

品牌渠道护城河深，新旧业务双轮驱动未来增长

——晨光文具（603899）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年05月20日

报告关键要素：

公司是一家综合文具供应商，从事晨光及所属品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品等的设计、研发、制造和销售。股权集中，创始人陈氏三姐弟共计持股 65.84%。近年来营收净利润大幅增长，业务扩张不断。2018 年在中国书写工具市场中的市占率位居第一（17.8%）。

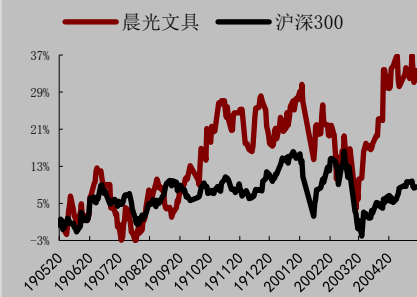
投资要点：

- **文具行业收入增速放缓，未来突破口在于消费升级与产品升级：**尽管近年来居民生活水平的不断提高、城镇化进程的稳步推进以及各项相关政策的推行助力文具行业扩大，但随着人口红利的消失、无纸化网络化的教学和办公方式的推进，使得中国文具行业发展速度逐渐减缓。受益于产品升级和消费升级的趋势，精品文创风起。
- **公司竞争优势显著，铸造品牌渠道护城河：**(1) **品牌优势：**国内文具第一品牌，品牌溢价能力逐年增强；(2) **渠道优势：**高效的分销体系+高覆盖率的终端网络；(3) **研发设计优势：**公司重视研发投入，斩获多项大奖。
- **传统业务+新业务双轮驱动未来业绩增长，股权激励落地彰显管理层信心：**(1) **深耕渠道，**传统业务实现近三年 CAGR 18.84%；(2) **办公直销市场空间广阔，**晨光科力普成长迅速，收入在 4 年翻 7 倍，CAGR 为 192%；(3) **迎合消费升级潮流，**直营旗舰成渠道升级桥头堡，截至 2020Q1，晨光生活馆（不含九木）门店数达到 111 家，九木杂物社门店数达到 272 家，其中直营 163 家，加盟 109 家。(4) **股权激励落地实施，**公司骨干绑定推进业务稳步发展。
- **盈利预测与投资建议：**公司深耕文具行业，在品牌、渠道、研发设计等方面有明显的优势。尽管受疫情影响，2020Q1 公司业绩出现了一定程度下滑，但随着复工复产、学校陆续开学，预计这些延迟出现的文具需求量将会为后续的业绩带来一定的弥补。我们预计，公司 2020-2022 年的营收增速分别为 17.16%/25.47%/22.72%；归母净利润增速分别为 11.59%/25.23%/27.85%；EPS 为 1.29/1.61 /2.06 元，对应 PE 分别为 41.32/32.99/25.81 倍，给与“增持”评级。
- **风险因素：**疫情复燃风险、新业务拓展不达预期风险、线上竞争加剧风险。

基础数据

| | |
|------------|---------------------|
| 行业 | 轻工制造 |
| 公司网址 | www.mg-pen.com |
| 大股东/持股 | 晨光控股（集团）有限公司/58.26% |
| 实际控制人/持股 | 陈湖雄、陈湖文、陈雪玲/65.84% |
| 总股本（百万股） | 920.00 |
| 流通股（百万股） | 920.00 |
| 收盘价（元） | 53.13 |
| 总市值（亿元） | 488.80 |
| 流通A股市值（亿元） | 488.80 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年05月19日

相关研究

万联证券研究所 20200428_行业专题报告
_AAA_消费升级系列专题之文具行业篇

分析师：陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：李滢
电话：15521202580
邮箱：liyings1@wlzq.com.cn

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 11,141.10 | 13052.40 | 16377.34 | 20097.95 |
| 增长比率(%) | 30.53% | 17.16% | 25.47% | 22.72% |
| 净利润(百万元) | 1060.08 | 1182.93 | 1481.43 | 1894.07 |
| 增长比率(%) | 31.39% | 11.59% | 25.23% | 27.85% |
| 每股收益(元) | 1.15 | 1.29 | 1.61 | 2.06 |
| 市盈率(倍) | 46.11 | 41.32 | 32.99 | 25.81 |

数据来源：Wind、万联证券研究所

目录

| | |
|---|-----------|
| 1、中国文具品牌领跑者，业绩近年高速增长 | 5 |
| 1.1 全球最大的文具制造商之一，中国文具企业的领头羊..... | 5 |
| 1.2 股权结构集中，创始人为实际控制人..... | 5 |
| 1.3 公司发展历程：文具龙头公司的三十余年打造之路..... | 6 |
| 1.4 营收净利润大幅增长，业务规模持续扩张..... | 7 |
| 2、文具行业收入增速放缓，未来突破口在消费升级与产品升级 | 9 |
| 2.1 政策、经济等多方面因素助力文具行业的扩大，但人口红利消失与无纸化推进减缓文具行业收入增速..... | 9 |
| 2.2 细分：书写工具行业较分散，龙头晨光市占率提升空间广阔..... | 12 |
| 2.3 细分：K12 群体规模下降，趣味时尚有望引燃学生文具市场..... | 14 |
| 2.4 细分：大办公文具两万亿市场，阳光采购政策助力 B2B 办公直销蓬勃发展..... | 15 |
| 2.5 消费升级与产品升级，精品文创迎来春天..... | 17 |
| 3、公司竞争优势显著，铸造品牌渠道护城河 | 19 |
| 3.1 品牌优势：国内文具第一品牌，品牌溢价能力逐年增强..... | 19 |
| 3.2 渠道优势：高效的分销体系+高覆盖率的终端网络..... | 20 |
| 3.2.1 高效的分销体系管理..... | 20 |
| 3.2.2 高覆盖率的国内终端网络..... | 22 |
| 3.3 研发设计优势：公司重视研发投入，斩获多项大奖..... | 23 |
| 3.3.1 研发设计立奇功，产品屡获大奖..... | 23 |
| 3.3.2 成功的背后，是对科研的重视..... | 25 |
| 4、公司未来业绩增长点 | 27 |
| 4.1 深耕渠道，传统业务稳健增长..... | 27 |
| 4.2 办公直销市场空间广阔，晨光科力普成长迅速..... | 28 |
| 4.3 迎合消费升级潮流，直营旗舰成渠道升级桥头堡..... | 29 |
| 4.4 股权激励落地施行，公司骨干绑定推进稳步发展..... | 31 |
| 5、盈利预测与投资建议 | 33 |
| 5.1 盈利预测..... | 33 |
| 5.2 投资建议..... | 35 |
| 6、风险因素 | 36 |
| 图表 1：中国书写工具市场中市占率排名前三的公司情况对比（%）..... | 5 |
| 图表 2：公司股权结构（截止 2020 年 Q1）..... | 6 |
| 图表 3：公司发展历程..... | 7 |
| 图表 4：公司历年营业收入及同比增速..... | 7 |
| 图表 5：公司历年归母净利润及同比增速..... | 7 |
| 图表 6：历年公司主营收入分品类构成（%）..... | 8 |
| 图表 7：历年公司主营收入分地区构成（%）..... | 8 |
| 图表 8：公司历年毛利率、净利率、期间费用率..... | 8 |
| 图表 9：公司历年销售费用率、管理费用率、财务费用率..... | 8 |
| 图表 10：公司分产品毛利率情况..... | 8 |
| 图表 11：历年来公司与竞争对手的 ROE 水平对比（%）..... | 9 |
| 图表 12：公司门店终端数量（万家）..... | 9 |
| 图表 13：居民人均可支配收入及同比增速..... | 9 |
| 图表 14：城市化水平及增速..... | 9 |

| | |
|---|----|
| 图表 15: 中国公共财政教育支出及同比增速 | 10 |
| 图表 16: 文具行业政策一览 | 10 |
| 图表 17: 近年来中国出生率情况 | 11 |
| 图表 18: 近年来中国人口结构情况 | 11 |
| 图表 19: 中国文具行业营业收入及同比增速 | 11 |
| 图表 20: 中国书写工具行业市场规模及同比增速 | 12 |
| 图表 21: 2012-2018 年中国书写工具行业 CR3 和 CR10 对比 | 12 |
| 图表 22: 2009-2018 年中国书写工具市场前三名企业市场份额变化对比 (%) | 13 |
| 图表 23: 2018 年中国书写工具市场竞争格局 | 13 |
| 图表 24: 2009-2018 年美国书写工具公司份额变化 (%) | 13 |
| 图表 25: 2009-2018 年日本书写工具公司份额变化 (%) | 13 |
| 图表 26: 2018 年美国公司书写工具市场份额情况 (%) | 14 |
| 图表 27: 2018 年日本公司书写工具市场份额情况 (%) | 14 |
| 图表 28: 我国 0-14 岁人口数及占比情况 | 14 |
| 图表 29: 2015-2020 年中国 K12 群体规模及同比增速情况及预测 | 14 |
| 图表 30: 晨光文具樱花祈愿笔 | 15 |
| 图表 31: 2016-2020 年大办公文具市场规模情况及预测 (万亿元) | 15 |
| 图表 32: 2018 年大办公文具下各类细分领域市场规模占比 | 15 |
| 图表 33: 限额以上文化办公用品零售额 | 16 |
| 图表 34: 办公文具主要供应商 | 16 |
| 图表 35: 办公文具主要渠道商 | 16 |
| 图表 36: 办公文具主要采购方 | 16 |
| 图表 37: 我国办公文具产业相关政策 | 17 |
| 图表 38: 中国 GDP 不变价及同比增速 | 18 |
| 图表 39: 中国社会消费品零售总额及同比增速 | 18 |
| 图表 40: 消费对 GDP 增长贡献率 (%) | 18 |
| 图表 41: 中国三大产业占 GDP (不变价) 比重 | 18 |
| 图表 42: IP 授权带动产品销售额提升的幅度 | 19 |
| 图表 43: 消费者接受的 IP 授权产品溢价范围 | 19 |
| 图表 44: 2020 年中国文具用品十大品牌 | 20 |
| 图表 45: 公司与竞争对手的文具类产品毛利率对比 (%) | 20 |
| 图表 46: 晨光渠道体系 | 21 |
| 图表 47: 晨光伙伴金字塔营销模式 | 21 |
| 图表 48: 晨光系零售终端数目 | 22 |
| 图表 49: 公司零售终端对比 | 22 |
| 图表 50: “悦写缓冲”中性笔 | 23 |
| 图表 51: 航海王系列 | 23 |
| 图表 52: 国粹系列推出的黄铜细雕金属书签 | 23 |
| 图表 53: 公司产品设计获奖一览 | 24 |
| 图表 54: 晨光文具所获部分荣誉一览 | 24 |
| 图表 55: 2015-2019 年三家企业研发人数 | 25 |
| 图表 56: 2017-2019 年三家企业研发费用 (亿元) | 26 |
| 图表 57: 2017-2019 年三家企业研发费用率 | 26 |
| 图表 58: 公司专利数量 | 26 |
| 图表 59: 公司传统业务收入及同比增速 | 27 |
| 图表 60: 公司主营产品销售量 (亿支) | 28 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 61: 2016-2019 晨光科力普营业收入及同比增速 | 28 |
| 图表 62: 2016-2019 晨光科力普净利润及同比增速 | 28 |
| 图表 63: 晨光科力普 2019 年重要客户开发情况 | 29 |
| 图表 64: 晨光生活馆 | 30 |
| 图表 65: 九木杂物社 | 30 |
| 图表 66: 晨光生活馆 (不含九木) 门店数 | 30 |
| 图表 67: 九木杂物社门店数 | 30 |
| 图表 68: 晨光生活馆 (合并) 营收、净利及同比增速 | 31 |
| 图表 69: 晨光生活馆 (不含九木) 营收及净利润 | 31 |
| 图表 70: 九木杂物社营收及净利润 | 31 |
| 图表 71: 公司激励对象获授的限制性股票分配情况 | 32 |
| 图表 72: 公司层面业绩考核要求 | 32 |
| 图表 73: 个人层面考核要求 | 32 |
| 图表 74: 公司历年实际营收与目标营收对比 | 33 |
| 图表 75: 公司历年实际净利润与目标净利润对比 | 33 |
| 图表 76: 公司分产品收入、毛利率预测 | 34 |
| 图表 77: 公司盈利预测和估值 | 35 |
| 图表 78: 可比公司估值表 | 36 |

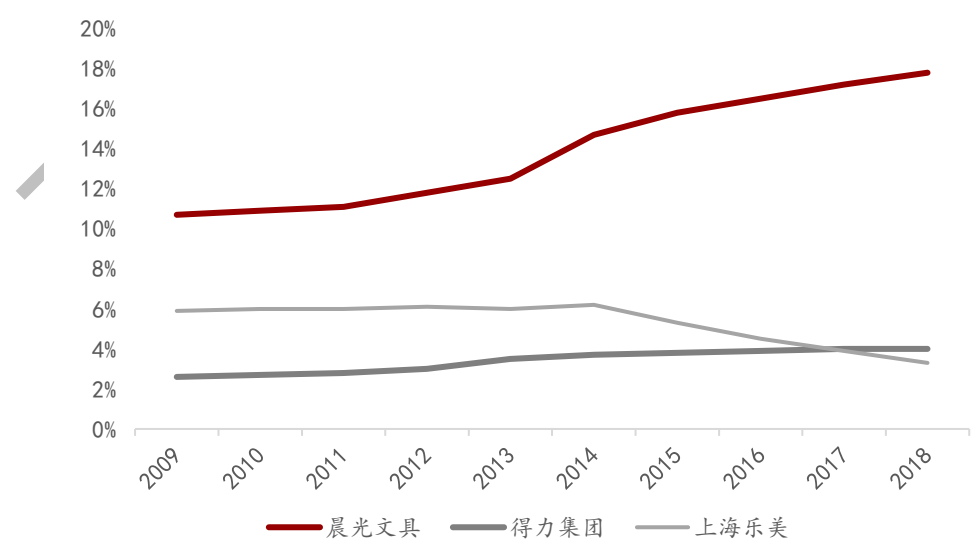
1、中国文具品牌领跑者，业绩近年高速增长

1.1 全球最大的文具制造商之一，中国文具企业的领头羊

作为全球最大的文具制造商之一，公司是一家整合创意价值与服务优势的综合文具供应商。公司业务分为传统业务与新业务两大板块，传统核心业务主要是从事晨光及所属品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品等的设计、研发、制造和销售；新业务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。2015年，公司正式在上交所挂牌上市。目前，公司总部位于中国上海，并拥有总占地面积达350亩的工业园区——晨光文具工业园，在全国覆盖超过8.5万家零售终端，拥有晨光生活馆、九木杂物社等380家零售大店。公司注重设计研发，已拥有专利超过700项。

中国文具企业的领头羊，市占率持续增长。根据Euromonitor的数据，2018年，在中国书写工具市场中，公司的市占率为17.8%，位居第1，较2009年的10.7%大幅提升了7.1个pct，并且远超排名第二的得力集团(4.0%)和第三的上海乐美(3.3%)。

图表1：中国书写工具市场中市占率排名前三的公司情况对比（%）



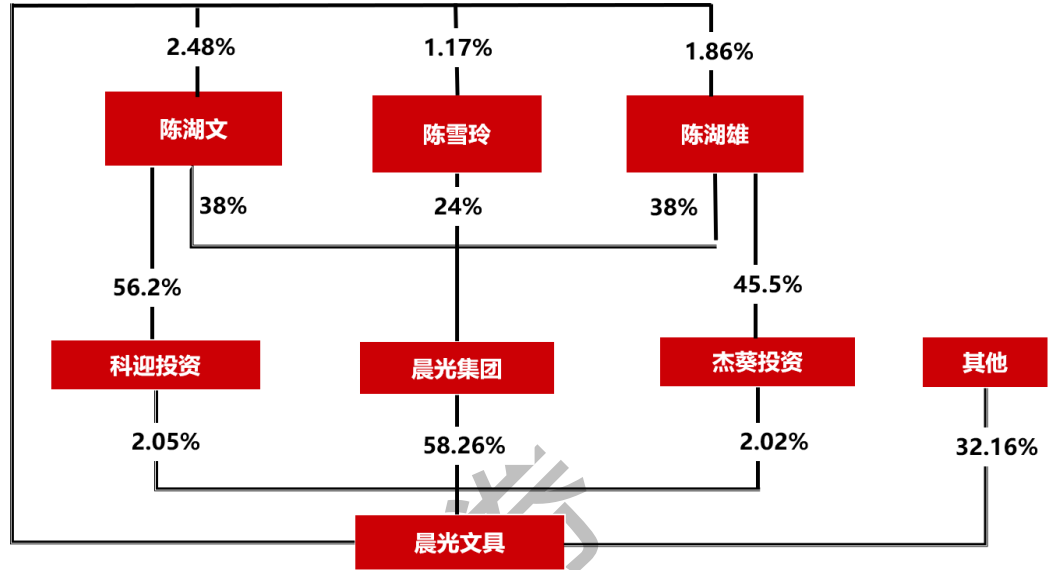
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

