守正出新，国民文具第一品牌向文创巨头稳步前进

——首次覆盖报告

公司深度

● **深耕文具行业三十载，成就国民文具第一品牌**

公司是文具行业龙头，在书写工具领域市占率将近 20%，远超行业第二名。主营业务为传统核心业务（书写工具、学生文具、办公文具）与新兴业务（科力普、生活馆、九木杂物社）。2019 年营业收入 111.41 亿元，同比增长 30.53%；归母净利润 10.6 亿元，同比增长 31.39%，增速显著优于行业平均，总体规模与成本优势、对上游议价能力超越同行。截至 2020Q3，书写工具、学生文具与办公文具（含直销）占比分别为 18.69%、20.14%、44.54%，新兴业务中，零售大店处于扩张阶段，其中九木杂物社商业模式基本成熟，未来收入与盈利将持续贡献增量。

● **文具行业：消费升级驱动成长，“文创”+“办公直销”打开成长空间**

据 IBIS 数据，2013 年-2019 年，文具行业规模从 125 亿美元增长至 182 亿美元，年均复合增速 7.8%。未来在人口结构变化、教育支出增加及办公采购阳光化下，精品文创与办公直销迎来重要发展机遇。具体来看：①我国体验型消费比重达 49.4%，消费者愿意为高附加值支付溢价，产品与渠道需同步升级满足 C 端消费体验。文具与文创结合利于单价提升，从而带动毛利率进一步增加。②采购政策红利下，办公 B 端市场处于高速增长期，行业集中度偏低，龙头企业正加速卡位。

● **传统业务发展动力：研发强、品类精、渠道广**

①研发强：2013 年-2019 年，公司研发支出与研发人数 CAGR 分别为 13.46%、10.79%，均保持高速增长。**②品类精：**产品高周转，每年推出新品 2000 余款，在传统文具基础上升级改版，解决消费者痛点并打造爆款产品，提升销量与单价。**③渠道广：**覆盖全国门店 8.5 万家，实现全国学校 80%的覆盖率。渠道管理高效提升经营能力，普通文具店年平均闭店比例 12.5%，公司样板店闭店率仅 5.31%，加盟店闭店率小于 5%。

● **新业务增长潜力：办公直销大有可为，新零售供需增量**

办公直销：科力普营收 CAGR 高达 80%，收入占比 33%。大型客户合作广泛，“省心购”提升小 B 企业获客率；六大仓储中心+智慧物流系统，提升客户黏性。**零售大店：**生活馆+九木杂物社实现产品与渠道全面升级，单店提货额与坪效加速改善。

● **盈利预测、估值与评级**

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.31 元、1.65 元、2.02 元，对应 2020-2022 年 PE 为 55.8X、44.5X、36.3X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：1）市场竞争加剧；2）零售大店业务拓展不及预期；3）科力普客户开拓不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,535	11,141	12,757	16,009	19,612
增长率(%)	34.3	30.5	14.5	25.5	22.5
净利润(百万元)	807	1,060	1,217	1,526	1,870
增长率(%)	27.3	31.4	14.8	25.4	22.6
毛利率(%)	25.8	26.1	25.7	25.8	25.9
净利率(%)	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
ROE(%)	23.1	24.1	22.7	23.3	23.1
EPS(摊薄/元)	0.87	1.14	1.31	1.65	2.02
P/E	84.2	64.0	55.8	44.5	36.3
P/B	19.9	16.2	13.4	10.8	8.7

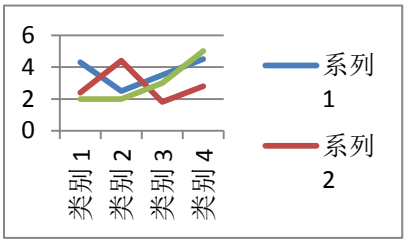
资料来源：Wind、新时代证券研究所（截止至 2021 年 3 月 4 日收盘价）

推荐（首次评级）

赵汐雯（分析师）
zhaoxiwen@xsdzq.cn
证书编号：S0280520020001

市场数据	时间 2021.03.05
收盘价(元):	72.93
一年最低/最高(元):	40.31/100.77
总股本(亿股):	9.27
总市值(亿元):	676.37
流通股本(亿股):	9.2
流通市值(亿元):	670.96
近 3 月换手率:	28.57%

股价一年走势



相关报告

目 录

1、 稳定成长的消费龙头，两大新业务潜力释放.....5
1.1、 发展历程：深耕传统文具，向精品文创与办公直销进军.....5
1.2、 股权结构：实际控制人为陈氏三姐弟.....5
1.3、 激励机制：充分调动人才积极性，业绩考核体现发展信心.....6
1.4、 主营业务：传统品类增长稳健，新业务成长空间广阔.....7
2、 文具行业：消费升级驱动成长，市场份额向龙头集中.....12
2.1、 行业增速趋缓，市场集中度提升空间大.....12
2.2、 产业链：原材料供应受进口影响大，下游 BC 端渠道逐步升级.....14
2.3、 行业驱动力：教育投入增加，文具向文创转型满足体验式消费.....16
2.4、 未来趋势：精品文创、办公直销打开新增长空间.....18
2.4.1、 学生文具：文创市场迎来春天，高端化提升溢价与毛利率.....18
2.4.2、 办公文具：乘政策东风，B 端直销市场快速成长.....19
3、 传统业务发展动力：研发强、品类精、渠道广.....21
3.1、 产品：技术研发深厚，跨界 IP 提升附加值.....21
3.2、 渠道：高效分销体系奠定渠道优势，零售多元化提升获客能力.....24
3.3、 品牌：三十年筑造匠心，多维系列深入人心.....26
4、 新业务增长潜力：办公直销大有可为，新零售贡献增量.....26
4.1、 晨光科力普：B 端需求广阔，拓展客户能力持续增强.....26
4.1.1、 “1+N”战略开发 5 大核心客户，省心购助力获客小 B 企业.....26
4.1.2、 智慧物流提升采购体验，定制化服务提高用户粘性.....28
4.2、 零售大店：迎新消费趋势，“产品+渠道” 全面升级.....29
4.2.1、 晨光生活馆：净利润逐步减亏，单店营收持续提升.....29
4.2.2、 九木杂物社：精品文创拓展顺利，盈利能力可期.....30
5、 财务分析.....31
5.1、 盈利能力：成本管控良好，毛利率与净利率稳中有升.....31
5.2、 偿债能力：短期负债率微增，总体负债合理.....32
5.3、 营运能力：应收周转率下降，总体周转率平稳.....33
6、 关键假设与盈利预测.....33
7、 估值水平与评级.....35
8、 风险分析.....35

图表目录

图 1: 成立至今，公司专注打造文具领域技术，逐渐迈向文具到文创的战略转型.....5
图 2: 陈氏三姐弟为实际控制人，股权集中度高.....6
图 3: 公司主营产品概览.....7
图 4: 公司历年营收增速显著高于文具行业增速.....8
图 5: 公司业务主要分为传统业务与三大新业务.....8
图 6: 新业务贡献不断上升，其中晨光科力普收入占比提升至 33.52%.....9
图 7: 收入贡献中，办公文具（含科力普）逐渐上升.....9
图 8: 办公文具（含科力普）占比最大，学生文具次之.....9
图 9: 公司产品以内销为主.....9
图 10: 公司传统核心业务毛利率稳中有提升.....9
图 11: 近年来，科力普营收与净利润均大幅增长.....10
图 12: 晨光科力普为不同场景提供办公方案.....10

图 13: 晨光生活馆门店 11
图 14: 晨光生活馆（含九木杂物社）减亏趋势明显 11
图 15: 九木杂物社门店 11
图 16: 2019 年，九木杂物社营收大翻三倍 11
图 17: 2019 年晨光科技净利润有所下降，主要是渠道铺设投入加大 12
图 18: 办公文具市场份额最大为 61%，其次是书写工具 12
图 19: 近年来，文具行业增速放缓 13
图 20: 我国人口出生率出现明显下降 13
图 21: 中国人均文具消费额逐年上升 13
图 22: 中国年人均书写工具消费显著低于发达国家 13
图 23: 文具企业销售额十亿以上的仅有 4 家 14
图 24: 晨光在文具行业市占率第一为 7.3% 14
图 25: 晨光在书写工具市占率居首位达 17.8% 14
图 26: 中国书写工具行业 CR5 为 30.5% 14
图 27: 文具行业产业链 15
图 28: 2019 年书写工具线下销售占比 86% 16
图 29: 美国 2019 年书写工具线上销售占比 30% 16
图 30: 城镇、农村人均可支配收入平稳上升 16
图 31: 城镇与农村人均文教娱乐支出差距扩大 16
图 32: 在校学生数稳中有升 17
图 33: 国家教育经费逐年上升 17
图 34: 教育经费占 GDP 比重约 5.02% 17
图 35: 老龄化不可逆，消费人群增加的拉动效应有限 18
图 36: 75%的消费者能够接受产品溢价 20%以上 18
图 37: 办公文具市场三大发展阶段 19
图 38: 2018 年大办公行业市场规模达到 1.9 万亿，行业规模 CAGR 为 8.97% 20
图 39: 晨光笔头机 21
图 40: 中国第一支按动式中性笔 K35 21
图 41: 公司研发队伍不断壮大 22
图 42: 公司研发投入平稳增长，2019 年同比增长 40% 22
图 43: 公司 2019 年研发投入 1.6 亿元，远超竞争对手 22
图 44: “悦写缓冲”中性笔获多项国际大奖 22
图 45: 电动胶带切割器获得 2020 年德国 iF 设计奖 22
图 46: 晨光每年推出新品 2000 多款 23
图 47: 公司跨界与国际知名 IP 合作 23
图 48: 公司 2019 年零售终端达到 8.5 万家 24
图 49: 公司建立以区域经销为主，多元化的销售模式 24
图 50: 高效经销体系：“伙伴金字塔”模式 24
图 51: 晨光 2.0 加盟店 25
图 52: 晨光文具杯全国少儿创意绘画活动 26
图 53: 晨光杯全国青少年书法大赛 26
图 54: 2020Q3 科力普营业收入 28.62 亿元 27
图 55: 2019 年科力普净利润同比增速 135.84% 27
图 56: 省心购为中小企业提供 6 大办公场景的产品支持，包括 8 个办公大类 27
图 57: 中小企业的采购痛点 28
图 58: 省心购四大核心优势 28
图 59: 科力普的运输及装卸费增速明显趋缓 28

图 60: 晨光生活馆门店陈设 29
图 61: 晨光生活馆推出盲盒 29
图 62: 生活馆（不含九木）2020Q3 营收 0.71 亿元 29
图 63: 生活馆（不含九木）近三年亏损持续减少 29
图 64: 2020Q3 生活馆单店营收 67.21 万元 30
图 65: 生活馆门店数目不断下降 30
图 66: 九木杂物社选址多在中高端购物中心 30
图 67: 九木杂物社共有直营店 211 家，加盟店 123 家 30
图 68: 2020Q3 九木杂物社单店营收 107.92 万元 31
图 69: 2020Q3 九木杂物社营收 3.6 亿元 31
图 70: 传统核心业务毛利率稳健上升 31
图 71: 净利率自 2018 年开始小幅上升 31
图 72: 费用总体管控良好，管理费用逐年下降 32
图 73: 财务费用管控良好 32
图 74: 净资产收益率稳中有升，回报率较高 32
图 75: ROE 上升在于权益乘数和总资产周转率上升 32
图 76: 流动比率和速动比率有下降趋势 32
图 77: 固定资产周转率和存货周转率明显上升，总资产周转率稳定 33
图 78: 公司历史 PE（TTM）走势 35
图 79: 公司历史 PB 走势 35

表 1: 公司于 2020 年实施股票激励计划，调动人才积极性 6
表 2: 解除限售的公司层面考核要求 7
表 3: 文具类产品构成 12
表 4: 文具行业制造模式 15
表 5: 行业龙头通过收购活动提高市场份额，强化自身优势 15
表 6: 文具行业线下两大销售方式 16
表 7: 文具行业迎来政策红利期 17
表 8: 消费升级下四类消费人群特征分析 18
表 9: 政策支持下，文创发展迎来春天 19
表 10: “互联网+政府采购”加快实施，办公集采行业迎来机遇 20
表 11: 办公集采行业两大类供应商各有优势，有望形成差异化竞争 21
表 12: 公司 2019 年在书写工具和美术文具方面取得新突破 21
表 13: 不同零售终端的特征分析 25
表 14: 针对不同使用场景，公司设立多个细分品牌 26
表 15: 科力普多次中标大型客户 27
表 16: 主营业务拆分与收入预测 34
表 17: 可比公司估值 35

1、 稳定成长的消费龙头，两大新业务潜力释放

1.1、 发展历程：深耕传统文具，向精品文创与办公直销进军

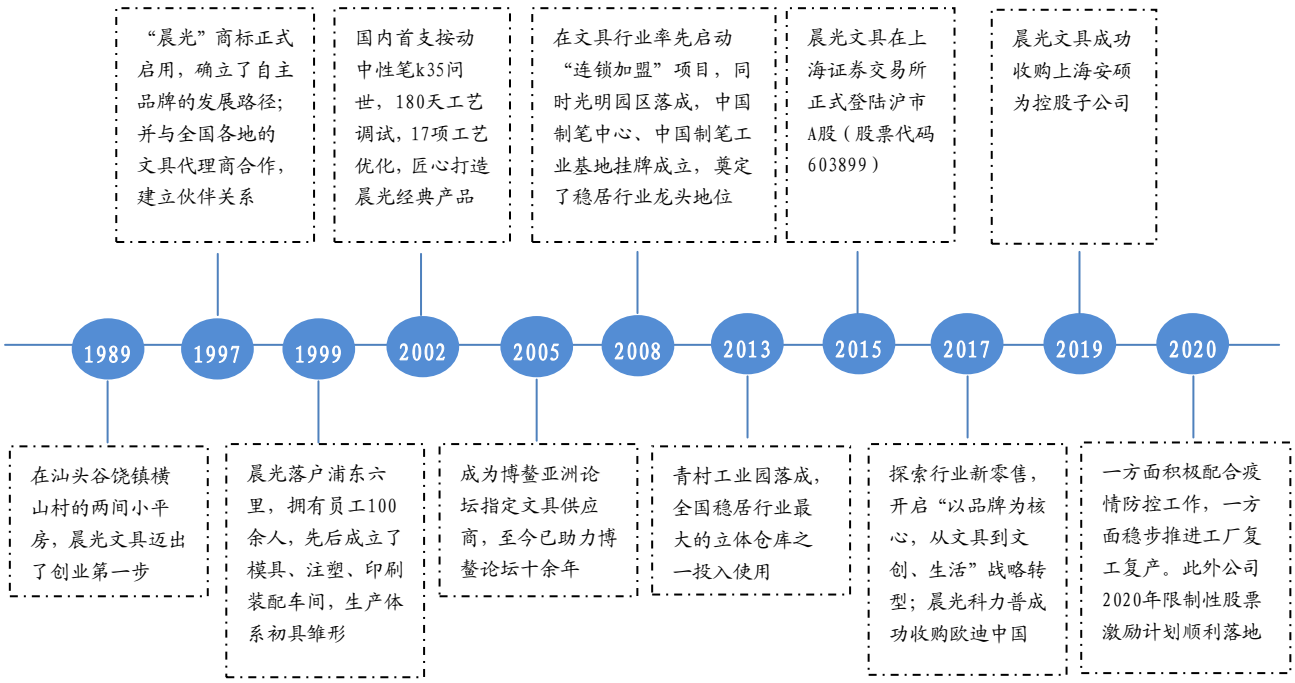
公司起初以文具代理为主，后逐步建立品牌与销售渠道，目前已成为集传统文具、文创及办公采购为一体的综合性文具供应商。据 Euromonitor 数据显示，截至 2018 年底，公司在文具行业市占率 7.3%，位居第一；在细分书写工具行业市占率高达 17.84%，远超第二名（得力 4%）。截至 2019 年末，公司在全国拥有 35 家一级合作伙伴、近 1200 个城市的二、三级合作伙伴，超过 8.5 万家零售终端。归纳公司的发展历程主要分为三个阶段：

