

文具龙头稳健扩张，一体两翼协同发展

核心观点：

- **引领文具行业发展，未来成长性依然。**公司深耕文具行业 30 余年，成为行业龙头，依托核心业务优势拓展办公直销业务，并成立晨光生活馆、九木杂物社，打造全国领先的文创杂货零售品牌，带动公司品牌、产品升级。2022 年，公司实现营业收入 199.96 亿元，同比增长 13.57%，11 年 CAGR 达到 26.96%；归母净利润 12.82 亿元，受疫情影响同比下降 15.51%，11 年 CAGR 达到 23.22%。

- **传统核心：高端化发展实现稳健成长，多重优势塑造强护城河。**

行业：书写工具人均用量提升支撑总量稳增，消费升级驱动价格长期成长。晨光为书写工具绝对龙头，2022 年市占率为 24.8%，远高于得力的 7.7%。同时，我们预计短期 K12 人口仍有增长空间，叠加人均消费提升，学生文具市场将持续成长。办公用品方面，经济发展水平提升驱动市场发展，办公文具市场规模维持稳健扩张。

产品：公司长期深耕塑造竞争优势，专注研发掌握核心技术，快速市场反应及转化能力支撑大量新品开发。公司持续推进产品高端化发展，通过新功能、新技术实现价值提升，并联名 IP、设计外观洞察用户需求，打造个性化场景体验，系列产品明显提价。同时，公司把握行业趋势丰富品类矩阵，针对双减政策推出专业美术、益智文具及体育用品等，并借助书写工具优势拓展纸张本册。

渠道：公司线下销售体系以区域经销为主，“层层投入、层层分享”绑定利益机制，并制定完备的渠道管理体系，多维考核充分激励。公司前期推广样板店卡位校边店优质资源，并借助大篷车、小篷车大范围推广，深度下沉城乡市场。后续，公司将同优质门店加深合作，推动门店升级、效益提升，并借助晨光联盟数字化手段，提高渠道运营效率。线上来看，疫情加速渠道线上化，2022 年书写工具线上销售占比达到 24.4%，较 2019 年提升 10.6 pct。公司积极拓展线上渠道，专门开发线上产品矩阵，并以电商平台为起点，向新媒体、直播等新形式延伸。

- **办公直销：万亿级市场空间广阔，科力普快速成长。**全国采购市场规模超 174 万亿元，而数字化渗透率仅约 7.5%，MRO、办公物资数字化采购渗透率分别低于 5%、3%。未来降本增效&政策推动下，数字化采购空间广阔。科力普聚焦一站式服务采购解决方案，为各类型企业提供办公物资、MRO 工业品、营销福利及员工福利四大业务，持续深化供应链能力建设，大举投入打造智能化物流网络，全面布局拓展服务网络，属地供应商模式促进客户拓展，不断开发重点客户资源。

- **零售大店：品牌、产品升级桥头堡，看好九木杂物社未来成长。**杂货零售行业稳健成长，对标日本单店面积及坪效均存在较大提升空间。行业呈现头部集中，2022 年 CR2 达到 56.5%，我们认为，目前行业中存在空档，未来尾部企业存在较大成长空间。公司杂货零售模式迭代实现稳步扩张，晨光生活馆聚焦单店质量提升，2016 年以来门店数

晨光股份(603899)

推荐(维持)

分析师

陈柏儒

☎：010-80926000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

特此鸣谢：刘立思

市场数据

2023-04-28

A 股收盘价(元)	46.35
股票代码	603899.SH
A 股一年内最高价(元)	58.89
A 股一年内最低价(元)	39.30
上证指数	3,323.27
市盈率	32.05
总股本(万股)	92,693
实际流通 A 股(万股)	92,383
流通 A 股市值(亿元)	428.19

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河轻工】公司点评_轻工行业_晨光股份(603899.SH)_Q3 销售环比回暖,三大业务齐头并进

【银河轻工】公司点评_轻工行业_晨光股份(603899.SH):疫情影响短期表现,下半年业绩有望快速修复

【银河轻工】一季报点评_晨光股份(603899.SH)_Q1 营收稳健成长,办公直销业务延续高增

量持续收缩，单店收入稳步增长；九木杂物社为战略核心，注重消费者情感体验，实现场景化、主题化、互动化消费，直营&加盟协同发展，有望实现快速扩张。

- **风险提示：**消费复苏不及预期、行业竞争加剧、业务拓展不及预期、原材料价格大幅上涨。

主要财务指标

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	19996.32	24859.79	30219.06	36324.75
同比增速 (%)	13.57	24.32	21.56	20.20
归母净利润	1282.46	1779.64	2136.36	2517.50
同比增速 (%)	-15.51	38.77	20.04	17.84
EPS(元/股)	1.38	1.92	2.30	2.72
PE	33.50	24.14	20.11	17.07

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2023/4/28收盘价）

目 录

一、晨光股份：引领文具行业发展，未来成长性依然	4
（一）文具行业龙头，一体两翼发展.....	4
（二）股权结构集中稳定，设置激励绑定核心团队.....	6
（三）业绩稳健成长，盈利能力持续向好.....	7
二、传统核心：高端化发展实现稳健成长，多重优势塑造强护城河	11
（一）消费升级为行业核心驱动力，集中度料将持续提升.....	11
（二）产品开发减量提质，结构优化促进增长.....	22
（三）全渠道布局优势显著，精细化运营实现强化.....	26
（四）数字化建设持续深化，晨光联盟赋能提升效率.....	31
三、办公直销：万亿级市场空间广阔，科力普快速成长	32
（一）降本增效叠加政策助力，数字化采购渗透率稳步提升.....	32
（二）持续深化供应链能力建设，客户开拓驱动业绩高速增长.....	36
四、零售大店：品牌、产品升级桥头堡，看好九木杂物社未来成长	40
（一）杂货零售行业稳健成长，中部空档存在机遇.....	40
（二）模式迭代稳步扩张，打造全国领先的文创杂货零售品牌.....	42
五、盈利预测及投资建议	45
（一）盈利预测.....	45
（二）相对估值.....	48
（三）绝对估值.....	48
六、风险提示	49

一、晨光股份：引领文具行业发展，未来成长性依然

（一）文具行业龙头，一体两翼发展

深耕文具行业 30 余年，稳步向“世界级晨光”迈进。公司起源于 1989 年，以笔类产品为起点，逐步成长为中国文具行业龙头品牌，拥有从品牌、产品设计研发、原辅料采购、产品制造、供应链管理、营销网络管理到仓储物流的独立健全经营体系，产品远销 50 多个国家和地区。截至 2022 年，公司营业收入达到 199.96 亿元，同比增长 13.57%；归母净利润达到 12.82 亿元，同比下降 15.51%。

公司业务主要由三大板块构成：传统核心业务、办公直销业务及零售大店业务。

传统核心业务主要为公司文具产品制造及销售业务，包括书写工具、学生文具及办公文具三大类产品。按照产品定位，传统核心业务可被划分为大众产品赛道、精品文创产品赛道、儿童美术产品赛道及办公产品赛道。其中，大众产品赛道主要包括以刚需和性价比为主、面向大众消费需求的书写工具及学生文具；精品文创产品赛道则是打造情感表达、娱乐聚会、亲子等不同场景表达，价值量较高的中高端文具产品；儿童美术赛道由公司顺应教育减负趋势而拓展，以马克笔、水彩笔、蜡笔、颜料等绘画类产品为主，以彩泥、印章、拼图等手工益智类产品为辅；办公产品赛道则面对 C 端消费者，以桌面办公、文件管理等产品为主。

表 1. 公司传统核心业务产品梳理

产品大类	产品小类	主要具体产品
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（除中性笔）	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
学生文具	毛笔	签到笔、自来墨毛笔等
	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
办公文具	包袋类	书包、笔袋、补习袋、便当袋、笔盒等
	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

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

办公直销业务通过晨光科力普开展，其为集团重点打造的 B2B 综合电商平台，为客户提供一站式服务采购解决方案。晨光科力普具备丰富的产品线，包括办公物资、MRO 工业品、营销礼品、员工福利及企业服务等，包含办公文具、办公耗材、办公设备、商务礼品等 15 大核心品类，超百万种优质商品，通过供应链扁平化的平台特性为客户持续提供降本增效的采购

解决方案，并提供个性化的增值服务。2021年，科力普出库订单超过250万单，2022年同样超额完成销售目标。

图 1. 科力普服务示意图



资料来源：科力普官网，中国银河证券研究院

图 2. 科力普出库订单数量（万单）



资料来源：科力普公众号，中国银河证券研究院

零售大店业务包括九木杂物社和晨光生活馆。九木杂物社以 15~29 岁的品质女生作为目标消费群体，产品包括文具文创、益智文娱及实用家居等，以各城市核心商圈的优质购物中心为主要选址，是公司基于文创生活的新零售模式的探索，致力于打造高品质、高客单价、高性价比商品模式的生活馆新模式。晨光生活馆以 8~15 岁的学生作为主要消费群体，产品以文具品类为主，以新华书店及复合型书店作为主要选址，是对现有传统渠道进行升级的探索。

公司发展主要经历以下四个阶段：

1) 1989 年~1996 年，以文具代理业务起家，实现初期积累。1989 年，公司于汕头谷饶镇横山村创业开始起步，主要业务为代理韩国、台湾等地区文具产品，通过灵活创新的销售策略成功完成初期积累。

2) 1997 年~2003 年，从文具代理向自主品牌制造转型，产品研发、渠道开拓奠定根基。1997 年，公司所代理的文具厂受亚洲金融风暴影响而倒闭，公司正式启用“晨光”商标，开启自主品牌发展路径，并同全国各地代理商建立合作；1999 年，公司先后成立模具、注塑、印刷装配车间，生产体系初具雏形；2002 年，公司经过 180 天工艺调试、27 个关键生产点改善、17 项工艺优化，匠心打造国内首支按动中性笔——K35。

3) 2004 年~2012 年，伙伴天下晨光系，渠道引领实现突围。2004 年，公司推出“样板店工程”，免费为学校周边符合要求的文具店提供晨光文具店招、传授经营经验等方式，协助提高单店盈利能力，进而吸引小店面加入，快速铺开校边店渠道。2006 年，公司深入城乡市场推广，并推出“晨光大篷车计划”，协助渠道伙伴在城乡市场进行深度分销，以每月 150 场的速度快速渗入城乡市场，完成伙伴天下从城市到乡村的覆盖。2008 年，公司对渠道进一步升级，在行业内率先启动“连锁加盟”模式，建立“层层投入，层层分享”的“晨光伙伴金字塔”，成就公司如今的渠道护城河。

4) 2013 年~至今，探索新模式、新业务，一体两翼发展打开成长空间。公司通过多重战略全方位强化自身成长，于 2012 年成立晨光科力普，进军办公直销业务；于 2013 年成立晨光生活馆，探索直营旗舰大店新模式；于 2015 年成功上市；于 2016 年成立九木杂物社，探索文

创零售大店业务；于 2017 年，收购欧迪办公，拓展办公集采业务；于 2019 年收购安硕，并同意大利绘画品牌 CARIOCA 建立合作；于 2021 年收购挪威高端专业护脊书包品牌贝克曼；于 2022 年拓展体育用品品类。

图 3. 公司发展历程



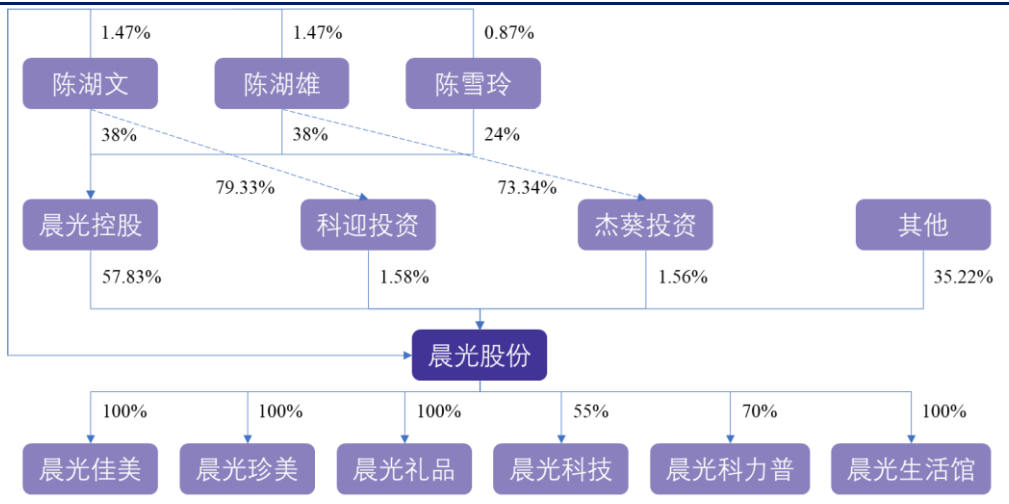
资料来源：公司官网、公开资料，公司公告，中国银河证券研究院

（二）股权结构集中稳定，设置激励绑定核心团队

创始团队陈氏三姐弟为公司实际控制人。公司实际控制人为董事长陈湖文、副董事长兼总裁陈湖雄及董事兼副总裁陈雪玲三姐弟，共同持有晨光控股 100% 股权，并通过直接、间接（晨光控股，科迎投资、杰葵投资两个员工持股平台）持有上市公司晨光股份股权，总计持有公司股权比例为 64.04%。

子公司分工明确，各司其职。公司子公司中，晨光佳美负责公司的外贸业务；晨光珍美负责公司的 KA 销售业务，针对大润发、沃尔玛、家乐福等全国连锁零售商；晨光礼品负责公司连锁销售渠道的运营管理；晨光科技负责公司的线上业务，进行线上全平台营销和授权店铺管理；晨光科力普负责公司办公文具直销业务，收购欧迪办公后拓展办公集采业务；晨光生活馆负责公司的直营旗舰大店业务。

图 4. 公司股权架构



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

股权激励充分调动员工积极性。公司于 2020 年发布股权激励计划, 并于 2022 年进行修订, 涉及公司高管及核心骨干团队共 343 人, 共 918 万股限制性股票, 业绩考核目标为: 以 2019 年为基数, 2020 / 21 / 23 年营业收入增长率分别不低于 15% / 45% / 75%, 归母净利润增长率分别不低于 10% / 34% / 66%。2023 年, 营收规模目标为 194.97 亿元, 归母净利润规模目标为 17.6 亿元, 以 2022 年年报为参考, 营收目标已完成, 归母净利润增速目标为 37.22%。

表 2. 股权激励梳理

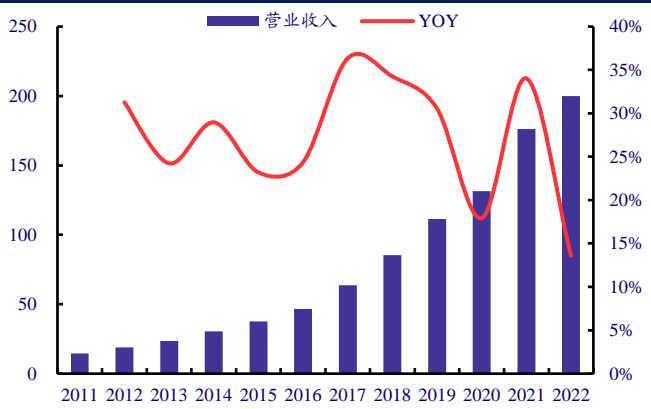
	2020	2021	2023
营业收入目标	128.12	161.55	194.97
实际发生额 (完成率)	131.38 (102.54%)	176.07 (108.99%)	已完成
归母净利润目标	11.66	14.21	17.60
实际发生额 (完成率)	12.55 (107.66%)	15.18 (106.85%)	达标增长率为 37.22%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 业绩稳健成长, 盈利能力持续向好

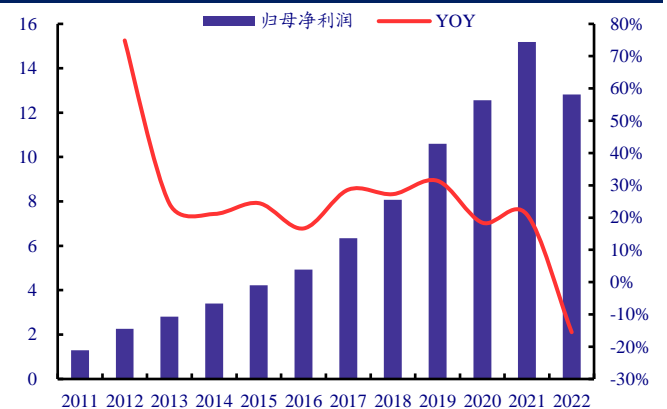
营业收入快速扩张, 归母净利润稳健增长。公司凭借前期全面布局, 奠定全方位优势, 业务实现长足发展, 2022 年, 公司实现营业收入 199.96 亿元, 同比增长 13.57%, 2011 年~2022 年 CAGR 达到 26.96%; 归母净利润 12.82 亿元, 受疫情反复影响, 同比下降 15.51%, 2011 年~2022 年 CAGR 达到 23.22%。

图 5. 公司营业收入 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

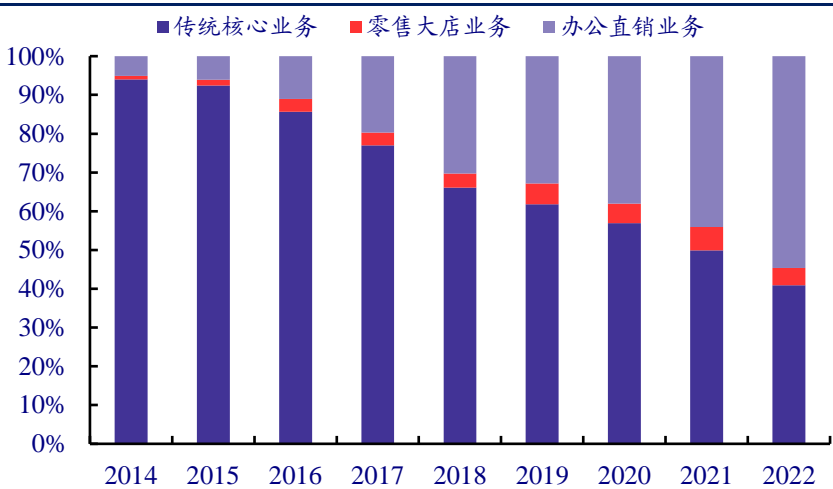
图 6. 公司归母净利润 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

传统核心业务为基本盘，办公直销业务占比快速提升。传统核心业务为公司基本盘，但在新业务快速发展背景下，其营收占比持续下降，2022 年营收占比降至 40.92%，同比下降 8.99 pct。零售大店业务持续推进，营收占比仍处于较低水平，2022 年营收占比为 4.42%，同比下降 1.56 pct。办公直销业务高速扩张，营收占比快速提升，2022 年营收占比达到 54.66%，同比提升 10.55 pct。

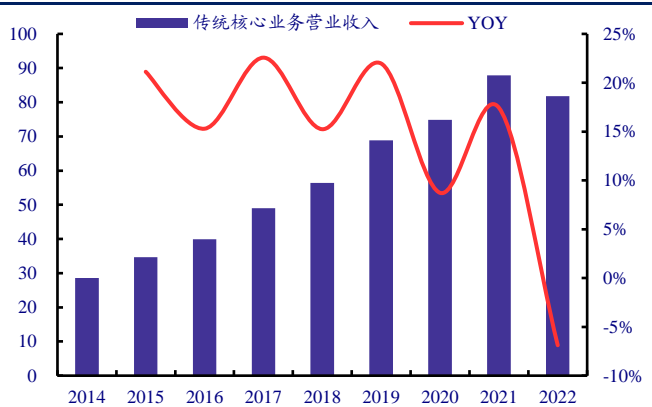
图 7. 公司业务营收结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

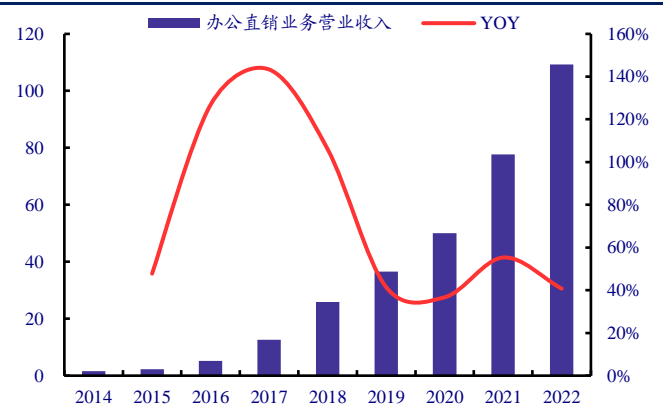
传统核心业务稳健发展，办公直销业务高速增长，零售大店业务有待提升。公司传统核心业务稳健发展，2022 年业务营收规模达到 81.83 亿元，受疫情影响同比下降 6.89%。办公直销业务维持高速增长态势，2022 年业务营收规模达到 109.3 亿元，同比增长 40.74%。零售大店业务快速扩张，但基数仍然较低，2022 年业务营收规模为 8.84 亿元，受疫情影响同比下降 16.12%。整体来看，办公直销业务贡献主要营收增长，传统核心业务贡献稳中趋降，零售大店业务贡献仍有待提升。