1.2 股权结构集中，创始人为实际控制人

公司股权结构稳定集中，实际控制人为公司创始人陈氏三姐弟。公司实际控制人为陈湖文、陈湖雄、陈雪玲三姐弟。截至2020年Q1，公司董事长陈湖文先生、副董事长兼总裁陈湖雄先生、董事兼副总裁陈雪玲女士共计持股65.84%，其中，直接持股比例为5.51%，通过晨光控股集团间接持有公司58.26%的股权。另外，由公司高管人员以及业务骨干持股的科迎投资和杰葵投资分别持有公司2.05%、2.02%的股权。

在公司的主要子公司中，晨光佳美主要负责外贸业务；晨光珍美主要负责KA销售业务，即主要针对大润发、沃尔玛、家乐福、乐购、麦德龙等全国性的连锁零售商；晨光礼品主要负责连锁销售的运营、管理及维护；晨光科力普主要负责办公文具直销业务；晨光生活馆主要负责直营旗舰大店业务。

图表2：公司股权结构（截止2020年Q1）



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

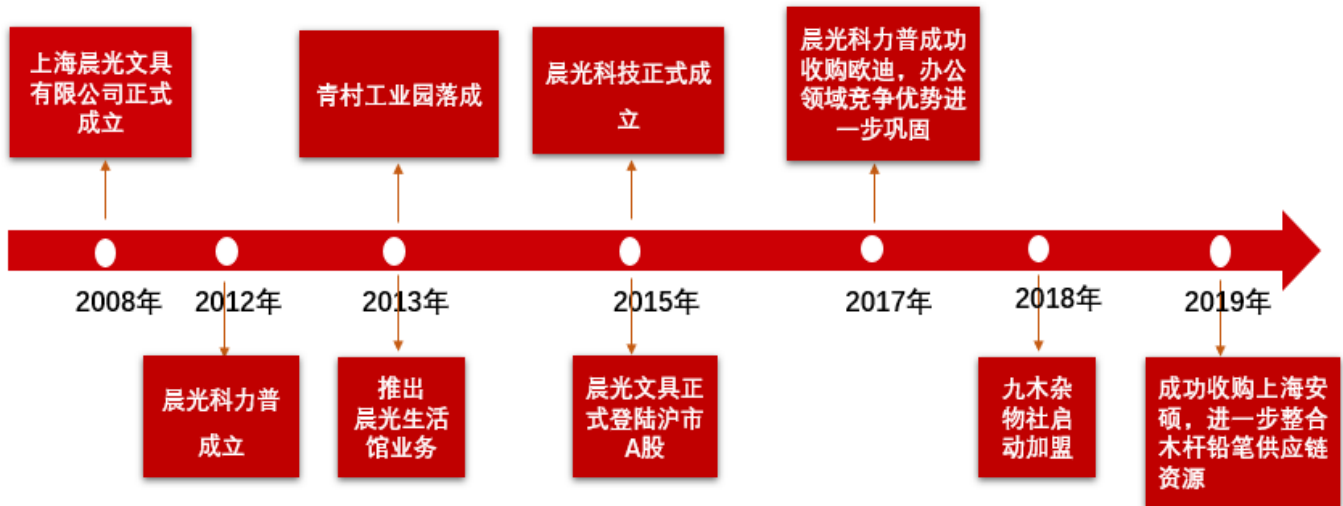
1.3 公司发展历程：文具龙头公司的三十余年打造之路

初创阶段（1989年-1999年）：晨光文具在创立初期一直从事着文具销售代理业务，通过代理国外进口文具建立了广泛的销售渠道资源，然而受到1997年金融风暴的冲击，国外文具供应商大量倒闭，至此公司开始寻求从文具代理商到制造商的进一步转型。1999年，“晨光”商标正式启用，由此确立了自主品牌的发展路径。

制造规模扩张与技术升级阶段（1999年-2009年）：在1999年至2009年间，公司通过建立自己的工厂并不断加大研发投入，不断优化产品结构，迎合消费者的多样化需求，并成功于2002年成功推出第一款自主研发的按动式中性笔，技术优势逐步凸显。2008年上海晨光文具有限公司正式注册成立，公司开始为资本化做准备。

渠道革新与产品升级阶段（2010年-2019年）：2012年，公司推出“晨光伙伴金字塔”营销模式，与各级经销商合作建立了零售终端的规模化和标准化管理，打造“样板店”和特许经营模式的加盟店，以层层投入、层层分享的模式渗透各级零售渠道，实现了文具产业链上下游多方的利润共赢。同年，晨光科力普成立。2015年晨光科技成立，公司渠道变革踏入新阶段，销售渠道覆盖线上 To C、To B 电商平台，同时也开始布局精品文创产品赛道以抵御“无纸化”趋势对文具产业的冲击。同年，公司成功登陆A股市场。2017年，晨光科力普成功收购欧迪，办公领域竞争优势进一步巩固。2018年，九木杂物社启动加盟，截至2019年末，公司在全国拥有晨光生活馆119家，九木杂物社261家（直营158家，加盟103家）。2019年，公司成功收购上海安硕56%的股权，进一步整合木杆铅笔供应链资源，做大做强学生文具主业。

图表3：公司发展历程

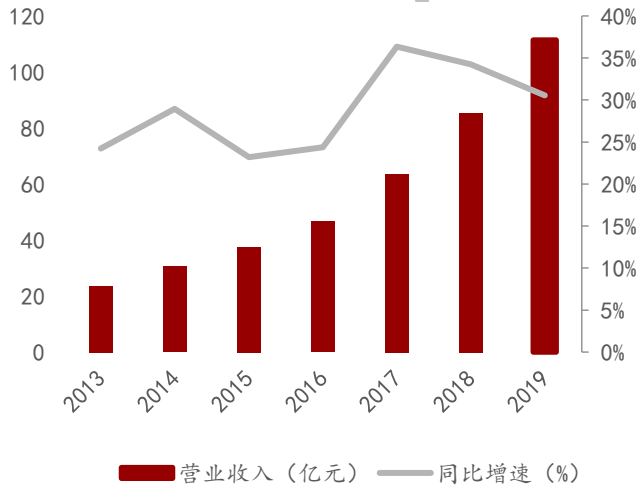


资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所整理

1.4 营收净利润大幅增长，业务规模持续扩张

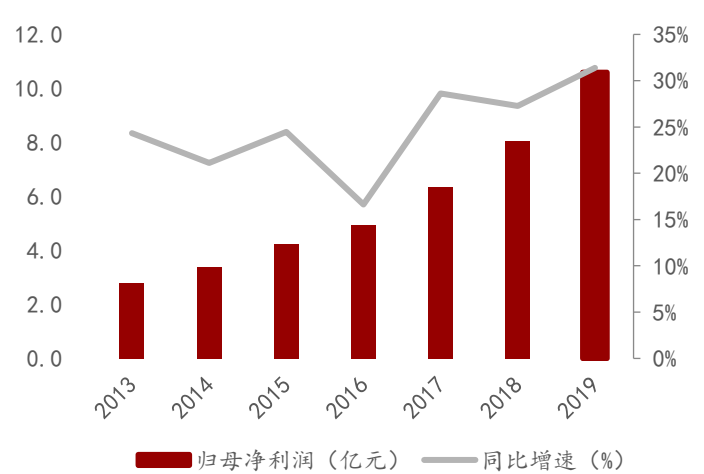
营收净利润高速增长。近年来，公司凭借着渠道、品牌、研发、设计等优势，积极扩张渠道覆盖，多样化发展产品品类。2019年，公司实现营收111.41亿元，同比增长30.53%，连续3年维持30%以上水平；实现归母净利润10.6亿元，同比增长31.39%。

图表4：公司历年营业收入及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

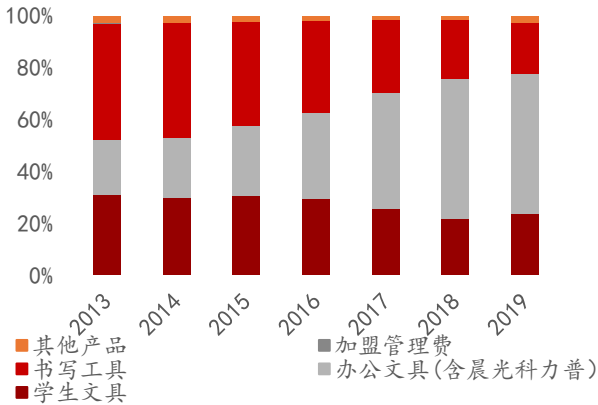
图表5：公司历年归母净利润及同比增速



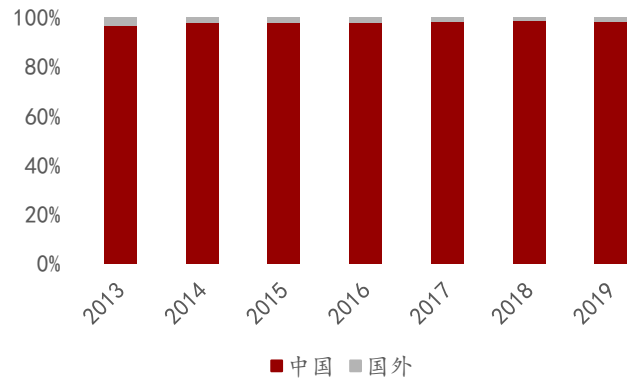
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

分品类来看，公司的主营收入主要源于办公文具、学生文具、书写工具，2019年，办公文具(含晨光科力普)、学生文具、书写工具的收入占比分别为53.91%、23.75%、19.63%。分地区来看，公司绝大部分主营收入来自于中国，2019年，公司在中国与国外地区的收入占比分别为98.29%、1.71%。

图表6: 历年公司主营收入分品类构成 (%)



图表7: 历年公司主营收入分地区构成 (%)

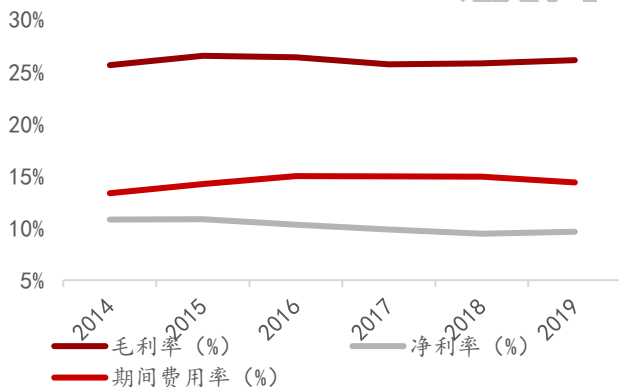


资料来源: Wind、万联证券研究所整理

资料来源: Wind、万联证券研究所整理

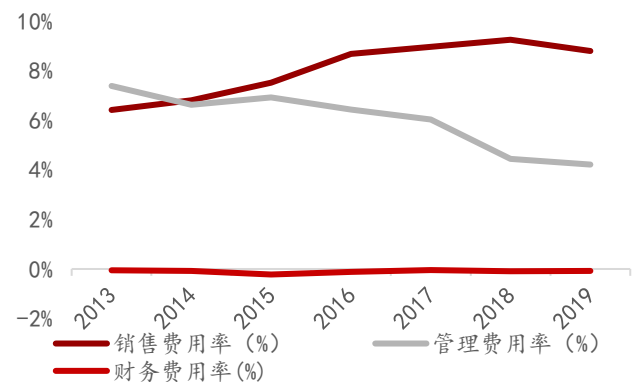
公司毛利率稳定, 书写工具和 学生文具 毛利率高于 办公文具。公司毛利率稳定, 近五年来维持在 26% 附近, 其中, 书写工具 毛利率最高, 学生文具 毛利率次之, 办公文具 毛利率最低。2019 年, 书写工具、学生文具、办公文具 毛利率分别为 36.75%/32.66%/18.32%。近年来公司净利率略有下降, 主要是因为近年来公司的销售费用率推高了期间费用率所致。

图表8: 公司历年毛利率、净利率、期间费用率



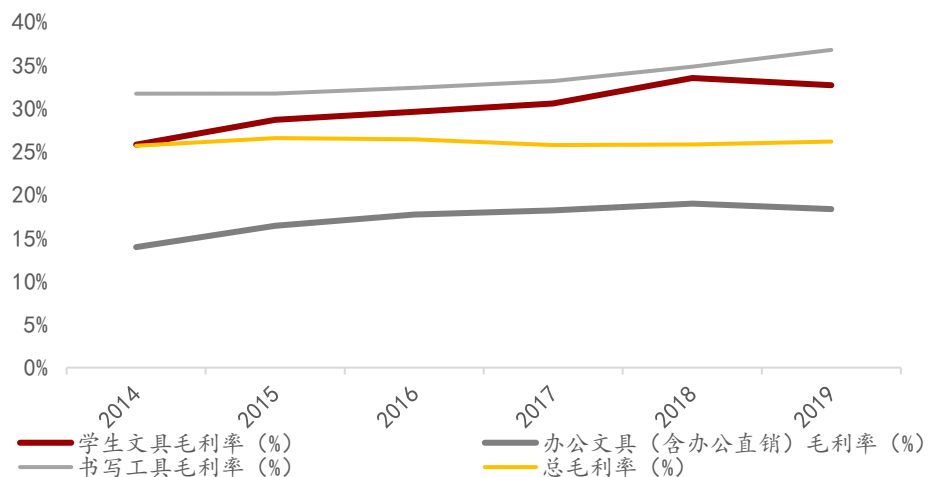
资料来源: 公司公告、万联证券研究所整理

图表9: 公司历年销售费用率、管理费用率、财务费用率



资料来源: 公司公告、万联证券研究所整理

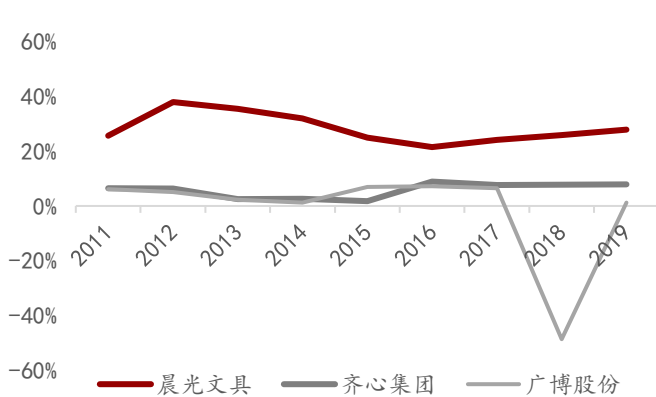
图表10: 公司分产品毛利率情况



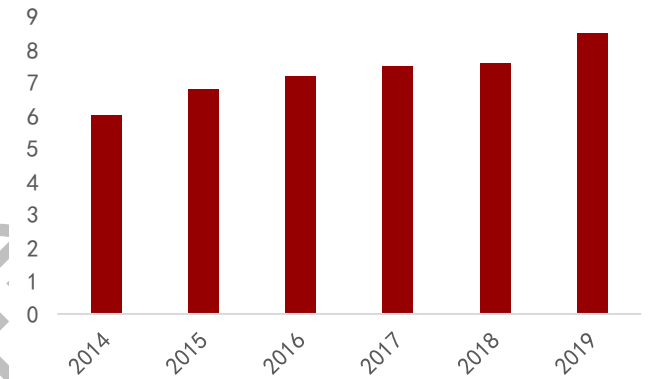
资料来源: Wind、万联证券研究所整理

盈利能力出色，渠道扩张不断。公司ROE连续9年在20%以上水平，且远超竞争对手齐心集团和广博股份，盈利能力出色。近年来公司ROE从2016年的21.45%提升至2019年的27.85%，主要原因是公司的传统核心业务凭借渠道、品牌、设计研发、供应链等优势平稳增长，晨光科力普快速增长，晨光生活馆减亏等。门店方面，公司在2014年时拥有“晨光系”零售终端超6万个，2019年时零售终端超8.5万个，每年维持高速的扩张。

图表 11：历年来公司与竞争对手的ROE水平对比 (%)



图表 12：公司门店终端数量 (万家)



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

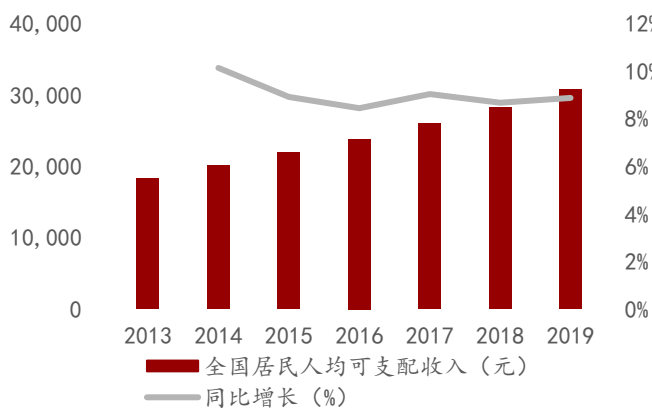
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