第一阶段（1989 年-2008 年）：确立自主品牌，建立独立化的生产体系。随着经典产品推广和技术研发投入，品牌效应增强，奠定了公司在文具行业的龙头地位。

第二阶段（2009 年-2016 年）：开展规模化文具生产，经济危机推动小企业出清，公司护城河深厚助力市场份额提升；2015 年登陆资本市场，走向成熟化发展。

第三阶段（2017 年至今）：灵活捕捉行业趋势，开始从文具向文创的战略转型；同时，新业务办公集采迎来政策阳光化，与传统文具业务形成协同之势。

图1： 成立至今，公司专注打造文具领域技术，逐渐迈向文具到文创的战略转型

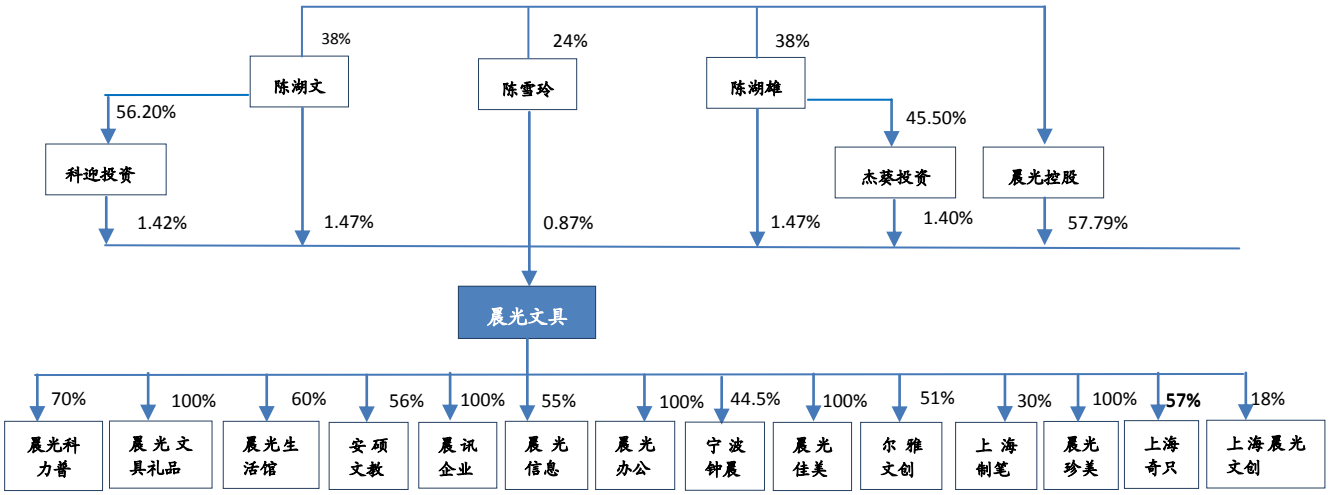


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、 股权结构：实际控制人为陈氏三姐弟

股权集中，实际控制人为陈氏三姐弟。截至 2020 年 1 月 16 日，公司实际控制人为陈湖文、陈湖雄、陈雪玲，三人分别直接持有公司股份 1.47%、1.47%、0.87%，并通过晨光控股、科迎投资、杰葵投资直接/间接持有公司股份合计约 63.035%。股权相对集中且稳定性较高，有助于提高决策一致性，利于长远发展。

图2： 陈氏三姐弟为实际控制人，股权集中度高



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.3、 激励机制：充分调动人才积极性，业绩考核体现发展信心

公司开展了为期 4 年的限制性股票激励计划，以 902.51 万股公司股票对董事、中高层管理人员、高级管理人员及核心管理、业务、技术骨干人员等 334 人实施股权激励，其中首次授予股票 742.76 万股。公司股权激励计划涉及的股票总额占授予时总股本的比例为 0.98%，授予价格为 23.7 元。

表1： 公司于 2020 年实施股票激励计划，调动人才积极性

公告日期	激励期限	激励股数（占比）	授予价格	激励对象	职务	授予数量（万股）	占股权激励计划总量的比例	占授予时总股本的比例
2020 年 5 月 8 日	2020 年 5 月 8 日至 2024 年 5 月 8 日	授予 742.76 万股，预留 159.75 万股，合计 902.51 万股，占总股本 0.98%	23.70 元	付昌	董事、副总裁	10.92	1.21%	0.01%
				张青	财务总监	7.17	0.79%	0.01%
				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（331 人）		717.5	79.50%	0.78%
				预留		159.75	17.70%	0.17%
				合计（334 人）		902.51	100%	0.98%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司股票激励计划授予的股票总额中，授给核心管理、业务和技术骨干人员的股票占 79.5%，股票激励计划将员工与公司利益结合，充分调动员工积极性，有助于公司在管理、业务和技术领域实现突破。限制性股票的解除限售条件分为公司层面与个人层面，只有同时满足两个层面的考核要求，才能办理解除限售。

公司层面：选取营业收入增长率及净利润增长率的组合作为考核指标。以 2019 为基数，2020、2021、2022 年的营业收入增长率不低于 15%、45%、75%，且对应年份的净利润增长率不低于 10%、34%、66%。

个人层面：激励对象必须同时满足年度绩效考核，才能解锁相应的股票数额。当期解锁份额=目标解锁数量 × 个人层面考核系数，未能解锁的股票将由公司回购注销。解除限售的业绩考核中，营业收入增长率和净利润增长率的目标体现了公司对未来业绩增长的信心，有助于调动激励对象的积极性。

表2： 解除限售的公司层面考核要求

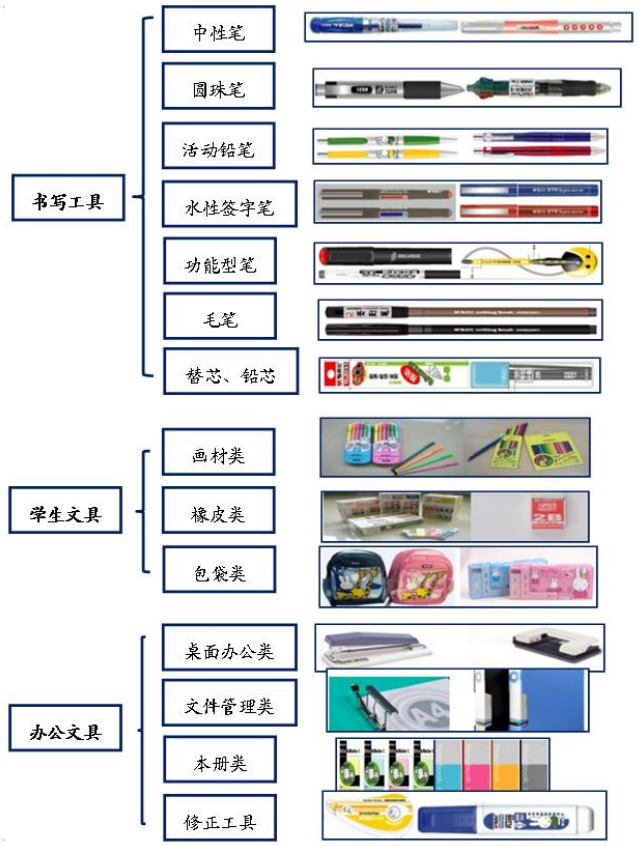
解除限售期		业绩考核目标
首次授予的限制性股票	第一个解除限售期	以 2019 年为基数，2020 年营业收入增长率不低于 15%，2020 年净利润增长率不低于 10%；
	第二个解除限售期	以 2019 年为基数，2021 年营业收入增长率不低于 45%，2021 年净利润增长率不低于 34%；
	第三个解除限售期	以 2019 年为基数，2022 年营业收入增长率不低于 75%，2022 年净利润增长率不低于 66%。
预留授予的 限制性股票	第一个解除限售期	以 2019 年为基数，2021 年营业收入增长率不低于 45%，2021 年净利润增长率不低于 34%；
	第二个解除限售期	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，新时代证券研究所

1.4、 主营业务：传统品类增长稳健，新业务成长空间广阔

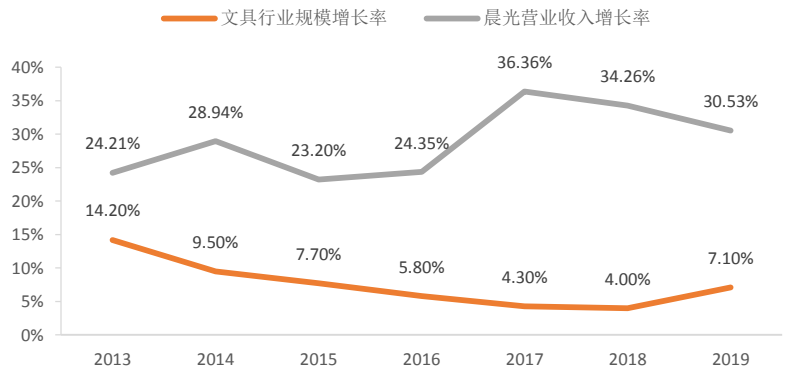
2019 年，公司营业收入 111.41 亿元，同比增长 30.53%；归母净利润 10.6 亿元，同比增长 31.39%。营业收入和归母净利润均实现高增，显著优于行业增速。截至 2020Q3，公司营业收入 85.38 亿元，同比增长 7.43%；归母净利润 9.13 亿元，同比增长 13.85%。受新冠疫情影响，2020Q1 门店基本处于关闭状态，线下销售大幅下滑；但公司积极拓展线上渠道，晨光科技快速增长，前三季度实现收入 3.39 亿元，同比增长 69.97%。

图3： 公司主营产品概览



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

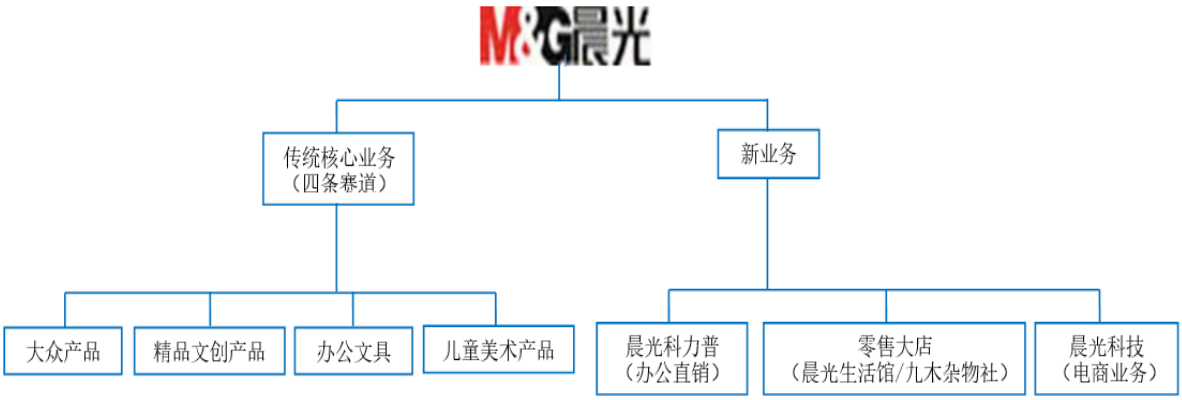
图4： 公司历年营收增速显著高于文具行业增速



资料来源：IBIS，公司公告，新时代证券研究所

根据业务模式划分，公司业务分为传统业务和三大新业务。传统业务主要指晨光品牌书写工具、学生文具、办公文具。新业务分为晨光科力普、零售大店与晨光科技。晨光科力普于 2012 年底成立，主要是传统办公文具的升级，打造 B2B 办公一站式服务。零售大店包括晨光生活馆和九木杂物社，分别于 2013 年、2016 年成立，主打精品文创和体验式消费，是零售渠道的升级探索。晨光科技是 2015 年开拓的电商业务，近几年线上销售占比稳步提升。

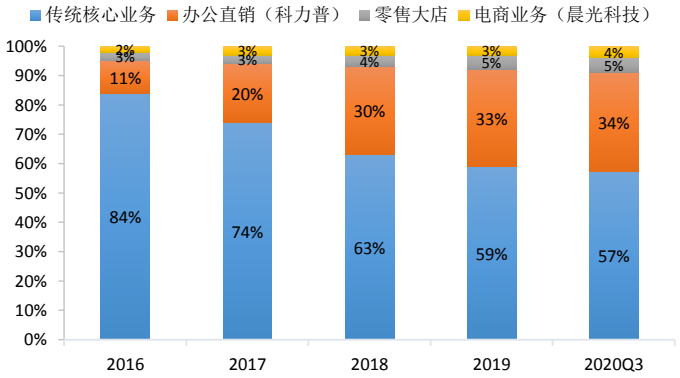
图5： 公司业务主要分为传统业务与三大新业务



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

随着三大新业务不断拓展，传统业务收入占比从 2016 年的 84%下降到 2020Q3 的 57%，但仍然贡献超过一半的营业收入，依旧是公司发展的重心。**三大新业务当中，办公直销（晨光科力普）占比最大且增长较快，收入贡献从 2016 年的 11%增长至 2020Q3 的 34%。**公司一方面通过产品与技术升级、渠道拓展不断巩固核心优势，同时收购在细分领域具有核心竞争力的公司，实现新旧业务协同式发展。

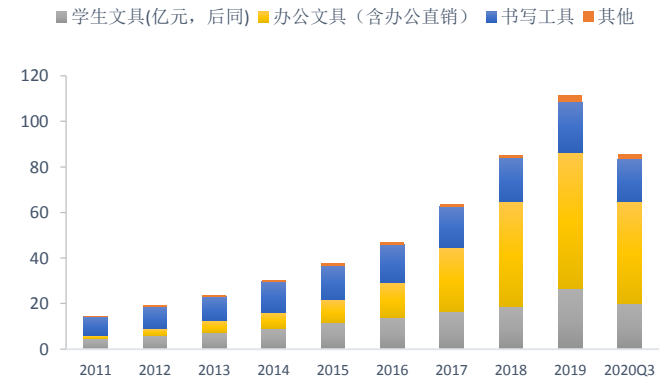
图6： 新业务贡献不断上升，其中晨光科力普收入占比提升至 33.52%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

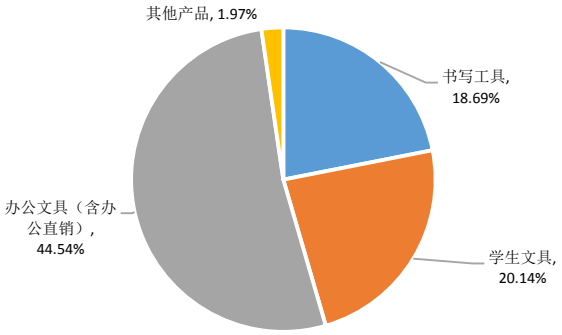
按产品类型划分，主要分为书写文具、学生文具以及办公文具（包括科力普）；截至 2020Q3，三者对营业收入的贡献分别为 18.69%、20.14%、44.54%。从盈利能力看，传统业务毛利率稳中有升，近年来稳定在 30%左右；2019 年，办公直销（科力普）毛利率提升至 13%，预计未来办公集采加速发展下盈利能力有望持续提升。从销售市场看，公司以国内市场为主，但近几年国外市场占比在不断上升。未来随着公司产品优化、品牌知名度进一步提升，海外销售额将持续增长。

图7： 收入贡献中，办公文具（含科力普）逐渐上升



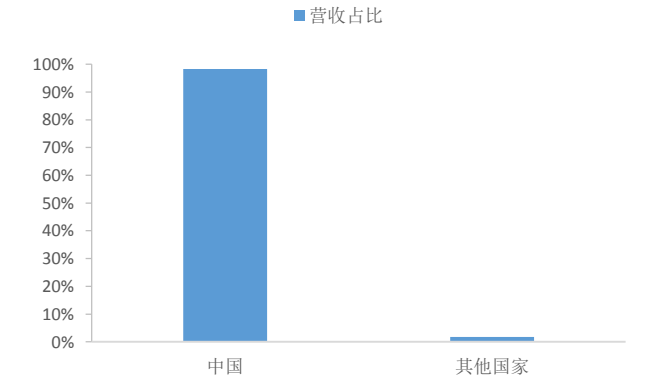
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图8： 办公文具（含科力普）占比最大，学生文具次之