图 8. 公司传统核心业务营业收入 (亿元)



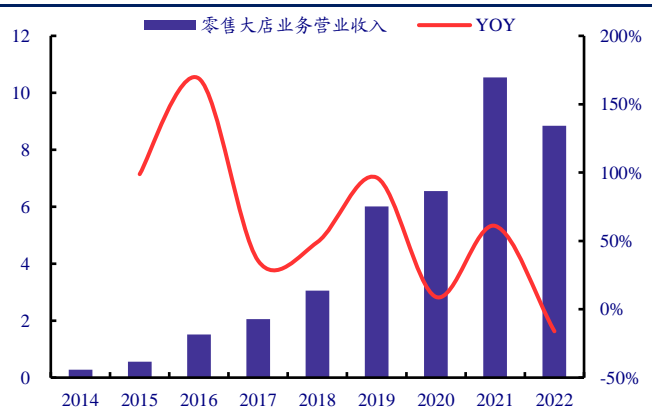
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9. 公司办公直销业务营业收入 (亿元)



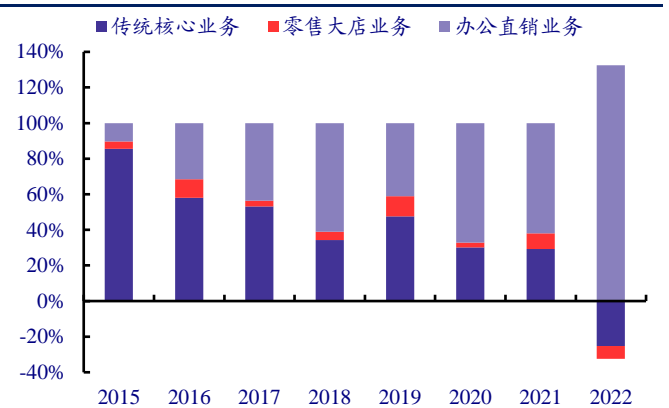
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10. 公司零售大店业务营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

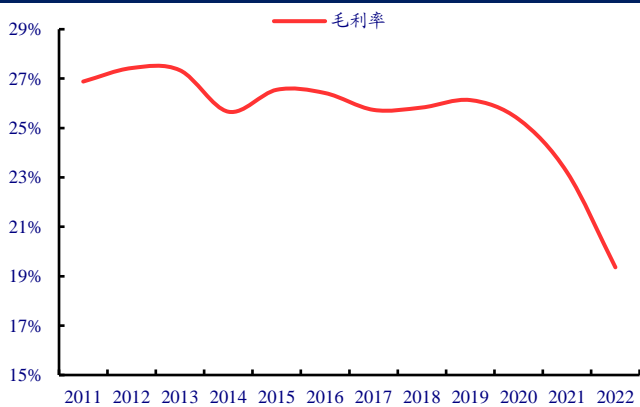
图 11. 公司各业务对总营收增长贡献



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

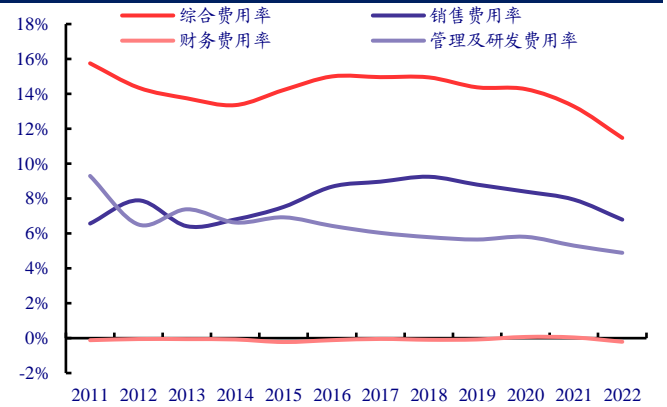
业务结构变化致公司毛利率走低，规模效应促进费用率改善。办公直销业务具备 to B 属性，毛利率相对较低。伴随公司办公直销业务快速成长，占比持续提升，带动整体毛利率下行，2022 年公司综合毛利率为 19.36%，同比下降 3.85 pct。费用率方面，2016 年以来，公司综合费用率持续改善，2022 年，公司综合费用率为 11.48%，同比下降 1.81 pct。其中，销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为 6.79%/3.97%/0.92%/-0.21%，分别同比下降 1.15 pct/0.26pct / 0.15pct / 0.25 pct。

图 12. 公司综合毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

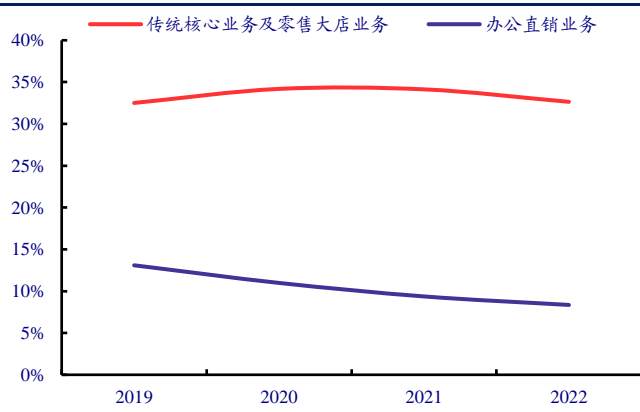
图 13. 公司各项费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

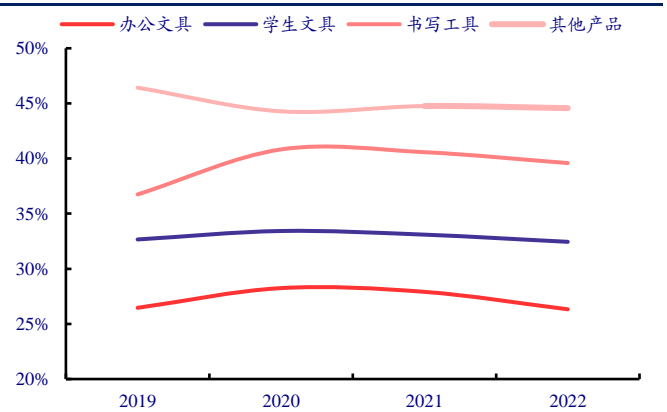
公司传统核心业务及零售大店业务毛利率高位维稳，办公直销业务毛利率持续下行。公司传统核心业务及零售大店业务具备 C 端属性，有较强的品牌溢价，因而具备相对较高的毛利率水平，2022 年毛利率为 32.64%，同比下降 1.49 pct。办公直销业务属于 B 端业务，具备薄利多销特点，3 年来毛利率不断下行，2022 年毛利率为 8.35%，同比下降 1.02 pct。产品拆分来看（不含办公直销），公司核心优势产品书写工具具备明显更高的盈利能力，2022 年，公司书写工具、学生文具、办公文具及其他产品毛利率分别为 39.59%、32.44%、26.33%及 44.57%。

图 14. 公司各业务毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

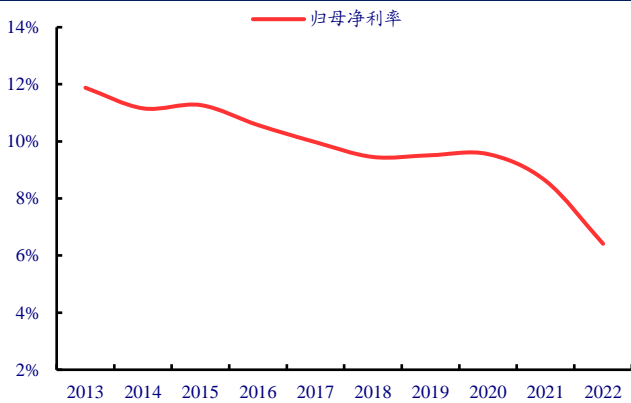
图 15. 按产品划分毛利率（不含办公直销）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

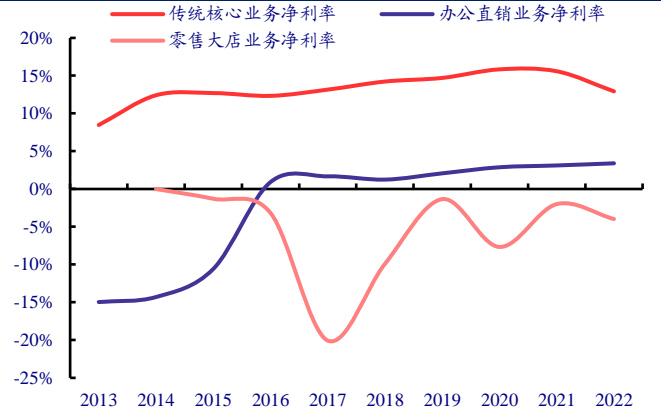
整体净利率合理下行，传统核心业务净利率持续向好，办公直销业务净利率不断提升，零售大店业务净利率有望转正。新业务不断发展，占比快速提升带动整体净利率下行，2022 年公司归母净利率为 6.41%，同比下降 2.21 pct。公司持续推进产品结构升级，传统核心业务高端化发展，盈利能力持续提升，2022 年传统核心业务净利率为 12.92%，受疫情影响同比下降 2.66 pct。办公直销业务快速发展，规模效应不断增强，叠加效率提升，净利率不断改善，2022 年净利率达到 3.4%，同比提升 0.28 pct。零售大店业务持续扩张，净利率不断改善，未来有望转正，2022 年净利率为 -3.97%，受疫情影响同比下降 1.97 pct。

图 16. 公司归母净利润率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17. 公司各项业务净利率



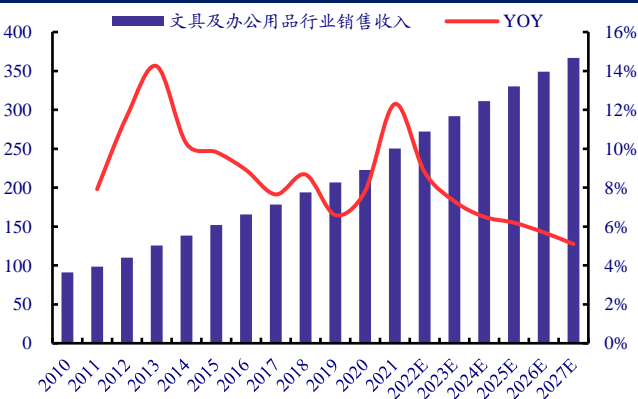
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、传统核心：高端化发展实现稳健成长，多重优势塑造强护城河

(一) 消费升级为核心驱动力，集中度料将持续提升

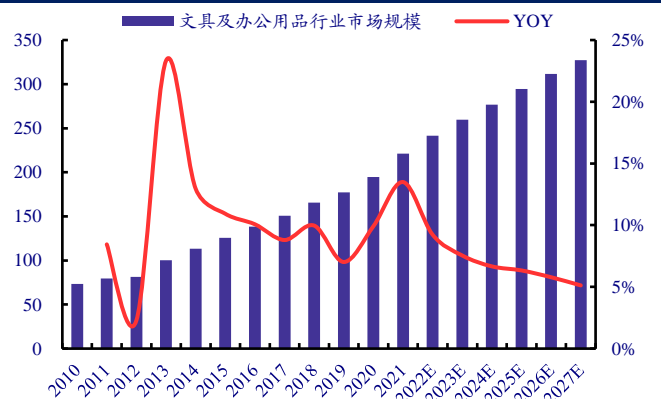
中国文具及办公用品行业稳健成长。据 IBISWorld 统计及预测，2010 年以来，中国文具及办公用品行业稳健成长，2021 年行业销售收入（含出口）达到 250.15 亿美元，2010 年~2021 年 CAGR 达到 9.6%，预计未来 6 年将以 6.59% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 366.92 亿美元。市场规模方面，2021 年中国文具及办公用品行业市场规模（销售收入-出口+进口）为 220.98 亿美元，同比增长 13.49%，2010 年~2021 年 CAGR 达到 10.55%，预计未来 6 年将以 6.77% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 327.35 亿美元。

图 18. 中国文具及办公用品行业销售收入（亿美元）



资料来源: IBISWorld, 中国银河证券研究院

图 19. 中国文具及办公用品行业市场规模（亿美元）

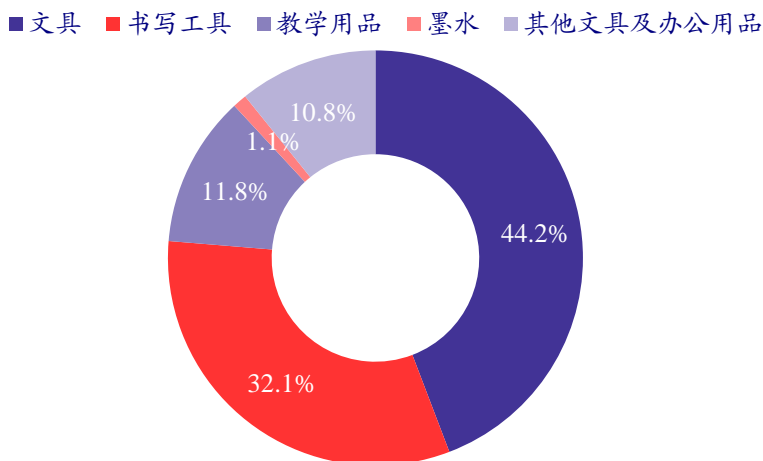


资料来源: IBISWorld, 中国银河证券研究院

文具和书写工具为主要产品，占比行业销售收入比例合计为 76.3%。据 IBISWorld 统计数据，受益于全球市场对文件夹和回形针的旺盛需求，文具（包括文具盒、文件夹、信函文件、笔架、回形针、胶水及墨水垫等）占行业销售收入比例达到 44.2%。书写工具（包括钢笔、

铅笔、圆珠笔、粉笔及笔芯)占行业销售收入比例为 32.1%。教学用品虽然较文具及书写工具拥有更高的产品单价,但其需求较为稳定(同学校数量直接相关),且产品单价缓慢增长,占比行业销售收入比例仅为 11.8%。墨水产品、其他文具及办公产品占比分别为 1.1%、10.8%,主要是因为中国大量墨水、其他文具及办公用品需求由进口满足。未来,文具及书写工具将充分受益于国内及全球旺盛需求,占比将持续提升,而教学用品(需求稳定)、墨水(海外竞争激烈)、其他文具及办公用品(海外竞争激烈)占比将有所下滑。

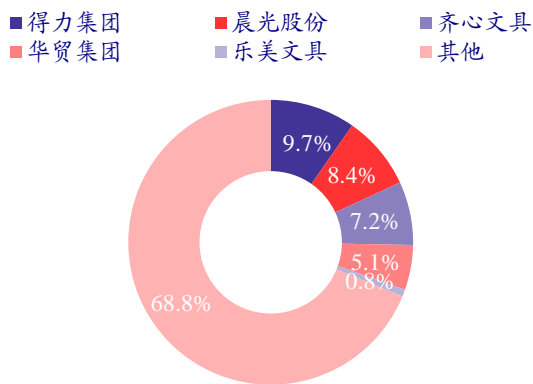
图 20. 中国文具及办公用品行业销售收入结构(按产品, 2021 年)



资料来源: IBISWorld, 中国银河证券研究院

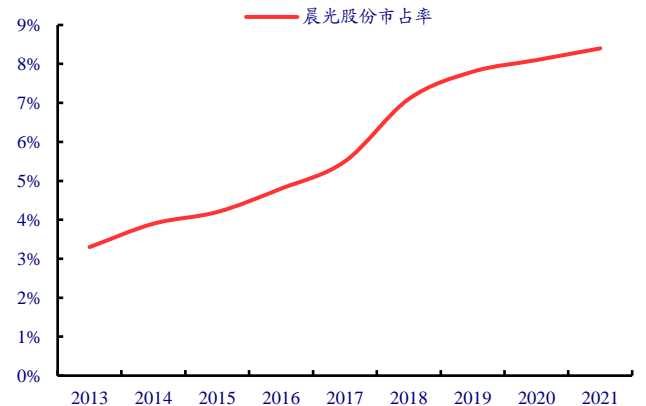
市场集中度处于较低水平, 晨光市占率持续提升。据 IBISWorld 统计数据显示, 2021 年中国文具及办公用品行业 CR5 为 31.2%, 其中, 得力集团市占率排名第一, 达到 9.7%, 同比提升 0.1 pct; 晨光股份排名第二, 市占率为 8.4%, 同比提升 0.3 pct; 齐心文具排名第三, 市占率为 7.2%, 同比提升 1.6 pct; 华贸集团及乐美文具分列第四、五名, 市占率分别为 5.1%、0.8%。2013 年以来, 晨光股份市场份额稳步提升, 自 2013 年的 3.3%提升至 2021 年的 8.4%, 未来仍有望持续提升。

图 21. 中国文具及办公用品行业市场份额(2021 年)



资料来源: IBISWorld, 中国银河证券研究院

图 22. 公司在中国文具及办公用品行业市场份额变化

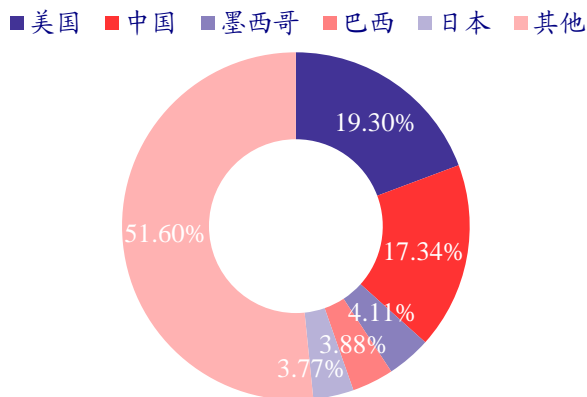


资料来源: IBISWorld, 中国银河证券研究院

1、书写工具：人均用量提升支撑总量稳增，消费升级驱动价格长期成长

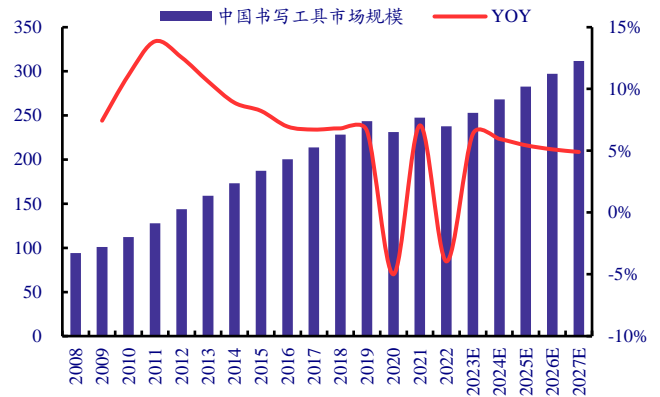
中国为全球第二大书写工具市场，市场规模稳健成长。据 Euromonitor 统计数据显示，2022 年全球书写工具市场规模为 207.24 亿美元，同比增长 6.35%，其中，中美市场合计占比超 3 成，中国为全球第二大书写工具市场，市场规模占比 17.34%，美国为第一，市场规模占比 19.3%。2022 年，中国书写工具市场规模为 237.9 亿元，受疫情反复影响，同比下降 3.95%，伴随防疫放开，预计未来 5 年将以 5.55% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 311.73 亿元。

图 23. 全球书写工具市场分布（2022 年）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

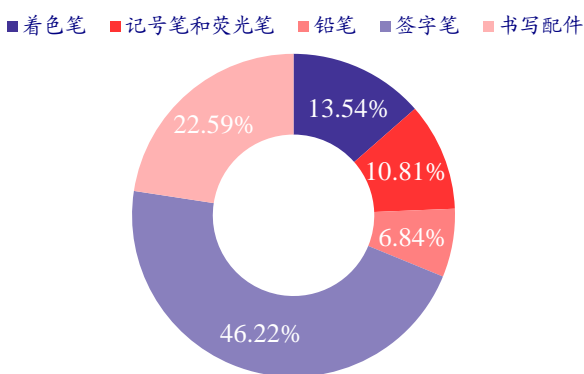
图 24. 中国书写工具市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

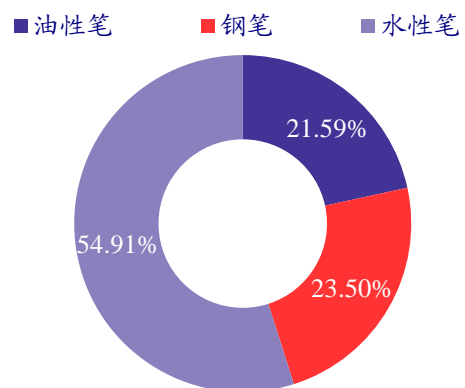
产品结构来看，中国书写工具市场以签字笔为主。据 Euromonitor 统计数据显示，2022 年，中国书写工具市场中（排名不考虑书写配件），签字笔市场规模为 109.96 亿元，占比 46.22%，为第一大品类；着色笔市场规模为 32.21 亿元，占比 13.54%，为第二大品类；记号笔和荧光笔市场规模为 25.72 亿元，占比 10.81%，为第三大品类。具体而言，签字笔中，水性笔（包括中性）为最常用的签字笔，占比 54.91%，钢笔占比 23.5%，油性笔占比 21.59%。

