阔。

图 13：全国各教育阶段在校学生数量庞大（人）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：各阶段教育毛入学率逐年提升

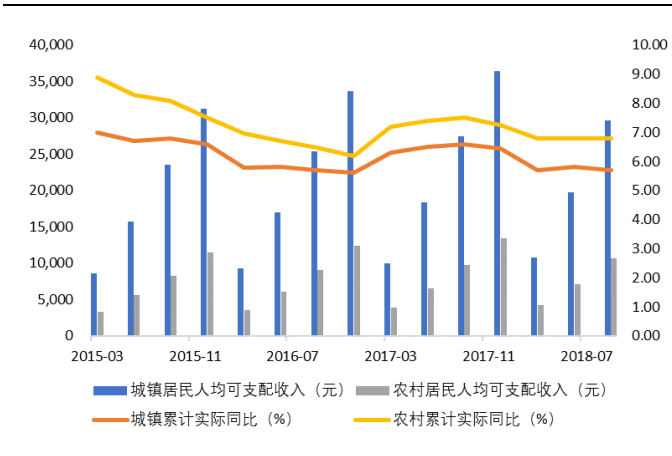


资料来源：wind，山西证券研究所

2.1.2 价格敏感度低利好消费升级，人均文具消费水平增长空间大

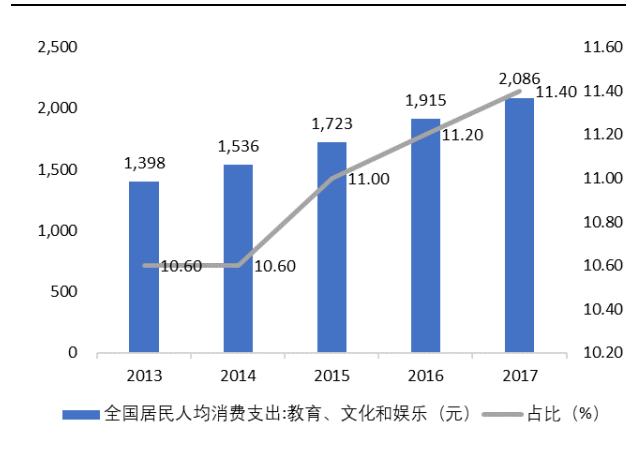
居民可支配收入、人均文教娱乐消费支出日益提升，驱动文具消费的客单价增长。2013-2017 年，全国居民教育、文化和娱乐方面人均消费支出由 1398 元增加至 2086 元，年均复合增长率 8.34%，在人均消费总支出的占比由 10.60% 提升至 11.40%。

图 15：我国城镇及农村居民人均可支配收入不断增长



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：全国居民文教娱乐人均消费支出占比提升



资料来源：wind，山西证券研究所

文具消费的价格敏感度较低，未来增长动能将在“量的增长”基础上，叠加附加值溢价带来的“价的增长”。文具属于低值易耗品，更换频次高、价格敏感度低，这一特性使得文具企业在消费升级趋势下提高单价的同时，依然能够保持消费群体的稳定增长。文具价格的上涨通常比较隐性缓慢，大多数文具商基础系列的产品价格水平维持不变（单价 1 元左右），另一方面则通过加强功能性、提升颜值、绑定爆款 IP 等方式，推动文具产品在不断推陈出新中实现价格的隐性合理上调。以本册为例，每一季的花口、纹饰、配色、主题都不同，消费者愿意为新颖的、差异化的附加值支付一定溢价。随着人均收入水平提升和文具高度普及，消费者对文具的附加值需求逐年增长，未来增长动能将在市占率提升所带来的“量的增长”基础上，叠加附加值提升所带来的“价的增长”。

图 17：晨光文具经典系列中性笔（单价 1 元）



资料来源：天猫晨光文具旗舰店，山西证券研究所

图 18：晨光文具全金属中性笔（单价 15.50 元）



资料来源：天猫晨光文具旗舰店，山西证券研究所

文具消费升级正在进行中，品质优、时尚美观、专业性强的中高端文具消费成为新亮点。

图 19：正姿功能软头水彩笔



资料来源：天猫晨光文具旗舰店，山西证券研究所

图 20：樱花限定主题少女心可爱文具礼盒套装



资料来源：天猫晨光文具旗舰店，山西证券研究所

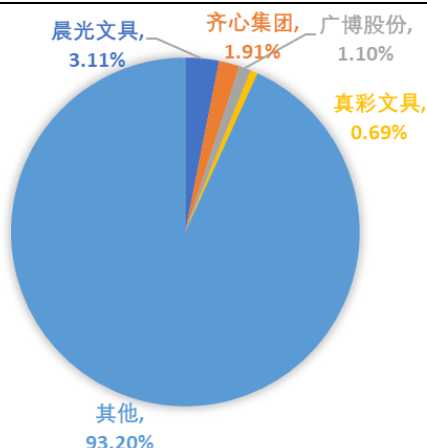
与海外成熟市场相比，我国文具行业人均消费水平仍有很大提升空间。根据前瞻产业研究院数据，我国文具市场容量约为 1,500 亿元（215 亿美元），占全球文具市场规模（2,500 亿美元）的 8.6%，与 20%的

人口占比不符。同时，中国人均文具消费 105 元/年，较世界平均水平 240 元/年偏低。预计随着国家教育投入的进一步加大、居民可支配收入的提高、消费升级和品牌意识的加强，人均文具消费水平后续增长空间依然巨大。

2.1.3 “大行业、小公司”，集中度提升利好龙头品牌

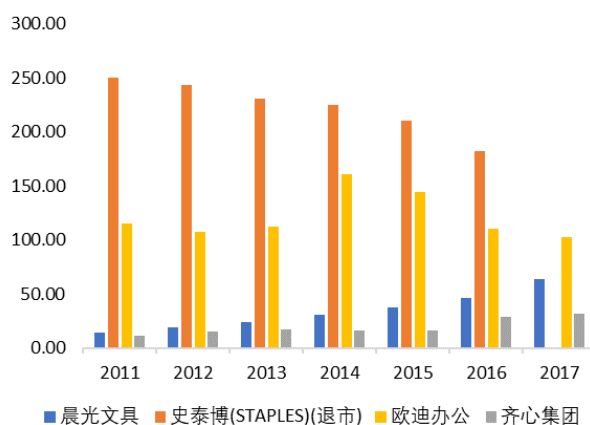
我国文具行业竞争格局极度分散，行业集中度有待提升。目前我国从事文具生产的企业有 9200 多家，90%的文具生产企业年销售额低于 1000 万元，而年销售额达到 10 亿元级别的只有晨光文具、齐心集团、广博股份和真彩文具 4 家。按照行业规模 1500 亿元计算，行业 CR4 约为 5%，CR10 不到 10%。在发达的文具市场，如美国，CR5 已经达到 70%以上。相比海外文具龙头史泰博、欧迪办公 2015 年各占 38%市场份额相比，我国文具龙头企业市占率仍有较大提升空间。

图 21：2017 年我国文具行业市占率



资料来源：观研天下，山西证券研究所

图 22：国内外文具龙头营业收入对比（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

我国文具行业尚处于发展中阶段。目前，我国文具品牌消费观念初步形成，但绝大部分企业仍处于较低层次竞争，小规模文具厂商较多，产品较为单一、设计水平和产品质量较为落后。市场呈现无序竞争态势，大部分企业缺乏有效的竞争手段，产品同质化严重、渠道建设缺乏规划、生产自动化程度低等多重因素下，行业整体效益低下。根据国家统计局数据，2018 年文教办公用品行业规模以上企业 1081 家，其中亏损企业 149 家，累计亏损面为 13.78%，较去年扩大 1.39 个百分点。

随着市场的不断发展，文具行业的市场集中度逐步提高，上下游并购不断提速，行业整合空间进一步打开，优质的品牌文具企业占据市场有利地位，强者愈强。随着居民收入水平的提高和消费观念的提升，消费者更倾向于选购产品质量、设计水平、终端形象、用户美誉度等方面表现优秀的品牌产品。具备研发、设计、制造、渠道等多方面优势的龙头企业，在成长确定性和集中度提升的双重逻辑下，有望进一步提升

市占率，持续壮大公司规模。

表 3：成熟文具市场和发展中文具市场比较

比较内容	成熟市场	发展中市场
代表地区	美国、西欧、日本等	中国、印度、东南亚国家
消费观念	品牌消费观念深入人心	品牌消费观念正在形成
市场集中度	高	低
竞争格局	竞争格局基本稳定 细分及整体领域均有主导品牌 渠道扁平趋势明显	绝大部分企业处于低层次竞争 细分领域产生品牌效应较好企业 经销商分销作用强
发展方向	加大海外 OEM 及拓展	品牌制造商扩大市场份额及品牌影响力

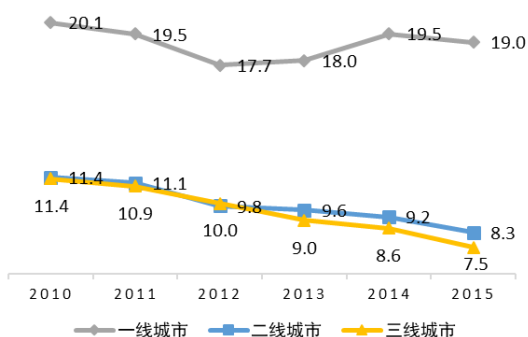
资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

