

投资评级 优于大市 维持
股票数据

09 月 28 日收盘价(元)	31.05
52 周股价波动(元)	20.25-34.34
总股本/流通 A 股(百万股)	920/920
总市值/流通市值(百万元)	28566/28566

相关研究

《科力普高速放量，精品文创打造文化创意品牌》2018.08.21

《新业务驱动高成长，文具商迈向文创巨头》2018.04.24

《业绩略超预期，看好科力普巨大成长空间》2017.10.24

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.1	4.1	2.0
相对涨幅(%)	-2.2	6.4	1.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:衣桢永

Tel:(021)23212208

Email:zy12003@htsec.com

证书:S0850517100004

分析师:曾知

Tel:(021)23219810

Email:zz9612@htsec.com

证书:S0850514050001

分析师:赵洋

Tel:(021)23154126

Email:zy10340@htsec.com

证书:S0850517100001

笔尖起舞，文具龙头打造中国“史泰博”

投资要点：

- **专业综合文具商，国内第一文具品牌：**公司主要从事晨光及其所属品牌书写文具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售。业务主要以区域经销为主，同时，积极开拓办公直销与零售大店业务。公司收入与利润端近年来均保持稳定高速增长，2017 年营收规模达到 63.6 亿元，净利润达 6.3 亿元。
- **渠道端建立高行业壁垒，产品升级保证主业增长：**文具行业属于“小产品，大市场”，我们判断 1500 亿市场规模仍具提升空间；公司在渠道端经销网络高效稳定、终端门店资源丰富，已建立起高行业壁垒，利用产品、渠道、品牌的竞争优势有望在行业整合中抢占更大份额。此外，公司不断推进渠道优化、产品升级，通过加盟店升级、品类扩张、打造精品文创等方式保证主业稳定增长。
- **下游需求变化，办公直销市场迎发展契机：**办公直销市场产品品类众多，办公直销整体市场空间广阔；目前受采购阳光化、集中化、电商化影响，下游客户政府以及大型企业采购需求与服务要求迅速增加，具备一站式服务的综合办公用品供应商面临巨大机遇，我们判断下游需求变化未来将带来上游市场格局重新洗牌。
- **科力普切入办公直销领域，打造中国“史泰博”：**13 年晨光控股科力普 70% 股份切入办公直销领域，17 年收入规模达 12.6 亿元。公司在产品、物流、销售以及管理上都具备明显优势，竞争能力领先同业，外资巨头逐步退出，市场份额有望逐步转移至优质内资供应商，公司收购欧迪中国协同效应明显，我们预计科力普 18 年收入规模能够实现翻倍增长，随着规模效应以及产品、客户结构的优化，盈利能力将有所提升。
- **生活馆打造文化创意品牌：**生活馆业务经过两次迭代，目前推出九木杂物社专注精品路线，打造高品质、高附加值店铺模式；公司现拥有 200 家零售大店，更加注重店面质量提升，相较于同业在设计研发、零售管理上依然具备优势。我们相信未来生活馆会给晨光带来品牌转变与利润贡献的双重收益。
- **盈利预测与评级：**公司作为文具行业的制造龙头企业，渠道优势明显，品牌知名度高，受益于科力普与精品文创业务快速发展，公司 17 年增长明显提速，我们预计公司 18-19 年净利润分别 7.9 亿、10.0 亿元，同比增速 25.1%、26.6%，分别对应 PE 为 36 倍、29 倍，参考可比公司给予公司 18 年 35~40 倍 PE 估值，对应合理价值区间 30.1~34.4 元，“优于大市”评级。

- **风险提示：**科力普发展不达预期，生活馆业务不达预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4662.47	6357.10	8480.97	10999.47	14169.26
(+/-)YoY(%)	24.36%	36.35%	33.41%	29.70%	28.82%
净利润(百万元)	492.92	634.04	792.87	1003.51	1291.66
(+/-)YoY(%)	16.63%	28.63%	25.05%	26.57%	28.71%
全面摊薄 EPS(元)	0.54	0.69	0.86	1.09	1.40
毛利率(%)	26.42%	25.73%	24.53%	24.31%	24.33%
净资产收益率(%)	20.29%	22.37%	21.86%	21.67%	21.81%

资料来源：公司年报（2016-2017），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 晨光文具：国内文具第一品牌	6
2. 文具市场：主业增长稳健，产品、渠道、品牌共筑护城河	8
2.1 “小产品，大市场”，文具市场仍具提升空间	8
2.2 行业：竞争围绕渠道展开，全产业链集中度提升	10
2.3 晨光：产品、渠道、品牌共筑护城河	12
2.4 渠道优化、产品升级，主业稳定增长	14
3. 科力普：切入办公直销领域，打造中国“史泰博”	15
3.1 办公直销市场空间广阔	15
3.2 阳光化、集中化、电商化采购改变上游竞争格局	16
案例一：成都市公共资源服务中心电商采购项目评标流程	17
案例二：国家电网 2 年办公类物资电商化采购项目	18
3.3 科力普：规模迅速壮大，收购欧迪规模效应显著	19
3.4 竞争优势显著，盈利成长可期	21
3.5 有望复制史泰博成功经验	25
4. 精品文创：从“传统制造”到“文化创意”	27
4.1 晨光生活馆：提高单店品质，打造文化创意品牌	28
4.2 晨光科技：业务稳步发展，大力拓展互联网营销渠道	29
4.3 成立产业基金，助力转型发展	30
5. 盈利预测	30
6. 风险提示	32
财务报表分析和预测	33

图目录

图 1	公司发展 5 个阶段	6
图 2	晨光文具销售体系	6
图 3	晨光各业务收入占比（百万元）	7
图 4	晨光文具收入变化	7
图 5	晨光文具净利润变化	7
图 6	股权结构图	8
图 7	办公用品行业收入规模	9
图 8	国内人均年文具消费额成长空间广阔	9
图 9	我国书写文具企业收入及增速	9
图 10	书写文具市场份额占比	9
图 11	学校在校人数情况（万人）	9
图 12	目前国内的市场格局已进入竞争阶段	10
图 13	市场竞争格局	10
图 14	国内文具产品流通链	11
图 15	晨光营销渠道金字塔	12
图 16	16 年晨光终端店面数量（家）	13
图 17	14 年 9 月末 6 万家店面各类型占比	14
图 18	16 年末 7.2 万家店面各类型占比	14
图 19	每年新品研发数量（款）	15
图 20	产品品类高速增长（款）	15
图 21	办公直销产品主要类别	16
图 22	成都市公共资源服务中心电商采购项目评标流程	18
图 23	国家电网 2017 年办公类物资电商化采购项目投标企业资质和要求	19
图 24	科力普发展历史	20
图 25	科力普收入规模	20
图 26	科力普净利润及净利率	20
图 27	中国欧迪部分客户	21
图 28	科力普两种加盟模式	21
图 29	科力普竞争优势明显	22
图 30	未来盈利能力提升因素	25

图 31	史泰博收入及增速.....	25
图 32	史泰博毛利率、净利润率变化	25
图 33	史泰博发展历程	26
图 34	美国办公文具用品流通渠道结构	27
图 35	精品文创发展路径图	27
图 36	晨光生活馆	28
图 37	九木杂物社	28
图 38	晨光生活馆（含九木杂物社）收入	29
图 39	晨光生活馆（含九木杂物社）店面数量（家）	29
图 40	晨光文具 X 孤独星球	30
图 41	晨光文具 X 安东尼.....	30

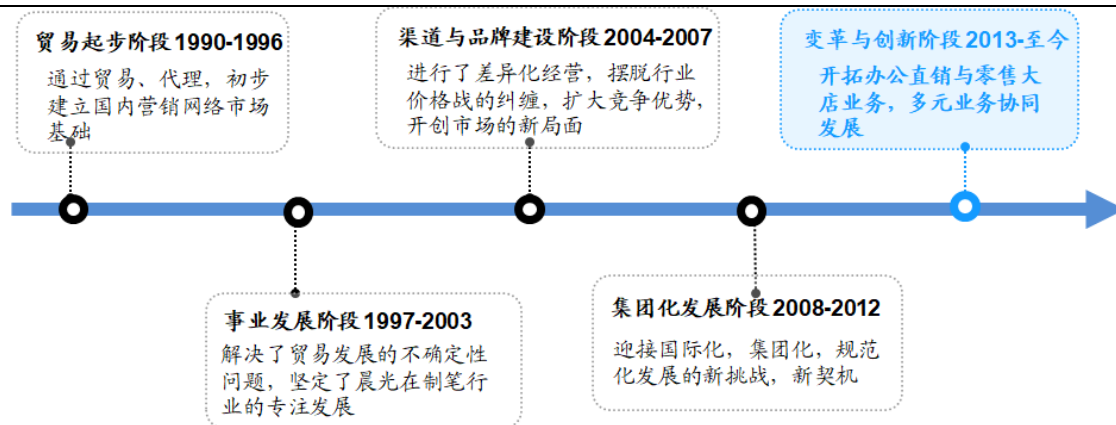
表目录

表 1	前十大大股东股权情况（截止 2018 年 6 月 30 日）	8
表 2	晨光文具零售终端和批发店比较	13
表 3	样板店升级加盟店收入增加测算（万元）	15
表 4	不同客户采购方式不同	16
表 5	政府办公用品采购目录及限额	17
表 6	招标评分要求	18
表 7	国家电网公司 2017 年办公类物资中标结果	19
表 8	办公用品市场参与者比较	23
表 9	国内办公用品直销领域参与者对比	23
表 10	科力普对比史泰博	24
表 11	办公用品领域晨光对比得力	24
表 12	晨光生活馆与同类型店铺比较	29
表 13	投资设立文创产业基金	30
表 14	书写工具收入预测	31
表 15	学生文具的收入预测	31
表 16	科力普的收入预测	31

1. 晨光文具：国内文具第一品牌

- 晨光文具成立于 1989 年，主要从事晨光及其所属品牌书写文具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售，公司从贸易代理起步，而后专注制笔行业，通过品牌与渠道的建设，目前已成长为国内最大文具用品品牌。

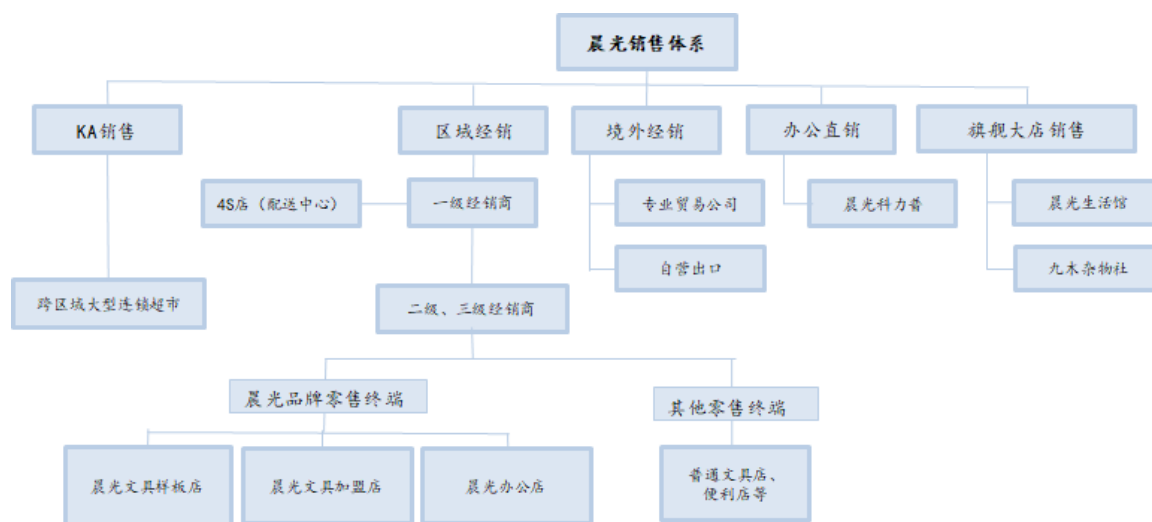
图1 公司发展 5 个阶段



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

- 公司业务模式为“一体两翼”：“一体”为传统文具业务，以区域经销为主，辅以全国性 KA 销售和境外经销，“两翼”分别为办公直销（科力普）与精品文创业务。

图2 晨光文具销售体系

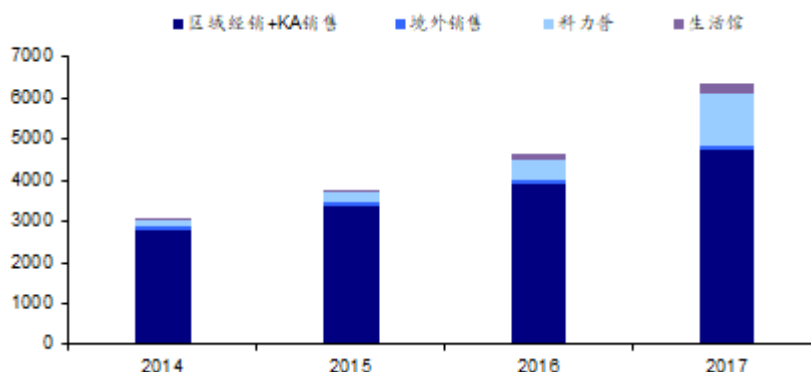


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

- **区域经销（传统文具业务）：**包括公司的 7.6 万家校边店所服务的学生群体、以及办公用品店服务的办公人群业务，产品主要涉及书写工具、橡皮、本册等各类文具产品。
- **办公直销（科力普）：**通过招投标方式为政府、央企及大型企业提供办公用品定制化销售服务，其产品包括办公耗材、文具/财务、IT 数码、纸张、办公设备/电器、办公家具等 10 大类。