2、行业收入增速放缓，未来突破口在消费升级与产品升级

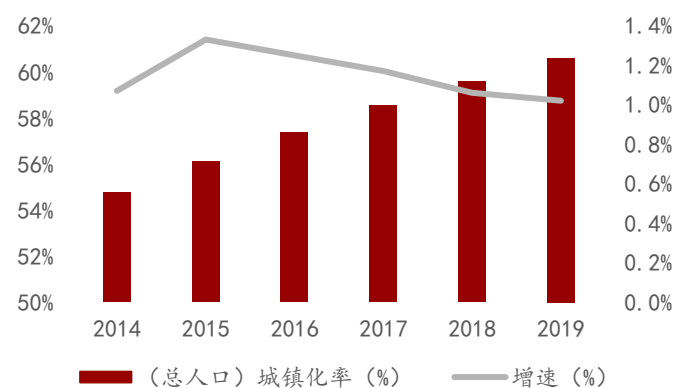
2.1 政策、经济等多方面因素助力文具行业的扩大，但人口红利消失与无纸化推进减缓文具行业收入增速

居民生活水平的不断提高、城镇化进程的稳步推进以及各项相关政策的推行助力文具行业扩大。2019年，我国居民人均可支配收入达到3.07万元，同比增长8.87%，近年来均维持8%以上的速度稳步增长；城镇化率达到60.60%，较2014年的水平提高了5.83个百分点，人们的生活水平正在不断提高，并且城镇化在继续推进，人们的消费需求正进一步释放。

图表 13：居民人均可支配收入及同比增速



图表 14：城市化水平及增速

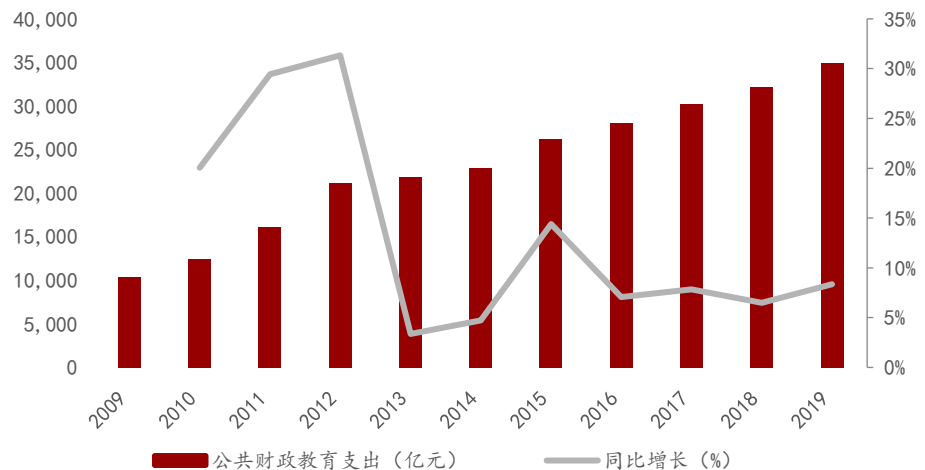


资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

近年来国家公共财政教育支出不断加大，文具等文化产业相关行业得到进一步支持。国家“十二五战略”指出，未来五年内，大力发展教育事业，实施科教兴国战略和人才强国战略；国家“十三五战略”指出，将全面贯彻党的教育方针，坚持教育优先发展，加快完善现代教育体系，全面提高教育质量。根据国家统计局的数据，2019年我国公共财政教育支出34913亿元，同比增长8.35%，并且2009年-2019年均是呈现逐年上升的态势。据中国制笔协会的数据分析显示，国家教育投入占GDP比重每增加0.5%，制笔行业销售产值大约能够增长25亿元，文具等文化产业相关行业将得到进一步的强化与支持。

图表15：中国公共财政教育支出及同比增速



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表16：文具行业政策一览

| 名称 | 主要内容 |
|--|--|
| 国家“十二五”规划 | 未来五年内，大力发展教育事业，实施科教兴国战略和人才强国战略 |
| 《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》 | 努力建设社会主义文化强国，并提出了到2020年的文化改革发展奋斗目标。其中，文件中首次明确提出“加快发展文化产业，推动文化产业成为国民经济支柱性产业” |
| 《文化产业振兴规划》 | 着力培育一批有竞争力、拥有自主知识产权、产品质量水平高的骨干文化企业 |
| 《轻工业调整和振兴规划》 | 主要任务包括促进国内消费，增加多样化供给，提高文化用品等产业集中度等 |
| 《制笔行业“十二五”规划》 | 积极开发生物降解材料笔和纸杆、纸套等低碳笔类产品，重点发展圆珠笔类产品和记号笔类产品 |
| 《关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》 | 大力发展社区、农村连锁零售网点，鼓励专业店、专卖店、会员店连锁化经营，满足消费者个性化需求。支持大型连锁企业建设自有物流配送中心，并面向社会提供配送服务 |
| 《轻工业发展规划(2016-2020年)》 | 支持文教体育用品、制笔等行业企业从贴牌生产向自主设计、自创品牌发展，支持品牌企业参加国内外大型展览展示活动。 |
| 国家“十三五”规划 | 全面贯彻党的教育方针，坚持教育优先发展，加快完善现代教育体系，全面提高教育质量。 |

《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》

加快发展文化产业，扩大和引导文化消费，提高文化产业发展和质量和效益。发展壮大文化市场主体，发展骨干文化企业。

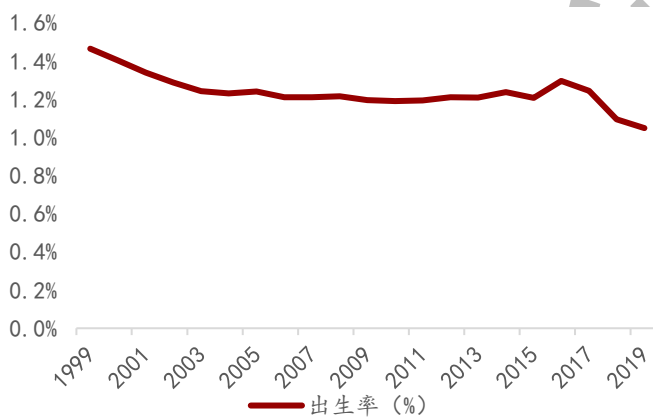
《产业结构调整指导目录（2019年本）》

鼓励用于制笔、钟表等行业的多工位组合机床研发与制造。

资料来源：公司公告，国务院官网，万联证券研究所

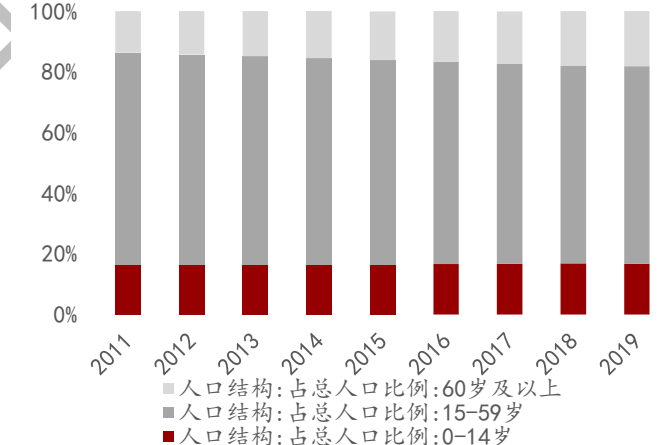
然而随着人口红利的消失、无纸化网络化的教学和办公方式的推进，使得中国文具行业发展速度逐渐减缓。近年来我国出生率呈现下降趋势，1999年出生率为1.46%，到2019年下滑至1.05%，而0-14岁人口数也大体呈现下滑趋势，占比持续下跌，60岁及以上人口数占比则一路攀升，人口结构显现老龄化。随着网络化和无纸化办公教学的推进，叠加人口红利的消失，文具的使用频率下降、使用的客户群体减小，致使中国文具行业增速一路放缓。根据前瞻产业研究院的数据显示，我国文具行业2018年营收达到170亿美元，同比增长4.0%，较2013年14.2%的增速下降了10.2个pct。

图表 17：近年来中国出生率情况



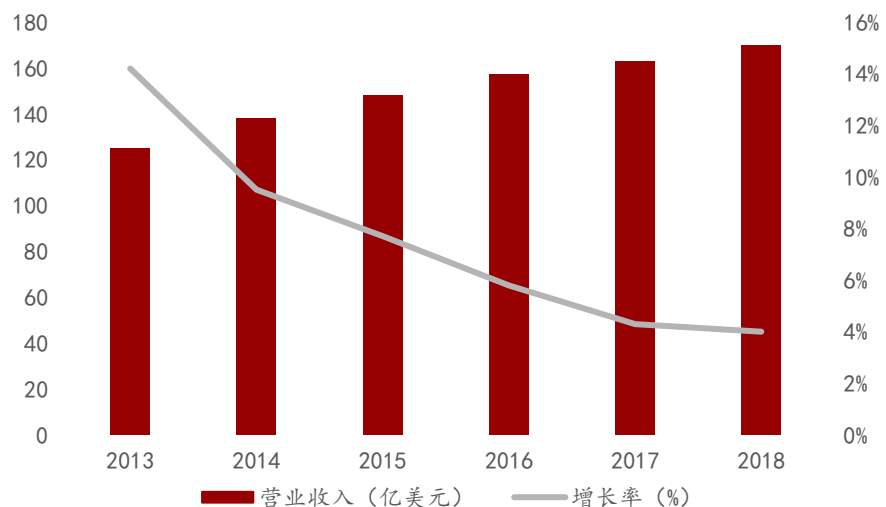
资料来源：Wind、万联证券研究所

图表 18：近年来中国人口结构情况



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表 19：中国文具行业营业收入及同比增速

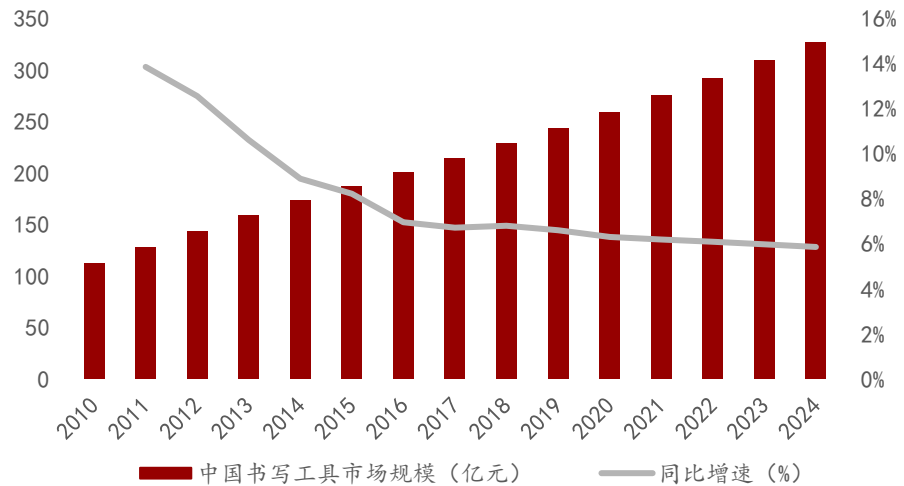


资料来源：IBIS、前瞻产业研究院、万联证券研究所

2.2 细分：书写工具行业较分散，龙头晨光市占率提升空间广阔

中国书写工具行业市场规模庞大。书写工具主要包括圆珠笔、活动铅笔、功能笔和毛笔等，书写工具的消费频次高、单价低，是生产和消费周转非常快的一个细分领域，因而书写文具市场规模庞大。根据Euromonitor的数据显示，2019年中国书写文具市场规模达到243.5亿美元，同比增长6.6%，预计2020-2024年的CAGR为6.0%。

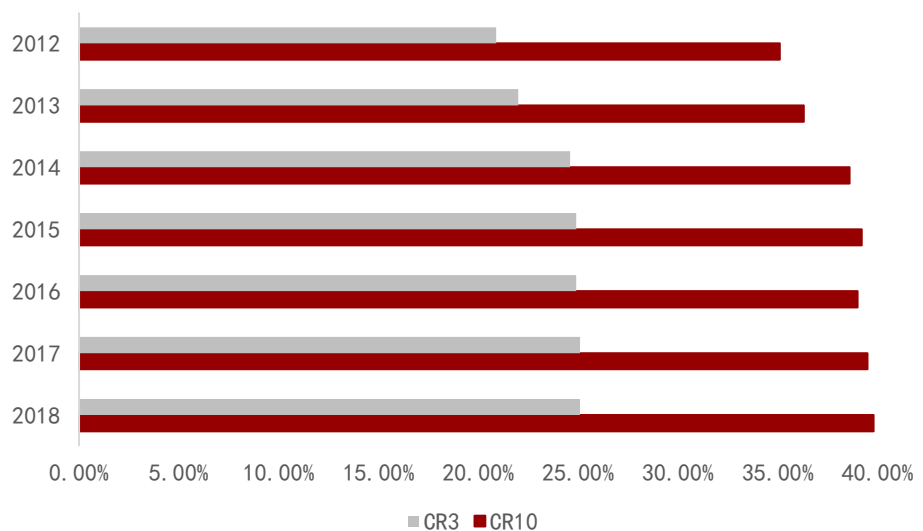
图表20：中国书写工具行业市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

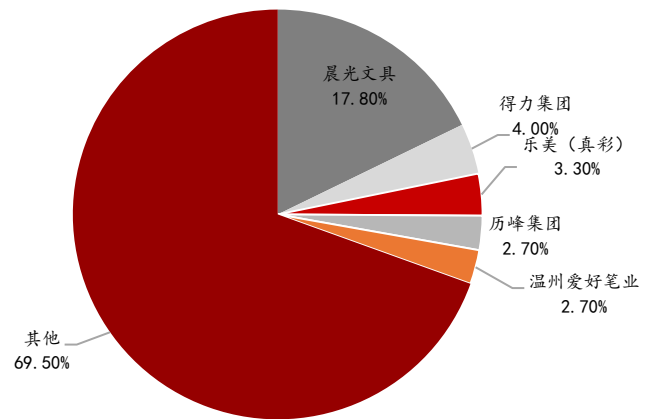
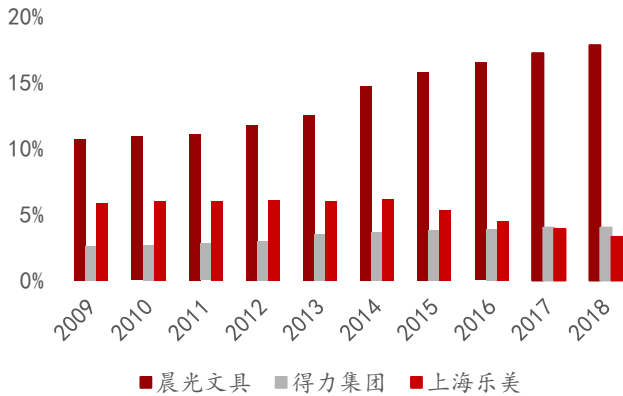
行业集中度较分散但一路提升，晨光、得力、乐美位居前三。根据Euromonitor的数据显示，2009年中国书写工具行业CR3、CR10分别为19.2%、32.5%；2018年CR3、CR10分别为25.1%、39.8%，行业集中度一路提升。从竞争格局来看，2018年，晨光、得力、上海乐美分别以17.8%、4.0%、3.3%的市占率位居前三，晨光文具龙头地位稳固，并且市占率逐年提升，而上海乐美（旗下品牌真彩）的市占率则在近几年来下滑，并于2017年被得力集团超越。

图表21：2012-2018年中国书写工具行业CR3和CR10对比



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表 22: 2009-2018 年中国书写工具市场前三名企业市场份额变化对比(%) 图表 23: 2018 年中国书写工具市场竞争格局

