浓墨重彩，书写传奇

——晨光文具（603899）深度报告

投资评级：推荐（首次）

分析师

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

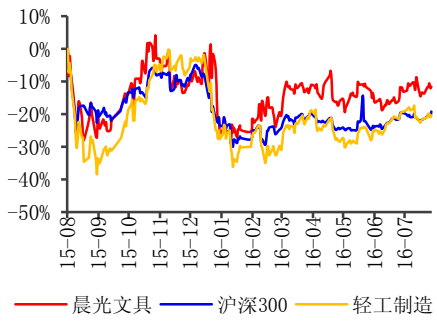
市场数据

目前股价	18.62
总市值（亿元）	171.30
流通市值（亿元）	41.71
总股本（万股）	92,000
流通股本（万股）	22,400
12 个月最高/最低	22.51/14.23

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	3749.11	4486.19	5315.24
(+/-%)	23.19%	19.66%	18.48%
净利润	422.65	504.33	611.90
(+/-%)	23.58%	20.34%	21.33%
摊薄 EPS	0.55	0.67	0.82
PE	33.97	28.00	22.75

股价表现



数据来源：贝格数据

投资建议

公司是国内第一文具企业，“自主品牌+内需市场”的领跑者，凭借强大的渠道及研发优势，市场占有率及产品渗透率不断提高，业绩持续快速增长。近年来公司积极推进新业务，“晨光科力普”进军办公直销领域新蓝海、“晨光生活馆”开启全新商业模式及线上线下战略布局的完善，前景值得期待。未来还应积极关注公司潜在的并购意向。预测 2016-2017 年 EPS 分别为 0.55 元、0.67 元，对应 PE 分别为 34X、28X，受益于书写文具市场集中度的提高，公司传统主营业务上升空间巨大，新业务探索为公司贡献业绩增量，首次给予“推荐”的投资评级。

投资要点

- **文具行业龙头企业，新业务值得期待：**公司主要从事“M&G 晨光”品牌书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售，深耕国内市场，占有国内最大的书写工具市场份额，在零售终端网络方面拥有领先优势，品牌认知度高，新业务发展迅猛，值得期待。2016 年上半年公司实现营业收入 21.8 亿元，同比增长 17.97%，实现净利润 2.51 亿元，同比增长 20.81%，每股收益 0.27 元，业绩持续靓丽。

- **渠道升级、新品研发促增长：**公司运用“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，与各级经销商共同建立了“稳定、共赢”的分销体系。公司率先在国内文具行业规模化开展零售终端的品牌销售管理与特许经营管理，校边商圈覆盖率高达 80%，核心优势尽显。针对文具时尚化的趋势，公司凭借行业领先的技术制造能力，不断把握市场流行元素、及时推出新品，形成了快速的市场反应能力和强大的新品设计研发能力。在我国文具市场集中度低，市场规模逐年扩大的背景下，公司市场份额还有很大的提升空间。

- **新业务快速增长，值得重点关注：**公司新业务快速增长，上半年晨光生活馆实现营业收入 5203 万元，同比增长 115.71%，晨光科力普实现营业收入 1.77 亿元，同比增长 106.97%。一站式办公服务平台晨光科力普月订单超过 3 万单，拥有超过 1 万家有效客户，随着科力普布局重点二线城市，收入将持续迅猛增长。新商业模式-晨光生活馆打造学习生活的文化时尚购物场所和线下体验中心，通过有效的选址和标准化建设，业务快速扩大，2015 年，晨光生活馆新增 24 家，预计未来布局将进一步加快，期待品牌效益双收。

- **风险提示：**国内文具市场增长不及预期，市场开拓及劳动力成本上升风险，新业务开展进度不达预期，实际控制人控制不当风险。

目录

1. 公司概况 4
1.1 文具行业龙头企业，新业务值得期待 4
1.2 公司股权结构集中，晨光集团持股 58% 5
2. 渠道升级、新品研发促增长 6
2.1 渠道扩充升级，巩固领先优势 6
2.2 新品研发强势推进，消费者粘性增强 8
2.3 行业集中度低，文具龙头成长空间广阔 11
2.4 盈利能力强，现金流良好 13
3. 新业务快速增长，值得重点关注 15
3.1 办公直销市场空间广阔，科力普迅猛发展 15
3.2 晨光生活馆开启全新商业模式 17
3.3 线上线下相互配合，完成消费闭环 18
4. 投资建议 19
5. 风险提示 19
附：盈利预测表 20

图表目录

图 1: 公司所处行业上下游 4
图 2: 公司近年营业收入及同比增速 4
图 3: 公司近年净利润及同比增速 4
图 4: 学生文具近年营业收入及同比增速 5
图 5: 办公文具近年营业收入及同比增速 5
图 6: 2013-2015 年晨光生活馆销售收入及占比 5
图 7: 2013-2015 年晨光科力普销售收入及占比 5
图 8: 公司股权结构 6
图 9: 公司发展愿景 6
图 10: 公司销售模式 7
图 11: “晨光伙伴金字塔”营销模式 7
图 12: 公司 2011-2015 年各类门店数量 8
图 13: 国内制笔行业技术现状及公司技术现状 9
图 14: 晨光优品原木系列中性笔 10
图 15: 晨光在梅边系列笔记本 10
图 16: 2011-2015 年新品研发数量 11
图 17: 2011-2015 年公司研发投入及占收入比重 11
图 18: 我国城镇居民与农村居民人均消费支出 11
图 19: 2001-2014 年我国教育经费投入 11
图 20: 2011-2015 公司内销收入及同比增速 12
图 21: 2015 年公司内销收入与外销收入占比 12
图 22: 2011-2015.10 文具制造行业营业收入及同比增速 12
图 23: 2011-2015.10 制笔行业营业收入及同比增速 12
图 24: 几大文具品牌公司的定位 13
图 25: 公司 2015 年产品结构 14
图 26: 公司 2015 年细分产品毛利率 14
图 27: 三家文具公司的应收账款周转率 15
图 28: 三家公司的经营活动现金流量净额 15
图 29: 晨光科力普的一站式办公服务 15
图 30: 晨光科力普合作品牌 15
图 31: 晨光科力普规划的销售模式 16
图 32: 晨光科力普办公解决方案 17
图 33: 晨光生活馆 17
图 34: 晨光生活馆 17
图 35: 晨光生活馆选址建店方式 18
图 36: 集客回家新年套装 19
图 37: 集客 Plus 暴走漫画系列套装 19

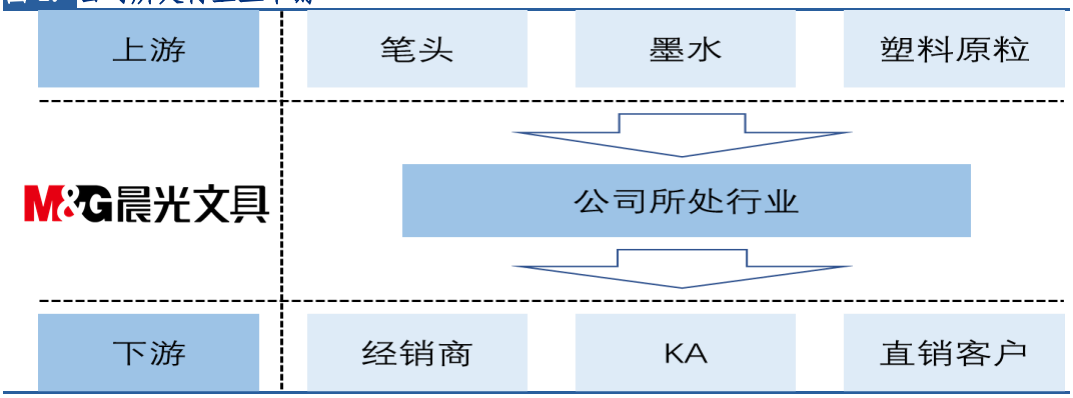
表 1: 我国国内文具零售终端业态及特征 8
表 2: 公司主营产品概览 10
表 3: 文具成熟市场与发展中市场比较 13
表 4: 文具制造行业和制笔行业近 10 年的毛利率 14