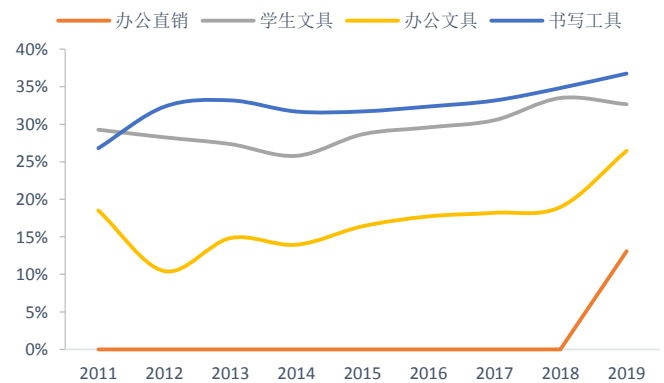
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 公司产品以内销为主



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图10： 公司传统核心业务毛利率稳中有提升

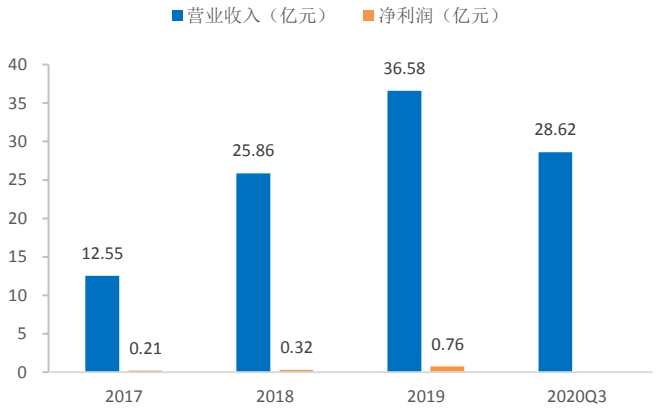


资料来源：Wind，新时代证券研究所

伴随人均收入水平提升与消费升级，此前以销量带动收入高速增长正逐步弱化，公司洞察新消费趋势、及时抓住政策机遇向精品化、多元化业务拓展；B 端办公直销+C 端零售大店对传统业务形成双翼护航。

晨光科力普主打办公直销业务，为企业提供高性价比的办公采购一站式服务。近年来，国家出台多项政策以推进政府采购走向电商化。晨光科力普在客户开发与物流仓储方面具有较大优势，目前公司已经入围多家地方政府、国企和世界 500 强企业的采购项目，推出高性价比的办公服务方案吸引中小 B 端客户。同时，晨光科力普加强订单监控、售后服务和仓储配送，在全国 9 个城市自建配送队伍，进一步提升客户体验。截至 2020Q3，晨光科力普实现营业收入 28.62 亿元，同比增长 15.24%，收入贡献占比提升至 33.52%。**未来办公直销业务将成为公司传统业务之外的新增长点，晨光科力普凭借品牌、产品专业性与物流优势有望进一步扩大市场份额。**

图11： 近年来，科力普营收与净利润均大幅增长



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图12： 晨光科力普为不同场景提供办公方案





资料来源：科力普官网，新时代证券研究所

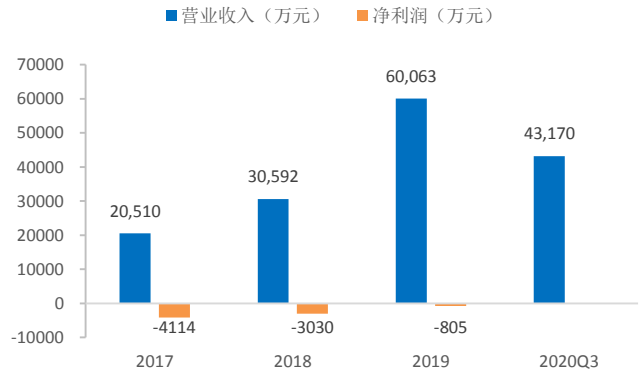
晨光零售大店业务分为晨光生活馆、九木杂物社两大商业形态。晨光生活馆以 8-15 岁的学生作为主要消费群体，销售产品以文具为主，辅以部分生活与玩娱品类，店铺主要集中在新华书店及复合型精品书店。**截至 2020Q3，公司在全国已开立晨光生活馆 106 家。从盈利情况看，最近三年晨光生活馆处于亏损状态，但呈现快速收窄趋势。随着公司不断优化店铺运营管理、提升单店质量，生活馆的经营效益将得到提升，预计未来 1-2 年生活馆将实现扭亏为盈。**

图13： 晨光生活馆门店



资料来源：公司公告，文创潮，新时代证券研究所

图14： 晨光生活馆（含九木杂物社）减亏趋势明显



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

九木杂物社以年轻女性及家庭作为目标消费群体，产品主要为文具、文创、益智文娱、实用家居等品类，店铺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探索。九木杂物社分为直营、加盟两种模式，截至 2020Q3，公司已开设九木杂物社 334 家（直营 211 家、加盟 123 家）。

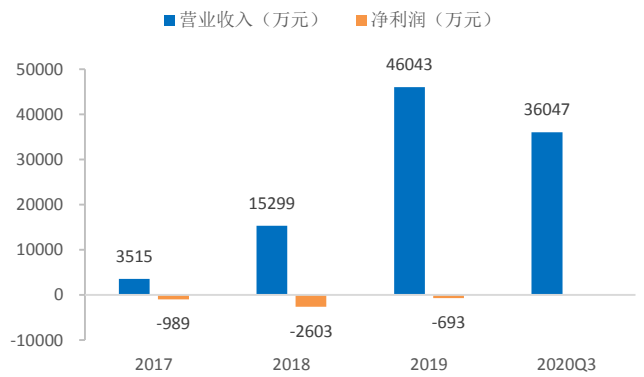
近年来，九木杂物社营业收入增长较快，减亏趋势明显。2019 年，九木杂物社营业收入 4.6 亿元，相较 2018 年的 1.53 亿元，将近翻了三倍，净利润减亏趋势明显。随着公司不断调整产品结构，加大文创投入力度，单店销售额也会逐步改善。目前，九木杂物社的微信小程序已经上线，客户消费黏性预计会进一步加强。

图15： 九木杂物社门店



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

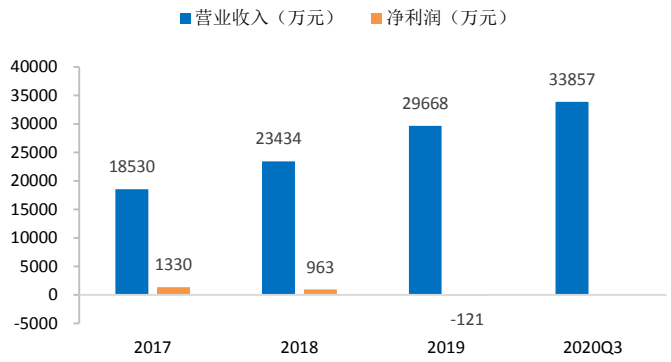
图16： 2019 年，九木杂物社营收大翻三倍



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

晨光科技主要指电商直营业务（天猫和京东），未来线上渠道提升空间大。2019 年，晨光科技实现营业收入 2.97 亿元，同比增长 26.6%，但净利润受渠道投入加大有所下降。2020Q3 营业收入 3.39 亿元，同比增长 69.97%，主要是新冠疫情导致消费行为向线上转移促使收入高增。目前，晨光科技（线上直营）对营收贡献占比仅为 3.97%。根据 Wind 数据显示，2019 年公司线上直营旗舰店与授权店铺销售额总计 14.65 亿元，同比增长 45.6%，占营收比重约 13.2%；对比文具行业线上销售约 20%的占比来看，未来公司电商渠道还有很大的提升空间。

图17： 2019 年晨光科技净利润有所下降，主要是渠道铺设投入加大



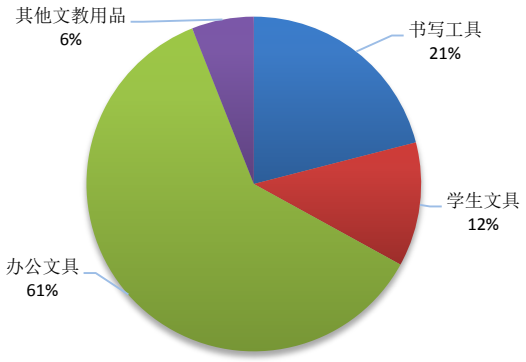
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、 文具行业：消费升级驱动成长，市场份额向龙头集中

2.1、 行业增速趋缓，市场集中度提升空间大

文具行业属于文教办公用品制造业，其中包括笔的制造、学生文具、办公文具及其他文教办公用品制造等细分行业。**从行业收入构成来看，办公文具占比最大为 61%，其次为书写工具、学生文具，分别占比 21%、12%。**尽管互联网时代到来，电子化办公流行，部分传统文具被电子产品替代，文具行业受到一定冲击。但近年来国家重视教育投入、倡导营造文化氛围以及消费升级的背景下，文具行业迎来新的发展机遇。

图18： 办公文具市场份额最大为 61%，其次是书写工具



资料来源：中国报告网，新时代证券研究所

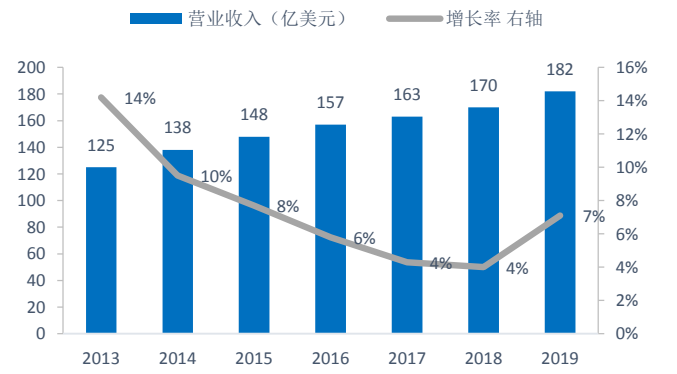
表3： 文具类产品构成

文具细分类别	具体产品	市场份额占比
书写工具	中性圆珠笔、水性圆珠笔、油性圆珠笔、可擦性圆珠笔、可擦性中性墨水圆珠笔、活动铅笔、水性签字笔、功能型笔、毛笔等	21%
学生文具	水彩笔、油画棒、橡皮、文具盒、笔袋、书包、书套、彩泥、替芯、铅芯等	12%
办公文具	文件夹、资料册、长尾夹、等文件管理用品，订书机、回形针、起钉器、固体胶等桌面办公文具，办公本册	61%
其他文教用品	计算机、耳机、台灯、电子产品	6%

资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

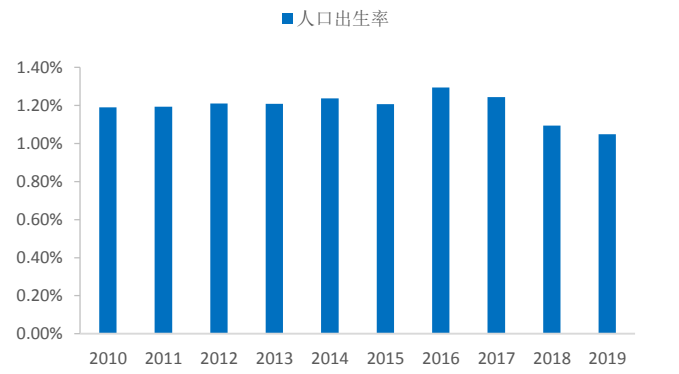
近年来，文具行业规模持续增长，但增速已经由 2013 年之前的两位数增长转为个位数增长。根据 IBIS 数据，从 2013 年至 2019 年，文具行业规模从 125 亿美元增长至 182 亿美元，年均复合增长率达 7.8%，同比增速由 2013 年的 14.2%降至 7.1%。根据中国文教体育用品协会数据，2019 年文教办公用品实现利润 97 亿元，同比增长 9.8%。受中国出生率下降及互联网冲击，增速趋缓。但 2016 年出台二胎政策，未来新生儿预期增加，有望给文具行业带来新的增长红利。

图19： 近年来，文具行业增速放缓



资料来源：IBIS，新时代证券研究所

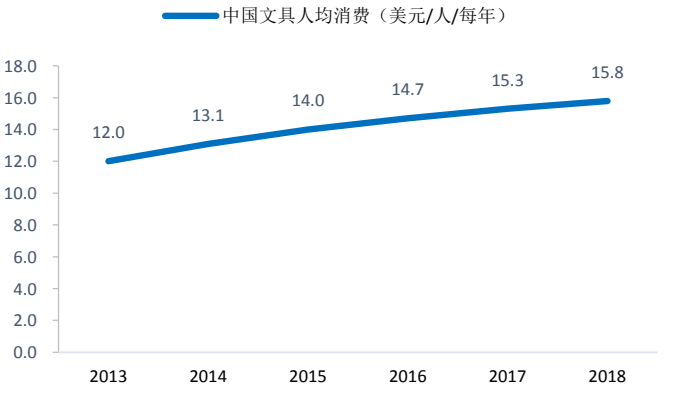
图20： 我国人口出生率出现明显下降



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

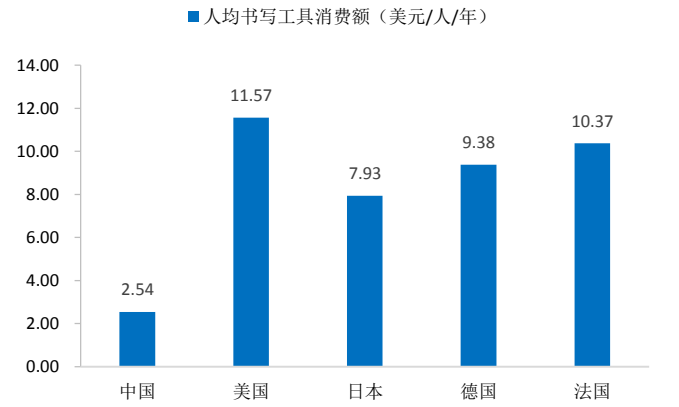
从消费人数看，文具行业的消费人群主要是在校生和办公人士，一方面出生率有所下降，人口老龄化加剧，65 岁以下人口占比缩小。另一方面，随着国家加大对教育经费的投入、高等教育扩招等趋势，在校生人数近年来逐步增加。文具的消费主力人群在未来几年可能有小幅波动，但基本稳定。**从人均文具消费水平来看，尽管中国人均文具消费额在不断增加，但 2018 年人均文具消费 105 元/年，和发达国家的 240 元/年相比，仍然有较大的提升空间。**

图21： 中国人均文具消费额逐年上升



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

图22： 中国年人均书写工具消费显著低于发达国家

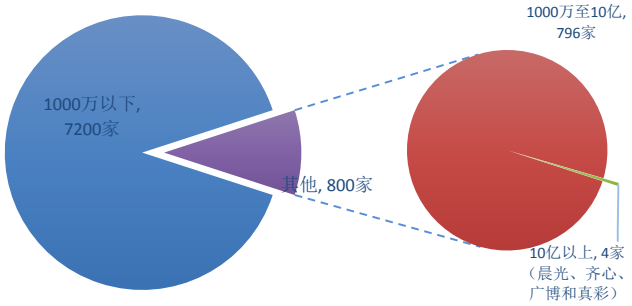


资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

行业竞争格局分散，龙头市占率有待提升。文具行业现有企业超过 9000 家，但绝大多数销售额不足 1000 万元，销售额在 1000 万以上的企业约 800 家，其中收入达到 10 亿的企业仅有个位数。**文具生产技术与行业进入壁垒较低，且主要集中在低端产品竞争上，兼具品牌和规模的企业很少，国内知名度较高的企业仅有晨光文具、真彩文具、齐心文具、得力文具。**

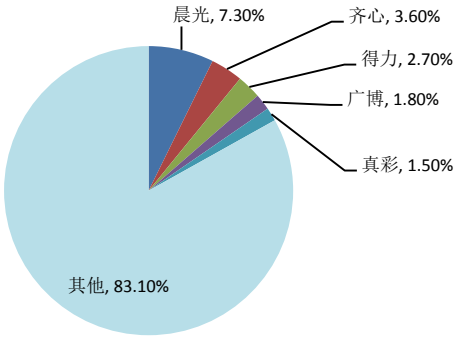
对标海外，中国文具行业无论在集中度还是品牌上，都有广阔的整合与提升空间。根据智研咨询数据显示，2018 年中国文具行业 CR5 为 16.9%，与美、日等发达国家 60%的市占率相比，市场集中度低。其中，市占率排在首位的是晨光文具，为 7.3%，其次是齐心集团为 3.6%。以书写工具为例，中国 CR5 从 2009 年的 25.2%上升到 30.5%，而美国的书写工具行业 CR5 从 66.5%上升到 67.1%，**美国文具行业格局相对成熟，而中国文具行业集中度正在提升，龙头份额将会进一步扩大。**