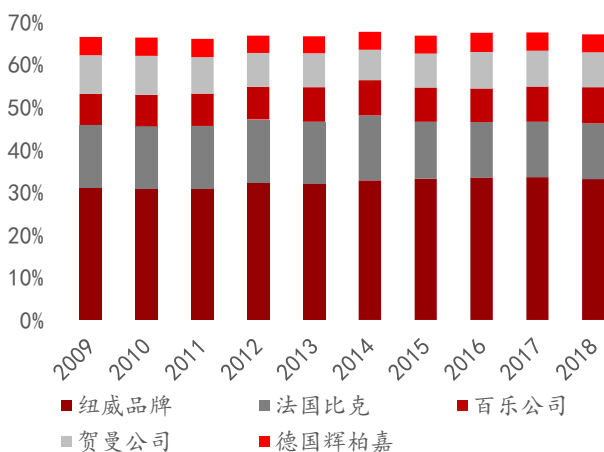


资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

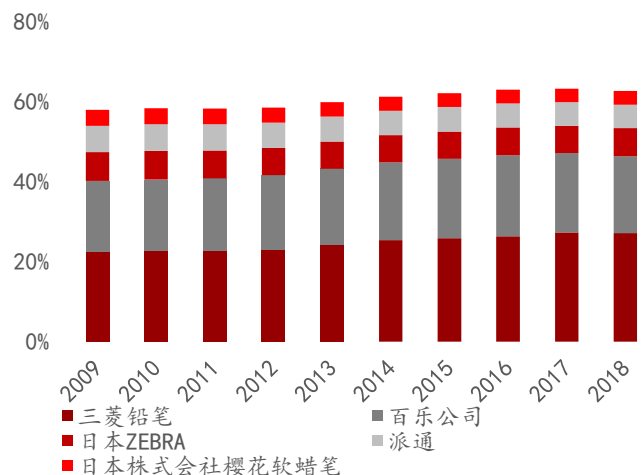
他山之石: 在美国、日本等发达国家的书写工具市场中, 龙头企业市占率高且均在市场集中度提升的过程中得到进一步提高。据Euromonitor的数据显示, 美国书写工具行业中市占率排行前五的公司分别是纽威品牌、法国比克、百乐公司、贺曼公司和德国辉柏嘉, CR5从2009年的66.5%提升到2018年的67.1%。日本书写工具行业中市占率排行前五的公司分别是三菱铅笔、百乐公司、日本ZEBRA、派通、日本株式会社樱花软蜡笔, CR5从2009年的57.8%提升到2018年的62.5%。在两个成熟书写工具市场中, 占据绝对龙头地位的公司分别为纽威品牌和三菱铅笔, 这两家龙头公司的市占率均在行业集中度提升的过程中得到进一步的提高, 纽威品牌的市占率从2009年的31.2%提升到2018年的33.1%, 三菱铅笔的市占率从2009年的22.5%提升到2018年的27.1%。相对于美国、日本等发达国家而言, 中国书写工具市场的集中度还很低(2018年CR5仅30.5%), 且龙头晨光市占率仅为17.8%, 因而中国市场的集中度和龙头的市占率均有很大的提升空间, 随着行业的整合, 我们认为龙头晨光文具将凭借规模、品牌、渠道等优势占据到市场有利位置, 市场份额进一步提高, 强者恒强。

图表 24: 2009-2018 年美国书写工具公司份额变化 (%)



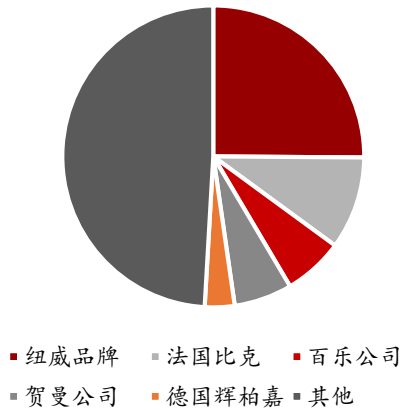
资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表 25: 2009-2018 年日本书写工具公司份额变化 (%)



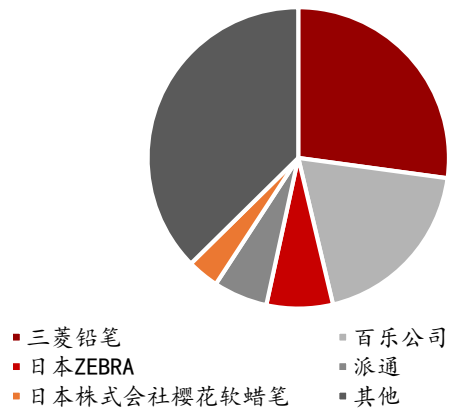
资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表 26: 2018 年美国公司书写工具市场份额情况 (%)



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表 27: 2018 年日本公司书写工具市场份额情况 (%)

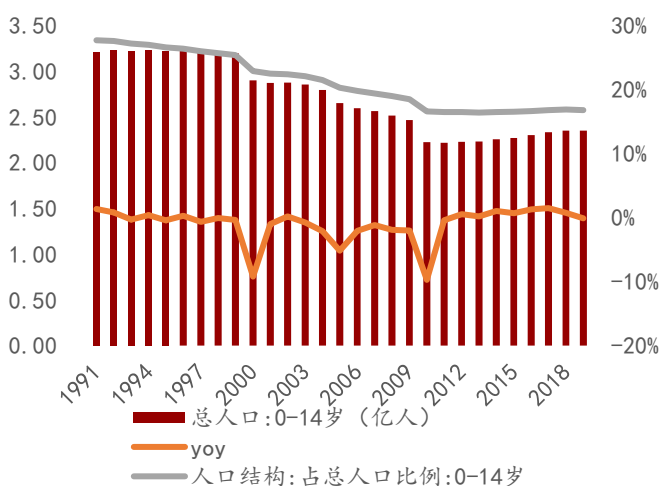


资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

2.3 细分: K12群体规模下降, 趣味时尚有望引燃学生文具市场

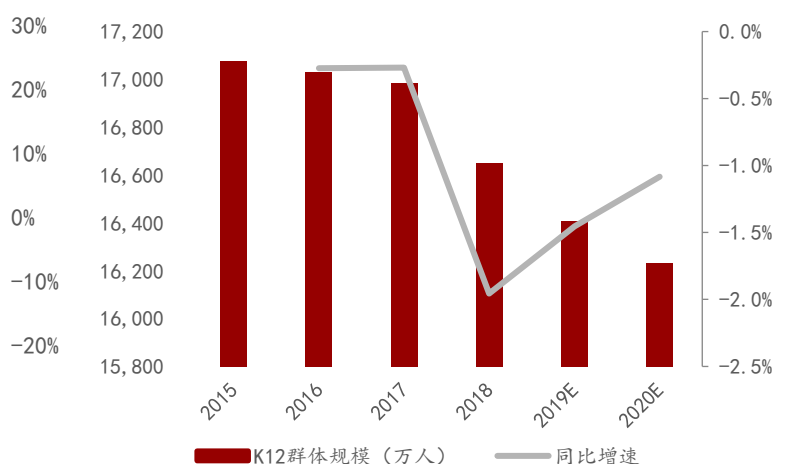
近年来虽然由于人口结构的老龄化、长期的独生子女政策致使K12群体规模下降, 但文具由于具有很强的刚性, 这使得文具市场的消费基础非常扎实。另一方面, 对于学生群体而言, 文具的购买基本具有自主消费决策权和资金来源, 他们的文具购买习惯主要是在课余闲暇前往门店现场挑选, 并且趣味性和时尚型是第一考虑要素, 这就促使文具企业不断研发设计出新颖的、符合学生审美的学生文具款式, 因而市面上有各式各样的学生文具, 品类繁多, 甚至一部动画的风靡都能带动相关设计的文具产品畅销。因此, 尽管人口结构老龄化、人口红利消失, 但依靠创新、趣味时尚设计的学生文具依然有望吸引更多的学生购买, 引燃学生文具市场。

图表 28: 我国 0-14 岁人口数及占比情况



资料来源: 国家统计局、万联证券研究所

图表 29: 2015-2020 年中国 K12 群体规模及同比增速情况及预测



资料来源: 中国产业信息网、万联证券研究所

图表30：晨光文具樱花祈愿笔

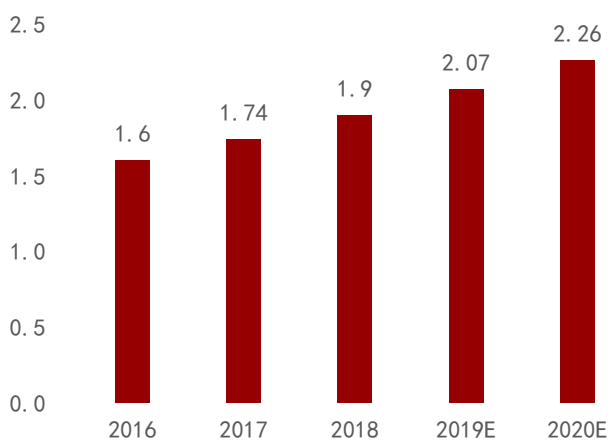


资料来源：万联证券研究所

2.4 细分：大办公文具两万亿市场，阳光采购政策助力B2B办公直销蓬勃发展

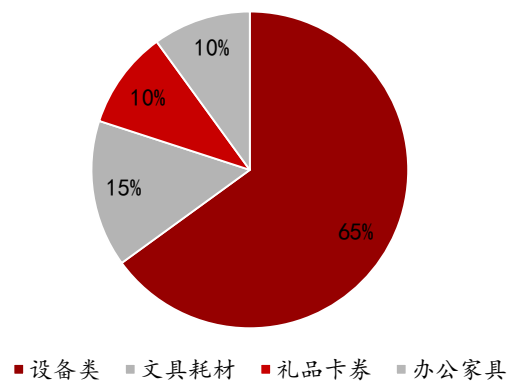
大办公文具市场广阔，各类机构、企业是办公文具主要消费群体。大办公文具可分为设备类、文具耗材、办公家具、礼品卡券四个细分领域。近些年来第三方办公文具平台和“互联网+”模式取得了较好的业绩，与学生文具相比，办公文具对于传统门店的依赖度相对较低，主要客户是政府机构、央企国企以及各类民营企业。根据中国产业信息网的数据显示，2018年我国大办公市场规模达到1.9万亿元，并且预计未来年复合增长率保持9%，2020年规模达2.26万亿元。

图表 31：2016-2020 年大办公文具市场规模情况及预测(万亿元)



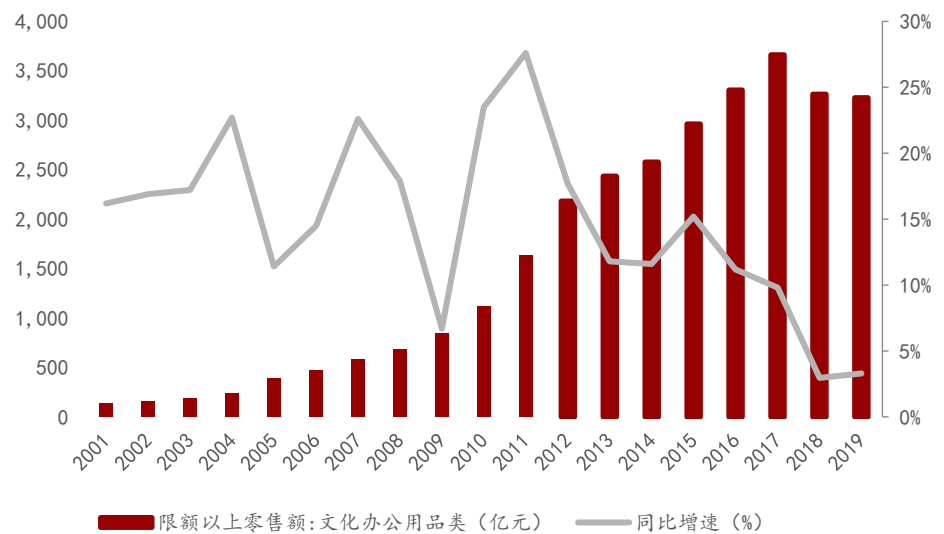
资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

图表 32：2018 年大办公文具下各类细分领域市场规模占比



资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

图表33：限额以上文化办公用品零售额



资料来源：Wind、万联证券研究所

产业上下游：办公文具的上游是供应商和渠道商，供应商分为国际巨头（代表有史泰博、欧迪）和国内品牌办公用品龙头公司（代表有齐心、得力、晨光）。渠道商分为各级经销商、大型线上零售平台（京东、苏宁等）和线下零售商（超市、便利店等）。下游市场广阔，包括政府采购市场和企业采购市场，前者的代表采购商有政府机构，后者则为央企国企、各类民营企业等等。

图表 34：办公文具主要供应商

| 类别 | 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、晨光 |

资料来源：互联网资料整理、万联证券研究所整理

图表 35：办公文具主要渠道商

| 类别 | 代表性供应商 |
|----------------|---------------|
| 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、苏宁和超市、便利店等 |

资料来源：互联网资料整理、万联证券研究所整理

图表 36：办公文具主要采购方

| 类别 | 代表性采购商 |
|--------|---------------|
| 政府采购市场 | 政府机构等 |
| 企业采购市场 | 央企国企以及各类民营企业等 |

资料来源：互联网资料整理、万联证券研究所整理

近年来国家出台一系列公平、阳光采购政策。2015年,《政府采购法实施条例》推出,明确要求推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。同年,国务院办公厅下发《关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》,要求在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系,基本实现公共资源交易全过程电子化。2018年,《深化政府采购制度改革方案》推出,指出要深化政府采购制度改革要坚持问题导向,强化采购人主体责任,建立集中采购机构竞争机制。2019年,国家发改委在《关于深化公告资源交易平台整合共享的指导意见》中提出应当健全平台电子系统,中央管理企业电子招标采购交易系统应当通过国家电子招标投标公共服务系统有序纳入公告资源交易平台,依法接受监督管理。同年,财政部在《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》中提出了全面清理政府采购领域妨碍公平竞争的规定和做法。随着一系列阳光采购政策出台,政府机构、国企、央企涉及的办公直销市场空间逐步释放,并且随着这些企业逐步开始使用电商平台采购模式,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。

图表 37: 我国办公文具产业相关政策

| 时间 | 政策名称 | 政策内容 |
|------------|--|--|
| 2015 年 | 《中华人民共和国政府采购法实施条例》 《关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》 | 《政府采购法实施条例》明确要求推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。同年,国务院办公厅下发《关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》,要求在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系,基本实现公共资源交易全过程电子化。 |
| 2018 年 | 《深化政府采购制度改革方案》 | 当年 11 月,中央深化改革委员会审议通过了,会议指出,深化政府采购制度改革要坚持问题导向,强化采购人主体责任,建立集中采购机构竞争机制,改进政府采购代理和评审机制,健全科学高效的采购交易机制,强化政府采购政策功能措施,健全政府采购监督管理机制,加快形成采购主体职责清晰、交易规则科学高效、监管机制健全、政策功能完备、法律制度完善、技术支撑先进的现代政府采购制度。 |
| 2019 年 5 月 | 《关于深化公告资源交易平台整合共享的指导意见》 | 国家发改委提出应当健全平台电子系统,中央管理企业电子招标采购交易系统应当通过国家电子招标投标公共服务系统有序纳入公告资源交易平台,依法接受监督管理。 |
| 2019 年 7 月 | 《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》 | 财政部提出了全面清理政府采购领域妨碍公平竞争的规定和做法(要求各地区、各部门进行全面清理和纠正,清理结果要及时向社会公开,并于 2019 年 10 月 31 日前报送财政部)、严格执行公平竞争审查制度、加强政府采购执行管理、加快推进电子化政府采购、进一步提升政府采购透明度、完善政府采购质疑投诉和行政裁决机制等六个方面的目标。 |

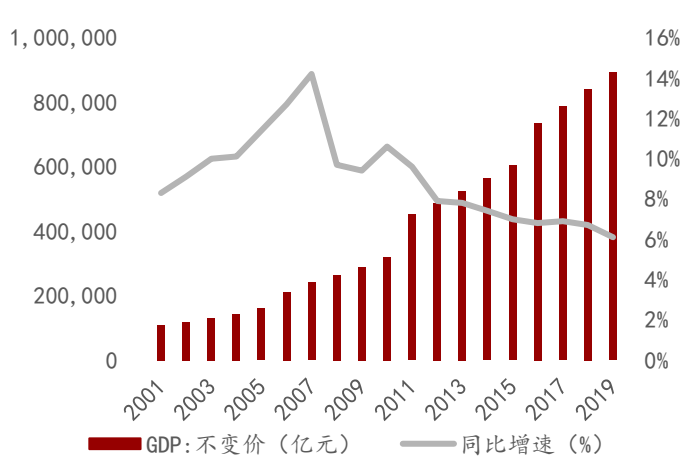
资料来源:国家部委公告、WIND、万联证券研究所整理

2.5 消费升级与产品升级,精品文创迎来春天

近年来在政策、经济、人群结构变化与科技的推动下,中国的消费结构与层次发生了升级。一方面,GDP稳步增长,经济平稳向好,人们收入水平不断提升,这为消费升级提供了经济驱动力。另一方面,在“十二五”规划的拉动下,扩大内需成为了重要战略,根据国家统计局的数据显示,2019年消费对GDP增长贡献率达到57.80%,已经成为拉动经济增长最重要的力量。在中高收入人群占比不断加大、新生代成为消费主