1. 公司概况

1.1 文具行业龙头企业，新业务值得期待

上海晨光文具股份有限公司成立于 2008 年，于 2015 年 1 月在上海证券交易所上市，主要从事“M&G 晨光”品牌书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售。晨光顺应我国经济由出口导向向内需拉动转型的浪潮，深耕国内市场，打造自主品牌，扩充升级渠道，是文具行业“自主品牌+内需市场”的领跑者。晨光文具为国内文具第一品牌，在国内书写工具市场占有率排第一，拥有国内领先的文具零售终端网络，是文具内销市场的龙头企业。

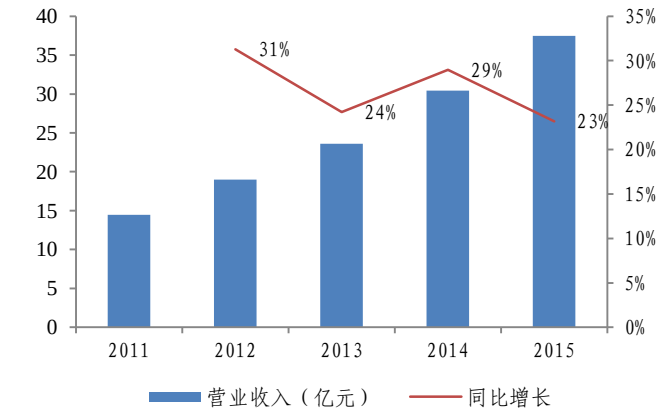
图 1：公司所处行业上下游



资料来源：长城证券研究所整理

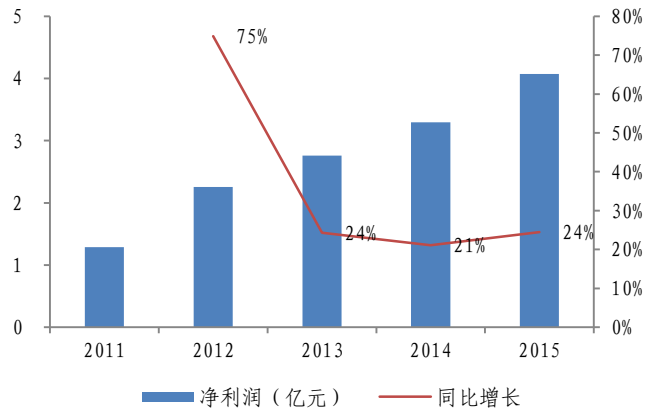
公司在书写文具、学生文具与办公文具的销售方面继续保持较快增长。2015 年全年公司实现营业收入 37.49 亿元，同比增长 23.19%；归属于上市公司股东的净利润 4.23 亿元，同比增长 24.47%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 3.8 万元，同比增长 24.56%。分产品看，书写工具在公司营收中占比最大，作为公司的传统产品及核心产品，书写工具仍是销售收入的主要来源，但是近几年营收占比明显下降。学生文具在营业收入中占比居次，最近五年保持平稳较快增长，年均增速超过 20%。办公文具业务发展迅猛，收入占比高速增长，为公司贡献了较大的业绩增量。

图 2：公司近年营业收入及同比增速



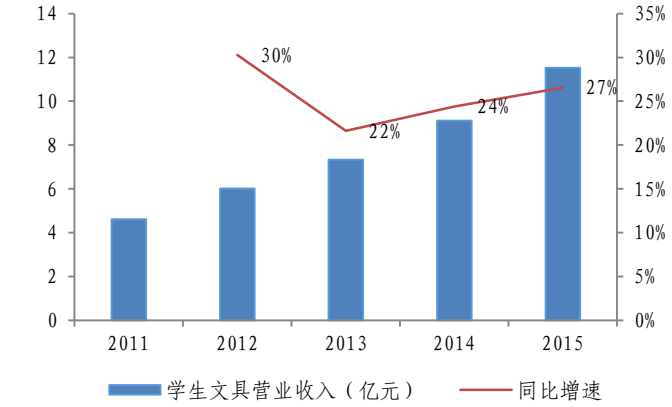
资料来源：wind，长城证券研究所整理

图 3：公司近年净利润及同比增速



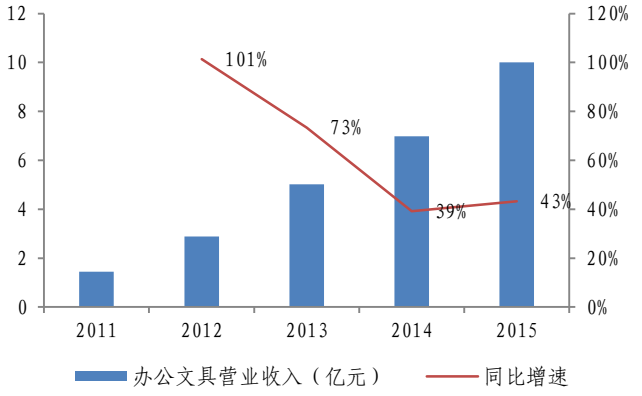
资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

图 4：学生文具近年营业收入及同比增速



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

图 5：办公文具近年营业收入及同比增速

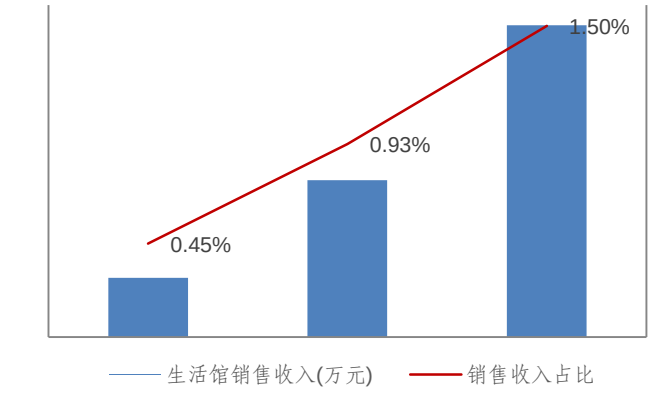


资料来源：Wind，长城证券研究所整理

2015 年公司的新业务迅猛发展，为公司贡献新的业绩增量。直营旗舰大店“晨光生活馆”、办公一站式服务“晨光科力普”和互联网业务“晨光科技”的成功运营，增强公司的两翼，巩固公司的文具行业龙头地位。

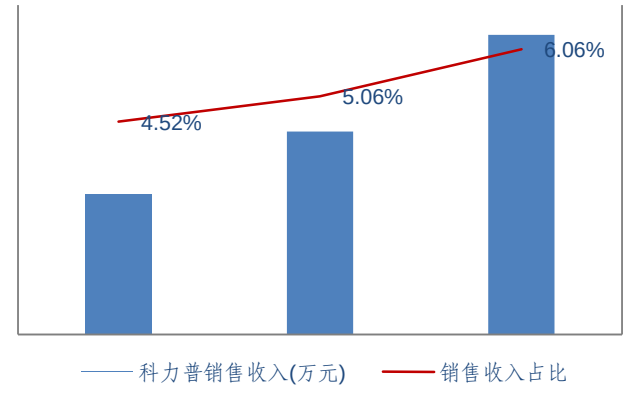
- 办公一站式服务晨光科力普，2015 年实现营业收入 2.27 亿元，同比增加 47.77%，月订单量超过 3 万单，拥有超过 1 万家有效客户。
- 晨光生活馆业务快速推进，2015 年合并实现营业收入 5635 万元，同比增加 98.80%。
- 晨光科技负责线上销售，和晨光生活馆相互配合，积极探索互联网零售新模式+众筹/跨界合作的新销售模式，推出了多款互联网创意产品，创造了更多元化的品牌推广模式。