- **零售大店（晨光生活馆及杂物社）：**通过开设“晨光生活馆”及“九木杂物社”旗舰大店切入生活用品领域，定位于学生、年轻白领，提供文具、礼品、饰品等生活用品。

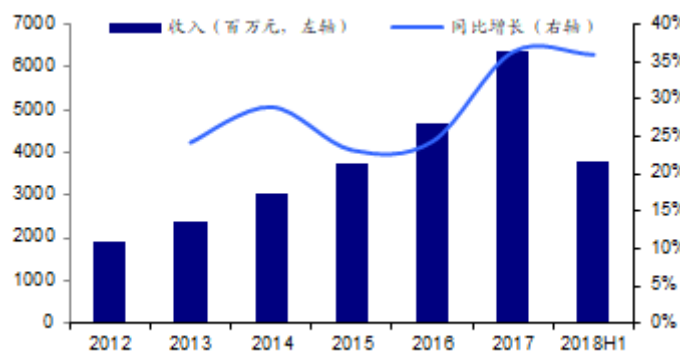
图3 晨光各业务收入占比（百万元）



资料来源：wind，招股说明书，海通证券研究所整理

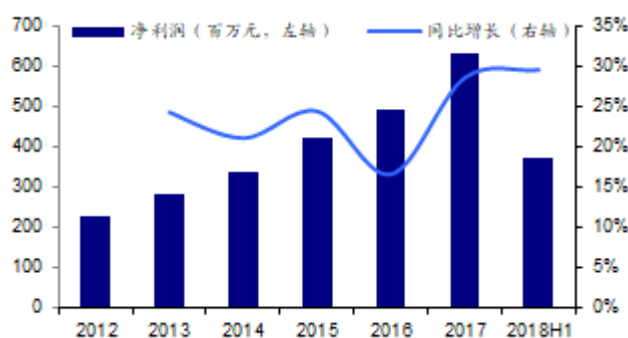
- **近年来收入及利润均保持稳健高速增长：**公司17年实现营收63.6亿元，同比增长36.4%，归母净利润6.34亿元，同比增长28.6%，12-17年收入复合增长率为27.3%，净利润复合增长率为23.0%，收入及利润端均保持稳健增长。

图4 晨光文具收入变化



资料来源：WIND，海通证券研究所

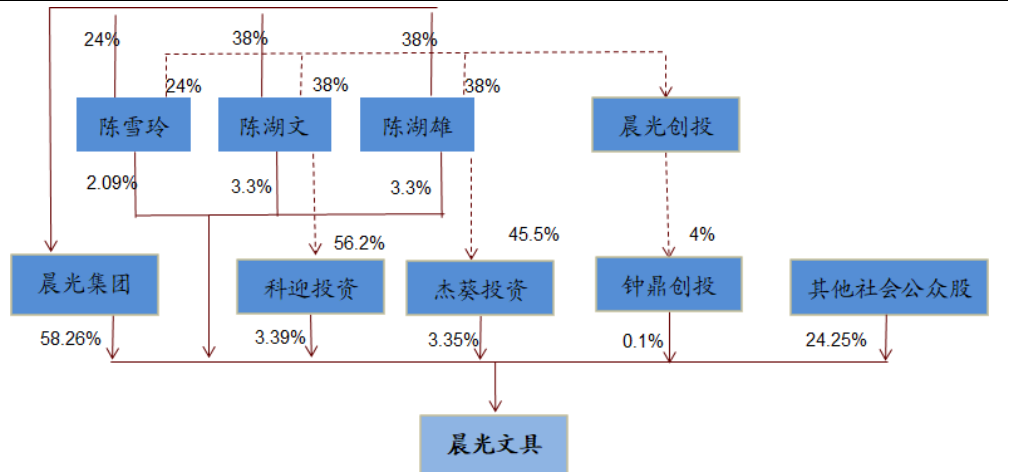
图5 晨光文具净利润变化



资料来源：WIND，海通证券研究所

- **公司实际控制人为陈湖文、陈湖雄及陈雪玲三姐弟，**三人为一致行动人，合计控股比例达到71.37%；公司其他IPO之前的核心高管主要通过科迎投资和杰葵投资间接持有上市公司股权。

图6 股权结构图



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 前十大大股东股权情况（截止 2018 年 6 月 30 日）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	晨光控股(集团)有限公司	536,000,000	58.26	A股流通股
2	上海科迎投资管理事务所(有限合伙)	31,200,000	3.39	A股流通股
3	上海杰葵投资管理事务所(有限合伙)	30,800,000	3.35	A股流通股
4	陈湖雄	30,400,000	3.30	A股流通股
5	陈湖文	30,400,000	3.30	A股流通股
6	陈雪玲	19,200,000	2.09	A股流通股
7	交通银行股份有限公司-国泰金鹰增长灵活配置混合型证券投资基金	12,000,539	1.30	A股流通股
8	中国工商银行股份有限公司-景顺长城新兴成长混合型证券投资基金	8,941,423	0.97	A股流通股
9	中国银行股份有限公司-景顺长城鼎益混合型证券投资基金(LOF)	8,884,604	0.97	A股流通股
10	中央汇金资产管理有限责任公司	8,539,200	0.93	A股流通股

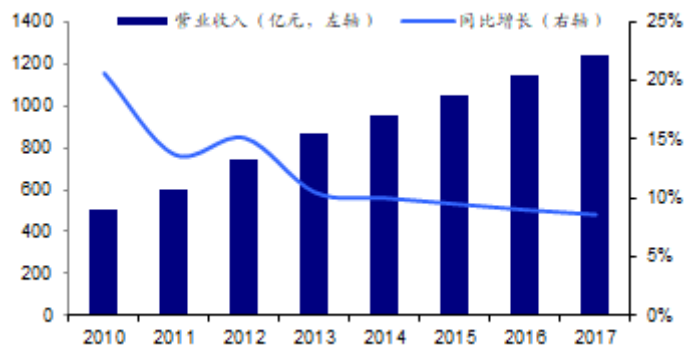
资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 文具市场：主业增长稳健，产品、渠道、品牌共筑护城河

2.1 “小产品，大市场”，文具市场仍具提升空间

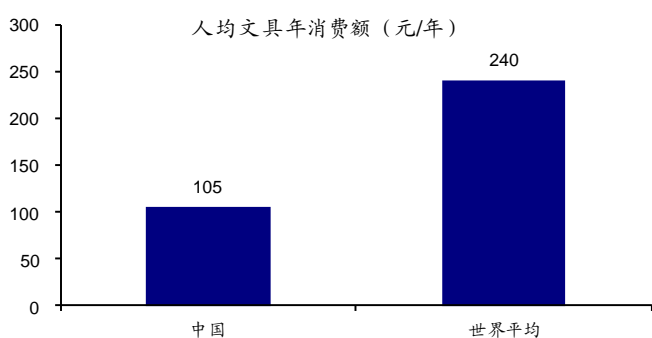
- 据产业信息网数据显示目前我国文具市场规模超过 1500 亿元，近年来保持稳定增长，市场容量相较于国际成熟市场仍有较大提升空间。
- 办公用品行业市场规模超 1200 亿元：文教办公用品行业 17 年收入规模达到 1200 亿元，增速达到 8.6%，行业规模保持稳健增长；
- 人均文具用品需求仍然有较大提升空间：从人均文具消费额来看，中国人均文具消费额约仅为 105 元/年，而全球平均人均消费水平约为 240 元/年。

图7 办公用品行业收入规模



资料来源：WIND，海通证券研究所

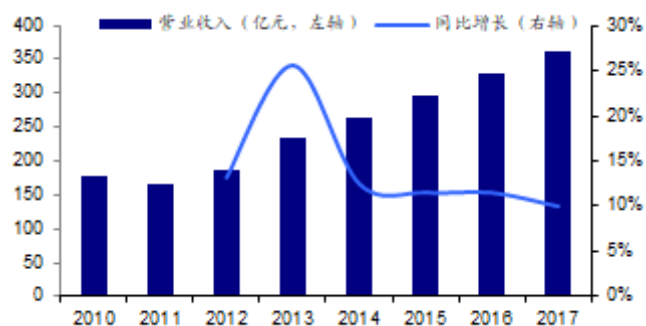
图8 国内人均年文具消费额成长空间广阔



资料来源：WIND，海通证券研究所

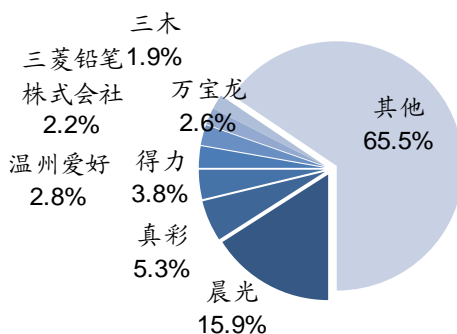
- **书写工具行业市场规模超 300 亿元：**在文具行业细分领域中，书写工具受众最广，所占文具行业份额最大，品牌效应最为显著；书写工具市场规模 17 年达到 321 亿元，行业增速稳定，晨光市占率达到 15.9%，是第二名真彩的 3 倍。

图9 我国书写文具企业收入及增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

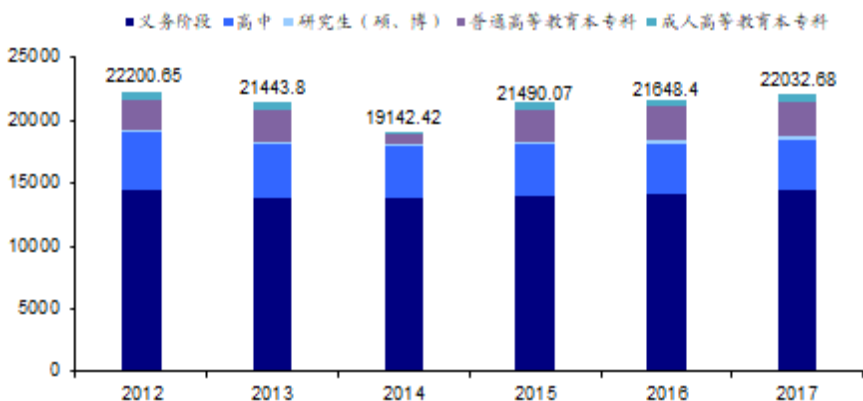
图10 书写文具市场份额占比



资料来源：产业信息网，海通证券研究所

- 从消费群体来看，3 亿左右的学生和 1 亿左右办公人士构成核心消费群体：
 - 17 年在校学生人数攀升至 2.2 亿，叠加各类社会培训人员，我们预计学生文具的消费群体约 3 亿人口；未来随着二胎政策以及年龄结构的变化，我们判断学生消费群体数量将逐步回升。

图11 学校在校人数情况（万人）

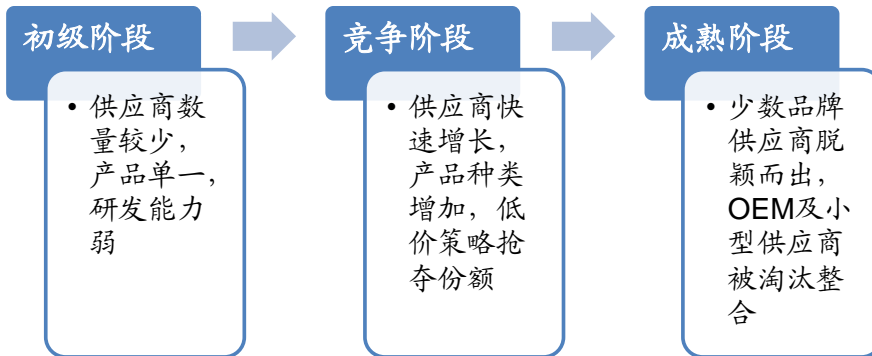


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2.2 行业：竞争围绕渠道展开，全产业链集中度提升

- **文具行业仍处于竞争阶段：**我们将文具用品行业分为初级阶段、竞争阶段、成熟阶段，目前国内的市场格局处于竞争阶段，现阶段文具企业数量众多，但集中度较低，部分细分行业已出现具有竞争优势的代表性品牌。