图 25. 中国书写工具市场产品结构（2022 年）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 26. 中国签字笔市场产品结构（2022 年）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

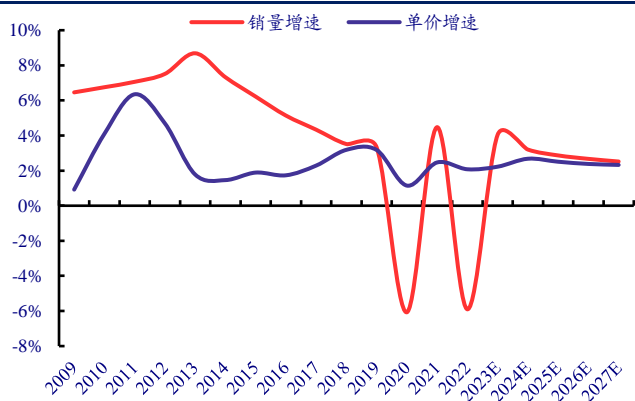
表 3. 中国书写工具细分市场规模 (亿元)

	2008	2019	2020	2021	2022	2027E
着色笔	9.22	30.89	30.00	32.76	32.21	42.98
记号笔和荧光笔	7.52	25.61	24.71	26.52	25.72	33.74
铅笔	8.21	17.72	16.39	17.43	16.28	21.02
石墨铅笔		3.23	6.17	5.76	6.07	5.63
自动铅笔		4.99	11.54	10.64	11.36	10.66
签字笔	45.78	113.40	107.61	114.95	109.96	144.40
油性笔		12.55	26.03	23.98	25.25	23.74
钢笔		13.30	26.08	25.20	27.06	25.84
水性笔		19.93	61.29	58.42	62.63	60.38
书写配件	23.20	55.92	52.65	56.03	53.74	69.58
钢笔墨水瓶和笔芯		6.56	15.37	14.45	15.40	14.74
铅笔芯		1.14	2.44	2.34	2.44	2.30
其他书写配件		15.51	38.12	35.86	38.19	36.70
合计	93.94	243.54	231.37	247.68	237.90	311.73

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

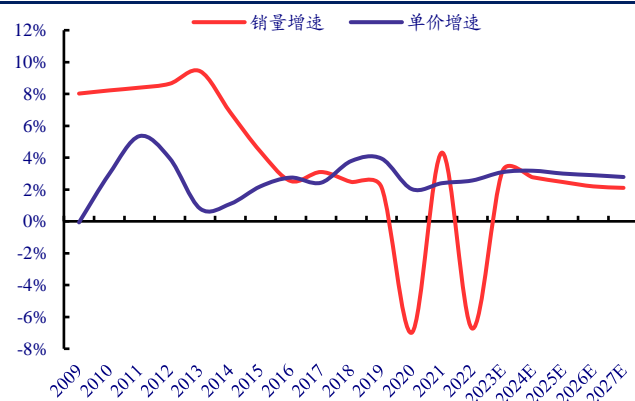
量价齐升驱动市场规模持续扩容。历史发展来看, 2008 年~2017 年, 书写工具市场规模增长主要由量驱动, 此阶段书写工具销量增速明显快于价格增速, 9 年以来销量和价格分别增长 77.79%、28.06%; 2018 年以来, 量、价贡献趋同, 但 2020 年~2022 年受疫情影响, 销量增速波动剧烈, 20 年受疫情影响同比下降 6.07%, 21 年疫后复苏同比增长 4.48%, 22 年受疫情影响同比下降 5.9%, 价格增速同样略有波动。整体来看, 前期受益于中国人口增长、教育水平提升等因素, 中国书写工具市场销量维持快速增长, 贡献行业主要增长力量, 而后期伴随人口、教育等因素发展逐渐放缓, 销量增速同样趋缓; 而价格增速始终维持平稳, 且具备较强增长潜力及韧性, 未来有望实现长期成长, 将成为行业主要驱动因素。

图 27. 中国书写工具销量及价格增速



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 28. 中国签字笔销量及价格增速



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

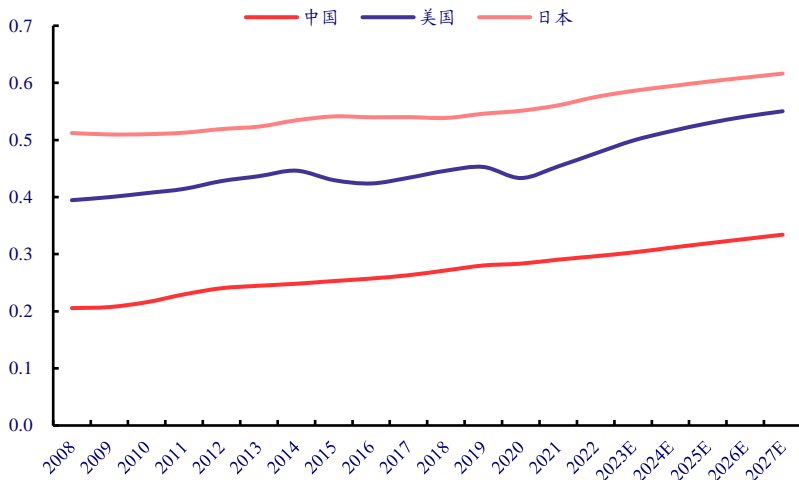
表 4. 中国书写工具市场规模量价拆分

	2008	2019	2020	2021	2022	2027E
产品销量 (亿单位)						
着色笔	14.49	35.07	33.49	35.57	34.27	41.67
记号笔和荧光笔	2.76	6.54	6.22	6.53	6.20	7.44
铅笔	6.87	11.01	10.03	10.40	9.51	11.13
石墨铅笔	4.66	7.02	6.39	6.62	6.06	7.15
自动铅笔	2.21	3.98	3.64	3.77	3.46	3.98
签字笔	21.75	40.43	37.60	39.22	36.58	41.46
油性笔	10.61	16.11	14.71	15.33	14.09	15.27
钢笔	0.11	0.17	0.16	0.16	0.15	0.17
水性笔	11.03	24.15	22.73	23.73	22.34	26.03
书写配件	23.16	38.21	35.94	37.09	34.63	39.18
钢笔墨水瓶和笔芯	7.20	12.45	11.58	12.02	11.30	12.87
铅笔芯	12.53	19.81	18.86	19.29	17.95	20.29
其他书写配件	3.43	5.95	5.50	5.77	5.38	6.03
合计	69.02	131.25	123.28	128.80	121.20	140.89
平均单价 (元/单位)						
着色笔	0.64	0.88	0.90	0.92	0.94	1.03
记号笔和荧光笔	2.73	3.91	3.97	4.06	4.15	4.53
铅笔	1.20	1.61	1.63	1.68	1.71	1.89
石墨铅笔	0.69	0.88	0.90	0.92	0.93	1.01
自动铅笔	2.25	2.90	2.92	3.01	3.08	3.47
签字笔	2.10	2.81	2.86	2.93	3.01	3.48
油性笔	1.18	1.62	1.63	1.65	1.68	1.98
钢笔	121.72	157.88	160.87	167.92	171.83	198.29
水性笔	1.81	2.54	2.57	2.64	2.70	3.11
书写配件	1.00	1.46	1.46	1.51	1.55	1.78
钢笔墨水瓶和笔芯	0.91	1.23	1.25	1.28	1.30	1.45
铅笔芯	0.09	0.12	0.12	0.13	0.13	0.14
其他书写配件	4.52	6.41	6.51	6.61	6.82	7.97
整体	1.36	1.86	1.88	1.92	1.96	2.21

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

产品高端化持续进行, 中国书写工具价格存在较大提升空间。据 Euromonitor 统计数据显示, 中国书写工具产品高端化持续进行, 2022 年平均价格为 0.3 美元/单位, 预计将于 2027 年达到 0.33 美元/单位。而美国、日本书写工具平均价格分别为 0.48、0.58 美元/单位, 预计将于 2027 年分别达到 0.55、0.62 美元/单位。

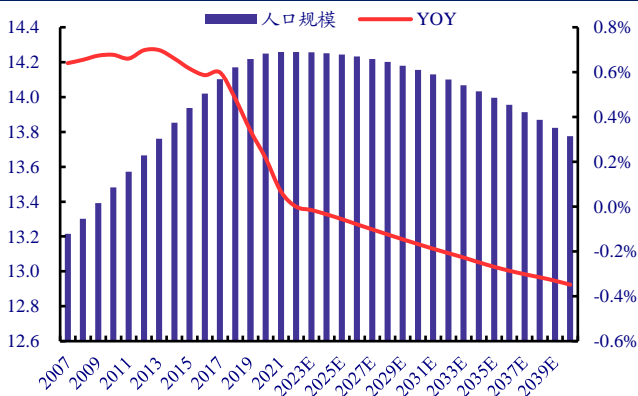
图 29. 中、美、日三国书写工具产品平均价格对比（美元/单位）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

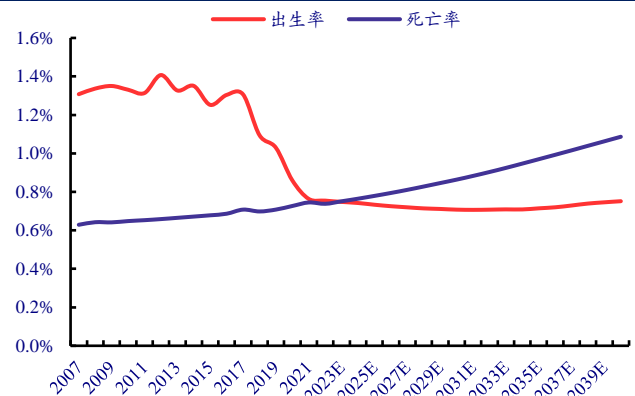
我国人口预计将于 2022 年开始缓慢下行，降速将处于较低水平。据联合国统计及预测数据，1950 年以来，我国人口规模持续扩张，人口增速不断趋缓，1994 年增速跌破 1%，2021 年我国总人口规模为 14.26 亿人，同比增加 0.07%，预计 2022 年中国人口将开始下滑，但降速维持在较低水平，2023 年~2040 年 CAGR 为-0.18%。

图 30. 中国人口数量历史及预测（亿人）



资料来源: 联合国, 中国银河证券研究院

图 31. 中国人口出生率和死亡率历史及预测



资料来源: 联合国, 中国银河证券研究院

中国书写工具人均用量稳步提升，对标美日仍将持续增长。据 Euromonitor 和联合国的统计及预测数据，2008 年以来，中国书写工具人均用量不断提升，2019 年达到 9.23 单位，其中签字笔人均用量为 2.84 单位；2020-2022 年受疫情影响有所波动；伴随疫情管控措施放松，后续书写工具使用需求将恢复增长，预计书写工具人均用量将于 2027 年达到 9.91 单位，5 年 CAGR 为 3.12%。对标美国、日本（2022 年，书写工具人均用量分别为 24.82、10.95 单位），中国书写工具人均用量仍有一定提升空间。

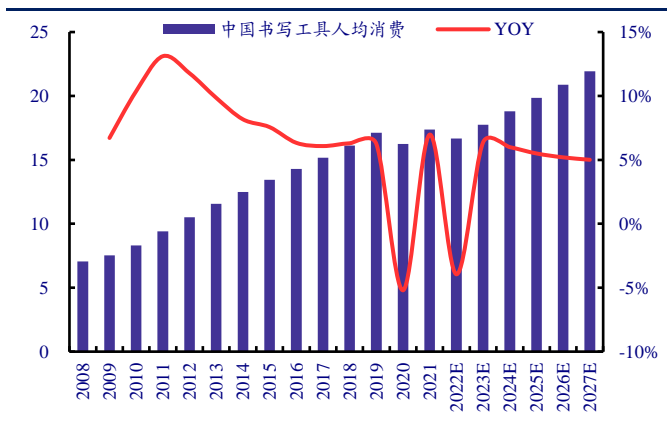
表 5. 中国书写工具细分产品人均用量 (单位/人)

	2008	2019	2020	2021	2022E	2027E
着色笔	1.09	2.47	2.35	2.49	2.40	2.93
记号笔和荧光笔	0.21	0.46	0.44	0.46	0.44	0.52
铅笔	0.52	0.77	0.70	0.73	0.67	0.78
石墨铅笔		0.35	0.49	0.45	0.46	0.42
自动铅笔		0.17	0.28	0.26	0.26	0.24
签字笔	1.64	2.84	2.64	2.75	2.57	2.92
油性笔		0.80	1.13	1.03	1.07	0.99
钢笔		0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
水性笔		0.83	1.70	1.60	1.66	1.57
书写配件	1.74	2.69	2.52	2.60	2.43	2.76
钢笔墨水瓶和笔芯		0.54	0.88	0.81	0.84	0.79
铅笔芯		0.94	1.39	1.32	1.35	1.26
其他书写配件		0.26	0.42	0.39	0.40	0.38
书写工具合计	5.19	9.23	8.65	9.03	8.50	9.91

资料来源: Euromonitor, 联合国, 中国银河证券研究院

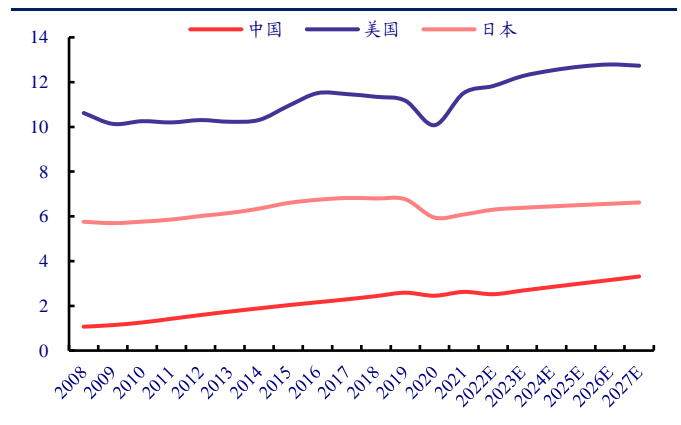
中国书写工具人均消费稳步提升, 相比美日仍有较大提升空间。据 Euromonitor 及联合国统计数据显示, 历年来中国书写工具人均消费稳步提升, 自 2008 年的 7.06 元/人提升至 2022 年的 16.68 元/人, 预计未来仍将持续提升, 并于 2027 年达到 21.92 元/人。然而, 对比美、日两国, 中国未来仍有较大提升空间, 2022 年, 中、美、日三国书写工具人均消费分别为 2.52、11.83、6.3 美元/人。

图 32. 中国书写工具人均消费 (元/人)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

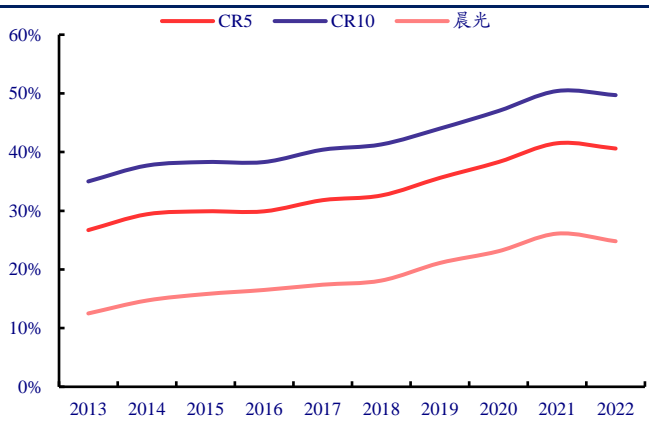
图 33. 中、美、日三国书写工具人均消费 (美元/人)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

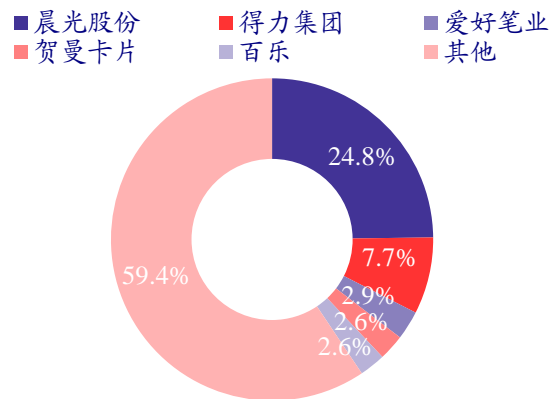
行业集中度持续提升, 公司引领行业发展, 市占率提升亮眼。中国书写工具市场集中度持续提升, CR5 自 2013 年的 26.7% 提升至 2022 年的 40.6%, 年均提升 1.54pct。其中, 公司始终保持第一名, 市占率提升亮眼, 自 2013 年的 12.5% 提升至 2022 年的 24.8%, 年均提升 1.37pct; 第二名、第三名分别为得力集团及爱好笔业, 2022 年市占率分别为 7.7%、2.9%。

图 34. 中国书写工具行业集中度及晨光市占率变化



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

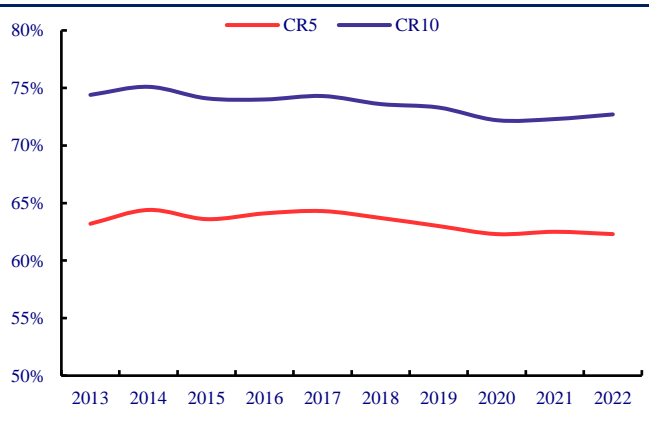
图 35. 中国书写工具行业市场份额 (2022 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

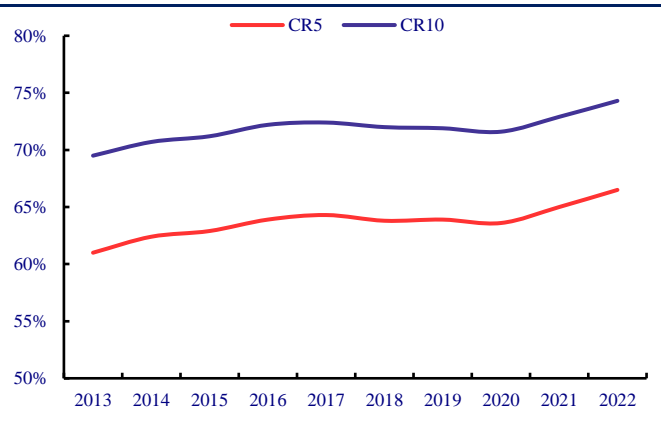
美、日市场经验来看,中国书写工具行业集中度仍有较大提升空间。行业集中度方面,美国、日本书写工具市场 CR5 均超过 60%,CR10 超过 70%。疫情期间,美国市场集中度基本维持稳定,2022 年 CR5 为 62.3%;日本市场集中度有所提升,2022 年 CR5 为 66.5%。行业龙头方面,美国呈现一超多强局面,2022 年,纽威品牌市占率为 28.3%,比克公司、贺曼卡片及百乐分别为 11.7%、9.4%、8.4%;日本呈现二足鼎立局面,2022 年,三菱铅笔、百乐市占率分别为 27.4%、21.5%,第三名斑马市占率为 8.0%。因此,我们认为,就行业集中度而言,中国书写工具行业集中度仍有较大提升空间,假设 CR5、CR10 分别能达到 60%、70%,则中国 CR5、CR10 分别还有 19.4 pct、20.3 pct 的提升空间;从行业龙头而言,晨光股份市占率达到 24.8%,对标美日龙头,仍有一定提升空间。

图 36. 美国书写工具行业集中度



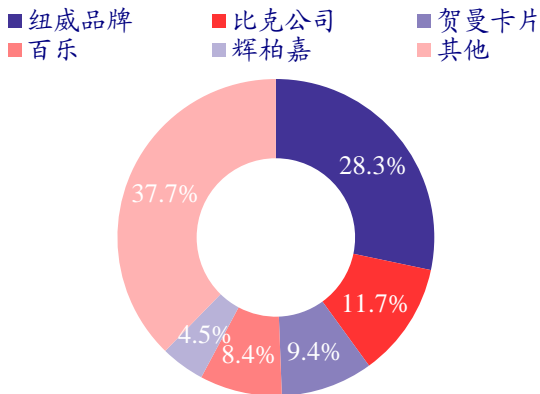
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 37. 日本书写工具行业集中度