图 6：2013-2015 年晨光生活馆销售收入及占比



资料来源：wind，长城证券研究所整理

图 7：2013-2015 年晨光科力普销售收入及占比



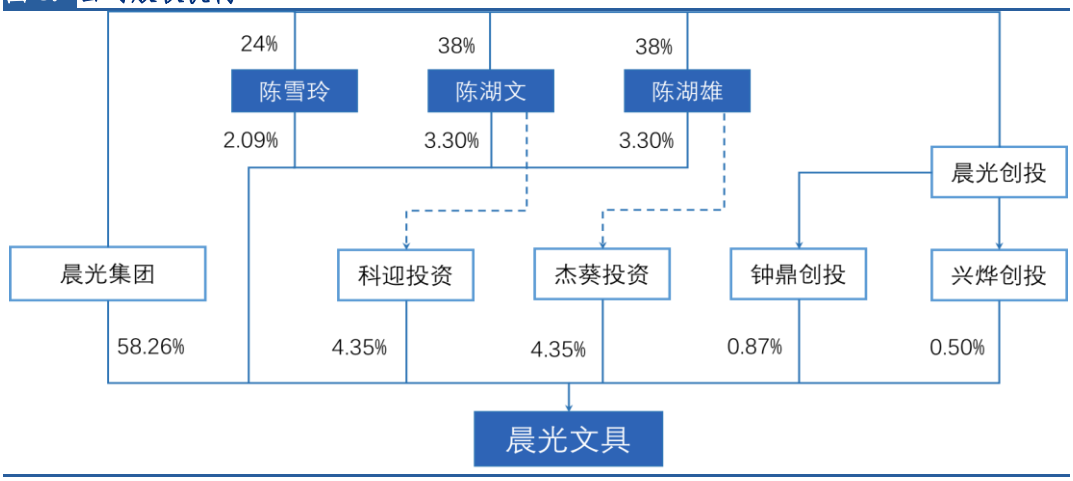
资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

1.2 公司股权结构集中，晨光集团持股 58%

公司的控股股东为晨光集团，持有本公司 58.26%的股份。陈湖文、陈湖雄及陈雪玲三姐弟合计持有公司控股股东晨光集团 100%股权，同时，陈湖文、陈湖雄及陈雪玲三姐弟分别直接持有本公司 3.3%、3.3%、2.09%的股份。此外，陈氏三姐弟通过共同控股的晨光

创投持有本公司 1.37%股权，陈湖文通过科迎投资持有本公司 4.35%的股份，陈湖雄通过杰葵投资持有本公司 4.35%的股份。陈氏三姐弟拥有对本公司的绝对控制权，是公司的实际控制人。

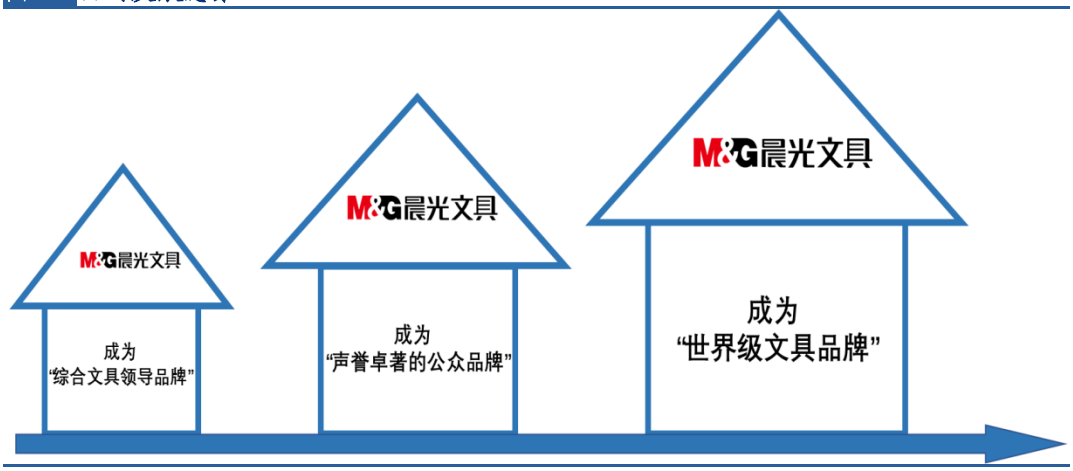
图 8：公司股权机构



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司股权结构集中，对经营计划和发展战略有较强的决策力、执行力。管理层对公司有明确愿景，核心在于通过渠道的持续扩充与升级，扩大文具主业销售规模，在各细分文具市场均确立明显的竞争优势，最终将公司打造为在市场、品牌、研发、制造及供应链管理等多个方面均具有国际先进水平的世界级文具企业。我们认为实际控制人控制地位稳固有利于公司借助资本市场，加大资本运作力度，开展更多的股权类融资操作，不断增厚公司资产，扩大生产和经营规模，加速市场开拓，进一步提升品牌影响。

图 9：公司发展愿景



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

2. 渠道升级、新品研发促增长

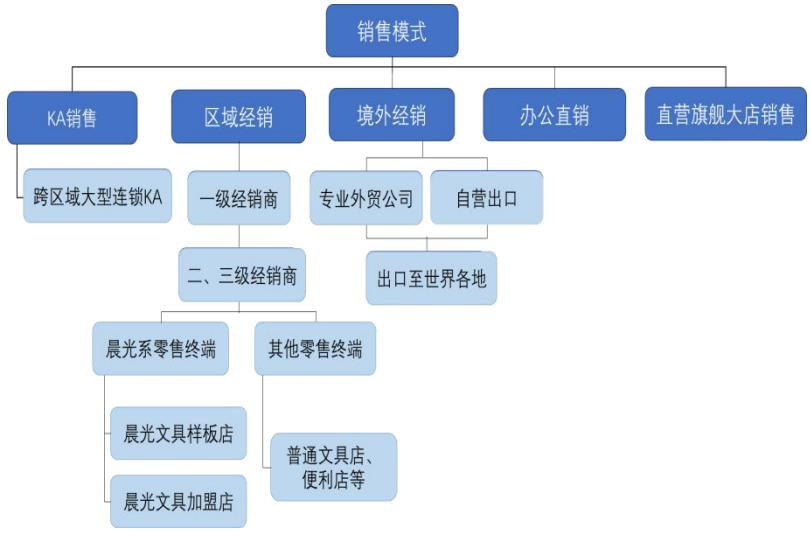
2.1 渠道扩充升级，巩固领先优势

公司运用“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，与各级经销商共同建立了“稳定、共赢”的分销体系。在此基础上，晨光文具率先在国内文具行业规模化

开展零售终端的品牌销售管理与特许经营管理，为公司产品销售增长带来强大动力。校边商圈覆盖率高达 80%，核心优势尽显，这种布局完全符合公司“得渠道者得天下”的渠道营销战略。

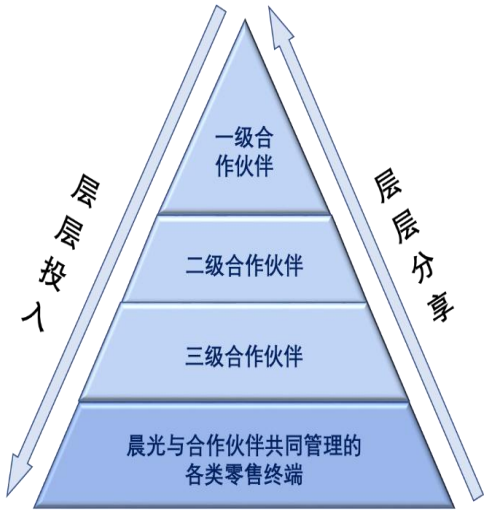
- **高效的分销体系管理：**公司在每一个区域市场只培育唯一的渠道分销商，分销商享受区域市场产生的全部收益，改变了快速消费品行业普遍采用的多客户渠道模式。在此基础上，公司首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，结合标准化的全国价格管控体系，与合作伙伴共同拓展市场，共同维护市场，共同分享收益。在产品经营方面，公司在一级（省级）合作伙伴层面已实现晨光品牌产品“全排他”经营，在二、三级合作伙伴层面，书写工具做到了竞争性产品的排他；渠道管理方面，公司实现了一级经销商之间“零窜货”的优异价格管理成效以及经销商门店经营的现代化 4S 管理成果；营销团队建设方面，借助于庞大的经销体系以及与合作伙伴紧密的合作关系，公司通过不折不扣的执行“多维度”的 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 10：公司销售模式