图12 目前国内的市场格局已进入竞争阶段



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

- **文具市场还处于较为分散状态。**据中国行业信息网数据，国内从事文具制造的企业大约有 4.3 万多家，95%都属于小微企业。晨光作为国内第一文具品牌，以 1500 亿市场规模测算，市占率仅占 4.2%。
- **细分市场已经出现代表性品牌。**尽管市场较为分散，细分领域已产生品牌效应较好企业，比如在书写工具领域晨光、真彩的知名度较高，办公用品领域得力规模最大，在本册领域广博的产品较为知名。

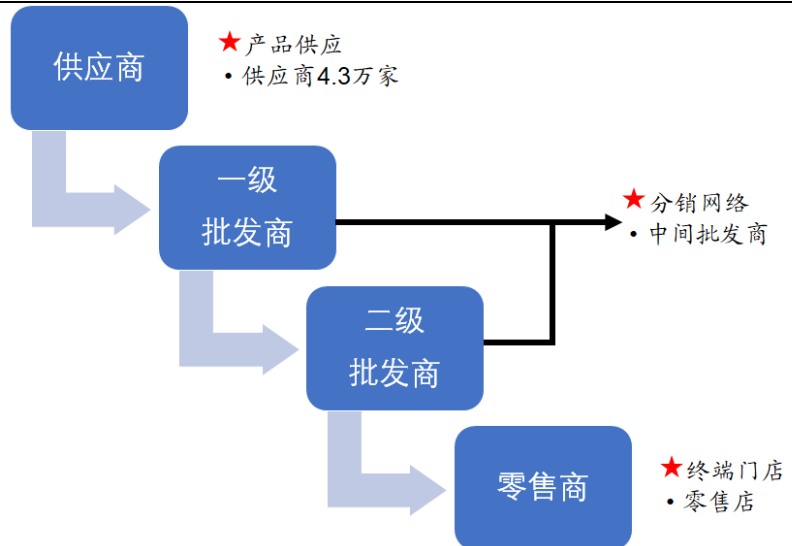
图13 市场竞争格局



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

- **产品供应、分销网络、终端门店均呈现集中度提升趋势：**文具产品一般通过“供应商——一级批发商——二级批发商——零售店”这种模式来实现产品交付，行业围绕渠道展开竞争已渐成重要趋势，我们将渠道按照产品流通链分为产品供应、分销网络以及终端门店，目前三块市场均呈现出集中度提升的趋势。

图14 国内文具产品流通链



资料来源：招股说明书，海通证券研究所整理

- **供应商集中度提升，马太效应渐显：**据产业信息网数据，国内从事文具制造的企业大约有 4.3 万家，销售额超过 10 亿以上的企业仅仅几家，95% 文具企业属于小微企业，且普遍经营水平低下，同质化严重。我们判断未来随着成本提升以及品牌供应商对小企业的挤压，行业在低端的价格竞争将会淘汰大量以 OEM 生产模式的中小企业。
- **批发渠道主导地位，品牌经销商脱颖而出：**目前我国传统批发渠道承载了 80% 的文具产品流通，由于门槛较低，渠道分布分散、行业终端价格缺乏规范，从事文具批发流通的企业众多；但是随着国内的文具厂商品牌化加速，各地的文具批发商也逐步产生分化，传统小型批发商逐步退出，以经营品牌为主的经销商开始脱颖而出。
- **终端零售店质升量降：**目前国内校园文具店已经逐步饱和，由于受到经营成本上升，以及同质化竞争的影响，零售终端数量正在逐渐减少，在市场竞争中，能够积极提升门店质量、扩充产品品类的终端店经营质量快速提升，而部分店面陈旧、产品单一的门店逐渐被淘汰。
- **外资整体影响有限：**面对国内巨大市场份额，外资企业纷纷进入国内市场，但总体来说，外资在制造端对国内制造企业冲击有限；零售渠道端，学生文具领域影响甚微，办公文具领域构成一定竞争。
 - **制造端冲击有限：**制造端如三菱、派克、万宝龙依靠产品独特的设计以及优秀的质量，占领一部分市场份额，但国内制造商在产品性价比方面有着明显优势，晨光的一支普通中性水笔终端零售价在 3 元左右，而三菱等国外品牌价格一般是国内品牌的 3 倍以上，文具对于消费者来说价格敏感度较高，高价的文具产品市场定位只能是较为小众。
 - **零售端办公文具领域逐步退出：**在文具零售市场，国内品牌文具企业已在学生文具领域构建明显的渠道壁垒，跨国文具巨头几乎没有参与学生文具的渠道竞争；在办公文具领域，以史泰博为首的外资巨头在全球有着成熟的业务管理模式，但国内业务由于管理不善盈利性较弱，目前逐步退出，被国内文具龙头收购。

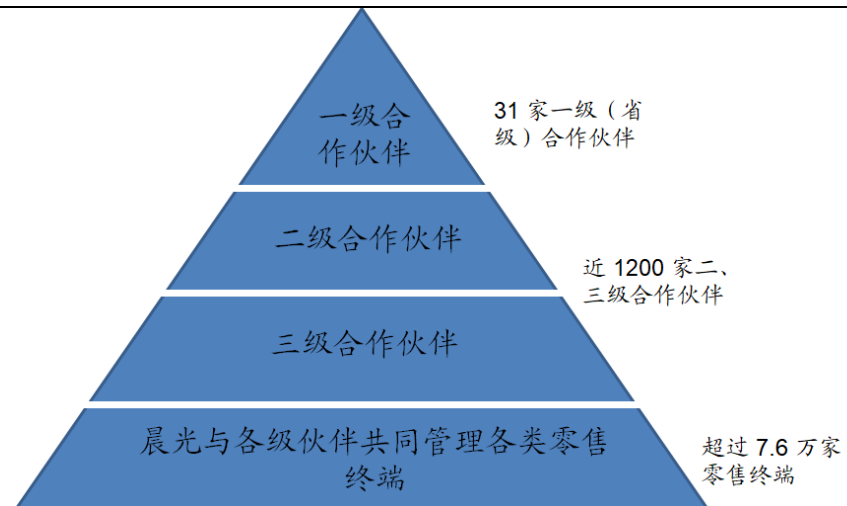
2.3 晨光：产品、渠道、品牌共筑护城河

- 文具属于日常消费品，本身制造、管理、人才、资金并没有很高的要求，但若想从众多市场参与者竞争中突围，必须在产品、渠道以及品牌形成自己独特的优势；晨光作为最大的学生文具供应商、书写工具市场占有率第一，在产品、渠道、品牌上都有着巨大优势，三者形成良性互动，共筑公司护城河。

渠道：经销网络高效稳定，终端门店资源丰富

- 渠道方面，公司经销网络高效而稳定，利用独家销售体制与经销商合作紧密，视作长期稳定合作伙伴，努力保证经销商的最大利益。
 - **经销商利益分配体制清晰：**目前拥有 31 家一级（省级）合作伙伴、近 1200 家二、三级合作伙伴，“层层投入、层层分享”的利益分配体制清晰合理，公司在每一个区域市场只培育唯一的渠道分销商，形成稳固合作关系。
 - **考核严格产品排他：**对窜货现象、终端价格体系实行严格管理，并纳入 KPI 考核，一级经销商并且实现“全排他”经营，这种策略避免了经销商之间的竞争同时与经销商实现了利益捆绑。

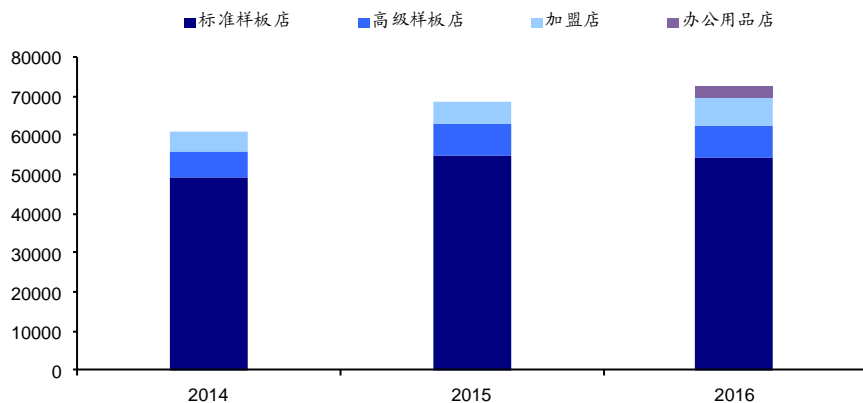
图15 晨光营销渠道金字塔



资料来源：公司 18 年半年报，海通证券研究所

- 在终端网点的建设上，公司通过品牌授权与服务支持以较低成本完成了学校周边的高度覆盖，并且通过加盟店升级不断加强单店经营质量。
 - **校边店覆盖率已达 80%：**目前公司拥有超过 7.6 万家零售终端门店，全国校边商圈的覆盖率已高达约 80% 以上，终端控制力加强有望通过排他等销售政策扩大自有产品的市占率。
 - **采用三级阶梯式零售终端布局：**晨光通过投入少量资金给普通门店提供店招将其变为标准样板店，晨光以较低的成本迅速提升市场覆盖率，再通过标准样板店向高级样板店再向加盟店逐步升级的方式提升单店收入水平，加强渗透。

图16 16年晨光终端店面数量（家）



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

■ **渠道已形成卡位优势：**目前国内文具市场中，品牌有一定知名度的文具企业都持续投入人力物力争夺渠道资源，但新建网络渠道壁垒较高，晨光在渠道方面已形成卡位优势。

➢ **渠道构建难度较大：**国内文具渠道以个体商贩以及小型销售公司为主，市场上构建和完善覆盖范围广泛、物流高效和信息化管理的批发、零售体系需要投入大量的资金，并且管理维护难度高，人员素质要求严格。

➢ **晨光在渠道端拥有先发优势：**经过多年营销网络的深耕建立起中国最大的分销系统，新进入者难在短期内建立成熟的营销渠道。

表 2 晨光文具零售终端和批发店比较

项目	零售终端			批发
	晨光样板店	高级样板店	加盟店	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
单品排他	无强制性晨光产品排他要求	部分产品排他要求	与晨光特许经营商品相同或类似竞争性产品全排他	全排他
单店出样标准	根据单店的具体情况，确定煤价店的晨光产品的具体销售数量要求，目前均要求总数在 265 款以上	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求 370 款以上	销售晨光产品数量在 1000 款以上	全款批发晨光产品
品牌形象	公司无偿授权店方使用晨光文具商标标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商标标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商标标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商标标识
服务支持	培训经验技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验，一般不供乎货架等硬件支持	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	销售（Sale）、服务（Service）、展示（Show）、调查（Survey）
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列入长期待摊费用，按照合同分期摊	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“销售费用--品牌推广费”

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

产品：制造能力保证质量，研发能力引领需求

■ 公司生产端采用“自主生产为主、OEM 委外生产为辅”的模式，并且在产品制造中重视技术研发，目前已自主掌握书写工具制造主要环节的各项技术，规模化应用于各类产品制造。

➢ 书写工具、油画棒、修正带等产品采用自主生产，部分办公文具、部分学生文具及其他产品采用 OEM 模式，原材料采购均选择行业内优质供应商。

品牌优势确立国内第一文具品牌

■ 通过多年的市场和品牌推广，目前晨光文具在消费者的提及率和美誉度上在行业内处于领先地位，品牌优势与渠道、产品形成良性互动，大大巩固了公司国内学生文具第一品牌的市场地位。

➢ 晨光早期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，公司品牌形象及示范效应在商圈的辐射度迅速扩大。

2.4 渠道优化、产品升级，主业稳定增长

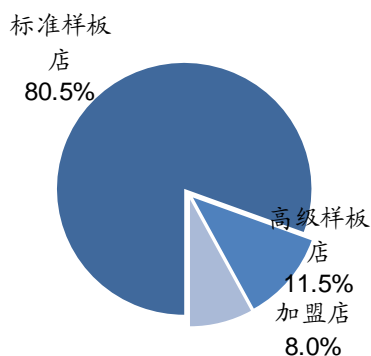
■ 面对传统文具行业增速趋缓，公司近年来持续聚焦终端管理，通过渠道优化升级来保持文具业务高速增长，具体包括以下两方面：