2.2 精品文创活力迸发，文化大 IP 打造爆款产品

2.2.1 “口红经济”时代来临，多品类、多业态精品文创崛起

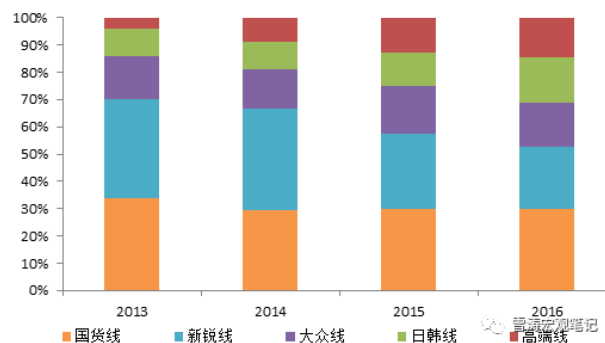
房价挤出效应下，“口红经济”异军突起，消费者更加追求性价比、阶层认同、文化价值和精神享受。近年来，房价高企在较大程度上分流了居民储蓄和消费，直接影响居民消费支出和消费意愿，对日常消费产生较大的挤出效应，“口红经济”效应显著，年轻人和新中产对单价较低的中高端产品购买欲望和购买力增强。当前的消费升级更侧重于对性价比和生活方式的追求，具体表现在：购买有阶层认同诉求，追求从“有用”走向“有品”；从拥有更多走向了拥有更好；从功能的满足走向情感的满足；从物理高价走向了心理的溢价。

图 23：50 大中城市房价收入比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：天猫美妆 TOP100 品牌数量占比分布



资料来源：CBNData，山西证券研究所

精品文创的边界已经由文具延展到生活百货和手工艺术等。精品文创店通过跨界融合多元业态、文化情怀赋能、沉浸式场景营造、全方位贴心服务等方面的优化提升，成为体验式经济洗牌后实体店发展的新

模板，主打小而美、小确幸，横跨多品类、多业态的购物中心店、“生活馆”、“精品买手店”遍地开花。据赢商大数据中心监测，2015-2017年全国一二线城市购物中心（商业面积5万m²及以上）文创业态平均占比由0.5%上升至1.5%。考虑到文创消费呈现的品牌化、时尚化、个性化和高端化趋势，我们认为未来精品文创的需求还会进一步释放。

表 4：知名文创品牌

细分业态	特征	代表品牌
书店	主打高颜值、多业态结合	西西弗书店、言又几、钟书阁
跨界复合店 (类似九木杂物社)	多业态+主题场景，是文创发展的新趋势	LES AIRS、Modernsky Lab 艺术中心、不厌生活
文创产品	IP+个性化+细分化	泡泡玛特、ROCH BEAR 超级萌工厂、19 八 3
艺术场馆	将剧场文化变成大众生活消费的必需品	开心麻花剧场院线、杜莎夫人蜡像馆
DIY 手工坊	新中产的新宠，资本抢滩	十八字金、作物 ZOWOO
画室	消费越发强劲，用户粘性强	Painting Tower

资料来源：赢商网，山西证券研究所

图 25：文创品牌 POP MART 泡泡玛特



资料来源：赢商网，山西证券研究所

图 26：西西弗书店内部陈列



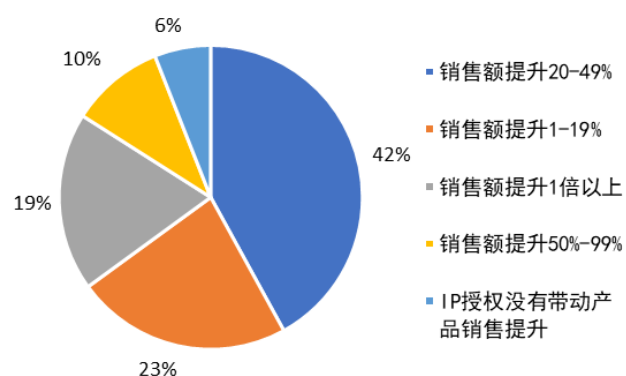
资料来源：搜狐网，山西证券研究所

2.2.2 故宫文创爆款效应发酵，文化大 IP 开发和变现空间广阔

IP 产品市场规模宏大，精品文创与 IP 跨界合作能够在很大程度上赋能品牌、赋能销售，为 IP 买单成为一种潮流。根据中国制笔协会，2018 年文具行业 IP 产品销售规模达到了 950 亿，同比增长 50% 以上。IP 跨界合作也能够在很大程度上刺激消费者，提升品类活性和客户感知，品牌结合时下流行元素，也让传统文具品类焕发了新的生机。根据《中国品牌授权行业年度报告 2018》，有 94% 的被授权商表示，有 IP 授权产品的销售额要高于其他同类产品，其中销售额超过同类产品一倍以上的接近 20%。对待同类产品，在有

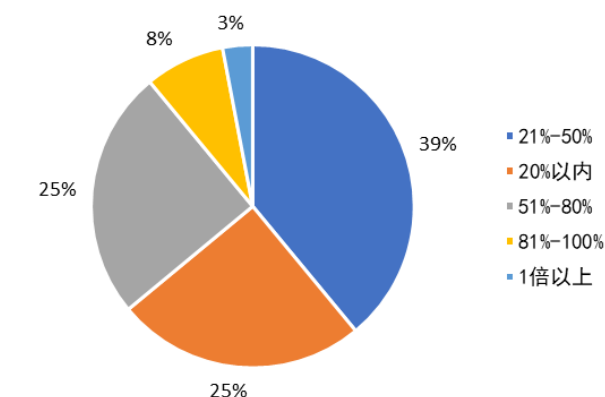
无 IP 授权形象上，消费者心理普遍能接受有 IP 的授权产品要比同类产品价格高。

图 27：IP 授权带动产品销售额提升的幅度



资料来源：《2018 中国品牌授权行业发展报告》，山西证券研究所

图 28：消费者接受的 IP 授权产品溢价范围



资料来源：《2018 中国品牌授权行业发展报告》，山西证券研究所

IP 开发和变现的成功范例，给精品文创带来广阔的想象空间和增长前景。目前最火的 IP 文创品牌当属故宫文创——兼具故宫文化底蕴和流行时尚元素，将这些融合性的创意元素与箱包、服饰、首饰、手机壳等相结合，开发具有较高文化附加值的精品文创产品，截至 2017 年年底，故宫文创产品的研发达到 10500 种，通过自营、合作经营和品牌授权，销售额从 2013 年的 6 亿元增长到 2017 年的 15 亿元，已超过 1500 家 A 股上市公司水平。此外，一些地区亦根据区域文化特色打造文创产品。譬如四川，作为旅游大省，以熊猫、蜀绣、川剧脸谱、三国人物、皮影戏等元素为核心，开发了一系列文创特色纪念品，获得了游客们的欢迎和好评。

图 29：《上新了！故宫》“畅心”系列睡衣



资料来源：天猫故宫文创旗舰店，山西证券研究所

图 30：四川熊猫文创产品



资料来源：乐山日报，山西证券研究所

对于传统文具企业来说，目前合作开发的文化大 IP 主要包括动漫、博物馆和艺术插画师等。传统文具品牌已有不少大 IP 合作案例，旨在打造爆款产品、实现精品文创品牌的升级。2018 双十一期间，京东“疯

狂 2 小时” IP 系列文具销额达到 2017 年同期的 8 倍。得力文具与颐和园、航海王、超级玛丽、星球大战等 IP 合作推出的联名文具，受到消费者的认可；得力×颐和园联名钢笔套装”、“得力×颐和园联名手账套装”、“晨光海贼王联名款手账本”等诸多高颜值联名文具，为文具品类吸引了众多粉丝。

图 31：得力文具×颐和园联名手账套装

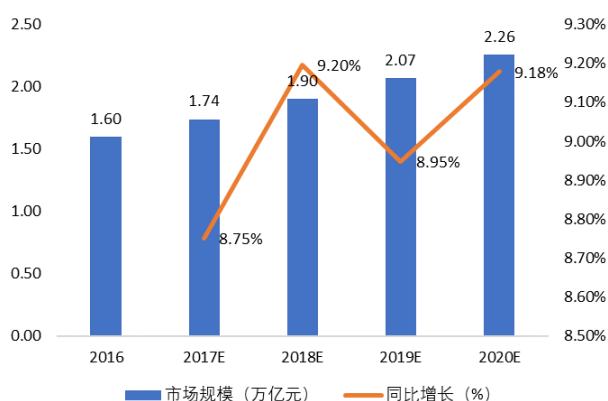


资料来源：山西证券研究所、得力文具官网

2.3 办公直销市场快速释放，龙头平台发力空间较大

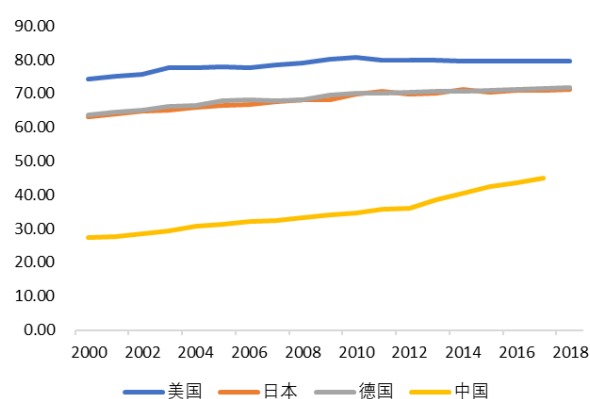
大办公文具用品市场稳定增长，第三产业发展构成有力驱动因素。根据中国产业信息网，国内大办公文具（包括办公家具、器材等）的市场规模预计约 1.6 万亿，未来 3-5 年 CAGR 约 9%，到 2020 年市场规模可达 2.2 万亿。对比发达国家，我国第三产业占 GDP 比值、第三产业就业人数占比都有较大的提升空间，在优化产业结构，加快第三产业发展的政策呼吁下，未来 B 端办公文具需求的提升是必然趋势。

图 32：大办公文具市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

图 33：我国与发达国家第三产业就业人数占比 (%)