图23： 文具企业销售额十亿以上的仅有 4 家



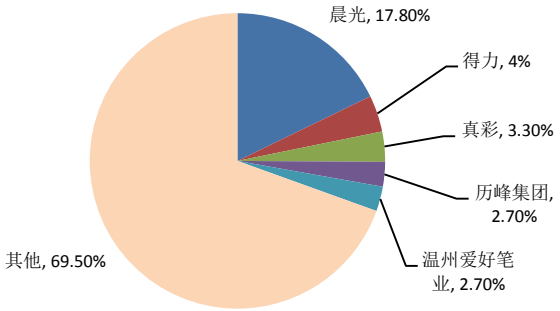
资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

图24： 晨光在文具行业市占率第一为 7.3%



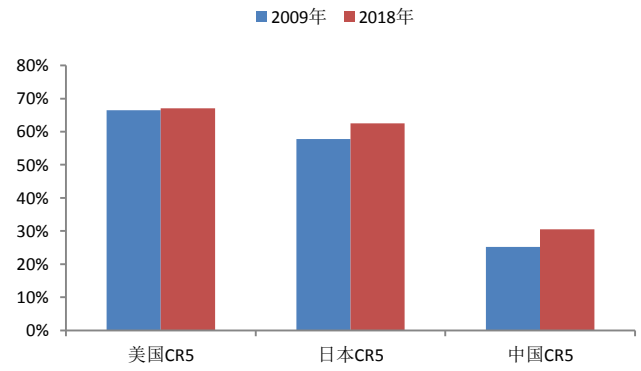
资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

图25： 晨光在书写工具市占率居首位达 17.8%



资料来源：Euromonitor，新时代证券研究所

图26： 中国书写工具行业 CR5 为 30.5%

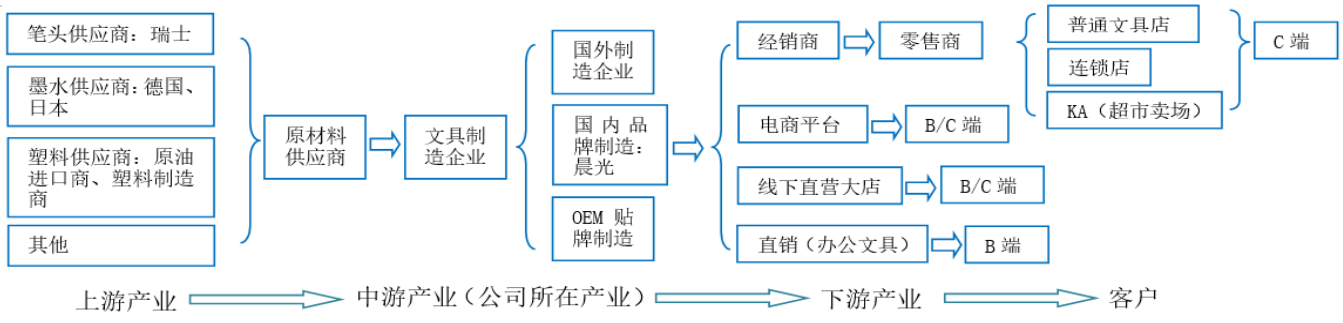


资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

2.2、 产业链：原材料供应受进口影响大，下游 BC 端渠道逐步升级

上游：原材料依赖进口，具有规模优势的制造商议价能力强。文具种类繁多，每种细分文具原材料供应存在差异。以市场份额较大的书写工具为例，原材料有笔头、墨水、塑料等，其中优质笔头与墨水主要从瑞士、日本、德国等国家进口，即便国内技术不断成熟，优质供应商在不断增加，但笔头制造所需的材料以及加工设备仍依赖日本进口。因此，国外原材料价格和人民币汇率仍是主要的影响因素，而龙头企业更容易凭借规模优势压低进口价格，从而获得成本优势。

图27： 文具行业产业链



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

中游：建立自主品牌和渠道网络的企业盈利能力更强。国内文具以 OEM 模式为主。但近年来，出口价格与利润因劳动力成本上升而有所减弱。根据中国制笔协会数据，2019 年，制笔行业出口金额为 28 亿美元，同比下降 0.5%。与此同时，品牌制造商正凭借设计、生产与销售的完整链条逐渐抢得市场份额，其主要面向的是国内消费人群，在全国率先建立营销网络形成先发优势，加强品牌营销的同时不断增加规模，从而提升议价能力与盈利能力。

表4： 文具行业制造模式

制造模式分类	制造流程	制造商利润来源	制造商盈利能力
品牌制造	一般拥有独立的原材料采购、产品生产和销售系统，在市场上建立了自己的品牌，并具有文具设计、研发、制造与销售的全产业链	利润除产生于制造过程中的增值之外， 更多来自于品牌的影响力和不断的设计研发创新带来的附加增值	较强
OEM 代工制造	是接受品牌制造商的订单进行加工生产，设计研发环节及销售全部或大部分由品牌制造商主导	制造商赚取的利润主要产生于制造过程中的增值	较差

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从主打产品看，不同品牌制造商的核心产品存在差异。晨光、真彩主打书写工具、学生文具；而齐心、得力主打办公文具。目前龙头公司的发展趋势，一是收购有核心竞争力、与自身经营同类业务的企业，强化产品与渠道优势；二是收购与自身经营业务不同，但在细分领域中市占率较高的企业，实现多元化发展。

表5： 行业龙头通过收购活动提高市场份额，强化自身优势

收购公司	收购时间	标的公司	持有股权份额	收购目的
晨光	2015	深圳尔雅	51%	深圳尔雅具有文化创意活动策划；品牌设计等竞争优势，能够提高公司文具产品设计优势，提高品牌知名度
	2017	欧迪办公	100%	扩充办公直销业务的客户群，与晨光科力普协调发展，进一步提升办公直销业务的市场占有率
	2019	安硕文教	56%	上海安硕在木杆铅笔行业具有较强的竞争优势，可以补充公司的多品牌阵营，进一步丰富公司产品线，能够与晨光文具产生协同效应
齐心	2015	杭州麦苗	100%	在互联网营销、互联网用户行为分析等方面具备优势，与公司原有业务形成协同作用
	2016	银澎云计	100%	银澎云计算所提供的云视频会议服务，契合了公司“集成大办公”的战略方向，同时 SaaS 服务的商业模式有助于公司实现由产品到服务的转型升级，拓宽业务范围和提升客户服务能力

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

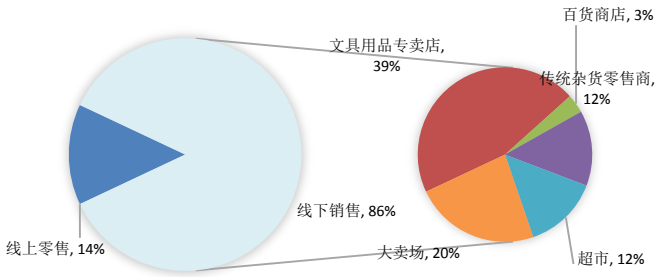
下游：文具销售以线下为主，线上占比上升，零售端呈连锁化。根据 Euromonitor 数据显示，目前线下书写工具销售占比约 86%，其中文具用品专卖店占比最高为 39%；线上零售占比约 14%，对比海外成熟市场，美国线上销售占比约 30%，预计未来我国文具销售模式将向发达国家趋同。

表6： 文具行业线下两大销售方式

销售模式分类	销售流程	制造商与消费者的关系	面向消费者
文具经销	文具制造企业通过经销商销售至零售终端，最终将产品销售给消费者的销售方式	制造企业不直接面对消费者	个人、企业等
文具直销	文具制造企业以大客户定向营销、开设直营店、电子商务以及 杂志目录营销等方式实现直接销售	制造企业直接面对消费者	政府机构、大型企业和社会公益团体等构成的大客户

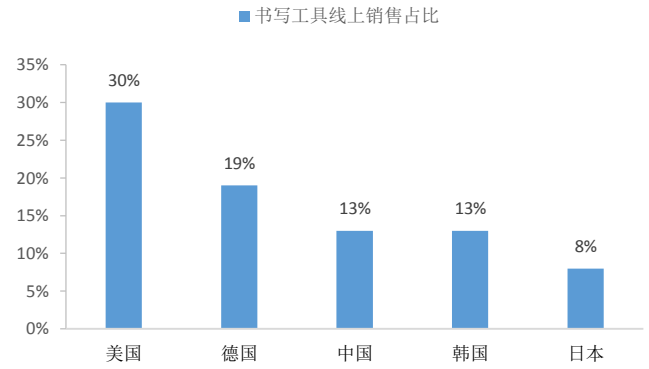
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图28： 2019 年书写工具线下销售占比 86%



资料来源：Euromonitor，新时代证券研究所

图29： 美国 2019 年书写工具线上销售占比 30%

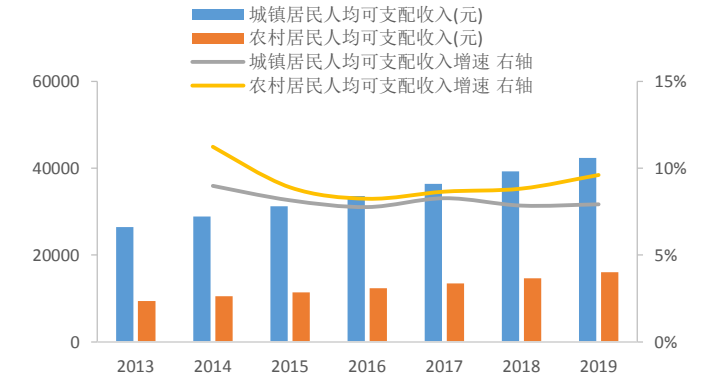


资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

2.3、 行业驱动力：教育投入增加，文具向文创转型满足体验式消费

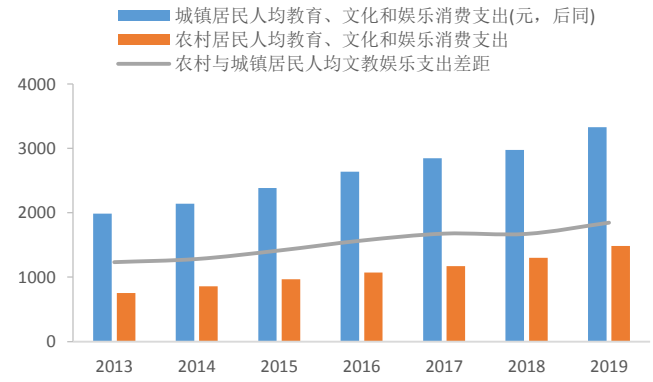
人均文具消费额受益于城镇化提高与个体消费能力增强。2013 年-2019 年，城镇居民人均可支配收入从 2.6 万元增长至 4.2 万元，增速约 60%；农村居民人均可支配收入从 9000 元增长至 1.6 万元，增速达 70%。从文教支出来看，城镇与农村居民的人均文教娱乐支出都在增长，由于城镇居民支出的增幅更大，两者差距在缓慢拉大。2019 年，城镇化率 60.60%，较 2014 年的水平提高了 5.83pct，将带动全国平均人均文教支出上升。**城镇化率提升在收入提升的基础上，增加了消费能力更强的人群占比，有望推动文具行业规模稳健增长。**

图30： 城镇、农村人均可支配收入平稳上升



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图31： 城镇与农村人均文教娱乐支出差距扩大

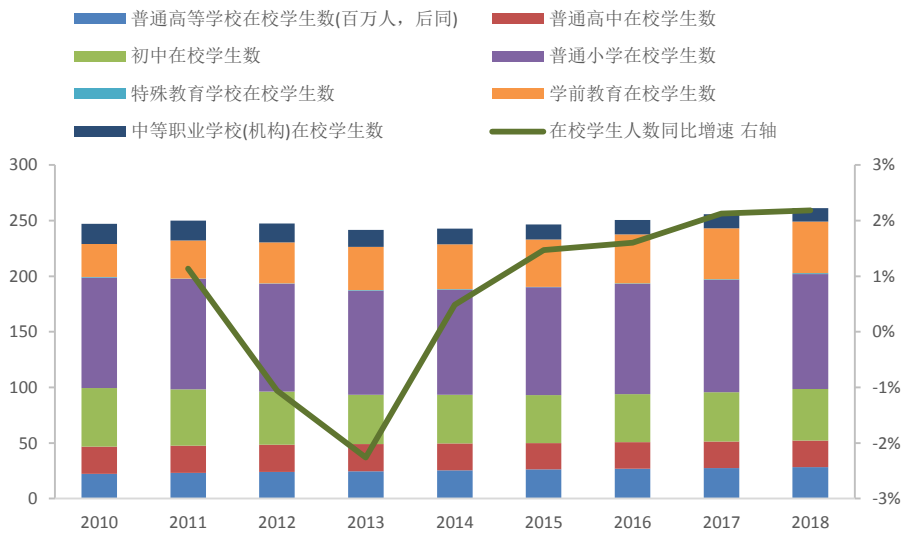


资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

庞大的消费人群叠加高校扩招，在校生呈现小幅上升趋势。文具行业面向 3

亿左右的学生群体和 1 亿左右的办公群体，二胎政策放开带来新生儿增加预期，未来几年会进一步带动学生人数增加，学生作为文具行业的主要消费群体，对于文具行业的销量将会形成助力。

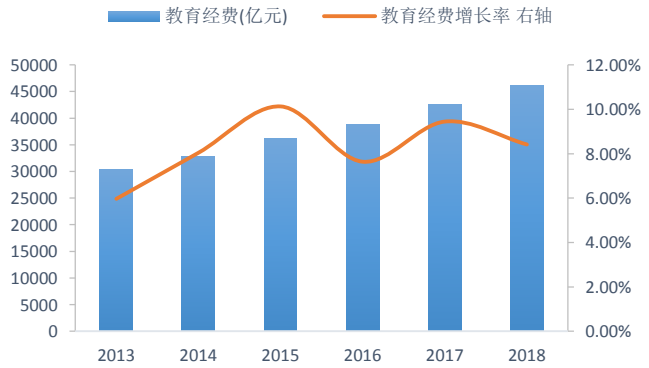
图32： 在校学生数稳中有升



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

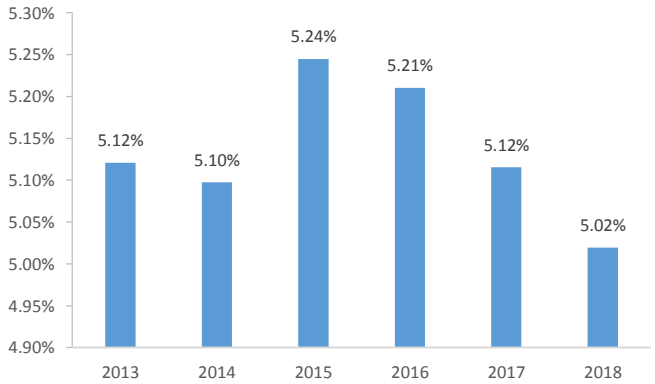
国家对教育投入持续增加，文具行业支持政策频繁涌现形成利好。国家教育经费从 2013 年的 30364 亿元增长至 2019 年的 46143 亿元，增速稳步上升，2019 年教育投入增速达 8.41%。同时，教育投入占 GDP 比重约 5.02%，与发达国家 9%、世界平均 7%的教育投入占比对标还存在提升空间。根据中国制笔协会数据显示，国家教育投入占 GDP 比重每增加 0.5%，制笔行业销售产值大约增长 25 亿元。此外，国家近几年陆续出台一系列支持教育、文化事业发展的政策，对文具消费起到鼓励作用；而针对文具制造、研发方面的政策有助于提高制造水平和集中度。

图33： 国家教育经费逐年上升



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图34： 教育经费占 GDP 比重约 5.02%



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

表7： 文具行业迎来政策红利期

政策	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

政策	主要内容
《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
《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	全面观测党的教育方针，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》	扩大和引导文化消费，提高文化产业发展质量和效益。发展壮大文化市场主体，发展骨干文化企业。
《产业结构调整目录（2019 年本）》	鼓励用于制笔、钟表行业的多工位组合机床研发与制造