（1）样板店升级加盟店

■ 在标准样板店、高级样板店以及加盟店这三类终端类型中，加盟店的服务支持、产品排他性、盈利能力是最强的；样板店升级为加盟店将会全面提升店铺形象，并且公司对销售产品数量、品类、价格有一定要求，能够快速拓展晨光产品在经销区域的市占率。

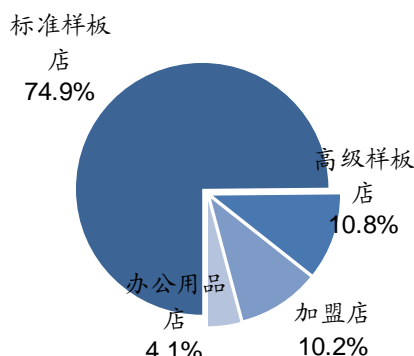
➢ 加盟店数量在 14 年 9 月末为 4856 家，到 16 年末已扩展至 7412 家，占比从 8% 增长到 10.2%。

图17 14 年 9 月末 6 万家店面各类型占比



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图18 16 年末 7.2 万家店面各类型占比



资料来源：16 年年报，海通证券研究所

➢ 据公司招股说明书里测算，加盟店的单店年销售收入是样板店的两倍，在店面进入成熟期后预计平均单店每年比样板店多增加收入 3.75 万元。

表 3 样板店升级加盟店收入增加测算（万元）

测算指标	建设期第一年	建设期第二年	建设期第三年	达产第一年	达产第二年	达产第三年	达产第四年
新增加盟门店（家）	2500	4400	5100	0	0	0	0
年均加盟门店（家）	1250	4700	9450	12000	12000	12000	12000
升级为加盟店带来一次性增长	3.43	3.85	4.31	3.75	3.75	3.75	3.75
模拟年产品销售收入	4300	18095	40730	45000	45000	45000	45000
特许权使用收入	225	846	1701	2160	2160	2160	2160
模拟年总收入	4525	18941	42431	47160	47160	47160	47160

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

（2）产品品类扩展升级

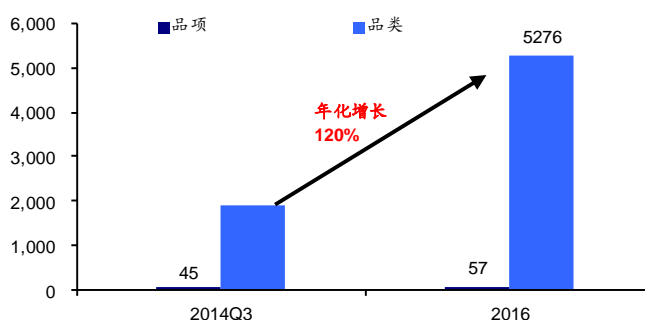
- 公司通过升级产品结构，完善产品整体布局，扩充高品质、高性价比产品，使得产品线更加丰富。
 - 产品品类不断丰富：15 年公司设立办公事业部、儿童美术创意事业部，推动了办公类、儿童美术类产品品类的快速增长，16 年公司成功研制高价值针管笔头和直液式水性子弹笔头，并顺利量产，17 年公司完成速干中性笔的开发并投入生产，产品品类更加丰富。
 - 学生文具每年开发新品上千款：对于传统文具产品，我们认为学生群体对于其价格较为敏感，但对于能够彰显个性的时尚款式新品消费意愿十分强烈，公司采用主题化、体验化的开发模式，从全品类角度持续开发新品，每年开发新品上千款，不断为学生消费者创造新的消费品类。

图19 每年新品研发数量（款）



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

图20 产品品类高速增长（款）



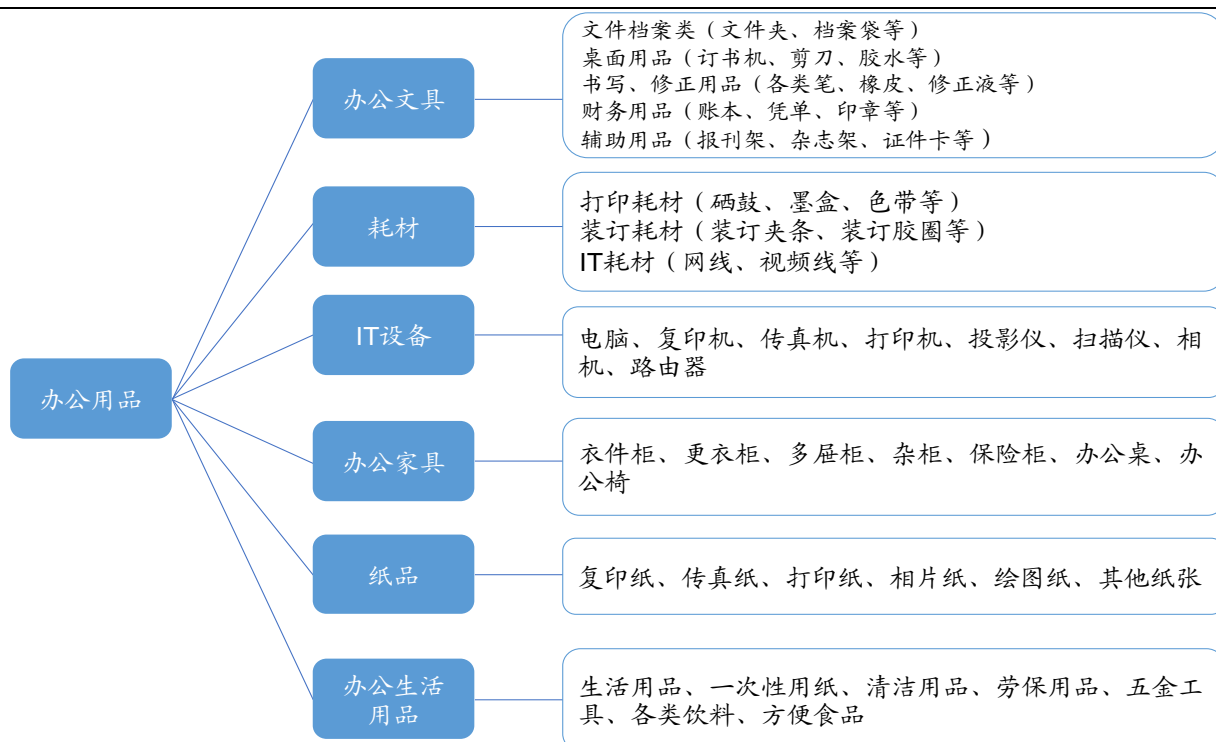
资料来源：16 年年报，招股说明书，海通证券研究所

3. 科力普：切入办公直销领域，打造中国“史泰博”

3.1 办公直销市场空间广阔

- 办公用品直销业务是指为政府及各类企业提供产品定制、配送、售后服务于一体的、一站式服务，其产品包括办公文具、耗材、IT 设备、办公家具、纸品、办公生活等 10 大类产品；办公用品客户主要分为政府与企业，政府端近年来受政府采购支出的快速增长，市场将达万亿级别。

图21 办公直销产品主要类别



资料来源：海通证券研究所整理

3.2 阳光化、集中化、电商化采购改变上游竞争格局

- **办公用品的需求方主要分为四类：**不同类型客户的采购方式不一样，对供应商的偏好也不同，例如政府与大型企业由于其采购量大，品类多，通常通过招投标选择供应商；

- **（1）政府及事业单位：**为其提供定制营销并与政府自有平台网站连接提供采购服务；**（2）大型企业：**为其提供定制化服务，合约协议销售以及通过供应商平台网站销售；**（3）中型企业：**通过目录直送或签约销售，或通过供应商平台网站销售；**（4）小型企业：**通过第三方电商平台或线下商圈办公用品店提供服务。

表 4 不同客户采购方式不同

	政府及事业单位	大型企业	中型企业	小微企业
采购方式	主要通过官方指定政府采购通道,据采购目录进行选择,结果需公示	进行招投标采购	自主采购与合约式采购发展	通过网络零售平台或线下零售店完成采购
需求量	大批量 多品种	大批量 多品种	较大量 品种较多	需求量小 零散随机
供应商	非常多样化,有国际巨头、国内品牌龙头和大量经销商,须通过招投标方式进入其目录	通过招投标方式选择,国际巨头和国内品牌龙头占优	区域型经销商占优	大型电商零售平台占优

资料来源：百度，海通证券研究所整理

- 为了提高政府采购资金的使用效益，促进廉政建设，2015年1月30日，我国颁布了《政府采购法实施条例》，在《条例》中对办公用品采购的种类及限额

都做了明确规定。

表 5 政府办公用品采购目录及限额

	项目	自行采购	定点/协议供货	非招标方式	公开招标
IT 设备及软件	计算机设备	无	20 万元以下	20-40 万元	40 万元以上
	网络设备	无	20 万元以下	20-40 万元	40 万元以上
	信息安全设备（除防火墙）	5 万元以下	无	5-40 万元	40 万元以上
	存储设备	无	20 万元以下	20-40 万元	40 万元以上
	输入输出设备	无	20 万元以下	20-40 万元	40 万元以上
	软件	5 万元以下		5-40 万元	40 万元以上
办公设备	传 机、复印机等	无	20 万元以下	20-40 万元	40 万元以上
	刻录机、数码一体机	5 万元以下	无	5-40 万元	40 万元以上
办公耗材	复印纸、硒鼓、粉盒	5 万元以下	无	5-40 万元	40 万元以上
办公家具	桌子、座椅等	5 万元以下	无	5-40 万元	40 万元以上
电器设备	冰箱、电视机等	无	20 万元以下	20-40 万元	40 万元以上
	录像机、电话、饮水机等	5 万元以下	无	5-40 万元	40 万元以上

资料来源：《2016 年政府办公用品采购目录及限额》，海通证券研究所

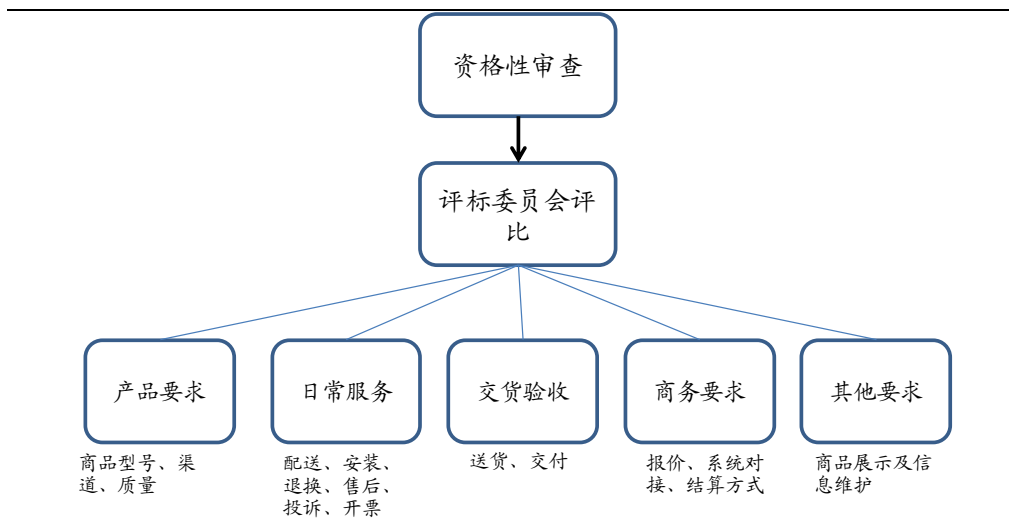
阳光化、集中化、电商化采购推动行业竞争市场化

- **阳光化采购：**采购单位按照“公开、公平、公正”和“质量优先，价格优先”的原则，通过合理的竞价议价谈判，避免采购过程中的暗箱操作，有效降低采购成本，提高采购效率。
- **集中化采购：**企业建立专门的采购机构，统筹规划整个企业的采购内容，统一组织企业所需物品的采购业务，可以解决分散采购供应商不规范、定价过程不透明、产品质量较低等问题。
- **采购电商化：**政府与企业通过自有平台采购网站或供应商平台网站进行采购，可以使得采购的效率高、成本低、透明度高、可控性强；
- **办公用品市场格局将重新洗牌：**阳光化、集中化、电商化采购带来的是政府与大型企业更加规范的招投标，我们认为下游政府集中采购的需求变化将会带来上游办公用品市场格局的重新洗牌。
 - **依靠关系的小型区域性供应商将被市场化竞争所淘汰：**招投标对于产品的品类、质量、价格等都有明确的要求，而市场上多数小供应商往往只能提供“文具+耗材”或者单一产品，并且产品质量、价格、渠道无法保证。
 - **给予有能力提供优质一站式服务的企业巨大机遇：**近年来下游政府与大型企业对于办公直销的需求迅速增加，服务要求品质也随之提升，对于有能力提供一站式服务的企业是巨大机遇。