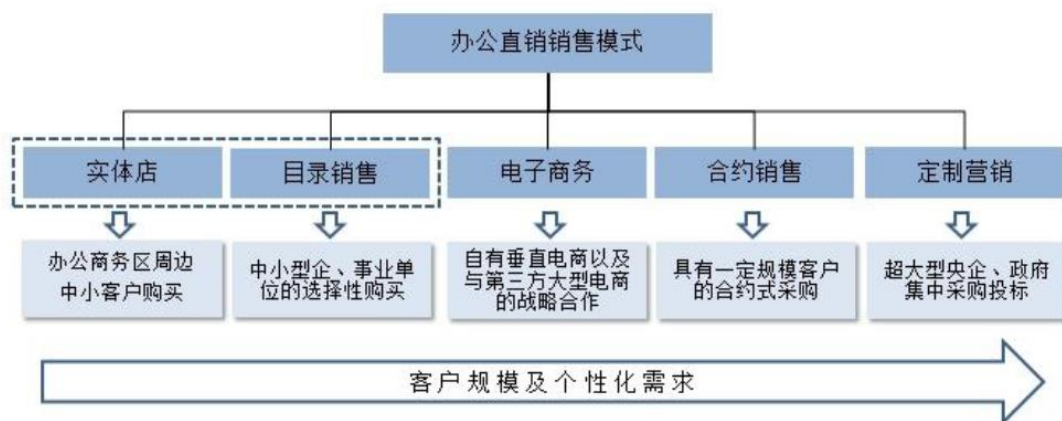


资料来源：wind，山西证券研究所

直销是 B 端客户办公用品采购的主要渠道，直销模式对供应商的资金实力、渠道和供应链整合能力要

求更高。办公用品行业整体可以划分为直销和零售两大渠道，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，在我国主要体现为向政府机构、大型企业等大客户销售产品；零售模式是指办公用品企业通过代理供应商向采购方间接提供产品及相关服务。办公用品直销主要面向 B 端客户，为企业客户提供专属的办公用品一站式采购、配送服务，有助于大中型企业客户提升办公用品采购效率、降低采购成本。

图 34：办公直销销售模式



资料来源：公司公告，山西证券研究所

传统采购模式下，由于采购方与供应商之间的信息不对称性，使得采购过程中，采购方对于采购价格、采购质量、供应商信息、管理成本等难以有效把控，因此不仅采购的办公用品得不到质量保障、采购效率低下，还会变相增加采购方的经营成本。而对于办公用品采购，更是面临品类纷繁、低值易耗、零星分散等特有的消费痛点。

图 35：传统采购过程中存在诸多问题

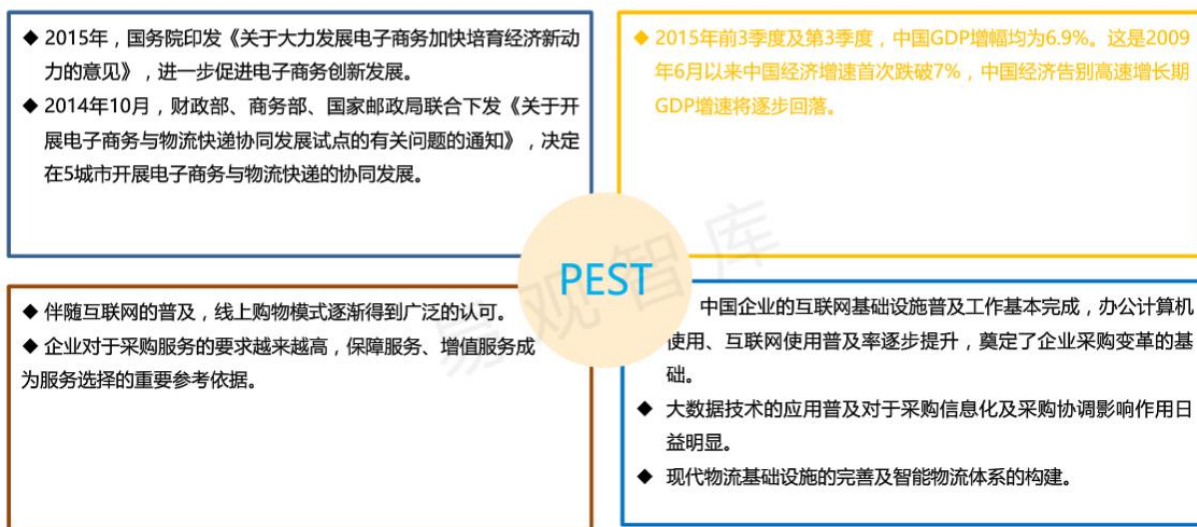


资料来源：易观智库，山西证券研究所

内外部因素作用下，B 端采购日益透明化、阳光化、集中化。从内部需求看，现代政府和企业面临着需求多样化和个性化的双重挑战，对于采购和供应环节的多样化、高质量要求持续增高，对于采购也提出更高的要求。从外部条件看，政策支持、互联网普及和物流体系完善共同促进 B 端采购规范有序发展，促使低成本、高效率、开放透明的采购模式的建立成为可能。伴随着互联网经济的深入发展，客户的办公物

资采购需求和模式也发生了深刻的变化：一是办公采购行为向电商化、集中化、集成化方向发展；二是办公需求向移动化、智能化、平台化、社交化方向发展；三是从单一的产品采购向办公服务升级，一站式服务采购成为客户的最终需求。

图 36：政策支持、互联网普及和物流体系完善共同促进企业级采购发展



资料来源：易观智库，山西证券研究所

综合办公用品服务商以其全品类、一站式、扁平化、零交期和低风险等优点，受到各种业态客户的广泛欢迎，未来存在广阔发展空间。首先，B 端用户对于办公产品的需求不再局限于文具，市场已从“点”的需求转向“产业链”的整合需求，今后的“大办公”领域是跨品类资源与规模的整合，市场竞争将不再局限于同质化的产品与服务，只专注于某一微小领域的办公用品生产流通企业将在竞争中处于劣势，将被少数几家能提供全品类的供应链服务商所取代。其次，相比线下供应商、B2B 电子商务模式而言，一站式“服务商”模式能够满足采购的个性化需求，对采购方提供采购、物流、售后、财务分析等全方位支持，可实现按需采购，有利于减少采购库存，降低企业资金占用。

图 37：办公直销三类模式对比

	线下供应商模式	B2B电子商务模式	企业级采购服务商模式
流程复杂程度	复杂，对于采购方的要求较高	一般，对于采购方的要求较高	简单，对于采购服务商的要求较高，可实现按需采购
对采购商支持	低，仅提供产品及售后服务	低，仅采购信息及撮合服务	高，提供采购、物流、售后、财务、分析等支持
对于后台需求	主要依靠人力实现整个过程，系统要求低	通过互联网实现采购需求对接，本身不参与采购	采购个性化，需对采购的过程全方位支持，对于服务商业务整合能力要求高
适用采购范围	适用于全品种采购	适用全品种采购	目前适用于较为标准化、具有市场公认质量要求的产品

资料来源：易观智库，山西证券研究所

受到政策驱动，目前电商化集中采购在政府采购领域普及程度已经比较高，但在央企、国企领域的普及程度目前仍只有 20%左右，办公直销市场空间尚未完全释放。按照国资委要求，未来 5 年央企办公物资要实现 100% 的电商化集中采购，目前大 B 客户的年均采购额超过 5 亿元，那么按 1000 家头部客户最保守的 5000 亿元的年采购金额估算，至少还有 4000 亿元的头部客户订单尚未释放。随着国内企业陆续采用电商化集成采购模式，市场会迅速向行业领先企业集中，促进办公用品直销市场的进一步发展。

表 5：B 端潜在客户类型及数量

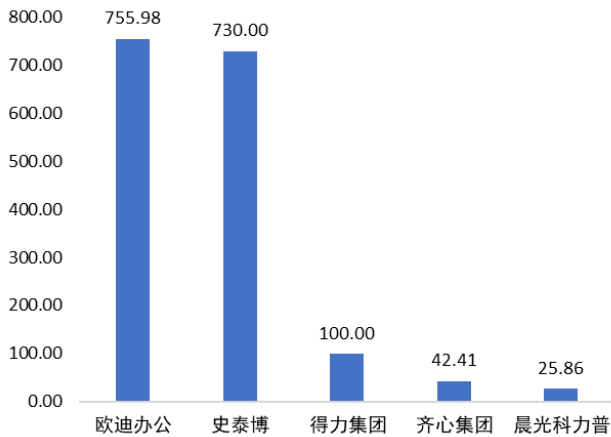
机构类型	数量
省、地市级政府机构	250 家以上
央企	97 家
大型银行、保险机构	30 家以上
军区、军工企业	50 家以上
区域性大企业	超过 10000 家
中小微企业	超过 2800 万家

数据来源：山西证券研究所、公开信息、公司调研

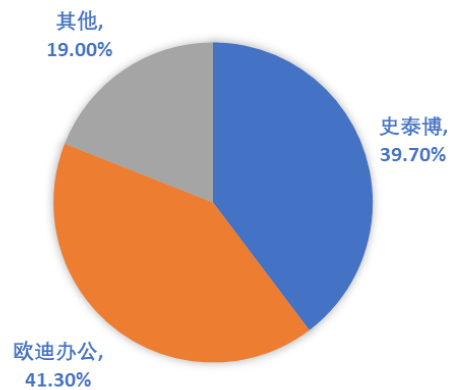
2B 业务在国外基本已经处于寡头垄断，中国仍处在跑马圈地、抢占市场份额的阶段，未来国内的增长会很快。目前国内年销售额在 10 亿元以上的办公文具企业仅有得力文具、齐心集团、晨光文具等少数几家。随着我国政府及企业采购电商化、集中化和阳光化，新零售模式下办公直销市场蓬勃发展，办公直销行业整合加快，品牌企业具有更大的竞争优势，未来行业集中度将逐步提升。