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

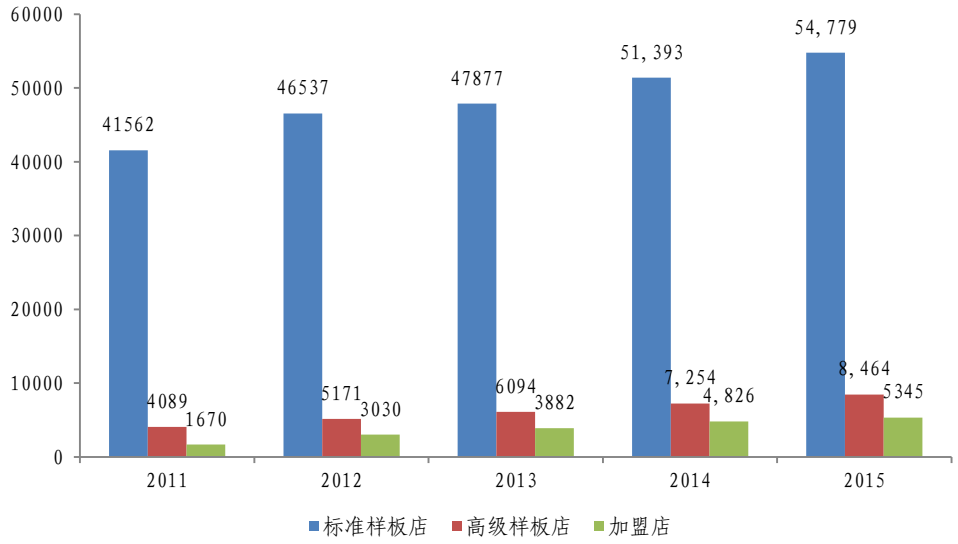
图 11：“晨光伙伴金字塔”营销模式



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

- **近 7 万家零售终端，校边商圈覆盖率约 80%：**公司的核心营销战略是“得终端者得天下”。在零售终端方面，公司重点建设校内店、办公店以及儿童美术专区，继续推进单店质量提升和大学城开发。截至 2015 年 12 月 31 日，公司在全国拥有 30 家一级（省级）合作伙伴、近 1200 家二、三级合作伙伴，超过 6.8 万家零售终端（54779 家标准样板店、8464 家高级样板店以及 5345 家加盟店）。公司精准布局市场需求巨大的校边商圈，不断拓宽渠道终端，巩固品牌影响力，在校边商圈的覆盖率约 80%，平均每 10 家校边终端文具店就有约 3 家属于晨光文具。

图 12: 公司 2011-2015 年各类门店数量



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

表 1: 我国国内文具零售终端业态及特征

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	✓ 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

2.2 新品研发强势推进，消费者粘性增强

针对文具时尚化的趋势，公司不断把握市场流行元素、及时推出新品，形成了快速的市场反应能力和强大的新品设计研发能力。在文具消费品牌化、创意及个性化的趋势下，这一优势是公司非常重要的核心竞争力。

- **行业领先的技术制造能力：**书写工具制造包括四大技术环节，即前端设计、笔头及墨水制造、笔芯制造和磨具开发与注塑。国内企业在前端设计、笔芯制造及模具与注塑领域技术水平比较成熟，而在笔头及墨水的制造领域仅具备自主制造的能力，关键部件和材料的研发、高精度核心部件的制造水平与日本、德国等国家的技术水平存在较大的差距。公司在行业内具有突出的技术优势，在笔头与墨水匹配技术方面拥有多项核心技术工艺，产品用户体验度明显由于其他竞争者，在模具开发方面具有行业领先的工艺设备和开发精度。2014 年公司完成国家科技项目“笔头与墨水匹配技术评价体系与新型笔头研发”并通过验收，开发业界首台润滑度测试仪，参与多项产品国家标准和行业标准。

图 13：国内制笔行业技术现状及公司技术现状

技术环节	国内技术现状	公司技术现状
前端设计	具有良好的设计能力，与韩国、台湾技术水平差不多	市场把握准确，设计能力行业领先
笔头及墨水制造	具有制造能力，存在技术差距，中性墨水制造能力较弱	规模化生产，质量领先，中性笔制造能力强
笔芯制造	技术成熟，经验积累产生优势	完成“笔头墨水匹配技术评价体系研究”，拥有相关核心技术工艺
模具开发与注塑	技术较成熟，自动化水平和开发精度有待提高	自主开发精度和能力处行业领先水平

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

- **快速的市场反应能力：**随着文具消费者的消费意识的升级，越来越着眼于文具的时尚性及流行感， 从而对文具企业的研发设计团队和营销团队提出了更高的要求。在新品研发方面，公司建立了从消费价值设计、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”，并采用主题化、体验化的开发模式，从全品类角度开发新品，通过多方面的研发策略实施，最终形成公司对于市场的快速反应能力，并迅速将设计方案转化为商品并实现销售。快速的市场反应及转化能力也为公司带来了研发与销售的良性循环，由于新品通常较常销品的毛利更高，这一良性循环大大提升了公司在产业中的竞争优势，也使得消费者粘性进一步增强。

图 14：晨光优品原木系列中性笔

资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

图 15：晨光在梅边系列笔记本

资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

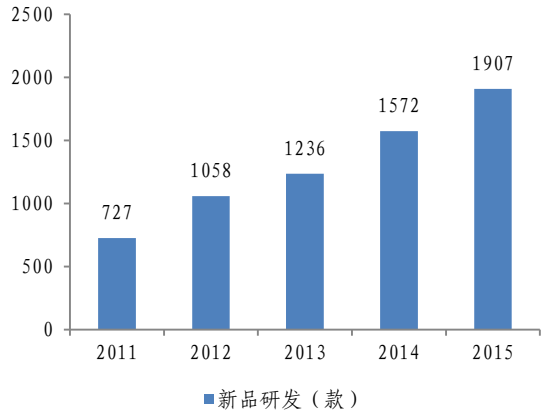
表 2：公司主营产品概览

产品大类	产品小类	具体产品
书写工具	中性笔	插盖中性、按动中性、按动针管、大容量中性、可擦中性、金属中性、彩色中性等
	圆珠笔	插盖圆珠、按动圆珠、金属圆珠、多色圆珠等
	活动铅笔	按动铅笔、全自动铅笔、大容量铅笔、全金属铅笔、考试铅笔等
	水性签字笔	水性签字笔、直液式签字笔等
	功能型笔	台笔、会议笔、考试笔等
	毛笔	签到笔、自来墨毛笔等
学生文具	替芯、铅芯	中性替芯、圆珠笔替芯、普通铅芯、考试铅芯等
	画材类	油画棒、水彩笔、彩铅等
	橡皮类	学生橡皮、美工橡皮、考试专用橡皮等
	包袋类	书包、笔袋、补习袋、便当袋、笔盒等
办公文具	桌面办公类	订书机、打孔机、剪刀、美工刀、长尾夹、订书针、 回形针、大头针、图钉、书立等
	文件管理类	文件夹、资料册、档案盒、拉边袋、网格袋、抽杆夹、纽扣袋、档案袋、手提织布袋、PVC+无纺布袋等
	本册类	软抄本、缝线本、胶套本、线圈本、活页本(芯)、皮革本、美术用纸、优事贴等
	修正工具	修正带、修正液、修正贴等