案例一：成都市公共资源服务中心电商采购项目评标流程

- 以《成都市公共资源服务中心电商采购项目》为例，共有 10 家办公用品供应商进行了投标，其中通过资格性检查有 8 家，而后经过评委会委员评比后得出总分，根据各投标人综合得分淘汰末尾 3 位投标人，最终选择 5 家供应商进行供货。

图22 成都市公共资源服务中心电商采购项目评标流程



资料来源：四川政府采购网，海通证券研究所整理

- 投标过程公开公正，评标过程严格而保密，对于供应商有严格的评价体系，评标委员会成员对各供应商产品价格、仓储物流、系统对接、日常服务、交货验收等多项指标进行评价打分，评选结果公布在招标网上，整个招标过程阳光、透明、公开。

表 6 招标评分要求

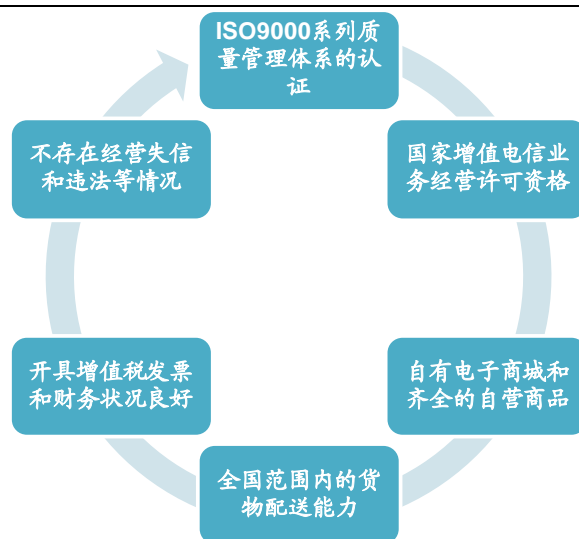
投标报价	以最低有效投标报价为基准，报价低者优先
仓储和分拣能力	是否有仓储基地、及其面积大小 是否有自动化分拣流水线
物流配送能力	是否有物流配送站点、且其数量多少 物流配送货车数量多少
管理体系	具有质量管理体系认证证书与环境管理体系认证证书者优先
系统对接方案	提供的系统对接方案内容较完善、具有合理可行性者优先 与招标文件提供规范越相近者优先
日常服务方案	配送、售后服务方案、退换货服务、客户投诉处理方案满足招标文件要求者优先
赊销账期和额度	赊销账期较长、金额较大 开通账期手续较少
项目业绩	投标人是否有电子商务平台类似项目业绩
其他	官网自营最低售价种类多者优先

资料来源：《成都市公共资源交易服务中心电商采购项目（装订版）》，海通证券研究所

案例二：国家电网 2 年办公类物资电商化采购项目

- 国家电网集团是 2017 年全球 500 强企业排名第二，是最早推行集团内全国办公用品物资电商化采购的央企之一；公司于 2017 年 8 月 3 日公布 2017 年 2 年办公类物资电商化采购竞争性谈判采购公告，采购项目从 6 方面对招投标企业进行资质的审查。

图23 国家电网 2017 年办公类物资电商化采购项目投标企业资质和要求



资料来源：国家电网采购网，海通证券研究所整理

- 采购分为两个标，采购项目涵盖集团总部、省级分公司和集团直属公司，对供应商的全国服务能力有着极高的要求，最终评标结果分别有 8 家、5 家供应商中标。

表 7 国家电网公司 2017 年办公类物资中标结果

包名	成交人
包 1	得力集团有限公司
	领先未来科技集团有限公司
	欧菲斯办公控股有限公司
	上海晨光科力普办公用品有限公司
	深圳齐心集团股份有限公司
	史泰博(上海)有限公司
	苏宁云商集团股份有限公司
	浙江物产电子商务有限公司
包 2	得力集团有限公司
	上海晨光科力普办公用品有限公司
	史泰博(上海)有限公司
	苏宁云商集团股份有限公司
	浙江物产电子商务有限公司

资料来源：国家电网公司招投标管理中心，海通证券研究所

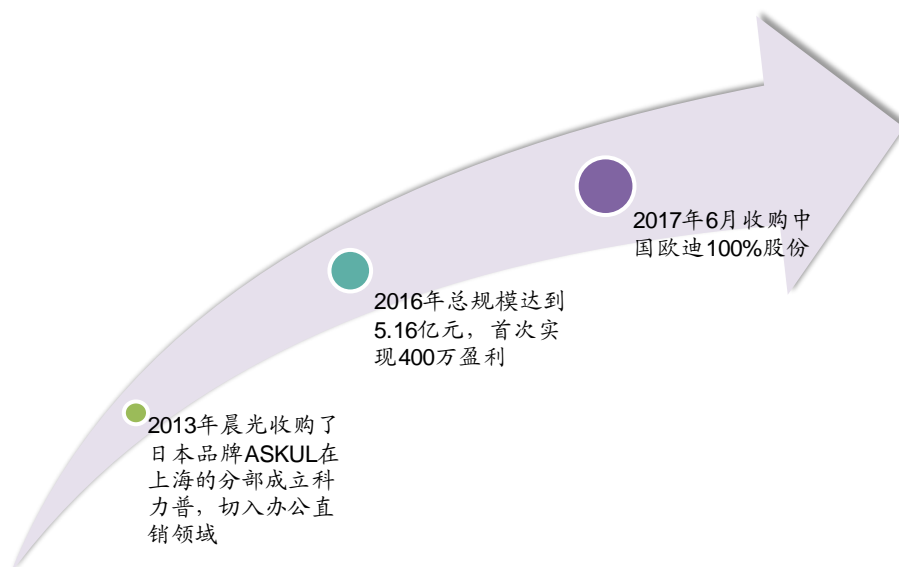
- 综合两个案例来看，招投标过程中全国服务配送以及自营电商平台的能力尤为重要，最终的中标人都是目前国内规模最大、综合实力最强的办公用品直销供应商，小型区域供应商难以在严格招标要求中胜出，拥有完善配送服务能力、自有电商平台与强大品牌影响力是能够中标的关键。

3.3 科力普：规模迅速壮大，收购欧迪规模效应显著

- 晨光 2013 年收购日本品牌 Askul 上海分部，并控股 70% 股份成立科力普子公司，主要业务为政府及大型企业提供办公用品的一站式采购服务，产品系列包括耗材、文具/财务、IT 数码、纸张、电器、办公家具 10 大类，拥有 SKU 近 5000 个，科力普办公直销业务由董事长亲自负责，在公司内被定义为“二次

创业”。

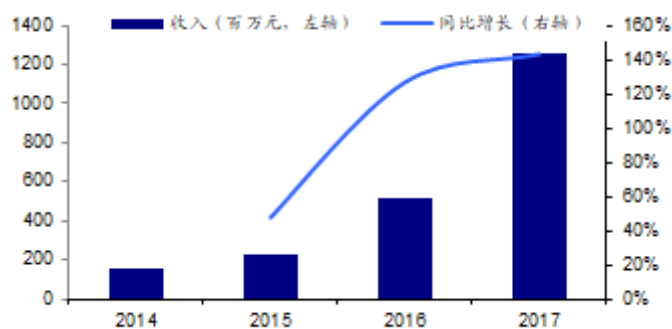
图24 科力普发展历史



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

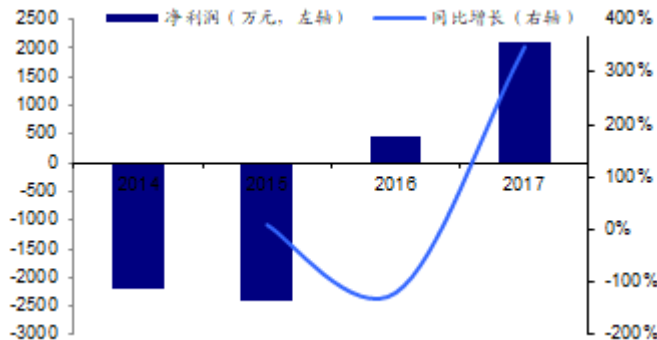
- **公司业务扩展至七大区域：**17年前业务范围主要集中在上海地区，目前业务已扩展至全国七大区域，18上半年新设武汉、广州、成都双流分公司，正式拓展华西和华中市场；此外5个中心仓已建成，包括18上半年建成的华西仓（成都）和华中仓（武汉），极大地提高了配送的效率。
- **收入规模提升迅速，盈利能力逐步提升：**科力普收入规模从14年的1.5亿迅速成长至17年的12.6亿元，净利润从14年的-2200万逐步扭亏为盈，17年净利润为2104万元。

图25 科力普收入规模



资料来源：WIND，海通证券研究所

图26 科力普净利润及净利率



资料来源：wind，海通证券研究所

- **收购中国欧迪，规模效应显著。**17年6月科力普以零对价收购欧迪中国办公网100%股权；欧迪中国作为全球第二大办公用品专业供应商的在华子公司，拥有大量国际企业客户资源，在但由于费用管控不力导致连年亏损。
 - **预计18年欧迪中国能够实现盈亏平衡：**欧迪中国16年净资产为-3826万元，收入4.77亿元，亏损约6000万元，销售费用与管理费用率合计达到29.7%显著高于销售毛利率17.5%，17年亏损约5000万元，我们判断收购后欧迪中国的管理及费用管控能力将显著提升。
 - **协同效应显著：**此次收购后科力普不仅获得Office Depot商标独占性使用权，还获得大量国际优质企业客户资源，欧迪与科力普在供应链、客户资

源等方面相互协同，采购与物流配送规模效应下成本减少。

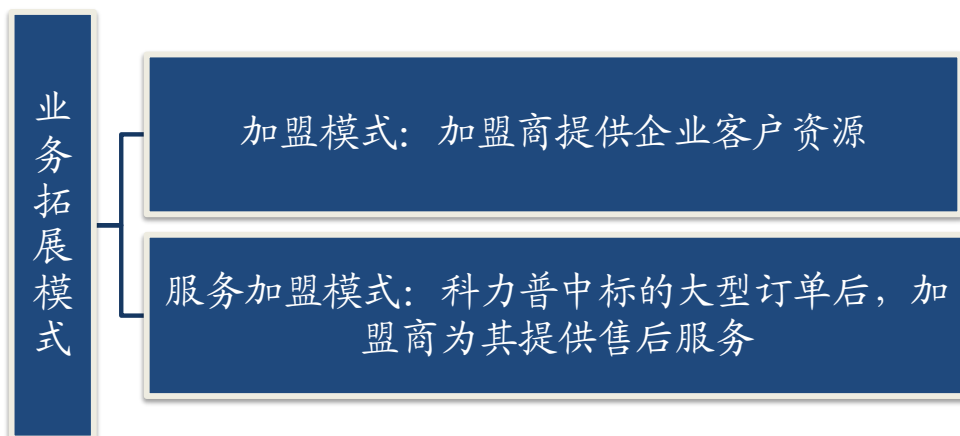
图27 中国欧迪部分客户



资料来源：中国欧迪 Office Depot 官网，海通证券研究所

- **自营+加盟快速拓展：**公司在 16 年成立了加盟事业部，开始启动探索 BD（Business Development）业务，业务扩展分为加盟模式和服务加盟模式，加盟模式下加盟商可以提供企业客户资源，服务加盟模式是在科力普中标订单后能够为其提供售后服务，两种加盟方式共同发展能迅速提升科力普在新区域拓展与服务客户的能力。