资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

新消费趋势正推动行业转型升级，其中人群和结构变化是重要决定因素。消费人群中新中产阶级及新生代人群涌现带来新消费需求，根据腾讯报告显示，62%的 00 后愿意为兴趣买单。消费人群变化正促使文具行业向文创转型，具有高品质、时尚设计的产品将会脱颖而出。

此外，根据东方网的数据显示，2019 年上半年我国体验型消费比重达 49.4%，这意味文具品牌商需要更重视产品与渠道的同步升级，注重零售端客户的消费体验。以九木杂物社为例，主打精品小百货，目标群体为 15-35 岁的女性，倡导搜罗全球好物，满足对高品质文创产品的消费需求。**总体来看，新消费趋势将带来文具行业的量价齐升，拥有研发、设计和品牌护城河的龙头将收获更多红利。**

表8： 消费升级下四类消费人群特征分析

消费升级方式	具体人群	消费阶段	消费特点
唤醒存量市场	下沉市场群体：农村居民和三线以下城镇居民	从数量向质量的过渡	注重品牌，消费方式向大城市看齐，注重享受生活
	银发一族		注重健康需求、休闲需求和自我实现需求
引导增量市场	城市新中产：年龄介于 26-45 岁之间、居于一二线城市，家庭年支配收入在 30 万至 100 万的人群	从品质向情感的过渡	追求高品质，关注性价比，侧重消费体验
	新生代群体：年龄段在 12-22 岁之间的青少年人群，他们具有多元化的观念		追求潮流和尝鲜，愿意为兴趣买单

资料来源：第一财经商业数据中心，新时代证券研究所

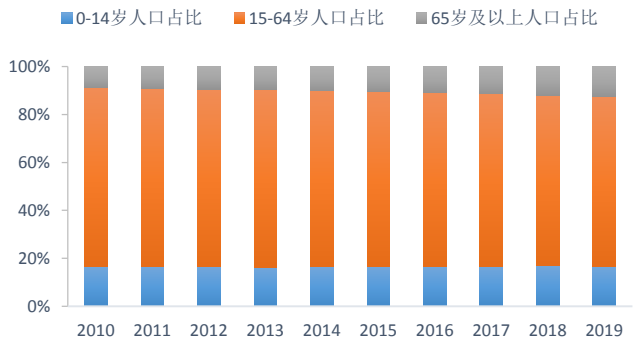
2.4、 未来趋势：精品文创、办公直销打开新增长空间

2.4.1、 学生文具：文创市场迎来春天，高端化提升溢价与毛利率

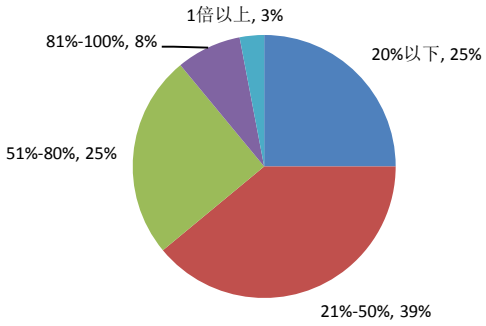
中期来看，二胎政策对文具消费构成一定支撑，但长期人口老龄化趋势难以逆转，消费人群增长对文具消费长期拉动作用有限，未来行业驱动力更多来自单价提升和单人消费增加。城镇与农村居民可支配收入提升意味消费能力提升，有望拉动单人消费量的增长。近年来，文创市场走俏为行业发展带来新契机。文具与创意相结合，使消费者愿意支付溢价，高端化产品将带动行业毛利率提升。

图35： 老龄化不可逆，消费人群增加的拉动效应有限

图36： 75%的消费者能够接受产品溢价 20%以上



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所



资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

表9： 政策支持下，文创发展迎来春天

时间	部门	政策
2014 年	国务院	《国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》
2017 年	文化部	《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》
2017 年底	上海市政府	“上海文创 50 条”

资料来源：国务院、上海市政府、文化部官网，新时代证券研究所

2.4.2、 办公文具：乘政策东风，B 端直销市场快速成长

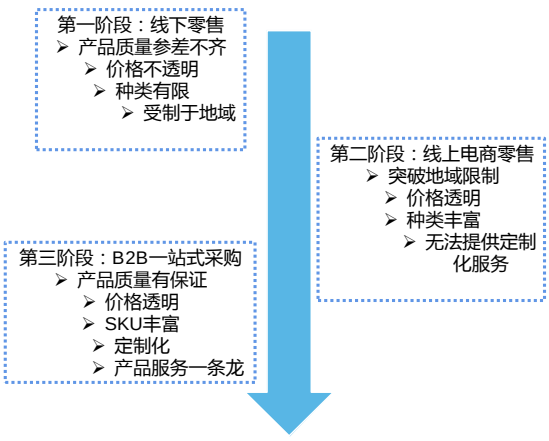
办公文具市场经历了从线下零售、线上销售到 B2B 一站采购的三步跨越式发展，采购逐渐趋向数字化、平台化和定制化。根据麦肯锡的数据显示，如果采用端到端的数字采购计划，企业每年可节省 20%-30%的成本，**数字集采相比传统线下采购方式具有降本提效的优势，将逐渐成为企业采购的新趋势。**

第一阶段：线下零售。由经销商到零售商，再出售给客户，主要特点是产品种类有限，质量参差不齐，价格不透明。

第二阶段：线上销售。由于产品和价格信息容易搜集，供应端竞争大，客户选择丰富，可以获得较为低廉的价格。

第三阶段：B2B 一站式采购。供应商提供一站式整体解决方案，除了经营纸、笔等传统办公用品外，也提供办公家具、设备等现代化办公必备产品。

图37： 办公文具市场三大发展阶段

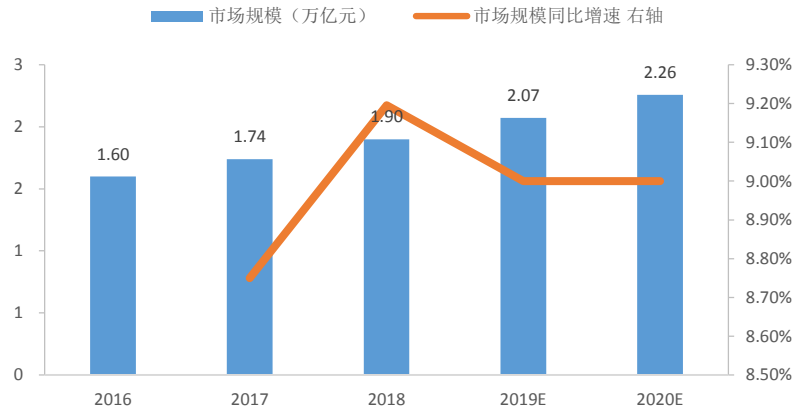


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

办公市场空间广阔，目前行业集中度低。据中国产业信息网数据显示，2018

年中国办公行业市场规模约为 1.9 万亿元，2016 至 2018 年行业 CAGR 达 8.97%，预计未来年均复合增长率达 9%，2020 年办公行业规模达到 2.26 万亿。目前，办公文具销售每年过亿元的企业仅有齐心、得力和晨光科力普，CR3 不到 1%，行业分散。根据 IBIS World 数据显示，2016 年美国办公行业两大巨头史泰博、欧迪办公的市占率之和已经超过 80%，中国办公用品行业具有较大的整合与提升空间。

图38： 2018 年大办公行业市场规模达到 1.9 万亿，行业规模 CAGR 为 8.97%



资料来源：中国招标投标公共服务平台，新时代证券研究所

采购政策红利下，政府、大型国企采购额大幅上升，中小 B 端客户采购意向分散。2015 年起实行的《中华人民共和国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，实现交易全过程电子化。随后陆续出台了一系列采购政策，加快推进“互联网+政府采购”行动，倡导政府采购的电子化、平台化、透明化。

表10： “互联网+政府采购”加快实施，办公集采行业迎来机遇

时间	出台部门	政策规章	核心内容
2017 年 2 月	财政部	《“互联网+”招标采购行动方案（2017-2019 年）》	到 2019 年，覆盖全国、分类清晰、透明规范、互联互通的电子招标采购系统有序运行，以协同共享、动态监督和大数据监管为基础的公共服务体系和综合监督体系全面发挥作用，实现招标投标行业向信息化、智能化转型。
2017 年 4 月	财政部	《财政部关于进一步做好政府采购信息公开工作有关事项的通知》	建立健全地方分网与公共资源交易平台的信息互联互通机制，实现与公共资源交易电子服务系统之间的信息共享。
2018 年 11 月	中央深化改革委员会	《深化政府采购制度改革方案》	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	发改委	《于深化公共资源交易平台整合共享指导意见》	加强公共资源交易平台电子系统建设，明确交易、服务、监管等各子系统的功能定位，实现互联互通和信息资源共享，并同步规划、建设、使用信息基础设施，完善相关安全技术措施， 确保系统和数据安全。
2019 年 7 月	财政部	《促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	加快实施“互联网+政府采购”行动，提升供应商参与政府采购活动的便利程度。严格执行公平竞争审查制度和加强政府采购执行管理，

时间	出台部门	政策规章	核心内容
			以促进政府采购领域公平竞争、优化营业环境。
2019 年 8 月	财政部	《关于加快实施“互联网+政府采购”进一步贯彻落实政府采购政策的通知》	加快政府采购数字化转型的步伐，推进政府采购方式全程电子化的管理信息系统建设

资料来源：中国政府网，国务院，财政部，发改委，新时代证券研究所

国内供应商主要包括办公文具垂直供应平台、综合电商平台两大类。文具制造直接销售平台主要指制造、销售办公文具的企业，如晨光科力普、齐心等；优势是深耕多年，具有产业链上的丰富资源、产品 SKU 齐全可以满足定制化需求。而综合电商平台如天猫、苏宁易购、京东等，优势在于产品综合性强，价格较低，且物流派送能力强。根据《中国企业电商化采购发展报告》显示，2018 年我国企业电商化采购规模约 3600 亿元，而其中综合性电商采购规模更大，约 2000 亿元，年复合增长近 83%。

表11： 办公集采行业两大类供应商各有优势，有望形成差异化竞争

供应商类型	文具制造直供平台	综合性电商平台
龙头企业	晨光、齐心、得力	天猫、京东、苏宁易购、线下卖场等
提供服务类型	定制化	标准化
竞争优势	垂直办公产品更专业，库存大，线下配套服务能力更强	产品种类综合齐全，能够提供更低廉的价格
客户黏性	较强	较弱
主要目标客户	大型国企、政府	中小企业

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3、 传统业务发展动力：研发强、品类精、渠道广

3.1、 产品：技术研发深厚，跨界 IP 提升附加值

作为全球最大的文具制造商之一，公司在文具制造上的核心技术水平始终走在前列，取得了多项领先的研发成果。2002 年，K35 和 GP1008 两款产品问世，这是公司首次研发出按动式中性笔，同时也代表国内首次用上自主研发的按动式中性笔。自此以后，公司不断加大技术研发投入，每年投入超过 1 亿元，专利数已经从 2014 年的 470 项增加到 700 多项。

图39： 晨光笔头机



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图40： 中国第一支按动式中性笔 K35



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

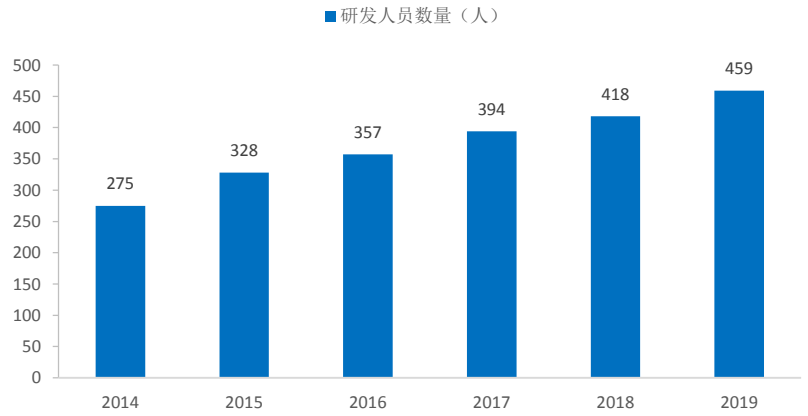
表12： 公司 2019 年在书写工具和美术文具方面取得新突破

文具类别	研发突破
书写工具	全球最细线迹的针管笔头成功开发，填补了书写品类空白
	开发国产无铅材料应用于笔头的制造加工，解决核心材料供给安全性
美术系列文具	全食品级水彩墨水的研发和制造取得突破，提升了儿童美术品类的安全性能
	多款新型油画棒配方的成功开发提升了产品的使用性能和成本竞争力

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

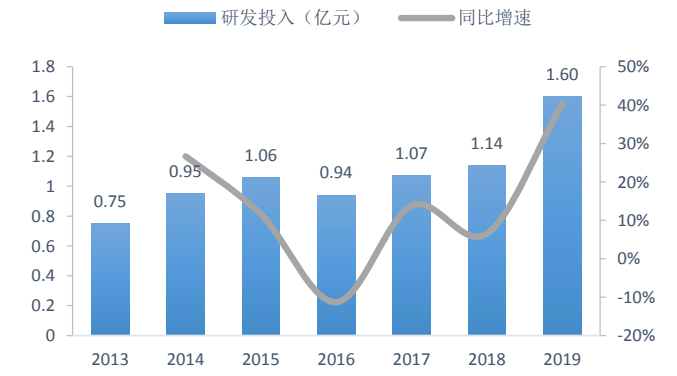
公司拥有持续的研发投入、专业的研发团队和良性的激励机制。2019 年公司研发投入达 1.6 亿元，远超竞争对手齐心集团的 0.5 亿元。2013 年-2019 年，公司研发支出 CAGR 约 13.46%，保持了较高的增长态势。公司研发人员在 2019 年达到 459 人，2014 年-2019 年研发团队人数 CAGR 约 10.79%，研发队伍不断壮大。此外，公司针对研发设计人员制定了一系列激励措施，包括对每年表现优秀的设计人员给予出国深造的机会，极大的促进了研发设计人员的创作热情。

图41： 公司研发队伍不断壮大



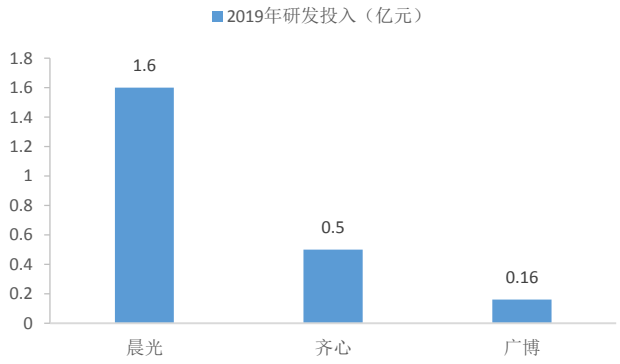
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图42： 公司研发投入平稳增长，2019 年同比增长 40%



资料来源：wind，新时代证券研究所

图43： 公司 2019 年研发投入 1.6 亿元，远超竞争对手



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司在传统文具基础上升级改版，解决消费者痛点，打造爆款产品从而提升单品销量。比如，针对考试场景设计的“考场黑科技 MG666”考试专用笔，主打超大容量、书写流畅，深受学生好评；加入前置缓冲结构、低重心更省力的“悦写缓冲”中性笔，曾斩获德国 iF 奖、日本 G-mark 奖国际设计大奖。

图44： “悦写缓冲”中性笔获多项国际大奖

图45： 电动胶带切割器获得 2020 年德国 iF 设计奖



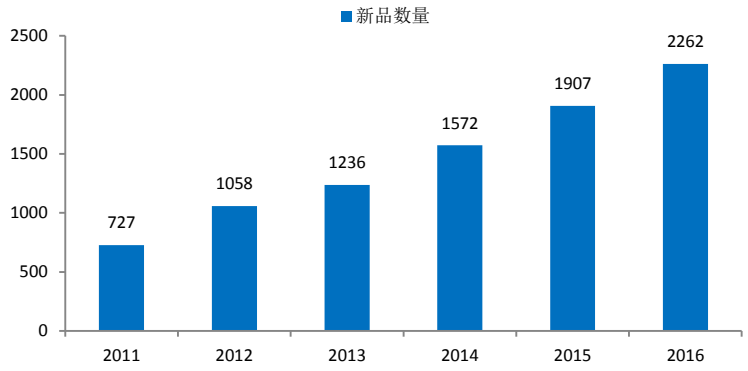
资料来源：晨光文具公众号，新时代证券研究所



资料来源：晨光文具公众号，新时代证券研究所

全程设计系统快速响应新品需求，避免产品同质化。公司在新品研发方面，建立从消费价值设计、到产品设计、到产品模具开发、再到品牌形象设计的“全程设计系统”，快速将设计方案转化为流通商品，较好的捕捉流行趋势，提升市场份额。截至 2017 年底，公司已经拥有“4 大类、50 多个品项、逾 5000 款品种”的产品体系，产品线的广度和深度均居于国内前列，每年向市场推出新品 2000 多种。**大量新品打造了规模优势和种类优势，不断提升公司产品与用户之间的粘性。**