- **强大的新品研发能力：**公司新品开发数量稳居文具行业前列。2011—2015 年，公司每年开发新产品数分别为 727 款、 1058 款、 1236 款、1572 款与 1907 款。考虑到学生文具存在一定的季节性，每年在大、小“学汛”期间，公司更是一次性推出数百款新品，新品的不断成功推出得到了消费者及合作伙伴的高度认可，近几年公司新品销售占比维持在 20%左右，相比竞争对手优势明显。多年以来，持续的新品开

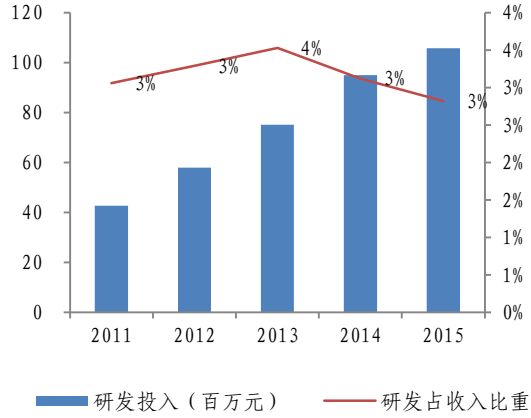
发帮助公司在产品设计领域积累了丰富的资源。专利数量大幅领先于主要竞争对手，充分反映公司强大的新品研发能力。

图 16：2011-2015 年新品研发数量



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

图 17：2011-2015 年公司研发投入及占收入比重

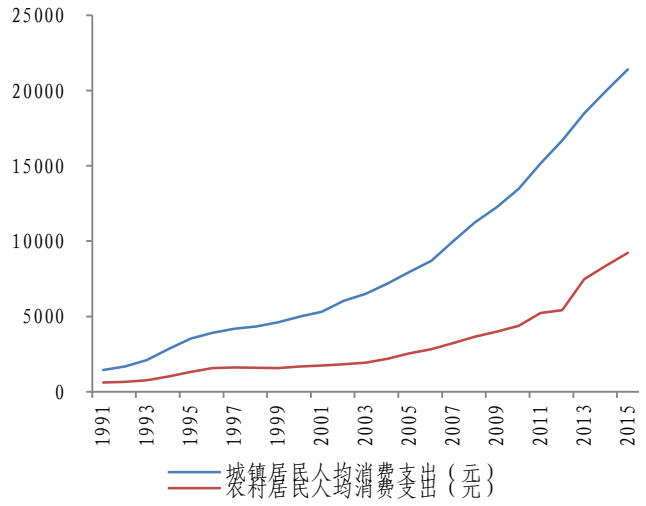


资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

2.3 行业集中度低，文具龙头成长空间广阔

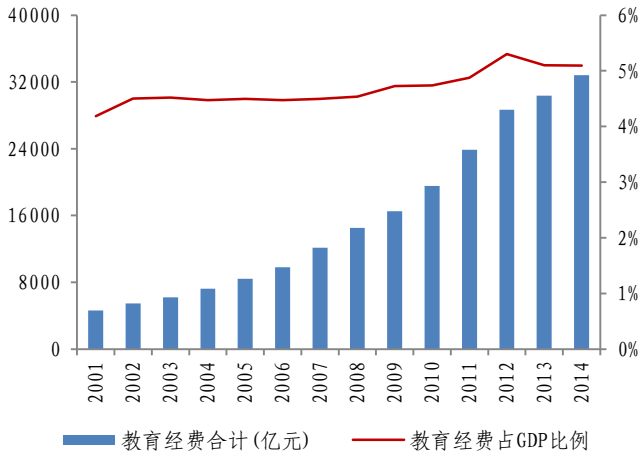
- **国内市场空间巨大，内销实现快速增长：**随着我国经济的高速发展，居民人均可支配收入快速上涨，我国城镇居民人均年度消费支出额从 1991 年的 1453 元上涨到 2015 年的 21392 元，农村居民人均年度消费支出额由 1991 年的 584 元上涨到 2015 年的 9223 元。从人均文具消费额来看，中国人均文具消费额约为 105 元/年，全球人均文具消费达到约 240 元/年，国内人均文具消费额相较全球平均消费水平仍有不少的提升空间。

图 18：我国城镇居民与农村居民人均消费支出



资料来源：wind，长城证券研究所整理

图 19：2001-2014 年我国教育经费投入

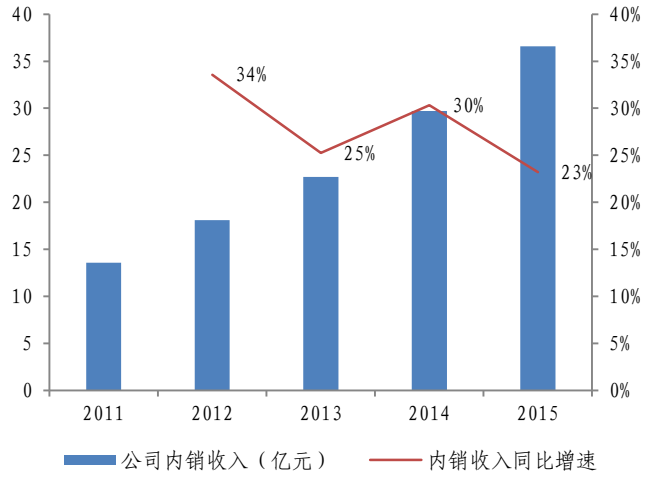


资料来源：wind，长城证券研究所整理

作为日常文化生活必需品，文具渗透到人们的日常生活行为当中，庞大的消费群体为文具行业提供源源不断的消费需求，国内文具市场远未触及天花板，在国家持续提高教育经费投入、城镇化提速以及“二胎”政策落实因素的驱动下，文具子行业和制笔子行业营业收入将保持较快增长。晨光文具深耕国内市场，顺应了我国经济

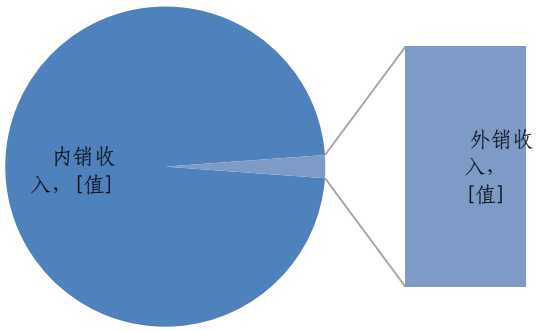
从出口转向内需的发展战略，内销收入逐年增长，传统主营业务仍有非常大的提升空间。

图 20: 2011-2015 公司内销收入及同比增速



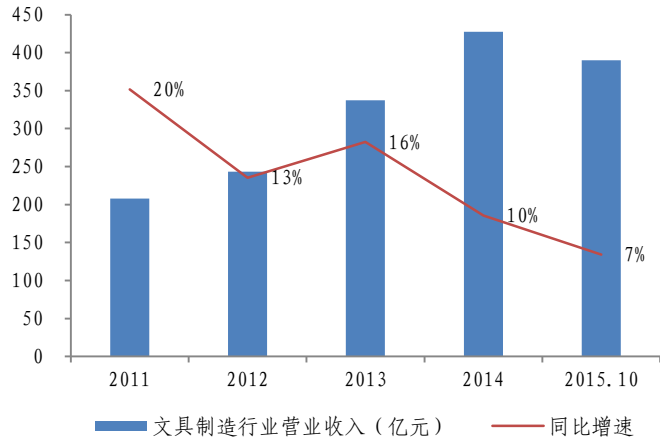
资料来源：wind，长城证券研究所整理

图 21: 2015 年公司内销收入与外销收入占比



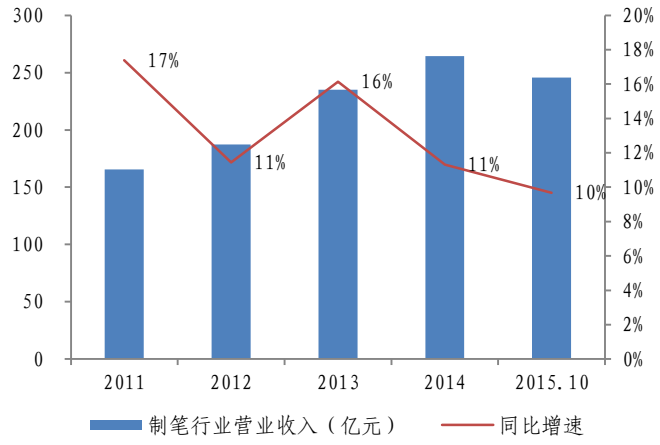
资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