图28 科力普两种加盟模式

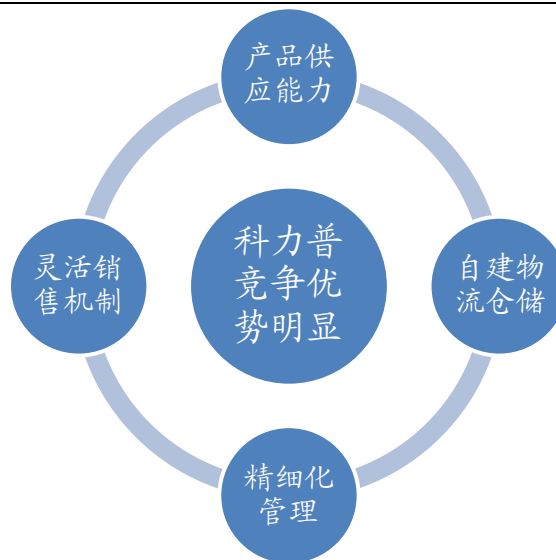


资料来源：公司 16 年年报，海通证券研究所

3.4 竞争优势显著，盈利成长可期

- 由于 B2B 产品同质化程度较高，竞争主要取决于服务能力，而办公直销领域服务的竞争集中在产品价格质量、配送物流、员工素质以及企业管理的四个方面。

图29 科力普竞争优势明显



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所整理

■ 科力普在成长过程中全方位提升综合实力，优秀的产品供应能力、自建物流仓储、灵活的销售机制、以及精细化管理能力是其能够迅速崛起的重要原因。

- **自主供应+OEM 保证产品质量与盈利：**晨光本身大部分传统文具以自产为主，办公用品约一半以上采用 OEM 代工，IT 设备、耗材采用向供应商采购的模式，由于 OEM 毛利率仅 10-15%，公司较高的自产比例能够保证产品质量，并获得相比同业更高的盈利水平，OEM 代工模式能够迅速扩展产品品类，此外对于 IT 设备、耗材等材料的采购，公司具备规模化优势议价能力在逐步增强。
- **自建物流仓储保证服务高效准时：**迅速的客户需求响应速度是服务质量的关键，物流仓储则是服务链中的必备条件，科力普目前在上海、北京、深圳的仓库已建好，西南区域已建设完成，公司以仓库为中心向周边区域城市实现配送服务，自建仓储不仅保障各门店的存货供应，同时长远来看将大幅降低仓储配送成本，保证配送服务的准时高效。
- **灵活的销售机制：**公司销售政策灵活，决策链较短能够对于客户要求快速响应，销售人员奖金激励与销售数量挂钩，充分激发员工积极性。
- **精细化管理严格控制费用：**低价产品是目前办公直销行业扩张市场关键策略，由于毛利偏低，费用的控制尤为重要；晨光董事长亲自负责科力普，对于费用管控严格，杜绝各类浪费、回扣问题，在竞争对手普遍亏损的情况下能够做到盈利反映出公司的精细化管理水平行业领先。

办公文具直销领域目前市场主要参与者主要包括四类：

- **外资龙头：**包括史泰博、欧迪、Askul 等，此类外资龙头进入中国市场较早，业务经验丰富国际客户众多，但由于管理与机制原因在国内一直难以盈利，目前中国史泰博与欧迪分别被得力与晨光收购；
- **国内大型用办公品供应商：**包括得力、齐心、科力普等；
- **京东、苏宁等网络供应商：**本身购物平台是流量入口，较强物流能力，但

办公用品非核心业务，服务质量弱于专业办公用品供应商；

- **办公用品经销商：**数量众多以区域经销为主，服务能力有限，主要针对中小企业客户。

表 8 办公用品市场参与者比较

	代表企业	优势	发展状况
外资供应商	史泰博、欧迪、Askul	进入中国市场早，品牌知名度高，国际客户资源积累丰富、专业化能力强	普遍亏损，未来战略逐步退出国内
本土供应商	得力、齐心、科力普、领先未来	了解国内政府企业文化、专业化能力强	近年发展迅速，规模不断扩张，市场份额逐提
网络供应商	京东、苏宁	自有电商平台流量入口，物流能力较强	目前办公直销业务非电商核心
各地经销商	-	与区域企业关系紧密	主要面对中小客户，面临专业化供应商竞争压力

资料来源：招股说明书，海通证券研究所整理

- **有望成为国内办公直销领域的最大龙头企业：**我们将科力普与各类供应商的龙头企业进行对比，较于外资供应商与网络供应商，具备明显优势，在同类本土供应商的竞争中，科力普也迅速赶超，未来有望成为国内办公直销领域的最大龙头企业。

表 9 国内办公用品直销领域参与者对比

	17 年办公用品收入规模	盈利状况	优势	劣势
史泰博（Staples，中国区域）	预计约 20 亿元左右	亏损	13 年国内办公领域经验与资源；大型国际企业招标有优势；全球品牌知名度高；	国内部门职能权利有限，客户需求反应较慢；不了解国内企业文化与政府关系；未来战略逐步退出；
欧迪（Office Depot）	6.4 亿元	亏损约 5000 万元	同史泰博	同史泰博
晨光	12.55 亿（科力普为 10.95 亿元）	毛利率 13-14%，盈利 2104 万元（扣除欧迪）	客户需求反映迅速；了解国内文化与政府关系；专业化能力强，能够提供非标服务；国内最大办公用品供应企业，电商直销规模大发展迅速；服务、人脉、产品具备优势；	主要深耕于政府与大型企业的办公直销领域，中小客户比例暂时较少；
得力	16 年收入 110 亿元，大客户直销约 15%	-		-
齐心	11.81 亿元（总收入 31.82 亿元，其中 11.81 亿元为办公用品）	毛利率 19.3%，净利率 4.4%	具备先发优势，线上采购平台建设完备；	精细化管理还有提升空间；办公用品增长缓慢；
京东	15 年与得力合作，电商平台得力办公产品销售达到约 10 亿元	-	拥有电商销售平台能够解决小客户需求，物流能力突出	缺乏专业化能力，无法提供个性化产品，大客户服务能力弱于专业供应商

资料来源：Wind，各公司历年年报，海通证券研究所整理

（1）外资未来退出，市场份额逐步转移

- **外资普遍水土不服：**外资办公直销业务已在国内经营多年但依然无法实现盈利。这主要是由于以下几个原因：（1）外资对国内政府企业文化了解不够，往往难以为本土企业提供服务；（2）外资在国内市场管理者一般是职业经理人，权限有限导致难以快速传达命令，决策机制冗长无法有效给予客户快速反馈；（3）管理较为粗犷，费用率偏高，难以做到精细化管理；（4）销售激励政策不够灵活，销售奖励给予团队而非个人，对于销售提成有上限，限制了部分销售人员的积极性。
- **外资将逐步退出中国市场：**史泰博 16 年卖出欧洲业务并重新规划战略专注北美区域，17 年 6 月被私募基金 Sycamore Partners 收购并退市，史泰博中国目前已被得力收购，此外中国欧迪已经被科力普零对价收购，其余外资同样面临难以盈利的问题。

表 10 科力普对比史泰博

	科力普	史泰博
费用	精细化管理，费用管控能力强	管理粗犷，费用率偏高
决策机制	董事长直接负责，一层审批，效率较高	国内职业经理人权限有限，决策至少需要 3 层领导审批，对于客户的反馈较慢
国内市场了解程度	深谙国内政府、企业文化，精准把握本土客户的需求，机制灵活，	对国内政府、企业文化了解不够，机制不够灵活
销售激励	激励机制灵活完善，营销员工动力足	销售奖励给予团队而非个人，对于销售提成有上限，限制了部分销售人员的积极性

资料来源：17 年公司年报，史泰博官网，海通证券研究所整理

（2）对比网络供应商优势明显

- **网络供应商专业化能力不足：**京东、天猫、苏宁此类网络供应商同样进军办公直销市场，作为电商平台龙头，流量巨大可以满足中小客户在网上分散购买的需求，并且物流能力较强，配送有保障。但是对于大型客户服务，网络供应商专业化能力欠缺，中标后实际拿单能力明显弱于专业供应商，无法为客户进行定制化服务，平台业务不够聚焦，公司本身对于办公直销业务的重视程度一般。

（3）有望赶超国内最大办公用品供应商

- **近年发展态势超齐心，得力是目前最大竞争对手：**在国内龙头办公用品供应商之间的比较中，科力普依然具备优势。齐心线上采购平台建设完备，SaaS 业务与文具业务相辅相成，科力普相较之下对于管理更加细致、完善，业务增长动力更加迅猛；国内最大的文具用品龙头是得力，公司收入规模 16 年达到 110 亿元，科力普仍有较大规模差距。

表 11 办公用品领域晨光对比得力

	晨光	得力
主营业务	学生用品向办公用品发展	办公用品向学生用品发展
办公用品经销店	3000 家办公店	6000 家战略经销商，开店计划放缓
办公用品 17 年收入规模	28.33 亿	110 亿
办公直销业务收入	12.55 亿	-
管理结构	层层经销代理，让利经销商	分公司管理，扁平化结构
OEM 比例	学生用品约 15%代工，办公用品 50%以上代工	50%以上品类代工
直销业务物流仓库	北上广深自建物流仓库+与德邦合作	自建仓库+京东合作

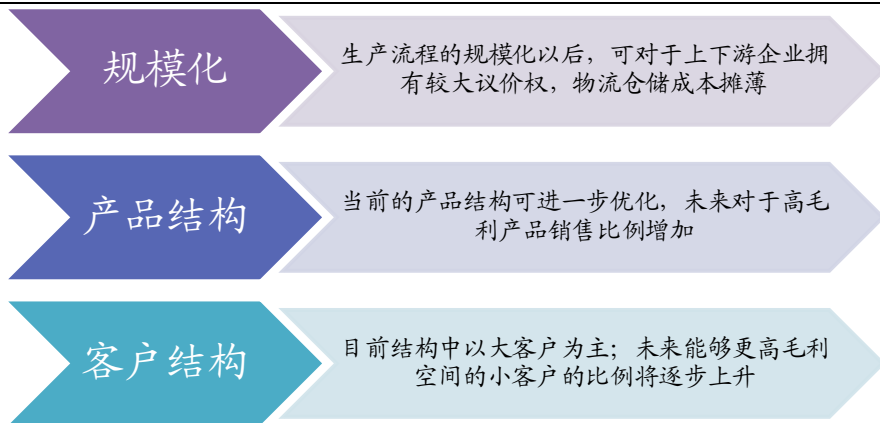
资料来源：17 年年报，得力官网，海通证券研究所

- **科力普盈利能力成长可期：**办公用品行业本身属于低毛利高周转行业，毛利率普遍在 15-20%区间，对于费用率的控制就尤为重要，我们判断科力普未来能够通过规模化、优化产品结构以及客户结构方面来提升盈利能力。

- **规模化：**随着规模的扩张，公司在物流、仓库等固定成本将被摊薄，并且更大规模量采购对于上游企业也有了更强的议价权。
- **优化产品结构：**产品结构目前以 IT 设备、耗材以及文具财务为主，IT 设备与耗材毛利率相对较低，未来公司也会根据客户需求优化产品结构；此外我们预计科力普产品自产比例将逐步提升；
- **优化客户结构：**在客户结构上公司目前主要以大客户为主，未来毛利较高

的小客户的比例也将逐步提升。

图30 未来盈利能力提升因素

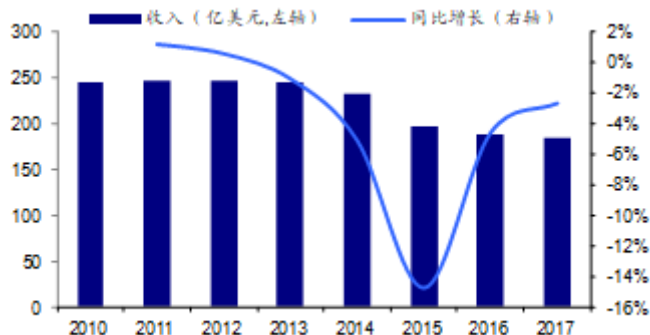


资料来源：公司历年年报，海通证券研究所整理

3.5 有望复制史泰博成功经验

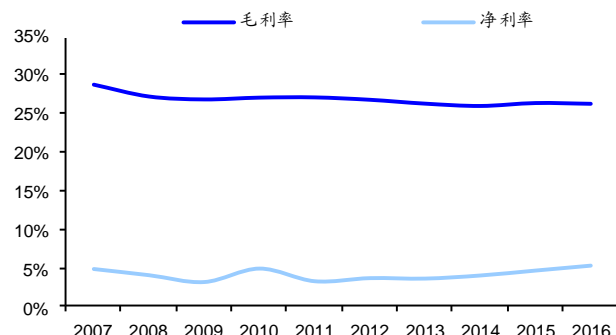
- 史泰博（Staples）创建于1985年，是目前全球领先的办公用品集成供应商。其历史巅峰在2012年收入曾经达到过250.2亿美元，净利润达到9.85亿美元，并且其电子商务年销售额也超过100亿美元，成为仅次于亚马逊的全美第二大电商。我们将史泰博的发展分为5个阶段，在发展过程中出现过国内目前情况类似的阶段供我们分析，也有许多经验值得科力普借鉴。