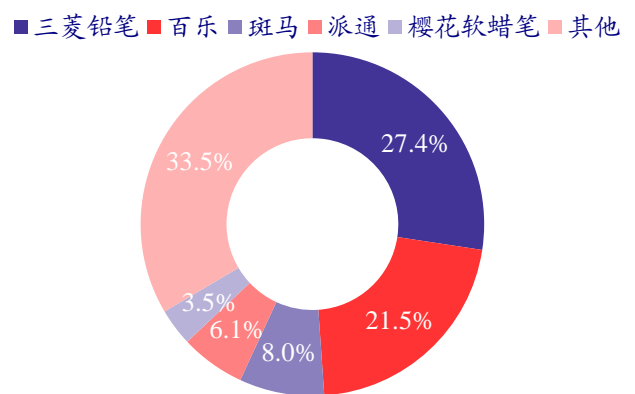
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 38. 美国书写工具行业市场份额（2022 年）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

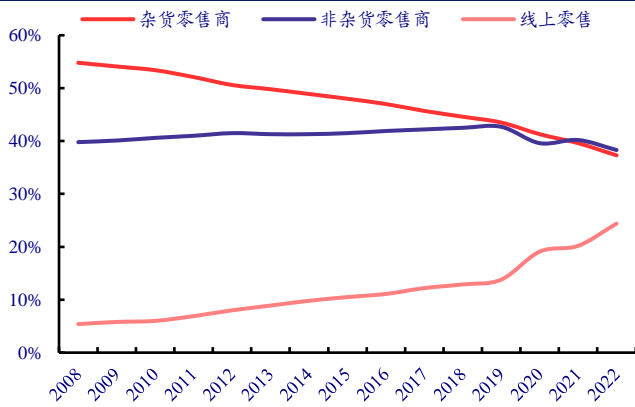
图 39. 日本书写工具行业市场份额（2022 年）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

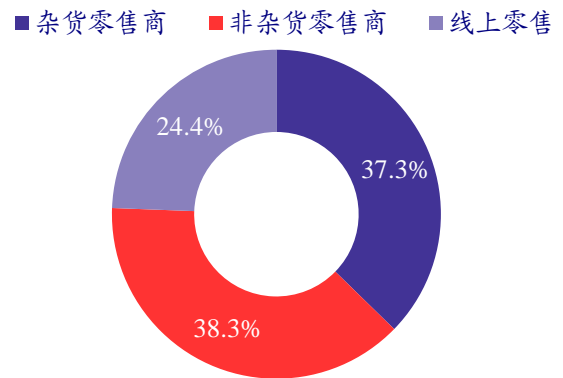
疫情加速线上渠道占比提升，文具/办公用品商店渠道仍占超 3 成。纵观中国书写工具行业渠道历史，线上占比持续提升，2020 年，疫情影响下，线下渠道快速切换至线上渠道，推动当年线上占比大幅提升 5.3 pct；2022 年，受疫情形势反复波动影响，线上渠道比重持续增长，2022 年占比达到 24.4%，同比提升 4.2 pct；杂货零售商和非杂货零售商比重持续下降，2022 年占比分别为 37.3%、38.3%，同比下降 2.3 pct、1.9pct。其中，文具/办公用品商店（属于非杂货零售商）仍是主要渠道，2022 年占比 36%。

图 40. 中国书写工具行业各渠道占比变化



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

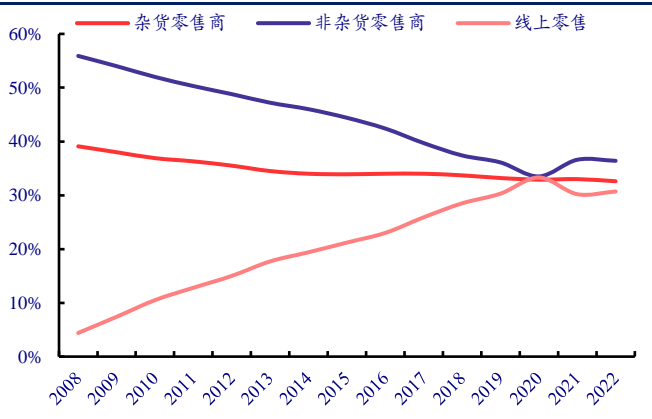
图 41. 中国书写工具行业渠道分布（2022 年）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

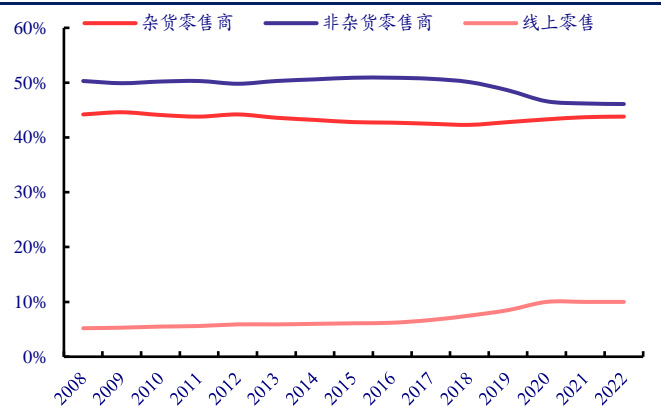
美国线上渠道占比超 3 成，日本以线下渠道为主。美国线上渠道发展成熟，杂货零售商占比缓慢下降，非杂货零售商占比整体下行，2022 年，三者分别占比 30.7%、32.6%、36.4%（注：未考虑直销渠道，因此三者之和不等于 100%）。日本以线下渠道为主，2022 年，杂货零售商占比为 43.8%，非杂货零售商占比为 46.1%，线上渠道占比仅为 10%。

图 42. 美国书写工具行业各渠道占比变化



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 43. 日本书写工具行业各渠道占比变化



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

2、学生文具：K12 人口短期仍有增长空间，人均消费提升带动市场扩张

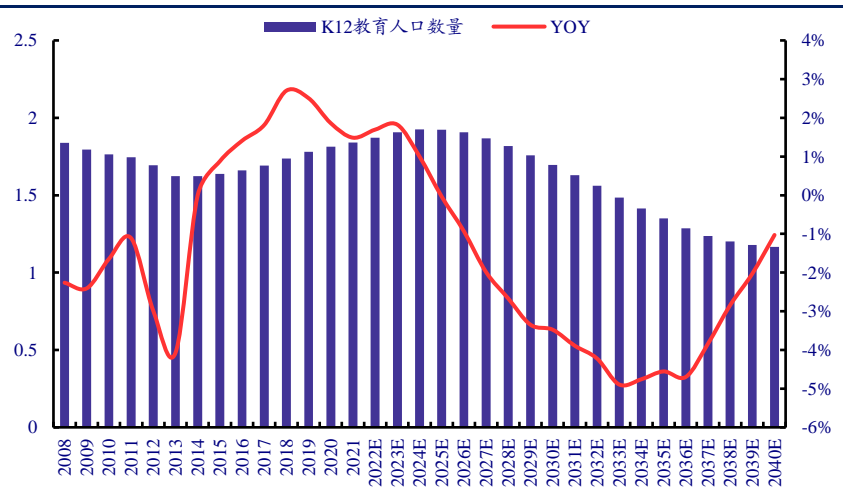
K12 教育人口短期仍将持续增长，2025 年将开始持续下行。我们根据联合国人口数据中 1977 年~2040 年（2022 年~2040 年为预测数）中国 6 岁~18 岁人口数据，及 Wind 中 1977 年~2021 年普通小学、初中及高中在校生数量数据进行测算。主要假设如下：

1) 普通小学和初中在校生人数占 6 岁~15 岁人口数量比例持续提升，预计未来每年将提升 0.5 pct，达到 95.37%后维持稳定；

2) 高中生在校生人数占 16 岁~18 岁人口数量比例持续提升，预计未来每年将提升 1.5 pct，达到 65.37%后维持稳定。

短期来看，未来中国 K12 教育人口仍将持续增长，增速不断趋缓，将于 2024 年达到 1.92 亿人；中长期来看，中国 K12 教育人口将于 2025 年开始下降，预计将于 2040 年降至 1.17 亿人，2024 年~2040 年 CAGR 为-3.09%。

图 44. 中国 K12 教育人口数量预测（亿人）



资料来源: 联合国, Wind, 中国银河证券研究院测算

表 6. 中国 K12 教育人口数量预测 (亿人)

	2008	2019	2020	2021	2022E	2027E	2040E
6岁~15岁人数	1.71	1.72	1.74	1.76	1.77	1.65	1.00
小学、初中学生人数	1.59	1.54	1.56	1.58	1.60	1.53	0.96
占比	92.82%	89.65%	89.86%	89.87%	90.37%	92.87%	95.37%
16岁~18岁人数	0.70	0.48	0.47	0.47	0.48	0.53	0.32
高中学生人数	0.25	0.24	0.25	0.26	0.27	0.34	0.21
占比	35.34%	50.76%	52.90%	54.87%	56.37%	63.87%	65.37%
K12教育人口数量	1.84	1.78	1.81	1.84	1.87	1.87	1.17
YOY	-2.26%	2.51%	1.86%	1.49%	1.69%	-1.99%	-1.03%

资料来源: 联合国, Wind, 中国银河证券研究院测算

中国学生文具市场规模短期仍将持续成长。根据智研咨询 2015 年~2019 年中国学生文具市场规模及中国 K12 教育人口数量, 计算 2015 年~2019 年中国学生文具人均消费, 结合历史增速及中国书写工具人均消费变动趋势以预测未来中国学生文具人均消费, 结合未来中国 K12 教育人口数量测算中国 2020 年~2027 年学生文具市场规模。经测算, 2022 年, 中国学生文具市场规模达到 184.15 亿元, 同比下降 0.34%, 预计未来 5 年仍将以 3.66% 的 CAGR 继续成长, 并于 2027 年达到 220.41 亿元。

表 7. 中国学生文具市场规模预测

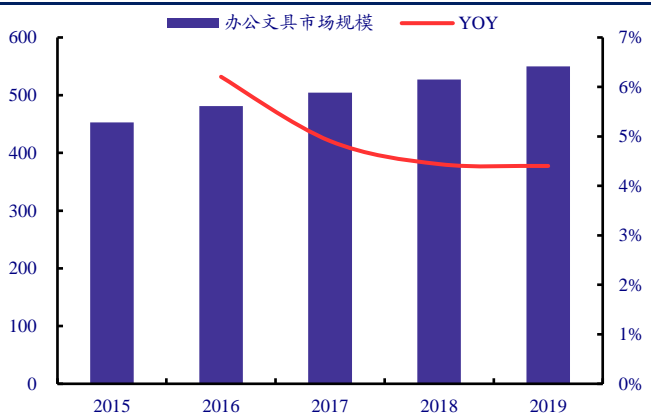
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2027E
市场规模(亿元)	164.90	176.00	173.90	184.77	184.15	195.38	220.41
YOY	7.22%	6.73%	-1.20%	6.26%	-0.34%	6.10%	1.15%
K12人口数量(亿人)	1.74	1.78	1.81	1.84	1.87	1.91	1.87
YOY	2.70%	2.51%	1.86%	1.49%	1.69%	1.82%	-1.99%
人均消费(元)	94.95	98.86	95.90	100.40	98.39	102.53	117.99
YOY	4.40%	4.12%	-3.00%	4.70%	-2.00%	4.20%	3.20%

资料来源: Euromonitor, 联合国, Wind, 智研咨询, 中国银河证券研究院测算

3、办公文具: 市场稳健成长, 同经济发展水平相关性强

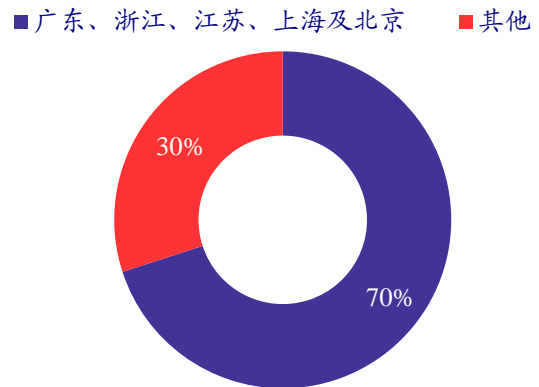
经济发展水平提升驱动市场发展, 中国办公文具市场规模稳健成长。办公文具消费受地区经济及商业发达程度影响, 经济发展水平为办公文具市场发展的重要驱动因素。据智研咨询统计数据, 2019 年, 中国办公文具市场规模达到 550.1 亿元, 同比增长 4.4%, 4 年 CAGR 为 4.99%。据中国制笔协会报告《中国文具行业竞争态势分析》数据显示, 中国办公文具产品消费市场 70% 左右集中于广东、浙江、江苏、上海及北京 5 个经济发达地区。

图 45. 中国办公文具市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

图 46. 中国办公文具市场分布

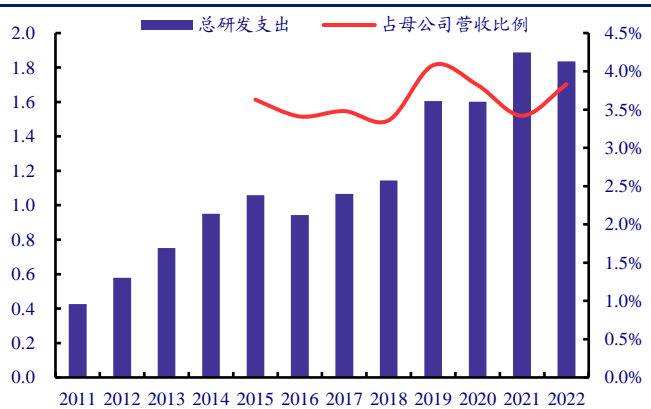


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

（二）产品开发减量提质，结构优化促进增长

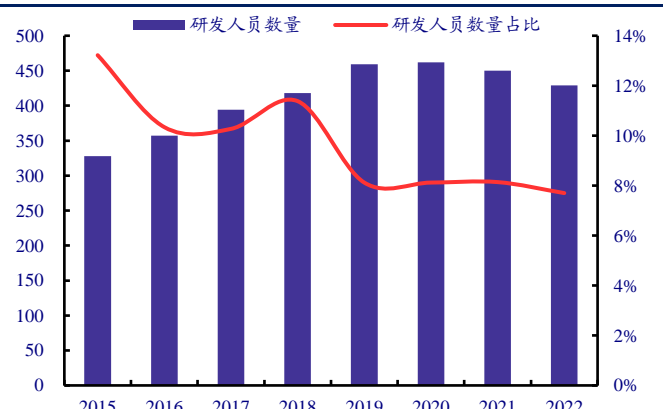
大举投入研发实现积累，打造优质研发团队。公司以研发为核心，持续加大研发投入，积极开展前瞻性基础研究和设计研发，聚焦打造产品核心技术，截至 2022 年末，公司拥有发明、外观设计和实用新型等专利超 1,000 项，年度内新增超 200 项。研发支出同公司营收共同成长，2022 年，公司研发支出达到 1.84 亿元，同比微降 2.76%，占母公司营收比例达到 3.83%，同比提升 0.41 pct。同时，公司深耕文具行业，打造优质研发团队，2022 年研发人员数量达到 429 人，占公司总人数比例为 7.7%。其中，本科及以上学历研发人员数量为 231 人，占比 53.85%。

图 47. 公司研发支出及占母公司营收比例（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 48. 公司研发人员数量及占比（人）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

快速市场反应及转化能力实现大量新品研发。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，每年推出上千款新品。一方面，公司可引导市场潮流，并掌握市场定价权，实现更高的毛利；另一方面，公司基于对流行趋势的准确判断，往往能在趋势结束之前对产能及时进行控制，保证新品产量与市场容量实现最大限度的匹配。

爆款思路开发减量提质，IPD 模式应用提高效率。公司以爆款思路进行产品开发，以消费者为中心，精准开发并合理控制新品款数，减量提质取得显著成效，在新品款数大幅下降的同时，单品贡献明显提升。同时，公司应用 IPD 模式大幅增强产品开发能力，基于此模式开发品类增长明显优于平均水平。

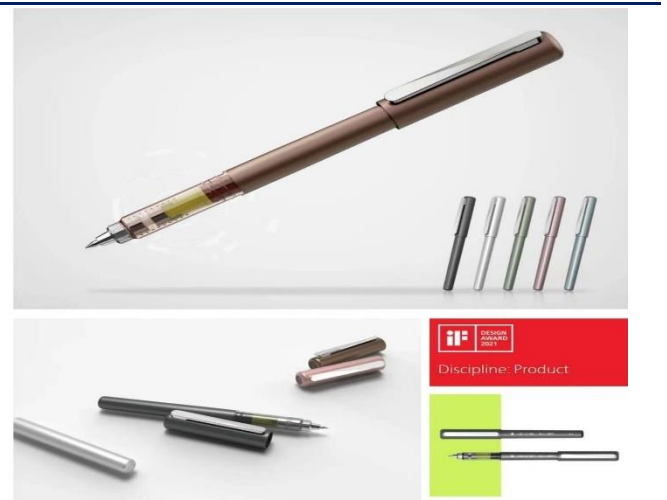
专注研发掌握核心技术，荣誉满载彰显优秀品质。公司突破国外技术壁垒，掌握具有自主知识产权的原材料配方和生产制造工艺，大幅提高文具原材料和成品的国产化率。同时，公司在笔头与墨水匹配技术拥有多项核心技术，实现产品流畅的书写体验，并牵头承担国家科技部研究课题，参与多项产品的国家标准及行业标准的制订。2021 年，公司通过结构创新和工艺创新，研发了秒干中性笔、超耐写铅笔、食品级美术画材等多种产品。多年以来，公司获得多项荣誉，产品设计包揽国际四大工业设计大奖，公司磁悬浮中性笔 Magnetex 再次斩获德国 iF 奖，自动圆规再次斩获日本 G-mark 大奖，TIKITAKA 按动马克笔荣获 2021 年文教创新奖-技术创新银奖。

图 49. 公司多项产品荣誉



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

图 50. 公司磁悬浮中性笔



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

四大赛道齐头并进，持续推进产品高端化发展。公司将传统核心业务划分为大众产品、精品文创产品、儿童美术产品及办公产品四条赛道：**大众产品赛道**围绕“挖潜、联动、产品力”策略，以消费者为中心打造强功能、高品质产品，并与分销渠道协同推广，提高必备品上柜率；**精品文创产品赛道**聚焦高端化消费需求，积极优化产品结构，聚焦爆款开发推广；**儿童美术产品赛道**推动各区域重点终端的专区打造，提升线上腰部产品和高端产品占比，向专业美术类及益智等高价品类拓展；**办公产品赛道**推进晨光办公店开拓和办公完美门店开发，加强办公产品的开发和推广，聚焦关键品类挖潜。

表 8. 公司传统核心业务四大赛道

	发展策略	2022 年具体措施
大众产品赛道	围绕“挖潜、联动、产品力”策略，持续以中长线可沉淀为主要方向	1) 与分销渠道协同进行品类推广，提高必备品上柜率 2) 线上渠道协同联动，挖潜扩大线上优质单品，形成分销爆款单品 3) 灵活推广纸品项目取得阶段性进展，本册上柜款式持续提升
精品文创产品赛道	持续优化精品文创产品结构	1) 提单品贡献，提升爆款在重点终端上柜率 2) 线上着力聚焦爆款及头部店铺开发 3) 同海外机构合作，联合共创优质产品
儿童美术赛道	聚焦重点品类头部爆款和长线品的持续推广	1) 全年聚焦“食品级、易可洗、抗菌”主题产品一盘货推广，推动各区域重点终端的专区打造 2) 完善线上儿美产品品类结构，提升腰部产品和高端产品占比 3) 拓展专业美术类、益智品类产品
办公产品赛道	加强产品开发、推广，加快渠道转型	1) 加强产品开发和推广，聚焦关键品类挖潜，持续开发优质线上专供产品 2) 推进晨光办公店开拓和办公完美门店开发，全面推动国内重点大型办公终端客户的开发 3) 开发体育品类，同知名运动品牌联名合作

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

传统产品高端化创新，新功能、新技术实现价值提升。针对传统优势产品，公司凭借强大的研发实力及积累，不断进行技术突破，实现产品功能迭代升级，从而提升产品价值，实现产品结构的高端化升级，带动价格带提升。根据公司天猫旗舰店数据显示，传统木杆铅笔 50 支/2B/三角杆售价为 17.9 元，单支价格为 0.36 元/支，而公司开发附加矫正握姿功能的洞洞铅笔，50 支/2B/三角杆售价为 25.9 元，单支价格为 0.52 元/支，较传统木杆铅笔提升 44.7%；同时，公司精确定位学生脊椎问题，结合人体工学设计，设计护脊减负大容量书包，将书包价格提升至 139 元~159 元。