图 38：2017 年办公用品龙头企业收入规模（亿元）

图 39：北美办公用品市场 CR2 为 81%



资料来源：wind、相关调研，山西证券研究所



资料来源：观研天下，山西证券研究所

3. 公司亮点：产品与渠道实力护航，精品文创、科力普开启增长空间

3.1 产品与渠道驱动成长，传统业务实现破局

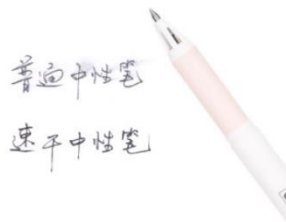
3.1.1 产品端：设计研发与供应链优秀，推动毛利率、量价齐升

设计研发实力不断加强，各产品赛道推陈出新，为传统文具破局、精品文创开发提供强大的后台支持力量。公司每年推出上千款新品，多款核心书写介质的研发和制造都取得突破，部分已经投入实际生产；速干、超顺滑、大容量、悬浮护套等强功能产品，水性书写介质材料和高品质画材的研发和制造取得突破，掌握了核心技术；中性速干产品、易可洗水彩和魔法变色水彩实现成功开发和顺利量产。

图 40：晨光文具速干中性笔

解决书写困扰

满足维持纸面整洁的刚性需求
防止日常书写中的字迹擦花问题
助力解决书写时的蹭墨困扰
告别小黑手



资料来源：京东晨光官方旗舰店，山西证券研究所

图 41：晨光文具儿童易可洗油画棒

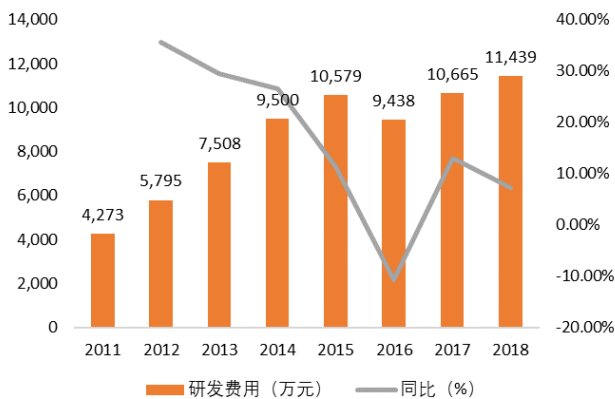


资料来源：京东晨光官方旗舰店，山西证券研究所

公司 2018 年研发支出达到 1.14 亿元，拥有专利 1204 项，研发人员数量 418 人，占员工总数比重达到

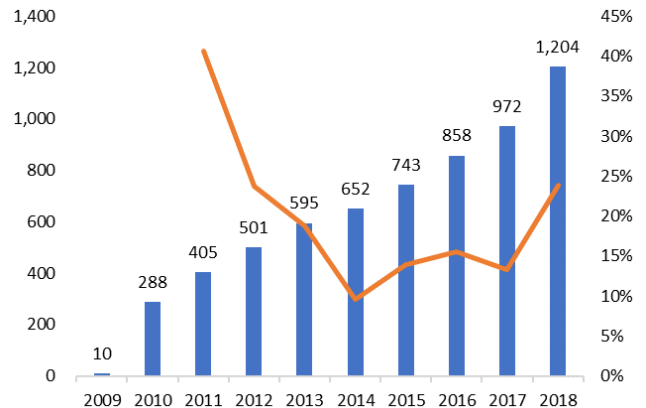
11.38%，研发投入力度与同业竞争对手相比显著领先。

图 42：公司研发费用及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 43：公司专利数量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：同业竞争对手研发投入对比（2018 年报）

证券简称	研发人员数量	研发人员数量占比 (%)	研发支出合计(亿元)	研发支出总额占营业收入比例 (%)
晨光文具	418	11.3800	1.1439	1.3400
齐心集团	403	12.0000	0.7072	1.6700
广博股份	174	6.9500	0.1577	0.7700

资料来源：wind，山西证券研究所

注：齐心集团研发投入除办公物资和设备之外，还大量涉及云视频会议产品（计算机领域）

聚焦重点品类，升级产品结构，高品质高性价比产品线不断扩充。公司已拥有“4 大类，50 多个品项，超过 5000 款品种”的文具产品系列，文具产品线广度和深度位居国内前列。近年来，公司完善精品文创产品布局，扩充高价值产品线，调结构促增长，保持原有大众品类的优势，拓展儿童美术和办公品类，大力推动精品文创的增长，适应消费升级的趋势，使之成为推动公司成长的第二引擎。

表 7：公司四条产品赛道布局情况

产品种类	公司举措及布局思路
大众产品	大众产品赛道以强商品挖潜、商品管理策略为核心思想，深挖细分市场，寻找品类增量。通过消费者调研和专业测试研究，新品开发减量提质，定位精准，提升单款销售贡献；聚焦重点品类的产品管理，聚焦打造长线产品和爆款开发，持续优化核心品类的产品结构，多款线上专供产品开发落地，达成大众产品赛道有质量的稳定增长。
精品文创产品	聚焦重点品类，升级产品结构，完善精品文创产品布局，扩充高价值产品线；以标杆终端带动整体终端，通过打造精品文创专区，提升精品文创单店销售，在全

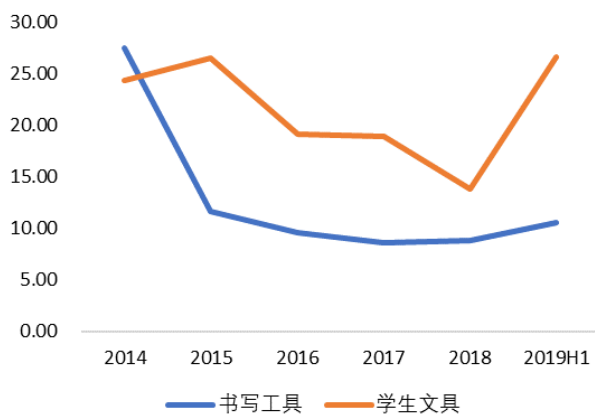
	国范围拓展精品文创渠道，扩大公司产品在精品文创市场占有率。
办公产品	加强办公产品的开发和推广，实现核心产品上柜，持续推进晨光办公店的开拓和办公完美门店开发，全面推动国内重点大型办公终端客户的开发，通过持续开发新客户及提升已合作客户单店销售，促进销售增长，提高办公市场占有率。
儿童美术产品	持续推进产品开发，通过对主流产品创新，存量品类实现有效提升；沉淀 MG-KIDS 和 MG-ARTS 中端产品线，通过合作和引进方式，形成低中高三个产品品牌阵营，丰富公司儿童美术中高端产品阵营。聚焦重点品类，强化重点产品单款贡献，积极打造各渠道重点终端的儿童美术完美专区，实现儿童美术产品的销售提升。

资料来源：wind，山西证券研究所

供应链管理能力强：公司拥有敏捷的供应链，能够从信息搜集、研发设计、采购、生产、分销各个环节实现对市场的快速反应。公司率先在全行业系统性地导入了科学的供应商评价区分管理体系，率先建立起专业化的供应商管理及 SQE 团队。

新品和精品文创推动传统文具销售收入攀升。根据前期调研，公司传统业务中新品收入的占比在 20% 以上，精品文创的占比更高一些。近年来，公司新品开发数量不断增加，2016 年以来保持每年推出 2000 种以上新品。2019 上半年，公司书写工具收入同比增长 10.49%，突破了 16 年以来的个位数增长；学生文具收入同比增长 26.67%，扭转 15 年以来增速持续下滑的局面。

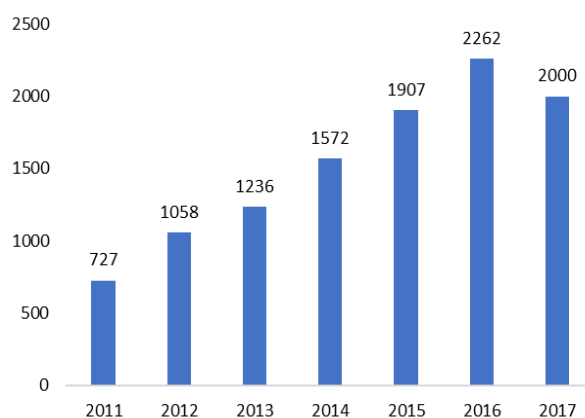
图 44：公司传统文具销售收入增长率（%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

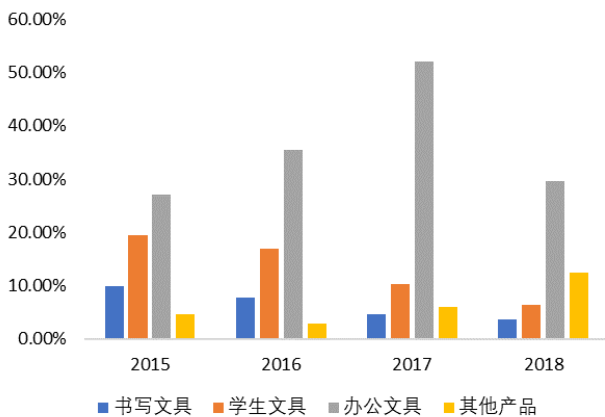
新品和精品文创推动公司各项产品量价齐增，毛利率逐年提升。根据前期调研，公司产品总体价格有所上升，主要是通过新品定价提升和精品文创占比提升来实现。2019 上半年，公司书写工具实现销售金额 11.3 亿元，同比增长 10.5%，其中量/价分别增长 6.4%、3.8%；毛利率 35%，同比提升 0.9pct；学生文具实现销售金额 10.7 亿元，同比增长 26.7%，其中量/价分别增长 15.3%、9.9%；毛利率 33.2%，同比提升 1.9pct；办公文具实现销售金额 10.2 亿元，同比增长 11.5%，其中量/价分别增长 5%、6.2%；毛利率 26.6%，同比提升 1.2pct。