图31 史泰博收入及增速



资料来源：bloomberg，海通证券研究所

图32 史泰博毛利率、净利润率变化



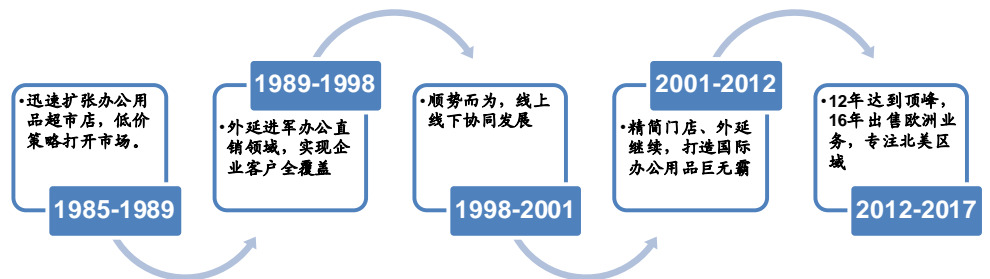
资料来源：bloomberg，海通证券研究所

- **第一阶段（1985-1989）：迅速扩张办公用品超市店，低价策略打开市场：**成立之初，史泰博主要是针对市场中小客户迅速扩展办公用品超市店，绕过市场较为集中的渠道代理商，直接从市场分散的供应商进货，用低价策略开拓了大量中小客户，并不断整合渠道形成自己的供应链，面对大量模仿自己低价策略的竞争者，史泰博首先建立了自有大型仓储配送中心，用低成本与稳定供货打败竞争对手，最终并在渠道零售上形成优势。
- **第二阶段（1989-1998）：外延进军办公直销领域，实现企业全覆盖：**公司在1989年上市，开始了外延扩张战略，在1993年史泰博收购全国性办公用品签约销售商 National Office Supply Company Inc 进入办公直销领域，专门负责对于大型客户的签约销售，而后又收购了多家签约销售与目录销售公司对大中小各类企业进行办公用品直销供应，此时史泰博已经拥有了在办公用品领域对各类用户提供不同类型产品与服务的能力。
- **第三阶段（1998-2001）：顺势而为，线上线下协同发展：**而进入到90年

代末期，史泰博同店增速开始下降，新开办办公店的客户拓展增速缓慢，仅仅依靠新开店已经难以支撑公司的长期发展。公司顺应互联网潮流，在 1998 年 5 月收购 Quill Corporation 面向中型企业提供线上采购服务，而后 8 月推出 StaplesLink.com 面向大型企业，紧接着 11 月推出 Staples.com 电子商务平台面向小型企业。同时公司开始建立自有配送物流能力。

- **第四阶段（2001-2012）：精简门店、外延继续，打造国际办公用品巨无霸：**进入到 21 世纪，办公用品实体店的发展逐渐滞缓，公司开始对门店进行简化，重新把办公用品店定位于中小客户，逐渐把大而全店面改造成注重服务与体验的便捷小店。这一举措取得了良好效果，在业务继续高速发展的情况下削减了费用。在 2008 年，Staples 以 26 亿美元现金收购了荷兰的另一家全球性办公用品公司——Corporate Express，此时 Staples 全球销售规模已经达到约 230 亿美元，成为了全球办公用品行业的巨无霸。
- **第五阶段（2012-2017）：出售欧洲业务，专注北美区域：**在 2012 年以后，公司达到了行业巅峰，收入超过 250.2 亿美元，净利润达到 9.85 亿美元，但是受到无纸化办公以及美国经济增速放缓的影响，收入业绩逐步开始下滑，2016 年公司卖出欧洲业务并重新规划战略专注北美区域，17 年 6 月史泰博被私募基金 Sycamore Partners 收购并退市。

图33 史泰博发展历程



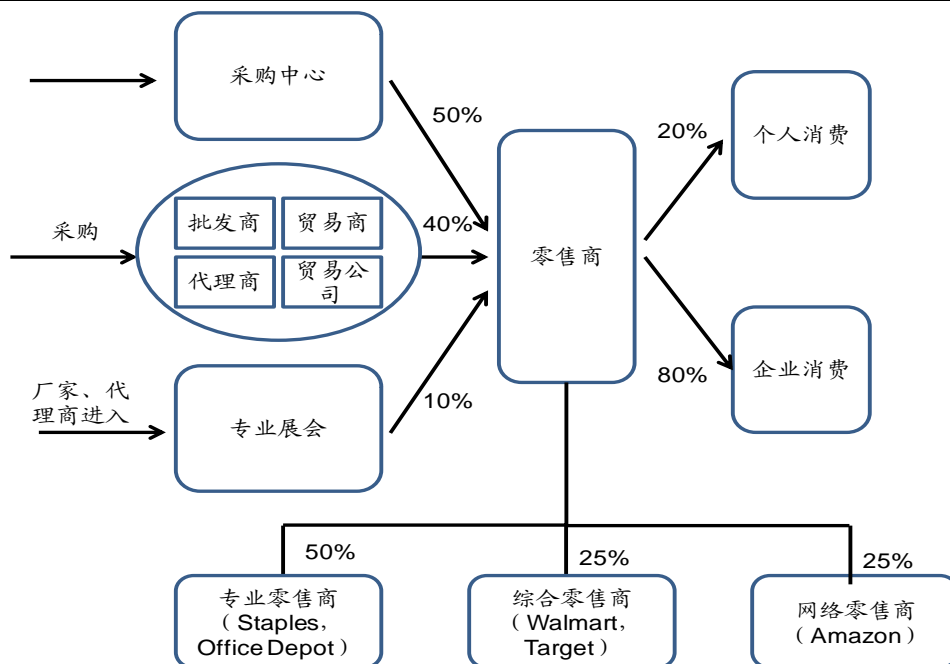
资料来源：bloomberg，海通证券研究所整理

■ 史泰博发展对科力普的启示：

- **科力普进军大客户市场，办公用品店服务中小客户：**我们认为目前国内的办公市场竞争格局与美国 90 年代较为相似，办公用品市场有很高的成长速度，但市场份额却极度分散，竞争者以跑马圈地、抢占市场份额为最主要任务；史泰博在这个阶段是以开店低价策略迅速扩张市场，但是由于国内线下渠道已铺设相对完善，线上渠道的占比在逐步增加，线下的扩张性价比相对较低；科力普抓住阳光化采购这一契机，进入大客户市场，同时拥有 3000 多家办公用品店来服务商圈中小型客户，迅速打开办公用品市场；
- **国内外渠道结构不同，晨光拥有天然优势：**在渠道上，美国办公用品市场产业链上游的文具生产商相对分散，而渠道相对集中，史泰博正是通过建立自己的产业链低价销售在渠道端形成了垄断优势；而国内市场是渠道端极为分散，供应端有像晨光这样家喻户晓的品牌制造商，晨光拥有较强的渠道控制能力以及品牌优势，从文具用品品牌商切入办公市场具有得天独厚的优势。
- **注重最后一公里配送能力：**晨光在发展中参照史泰博经验，自建仓储与物

流，在整个流通链上，注重物流能力的打造，短期虽然费用加大，但最后一公里的配送能力将是企业在竞争中致胜的关键，并且仓储配送成本长期也将逐步摊薄，此外公司注重电商发展，不断外延并购，这也是公司迅速做大规模的方式。

图34 美国办公文具用品流通渠道结构

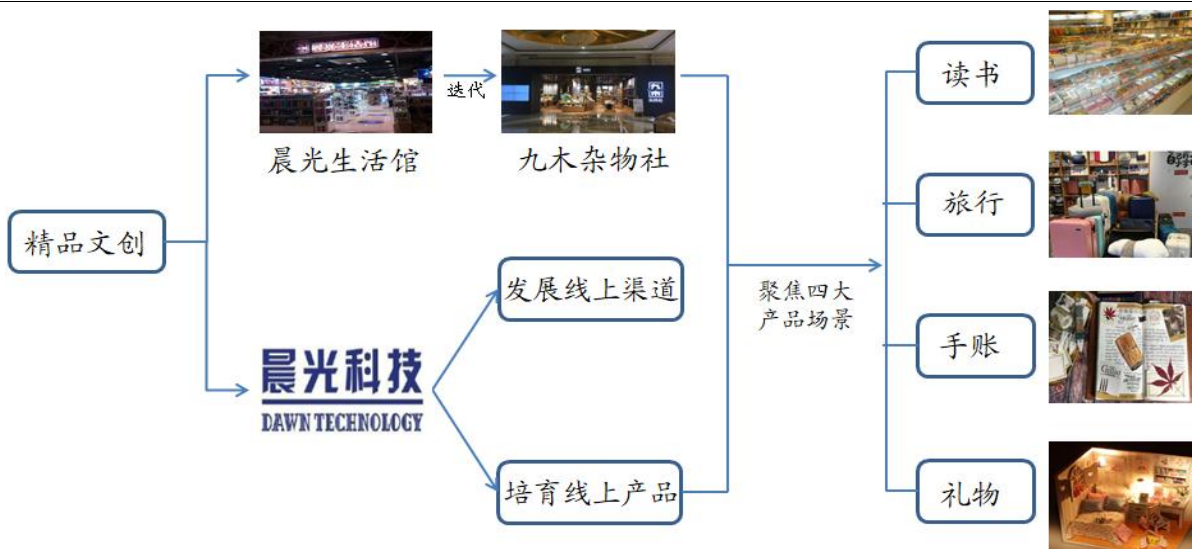


资料来源：《办公文具用品流通行业发展现状》，海通证券研究所整理

4. 精品文创：从“传统制造”到“文化创意”

- 公司作为学生文具龙头制造企业，目前从大众刚需制造型企业向文化创意空间、产品升级、品牌升级端去延展，一方面公司开始探索零售大店“晨光生活馆”的精品文创业务模式，另一方面公司注重线上发展，建立线上销售体系拓展精品文创模式。

图35 精品文创发展路径图



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所整理

4.1 晨光生活馆：提高单店品质，打造文化创意品牌

- **零售大店业务不断更迭：**晨光生活馆定位于学生、年轻白领，提供文具、礼品、饰品及生活用品等商品，从最早的生活馆 1.0 到目前推广的九木杂物社，零售大店业务已经历多次更迭。
 - **生活馆 1.0** 店面主要在新华书店系统内联营，客户定位主要为学生，产品以文具、玩具和文化用品为主；
 - **生活馆 2.0** 主要建在购物中心，客户从学生扩展至白领群体，产品增加了礼品、饰品、生活用品等更多品类产品，并且提升了店面展示形象，打造成学习生活全品类文创精品店；
 - **九木杂物社**是公司在 2016 年 12 月推出，店面在生活馆 2.0 基础上将品类进行调整与扩充，专注精品路线，以购物中心开店为主，打造高品质、高复购率、高客单价、高性价比商品模式的店铺新模式。

图36 晨光生活馆



资料来源：百度，海通证券研究所

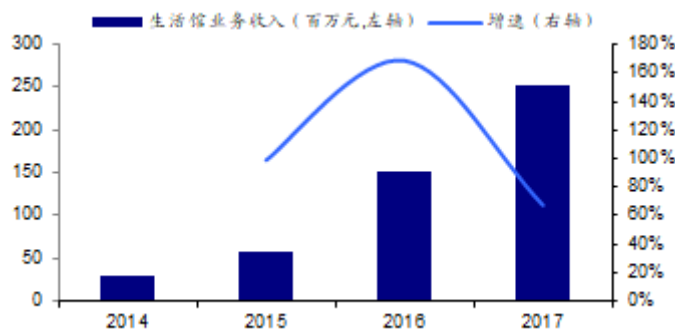
图37 九木杂物社



资料来源：百度，海通证券研究所

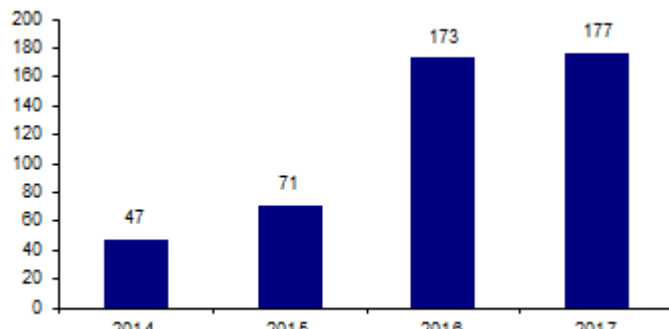
- **九木模式已逐步成熟，下半年有望开放加盟：**公司目前拥有 200 家零售大店（包含 25 家九木杂物社），目前公司采取升级店面等策略打造高附加值的生活体验馆，提高单店产值，九木模式目前逐步成熟，有望成为精品文创业务发展的重要发力点。
 - **晨光生活馆**无新开店计划，会持续推进店铺升级，优化产品结构，提升晨光产品占比，打造精品文创专区；
 - **九木杂物社**方面，模式已逐渐成熟，盈利性有较大提升，公司计划市场拓展提速，从江浙沪向全国拓展，并在 18 下半年开放加盟模式。

图38 晨光生活馆（含九木杂物社）收入



资料来源：WIND，海通证券研究所

图39 晨光生活馆（含九木杂物社）店面数量（家）



资料来源：WIND，海通证券研究所

- **生活馆依然具备竞争优势：**目前晨光生活馆（九木杂物社）还处于发展阶段，我们将晨光生活馆与国内也在做生活馆品类或模式类似的无印良品、罗莱 HOME 以及名创优品相比较，生活馆的价格定位在无印良品与名创优品之间，在坪效、客单价与无印良品还存在一定差距，但公司是以文具业务为基础，在文具产品设计与研发上有自己的优势，零售端拥有丰富管理经验，随着产品品类扩增以及管理的精细化我们相信晨光生活馆会在竞争中脱颖而出。