图 22: 2011-2015.10 文具制造行业营业收入及同比增速



资料来源：wind，长城证券研究所整理

图 23: 2011-2015.10 制笔行业营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

- **行业集中度低，文具龙头扩大市场份额：**目前，国内从事文具制造的企业高达 8000 家左右，规模以上文具生产企业仅 1500 多家，销售额超过 10 亿以上的企业更是寥寥无几，90%的文具生产企业年销售额低于 1000 万元，大部分企业产品单一，同质化严重，竞争集中在低端产品，市场集中度低。从品牌知名度角度来说，国内仅有晨光、真彩、齐心、得力、广博等少数文具企业具有不同程度的品牌知名度，市场份额有待进一步集中。细分市场而言，在书写工具领域，晨光作为行业龙头市场占有率虽然每年都在增加，但占比仍然不高，国内前五大公司市场份额也仅为 30%，和美国等发达市场前五大公司 70%的市占率相差甚远。随着劳动力成本的上升，国家对知识产权保护力度不断加大，规模较小的文具制造商在市场上生存难度加大，而既拥有品牌效应、又有强大渠道资源、优异研发实力的龙头企业将获得更大的市场份额。公司处于市场争夺的高地，除了传统的价格、渠道和技术手段，晨光也在学习和探索产品和渠道互补的上下游企业并购，提高市场占有率。

表 3：文具成熟市场与发展中市场比较

比较方面	成熟市场	发展中市场
消费观念	品牌消费观念深入人心	品牌消费观念正在深化
市场集中度	高	低
竞争格局	● 竞争格局基本稳定 ● 细分及整体领域均有主导品牌 ● 渠道扁平趋势明显	● 绝大部分企业处于低层次竞争 ● 细分领域产生品牌效应较好的企业 ● 经销商分销作用强
发展方向	加大海外 OEM 及市场拓展	品牌制造商扩大市场份额及品牌影响

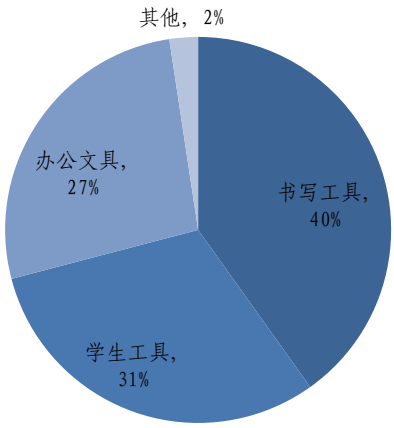
图 24：几大文具品牌公司的定位

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

2.4 盈利能力强，现金流良好

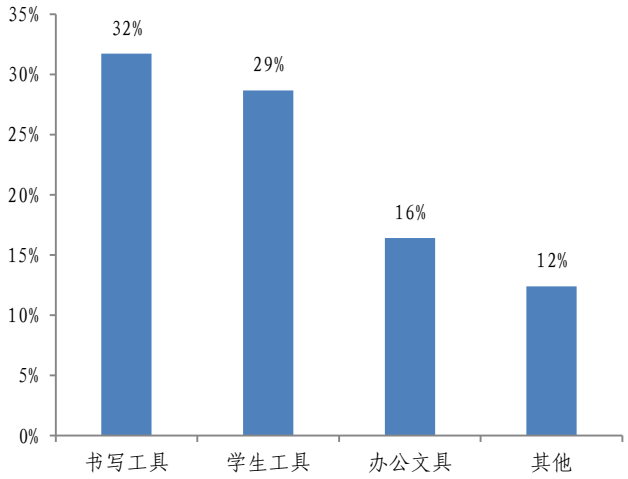
公司的收入主要来源于书写工具、学生工具和办公文具；其中，书写工具占比最大，2015 年占比 40%，书写工具也是公司的传统产品及核心产品，具有较强的定价权，最近 5 年的毛利率均高于 30%，带动公司综合毛利率连续高于 25%，比广博、齐心等 20%的毛利率具有很大的优势。公司最近 4 年的净利率连续高于 10%，明显优于竞争对手。

图 25：公司 2015 年产品结构



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

图 26：公司 2015 年细分产品毛利率



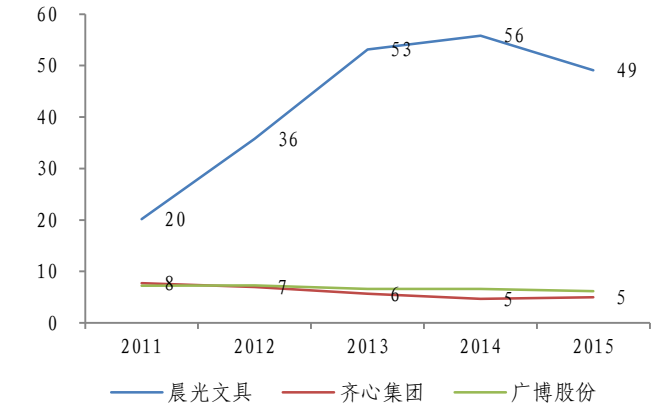
资料来源：Wind，长城证券研究所整理

表 4：文具制造行业和制笔行业近 10 年的毛利率

年份	制笔行业毛利率	文具制造行业毛利率
2005	14.46%	13.28%
2006	13.91%	12.83%
2007	15.08%	13.18%
2008	13.86%	12.79%
2009	13.87%	14.14%
2010	14.78%	15.05%
2011	15.38%	14.97%
2012	15.31%	15.24%
2013	14.86%	15.20%
2014	14.29%	14.91%

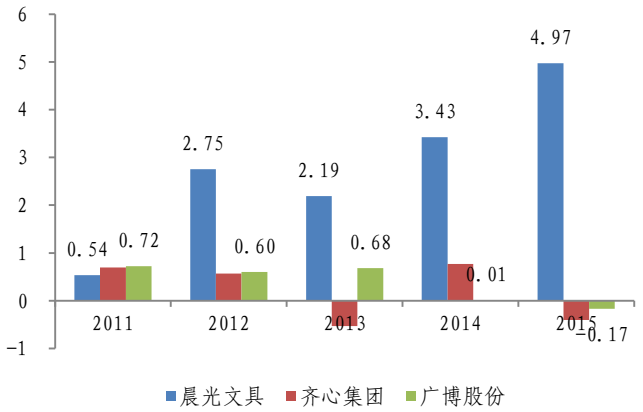
2015 年公司的应收账款周转率为 49.09，遥遥领先齐心的 4.97 和广博的 6.19 的应收账款周转率。也正是由于齐心和广博放松信用管理，导致应收账款周转率低，进而使得 2015 年的经营活动现金流量净额是负值，而晨光文具 2015 年经营活动现金流量净额为 4.97 亿元。行业横向对比可以看出，晨光文具不仅盈利能力强，而且盈利质量良好。