图46： 晨光每年推出新品 2000 多款



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司设计融合当下流行元素，跨界与知名 IP 合作，努力打造“有态度、有温度”的文具产品。2017 年。公司成立精品文创事业部，逐渐提升文创产品占比，设计出一系列深受好评的趣味产品，如锦鲤按动中性笔、喵星人橡皮等。同时，公司与超强 IP 合作，提升产品辨识度，如推出晨光 × 鹿晗生日季、晨光 × 正义联盟，晨光 × 大英博物馆，晨光 × 时尚芭莎等一系列爆款产品。

图47： 公司跨界与国际知名 IP 合作

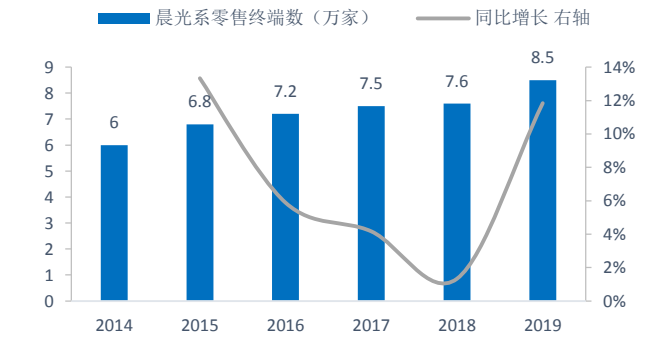


资料来源：晨光文具公众号，新时代证券研究所

3.2、 渠道：高效分销体系奠定渠道优势，零售多元化提升获客能力

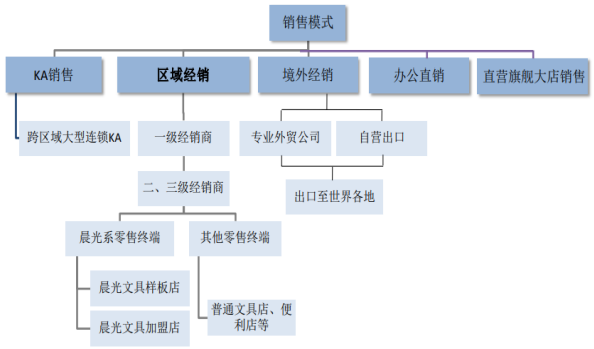
公司店面遍布全国各级学校周边商圈，实现全国学校约 80%的覆盖率。截至 2019 年，公司在全国拥有 35 家一级（省级）合作伙伴、超过 1200 个城市的二、三级合作伙伴，超过 8.5 万家零售终端，产品在 50 多个国家和地区均有销售，合作伙伴遍及全球。超强的终端覆盖能力源自公司科学有效的销售体系和管理模式。**基于文具产品特点，公司针对性地建立以区域经销为主，结合 KA 销售、境外经销、办公直销和直营旗舰大店的销售模式。**

图48： 公司 2019 年零售终端达到 8.5 万家



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图49： 公司建立以区域经销为主，多元化的销售模式



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司形成了独特的“伙伴金字塔”营销模式。“层层投入、层层分享”的核心理念将公司和所有经销商打造成一个“稳定、共赢”的利益共同体。

1）“层层投入”是指发行人统筹制定整体扩张计划，各级经销商负责其各自授权管理区域的门店扩张，即：一级经销商负责其授权管理区域的扩张计划，在不存在次级经销商区域自身负责开拓，在存在次级经销商区域由次级经销商负责开拓。这一机制提高了公司终端网络的覆盖能力，公司总部仅仅几十人的销售团队管理全国几千人的销售队伍。

2）“层层分享”是指各级合作伙伴独自分享各自授权区域的所有经营收益。发行人只享有出货给一级经销商的收益。不存在次级经销商的区域，一级经销商享有向其管理区域内门店出货的全部收益。存在次级经销商的区域，一级经销商享有向其出货给次级经销商的收益，这种利益分配机制调动了各级经销商在各自授权管理区域内的市场开拓积极性。

图50： 高效经销体系：“伙伴金字塔”模式



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从普通文具店到样板店，再到加盟店，公司零售终端逐步升级，获客能力与单店盈利能力均有显著提升。最初，公司向普通文具店免费提供印有晨光文具商标标识的店招，并传授产品搭配、货架合理摆放等经营经验，提升单店盈利能力，这一时期的零售终端被称为“样板店”。在所有样板店中，根据公司产品上架数量要求及提供服务支持的差异，又可分为“标准样板店”和“高级样板店”。其中“标准样板店”要求上架公司产品 265 种以上，而“高级样板店”则要求 370 以上。在此基础上，公司选择有较好经营能力、地理位置较好的样板店进一步升级，在样板店基础上升级为“ 加盟店”。**晨光系终端相比普通文具店而言具有较大优势，一方面获得公司专业化经营指导，抗风险能力更强。另一方面，提升了终端客户的消费体验，优化了品牌形象。**

表13： 不同零售终端的特征分析

业态	特征
普通文具店	数量庞大，文具零售的主流终端；位于学校周边、闹市区和人流较多地段，消费群体覆盖广，学校周边是主要聚集地；单店规模较小，自给自足，**缺乏有效管理，抗风险能力弱**；经营众多类型产品及品牌，没有约束
连锁店（样板店、加盟店）	数量目前少于普通文具店，但近年来发展迅速；位于学校周边、闹市区和人流较多地段，消费群体覆盖广；单店规模高于普通文具店，**专业化管理，抗风险能力强**；授权经营品牌产品，专一品牌至多品牌不等
便利店、超市（KA）	规模及资金实力雄厚；渠道成本高，导致产品最终售价较高； 文具产品在整个商超体系中价格竞争激烈；**国内消费者没有经常在商超购买文具习惯**
电子商务（网购）	由于省去门店环节，售价往往要低于上述三种业态。**网购是未来消费重要趋势，线下线上结合的模式将充分打通传统与网络渠道**
一站式零售服务	综合客户多方面需求、利用掌握的研发设计、产能及营销网络资源，为客户提供一站式、定制化的整体服务。在办公文具领域该模式取得了较大成功，Staples 是一站式零售服务领域的代表性企业

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

近年来，随着功能性消费向体验式消费升级，公司也在逐步推广 2.0 加盟店，实行“零费用加盟及整店设计方案输出”的政策。晨光 2.0 加盟店以消费者为中心，借由“情景式陈列”来模拟商品在生活中的样貌，突显品质，使陈列场景化、生活化、艺术化。在销售策略方面，2.0 加盟店制定合理的规划，有效增加销售热区，构建不同的主题场景。**根据广州协会统计数据显示，普通文具店的年平均闭店比例为 12.5%，而公司样板店的年平均闭店比例仅为 5.31%，加盟店的闭店比例更是小于 5%。晨光系终端平均闭店比例显著低于行业平均水平，体现了公司专业化管理与支持的良好效果。**

图51： 晨光 2.0 加盟店



资料来源：晨光联盟 APP，新时代证券研究所

3.3、 品牌：三十年筑造匠心，多维系列深入人心

公司设立多个细分品牌，包括晨光文具、九木杂货店、科力普、晨光优品、本位、MGKids 和 MGArts 七大品牌。其中，九木杂货店、科力普是公司近几年大力发展的新业务。晨光优品面向学生和年轻白领，主推具有强功能的极简产品。MGKids 主打儿童系列、益智系列产品。**多维品牌阵营针对不同群体设计开发不同产品，有助于提升各细分领域的市占率。**

此外，通过对学生教育的持续关注，公司不断增强与消费者的互动粘性。比如，公司自 2013 年起已举办六届“晨光文具杯”少儿美术创意绘画征集活动，获得教育界、社会媒体及众多艺术爱好者的广泛关注。

表14： 针对不同使用场景，公司设立多个细分品牌

品牌	目标群体	品牌理念
晨光文具	**学生、办公人士**	主打书写工具、学生文具、办公文具，使命是让学习和工作更快乐，更高效
九木杂货店	年轻女性	倡导实用美学，致力于提供一个实用、品质、美学的“逛”空间
科力普	B 端客户	晨光打造的办公直销平台，主要为政府、企事业单位、世界 500 强企业到家庭 SOHO 办公族的各类用户提供高性价比产品及优质的办公采购一站式服务
晨光优品	学生、年轻白领	主推具有强功能的极简产品
本位	学生、年轻白领	倡导回归产品本质，化繁为简
MGKids	儿童	为儿童提供更加安全、更高品质、更强功能的绘画、手工、益智系列产品
MGArts	绘画爱好者、专业人士	为绘画艺术爱好者和部分专业人士提供更高品质、更加精致、更具文创精神的绘画用品

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图52： 晨光文具杯全国少儿创意绘画活动



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图53： 晨光杯全国青少年书法大赛



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

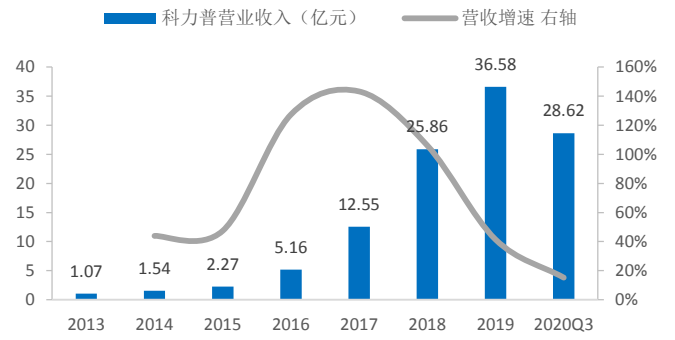
4、 新业务增长潜力：办公直销大有可为，新零售贡献增量

4.1、 晨光科力普：B 端需求广阔，拓展客户能力持续增强

4.1.1、 “1+N”战略开发 5 大核心客户，省心购助力获客小 B 企业

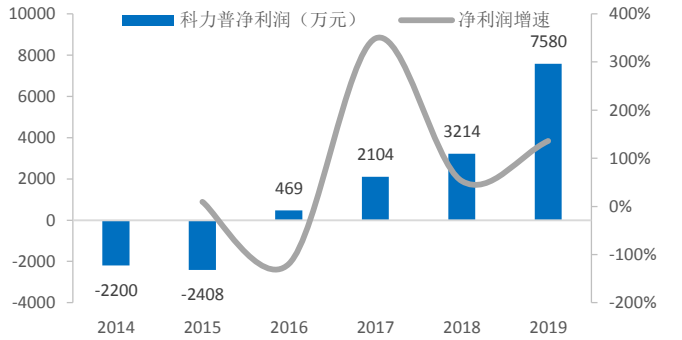
晨光科力普成立于 2012 年，是公司旗下办公电商直销平台，产品包括自有和代理产品，涵盖 15 大核心品类、600 多个小类，70000 多种商品，主要服务五大核心客户，包括各级政府、央企、金融机构、世界 500 强公司和中间平台。受益于阳光化采购政策，政府线上采购需求上升。此外，科力普于 2017 年成功收购欧迪中国 100%股权，协同效应加强。2020Q3 科力普实现营业收入 28.62 亿元，2013 年-2019 年营收 CAGR 高达 80.15%，目前，科力普收入贡献占比 33.52%，已经成为传统业务之外的第二大增长点。

图54： 2020Q3 科力普营业收入 28.62 亿元



资料来源：wind，新时代证券研究所

图55： 2019 年科力普净利润同比增速 135.84%



资料来源：wind，新时代证券研究所

凭借强大的综合服务能力，公司屡次中标大型客户。2019 年，政府客户上，公司入围山西、辽宁、吉林、重庆政府采购项目；央企客户上，公司入围中国移动、中国联通、中国邮政等采购项目；金融机构客户上，公司入围浦发银行、广发银行等采购项目；世界 500 强客户上，中标小米、西门子、戴尔，华润置地等项目。

表15： 科力普多次中标大型客户

时间	各级政府	央企	金融机构	世界五百强公司及其他
2017	再次入围上海市政府、天津市政府；中标成都市政府、深圳市政府、福建省政府采购项目	入围 2017-2019 年度国家电网全国办公用品集采项目；再次中标中国石化、上航公司采购项目，成功中标南方电网、联通集团、中化股份、中国电建、中国移动、英大商务等采购项目	中标招商银行、中信银行全国采购项目	中标海南航空、耐克公司、金科地产、万科物业、特斯拉全国采购项目
2018	入围中央政府采购电商项目、国税总局办公用品电商项目、深圳市政府电商平台招标项目等	再次入围 2019-2020 年南方电网办公电商项目、入围中国邮政储蓄四川分公司、江西分公司、上海分公司、河南分公司营销品项目等	入围中国邮储银行全国电商集采项目、 中国建设银行全国办公邮政集采项目、中邮保险办公采购项目和广州农商银行办公采购项目等	
2019	入围山西、辽宁、吉林、重庆政府项目	入围中国移动、中国联通、中国邮政等采购项目	入围浦发银行、广发银行等采购项目	中标小米、西门子、戴尔，华润置地、广州地铁等项目
2020	中标北京经济技术开发区管委会办公用品定点公共采购项目	中标宝武集团办公用品集采项目、中国铝业 2020 年办公用品集中采购邀请招募项目、中广核电子商城社会电商通用品自营商品对接项目、华润非招采购平台零星物资采购系统外部电商引入项目	中标银联国际有限公司工会委员会 2020-2021 年员采购项目、上海银行营销物品电商平台；中标上海浦东发展银行 2020 年内部电子商城集采框架入围电商招标项目	中标顺丰通用类物资线上化全国集采四项重大项目；中标广州再生医学与健康广东省实验室采购服务商项目

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

相比大型企业，中小企业因数量众多，采购潜力更大。根据我国 2019 年政府工作报告显示，我国日均新设企业超过 1.8 万户，市场主体总量超过 1 亿户。为争取规模更为庞大的中小企业客户，**公司深入了解消费群体，进行了上百家企业问卷调研和访谈，提前了解中小企业的消费偏好、购买特征、核心需求，最终于 2019 年推出主打小 B 客户的“省心购”采购平台。**

图56： 省心购为中小企业提供 6 大办公场景的产品支持，包括 8 个办公大类



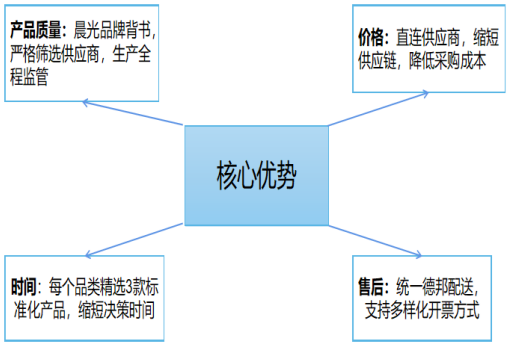
资料来源：科力普公众号，新时代证券研究所

图57： 中小企业的采购痛点



资料来源：科力普公众号，新时代证券研究所

图58： 省心购四大核心优势

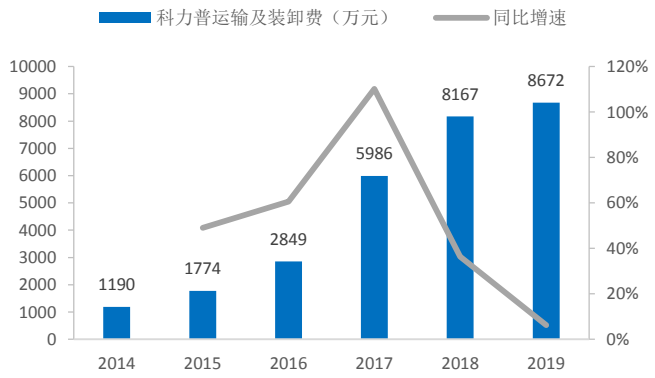


资料来源：科力普公众号，新时代证券研究所

4.1.2、 智慧物流提升采购体验，定制化服务提高用户粘性

相比 C 端客户，B 端客户采购量大，对订单响应速度和物流配送的专业性要求更高。截止 2020 年 6 月，科力普已经在全国建成 6 大中心仓库，覆盖华东、华北、华中、西南、华南和东北地区。科力普拥有唯一一家 AS/RS 自动化立体仓库，存储能力超 50 万箱，出入库吞吐能力达 5 万箱/日。公司在北上广深等城市自建配送队伍，覆盖全国的大容量仓库和专业化的配送队伍可以及时响应客户订单提升采购体验，能够降低物流运输成本，科力普的运输及装卸费增速明显趋缓。