表 12 晨光生活馆与同类型店铺比较

	无印良品	晨光生活馆（含杂物社）	罗莱 HOME	名创优品
传统业务		文具龙头企业，连续多年书写工具市场占有率第一，从设计到生产到批发零售均有丰富的资源和经验	家纺龙头企业，市占率连续 11 年第一，品牌知名度高，市场积淀深厚	创始人叶国富原先创立饰品连锁品牌—布局三四线城市，熟悉小商品零售市场
价格定位	日本：大众高性价比 中国：商品相较日本平均加价 40%以上，属高端价位	中端水平：同类商品定价为无印良品 50%-70%，低端产品价格与名创优品相近，大部分产品比其贵 30%-50%；	定位中高端市场，精选全球高质量商品	超过 70%的商品统一定价 10 元，其余商品最高不超过 100 元
商品品类	大类：服装杂货、生活杂货、食品，合计 7000 多种	生活馆 1.0：精品文具及学生用品 生活馆 2.0：旅行、家纺、香薰、护肤、文具、数码、玩具 九木杂物社：在生活馆 2.0 基础上将品类进一步扩充	卧室用品、卫浴、餐厨、客厅、生活家居、软装家居六大类	彩妆护肤、家用纺织品、文具、女包、玩具、餐厨等约 3000 种
坪效	日本：660 千日元（约 4.5 万元）；中国：6.3 万元（按照 40%加价率测算）	生活馆：1.0 万元 九木杂物社：1.8 万元		1.1 万（按照加盟商盈亏平衡点测算）
店铺面积	平均约 700 m²，不同类型门店面积不同	100-200 m²	约 700 m²	加盟店要求在 200 m² 以上

资料来源：招股说明书、MUJI 官网、罗莱 HOME 官网、名创优品官网，海通证券研究所

4.2 晨光科技：业务稳步发展，大力拓展互联网营销渠道

- **业务稳步发展，大力拓展互联网营销渠道：**公司已实现与京东、天猫、亚马逊、1 号店、苏宁 POP 店的多平台稳定发展，有效授权店铺达到 1000 家；此外公司积极开发线上产品，探索众筹/跨界合作的新销售模式，与知名 IP 合作多款互联网创意产品；同时晨光生活馆也与晨光科技开展线下产品体验+线上销售的互联网模式，进一步对品牌进行推广，开拓新的销售模式。

图40 晨光文具 X 孤独星球



资料来源：百度，海通证券研究所

图41 晨光文具 X 安东尼



资料来源：百度，海通证券研究所

- **多渠道发展精品文创：**除生活馆以及线上渠道外，精品文创业务采用多渠道销售，通过打造 IP+创意空间，与书店、咖啡馆、校边店等渠道相结合，销售高附加值精品文创产品，例如面向在商业区、社区、步行街等高客流量区域的全国精品文具店，打造精品文创专区等。

4.3 成立产业基金，助力转型发展

- 18年7月24日，公司公告拟出资8900万元（占44.5%）与晨光集团出资11000万元（占55%）、平石创投出资100万元（占0.5%）共同设立宁波钟晨股权投资合伙企业，旨在加快精品文创业务发展。
- 文创产业股权投资基金不涉及经营具体业务，主要是以股权投资为主，期望通过该基金收购以文化文创为主的优质资产，加速公司从传统文具制造商向精品文创创意企业的转型发展。

表 13 投资设立文创产业基金

名称	类型	认缴出资额（万元）	出资比例	出资方式
晨光控股（集团）有限公司	有限合伙人	11000	55%	现金
上海晨光文具股份有限公司	有限合伙人	8900	44.5%	现金
上海平石创业投资中心（有限合伙）	普通合伙人	100	0.5%	现金
合计		20000	100%	

资料来源：《关于参与投资设立文创产业股权投资基金的进展公告》，海通证券研究所

5. 盈利预测

- 我们基于以下关键假设进行盈利预测：
 - **学生文具及书写文具：**公司传统业务中书写文具与学生文具增长稳健，毛利率基本保持稳定；书写文具单价预计18年提价幅度与17年一致，销量每年提升5%；学生文具单价预计18年提价幅度与17年一致，销量每年提升10%；

表 14 书写工具收入预测

书写工具	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入（百万元）	1503.2	1647.3	1788.3	1949.1	2124.3	2315.3
YOY%		9.59%	8.56%	9.0%	9.0%	9.0%
销量（万支）	179870	193991	202832	212974	223622	234803
YOY%		7.85%	4.56%	5.00%	5.00%	5.00%
单支售价（元）	0.84	0.85	0.88	0.92	0.95	0.99
YOY%		1.61%	3.83%	3.80%	3.80%	3.80%
成本	1026.5	1114.3	1195.3	1294.4	1404.5	1524.1
单支成本（元）	0.57	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65
YOY%		0.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
毛利率	31.8%	32.9%	33.1%	33.3%	33.5%	33.7%

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 15 学生文具的收入预测

学生文具-自有品牌	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入（百万元）	1103.9	1248.6	1460.2	1702.6	1985.2	2314.7
YOY%		13.11%	16.95%	16.6%	16.6%	16.6%
销量（万件）	286814	335530	369819	406801	447481	492229
YOY%		17.0%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
单件售价（元）	0.38	0.37	0.39	0.42	0.44	0.47
YOY%		-3.31%	6.10%	6.00%	6.00%	6.00%
成本	793.7	893.9	1031.9	1211.2	1406.3	1620.2
单件成本（元）	0.28	0.27	0.28	0.3	0.31	0.33
YOY%		-3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
毛利率	27.2%	27.4%	29.1%	28.3%	30.1%	29.8%

资料来源：WIND，海通证券研究所

- **科力普业务：**欧迪中国按照 2017 年 8 月并表计算，18 年目标 50% 销售收入增长；预计办公直销整体总收入 18 年将实现翻倍增长；

表 16 科力普的收入预测

科力普（不含欧迪）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入（百万元）	515.8	1095.4	1928.0	2892.0	3945.2
YOY%		112.4%	76.0%	50.0%	36.4%
欧迪中国	2016	2017	2018E	2019E	2020E
并表收入		159.7	718.7	1006.2	1308.1
YOY%			50%	40%	30%
总收入	515.8	1255.2	2646.7	3898.2	5253.3
YOY%		143.3%	110.9%	47.3%	34.8%

资料来源：WIND，海通证券研究所

- 公司作为文具行业的制造龙头企业，渠道优势明显，品牌知名度高，受益于科力普与精品文创业务快速发展，公司 17 年增长明显提速，我们预计公司 18-19 年净利润分别 7.9 亿、10.0 亿元，同比增速 25.1%、26.6%，分别对应 PE 为 36 倍、29 倍，参考可比公司给予公司 18 年 35~40 倍 PE 估值，对应合理价值区间 30.1~34.4 元，“优于大市”评级。

表 17 同业可比公司

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价（元）	PE（2018E，倍）
齐心集团	002301	办公用品供应商	10.08	31.4
广博股份	002103	办公文具销售与生产	4.63	-
姚记扑克	002605	扑克销售生产	7.02	23.1
易尚展示	002751	创意设计及其道具研发	25.50	26.2

资料来源：WIND，海通证券研究所 备注：收盘价 09 月 28 日

6. 风险提示

- 科力普发展不达预期，精品文创业务不达预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标（元）					营业总收入	6357.10	8480.97	10999.47	14169.26
每股收益	0.69	0.86	1.09	1.40	营业成本	4721.13	6400.38	8325.97	10722.01
每股净资产	3.08	3.94	5.03	6.44	毛利率%	25.73%	24.53%	24.31%	24.33%
每股经营现金流	0.78	0.94	1.12	1.44	营业税金及附加	26.42	35.25	45.72	58.89
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
价值评估（倍）					营业费用	570.06	720.88	934.96	1204.39
P/E	40.38	36.11	28.60	21.45	营业费用率%	8.97%	8.50%	8.50%	8.50%
P/B	9.03	7.06	5.53	4.32	管理费用	383.58	508.86	659.97	850.16
P/S	4.03	3.02	2.33	1.81	管理费用率%	6.03%	6.00%	6.00%	6.00%
EV/EBITDA	30.87	25.71	19.50	14.53	EBIT	655.90	815.60	1032.87	1333.81
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-2.81	-15.27	-45.51	-82.26
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-0.04%	-0.18%	-0.41%	-0.58%
毛利率	25.73%	24.53%	24.31%	24.33%	资产减值损失	20.58	0.00	0.00	0.00
净利率	9.87%	9.21%	9.00%	8.99%	投资收益	37.84	34.85	35.85	35.52
净资产收益率	22.37%	21.86%	21.67%	21.81%	营业利润	682.88	865.73	1114.22	1451.59
资产回报率	14.45%	14.57%	14.47%	14.62%	营业外收支	63.22	63.22	63.22	63.22
投资回报率	22.25%	28.62%	37.18%	48.57%	利润总额	746.11	928.95	1177.44	1514.81
盈利增长（%）					EBITDA	815.36	945.37	1192.51	1511.00
营业收入增长率	36.35%	33.41%	29.70%	28.82%	所得税	118.94	148.09	187.71	241.49
EBIT 增长率	28.71%	24.35%	26.64%	29.14%	有效所得税率%	15.94%	15.94%	15.94%	15.94%
净利润增长率	30.32%	24.51%	26.75%	28.65%	少数股东损益	-6.88	-12.01	-13.77	-18.34
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	634.04	792.87	1003.51	1291.66
资产负债率	33.6%	32.1%	32.4%	32.5%					
流动比率	2.13	2.43	2.59	2.71	资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	1.47	1.74	1.90	2.02	货币资金	436.36	1300.18	2350.25	3650.12
现金比率	—	—	—	—	应收款项	469.16	423.33	549.04	707.26
经营效率指标					存货	871.86	1088.49	1415.97	1823.46
应收帐款周转天数	18.22	18.22	18.22	18.22	其它流动资产	1016.79	1016.79	1016.79	1016.79
存货周转天数	62.07	62.07	62.07	62.07	流动资产合计	2974.62	4056.38	5627.47	7578.15
总资产周转率	1.63	1.73	1.78	1.80	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	7.94	9.93	13.39	18.22	固定资产	870.93	967.67	1078.80	1185.13
					在建工程	27.38	46.39	165.93	212.41
					无形资产	196.48	257.83	303.98	347.93
					非流动资产合计	1413.66	1387.22	1306.52	1253.79
					资产总计	4388.28	5443.61	6933.99	8831.94
现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	627.16	780.86	989.74	1273.32	应付账款	841.35	926.73	1205.54	1552.47
少数股东损益	-6.88	-12.01	-13.77	-18.34	预收账款	119.39	159.28	206.58	266.11
非现金支出	180.05	129.77	159.64	177.19	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非经营收益	-37.76	-98.07	-99.07	-98.74	流动负债合计	1394.71	1669.18	2169.83	2794.46
营运资金变动	-51.95	56.53	-20.37	-26.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	717.50	857.07	1016.16	1307.25	其它长期负债	79.64	79.64	79.64	79.64
资产	-535.57	-40.11	-15.71	-61.25	非流动负债合计	79.64	79.64	79.64	79.64
投资	-210.04	0.00	0.00	0.00	负债总计	1474.35	1748.82	2249.47	2874.10
其他	128.18	-34.85	-35.85	-35.52	实收资本	920.00	920.00	920.00	920.00
投资活动现金流	-617.43	-74.96	-51.56	-96.76	普通股股东权益	2833.96	3626.83	4630.34	5922.00
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	79.97	67.95	54.18	35.84
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	4388.28	5443.61	6933.99	8831.94
其他	-230.00	0.00	0.00	0.00					
融资活动现金流	-230.00	0.00	0.00	0.00					
现金净流量	-129.94	782.10	964.60	1210.49					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 28 日
 资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

衣楨永 造纸轻工行业
曾知 造纸轻工行业
赵洋 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：晨鸣纸业,合兴包装,喜临门,好莱客,太阳纸业,索菲亚,欧派家居,晨光文具,裕同科技,山鹰纸业,中顺洁柔,志邦家居,尚品宅配,顾家家居,大亚圣象

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
联系人
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛 涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许 樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com
 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 xqb6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 联系人
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张戈(010)50949962 zy12258@htsec.com
 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 联系人
 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxx12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lfz12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 张恒晖 zhx10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 联系人
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
 谭敬沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 联系人
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队
深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com