图 45：公司新品开发数量逐年增加



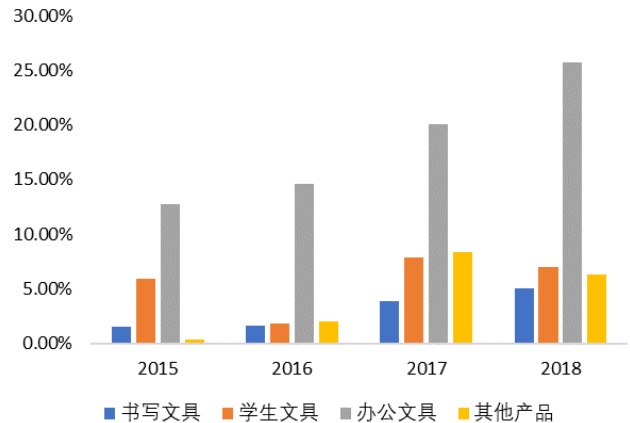
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 46：公司分产品销售量同比增速（%）



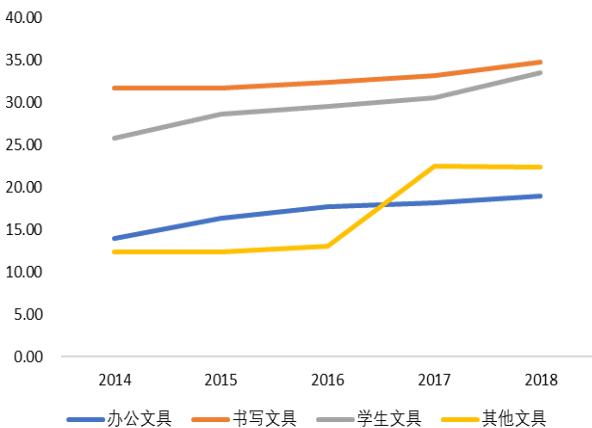
资料来源：wind，山西证券研究所

图 47：公司分产品销售单价同比增速（%）



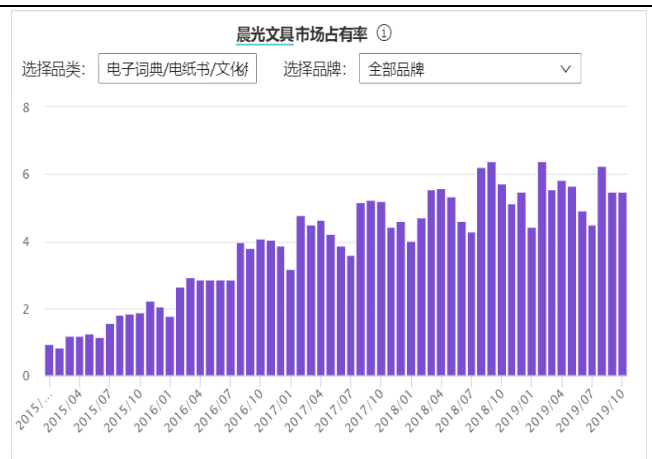
资料来源：wind，山西证券研究所

图 48：公司分产品毛利率逐年提升（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 49：公司文化用品市场占有率

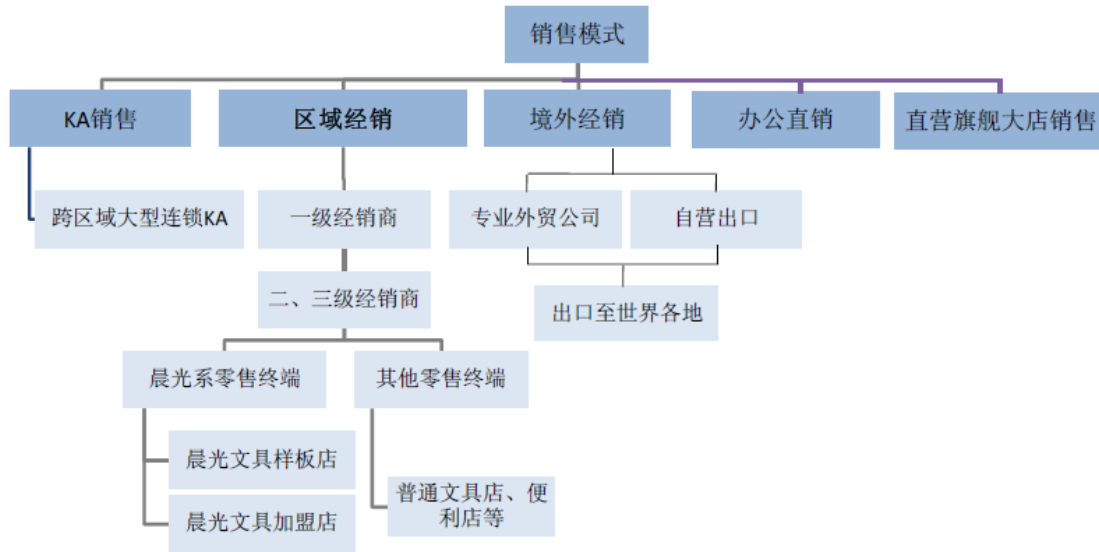


资料来源：wind，山西证券研究所

3.1.2 渠道端：多元化渠道拥抱“新零售”，晨光科技助力线上销售高速增长

线下销售渠道多样化，紧跟“新零售”潮流渠道升级。基于文具产品特性以及国内文具消费的现状，公司针对性地建立了以区域经销为主，结合办公直销、直营大店销售、KA 销售和境外经销的销售模式，并且率先在国内文具行业规模化开展零售终端的品牌销售管理和特许经营管理。传统校边商圈仍占主导地位，其他类型商圈和销售形态增速更高，销售终端形式呈现多样化，新兴渠道与业态悄然形成，渠道升级和渠道竞争愈加明显。

图 50：公司线下渠道及销售模式



资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司零售终端网络覆盖的广度和深度具有明显的先发优势和领先优势。公司首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，与各级经销商（合作伙伴）共同建立了“稳定、共赢”的分销体系。截至 2019 中报期末，公司在全国拥有 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，其中包括标准样板店、高级样板店、加盟店、海外门店和办公店五大类门店。公司聚焦重点终端，打造高效益门店，推进渠道优化升级：（1）持续推进单店质量提升；（2）积极推进连锁加盟升级；（3）持续推进配送中心升级，打造精品文创专区、办公专区和儿童美术专区；（4）提升头部产品上柜率，提升重点商圈占比，扩大市场份额。

表 8：公司 2014-2018 年零售终端数量

	2015	2016	2017	2018	2019H1
标准样板店	54779	54,469	在全国拥有 31 家一级合作伙伴、超过 1200 个城市的二、三级合作伙伴， 超过 7.5 万家 零售终端	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 7.6 万家	在全国拥有 35 家一级合作伙伴、近 1200 家二、三级合作伙伴， 超过 7.8 万家 零售终端
高级样板店	8464	7,872			
加盟店	5345	7,412			
海外门店	1800	2,000			
办公店	-	3,013			
合计	72403	76782			

资料来源：公司年报，山西证券研究所

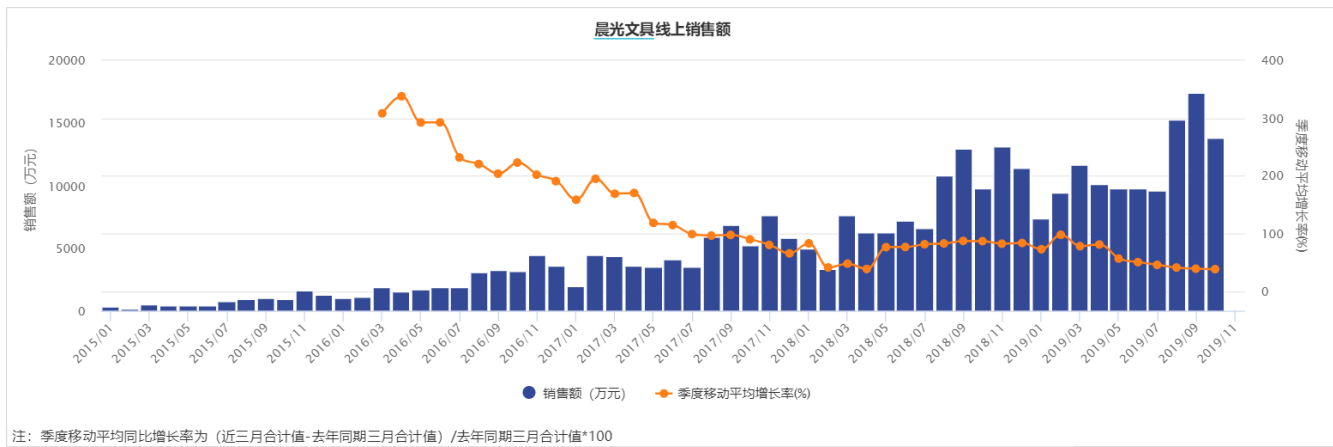
图 51：普通文具店与晨光文具零售终端比较

终端项目	普通文具店	M&G晨光标准样板店	M&G晨光高级样板店	M&G晨光加盟店
品牌形象	品牌形象混乱、管理无序	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识
平均盈利	单店盈利小且不稳定	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
单店平均销量	NA	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 1,000 款以上
产品排他	NA	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
服务支持	NA	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、货柜等全方位服务支持，公司收取加盟管理费
店铺形象				