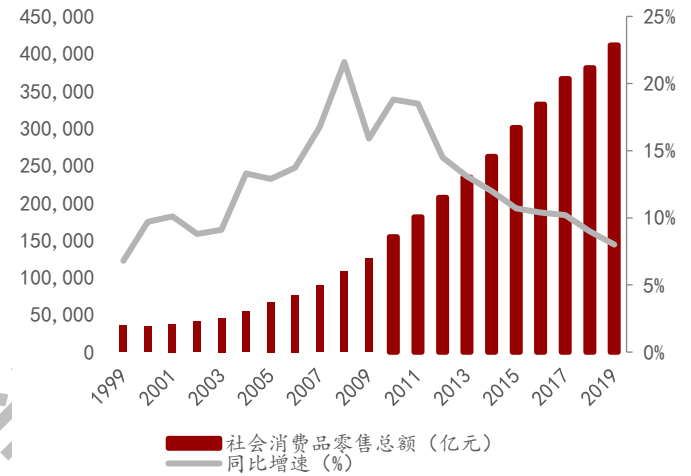
要力量、三四线城市消费崛起以及科技的驱动下，大家越来越重视品牌、消费体验、品质等等因素，并愿意为之付出更多的金钱。

图表 38：中国 GDP 不变价及同比增速



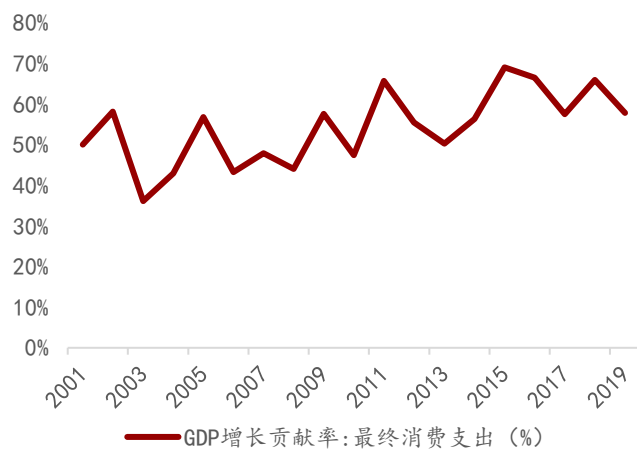
资料来源：国家统计局、Wind、万联证券研究所

图表 39：中国社会消费品零售总额及同比增速



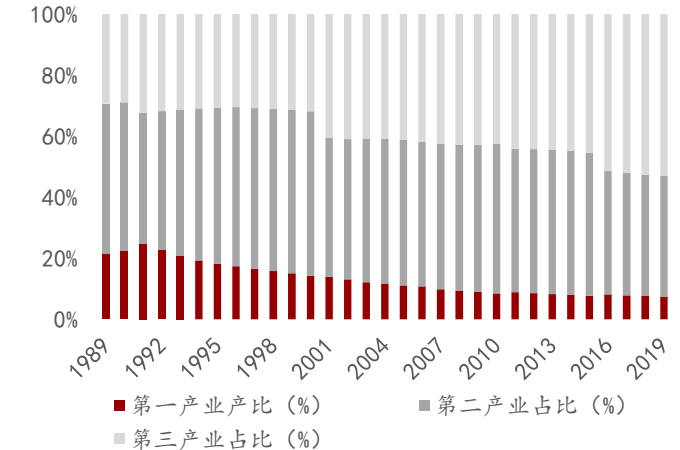
资料来源：国家统计局、Wind、万联证券研究所

图表 40：消费对 GDP 增长贡献率 (%)



资料来源：国家统计局、Wind、万联证券研究所

图表 41：中国三大产业占 GDP (不变价) 比重



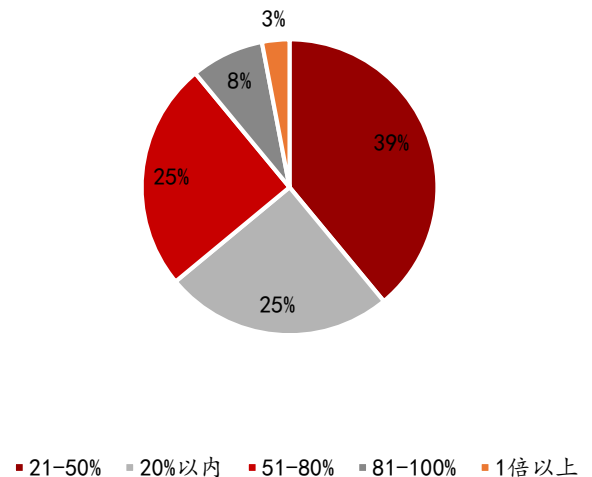
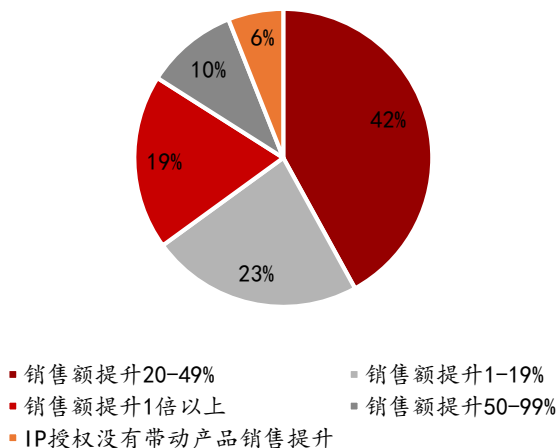
资料来源：国家统计局、Wind、万联证券研究所

受益于消费升级大趋势，精品文创风起。精品文化创意产业实则是一种以创造力为核心的新兴产业，通过跨界合作、文化情怀赋能、场景营造、全方位服务等方面对传统文具行业进行优化提升，并依靠创意、技术、营销等方式开发出来的小而美、小确幸、多品种的行业。受益于近年来我国的消费升级、品牌化、时尚化、个性化的大趋势，精品文创产品越来越受到人们喜爱。根据中国产业信息网的数据显示，2018年中国人均文具消费105元/年，与世界平均水平240元/年相比差距较大。预计随着国家对教育的进一步投入、经济的稳步向前发展、人们消费意识结构的改变，我国文具消费，尤其是精品文创方面的消费空间巨大。目前市场上涌现出了不同业态的精品文创店，比如像西西弗书店、九木杂物社、无印良品等等，无论是外来客还是本土崛起的，它们都有相似或者共同的特征，如高颜值、主题场景、创新个性化等。

精品文创与IP跨界合作赋能品牌与销售。根据中国制笔协会的数据显示,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产品市场庞大,精品文创与IP跨界合作能够很大程度地刺激消费者,并通过结合当下流行的元素提升消费者的感知,让传统的文具品类焕然一新。根据中国产业信息网的数据,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,其中有19%的被授权商表示销售额提升了1倍以上。而消费者在对待有IP的产品时,也普遍愿意付出产品溢价。

图表 42: IP 授权带动产品销售额提升的幅度

图表 43: 消费者接受的 IP 授权产品溢价范围



资料来源: 中国产业信息网、万联证券研究所

资料来源: 中国产业信息网、万联证券研究所

3、公司竞争优势显著，铸造品牌渠道护城河

3.1 品牌优势：国内文具第一品牌，品牌溢价能力逐年增强

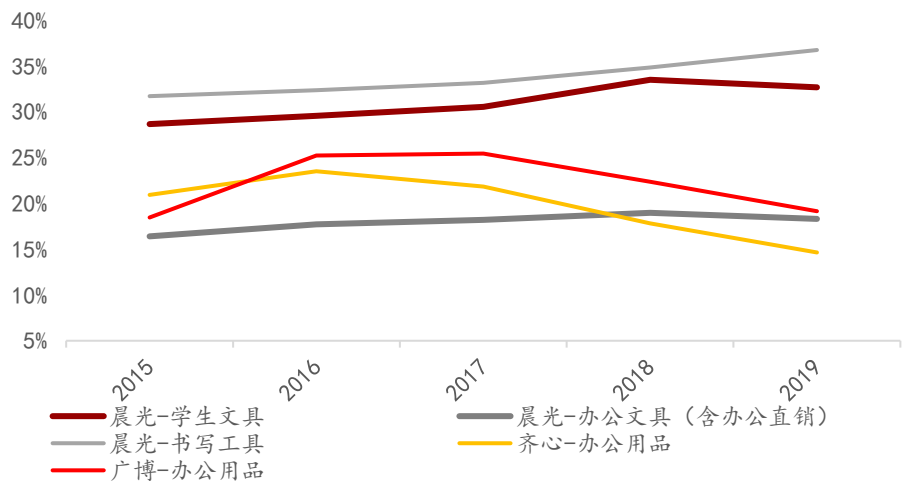
公司多年来获得过中国制笔协会、国家工商总局等颁发的中国制笔名牌、中国驰名商标、中国十大知名品牌等荣誉称号,在市场上拥有较高的品牌知名度和美誉度。根据中国品牌网的数据显示,2020年中国文具十大品牌中,M&G晨光位列中国文具品牌榜首。国内大到一、二线城市,小到县城、乡镇,从学生、办公人士等文具主力消费者到文具普通消费者,公司的产品在人们学习、工作和生活中应用已相当普遍,晨光品牌已经在消费者心中建立了良好的品牌认知,这种认知促成了非常强大的品牌力,为公司带来品牌护城河效应,同时,也增强了公司的产品溢价能力。近年来,公司产品的毛利率逐年提升。2015-2019年,学生文具毛利率从29.58%提升至32.66%,办公文具毛利率从16.40%提升至18.32%,书写工具毛利率从31.71%提升至36.75%,相比之下,竞争对手齐心集团、广博股份的相关产品毛利率则呈现下滑趋势。

图表 44: 2020 年中国文具用品十大品牌

| 排名 | 品牌名 | 商标 |
|----|----------------|----|
| 1 | M&G 晨光 | |
| 2 | 得力 | |
| 3 | 真彩 | |
| 4 | 史泰博 | |
| 5 | 金万年 | |
| 6 | 故事光 FlashStory | |
| 7 | Parker 派克 | |
| 8 | 凌美 | |
| 9 | HERO 英雄 | |

资料来源: 中国十大品牌网、万联证券研究所整理

图表 45: 公司与竞争对手的文具类产品毛利率对比 (%)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

3.2 渠道优势: 高效的分销体系+高覆盖率的终端网络

3.2.1 高效的分销体系管理

目前, 公司已经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。在每一个区域市场, 公司只培育唯一的渠道分销商(合作伙伴), 这个区域所产生的收益都由这个渠道分销商享受。在此基础上, 公司首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式, 结合标准化的全国价格管控体系, 与合

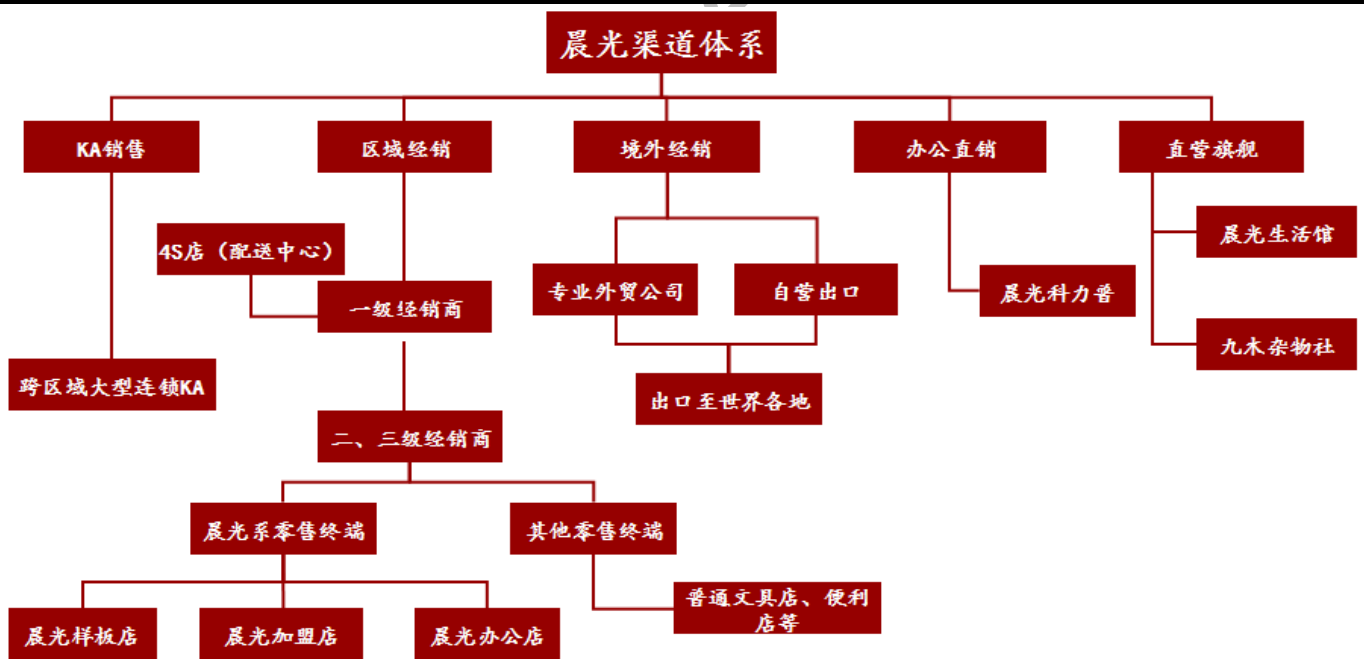
作伙伴共同拓展市场，共同维护市场，共同分享收益。该营销模式的特点体现在：

(1) **产品排他性**：截至2019年末，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。公司在一级（省级）合作伙伴层面已实现了晨光品牌产品“全排他”经营，在二、三级合作伙伴层面，书写工具做到了竞争性产品的排他；

(2) **防止经销商“窜货”**：公司对经销商之间“零窜货”进行严格的管理并且取得了优异价格管理成效以及经销商门店经营的现代化4S管理成果；

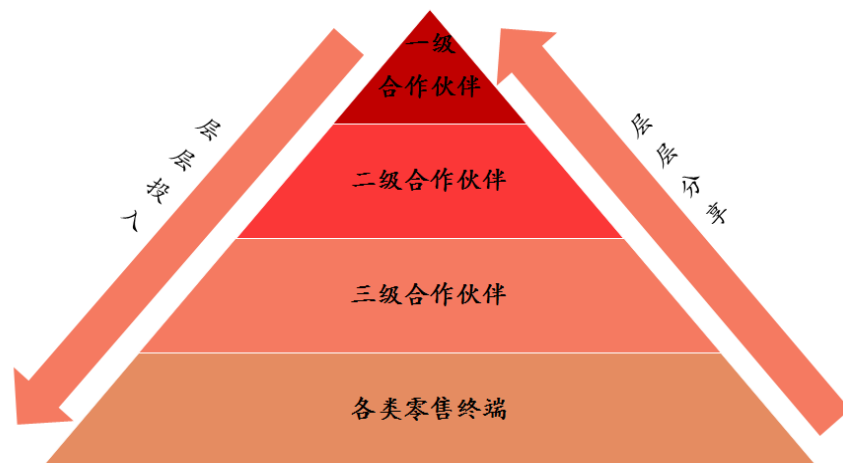
(3) **多维度KPI体系打造高效营销团队**：公司借助于庞大的经销体系以及与合作伙伴紧密的合作关系，通过执行“终端、品牌、网络、品类、团队”多维度KPI体系，打造了一支具有高执行力和高效率的泛晨光文具营销团队。

图表 46：晨光渠道体系



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表47：晨光伙伴金字塔营销模式

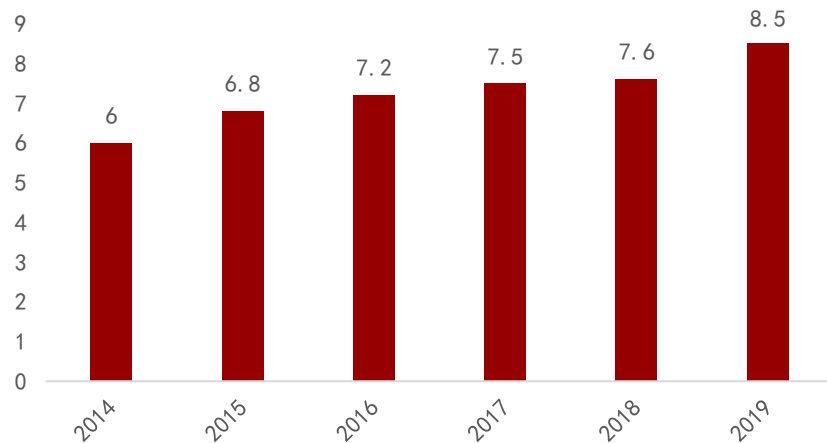


资料来源：公司公告、万联证券研究所

3.2.2 高覆盖率的国内终端网络

“得终端者得天下”是晨光文具的核心营销战略，公司透过“晨光伙伴金字塔”营销模式，与各级合作伙伴共同开发和管理各类零售终端。从普通文具店到样板店，再到特许经营管理模式下的加盟店，公司在给终端业主带来经济利益增加和门店经营能力提升的同时，也给合作伙伴创造稳定共赢的收益，最终为公司的产品销售的快速增长带来强大动力。截至2019年末，公司在全国拥有“晨光系”零售终端超过8.5万家。纵观文具行业，公司的竞争对手主要是真彩、得力、齐心、广博，其中，齐心和广博以办公文具的to B端为主，而在to C端具有一定份额的得力 and 真彩则没有建立像晨光一样庞大而高效的终端管理体系。