图 27：三家文具公司的应收账款周转率



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

图 28：三家公司的经营活动现金流量净额



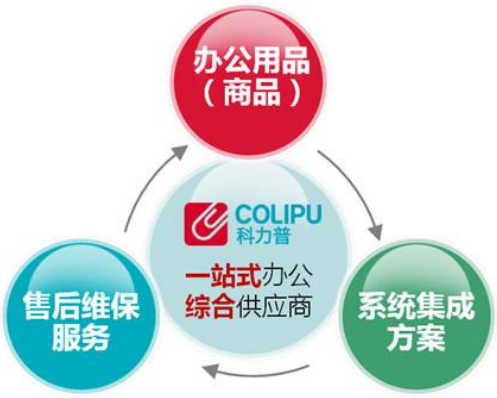
资料来源：Wind，长城证券研究所整理

3. 新业务快速增长，值得重点关注

3.1 办公直销市场空间广阔，科力普迅猛发展

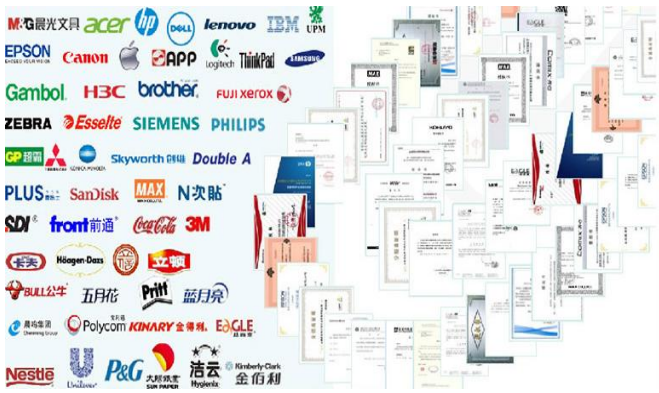
- **办公直销市场，一片新的蓝海：**晨光科力普是公司发展办公直销业务的平台，主要从事 B2B 业务，为政府、企事业单位和集团客户提供办公一站式服务。在国外发达市场，办公用品直销行业已属于相对较为成熟的行业，市场集中度较高，少数几家超大型企业（如史泰博、欧迪等）拥有较高的市场份额和较好的经济效益。相对而言，国内办公直销市场正处在发展阶段，市场集中度较低，办公用品直销市场空间广阔，孕育着巨大的发展机会。公司发展办公直销业务一方面可以对现有业务形成有效互补与促进，带动公司书写工具、办公文具在办公机构的销售，更为重要的是办公直销业务带给公司的增量营收和效益，未来几年科力普有望成为公司新的重要利润增长来源，带动公司经营规模实现跨越式发展。

图 29：晨光科力普的一站式办公服务



资料来源：科力普官网，长城证券研究所整理

图 30：晨光科力普合作品牌

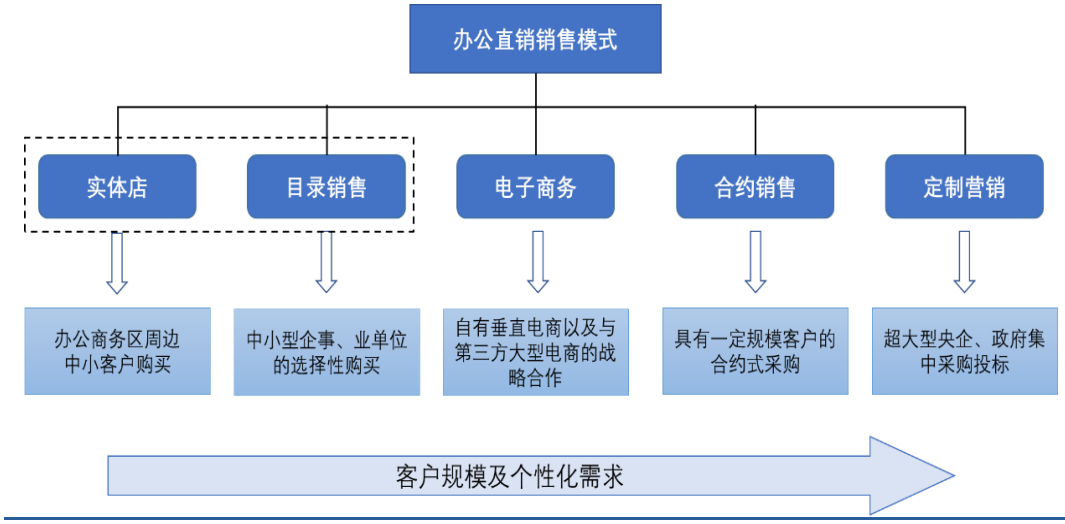


资料来源：科力普官网，长城证券研究所整理

- **不断探索的综合办公服务平台：**科力普拥有 10 大核心品类、400 多个小类，20000 多种优质商品，产品覆盖办公用品、办公耗材、办公设备、IT 数码、办公家具、劳保用品、食品饮料等，商品由厂家直供，质量可靠并具有一定的价格优势，更有专

属的办公解决方案中心，从价格，品质，服务三个方面为消费者提供可信赖的网络购物环境。根据客户的规模大小，客户商品、服务的需求不同，公司目前办公直销业务的销售模式主要分为三大类，一是电子商务（晨光科力普商城 http://www.colipu.com），主要针对网购型中小客户的零散购买；二是大中客户的合约销售，主要针对具有一定规模的大中型企业客户的合约式批量采购；三是超大型客户的定制营销，主要针对超大型客户的集中招标式规模化采购，如国家电网、中国移动等企业的年度招标采购等。未来科力普将继续提升服务品质，拓展产品品类，探索、推动新型加盟模式，推进行业整合和并购。

图 31：晨光科力普规划的销售模式



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

- **一站式办公服务贡献业绩增量：**2015 年晨光科力普实现营业收入 2.27 亿元，同比增加 47.77%，月订单量超过 3 万单，拥有超过 1 万家有效客户，并且在北京、广州设立了办事处。近年来，晨光科力普陆续入围上海市政府采购、广东省政府采购、北京市市级行政事业单位采购等政府采购项目，成功签约了宝钢集团、中国石化、东方航空、华为、万科集团、绿地集团、招商银行、浦发银行等一大批大型客户。我们认为，随着科力普布局重点二线城市，将会和更多的超大型客户建立合作关系，继续助力收入迅猛增长。

图 32：晨光科力普办公解决方案

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

3.2 晨光生活馆开启全新商业模式

公司 2013 年进行的新的商业模式探索——“晨光生活馆”主题旗舰大店，是在传统文具的基础上，融合市场的流行元素和汇聚不同流行文化与风格，以学生、年轻白领为主要消费群，提供文具、礼品、饰品及生活用品等大类商品，是学习生活相关的“全品类一站式”文化时尚购物场所。

图 33：晨光生活馆

资料来源：网络，长城证券研究所整理

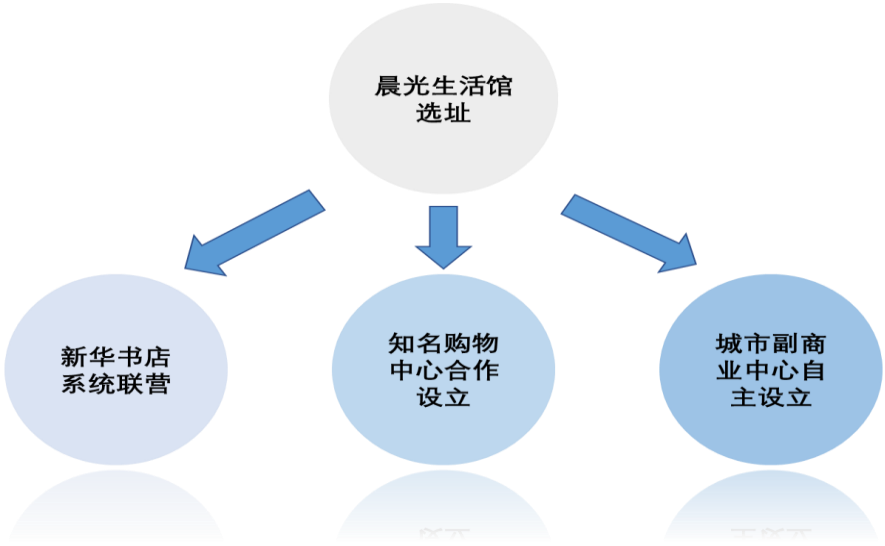
图 34：晨光生活馆

资料来源：网络，长城证券研究所整理

- **注重体验的终端营销创新：**作为文具行业一种全新模式的探索，晨光生活馆精确选址，根据目标受众的消费特点在行业终端进行创新性尝试。目前主要有三种选址建店方式，一是通过新华书店系统内联营，二是与百联、万达等知名购物中心合作设立，三是在城市副商业中心自主建设。通过新模式探索和经验总结，从商品、店铺日常运营、门店形象三个方面进一步完善门店的标准化模式和运营管理体系。通过推进现场体验活动、情景式陈列，建立电子会员系统，大大加强消费者与店铺的关联及粘性。文具、礼饰品行业市场规模潜力巨大，极具购物体验直营旗舰大店业务