资料来源：公司公告，山西证券研究所

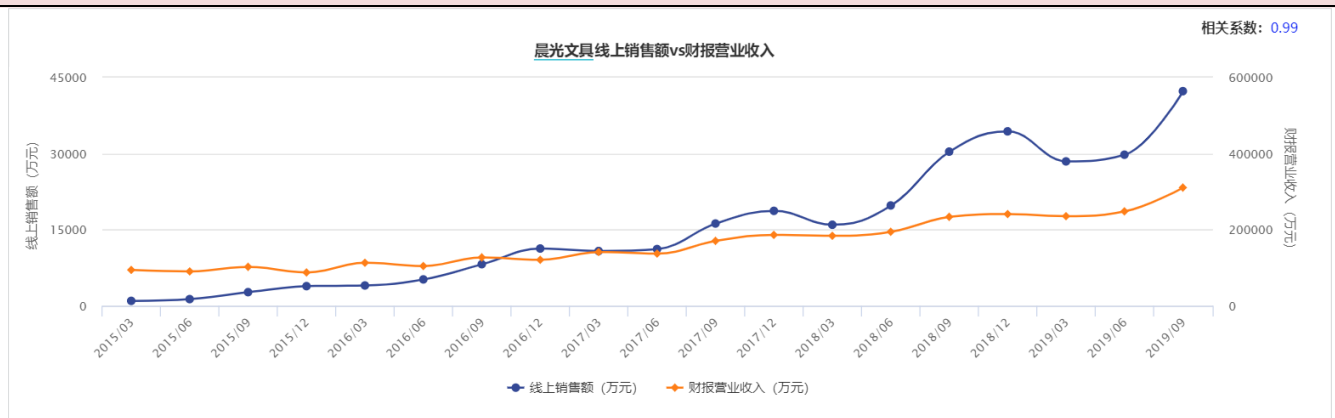
线上销售渠道快速发展，晨光科技构建完成线上文具产品开发、销售、推广和会员管理等一整套运营模式，与传统电商网站广泛合作、运营成熟。公司加快发展线上分销渠道，开发多个除京东、天猫之外的线上新渠道。晨光科技持续培育线上产品开发能力，协同四大产品赛道，多款线上专供产品开发落地；完善线上产品阵营和推广，不断创造线上增量品类，提高品类推广效率和品牌露出机会；完善会员运营管理系统，增加用户黏性，实现业务稳定发展。2019 上半年，晨光科技实现营业收入 12,457 万元，同比增长 43%。2018 年，晨光科技业务稳步发展，实现营业收入 18,530 万元，同比增长 135%，淘系、京东及其他平台有效授权店铺超过 1,000 家，拓展了销售渠道，进一步提升了市场占有率。

图 52：晨光文具线上销售额及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 53：晨光文具线上销售额 vs 财报营业收入



资料来源：wind，山西证券研究所

3.2 精品文创乘势而上，品牌升级战略势在必行

精品文创是晨光传统业务品牌升级战略的核心组成部分，晨光生活馆和九木杂物社是公司传统核心业务产品升级和渠道升级的桥头堡，促进品牌露出及升级产品的销售，对于毛利提升和利润提升有很大的战略意义。晨光生活馆业务分为晨光生活馆和九木杂物社两种店铺类型。晨光生活馆是主要集中在新华书店渠道的精品文具店，销售的产品大多数为文具品类，主要客户群体为高中生以下，是公司对现有渠道进行升级的探索。九木杂物社是在购物中心渠道的精品杂物店，销售的产品主要为文具文创、益智文娱及实用家居等品类，主要客户群体为高中生以上，是公司对文创生活为主的零售新模式的探索。

图 54：晨光生活馆



资料来源：搜狐网，山西证券研究所

图 55：九木杂物社

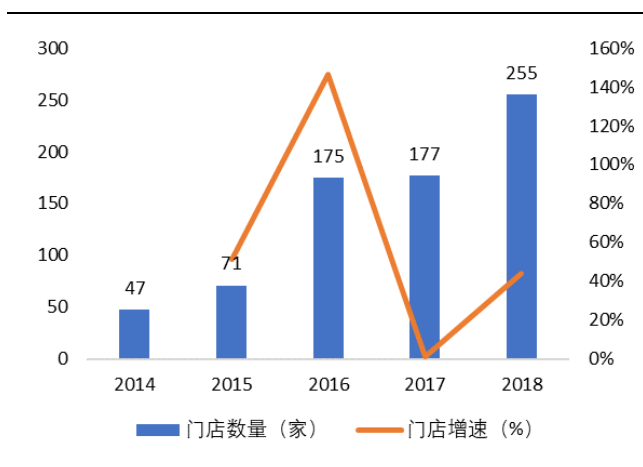


资料来源：搜狐网，山西证券研究所

晨光生活馆营业收入高速增长，门店数量与经营效益双双提升。2019 前三季度，晨光零售大店（杂物社）收入 4.2 亿元，同比增加 91%，其中杂物社收入 3.07 亿元，生活馆收入 1.12 亿元。截止三季度末生活馆共 125 家，九木杂物社 212 家（其中自营 136 家，加盟 76 家）。从门店经营效益来看，2014-2018 年，晨光生活馆单店收入由 60.38 万元增加至 119.97 万元，年均复合增长率为 14.75%。根据前期调研，晨光生活

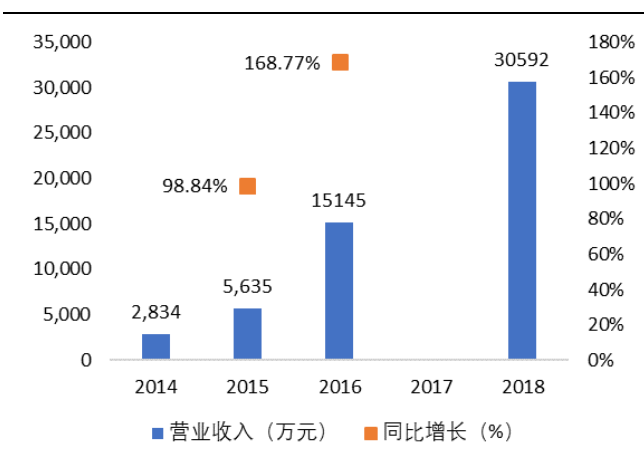
馆坪效在 1 万左右，九木杂物社坪效在 1.8-2 万左右。

图 56：晨光生活馆门店数量及同比增速



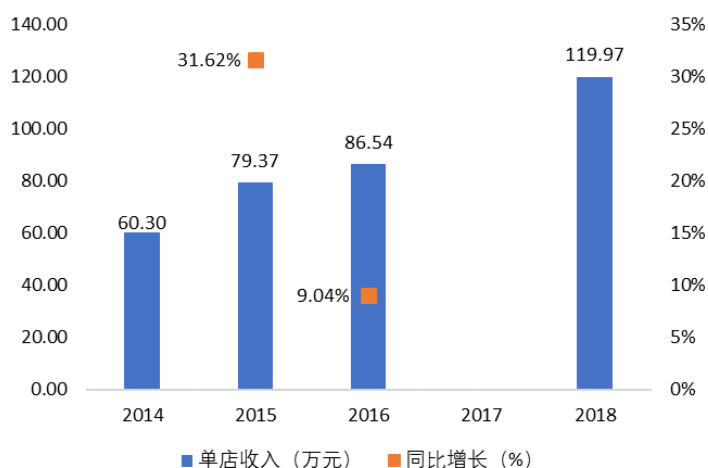
资料来源：公司年报，山西证券研究所

图 57：晨光生活馆营业收入及同比增速



资料来源：公司年报，山西证券研究所

图 58：晨光生活馆单店收入及同比增速



资料来源：公司年报，山西证券研究所

晨光×大文化 IP，跨界合作进行时。晨光文具推出多款 IP 联名产品，其中，晨光科技探索众筹/跨界合作的新销售模式，推出了大英博物馆系列、变形金刚系列、梵高系列单品及套装，梵高 x 鹿晗愿望季台历笔记本、《万合天宜》、《趁早-少女心》、《择天记》文具套装等多款互联网创意产品，市场反应热烈。

图 59：晨光文具合作 IP 爆款产品销量



家装价
¥ 39 抢满188元减50元券



¥49.00

满80减10 跨店

晨光文具梵高缝线本套装笔记本记事本A5 38页 12本/套HAPY0146
总销量：38855 | 评价：9826



家装价
¥ 22.5 抢满188元减50元券



¥25.50

满80减10 跨店

晨光文具航海王速干中性笔 黑金学生用按动拔插水笔 签字笔子弹
总销量：36826 | 评价：9782



家装价
¥ 13.5 抢满188元减50元券



¥13.50

满80减10 跨店

晨光文具中性笔大英博物馆水游豪杰系列速干水性签字笔学生水笔签
总销量：20624 | 评价：3923



家装价
¥ 39 抢满188元减50元券



¥39.00

满80减10 跨店

晨光文具盛世新颜系列国粹中性笔炫彩京剧按动水笔16支礼盒装学
总销量：14787 | 评价：3111

资料来源：天猫晨光文具旗舰店，山西证券研究所

3.3 办公直销增长亮眼：科力普已成规模，增量与存量皆有发力空间

3.3.1 招投标方式下竞争压力较小，持续中标大客户推动业绩高增

科力普持续中标央企集团、政府部门、世界 500 强企业等大客户的办公物资采购项目，收入处于高速增长轨道。2019Q1-3，科力普实现营业收入 24.8 亿元，同比增长 47.8%；2018 年实现营业收入 25.86 亿元，同比增长 106.03%。

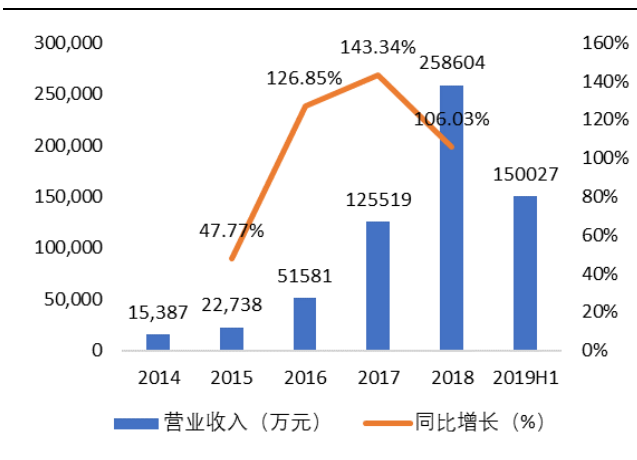
表 9：A 股办公直销平台中标客户情况

客户类型	入围客户名单
政府客户	山西省政府电商项目、吉林省政府电商项目、重庆市政府电商项目等
央企客户	中国邮政集团公司、国家电网各省电商项目
大型企业客户	默沙东（中国）投资有限公司、TCL 集团股份有限公司、上海盒马网络科技有限公司、德勤华永会计师事务所、西门子（中国）医疗系统集团、壳牌华北石油集团有限公司、中国移动等