表 9. 晨光功能、技术创新产品案例

产品	功能升级	价格情况	提价情况
洞洞铅笔	增加矫正握姿功能，在三角形笔杆每个面添加水滴形凹槽，便于孩子手指定位	0.52 元/支	较传统木杆铅笔提价 44.7%
护脊书包	增加护脊减负功能，使用五点式承托蝴蝶护脊系统，将压力快速分散至肩、腰、背	139~159 元/个	
速干中性笔	增加速干功能，采用高科技墨水，及直液式控墨系统（采用上密下疏的鳞片毛细结构配合空气缝调节笔内压强），从而达到落笔速干、防止擦花效果	2.23 元/支	较普通中性笔提价 106.8%
“悦写缓冲”中性笔	后置缓冲弹簧，在每次书写自动调节按压力度，书写稳定、省力	2.17 元/支	较普通中性笔提价 100.6%
磁悬浮中性笔	采用磁悬浮缓冲设计，书写省力；子弹头笔头，书写顺滑，笔头耐磨	39 元/支	为普通中性笔价格的 36 倍

资料来源：晨光天猫旗舰店，淘宝，中国银河证券研究院 注：产品单价可能受统计时点影响而有所变化

IP 联名&外观设计洞察用户需求，精品文创打造个性化场景体验。公司传统产品开发以刚需和性价比为主，更多满足大众需求，而公司现目前通过精品文创战略，通过 IP 联名、外观设计等方式，赋予产品情感表达等优质内容，打造个性化场景体验。一方面，公司通过 IP 联名丰富产品内涵，如公司打造孔庙祈福系列，在孔庙举行“晨光考试笔孔庙祈福大典”，并获

得孔庙授权使用孔庙祈福联名，将孔子 IP、金榜题名等传统文化赋予产品内涵，取得巨大成功；另一方面，公司通过精美的外观设计提升用户体验，如彩色研究室系列产品，通过极简但美观的色彩设计实现高颜值，较同类基础款产品价格提升 488.9%。

表 10. 公司 IP 联名&外观设计创新产品案例

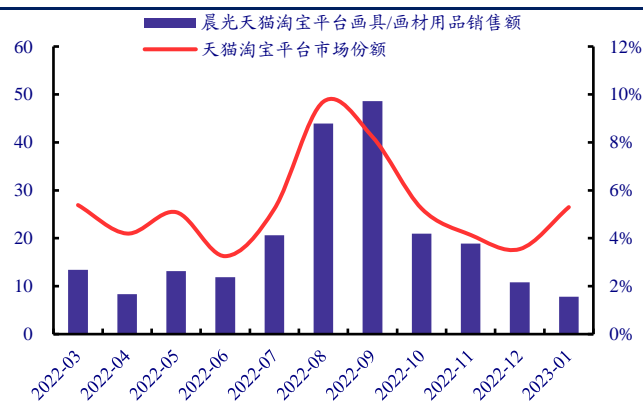
产品	简介	价格情况
IP 联名	“航海王”系列按动速干中性笔 与知名动漫 IP “航海王” 联名，黑金时尚外观设计，外观印有航海王人物形象	4.25 元/支，较普通产品提价 117.4%
IP 联名	“小熊哈里”系列卡通画画本 “哈里小熊” IP 联名，封面采用符合儿童喜好的可爱小熊外观	2.65 元/本，较普通产品提价 14%
外观设计	“孔庙祈福”系列圆规套装 晨光自行打造的“孔庙祈福”系列文具产品之一，外壳印有“孔庙祈福”“金色印章纹样	12 元/套，较普通产品提价 60%
外观设计	“彩色研究室”系列中性笔 全系列以马卡龙色、莫兰迪色、复古色、奶茶色等色系为主题，采用单色简约外观设计	6.63 元/支，较普通按动中性笔提价 238.9%
外观设计	“乐桃派对”系列橡皮 以粉嫩桃桃为主题，包装纸印有粉色水彩桃子图案，橡皮通体采用桃粉色	2 元/个，较普通橡皮提价 284%
外观设计	“雅悦系列”资料册 采用透绿色、透粉色、透蓝色、透白色简约清透外观设计	10.8 元/个，较普通资料册提价 9.1%

资料来源：晨光京东自营官方旗舰店，中国银河证券研究院

把握行业趋势丰富品类矩阵，新品类实现快速布局。

1) 双减受益类：双减政策导致传统学科教育时间下降，基础文具产品需求减少，而未来教育重心将适当向综合素质类培养倾斜。公司基于双减政策带来的消费趋势和品类变化洞察，在儿童美术赛道推出专业美术、益智文娱等品类，公司在天猫淘宝平台画具/画材用品市场份额呈现波动态势，23 年 1 月达到 5.3%，未来有望进一步提升；并进军体育用品赛道，推出篮、足、排、羽、乒五大球类，并全面覆盖娱乐、考试、进阶及竞赛四大系列，通过高性价比策略，联名头部体育品牌（斯伯丁、尤尼克斯）打造优质产品，借助晨光渠道实现快速铺开。

图 51. 公司画具/画材用品在天猫淘宝平台销售情况(百万元)



资料来源：魔镜，中国银河证券研究院

图 52. 公司体育用品相关布局

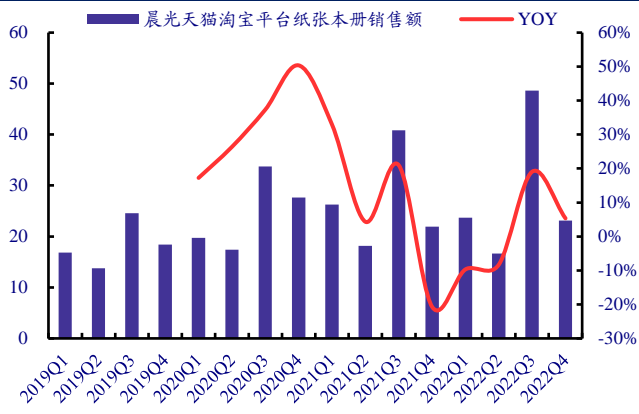


资料来源：M&G 晨光新选视频号，中国银河证券研究院

2) 纸张本册：受物流、设计及个性化等行业属性影响，本册行业市场分散。而本册是笔的载体，体量仅次于笔，受众相同，有望同公司书写工具优势产品形成协同。公司持续加大投

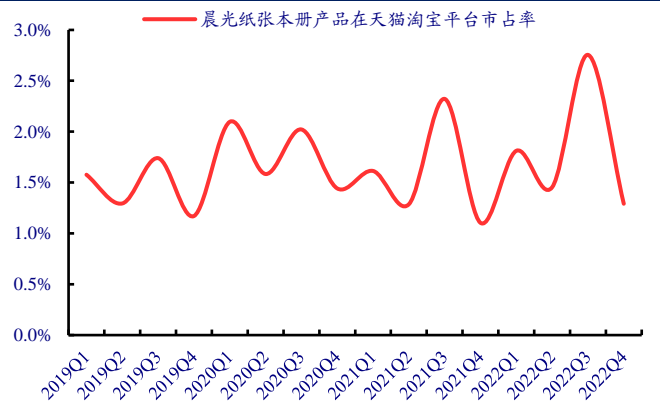
入，提高市场份额，根据魔镜数据显示，公司纸张本册品类销售稳健扩张，2022 年在天猫淘宝平台实现销售额 1.12 亿元，同比增长 4.57%，市占率提升至 1.87%。

图 53. 公司纸张本册在天猫淘宝平台当季销售额（百万元）



资料来源：魔镜，中国银河证券研究院

图 54. 公司纸张本册产品在天猫淘宝平台当季市占率



资料来源：魔镜，中国银河证券研究院

外延收购实现品类延伸，实现高端铅笔、书包品牌拓展。公司收购国内最大的木质铅笔生产企业之一的安硕，并同意大利文具品牌 CARIOCA 建立战略合作；收购挪威国民书包品牌 Beckmann 贝克曼，布局高端功能性护脊书包领域，天猫旗舰店书包单价达到 689 元。公司通过收购实现品类延伸布局，并依托原有强大渠道及供应链等优势给予赋能，有望实现快速发展。

图 55. 安硕市场分布



资料来源：安硕公司官网，中国银河证券研究院

图 56. Beckmann 贝克曼市场分布



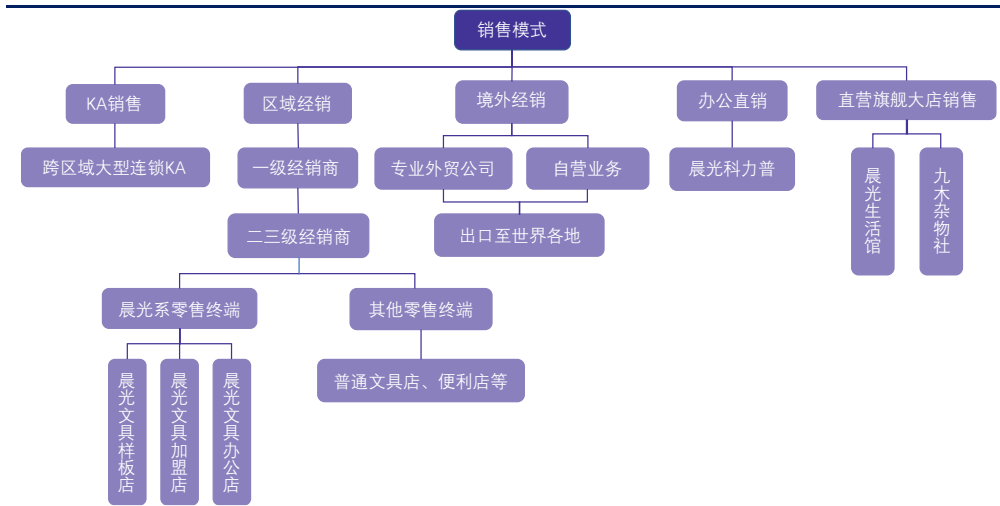
资料来源：贝克曼官方旗舰店，中国银河证券研究院

（三）全渠道布局优势显著，精细化运营实现强化

线下销售体系以区域经销为主，顺应行业趋势积极推进线上化。公司针对文具消费频次高、及时性高、单价低、刚需等产品及消费特性，打造以区域经销为主，辅以 KA 销售、境外销售、办公直销及直营旗舰店大店销售的销售模式。同时，公司顺应行业趋势持续推动业务线上化发展，开拓拼多多、抖音、快手等新渠道，2022 年晨光天猫旗舰店会员数量超百万级。截至 2022 年，公司在全国拥有 36 家一级合作伙伴、覆盖 1,200 个城市的二、三级合作伙伴和大众

户，近7万家使用“晨光文具”店招的零售终端，540家零售大店，并在淘系、京东、拼多多等电商渠道拥有上千家授权店铺。

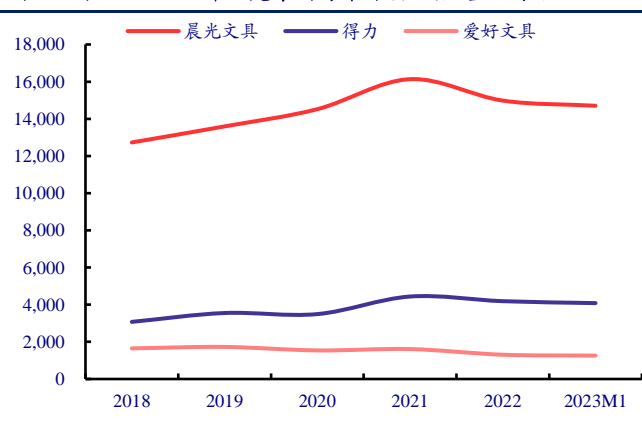
图 57. 公司线下销售体系架构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

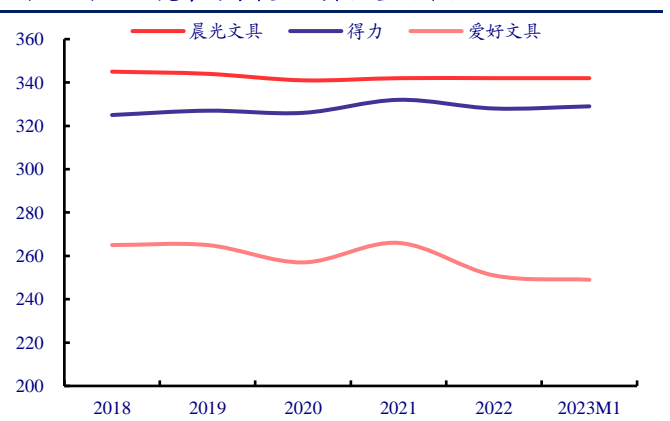
建立区域独家经销商体制，实现全国区域广泛覆盖。公司以城市或地区为单位，在区域内选择优质经销商作为唯一合作伙伴，共同开拓市场，一级、二级及三级经销商均为各自区域唯一晨光文具产品经销商，公司通过36家一级经销商实现全国覆盖。同时，公司制定严格、统一的价格政策，向一级经销商销售价格按照市场零售价固定折扣确定；一级经销商向二级经销商销售价格按固定折扣基础上加成一定比例确定。根据久谦数据（仅统计大众点评），2023年1月，晨光文具品牌在营店铺达到14,703家，远高于得力（4,084家）和爱好文具（1,258家）；晨光文具品牌覆盖城市342个，略高于得力（329个），明显高于爱好文具（249个）。

图 58. 晨光文具品牌及竞争对手在营店铺数量（家）



资料来源：久谦数据，中国银河证券研究院

图 59. 晨光及竞争对手覆盖城市数量（个）

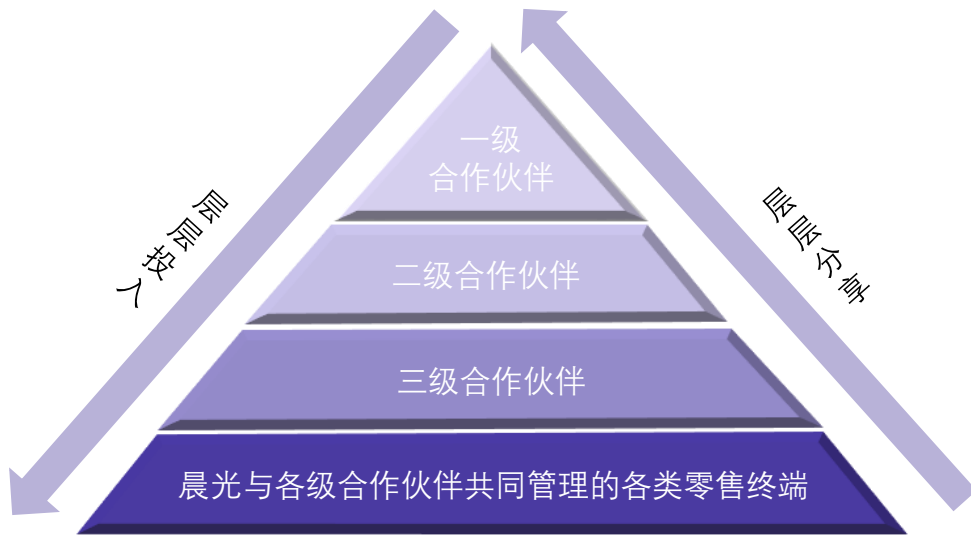


资料来源：久谦数据，中国银河证券研究院

“层层投入、层层分享”绑定利益机制，晨光伙伴金字塔营销模式优势突出。公司具备行业内独特的晨光伙伴金字塔营销模式，通过“层层投入、层层分享”的核心理念，将公司同所有经销商利益进行统一，从而打造出稳定、共赢的利益共同体。“层层投入”是指公司各级合作伙伴分别在授权区域内开展下一级经销商管理、终端网络扩充等营销网络开拓与维护工作，

并投入相应人员、资金、软硬件等资源，做到资源从上而下的“层层投入”。借助这一机制，晨光大大提升了营销渠道的管理能力与覆盖能力。“层层分享”是指在公司“标准化”价格体系管理下，各级合作伙伴独自分享授权区域的所有经营收益，做到利益从上而下“层层分享”，极大地调动各级合作伙伴的市场开拓积极性。

图 60. 晨光伙伴金字塔营销模式示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

渠道管理体制完备，多维考核充分激励。公司从“终端、品牌、网络、品类、团队”等多个维度出发，制定完备的渠道管理体系，通过“全排他”、“零窜货”及“标准化价格体系”等管理方法，规范化管理提高整体运营效率，并打造 KPI 考核体系推动落地。

表 11. 公司渠道管理办法

	主要内容
“全排他”管理	所有一级经销商只能经销晨光文具产品及公司统一采购的产品。目前，二、三级经销商虽然不能做到经营产品全部排他，但在书写工具上已做到了竞争性产品的排他。
“零窜货”管理	将“窜货”纳入每年一级经销商的 KPI 考核范围，并对销往每个省份的产品采用不同标签进行标识。同时，公司建立了严格的检查机制，对各地销售情况进行多位监控。
“多维度”KPI 考核体系	从“终端、品牌、网络、品类、团队”等多个维度，得出客观的考核结果，激励公司员工及合作伙伴。通过现场业务考核，公司向各级合作伙伴传导打造市场的方法与标准：提高终端产品上柜率、提升终端品牌形象、优化终端陈列、规范店面营业、改善终端维护服务等。
“标准化”价格体系	公司对一、二、三级合作伙伴的购销价格标准进行统一管理，以确保各级合作伙伴实现在分销体系中稳定的收益，并将各级合作伙伴的价格管理情况纳入全年的 KPI 考核体系，以确保各区域间的价格平衡。

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

样板店推广构建渠道基础，卡位校边店优质资源。公司针对校园周边已有店铺，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，助力单店盈利能力提高。店招传播公司品牌形象，叠加店家合作盈利改善的示范效应，公司声誉及名气快速传播，同大量普通文具店建立合作，从而快速铺开渠道体系。

优选样板店加深合作，推动门店升级、效益提升。公司基于广泛样板店资源，从中选择经

营能力优秀、地理位置较好的门店，在销售晨光产品数量、产品排他性、提供服务支持程度等方面进一步升级，实施特许经营管理，落实公司“统一定位、统一品牌、统一管理、统一采购、统一配送、统一服务”等“六个统一”的要求，进而打造晨光加盟店体系，提高渠道效率，提升经营效益。

表 12. 公司门店零售终端比较

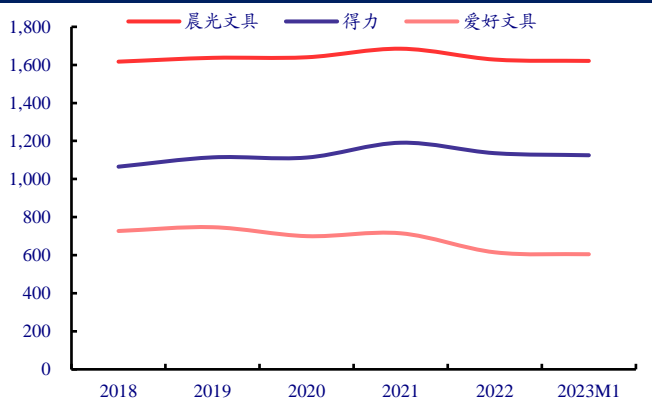
项目	零售终端		批发	
	标准样板店	高级样板店	加盟店	4S 店
平均盈利	单店盈利强于普通文具店	单店盈利强于标准样板店	单店盈利能力最强	作为区域配送中心，从事批发业务
产品排他	无强制性晨光产品排他要求	部分品类排他要求	与晨光特许经营商品相同或类似竞争性产品全排他	全排他
公司权利	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在 265 款以上	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在 370 款以上	销售晨光产品数量在 1,000 款以上	全款批发晨光产品
品牌形象	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识
公司责任	培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验，一般不提供货架等硬件支持	培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验，通常提供货架等硬件支持	“六个统一”要求，培训、装修、货柜等服务支持，公司收取加盟管理费	4S：“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	4S 店装修费的分担标准，公司和合作伙伴各承担 50%
会计处理	列入“销售费用--渠道建设费用”	列入“销售费用--渠道建设费用”	列入长期待摊费用，按合同期分摊	列入“销售费用—品牌推广费”

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

大篷车、小篷车大范围推广，深度下沉城乡市场。公司积极在全国各级城乡深入进行市场推广活动，实现城乡市场的深度覆盖。2006 年起，公司开展大篷车计划，以每月 150 场的速度迅速深入县乡市场，在中国 90% 以上的县城进行了超 10,000 场推广活动，参与的终端店主

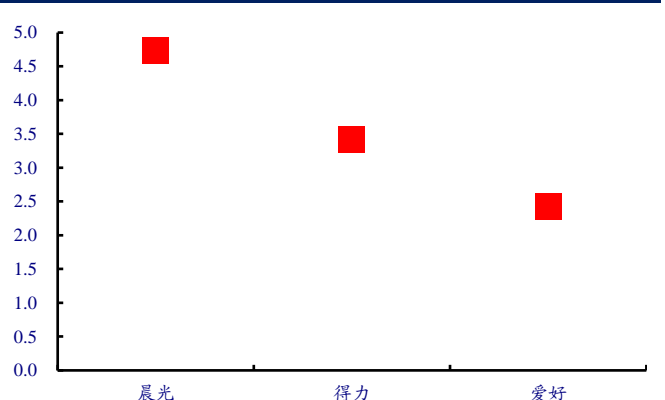
数量超过 30 万人次。2008 年起,公司通过小篷车计划,在中国 70%以上的县城进行了超 50,000 场推广活动,参与的消费者数量超过 1,500 万人次。根据久谦数据,晨光文具品牌覆盖县数量稳步提升,2023 年 1 月达到 1,621 个,覆盖县/市比为 4.74,远高于得力(1,125 个、3.42)和爱好文具(605 个、2.43),实现深度下沉。