模式的探索，是公司从传统分销模式向现代零售领域延展的尝试，对现有营销渠道是一个有力的补充。

图 35：晨光生活馆选址建店方式



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

- **直营旗舰大店快速成长：**晨光生活馆业务开始于 2013 年，几年来扩张速度很快，创收能力强。截至 2015 年末，全国晨光生活馆总馆数达 71 家，其中，2015 年新增 24 家晨光生活馆，实现营业收入 5635 万元，同比增加 98.80%。同时，晨光科技和晨光生活馆相互配合，晨光科技负责线上销售，晨光生活馆提供线下产品体验。

6.4 线上线下相互配合，完成消费闭环

互联网时代需要用互联网思维进行战略布局。公司积极探索互联网零售新模式+众筹/跨界合作的新销售模式，推出了多款互联网创意产品，如集客文具套餐、集客回家新年礼盒、集客完美计划、集客 Plus 暴走漫画系列套装产品。添加复古、小清新的主题元素一方面迎合当代年轻人的个性，另一方面为晨光生活馆的线下体验做好铺垫，共同完成消费闭环。

图 36：集客回家新年套装

资料来源：天猫旗舰店，长城证券研究所整理

图 37：集客 Plus 暴走系列套装

资料来源：天猫旗舰店，长城证券研究所整理

7. 投资建议

公司是国内第一文具企业，“自主品牌+内需市场”的领跑者，凭借强大的渠道及研发优势，市场占有率及产品渗透率不断提高，业绩持续快速增长。近年来公司积极推进新业务，“晨光科力普”进军办公直销领域新蓝海、“晨光生活馆”开启全新商业模式及线上线下战略布局的完善，前景值得期待。未来还应积极关注公司潜在的并购意向。预测2016-2017年EPS分别为0.55元、0.67元，对应PE分别为34X、28X，受益于书写文具市场集中度的提高，公司传统主营业务上升空间巨大，新业务探索为公司贡献业绩增量，首次给予“推荐”的投资评级。

8. 风险提示

国内文具市场增长不及预期，市场开拓及劳动力成本上升风险，新业务开展进度不达预期，实际控制人控制不当风险。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3043	3749	4486	5315	6338
营业成本	2263	2754	3255	3840	4549
销售费用	207	282	330	392	468
管理费用	202	260	292	345	412
财务费用	-2	-8	-7	-8	-6
投资净收益	2	3	6	7	8
营业利润	364	459	574	699	863
营业外收支	36	30	13	13	13
利润总额	399	490	587	712	876
所得税	70	83	97	118	145
少数股东损益	-10	-16	-14	-18	-22
净利润	340	423	504	612	753
资产负债表（百万）	**2014A**	**2015A**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
流动资产	857	1964	2191	2642	2905
货币资金	200	514	250	345	174
应收票据及账款	55	98	314	372	444
预付账款	0	0	0	0	0
存货	556	650	781	922	1092
非流动资产	895	938	989	1055	1377
固定资产合计	630	721	673	712	1003
资产总计	1752	2902	3180	3697	4282
流动负债	453	642	688	863	1011
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	274	387	325	384	455
非流动负债	22	28	0	0	0
长期借款	1	0	0	0	0
负债合计	475	670	688	863	1011
股东权益	1277	2232	2492	2834	3271
股本	454	1192	1192	1192	1192
留存收益	782	975	1249	1608	2067
少数股东权益	40	65	51	33	12
负债和权益总计	1752	2902	3180	3697	4282
现金流量表（百万）	**2014A**	**2015A**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
经营活动现金流	349	-105	22	446	553
其中营运资本减少	-48	-605	-562	-252	-309
投资活动现金流	-245	-83	-63	10	-249
其中资本支出	-246	-98	-83	-10	-269
融资活动现金流	3	515	-223	-361	-476
净现金总变化	107	327	-264	96	-171

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长	29.0%	23.2%	19.7%	18.5%	19.2%
营业成本增长	31.9%	21.7%	18.2%	18.0%	18.5%
营业利润增长	16.8%	26.4%	25.0%	21.8%	23.5%
利润总额增长	20.5%	22.7%	19.8%	21.3%	23.0%
净利润增长	19.3%	23.6%	20.3%	21.3%	23.0%
盈利能力					
毛利率	25.7%	26.5%	27.5%	27.8%	28.2%
销售净利率	11.2%	11.3%	11.2%	11.5%	11.9%
ROE	29.8%	23.2%	20.7%	22.3%	24.0%
ROIC	31.5%	6.6%	21.2%	22.7%	24.4%
营运效率					
销售费用/营业收入	6.8%	7.5%	7.4%	7.4%	7.4%
管理费用/营业收入	6.6%	6.9%	6.5%	6.5%	6.5%
财务费用/营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
投资收益/营业利润	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税/利润总额	17.5%	16.9%	16.5%	16.5%	16.5%
应收账款周转率	55.83	49.09	21.77	15.49	15.54
存货周转率	4.77	4.57	4.55	4.51	4.52
流动资产周转率	4.11	2.66	2.16	2.20	2.29
总资产周转率	2.00	1.61	1.48	1.55	1.59
偿债能力					
资产负债率	27.1%	23.1%	21.6%	23.3%	23.6%
流动比率	1.89	3.06	3.19	3.06	2.87
速动比率	0.66	2.05	2.05	1.99	1.79
每股指标（元）					
EPS	0.85	0.92	0.55	0.67	0.82
每股净资产	2.78	4.85	2.71	3.08	3.56
每股经营现金流	0.76	-0.23	0.02	0.49	0.60
每股经营现金/EPS	0.89	-0.25	0.04	0.73	0.73
估值	**2014A**	**2015A**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
PE	21.93	20.27	33.97	28.00	22.75
PEG	1.14	0.86	1.67	1.31	0.99
PB	0.07	0.04	0.07	0.06	0.05
EV/EBITDA	0.00	3.03	2.44	2.06	1.68
EV/SALES	0.57	0.46	0.39	0.33	0.27
EV/IC	0.99	0.73	0.65	0.57	0.46
ROIC/WACC	2.97	0.62	2.00	2.14	2.30
REP	0.33	1.18	0.32	0.26	0.20

研究员介绍及承诺

黄淑妍： 中山大学硕士，2012 年加入长城证券，任纺织服装行业高级研究员，2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。
本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
长城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。长城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。
长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级： 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人

李双红： 0755-83699629， 18017465727， lishuanghong@cgws.com
吴林蔓： 075583515203， 13418560821， wulinman@cgws.com
李小音： 0755-83516187， 18562591899， lixiaoyin@cgws.com
黄永泉： 0755-83699629， 13544440001， huangyq@cgws.com

北京联系人

赵　东： 010-88366060-8730， 13701166983， zhaodong@cgws.com
王　媛： 010-88366060-8807， 18600345118， wyuan@cgws.com
李珊珊： 010-88366060-1133， 18616891195， liss@cgws.com
张羲子： 010-88366060-8013， 18511539880， zhangxizi@cgws.com
申　涛： 010-88366060-8777， 15801188620， shentao@cgws.com
杨徐超： 010-88366060-8795， 18611594300， yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚： 021-61680314， 18602109861， xieyw@cgws.com
徐佳琳： 021-61680673， 13795367644， xujl@cgws.com
王　一： 021-61683504， 13761867866， wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：http://www.cgws.com