资料来源：公司公告、公开信息，山西证券研究所

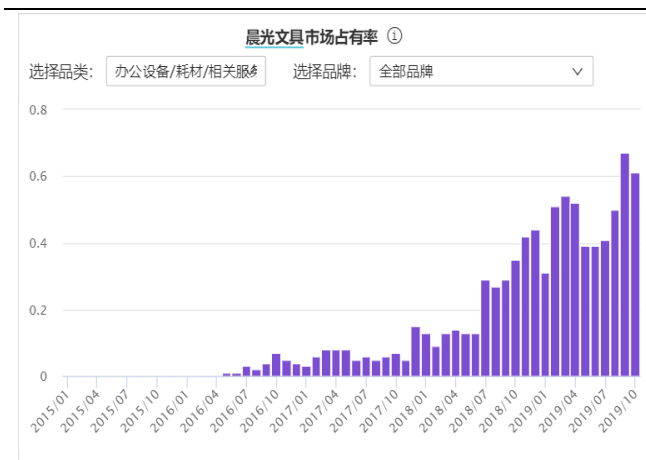
办公直销市场龙头市占率仅个位数，招投标方式下公司竞争压力较小。目前国内年销售额在 10 亿元以上的办公直销企业仅有得力文具、齐心集团、晨光文具、京东苏宁等少数几家，大多数企业的规模化、专业化水平较低，供应链整合能力和综合服务能力较弱。在招投标方式下，入围大 B 客户供应商名单的一般都是龙头几家直销平台，由于不存在排他性，在订单份额的分配上也没有明显的倾向，更多是客户总量和行业资源经验导致较大的规模差距和先发优势，类似科力普这样的后发者有望通过时间积累和市场开拓迎头赶上。从线上销售数据来看，目前科力普在办公设备耗材领域的市占率不到 1%，未来增长潜力还很大。

图 60：晨光科力普营业收入及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 61：晨光文具办公用品市场占有率



资料来源：wind，山西证券研究所

政府客户成功入围：山西省政府电商项目、吉林省政府电商项目、重庆市政府电商项目等；央企客户成功入围：中国邮政集团公司各省电商项目；大型企业客户成功入围：默沙东（中国）投资有限公司、TCL 集团股份有限公司、上海盒马网络科技有限公司、德勤华永会计师事务所、西门子（中国）医疗系统集团、壳牌华北石油集团有限公司等。

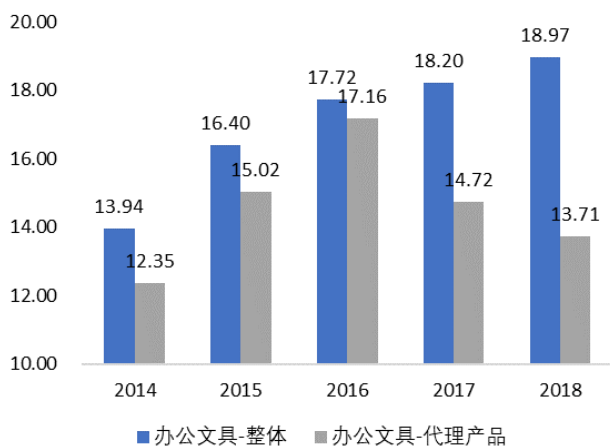
3.3.2 深耕存量客户，利润率与客单值有望提升

(1) 优化产品销售结构，提升自有产品销售占比，重点布局新型高毛利商品。

相比代理产品，自有产品的毛利率更高。主要途径包括：通过对销售人员的考核激励等方式，为 B 端客户推送自有产品组合包/办公用品方案，提高自有产品性能、加大宣传力度等。根据晨光文具年报，2018 年办公文具-代理产品的毛利率为 13.71%，显著低于办公文具整体毛利率 18.97%，而目前晨光科力普的自有品牌销售占比仅 10%，非晨光文具类产品仍是科力普的主要收入来源，自有品牌销售存在较大发力空间。

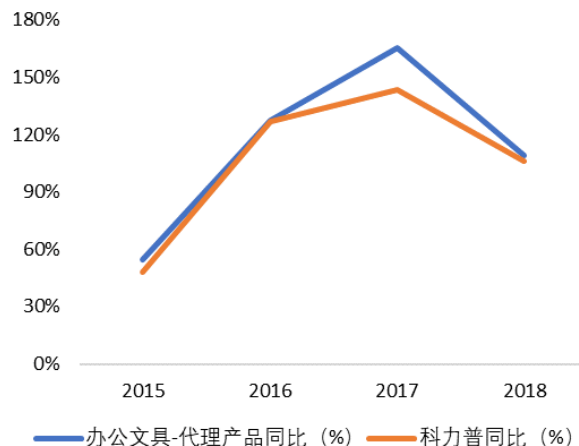
与此同时，科力普提升新型高毛利产品的销售占比，包括员工福利（主要是央企和政府）、MRO 工业品（细分、专业性强、品类特别多）、办公设备租赁等高毛利率产品和服务。

图 62：晨光办公文具代理产品毛利率较低



资料来源：wind，山西证券研究所

图 63：晨光办公文具-代理产品与科力普收入增速







资料来源：wind，山西证券研究所

图 64：晨光科力普 MRO 工业品样例

个人防护/安全防护

更多>>

 TRC1 SURVEYOR RODS TPP-50 ¥24.86 <input type="text" value="1"/> 立即购买 ☆关注	 TRC1 剪刀 T-205SS ¥148.03 <input type="text" value="1"/> 立即购买 ☆关注	 TRC1 SPRINKLER SUPPLIES THB1 2-10 ¥710.77 <input type="text" value="1"/> 立即购买 ☆关注	 TRC1 TRUCK SHEETS TS-4TA-GN ¥3364.01 <input type="text" value="1"/> 立即购买 ☆关注
---	--	---	---

工厂自动化零件

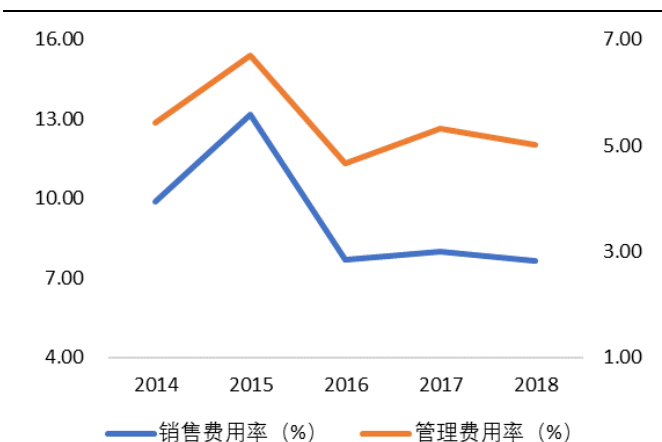
更多>>

 THK1 线性滑轨 FBL27S+300L ¥80.23 <input type="text" value="1"/> 立即购买 ☆关注	 THK1 凸轮随动器 CF10 ¥48.59 <input type="text" value="1"/> 立即购买 ☆关注	 TAK1 INDOOR LAMPS FE-704-2 ¥257.64 <input type="text" value="1"/> 立即购买 ☆关注	 NCS1 NCS PLASTIC SPRING POMP B-4-6-L20 ¥39.55 <input type="text" value="1"/> 立即购买 ☆关注
---	---	---	--

资料来源：晨光科力普商城，山西证券研究所

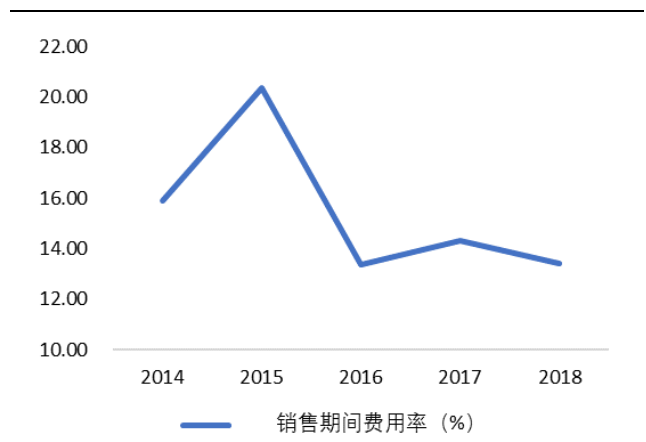
(2) 静待规模效益显现，有助于提升议价能力、降低成本费用率，可参考办公直销业务初具规模的齐心集团。随着规模扩大，办公直销企业在供应链的议价能力会提升，向供应商采购规模的扩大将带来更强的话语权、更弹性的定价方式，规模优势带来的行业地位和品牌影响力的提升，也有利于企业降低对核心供应商的依赖程度。同时，随着规模优势的显现，销售/管理/财务费用率会小幅下降，净利率存在提升空间。晨光科力普净利率已经由 1%左右提升至目前的 2%，而齐心的 B2B 业务经过多年的发展，净利率保持在 2.5%-3%。