图59： 科力普的运输及装卸费增速明显趋缓



资料来源：wind，新时代证券研究所

4.2、 零售大店：迎新消费趋势，“产品+渠道” 全面升级

4.2.1、 晨光生活馆：净利润逐步减亏，单店营收持续提升

晨光生活馆成立于 2013 年 5 月，定位为“全品类一站式”零售直营旗舰大店，针对学生和年轻消费者提供文具、礼品、饰品及生活用品。截至 2020Q3，生活馆线下门店达到 106 家。

晨光生活馆采取多样化营销，提升线下门店客流量。如推出开学季、樱花季系列产品，打造限量款玩偶、盲盒等，满足年轻人稀缺消费的心理。2020 年，多家晨光生活馆门店入驻饿了么平台，消费者可以在平台下单购买生活馆里的商品，线上购买会获得优惠券打折活动，实现线上线下联动发展，进一步提升客户消费体验。

图60： 晨光生活馆门店陈设



资料来源：晨光生活馆公众号，新时代证券研究所

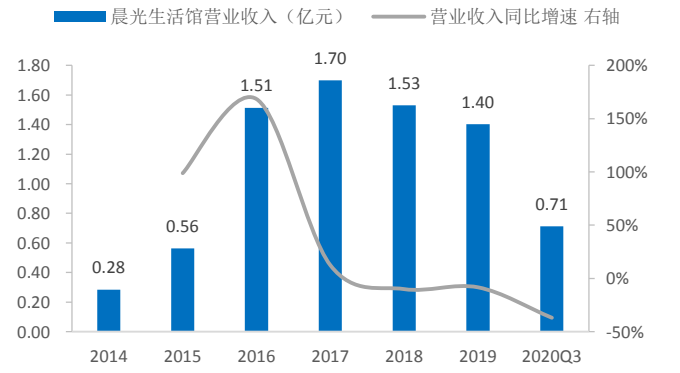
图61： 晨光生活馆推出盲盒



资料来源：晨光生活馆公众号，新时代证券研究所

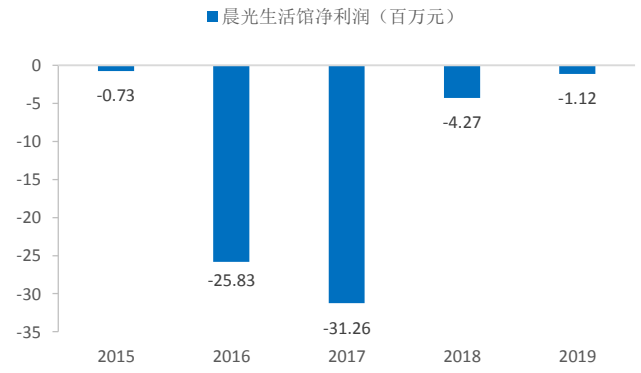
晨光生活馆渠道扩张放缓，存量店铺运营质量提高，未来有望实现扭亏为盈。2020Q3 晨光生活馆（不含九木）营业收入 0.71 亿元，2019 年净利润为-112 万，处于亏损状态，但呈减亏趋势。目前，门店扩张速度放缓。门店数从 2018 年的 140 家降到 2020Q3 的 106 家，伴随存量店铺减少，单店营业收入在稳步上升。2019 年单店营收 117.82 万元，同比增长 7.86%，2014 年-2019 年单店营收 CAGR 达 14.34%。**晨光生活馆通过升级店铺形象、优化组品方案提升单店运营质量。随着单店盈利提升，渠道扩张费用下降，预计未来生活馆具有较大的成长空间。**

图62： 生活馆（不含九木）2020Q3 营收 0.71 亿元



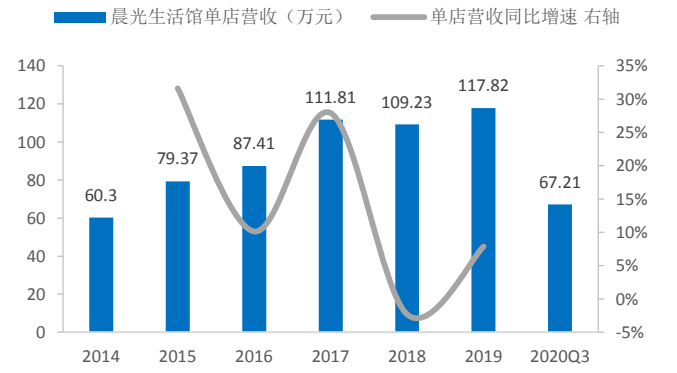
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图63： 生活馆（不含九木）近三年亏损持续减少



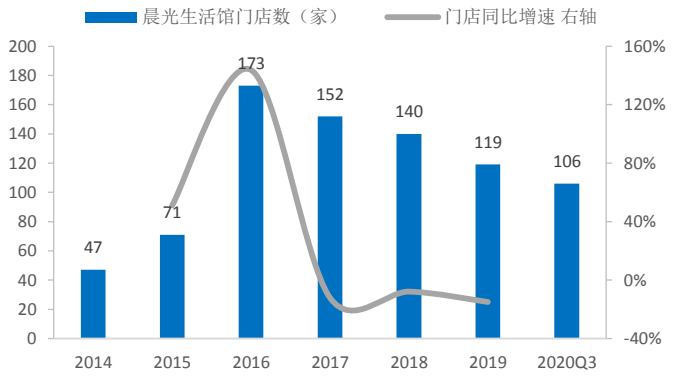
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图64： 2020Q3 生活馆单店营收 67.21 万元



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图65： 生活馆门店数目不断下降



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.2.2、 九木杂物社：精品文创拓展顺利，盈利能力可期

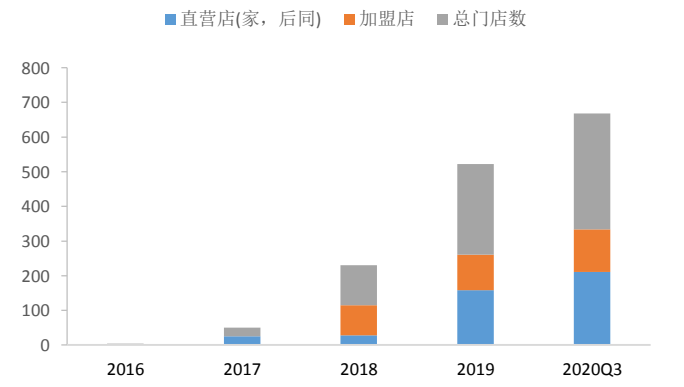
九木杂物社成立于 2016 年，作为晨光生活馆的升级版，主打中高端产品市场。九木杂物社定位精品小百货，主要面向 15-35 岁的年轻女性，包括文具文创、益智文娱、实用家居等多种品类，选址多为大悦城、来福士等中高端商场，由于定位高消费能力人群，因此产品单价相对更高。九木杂物社里晨光自有产品占比较小，引入了许多中高端品牌的商品，其中大多是与公司有合作的品牌商。自 2018 年开始，实行加盟模式。截至 2020Q3，九木杂物社共有线下门店 334 家，其中直营店 211 家，加盟店 123 家。

图66： 九木杂物社选址多在中高端购物中心



资料来源：晨光文具官网，新时代证券研究所

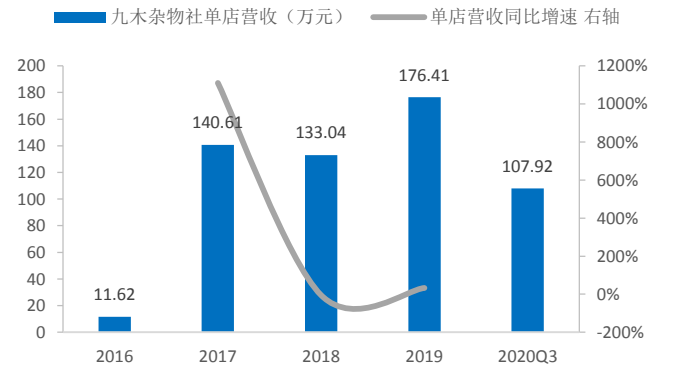
图67： 九木杂物社共有直营店 211 家，加盟店 123 家



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

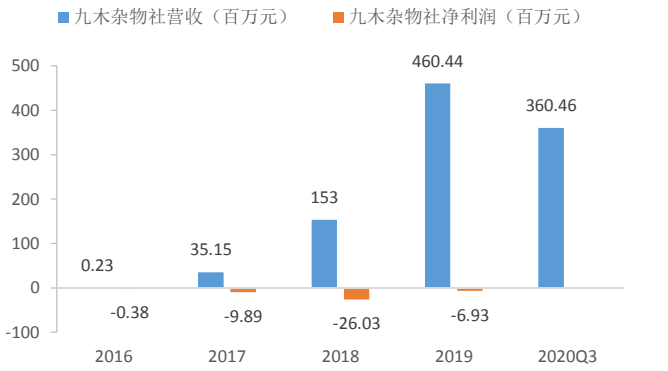
九木杂物社单店盈利改善，渠道布局投入较大，中高端市场成长空间广阔。截至 2020Q3，九木杂物社营业收入 3.6 亿元，同比增长 17.41%，绝对量相当于 2018 年 1.53 亿元营收的 2.3 倍。2019 年末净利润-693.11 万元，相比 2018 年末减亏 1909.67 万元。由于目前处于渠道布局阶段，店面租金和员工薪资投入较大，是亏损的主要原因。2019 年单店营收 176.41 万元，同比增长 32.6%，2016 年-2019 年 CAGR 为 147.61%。背靠晨光品牌，叠加精品文创之风流行和创意活动频繁开展，九木杂物社客户群在不断壮大，预计盈利拐点会加速显现。

图68： 2020Q3 九木杂物社单店营收 107.92 万元



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图69： 2020Q3 九木杂物社营收 3.6 亿元



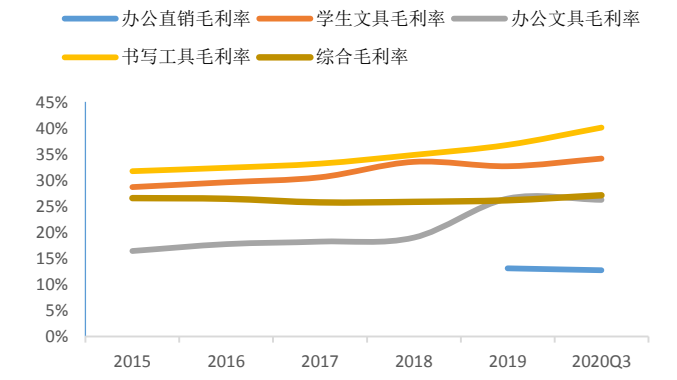
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5、 财务分析

5.1、 盈利能力：成本管控良好，毛利率与净利率稳中有升

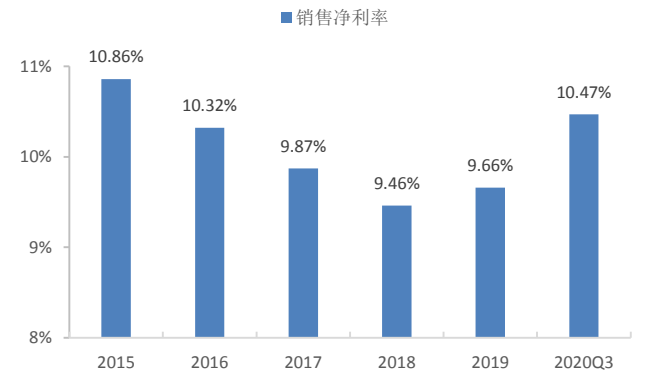
公司传统业务毛利率和净利率均呈现小幅上升趋势。其中，学生文具毛利率由 2015 年的 28.66%上升到 2020Q3 的 34.1%，办公文具毛利率从 2015 年的 16.4%提升到 2020Q3 的 26.21%，主要是近年来不断提升中高端产品占比，开拓精品文创市场，产品单价逐渐上升。但新业务办公直销毛利率为 12.72%，低于综合毛利率平均 26%的水平，但我们认为办公直销市场空间广阔，公司未来有望凭借品牌优势继续战略市场，进一步带动毛利率提升。

图70： 传统核心业务毛利率稳健上升



资料来源：wind，新时代证券研究所

图71： 净利率自 2018 年开始小幅上升

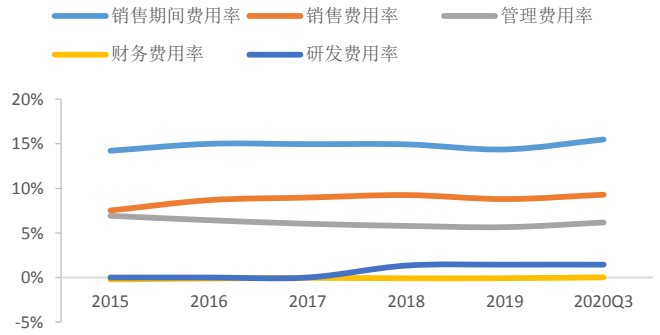


资料来源：新时代证券研究所

费用总体管控良好，管理费用率逐年下降。2015-2020Q3，公司期间费用率保持在 15%的水平，总体平稳。2020Q3 期间费用率上升，主要由疫情爆发导致销售回款减少所致，复工复产后销售逐步回暖，预计总体费用率会在 2021 年改善。费用率构成上，销售费用率总体平稳；管理费用率逐渐下降，从 2015 年的 6.92%降至 2020Q3 的 6.17%，公司近年来业务扩张带来规模效应，叠加制造过程、销售渠道的数字化建设取得积极成效，管理费用逐步下降。

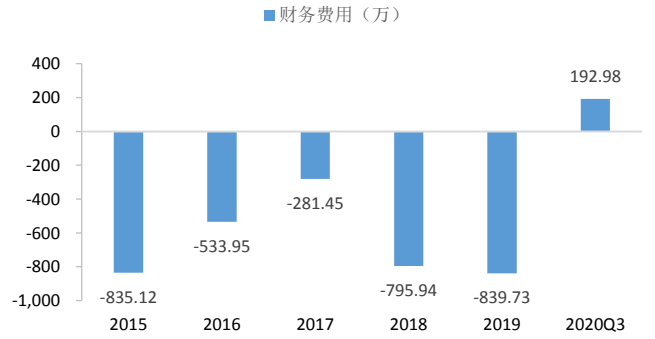
研发投入增加，财务费用管理较好。公司研发费率上升，主要由于传统业务研发持续增加，科力普增加 IT 投入以及收购安教文硕产生了一定费用。负债方面，主要是经营性负债，公司在上下游交易中用应付账款和预收账款代替现金，有息负债很少，利息支出小于理财带来的利息收入，因此财务费用保持现金净流入。

图72： 费用总体管控良好，管理费用逐年下降



资料来源：wind，新时代证券研究所

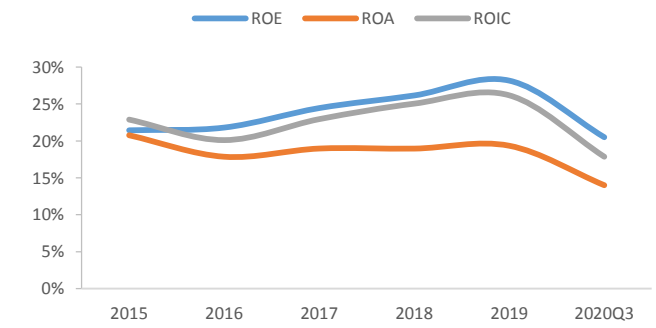
图73： 财务费用管控良好



资料来源：wind，新时代证券研究所

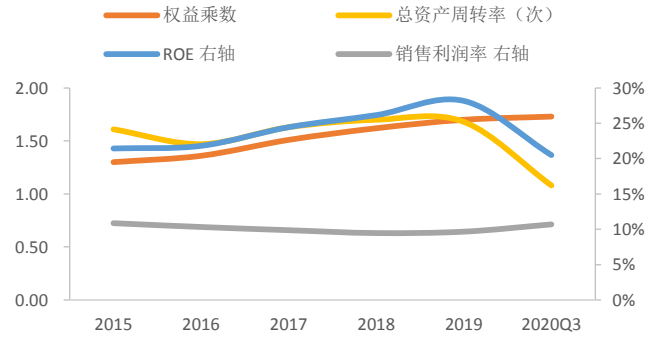
净资产收益率稳中有升，回报率较高。公司的加权净资产收益率从 2015 年的 21.44%上升到 2019 年的 28.17%，稳中略有上升。2020Q3 公司的 ROE、ROA、ROIC 分别为 20.50%、14.00%、17.86%。