图表48：晨光系零售终端数目



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表49：公司零售终端对比

| 项目 | 零售终端 | | | 批发 |
|---------|---|---|--|---|
| | 标准样板店 | 高级样板店 | 加盟店 | 晨光4S店 |
| 平均盈利 | 单店盈利强于普通文具店 | 单店盈利强于标准样板店 | 单店盈利能力最强 | 作为区域配送中心，从事批发业务 |
| 发行人的权利 | 产品排他 | 无强制性晨光产品排他要求 | 部分品类排他要求 | 与晨光特许经营商品相同或类似竞争性产品全排他 |
| | 单店出样标准 | 根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求 | 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（比标准要高） | 销售晨光产品数量在1000款以上 |
| 发行人的责任 | 品牌形象 | 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 |
| | 服务支持/要求 | 培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验，一般不提供货架等硬件支持 | 培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验，通常提供货架等硬件支持 | “六个统一”要求，培训、装修、货柜等服务支持，公司收取加盟管理费 |
| 店铺形象 |  |  |  |  |
| 装修费分担标准 | 公司出具统一装修标准，由公司、经销商和店主共同承担 | 公司出具统一装修标准，由公司、经销商和店主共同承担 | 公司出具统一装修标准，由公司承担1.5万元，多余部分由经销商承担 | 4S店装修费的分担标准，公司和合作伙伴各承担50% |
| 会计处理 | 列入“销售费用—渠道建设费用” | 列入“销售费用—渠道建设费用” | 列入长期待摊费用，按照合同期分摊 | 列入“销售费用—品牌推广费” |

资料来源：公司公告、万联证券研究所

3.3 研发设计优势：公司重视研发投入，斩获多项大奖

3.3.1 研发设计立奇功，产品屡获大奖

独特的产品设计+跨界联名营销。公司的产品设计独特且别具匠心，例如，荣获德国“iF”大奖的“悦写缓冲”中性笔在笔尖端加入了缓冲弹簧结构，有效缓解了长时间的书写造成的疲惫，并且，在笔掉落时，弹簧结构能有效保护笔尖，避免笔尖因掉落而书写不畅的问题。同时弹簧结构能有效防止纸面因笔尖压力过大而被划破的问题。公司不仅在产品的设计制造上别出心裁，在营销上还跨界联名打造独特的新品系列。公司先后与玛丽黛佳推出限量彩妆文具礼盒，之后又推出樱花季礼盒、航海王系列、大英博物馆系列、梵高博物馆系列、小王子系列、国宝熊猫系列、卡斯波和丽莎系列、国粹系列和盛世新颜系列等一系列的文具。一上市就以其独特的风格和造型俘获了消费者的“芳心”，好评如潮。

图表50：“悦写缓冲”中性笔



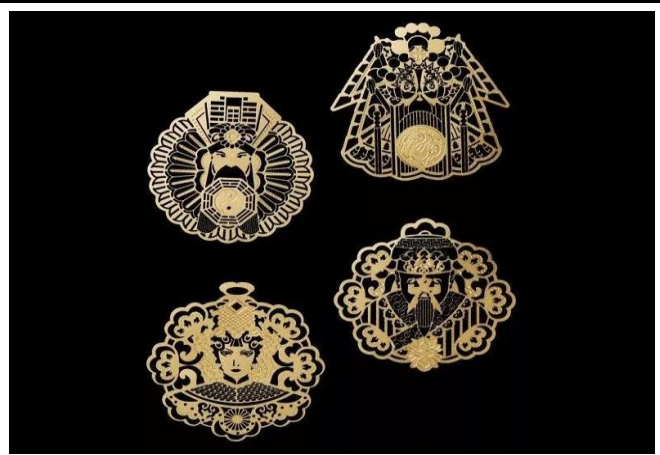
资料来源：中华网，万联证券研究所

图表51：航海王系列



资料来源：国际文仪网，万联证券研究所

图表52：国粹系列推出的黄铜细雕金属书签



资料来源：搜狐网，万联证券研究所

公司凭借独特的产品研发设计，在国内外多次斩获大奖。2019年年初，公司“悦写缓冲”中性笔首次创新性加入“前置缓冲弹簧结构”并凭借此创造性设计首次荣获德国iF设计奖。之后，“悦写缓冲”中性笔从近5000件参赛作品中脱颖而出，作为国产中性笔首例代表斩获日本G-Mark设计奖。不仅如此，晨光文具盛世新颜系列-国粹金属书签凭借潮流与传统相结合的美感、创意的设计、精细的做工从众多参赛作品中脱颖而出，斩获2019年红点产品设计奖。“红点奖”、德国“IF奖”和美国“IDEA奖”并称为世界三大设计奖，被公认为国际性创意和设计的认可标志，也是全球工业设计发展趋势的风向标。公司一举获得其中之一，其产品研发设计实力之强可见一斑。

图表53：公司产品设计获奖一览

| 年份 | 产品、技术及对应奖项 |
|------|---|
| 2015 | 安全胶带获得2015年台湾金点设计奖 正姿护套系列荣获2015年中国设计红星奖 自主开发项目“圆珠笔书写润滑度检测方法和仪器的开发”获得2015年度中国轻工业联合会科学技术进步奖 |
| 2018 | Focus中性笔、柔光护眼本、自储钉订书机获得2018年赛思奖 |
| 2019 | “悦写缓冲”中性笔获得德国iF设计奖和日本G-Mark设计奖 盛世新颜系列-国粹金属书签获得2019年红点产品设计奖 在中国文教办公用品“赛思奖”颁奖仪式中，AGPJ3401“毛刷”中性笔获得学生文具-创新奖、M&G ADG98777防水计算器获得办公产品-设计奖、M&G 晨光ZCPN038X MG Kids系列食品级软头水彩笔获得美术用品-金奖和绿色奖双料大奖。 |

资料来源：雪球，中国网，公司公告，万联证券研究所

除了产品斩获多项大奖外，公司及高管也诸多荣誉加身。公司于2016年荣获“十二五”轻工业科技创新先进集体，并且于2020年荣获2019年度中国产学研合作创新成果奖二等奖。公司检测实验室获得了CNAS认可证书，检测能力迈入世界级水平。同时，公司先后于2010、2013、2019年共三次被评为国家高新技术企业。在2019年中国文教体育用品协会于人民大会堂举行了第八届三次理事会暨30周年庆典，公司总裁陈湖雄先生、技术中心郭亨长经理及生产中心李永超经理，分别荣获“功勋人物奖”、“科技贡献奖”及“匠心奉献奖”。

图表54：晨光文具所获部分荣誉一览

| 年份 | 所获荣誉 |
|------|--|
| 2010 | 获评国家高新技术企业 2009中国品牌行业贡献奖 |
| 2013 | 获评国家高新技术企业 2013年度中国文具十大品牌 |
| 2016 | “十二五”轻工业科技创新先进集体 2016年上海市制造业企业100强，2016年上海民营企业100强，2016上海民营制造业企业50强 |

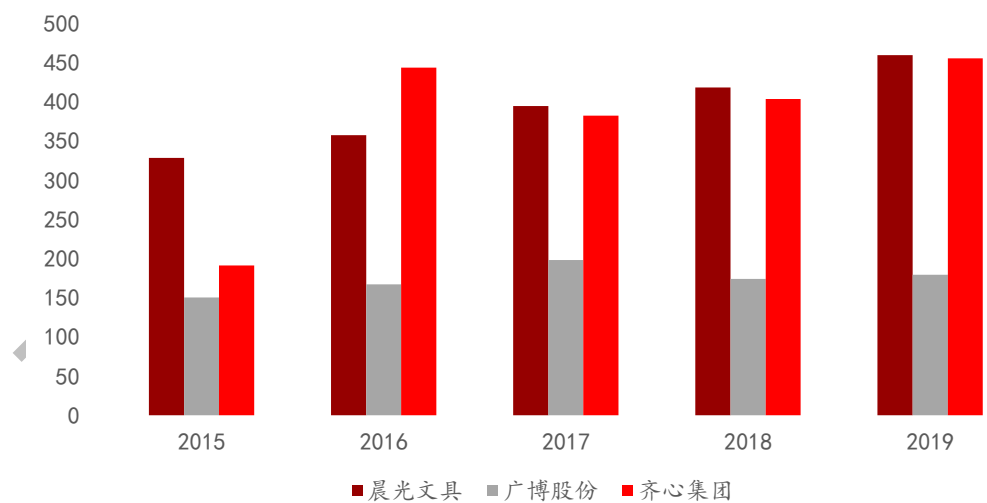
- 2018 2017年度中国中性笔十大品牌
金爱心公益组织奖
中国工业大奖提名奖
- 2019 获评国家高新技术企业
2019年度中国产学研合作创新成果奖二等奖

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.3.2 成功的背后，是对科研的重视

庞大的研发团队规模。公司上市以来，研发人员数量稳步上升，从2014年273人上升到2019年的459人，年复合增长率为10.95%。相比之下，竞争对手广博股份的研发团队规模略显不足。

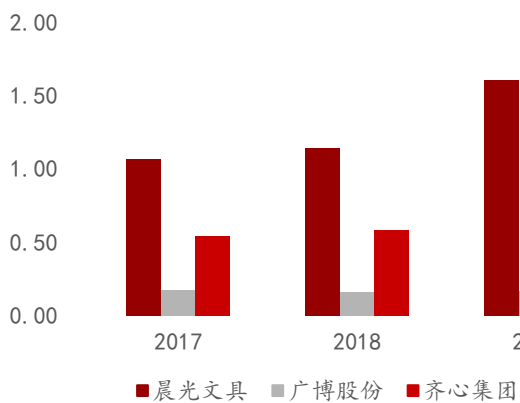
图表55：2015-2019年三家企业研发人数



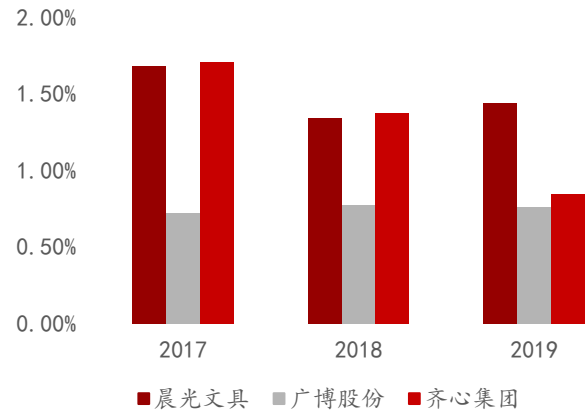
资料来源：公司公告，万联证券研究所

研发费用率在上市的竞争对手中最高。2019年晨光文具研发费用为1.6亿。相比2017年的1.07亿，年复合增长率为22.64%。而2019年齐心集团研发费用仅为0.5亿元，不到晨光文具的三分之一，广博股份2019年研发费用为0.16亿，仅为晨光文具的十分之一。从研发费用率方面来看，近三年来公司研发费用率与竞争对手相比处于较高的水平，2019年公司研发费用率为1.44%，远超广博股份的0.76%和齐心集团的0.84%。投入研发的资金量之大，可见公司对研发的重视程度之高。

图表56: 2017-2019年三家企业研发费用 (亿元)



图表 57: 2017-2019 年三家企业研发费用率



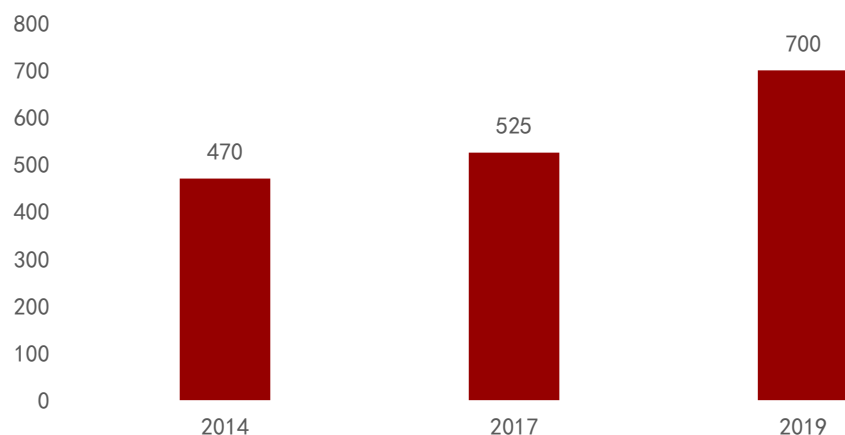
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

拥有世界一流的文具制造基地，汇聚行业领先水平的设计师团队。2018年，公司的产品设计中心被认定为“国家级工业设计中心”，国家十三五重点研发计划项目《制笔新型环保材料》中的第三和第五课题的工作花落晨光文具。公司拥有世界一流的文具制造基地“晨光文具工业园”，中国制笔工业基地、中国制笔中心，以及中国轻工业制笔工程技术重点实验室均落户于此。晨光文具工业园拥有全流程生产车间、行业领先的模具工程和设备研发中心。同时，还拥有一支具有国际视野和行业领先水平的跨国设计师团队。

强大的研发能力、独特的产品设计、庞大的研发团队，加上众多优质研发资源和政府的支持，晨光文具专利数量在激增，技术研发优势凸显。截至2014年9月30日，在18项国家标准中，公司参与起草4项，在77项行业标准中，参与起草10项，共拥有专利470项。2017年，公司专利总数增至525项，2019年增至700余项。在发明专利方面，公司上市时拥有5项，到2017年，发明专利增至11项。截止2015年6月，同业竞争对手真彩文具已授权专利数仅为291项，专利数量远不及公司。公司每年开发新产品超过1000款，在巅峰时期，每年开发新品的数量维持在2000款，尽显其强大的产品研发设计能力。

图表58: 公司专利数量



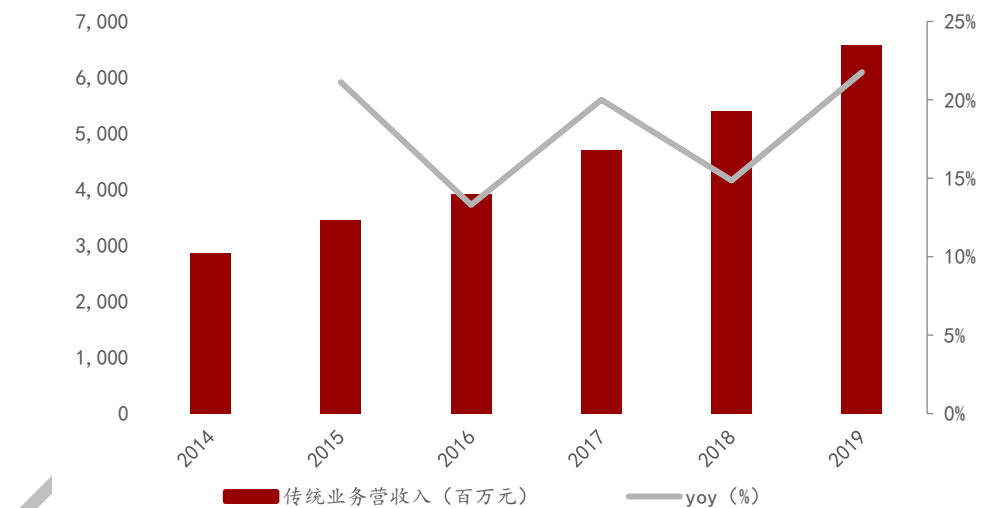
资料来源: 公司公告、雪球、中华网、万联证券研究所

4、公司未来业绩增长点

4.1 深耕渠道，传统业务稳健增长

传统业务近年来稳健增长。公司目前已形成的渠道优势、品牌优势、设计研发优势和供应链优势，未来依靠大众产品、精品文创产品、办公产品、儿童美术产品四条赛道，有望持续保持传统核心业务的较快稳定发展。2019年，公司传统渠道业务实现收入65.85元，同比增长22%，2016-2019年CAGR达到18.84%。

图表59：公司传统业务收入及同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

持续推进强商品战略，聚焦重点品类产品管理。产品开发方面，公司目前已建立了新品开发质量保证流程，精准开发，减量增质，提升单款贡献。产品管理方面，公司聚焦重点品类的产品管理，打造长线产品和优质单品。渠道方面，线上线下协同联动。线下分销渠道协同进行品类推广，提高上柜率，线上渠道进行线上推广，提升大众赛道产品的线上销售份额。