图 61. 晨光文具品牌及竞争对手覆盖县城数量(个)



资料来源:久谦数据,中国银河证券研究院

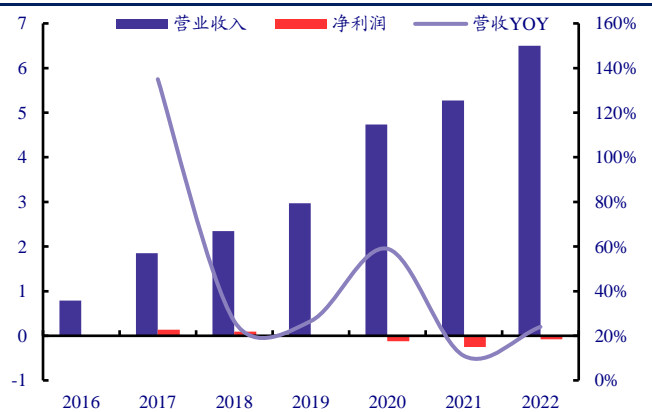
图 62. 晨光文具品牌及竞争对手覆盖县/市比(2023M1)



资料来源:久谦数据,中国银河证券研究院

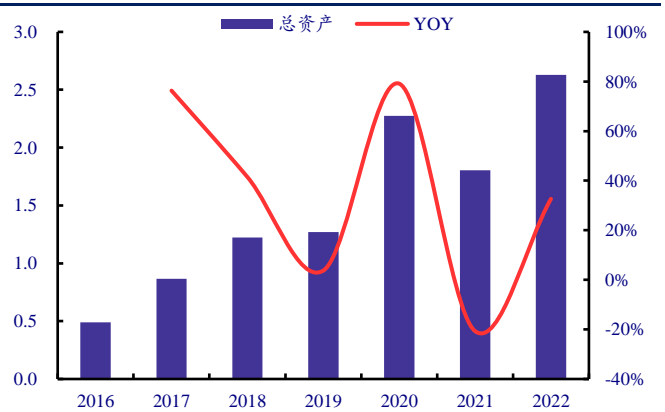
积极推进线上渠道拓展,晨光科技快速发展。公司设立子公司晨光科技开展线上渠道拓展,以电商平台为起点,向新媒体、直播等新形式延伸,并专门开发线上产品矩阵,实现精细化会员管理。同时,公司把握疫情期间需求线上化契机,2020 年取得快速成长,当年晨光科技营收同比增长 59%,后续受疫情反复、双减致学生需求受阻影响,导致增速放缓,2022 年实现营收 6.5 亿元,同比增长 24%。

图 63. 晨光科技营收及净利润(亿元)



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

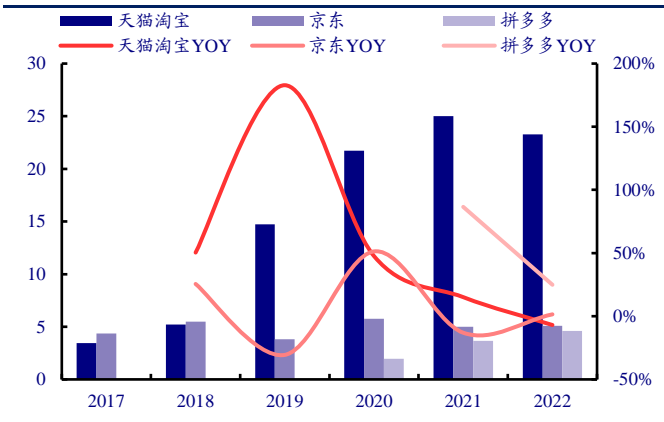
图 64. 晨光科技总资产(亿元)



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

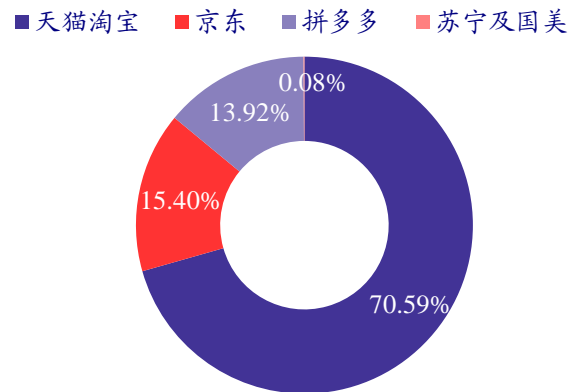
电商平台以天猫淘宝为主,拼多多销售额快速增长。电商平台(仅统计天猫、京东、拼多多、苏宁及国美)渠道来看,公司线上销售以天猫淘宝为主,2022 年销售额为 23.28 亿元,同比微降 6.93%,占比 70.59%;京东 2022 年销售额为 5.08 亿元,同比增长 1.5%,占比 15.4%;拼多多销售额快速提升,2022 年为 4.59 亿元,同比增长 24.9%,占比 13.92%。

图 65. 公司在主要电商平台销售额 (亿元)



资料来源：魔镜，中国银河证券研究院

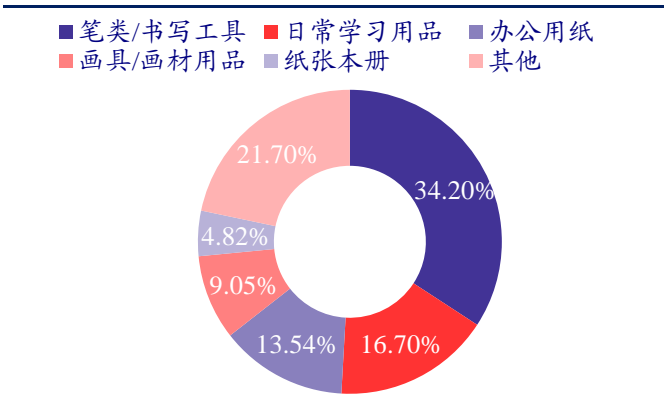
图 66. 公司各电商平台销售额占比 (2022 年)



资料来源：魔镜，中国银河证券研究院

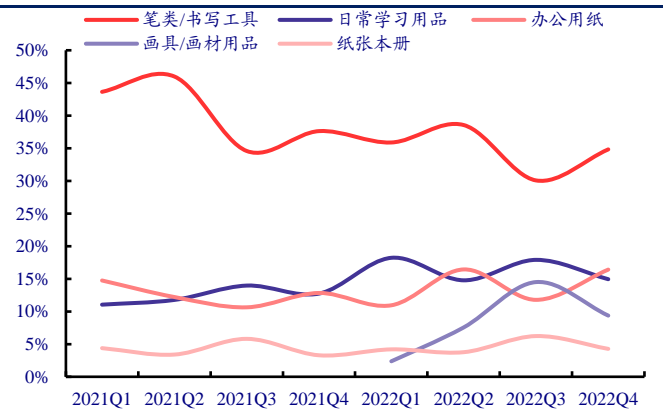
笔类/书写工具产品占比超 3 成，产品结构多元化均衡发展。 从天猫淘宝销售数据来看，公司线上销售产品以笔类/书写工具、日常学习用品、办公用纸、画具/画材用品及纸张本册为主，2022 年合计占比为 78.3%。其中，公司优势产品笔类/书写工具占比有所下滑，但仍占据第一，2022 年占比 34.2%；日常学习用品占比自 2021 年以来不断提升，2022 年占比达到 16.7%；画具/画材用品自 22Q1 开始发力，全年占比 9.05%；办公用纸、纸张本册基本保持稳定，2022 年分别占比 13.54%、4.82%。

图 67. 公司在天猫淘宝平台产品结构 (2022 年)



资料来源：魔镜，中国银河证券研究院

图 68. 公司在天猫淘宝平台主要产品销售比例变动



资料来源：魔镜，中国银河证券研究院

(四) 数字化建设持续深化，晨光联盟赋能提升效率

积极推广晨光联盟 app，数字化赋能渠道提效。 公司积极推广晨光联盟 app，借助数字化工具更紧密地连接总部、各级合作伙伴和终端门店，提升业务的数字化水平，实现信息流高效精准送达。截至 2022 年上半年，该 app 已服务超过十万家终端店，赋能渠道伙伴商品管理能力，不断提高渠道库存质量和终端订单满足率。

强化反馈机制，终端协助优化新品开发。 公司结合 MBS 方法，在新品开发流程中增加终端反馈，从而贴近市场，提高研发效率，降低试错成本，打造更多爆款。

1) 创意测试, 团队在产品的创意阶段就能够在晨光联盟 APP 上进行第一轮创意测试, 测试产品创意是否被目标渠道所理解和接受;

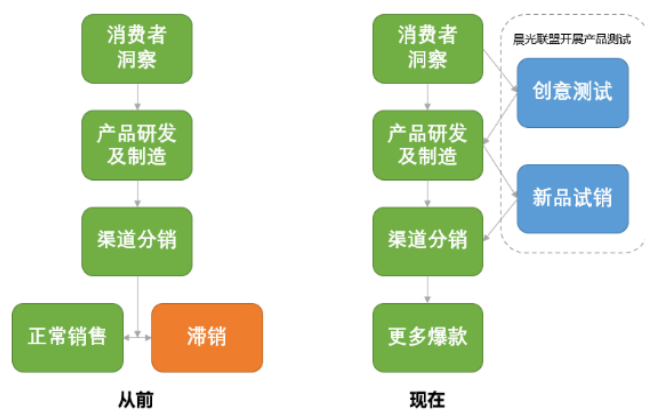
2) 创意二次改良, 在收集到终端反馈后, 开发团队结合消费者环境下的创意测试结论, 在收集足够信息基础上对创意进行二次改良, 进一步贴合消费者痛点;

3) 产品试销, 在创意转化成产品后, 对有一定风险的产品, 产品团队可以在晨光联盟 APP 上对圈选的目标终端进行第二轮小规模试销;

4) 调整上市和大规模生产计划, 团队在试销中收集用户的搜索、浏览、点击、收藏、加购、订货数据, 也能直接收集用户对产品的设计、材质、卖点、陈列、价格等方面的反馈, 进而根据反馈信息对后续上市和大规模生产计划进行调整。

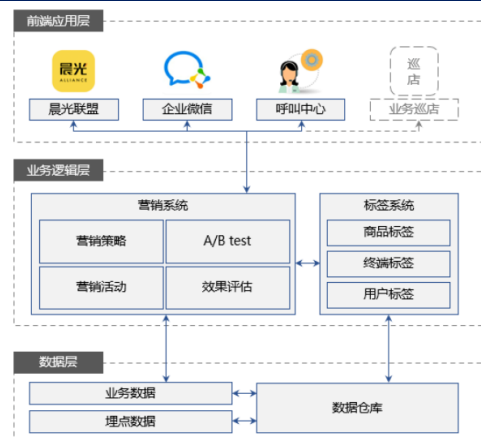
产品、终端分类标签化, 精准推荐实现“选对店, 上对货”。公司运用数字化能力, 对产品及终端进行分类和标签化, 并根据标签来精准推荐内容和产品, 实现“选对店, 上对货”。具体而言, 公司整合各子业务系统的业务数据、用户行为的埋点数据, 再结合业务洞察对商品、终端及用户进行分类、分级和标签化。然后根据营销策略, 不断的测试不同特征的终端用户和商品之间的活动效果, 然后对标签及组合进行不断的迭代, 提高推荐效率, 实现精准匹配。

图 69. 新品开发流程图



资料来源: 中国连锁经营协会, 中国银河证券研究院

图 70. 千店千面系统解决方案



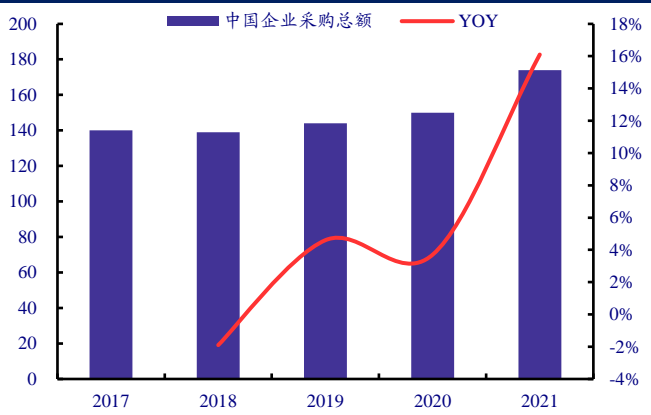
资料来源: 中国连锁经营协会, 中国银河证券研究院

三、办公直销：万亿级市场空间广阔，科力普快速成长

（一）降本增效叠加政策助力，数字化采购渗透率稳步提升

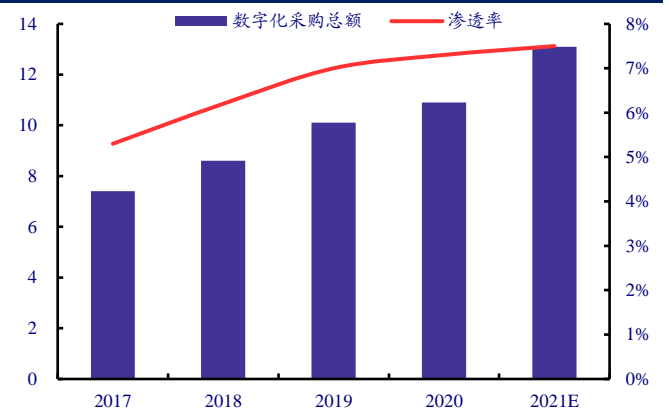
全国采购市场规模超 174 万亿元，数字化渗透率约 7.5%。据亿邦智库数据，2021 年，中国企业采购总额超 174 万亿元。其中，工业采购额为 100.1 万亿元，建筑业采购额为 8.8 万亿元，零售批发采购额为 65.1 万亿元。预计 2021 年中国数字化采购总额为 13.1 万亿元，数字化采购渗透率约为 7.5%，未来在产业数字化进程中具备较大提升空间。

图 71. 中国企业采购总额 (万亿元)



资料来源: 亿邦智库, 中国银河证券研究院

图 72. 中国数字化采购总额及渗透率 (万亿元)



资料来源: 亿邦智库, 中国银河证券研究院

非生产性物资采购以 MRO、办公用品为主, 数字化渗透率提升空间巨大。据亿邦智库数据, 2020 年, 非生产性物资采购市场中, MRO 采购市场规模为 2.57 万亿元, 数字化采购规模超过 1,000 亿元, 数字化渗透率低于 5%; 办公物资采购市场规模为 2.26 万亿元, 数字化采购规模约 500 亿元, 数字化渗透率不足 3%, 预计未来将在政企加速推进数字化采购趋势下快速成长, 并于 2025 年接近 3,800 亿元, 渗透率升至 13%。

图 73. 非生产性物资采购市场规模 (2020 年)



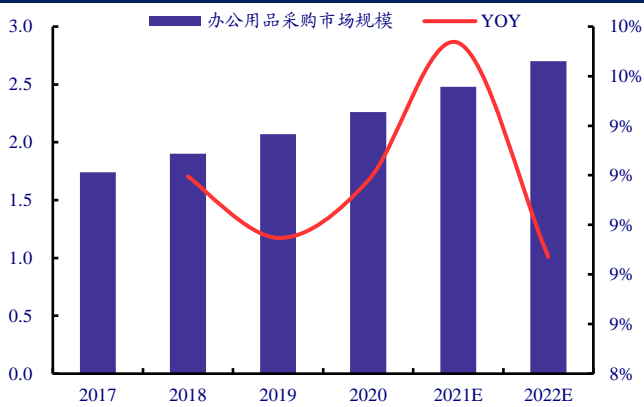
资料来源: 亿邦智库, 中国银河证券研究院

图 74. MRO 采购市场规模 (万亿元)



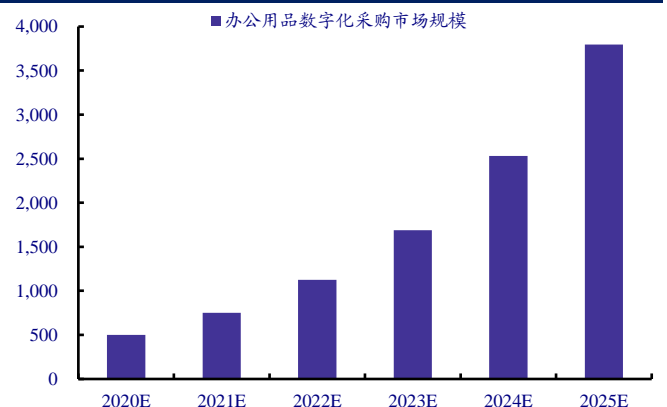
资料来源: 亿邦智库, 中国银河证券研究院

图 75. 办公用品采购市场规模 (万亿元)



资料来源: 亿邦智库, 中国银河证券研究院

图 76. 办公用品数字化采购市场规模预测 (亿元)



资料来源: 亿邦智库, 中国银河证券研究院

降本增效成效显著, 政策推动采购数字化。数字化采购运用低成本、高效率的数字化手段, 通过供应商资源整合、非标物资采购标品化、流程线上化等方法实现降本增效。据亿邦智库数据显示, 数字化采购商品直接价格降低 5%~15%, 采购时间效率提升 30%以上, 采购管理成本降低 30%以上, 运营成本降低 40%以上。同时, 多部门出台系列政策推动数字化采购发展, 从政府采购延伸至企业采购, 呈现出“政府牵头, 自上而下”的特点。

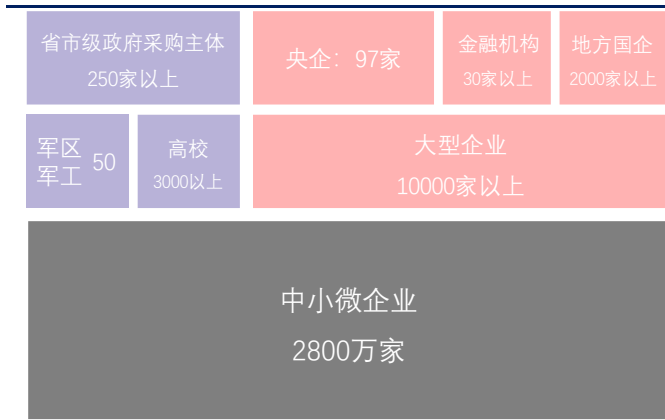
表 13. 数字化采购相关政策梳理

年度	发文机关	政策	核心内容
2015	国务院	《中华人民共和国政府采购法实施条例》	明确要求实施统一的政府采购电子交易平台建设标准, 推动利用信息网络进行电子化 政府采购活动。
	国务院办 公厅	《关于印发整合建立统一的公告资源交易平台工作方案的通知》	要求 2017 年 6 月底前, 在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系, 基本实现公共资源交易全过程电子化。
	国资委	《关于开展采购管理提升对标工作有关事项的通知》	推行央企集中采购与电子化采购。是关于国企采购管理与考核的规范性、纲领性文件。
2016	国务院	《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	支持重点行业骨干企业建立行业在线采购、销售、服务平台, 推动建设一批第三方电子商务服务平台。
2017	国务院办 公厅	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	鼓励批发、零售、物流企业整合供应链资源, 构建采购、分销、仓储、配送供应链协同平台。鼓励流通企业与生产企业合作, 建设供应链协同平台, 准确及时传导需求信息, 实现需求、库存和物流信息的实时共享, 引导生产端优化配置生产资源, 加速技术和产品创新, 按需组织生产, 合理安排库存。
2019	工信部	《企业数字化采购实施指南》	推动采购数字化转型、优化采购组织和流程、增强数字化采购能力。从调整业务流程和管理入手, 以打造透明高效、协同共赢的数字化采购新体系。
2020	工信部	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	建设产业供应链对接平台, 打造线上采购、分销流通模式, 为中小企业提供原材料匹配、返工人员共享、自动化生产线配置、模具资源互助、防护物资采购、销售和物流资源对接等服务。基于工业互联网平台, 促进中小企业深度融入大企业的供应链、创新链。支持大型企业立足中小企业共性需求, 搭建资源和能力共享平台, 在重点领域实现设备共享、产能对接、生产协同。
2021	国资委	《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	明确国有企业数字化转型的基础、方向、重点和举措, 开启了国有企业数字化转型的新篇章