图74： 净资产收益率稳中有升，回报率较高



资料来源：wind，新时代证券研究所

图75： ROE 上升在于权益乘数和总资产周转率上升

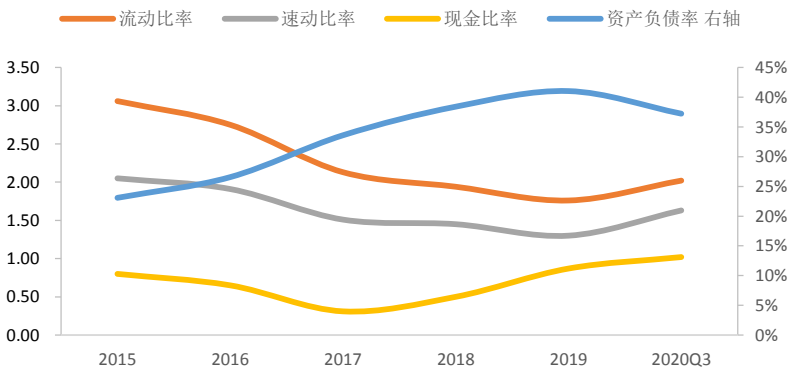


资料来源：wind，新时代证券研究所

5.2、 偿债能力：短期负债率微增，总体负债合理

资本结构合理，短期资产负债率出现上升。公司资产负债率从 2015 年的 23.08%上升到 2020Q3 的 37.23%，但整体负债率合理。其中，从短期偿债能力来看，流动比率和速动比率有下降趋势，2019 年流动比率和速动比率分别为 2.02、1.63，但依然大于 1。由于公司负债多为非付息经营性负债，因此偿债压力并不大。公司现金比率出现小幅上升，2019 年达到 1.02，反映了公司现金流保持充裕。

图76： 流动比率和速动比率有下降趋势

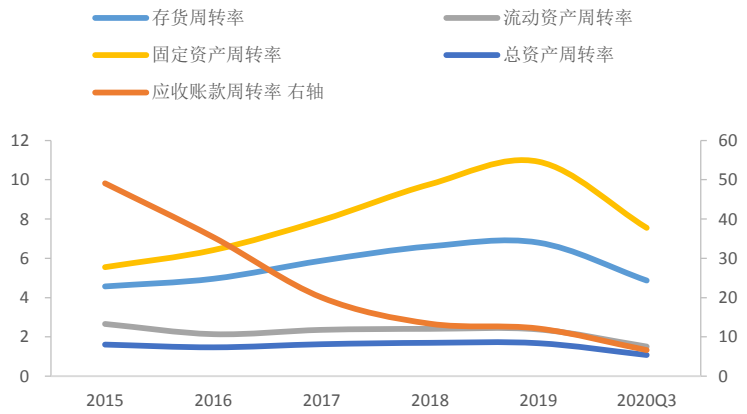


资料来源：wind，新时代证券研究所

5.3、 营运能力：应收周转率下降，总体周转率平稳

总资产周转率稳定，近几年保持在 1.6 次的水平。从资产结构来看周转率变动，固定资产周转率从 2015 年的 5.55 次上升到 2020Q3 的 7.55 次。公司不断加大生产、销售过程的数字化管理，比如将 MPS 升级为 MBS、开发晨光联盟 APP 等，优化了生产与销售的协调，提高了存货周转率。公司应收账款周转率出现下降，从 2015 年的 49.09 次下降到 2020Q3 的 6.65 次，2020 年新冠疫情导致应收周转率进一步下滑。从账龄看，公司 96.54%的应收账款账龄均在 1 年以内，整体较为健康。

图 77： 固定资产周转率和存货周转率明显上升，总资产周转率稳定



资料来源：wind，新时代证券研究所

6、 关键假设与盈利预测

我们对公司主营业务进行分拆与盈利预测，基于以下核心假设：

1）公司传统业务增速保持稳定，2020 年由于新冠疫情导致线下渠道出现明显下滑，预计呈个位数增长。预计书写工具 2020-2022 年收入增速分别为 5.0%、13.0%、13.0%；学生文具 2020-2022 年收入增速分别为 5.0%、20.0%、20.0%；办公文具 2020-2022 年收入增速分别为 12.0%、25.0%、25.0%。

2）新业务晨光科力普和零售大店增长具有一定弹性，2020 年一季度线下影响较大，后逐季度复苏；科力普保持快速增长，业务占比上升。预计办公直销业务 2020-2022 年收入增速分别为 15.0%、20.0%、22%；零售大店业务 2020-2022 年收入增速分别为 8.0%、15.0%、20.0%。

3）公司整体毛利率保持稳定，预计 2020-2022 年分别为 25.7%、25.8%、25.8%。

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 127.56 亿元、160.09 亿元、196.11 亿元，增速分别为 14.5%、25.5%、22.5%；净利润分别为 12.17 亿元、15.26 亿元、18.70 亿元，增速分别为 14.8%、25.4%、22.6%。

表16： 主营业务拆分与收入预测

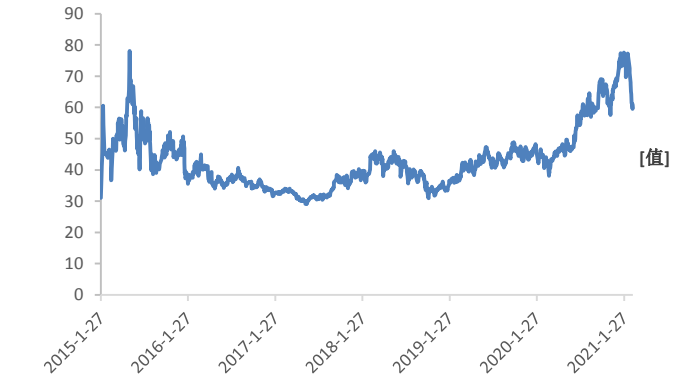
百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6357.10	8534.99	11141.10	12756.56	16009.48	19611.62
YoY（%）	36.35	34.26	30.53	14.50	25.50	22.50
营业成本	4721.13	6330.45	8229.84	9478.12	11871.24	14536.67
YoY（%）	37.61	34.09	30.00	15.17	25.25	22.45
毛利	1635.97	2204.54	2911.26	3278.44	4138.24	5074.95
毛利率（%）	25.73	25.83	26.13	25.70	25.85	25.88
书写工具						
收入	1788.34	1946.02	2186.59	2295.92	2594.39	2931.66
YoY（%）	8.56	8.82	12.36	5.00	13.00	13.00
成本	1195.28	1268.21	1383.09	1479.91	1613.10	1758.28
YoY（%）	7.27	6.10	9.06	7.00	9.00	9.00
毛利	593.06	677.81	803.50	816.01	981.29	1173.38
毛利率（%）	33.20	34.80	36.70	35.54	37.82	40.02
学生文具						
收入	1633.10	1858.23	2645.28	2777.54	3333.05	3999.66
YoY（%）	18.87	13.79	42.35	5.00	20.00	20.00
成本	1134.38	1235.80	1781.28	1870.34	2244.41	2693.30
YoY（%）	17.26	8.94	44.14	5.00	20.00	20.00
毛利	498.72	622.44	864.00	907.20	1088.64	1306.37
毛利率（%）	30.50	33.50	32.70	32.66	32.66	32.66
办公文具						
收入	2833.44	4613.42	2346.94	2628.57	3285.72	4107.15
YoY（%）	82.55	62.82	-49.13	12.00	25.00	25.00
成本	2317.73	3738.26	1725.91	1898.50	2278.20	2847.75
YoY（%）	81.48	61.29	-53.83	10.00	20.00	25.00
毛利	515.71	875.17	621.03	730.07	1007.51	1259.39
毛利率（%）	18.20	18.97	26.46	27.77	30.66	30.66
办公直销						
收入	1255.15	2586.04	3658.06	4206.77	5048.12	6158.71
YoY（%）	/	106.03	41.45	15.00	20.00	22.00
成本	/	2231.45	3179.15	3687.81	4240.99	5004.36
YoY（%）	/	/	42.47%	16.00	15.00	18.00
毛利	/	/	478.91	518.95	807.14	1154.35
毛利率（%）	/	/	13.09	12.34	15.99	18.74
零售大店（生活馆&九木杂物社）						
收入	205.11	305.92	600.64	648.69	745.99	895.19
YoY（%）	/	49.15	96.34	8.00	15.00	20.00

资料来源：wind，新时代证券研究所

7、 估值水平与评级

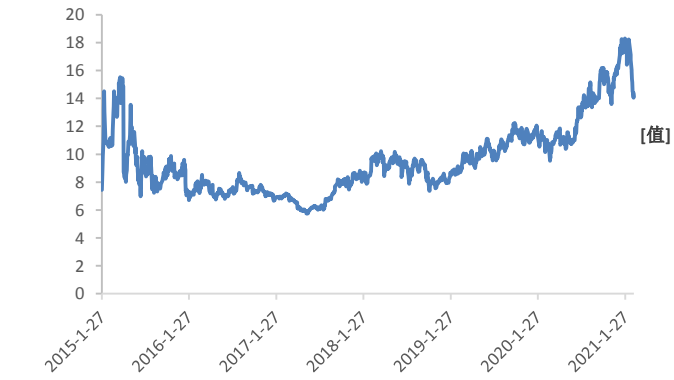
短期来看，春季开学预计将推动文具消费需求释放，公司凭借校园商圈的门店高覆盖率，可充分享受到旺季的增长红利。中长期来看，公司品牌与渠道护城河深厚，文具向文创转型提升了产品溢价，伴随高端产品占比提升，传统文具业务毛利率将进一步提高。公司两大新业务晨光科力普与零售大店（晨光生活馆&九木杂物社）正处于高速增长阶段，零售大店预计将迎来盈利拐点，为公司业绩提供增量。此外，晨光科力普发展势头迅猛，受益于办公集采阳光化，品牌与先发优势以及高效的供应链管理能力突出，发展提速后有望进一步提升公司整体估值水平。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.31 元、1.65 元、2.02 元，对应 PE 分别为 55.8X、44.5X、36.3X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图78： 公司历史 PE（TTM）走势



资料来源：wind，新时代证券研究所

图79： 公司历史 PB 走势



资料来源：wind，新时代证券研究所

表17： 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS（元）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002301	齐心集团	11.35	0.35	0.41	0.56	0.76	38.77	27.40	20.17	14.94
603899	晨光文具	73.21	1.14	1.31	1.65	2.02	42.30	55.81	44.50	36.31
	平均						40.53	41.60	32.34	25.63

资料来源：wind，新时代证券研究所（截止至 2021 年 3 月 4 日）

8、 风险分析

1）市场竞争加剧：一方面，文具行业进入门槛较低，市场格局分散，若有更多中小厂家进入，将对公司传统业务产生一定影响。另一方面，若国外高端文具进口逐渐增加，将会影响公司传统文具的市场份额。

2）零售大店业务拓展不及预期：目前，九木杂物社处于渠道扩张阶段，若单店盈利改善有限，加上渠道拓展产生大量费用，零售大店业务发展将会受到影响。

3）科力普客户开拓不及预期：科力普是公司的新兴业务，增长迅速。由于办公直销市场竞争激烈，若科力普客户开拓情况不佳，将会影响公司的盈利成长性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4100**	**5264**	**5942**	**8124**	**9453**
现金	1047	1936	2531	3452	4549
应收票据及应收账款合计	811	1026	1077	1562	1671
其他应收款	110	118	143	184	217
预付账款	42	85	61	123	102
存货	1043	1378	1410	2082	2194
其他流动资产	1047	721	721	721	721
非流动资产	**1578**	**2302**	**2396**	**2679**	**2997**
长期投资	30	36	41	46	51
固定资产	877	1164	1299	1586	1845
无形资产	188	331	353	380	413
其他非流动资产	483	771	704	667	687
资产总计	**5678**	**7565**	**8339**	**10803**	**12450**
流动负债	**2108**	**2995**	**2927**	**4189**	**4257**
短期借款	0	183	183	183	183
应付票据及应付账款合计	1319	1861	1802	2786	2832
其他流动负债	788	951	942	1220	1242
非流动负债	**73**	**109**	**109**	**109**	**109**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	109	109	109	109
负债合计	**2181**	**3104**	**3036**	**4298**	**4366**
少数股东权益	86	259	246	236	232
股本	920	920	927	927	927
资本公积	272	272	272	272	272
留存收益	2218	3009	3715	4646	5821
归属母公司股东权益	3411	4202	5058	6268	7853
负债和股东权益	**5678**	**7565**	**8339**	**10803**	**12450**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8535**	**11141**	**12757**	**16009**	**19612**
营业成本	6330	8230	9478	11871	14537
营业税金及附加	35	42	50	63	78
营业费用	789	980	1103	1420	1746
管理费用	380	469	716	856	1006
研发费用	114	160	71	107	157
财务费用	-8	-8	-25	-38	-59
资产减值损失	3	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	1	1	1
其他收益	9	27	9	10	12
投资净收益	35	24	28	31	31
营业利润	**935**	**1283**	**1403**	**1774**	**2193**
营业外收入	46	29	44	45	47
营业外支出	21	19	11	13	15
利润总额	**960**	**1294**	**1436**	**1807**	**2226**
所得税	152	218	233	290	360
净利润	**808**	**1076**	**1203**	**1517**	**1865**
少数股东损益	1	16	-14	-9	-5
归属母公司净利润	**807**	**1060**	**1217**	**1526**	**1870**
EBITDA	1127	1478	1605	2006	2403
EPS（元）	0.87	1.14	1.31	1.65	2.02

单位:百万元

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**828**	**1082**	**1221**	**1726**	**1894**
净利润	808	1076	1203	1517	1865
折旧摊销	198	231	226	278	287
财务费用	-8	-8	-25	-38	-59
投资损失	-35	-24	-28	-31	-31
营运资金变动	-145	-243	-152	3	-165
其他经营现金流	10	50	-2	-2	-3
投资活动现金流	**-296**	**-74**	**-290**	**-527**	**-571**
资本支出	318	378	90	277	313
长期投资	-14	384	-5	-5	-5
其他投资现金流	8	688	-206	-255	-263
筹资活动现金流	**-225**	**-364**	**-336**	**-277**	**-227**
短期借款	0	183	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	7	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-225	-547	-343	-277	-227
现金净增加额	**309**	**636**	**595**	**922**	**1096**

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	34.3	30.5	14.5	25.5	22.5
营业利润(%)	36.9	37.3	9.3	26.4	23.6
归属于母公司净利润(%)	27.3	31.4	14.8	25.4	22.6
获利能力					
毛利率(%)	25.8	26.1	25.7	25.8	25.9
净利率(%)	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
ROE(%)	23.1	24.1	22.7	23.3	23.1
ROIC(%)	37.4	68.9	65.9	71.2	70.4
偿债能力					
资产负债率(%)	38.4	41.0	36.4	39.8	35.1
净负债比率(%)	-27.9	-37.7	-43.0	-49.2	-53.2
流动比率	1.9	1.8	2.0	1.9	2.2
速动比率	0.9	1.2	1.5	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	13.3	12.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.9	5.2	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.14	1.31	1.65	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	2.57	1.32	1.86	2.04
每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.53	5.45	6.75	8.46
估值比率					
P/E	84.2	64.0	55.8	44.5	36.3
P/B	19.9	16.2	13.4	10.8	8.7
EV/EBITDA	59.5	44.5	40.6	32.0	26.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015 年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020 年 1 月加盟新时代证券研究所，从事轻工制造和家电领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁　爽　销售总监**	
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn	
上海	**阎喜蒙　销售副总监**	
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn	
广深	**丁培培　销售经理**	
	邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/