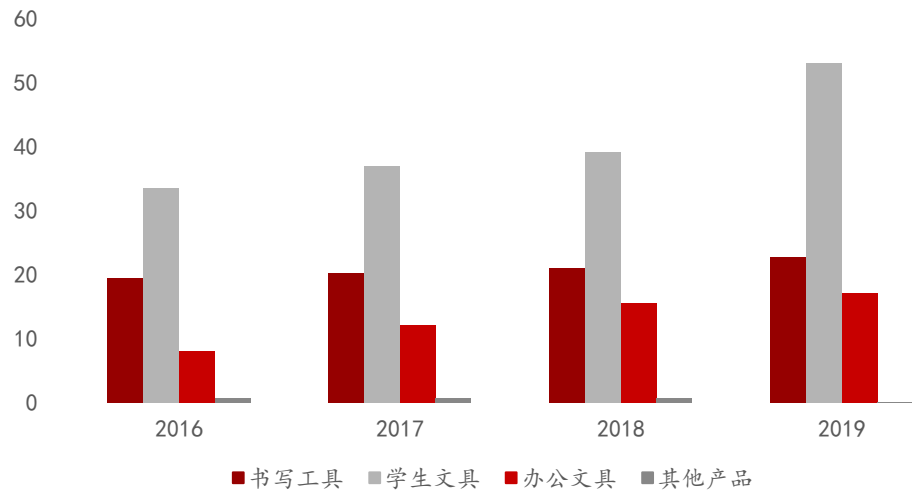
持续优化精品文创产品阵营，研产销协同。公司目前结合终端售卖场景，完善重点精品文创产品品类开发与呈现方案，已形成了强功能精品文创产品阵营。通过管控SKU，不断提升单品贡献；适时捕捉市场机会，研产销协同，优化营销窗口与上市节奏，实现重点品类推广和突破。通过精品文创峰会的联动，推动精品文创品牌升级，强化客户粘性。

加强办公产品的开发和推广，推进晨光办公店的开拓。公司持续推进晨光办公店的开拓和办公完美门店开发，实现核心产品上柜。未来公司将继续聚焦“大客户”、“大品类”、“大平台”重点开发与突破，全面推动国内重点大型办公终端客户的开发；聚焦全品类、多渠道办公线上开发；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。

收购安硕，合作 CARIOCA 发力儿童美术赛道。公司聚焦长线品和次新品的推广。不断优化新品开发，提升单品贡献和品牌力。推动电商快速增长，开发电商新品类及新店。2019年收购了安硕56%的股权，并和意大利的CARIOCA展开了合作，加强了儿美的竞争力。未来公司将继续结合线上线下渠道进行CARIOCA品牌、安硕文教的马克品

牌的产品推广，并且未来还将因为公司与安硕产生协同效应，使得财务成本下降，安硕可享受晨光供应链体系采购的优惠和搭载晨光的分销体系去整合和销售。

图表60：公司主营产品销售量（亿支）



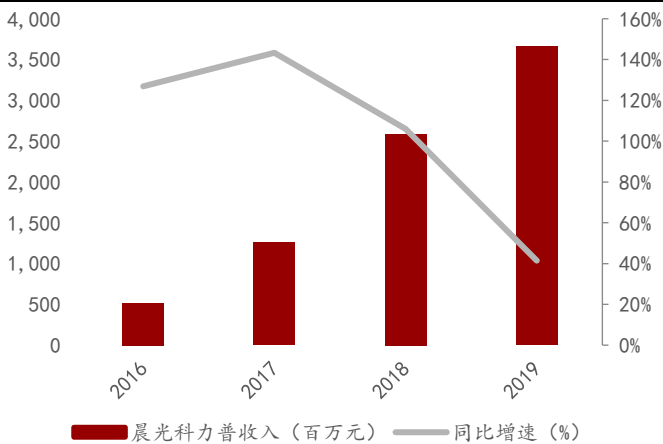
资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.2 办公直销市场空间广阔，晨光科力普成长迅速

晨光科力普创建于2012年，是集团旗下办公用品销售模式的直销平台，主要为政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业提供高性价比办公采购一站式服务，拥有高效物流和自助系统开发能力。

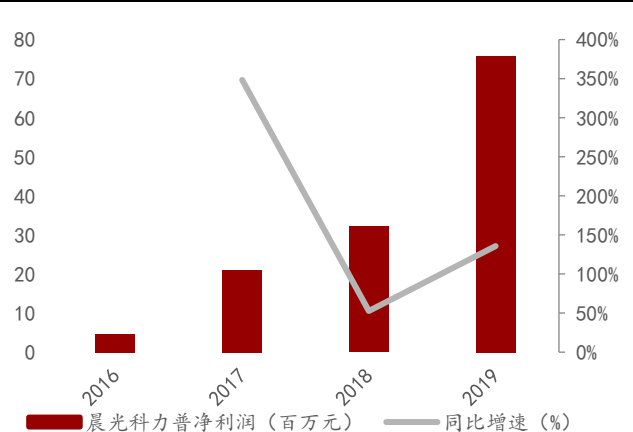
在办公市场空间巨大以及政府采购集中化、阳光化的背景下，晨光科力普凭借高增速有望成为办公直销市场的主要竞争者之一。晨光科力普收入从2016年的5.1亿提升至2019年的36.6亿，在四年的时间里翻了7倍，CAGR为192%，收入占比也从11.06%提升至32.83%；而利润方面更是从2016年的469万跃升到2019年的7580万，CAGR达到了252%。目前，晨光科力普处于快速成长期，未来依托办公市场的广阔赛道以及公司该业务板块逐步提升的市场规模，有望进一步夺得话语权，从而使盈利能力提升，成为公司业绩下一个主要增长点。

图表61：2016-2019晨光科力普营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表62：2016-2019 晨光科力普净利润及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

销售模式方面，晨光科力普按照客户规模大小及客户个性化需求高低将客户分成了5种类型，每种类型都有对应的销售渠道。在占收入比最大的重要客户开发上，科力普在近几年持续取得突破。与此同时科力普还推出省心购业务，以好货低价、低运营成本的模式拓展小微企业市场。

仓储物流方面，科力普通过强化“端到端”订单交付能力，执行订单全流程监控及操作管理，妥投率持续提升。在2019年，科力普还对华东、华北、华南及华中等四仓辐射区域及范围做出优化部署，提升整体配送时效；在上海、北京、广州、深圳等九个城市自建配送队伍，提升客户体验。

客户开发方面，2019年，公司在政府客户方面成功入围山西省政府、辽宁省政府、吉林省政府、重庆市政府电商等项目；央企客户方面成功入围中国移动、中国联通、中国邮政等集团采购项目；金融客户方面入围浦发银行、广发银行等项目；世界500强和其他企业客户方面中标小米、西门子、戴尔，华润置地、广州地铁等采购项目。

图表63：晨光科力普2019年重要客户开发情况

| 客户类型 | 入围 | 中标 |
|---------|-------------------------|---------------------|
| 政府 | 山西省政府、辽宁省政府、吉林省政府、重庆市政府 | |
| 央企 | 中国移动、中国联通、中国邮政集团 | |
| 金融客户 | 浦发银行，广发银行 | |
| 500强及其他 | | 小米、西门子、戴尔，华润置地、广州地铁 |

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.3 迎合消费升级潮流，直营旗舰成渠道升级桥头堡

晨光的零售大店业务分为晨光生活馆和九木杂物社两种商业形态，晨光生活馆是以8-15岁的学生作为主要消费群体，销售的产品以文具品类为主，辅以部分生活和玩娱品类，店铺主要集中在新华书店及复合型精品书店，是对现有传统渠道进行升级的探索。九木杂物社是以15-35岁的年轻女性及其家庭作为目标消费群体，销售的产品主要为文具、文创、益智文娱、实用家居等品类，店铺主要分布在各城市核心商圈的购物中心，是一家文创杂货集合店，是公司基于文创生活的新零售模式的探索。九木杂物社自2018年7月开始启动加盟，加盟模式为加盟商按照合同约定缴纳合同保证金和装修费款项，加盟门店的租金，人员工资，水电费等营运费用由加盟商承担。截至2020Q1，晨光生活馆(不含九木)门店数达到111家，九木杂物社门店数达到272家，其中直营163家，加盟109家。

图表 64: 晨光生活馆



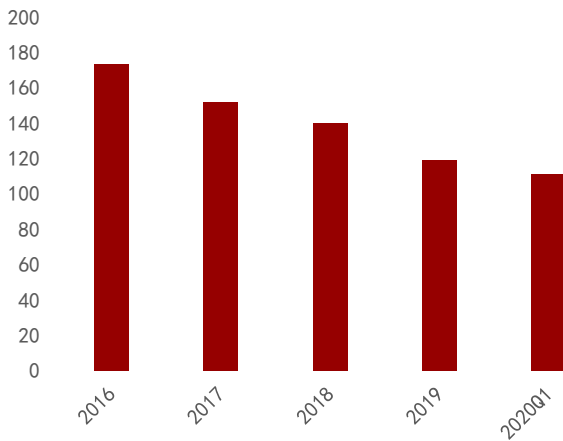
资料来源: 公司官网、万联证券研究所

图表 65: 九木杂物社



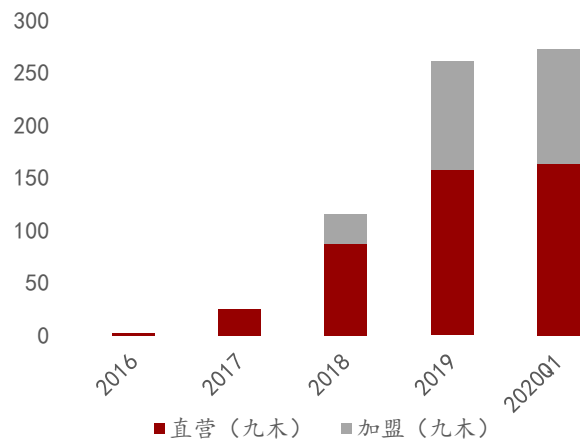
资料来源: 公司官网、万联证券研究所

图表 66: 晨光生活馆 (不含九木) 门店数



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

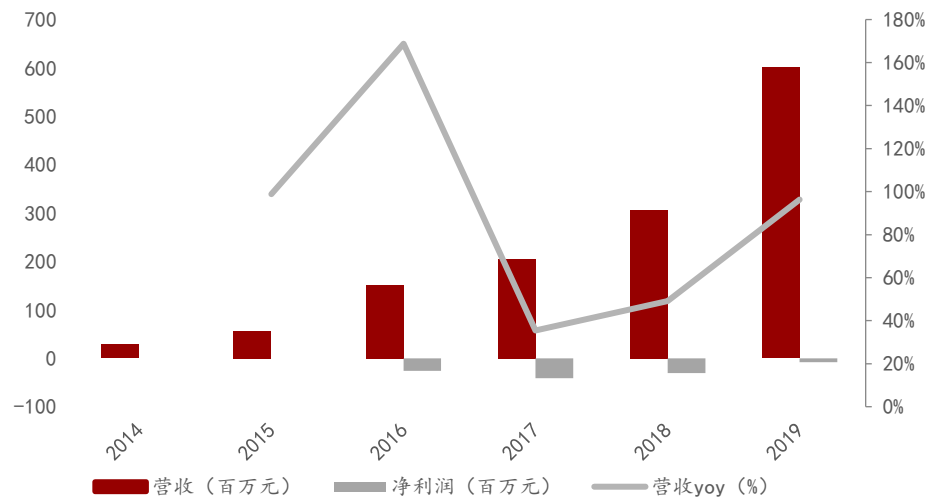
图表 67: 九木杂物社门店数



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

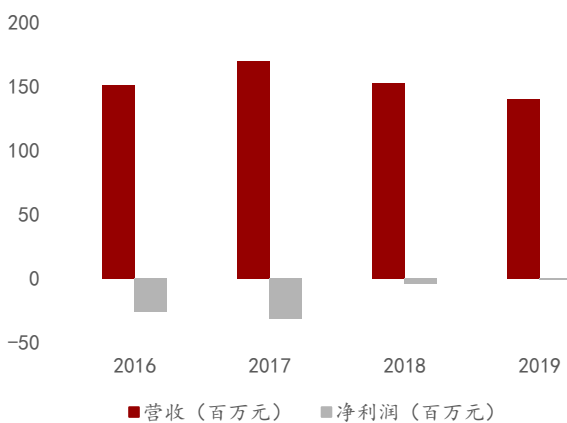
晨光生活馆和九木杂物社模式基本跑通, 未来将助力公司产品升级。随着国内人口结构变化, 出生率下降, 传统核心业务靠销售数量增长对收入的贡献减弱, 收入增长将更多来源于消费升级和产品升级。国内文具消费呈现品牌化、创意化、个性化和高端化的趋势, 精品文创类产品需求进一步凸显, 正在推动从文具到文创生活的升级转型。晨光生活馆和九木杂物社作为公司传统核心业务产品升级和渠道升级的桥头堡, 发挥着提升品牌力及升级产品销售的作用。近年来生活馆和九木杂物社在减亏, 并且在 2019H2, 九木杂物社已经实现盈利, 模式基本成型, 未来有加速复制的可能。

图表68：晨光生活馆（合并）营收、净利及同比增速



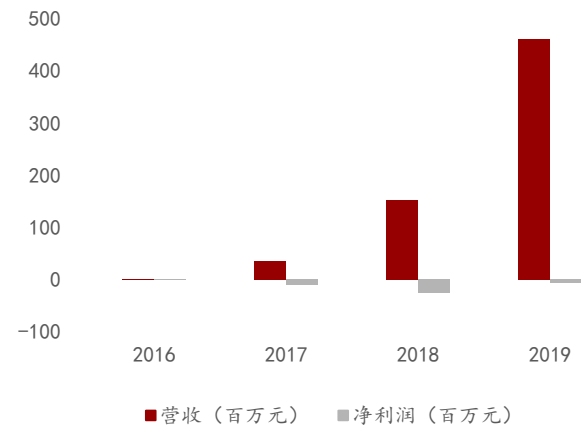
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表69：晨光生活馆（不含九木）营收及净利润



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表70：九木杂物社营收及净利润



资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.4 股权激励落地施行，公司骨干绑定推进稳步发展

为了充分调动公司董事、高级管理人员及核心管理、技术、业务骨干人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合在一起，公司于2020年5月发布了股权激励公告，激励对象共计335人，包括公司董事、高级管理人员及核心管理、技术、业务骨干人员。激励计划拟授予的限制性股票数量为903.87万股，占授予时公司股本总额92,000万股的0.98%。限制性股票的首次及预留授予价格为每股23.70元，即满足授予条件后，激励对象可以每股23.70元的价格购买公司向激励对象增发的公司限制性股票。

图表 71：公司激励对象获授的限制性股票分配情况

| 序号 | 姓名 | 职务 | 授予股数(万股) | 占股权激励计划总量的比例 | 占授予时总股本的比例 |
|------------------------|----|--------|----------|--------------|------------|
| 1 | 付昌 | 董事、副总裁 | 10.92 | 1.21% | 0.01% |
| 2 | 张青 | 财务总监 | 7.17 | 0.79% | 0.01% |
| 3 | 全强 | 董事会秘书 | 7.17 | 0.79% | 0.01% |
| 核心管理、业务、技术骨干人员 (332 人) | | | 718.86 | 79.53% | 0.78% |
| 预留 | | | 159.75 | 17.67% | 0.17% |
| 合计 (335 人) | | | 903.87 | 100.00% | 0.98% |

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

公司层面上：公司层面业绩考核指标为营业收入增长率和净利润增长率。营业收入增长率能反映公司主营业务的经营情况，并间接反映公司在行业内的市场占有率；净利润增长率是衡量公司经营状况和未来盈利能力的重要标志，并能够树立较好的资本市场形象。公司在本次激励计划设定的业绩目标是：以 2019 年营收为基数，2020/2021/2022 年营收增长率不低于 15%/45%/75%，即 2020-2022 年营收增速不低于 15.00%/26.09%/20.69%；以 2019 年净利润为基数，2020/2021/2022 年净利润增长率不低于 10%/34%/66%，及 2020-2022 年净利润增速不低于 10.00%/21.82%/23.88%。

图表 72：公司层面业绩考核要求

| 解除限售期 | 业绩考核目标 |
|----------|---|
| 第一个解除限售期 | 以 2019 年为基数，2020 年营业收入增长率不低于 15%，2020 年净利润增长率不低于 10%； |
| 第二个解除限售期 | 以 2019 年为基数，2021 年营业收入增长率不低于 45%，2021 年净利润增长率不低于 34%； |
| 第三个解除限售期 | 以 2019 年为基数，2022 年营业收入增长率不低于 75%，2022 年净利润增长率不低于 66%。 |