资料来源: 亿邦智库, 政府官网, 中国银河证券研究院

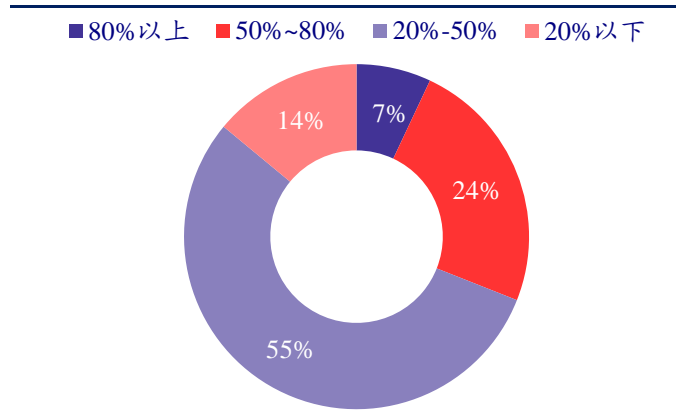
客户数量庞大，央国企数字化采购领先。数字化采购在政策推动下，从政府机构、央国企、军队、金融机构的阳光化采购起步，并开始向大型企业、地方国企渗透，而中小微企业单个主体采购量低且数字化能力薄弱，还有待发展。据亿邦智库调研显示，央国企数字化采购进程领先，2021年，近4成央国企采购总额超过100亿元，超过3成央国企数字化采购比例超过50%，办公用品、生产物资采购及MRO工业品数字化采购覆盖率分别为82.8%、61.6%、47.3%。

图 77. 数字化采购客户群体梳理



资料来源：亿邦智库，中国银河证券研究院

图 78. 央国企数字化采购渗透率



资料来源：亿邦智库，中国银河证券研究院

目前市场上主要有三类供应商：

1) 以京东企业购为代表的**互联网背景平台**，在互联网平台赋能下综合实力突出，由C端逻辑向B端逻辑转换，具备更深的数字化入口和专业供应链能力；

2) 以欧菲斯、齐心及科力普为代表的**行业背景平台**，可按照行业背景分为办公类（欧菲斯、齐心、科力普等，起步于央企和政府）和MRO类（震坤行、鑫方盛等，主要服务制造、工程类大型企业），目前两类平台均开始进行拓展，品类和客群开始交叉；

3) 以海尔、小米企业购为代表的**品牌自营平台**，主要经营自有品牌产品，可充分享受品牌赋能。

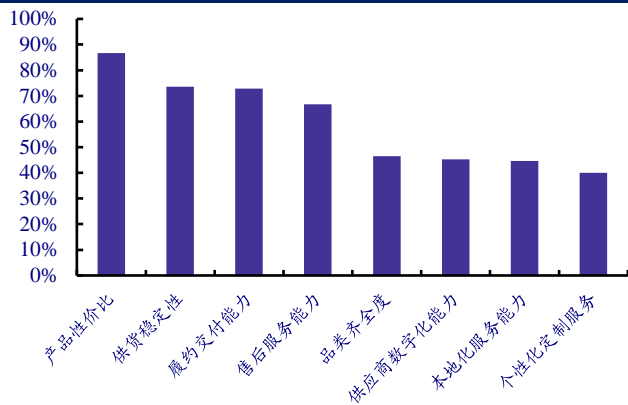
表 14. 数字化采购供应商梳理

互联网背景平台	 采购·服务·解决方案 yh.suning.com	 一站式工业品采购平台 定制 批发 找工厂 就来爱采购	 找工厂 就上1688 国美企业购
行业背景平台	办公类 OFFICEMATE®	 齐心集团	 科力普
MRO类	 XFS.COM 鑫方盛 多·快·专·省	 西域 MRO数字供应链专家 EHSY.COM	 ZK 震坤行
品牌自营平台	 Haier 企业购 b2b.haier.com 企业社群生态平台	 网易严选 企业购	 小米 企业购
	 Lenovo	 华为商城 企业购	 GREE 格力 让世界爱上中国造

资料来源：亿邦智库，平台官网，中国银河证券研究院

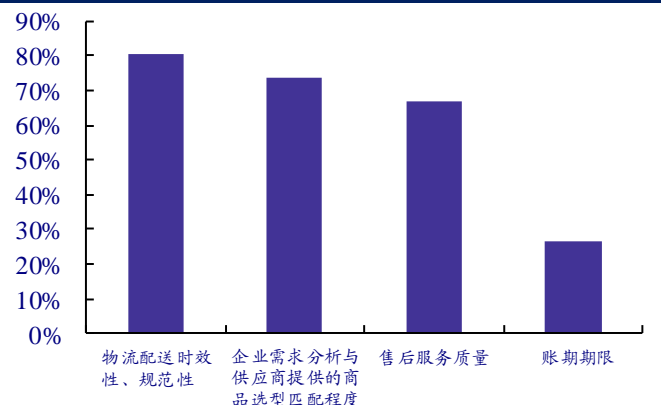
产品性价比&供货稳定性为核心竞争力。从亿邦智库调研来看，成本控制为客户核心考量因素，86.7%的央国企客户关注产品性价比；能否满足企业经营节奏需求同样重要，包括产品供应及配套服务等，73.6%、72.8%、66.7%的央国企客户关注供货稳定性、履约交付能力和售后服务能力。整体来看，数字化采购供应商的物流配送、产品供应及售后服务能力等方面均有较大提升空间。

图 79. 数字化采购选择供应商主要关注因素



资料来源：亿邦智库，中国银河证券研究院

图 80. 供应商需改善的能力



资料来源：亿邦智库，中国银河证券研究院

(二) 持续深化供应链能力建设，客户开拓驱动业绩高速增长

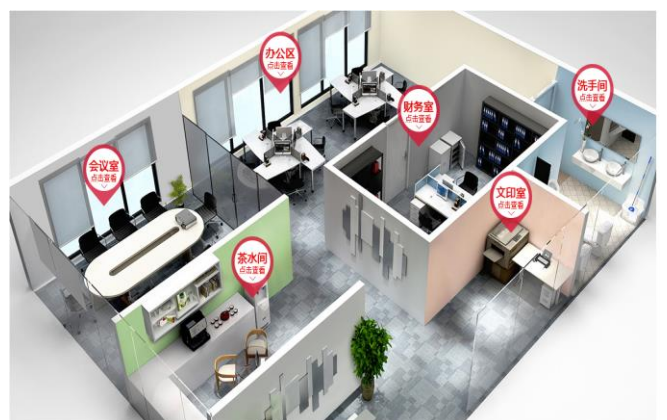
聚焦一站式服务采购解决方案，科力普实现快速成长。晨光科力普成立于2012年12月5日，是晨光集团重点打造的B2B综合数字化电商平台，为各类型企业提供办公物资、MRO工业品、营销福利及员工福利四大业务，目前服务于政府、金融、央国企、中间市场、MA（世界五百强）5大类超过6万家客户，可为客户提供12个办公用品品类+32个工业品品类、超2,000个品牌及百万商品数字化服务。

图 81. 科力普客户服务体系



资料来源：《科力普客户手册》，中国银河证券研究院

图 82. 科力普一站式办公解决方案



资料来源：科力普官网，中国银河证券研究院

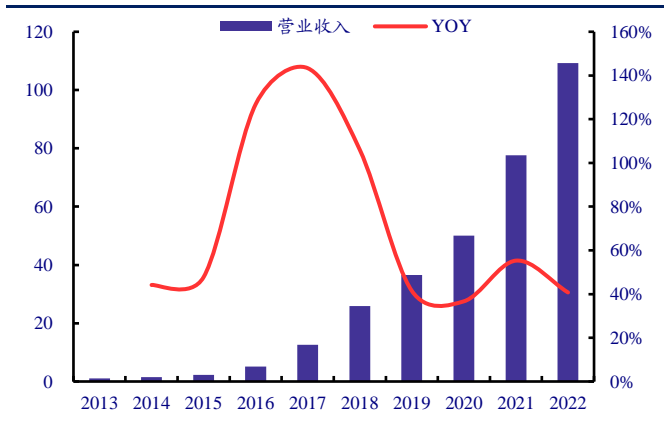
图 83. 科力普合作品牌



资料来源：科力普官网，中国银河证券研究院

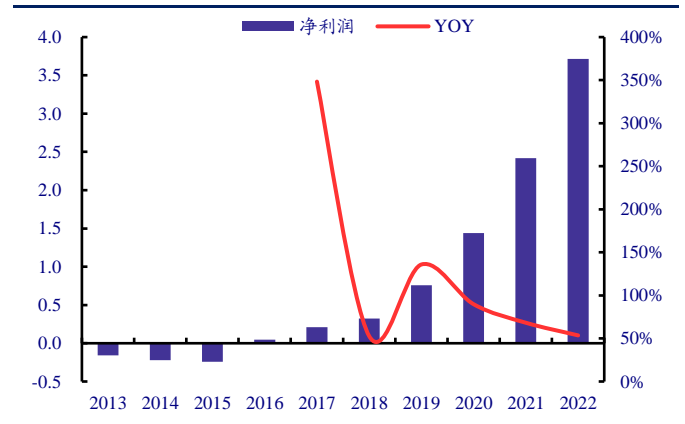
业绩快速增长, 盈利能力稳步提升。2022年, 科力普实现营收109.3亿元, 同比增长40.74%, 占公司总营收比例为54.66%, 预计未来伴随基数增大, 增速将有所放缓; 实现净利润3.72亿元, 同比增长53.55%, 对应归母净利润2.6亿元, 占公司归母净利润比例为20.28%。净利率方面, 科力普净利率维持稳健提升趋势, 2022年为3.4%, 同比提升0.28pct, 预计未来伴随规模不断扩大, 及公司管理、服务效率持续提升, 净利率仍有一定成长空间。

图 84. 科力普营业收入 (亿元)



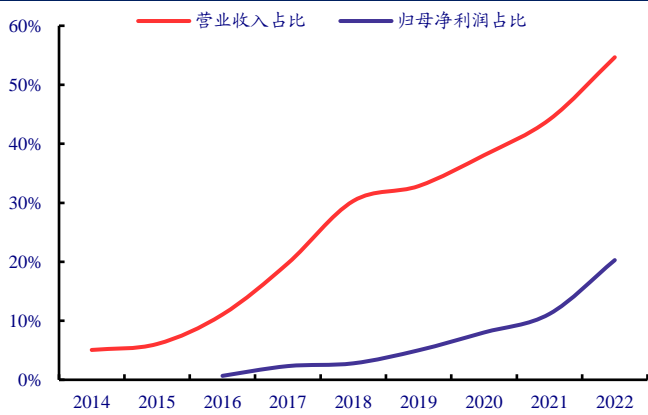
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 85. 科力普净利润 (亿元)



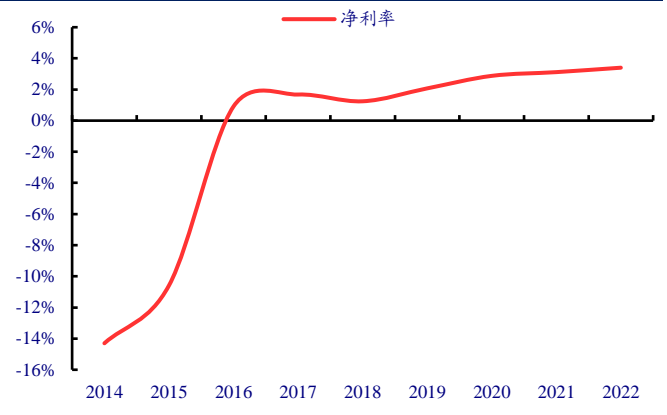
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 86. 科力普营收及净利润占公司整体比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 87. 科力普净利率水平



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

十年深耕，稳扎稳打实现长足发展。科力普 10 年发展大致可被划分为以下三个阶段：

1) 2012 年~2015 年，夯基础，建框架，积蓄力量待爆发。科力普成立于 2012 年；2013 年收购爱速客乐（中国），并自建仓储配送体系，入围首个央企（宝钢）采购项目；2014 年自建 IT 团队，成功上线 VIP 网站；2015 年举办第一届供应商大会，核心供应商超过 300 家，入围超大型央企（中石化）采购项目、首个省级政府（广东省）电商采购项目。

2) 2016 年~2018 年，全面发展实现快速成长。2016 年开始全国布局，收购汉玛办公，北京、广州建仓并投入运营；2017 年收购欧迪（中国），制定新 5 年战略规划；2018 年注册资金增加至 6.6 亿元，完善西南、华中布局。

3) 2019 年至今，持续深化发展，业务拓展向百亿进军。2019 年完成 7 大战区的布局和团队搭建，MRO 业务拓展入围首个专业 MRO（中航工业）电商项目；2020 年启动华东仓 4.5 万平方米智能化新仓项目，建成东北仓/32 个省级办公室；2021 年推广落地 C1731 项目，核心业务系统及数据库迁移上云；2022 年拓展 C1588 行业，聚焦发展四大板块业务。

图 88. 科力普发展历程

2012年~2015年 夯基础，建框架，积蓄力量待爆发	2016年~2018年 全面发展实现快速成长	2019年-至今 持续深化发展，业务拓展向百亿进军
2012年： <ul style="list-style-type: none"> 科力普注册成立 2013年： <ul style="list-style-type: none"> 收购爱速客乐（中国）； 自建仓储配送体系； 建立内部自有客服，400热线全面运营； 入围首个央企：宝钢采购项目 2014年： <ul style="list-style-type: none"> 自建IT团队； 发行第一本年刊； VIP网站成功上线； 入围上海市人民政府电商采购项目 2015年： <ul style="list-style-type: none"> 晨光股份A股上市； 入围超大型央企（中石化）采购项目，入围首个省级政府（广东省）电商； 成功举办第一届供应商大会，核心供应商超过300家 	2016年： <ul style="list-style-type: none"> 收购汉玛办公 北京、广州建仓并投入运营 入围民企500强榜首：华为采购项目 2017年： <ul style="list-style-type: none"> 收购欧迪（中国） BCG协助制定新五年战略规划 入围超大型央企：国家电网采购项目 2018年： <ul style="list-style-type: none"> 注册资金增加至6.6亿元 西南、华中布局 重点入围项目：大唐、国税、建设银行、邮储银行、中央政府采购、北京政府等 	2019年： <ul style="list-style-type: none"> 完成7大战区的布局和团队搭建 入围移动、联通、邮政、小米等项目 入围首个专业MRO（中航工业）电商 2020年： <ul style="list-style-type: none"> 华东仓45,000㎡智能化新仓项目启动 入围中铁集团、中广核、顺丰等项目 东北仓/32个省级办公室建成 2021年： <ul style="list-style-type: none"> C1731项目推广落地 获得上海市“专精特新”企业称号 核心业务系统及数据库迁移上云，智能外呼系统上线 入围农业银行、军网、中核集团等项目 2022年： <ul style="list-style-type: none"> 入围交行、华能、中粮、南航等项目 C1588行业拓展 聚焦发展四大板块业务

资料来源：科力普公众号，中国银河证券研究院

大举投入打造智能化物流网络，支撑优质服务输出。科力普已形成完善的“仓+干+配”物流网络，全国拥有近百万平方米超大商品存储空间，5级仓储体系网络有效覆盖全国，运用智能化的仓储配送系统：AGV（仓储拣货系统）、WMS（仓储管理系统）、TMS（配送管理系统）、G7（车辆管理系统），并在全国自建7大区域配送中心，物流网络100%覆盖中国大陆区县。2021年初，科力普华东45,000 m²智能新仓一期投入使用，启动密集存储系统等多项智能处理系统，并采用先进的AS/RS自动化立体仓库，实现仓储能力超过70万箱，出入库吞吐能力达到每日8万箱，迈入仓储物流智能化的领先行列。

全面布局拓展服务网络，技术优化&定制服务塑造核心优势。科力普在全国部署华东、华北、华中、华南、东北、西北、西南7大区域，共设37家分子公司，拥有近2,000人的专业团队，服务网络触达31个省市。同时，科力普自建IT团队和网络平台，在数字化领域长期投入200多人的专业技术开发团队，通过自主研发核心数字化交易系统与快速专业的系统对接开发技术，结合AI、大数据分析，针对不同客户提供多样的个性化增值服务。

图 89. 科力普全国布局



资料来源：科力普公众号，中国银河证券研究院

图 90. 科力普 IT 系统构架



资料来源：科力普公众号，中国银河证券研究院

稳步推进客户开拓，掌握丰富客户资源。科力普依托供应链核心优势，不断推进客户开拓，同优质客户建立合作。伴随业务场景的不断拓展，科力普通过属地供应商同总部配合，满足偏远客户及时交付需求。2022年，科力普中标、续标多家重点客户，成功覆盖电力板块、国有三大航空公司，并实现国有五大行系统性突破。

表 15. 科力普部分客户梳理

	央企	政府	金融	MRO 及其他
2022	中国华能、林业集团、南方航空	江苏省政采、昆明地铁	交通银行、中国人保	中核集团、航空工业
2021	国家能源集团、中国通用技术集团	江苏省政府采购网上商城	农业银行、国家开发银行	中国电建集团、中国核工业集团
2020	华润集团、中国铁路、中国铝业、中国商飞	山东省政府、湖南省政府、重庆市政府电商	建设银行、光大银行、浦发银行	中标世茂集团、顺丰、临港集团
2019	中国移动、中国联通、中国邮政	山西省政府、辽宁省政府、吉林省政府、重庆市政府电商	浦发银行、广发银行	小米、西门子、戴尔，华润置地、广州地铁

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、零售大店：品牌、产品升级桥头堡，看好九木杂物社未来成长

（一）杂货零售行业稳健成长，中部空档存在机遇

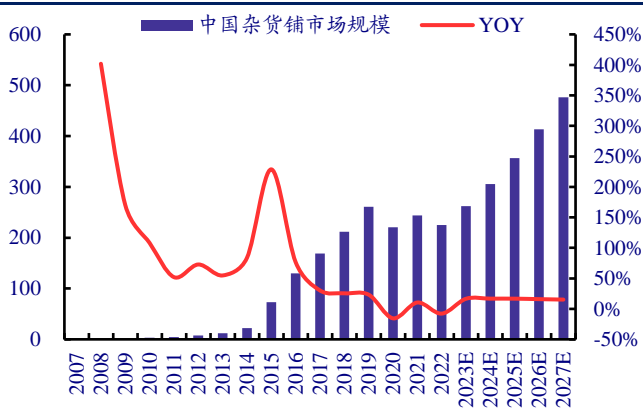
开店驱动杂货零售市场规模快速扩张，预计未来保持稳健成长。中国现代杂货零售起步于2005年，无印良品于该年7月在上海南京西路开出第一家门店，自此中国开始出现以生活家居为主题的连锁杂货店。从开店数量及市场规模来看，可将行业分为以下几个阶段：

1) 2005年~2013年为起步蓄力期，行业于低基数情况下快速成长，但绝对数量仍处于较低水平，年新增开店数量低于100家，新增市场规模低于5亿元。

2) 2014年~2016年为快速爆发期，每年新增门店数量突破1,000家，市场规模3年CAGR达到120%，突破百亿元；

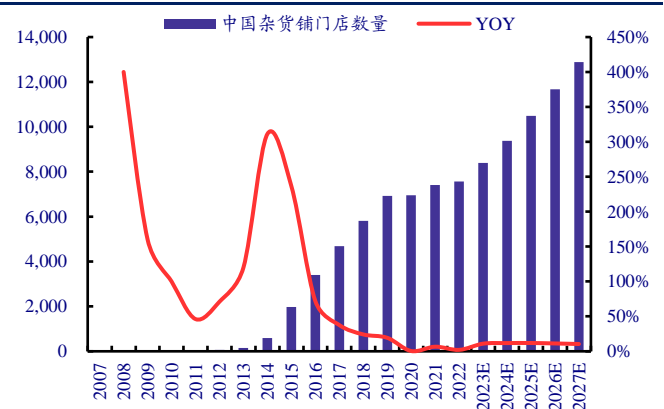
3) 2017年及以后为稳健成长期，开店空间日益饱和，且高基数背景下行业增速趋缓，2020年受疫情影响有所下滑，预计后续伴随防疫改善将维持稳健成长。2022年，中国杂货零售行业市场规模为224.62亿元，同比下降7.79%，门店数量为7,565家，同比增长2.02%，预计2027年将分别达到476.33亿元、12,889家，5年CAGR分别为16.22%、11.25%。

图 91. 中国杂货铺市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 92. 中国杂货铺门店数量（家）



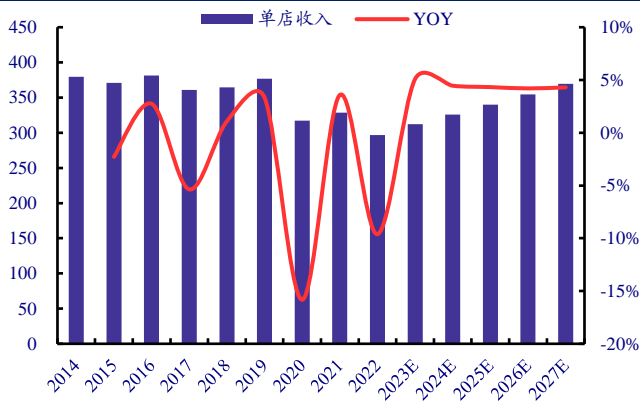
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