图 65：齐心集团销售/管理费用率呈下降趋势



资料来源：wind，山西证券研究所

图 66：齐心集团销售期间费用率



资料来源：wind，山西证券研究所

(3) 客户结构优化，500 强、中小企业等高毛利客户数量有望增加。办公直销的主要客户是一级政府、

二级政府、央企和 500 强企业。由于政府客户购入大办公设备较多，而 500 强企业采购办公日耗品占比较高，因此 500 强企业客户的毛利率通常高于政府和央企。根据前期的调研记录，目前晨光科力普的政府、央企客户毛利率约 10%-11%，500 强企业客户毛利率 15%。科力普前期均处于跑马圈地的阶段，主要以订单规模大、有助于企业打造口碑和影响力的政府和央企客户为主，而实际上大型民企、中小企业价格相对更敏感，集约化采购动力更强，从边际上看企业客户、中小客户的数量会增加较快，毛利率会逐步提高。

(4) 客单值提升空间较大：延拓产品线、满足一站式采购需求。客户的办公物资采购需求和模式从单一的产品采购向综合办公解决方案升级，一站式的办公行政后勤服务是客户的最终需求，特别是头部客户和中大型客户对于一站式采购的需求更高。丰富产品线不仅有助于做大存量客户客单值，在原有基础上扩大新订单规模、提高中标份额，而且可以凭借全品类、一站式的服务能力更加深层地绑定核心客户、增强客户粘性。目前，得力集团、齐心集团、京东企业购等均已将产品线延拓至员工福利、工业品（MRO）等领域。

3.3.3 科力普 vs 电商采购平台相对优势：落地服务能力更为关键

相比京东、苏宁企业购等电商平台，科力普这样的垂直服务平台的相对优势除了自有产品生产制造能力（更具专业性、直销价格优势）之外，还有更加重要的落地服务能力（配备专门人员/团队长期对接，沟通更流畅，服务更精细、更贴心）。

(1) 人员对接能力、落地服务能力是指前端对接大客户的销售/服务人员对客户方采购流程的熟悉程度、服务深度和频率。为了更好地满足高度差异化的大客户需求，办公直销平台需要保持较高的员工留存率和忠诚度（确保客户服务的连贯性和稳定性、降低沟通成本）、广泛而具有重点的销售服务网络（减小服务半径、确保核心优势城市及客户的服务能力）。晨光科力普起初主要在北上广深开拓业务，随着接单扩大，现已开始覆盖全国网点，通过中心仓的重点城市覆盖周边，再通过其他第三方覆盖更边远的地区，目前销售人员大概占 30-40%。

(2) 仓储物流效率：大 B 客户分支机构数量庞大、遍布全国，因此更加注重供应商的物流配送效率，如国家电网、工商银行这类全国性客户，全国有数千家营业网点，单一网点的日均采购订单就可能达到 5-8 张/次。

晨光科力普全国已投入运营 5 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，并开始对华南和华中区域精耕细作；新设武汉、广州、成都分公司，在杭州、石家庄设立了办事处；在上海、北京、广州、深圳、天津等九个城市自建配送队伍，提高了配送效率，提升了客户体验，对相应地区的市场拓展起到积极的作用。在物流上，晨光从传统物流，升级为占地 25 万平方米，有着行业最大的现代化、立体式、

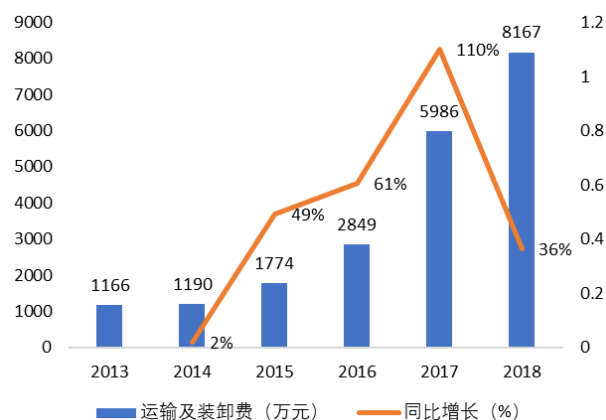
全自动物流中心，囤货量高达 60 万箱。

图 67：晨光科力普仓库



资料来源：晨光文具官网，山西证券研究所

图 68：晨光文具运输及装卸费用及同比增长率



资料来源：wind，山西证券研究所

4.盈利预测、估值分析和投资建议

我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 110.53、138.16、169.94 亿元，同比增长 29.5%、25.0%、23.0%，实现归母净利润为 10.25、13.27、16.62 亿元，同比增长 27.1%、29.4%、25.2%，对应 EPS 为 1.11、1.44、1.81 元，PE 为 43.74、33.80、26.99 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

5.风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；产品同质化风险；精品文创推广不达预期；原材料价格上涨；市场竞争加剧；行业政策变化风险等。



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	2020E		2017	2018	2019E	2020E
利润表					财务指标				
营业收入	6,357.1	8,535.0	11,052.8	13,816.0	成长性				
减:营业成本	4,721.1	6,330.4	8,145.9	10,168.6	营业收入增长率	36.3%	34.3%	29.5%	25.0%
营业税费	26.4	34.7	44.2	56.3	营业利润增长率	27.1%	36.9%	29.9%	30.0%
销售费用	570.1	789.4	994.8	1,215.8	净利润增长率	28.6%	27.3%	27.1%	29.4%
管理费用	383.6	379.6	663.2	815.1	EBITDA增长率	24.2%	48.3%	15.1%	27.0%
财务费用	-2.8	-8.0	-2.5	1.0	EBIT增长率	26.5%	53.4%	17.4%	30.3%
资产减值损失	20.6	3.4	2.0	1.0	NOPLAT增长率	27.2%	36.4%	28.1%	30.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	14.6%	-7.7%	20.8%	-123.6%
投资和汇兑收益	37.8	35.1	9.0	20.0	净资产增长率	15.8%	20.0%	73.0%	21.9%
营业利润	682.9	934.7	1,214.3	1,578.2	利润率				
加:营业外净收支	63.2	25.5	30.0	30.0	毛利率	25.7%	25.8%	26.3%	26.4%
利润总额	746.1	960.2	1,244.3	1,608.2	营业利润率	10.7%	11.0%	11.0%	11.4%
减:所得税	118.9	152.4	219.0	281.4	净利润率	10.0%	9.5%	9.3%	9.6%
净利润	634.0	806.8	1,025.3	1,326.7	EBITDA/营业收入	12.5%	13.8%	12.3%	12.5%
资产负债表					EBIT/营业收入	10.6%	12.1%	11.0%	11.4%
货币资金	436.4	1,046.7	3,388.4	7,910.5	投资回报率				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	22.4%	23.7%	17.2%	18.2%
应收帐款	603.4	919.1	829.7	168.4	ROA	14.3%	14.2%	12.6%	11.3%
应收票据	-	1.9	-	-	ROIC	30.4%	36.1%	50.1%	54.2%
预付帐款	46.2	42.3	65.8	349.2					
存货	871.9	1,042.7	1,115.9	1,393.0	运营效率				
其他流动资产	1,016.8	1,047.0	957.1	2.5	固定资产周转天数	45	37	34	35
可供出售金融资产	-	3.6	-	-	流动营业资本周转天数	60	44	31	-20
持有至到期投资	-	-	-	-	流动资产周转天数	152	149	170	211
长期股权投资	-	30.2	30.2	30.2	应收帐款周转天数	0	0	28	13
投资性房地产	-	-	-	-	存货周转天数	59	51	35	33
固定资产	870.9	876.6	1,208.0	1,497.3	总资产周转天数	221	212	225	259
在建工程	27.4	24.5	105.8	229.4	投资资本周转天数	114	88	72	24
无形资产	196.5	188.0	178.3	168.7					
其他非流动资产	-	-	-	-	费用率				
资产总额	4,388.3	5,677.5	8,134.6	11,782.6	销售费用率	9.0%	9.2%	9.0%	8.8%
短期债务	-	-	-	-	管理费用率	6.0%	4.4%	6.0%	5.9%
应付帐款	1,017.9	1,560.1	1,535.7	1,516.8	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
应付票据	-	-	-	-	三费/营业收入	15.0%	13.6%	15.0%	14.7%
其他流动负债	-	-	-	-					
长期借款	-	-	-	-	偿债能力				
其他非流动负债	-	-	-	-	资产负债率	33.6%	38.4%	25.6%	37.4%
负债总额	1,474.4	2,180.8	2,086.1	4,407.3	负债权益比	50.6%	62.4%	34.5%	59.8%
少数股东权益	80.0	85.9	85.9	85.9	流动比率	2.13	1.94	3.14	2.23
股本	920.0	920.0	920.0	920.0	速动比率	1.51	1.45	2.59	1.91
留存收益	1,914.0	2,490.8	5,031.0	6,357.8	利息保障倍数	-239.18	-129.72	-484.70	1,579.18
股东权益	2,913.9	3,496.7	6,048.5	7,375.2					
现金流量表					业绩和估值指标				
净利润	627.2	807.8	1,025.3	1,326.7	EPS(元)	0.69	0.88	1.11	1.44
加:折旧和摊销	159.5	198.1	147.0	147.0	BVPS(元)	3.08	3.71	6.48	7.92
资产减值准备	20.6	3.4	-	-	PE(X)	70.7	55.6	43.7	33.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	15.8	13.1	7.5	6.2
财务费用	1.3	-2.6	-2.5	1.0	P/FCF	125.1	46.0	73.3	10.4
投资收益	-37.8	-35.1	-9.0	-20.0	P/S	7.1	5.3	4.1	3.2
少数股东损益	-6.9	1.0	-	-	EV/EBITDA	27.7	22.4	30.4	21.4
营运资金的变动	-294.2	-145.4	189.8	3,598.9	CAGR(%)	28.4%	27.2%	28.7%	28.4%
经营活动产生现金流量	717.5	827.9	1,350.6	5,053.6	PEG	2.5	2.0	1.5	1.2
投资活动产生现金流量	-617.4	-296.0	-537.9	-530.5	ROIC/WACC	3.6	4.3	5.9	6.4
融资活动产生现金流量	-230.0	-225.1	1,529.1	-1.0	REP	2.8	3.1	2.9	-10.2

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中
海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