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

个人层面上：在公司业绩目标达成的前提下，公司根据激励对象前一年度绩效考评结果，确定激励对象个人当期解锁份额。个人绩效考核结果分为优秀、合格、不合格三档，对应的考核标准具体如下：

图表 73：个人层面考核要求

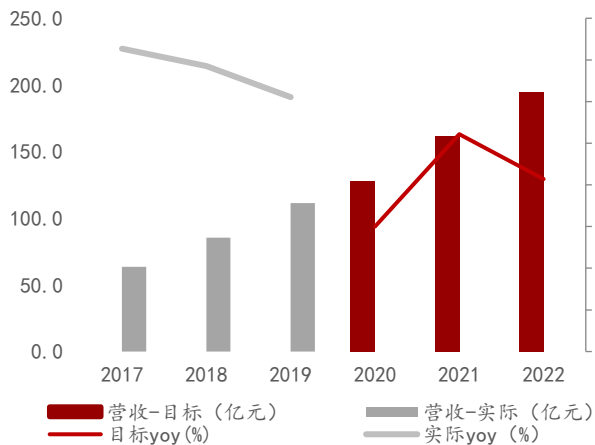
| 项目 | 情况 1 | 情况 2 | 情况 3 |
|--------------|------|----------|----------|
| 个人层面上一年度考核结果 | 优秀 | 合格 | 不合格 |
| 挑战目标 | 完成 | 达到门槛值及以上 | 未达成门槛值要求 |
| 个人层面标准系数 | 1 | [0,1) | 0 |

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

在公司层面业绩目标达成的前提下，激励对象个人当期可以解锁的份额=目标解锁数量×个人层面考核系数。激励对象考核年度内不能解除限售的限制性股票，将由公司按授予回购注销。

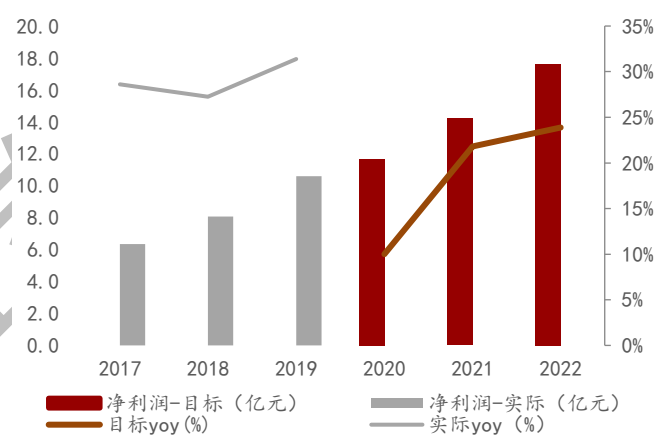
公司 2019 年实际营收 111.41 亿元，同比增长 30.53%，净利润 10.60 亿元，同比增长 31.39%。我们认为，公司股权激励计划能够将股东和核心员工利益有效结合，有助于调动人员积极性和留住优秀人才，为实现经营目标和进一步扩大市场竞争力提供强有力的保障，同时也彰显了管理层对公司未来发展的信心。

图表74：公司历年实际营收与目标营收对比



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表75：公司历年实际净利润与目标净利润对比



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们将公司的业务收入按产品拆分成学生文具、办公文具、书写工具、其他产品和加盟管理费。由于 2020 年上半年受到肺炎疫情影响，大部分企业在 2 月份停工或线上办公、学校长时间改成线上授课，预计公司的业务，尤其是学生文具和书写工具业务将受到一定的冲击。但从长期来看，公司凭借其强大的渠道力和品牌力，市场份额逐年提升，我们依然看好公司未来的发展前景。

- (1) **学生文具**：从目前已公布开学时间的省份来看，大部分省市只有毕业年级开学，而其他年级仍在继续开展线上教学。我们预计，由于 2020 年第一学期教学线下时间缩短，上半年学生文具的需求量将呈现一定幅度的下滑，公司这部分业务也将受到影响。结合 2020Q1 公司学生文具业务收入同比下滑 9%，我们相应调低了 2020 年该业务板块的收入增速，给与该业务 2020-2022 年的收入增速分别为 8%/25%/22%。
- (2) **办公文具(含科力普)**：晨光科力普作为公司近年来的新业务之一，一直维持高速增长。随着科力普规模的扩大，规模效应逐渐显现，供应链的议价能力也将逐步提升。尽管 2020Q1 受疫情影响，但随着 2 月份企业陆续开始复工，后续的办公文具需求将填补了前期的下滑，并且目前来看全国各地的企业复工复产率良好，预计这部分业务全年受到的影响不大。
- (3) **书写工具**：2020 年 Q1 书写工具业务收入同比下降 23.80%，结合疫情对全年

的影响以及公司在传统渠道与线上渠道的发展，我们预估该业务 2020-2022 年的收入增速分别为 5%/20%/16%。

- (4) **其他产品：**尽管 2020 年 Q1 疫情对线下零售打击严重，晨光生活馆（合并）收入同比下降 13.5%，但随着国内疫情的逐步缓和，线下零售回暖，生活馆客流量有望进一步提升，加之公司正加快零售大店的布局，我们认为其他产品的收入有望维持高增长，预计 2020-2022 年的收入增速分别 25%/30%/30%。

图表76：公司分产品收入、毛利率预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入（百万元） | 8,534.99 | 11,141.10 | 13052.40 | 16377.34 | 20097.95 |
| yoy (%) | 34.26% | 30.53% | 17.16% | 25.47% | 22.72% |
| 归母净利润（百万元） | 806.85 | 1060.08 | 1182.93 | 1481.43 | 1894.07 |
| yoy (%) | 27.25% | 31.39% | 11.59% | 25.23% | 27.85% |
| 学生文具： | | | | | |
| 收入（百万元） | 1858.23 | 2645.28 | 2856.90 | 3571.13 | 4356.78 |
| yoy (%) | 13.79% | 42.35% | 8.00% | 25.00% | 22.00% |
| 占比 (%) | 21.77% | 23.74% | 21.89% | 21.81% | 21.68% |
| 毛利率 (%) | 33.50% | 32.66% | 31.50% | 32.50% | 33.50% |
| 办公文具： | | | | | |
| 收入（含科力普）（百万元） | 4613.42 | 6005.00 | 7520.02 | 9558.24 | 11905.26 |
| yoy (%) | 62.82% | 30.16% | 25.23% | 27.10% | 24.55% |
| 占比 (%) | 54.05% | 53.90% | 57.61% | 58.36% | 59.24% |
| 毛利率 (%) | 18.97% | 18.32% | 18.45% | 19.18% | 19.72% |
| -办公直销收入（科力普）（百万元） | 2586.05 | 3658.06 | 4938.38 | 6666.81 | 8666.86 |
| yoy (%) | 106.03% | 41.45% | 35.00% | 35.00% | 30.00% |
| -办公直销毛利率 (%) | 13.71% | 13.09% | 14.50% | 16.00% | 17.00% |
| -办公文具收入（不含办公直销）（百万元） | 2027.37 | 2346.94 | 2581.63 | 2891.43 | 3238.40 |
| yoy (%) | 28.45% | 15.76% | 10.00% | 12.00% | 12.00% |
| -办公文具毛利率（不含办公直销） | 25.68% | 26.46% | 26.00% | 26.50% | 27.00% |
| 书写工具： | | | | | |
| 收入（百万元） | 1946.02 | 2186.59 | 2295.92 | 2755.10 | 3195.92 |
| yoy (%) | 8.82% | 12.36% | 5.00% | 20.00% | 16.00% |
| 占比 (%) | 22.80% | 19.63% | 17.59% | 16.82% | 15.90% |
| 毛利率 (%) | 34.83% | 36.75% | 38.00% | 39.00% | 40.00% |
| 其他产品： | | | | | |
| 收入（百万元） | 113.54 | 298.49 | 373.11 | 485.05 | 630.56 |
| yoy (%) | 19.55% | 162.89% | 25.00% | 30.00% | 30.00% |
| 占比 (%) | 1.33% | 2.68% | 2.86% | 2.96% | 3.14% |
| 毛利率 (%) | 22.35% | 46.43% | 46.00% | 47.00% | 48.00% |
| 加盟管理费： | | | | | |
| 收入（百万元） | 2.71 | 4.56 | 5.02 | 6.02 | 7.22 |

| | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| yoy (%) | -12.01% | 68.27% | 10.00% | 20.00% | 20.00% |
| 占比 (%) | 0.032% | 0.041% | 0.038% | 0.037% | 0.036% |
| 毛利率 (%) | 100% | 100% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 毛利率 (%) | 25.83% | 26.13% | 25.56% | 26.27% | 26.85% |
| 销售费用率 (%) | 9.25% | 8.80% | 9.30% | 9.20% | 9.20% |
| 管理费用率 (%) | 4.45% | 4.21% | 4.60% | 4.50% | 4.50% |
| 财务费用率 (%) | -0.09% | -0.08% | -0.06% | -0.04% | 0.00% |
| 研发费用率 (%) | 1.34% | 1.44% | 1.80% | 1.85% | 1.95% |
| 归母净利率 (%) | 9.45% | 9.52% | 9.06% | 9.05% | 9.42% |

资料来源：公司公告、万联证券研究所

5.2 投资建议

公司深耕文具行业，在品牌、渠道、研发设计等方面有明显的优势。在实现传统核心业务快速稳定增长的同时，公司的新业务晨光科力普、晨光科技、晨光生活馆亦在2019年取得了出色成绩。尽管因为疫情影响，2020年Q1公司业绩出现了一定程度下滑，但随着复工复产、学校陆续开学，预计这些延迟出现的文具需求量将会为公司后续的业绩带来一定的弥补。我们预计，公司2020-2022年的营收为130.52/163.77/200.98亿元，对应增速分别为17.16%/25.47%/22.72%；2020-2022年的归母净利润为11.83/14.81/18.94亿元，对应增速分别为11.59%/25.23%/27.85%；EPS为1.29/1.61/2.06，对应PE分别为41.32/32.99/25.81，给与“增持”评级。

图表 77：公司盈利预测和估值

| 项目 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 11,141.10 | 13052.40 | 16377.34 | 20097.95 |
| yoy | 30.53% | 17.16% | 25.47% | 22.72% |
| 归母净利润 (百万元) | 1060.08 | 1182.93 | 1481.43 | 1894.07 |
| yoy | 31.39% | 11.59% | 25.23% | 27.85% |
| 毛利率 (%) | 26.13% | 25.56% | 26.27% | 26.85% |
| (归母)净利率 (%) | 9.52% | 9.06% | 9.05% | 9.42% |
| ROE (%) | 25.2% | 23.7% | 24.7% | 26.1% |
| EPS (元) | 1.15 | 1.29 | 1.61 | 2.06 |
| P/E (倍) | 46.11 | 41.32 | 32.99 | 25.81 |
| P/B (倍) | 11.63 | 9.78 | 8.16 | 6.75 |

资料来源：Wind、万联证券研究所

图表 78：可比公司估值表

| | | | EPS | | |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|
| 证券代码 | 证券简称 | 股价 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 603899 | 晨光文具 | 53.13 | 1.29 | 1.61 | 2.06 |
| 002301 | 齐心集团 | 14.77 | 0.44 | 0.60 | 0.78 |
| 002103 | 广博股份 | 4.73 | - | - | - |
| | | | PE | | |
| 证券代码 | 证券简称 | 股价 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 603899 | 晨光文具 | 53.13 | 40.35 | 32.61 | 26.38 |
| 002301 | 齐心集团 | 14.77 | 33.24 | 24.69 | 18.90 |
| 002103 | 广博股份 | 4.73 | - | - | - |

资料来源：Wind、万联证券研究所

注：数据截止 2020 年 5 月 19 日，晨光的 EPS、PE 为我们团队预测，齐心、广博取自 wind 一致预测

6、风险因素

疫情复燃风险、新业务拓展不达预期风险、线上竞争加剧风险。

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | |
| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 5,264 | 6,663 | 8,445 | 10,673 | 营业收入 | 11,141 | 13,052 | 16,377 | 20,098 |
| 货币资金 | 1,936 | 2,743 | 3,822 | 5,240 | 营业成本 | 8,230 | 9,716 | 12,075 | 14,702 |
| 应收票据及应收账款 | 1,026 | 1,180 | 1,436 | 1,707 | 营业税金及附加 | 42 | 39 | 62 | 76 |
| 其他应收款 | 118 | 125 | 148 | 165 | 销售费用 | 980 | 1,214 | 1,507 | 1,849 |
| 预付账款 | 85 | 107 | 157 | 221 | 管理费用 | 469 | 600 | 737 | 904 |
| 存货 | 1,378 | 1,730 | 2,051 | 2,457 | 研发费用 | 160 | 235 | 303 | 392 |
| 其他流动资产 | 721 | 778 | 831 | 884 | 财务费用 | -8 | -8 | -6 | 0 |
| 非流动资产 | 2,302 | 2,490 | 2,679 | 2,857 | 资产减值损失 | -18 | -18 | -12 | -15 |
| 长期股权投资 | 36 | 41 | 51 | 61 | 公允价值变动收益 | 5 | 7 | 8 | 9 |
| 固定资产 | 1,164 | 1,393 | 1,618 | 1,836 | 投资净收益 | 24 | 26 | 41 | 60 |
| 在建工程 | 260 | 230 | 190 | 140 | 资产处置收益 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 331 | 316 | 309 | 301 | 营业利润 | 1,283 | 1,423 | 1,803 | 2,324 |
| 其他长期资产 | 511 | 510 | 511 | 518 | 营业外收入 | 29 | 40 | 40 | 40 |
| 资产总计 | 7,565 | 9,153 | 11,124 | 13,530 | 营业外支出 | 19 | 25 | 25 | 25 |
| 流动负债 | 2,995 | 3,779 | 4,739 | 5,863 | 利润总额 | 1,294 | 1,438 | 1,818 | 2,339 |
| 短期借款 | 183 | 239 | 250 | 250 | 所得税 | 218 | 249 | 318 | 416 |
| 应付票据及应付账款 | 1,861 | 2,396 | 3,044 | 3,827 | 净利润 | 1,076 | 1,189 | 1,500 | 1,923 |
| 预收账款 | 207 | 261 | 344 | 442 | 少数股东损益 | 16 | 6 | 19 | 29 |
| 其他流动负债 | 744 | 883 | 1,101 | 1,344 | 归属母公司净利润 | 1,060 | 1,183 | 1,481 | 1,894 |
| 非流动负债 | 109 | 109 | 109 | 109 | EBITDA | 1,508 | 1,508 | 2,006 | 2,487 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.15 | 1.29 | 1.61 | 2.06 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 109 | 109 | 109 | 109 | 主要财务比率 | | | | |
| 负债合计 | 3,104 | 3,888 | 4,848 | 5,972 | 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 股本 | 920 | 920 | 920 | 920 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 272 | 272 | 272 | 272 | 营业收入 | 30.5% | 17.2% | 25.5% | 22.7% |
| 留存收益 | 3,009 | 3,807 | 4,800 | 6,052 | 营业利润 | 37.3% | 10.9% | 26.8% | 28.9% |
| 归属母公司股东权益 | 4,202 | 4,999 | 5,992 | 7,245 | 归属于母公司净利润 | 31.4% | 11.6% | 25.2% | 27.9% |
| 少数股东权益 | 259 | 265 | 284 | 313 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 7,565 | 9,153 | 11,124 | 13,530 | 毛利率 | 26.1% | 25.6% | 26.3% | 26.8% |
| | | | | | 净利率 | 9.7% | 9.1% | 9.2% | 9.6% |
| | | | | | ROE | 25.2% | 23.7% | 24.7% | 26.1% |
| | | | | | ROIC | 22.6% | 18.8% | 21.4% | 22.9% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 41.0% | 42.5% | 43.6% | 44.1% |
| | | | | | 净负债比率 | -39.3% | -47.6% | -56.9% | -66.0% |
| | | | | | 流动比率 | 1.76 | 1.76 | 1.78 | 1.82 |
| | | | | | 速动比率 | 1.27 | 1.28 | 1.32 | 1.36 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.47 | 1.43 | 1.47 | 1.49 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 10.86 | 11.06 | 11.41 | 11.77 |
| | | | | | 存货周转率 | 5.97 | 5.62 | 5.89 | 5.98 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.15 | 1.29 | 1.61 | 2.06 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 1.18 | 1.74 | 2.23 | 2.75 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.57 | 5.43 | 6.51 | 7.87 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 46.11 | 41.32 | 32.99 | 25.81 |
| | | | | | P/B | 11.63 | 9.78 | 8.16 | 6.75 |
| | | | | | EV/EBITDA | 28.57 | 30.18 | 22.16 | 17.30 |

资料来源: Wind、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场