行业单店收入稳步提升，单店面积有所下滑，坪效料将持续复苏。伴随企业经营能力及消费者消费力增强，杂货铺门店单店收入持续提升，2022 年达到 296.91 万元，受疫情影响同比下降 9.61%，预计将于 2027 年达到 369.56 万元，5 年 CAGR 为 4.47%。

单店面积：2022 年平均单店面积达到 384.02 平方米，同比下降 1.75%，预计未来有所下滑，并于 2027 年达到 354.4 平方米，5 年 CAGR 为 -1.59%。

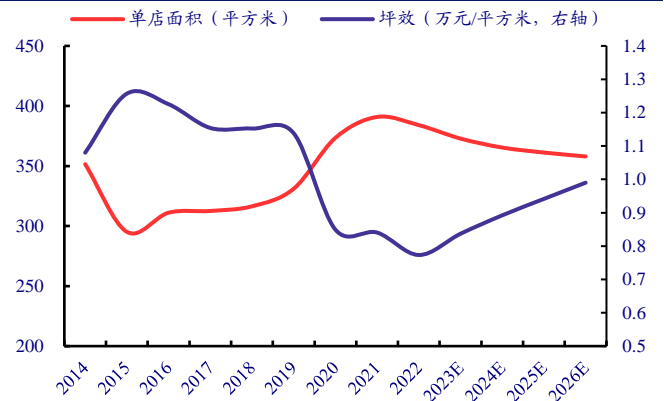
坪效：行业坪效受疫情影响大幅下降，2022 年坪效为 0.77 万元/平方米，同比下降 8.01%，未来伴随疫情改善将持续修复，预计 2027 年将达到 1.04 万元/平方米，5 年 CAGR 为 6.17%。

图 93. 中国杂货铺行业平均单店收入 (万元/店)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

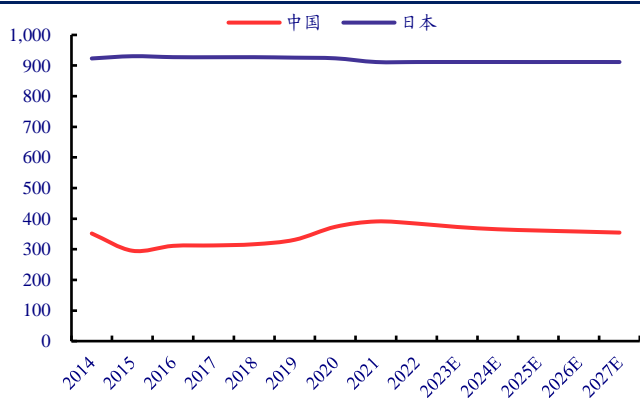
图 94. 中国杂货铺行业平均单店面积及坪效



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

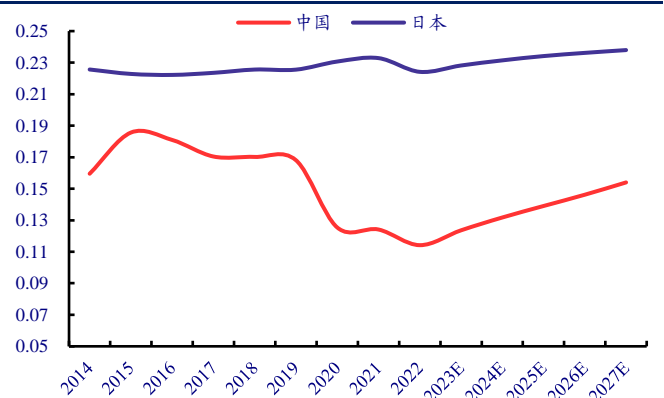
对标日本, 单店面积及坪效存在较大提升空间。据 Euromonitor 统计数据, 日本杂货铺平均门店面积在 900 平方米以上, 而中国杂货铺 2022 年仅为 384.02 平方米, 预计未来仍有较大提升空间。坪效方面, 2022 年, 日本杂货铺平均坪效为 0.22 万美元/平方米, 而中国仅为 0.11 万美元/平方米。我们认为, 伴随中国居民消费力不断提升, 叠加企业经营能力、模式不断升级, 未来坪效有望持续提升。

图 95. 中、日杂货铺行业平均单店面积 (平方米)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

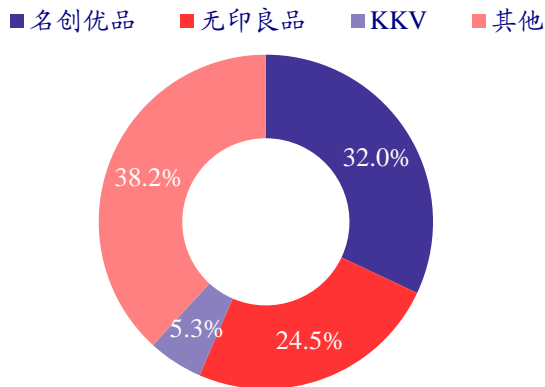
图 96. 中、日杂货铺行业平均坪效 (万美元/平方米)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

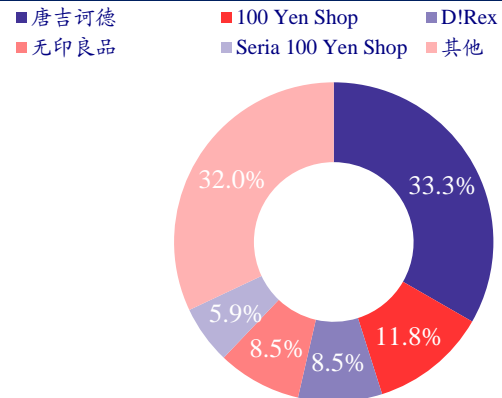
行业头部集中, 中部空档存在机遇。名创优品及无印良品为中国主要杂货零售企业, 2022 年二者合计占比为 56.5%, 各自分别占比 32%和 24.5%, 而第三名 KK 集团仅占 5.3%。日本杂货零售行业呈现一超多强特征, 2022 年, 唐吉诃德占比达到 33.3%, 而“100 Yen Shop”、“D!Rex”、无印良品及“Seria 100 Yen Shop”分别占比 11.8%、8.5%、8.5%、5.9%。我们认为, 目前中国杂货零售行业中部企业存在一定空档, 尾部企业存在较大成长空间。

图 97. 中国杂货铺行业竞争格局（2022 年）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 98. 日本杂货铺行业竞争格局（2022 年）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

（二）模式迭代稳步扩张，打造全国领先的文创杂货零售品牌

模式迭代稳健发展，引领公司品牌、产品、渠道升级。

晨光生活馆 1.0 定位为公司直营旗舰大店，以存量渠道升级为主，平均面积为 200~300 m²，产品包括文具、礼品、饰品及生活用品等，在面积和产品档次上弥补校边店终端局限性。开店以新华门店联营为主，在新华门店形成一定规模优势后向购物中心拓展，但受制于传统书店客流下降及公司经营经验尚浅，业务扩张放缓。

九木杂物社是公司全面探索 Shopping Mall 为主、工业化零售模式的生活馆 2.0 版本，基于 1.0 探索经验及行业发展新趋势。门店主要分布于城市核心商圈的购物中心，产品包括文具、文创、益智文娱、实用家居等。其定位一方面要成为公司品牌和渠道升级的桥头堡，另一方面要成为本身杂货零售业态中的领先企业。

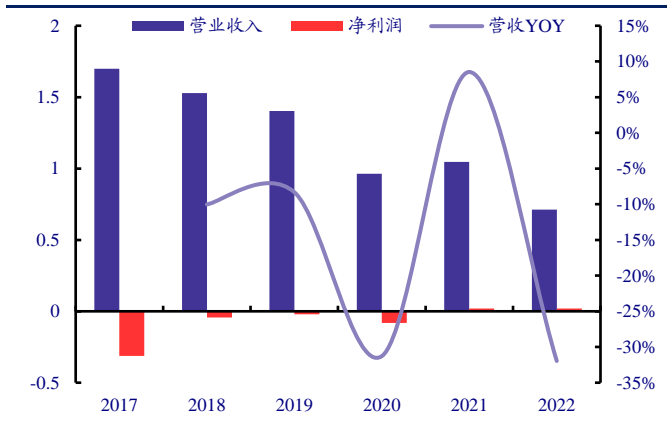
表 16. 九木杂物社、晨光生活馆对比

	晨光生活馆	九木杂物社
定位	对现有传统渠道进行升级的探索	基于文创生活的新零售模式的探索
目标客群	8-15 岁学生	15-35 岁的年轻女性及其家庭
产品	以文具品类为主，辅以部分生活和玩娱品类	文具、文创、益智文娱、实用家居等
门店选址	新华书店及复合型精品书店	各城市核心商圈的购物中心
经营计划	提高晨光品牌的销售占比，提升店铺运营能力， 实现存量店铺的单店质量提升	提升高端化产品销售比例

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

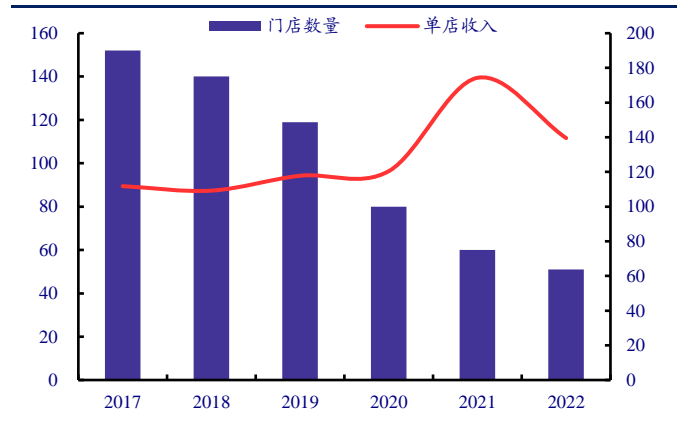
聚焦单店质量提升，晨光生活馆稳步发展。晨光生活馆业务发展趋缓，门店数量自 2016 年起开始收缩，营收规模持续下降，但盈利有所改善，2022 年，晨光生活馆实现营收 0.71 亿元，同比下降 31.95%，净利润 136.25 万元，同比下降 7.39%。通过淘汰低效门店、梳理商品品类结构、提高晨光品牌销售占比等方式，晨光生活馆平均单店收入稳步增长，2022 年单店收入达到 139.51 万元，受疫情影响同比下降 19.95%。

图 99. 晨光生活馆营收、净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

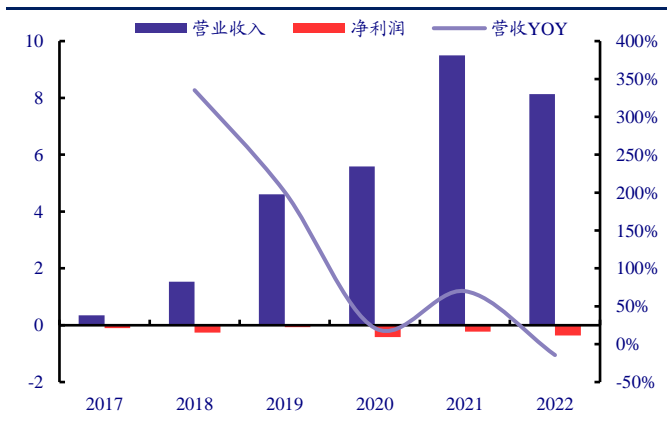
图 100. 晨光生活馆门店数量及单店收入 (家, 万元/家)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

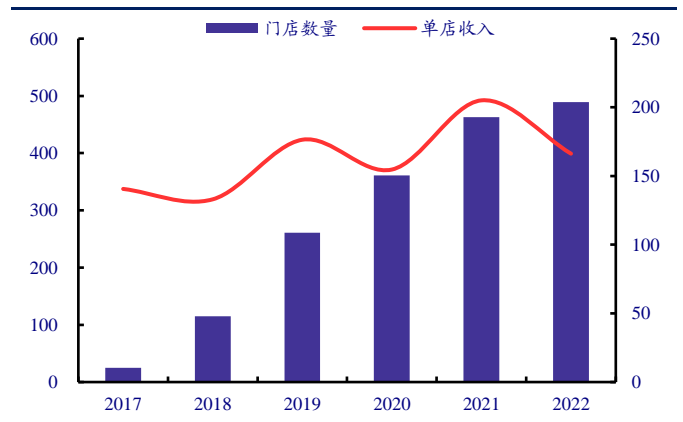
九木杂物社为战略核心, 单店收入、规模快速成长。2019 年, 九木杂物社经过三年半的筹备, 在吸收生活馆运营经验的基础上, 模式基本成型, 开始快速复制, 当年门店数量增加 146 家, 营收增长 201%, 亏损收窄 73%。2020 年, 九木杂物社在疫情背景下逆势拓店, 门店数量增加 100 家; 受疫情影响, 营收增速放缓, 当年增长 21%; 净利润亏损同比扩大 5 倍。2022 年, 九木杂物社商业模式基本成熟, 但受疫情影响, 门店数量仅增加 26 家, 营收同比下降 14.38%, 亏损扩大 61.81%。展望未来, 伴随疫情制约因素得到缓解, 23 年有望实现亮眼表现。

图 101. 九木杂物社营收、净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 102. 九木杂物社门店数量及单店收入 (家, 万元/家)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

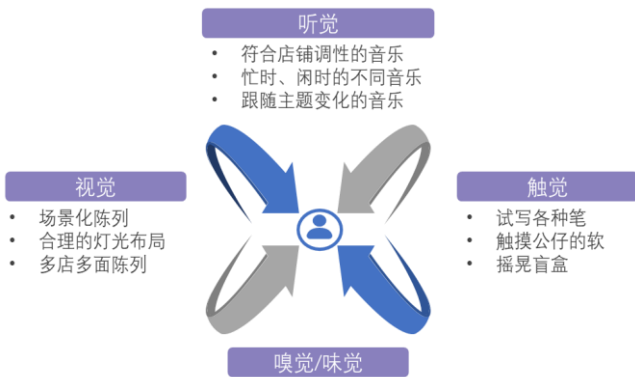
注重消费者情感体验, 实现场景化、主题化、互动化消费。95 后和 00 后将被需要和安全感作为重要的情感诉求, 并更重视同品牌之间的情感连接。九木杂物社为消费者营造具备体验感的治愈空间, 提供场景化、主题化和互动化体验, 吸引客流进店建立情感连接, 并促进成交, 2020 年有超过 1 亿人次进店体验, 转化率达到 10%。

表 17. 九木杂物社场景化、主题化和互动化体验

场景化	以日常生活为基础, 结合视、听、触、嗅多重感官体验, 打造销售场景, 如针对 6-7 月的毕业季旅行打造旅行场景 (拉杆箱、遮阳帽等)
主题化	根据不同时间所对应的消费者需求, 通过主题策划打造消费场景, 如开学季、教师节、樱花季、IP
互动化	在门店中设置互动活动, 和消费者共同创作, 如 500 色彩铅、手账分享会、DIY 涂色等

资料来源: 九木杂物社品牌部总监演讲《如何基于消费者需求打造线下门店》, 中国银河证券研究院

图 103. 九木杂物社构造多重感官体验



资料来源：九木杂物社品牌部总监演讲《如何基于消费者需求打造线下门店》，中国银河证券研究院

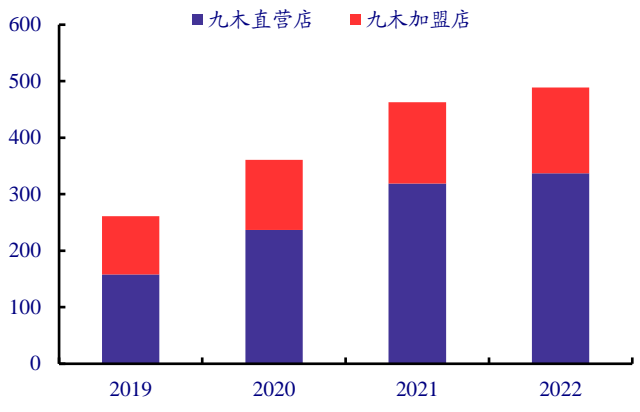
图 104. 九木杂物社“lulu猪”主题场景



资料来源：九木杂物社公众号，中国银河证券研究院

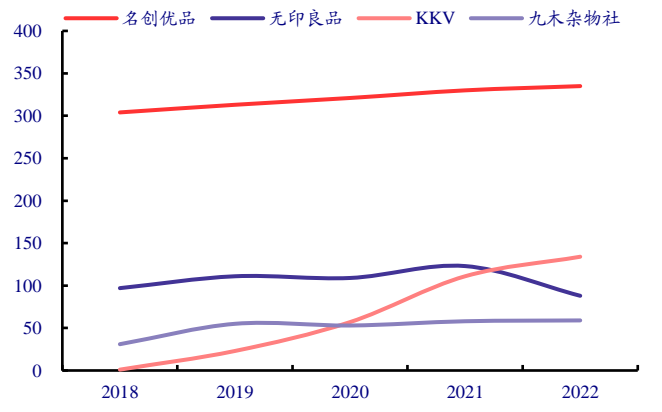
直营&加盟协同发展，有望实现快速扩张。九木杂物社自 2018 年 7 月开始启动加盟，加盟模式为加盟商按照合同约定缴纳合同保证金和装修费款项，加盟保证金当加盟商终止合作时退回。加盟门店的租金，人员工资，水电费等营运费用由加盟商承担，门店的装修由生活馆总部统一进行。加盟模式下，九木杂物社拓展可降低公司初始投入，借助优质加盟商资金及资源加快门店覆盖，2020 年以来受疫情影响，开店趋缓，预计未来在防疫调整后有望提速。截至 2022 年，九木杂物社直营、加盟门店数量分别达到 337 家、152 家，分别较 21 年末增加 18 家、8 家。

图 105. 九木杂物社门店结构（家）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 106. 各类品牌覆盖城市数量（个）



资料来源：久谦数据，中国银河证券研究院

会员运营建立情感连接，精心策划提升用户粘性。九木杂物社通过小程序及公众号运营实现高效触达，小程序提供商品购买、活动展示、用户管理等功能，而公众号则负责优质推文输出和品牌介绍等，并可作为小程序入口。同时，九木杂物社建立分级社员体系，“吃瓜社员”可通过消费免费升级至“大队书记”，或以 88 元/年升级为“学霸社员”，升级可获得相应权益和优惠，并提升单位消费积分倍数，后续通过积分参加各类活动并兑换优惠券。截至 2022 年，九木杂物社学霸会员超百万级，学霸会员单客贡献是普通会员的 2 倍以上。

表 18. 九木杂物社社员体系

	门槛条件	积分倍数	积分兑券	特权
吃瓜社员	注册激活	1 倍	满减券	社员生日礼、社员专享价、积分兑礼、萌新入社礼
小队长	累计消费 500 元	1.5 倍	满减券	社员生日礼、社员专享价、积分兑礼、社员升级礼
中队委员	累计消费 2,500 元	2 倍	满减券	社员生日礼、社员专享价、积分兑礼、社员升级礼
大队书记	累计消费 6,000 元	3 倍	满减券	社员生日礼、社员专享价、积分兑礼、社员升级礼
学霸社员	88 元/年	5 倍	满减券、无门槛代金券	1) 开卡立返 90 元代金券包; 2) 积分兑礼专属产品; 3) 每月领 66 元券包; 4) 生日福利翻倍; 5) 每月精选货品专享 8.8 折; 6) 优先购买新品、爆品; 7) 任意门店消费赠送免费购物袋

资料来源：九木杂物社小程序、公众号，中国银河证券研究院

五、盈利预测及投资建议

(一) 盈利预测

1、传统核心

产品方面，公司持续推进产品高端化发展，通过新功能、新技术实现价值提升，并联名 IP、设计外观洞察用户需求，打造个性化场景体验，系列产品明显提价。同时，公司针对双减政策推出专业美术、益智文娱及体育用品等，并借助书写工具优势拓展纸张本册。

渠道方面，公司线下渠道同优质门店加深合作，推动门店升级、效益提升，并借助晨光联盟数字化手段，提高渠道运营效率；线上渠道顺应行业趋势，专门开发线上产品矩阵，并以电商平台为起点，向新媒体、直播等新形式延伸。

预计传统核心业务 23~25 年营收增速分别为 14.92% / 12.22% / 10.64%，归母净利润增速分别为 30.8% / 14.89% / 12.4%。其中，书写工具 23~25 年营收增速分别为 22.09% / 11.24% / 10.21%，学生文具 23~25 年营收增速分别为 11.18% / 15.54% / 13.4%，办公文具 23~25 年营收增速分别为 20.95% / 16.39% / 15.58%。

表 19. 传统核心业务盈利预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
传统核心业务	74.83	87.88	81.83	94.03	105.52	116.75
YOY	8.72%	17.44%	-6.89%	14.92%	12.22%	10.64%
归母净利润	11.85	13.70	10.57	13.83	15.89	17.86
YOY	17.10%	15.59%	-22.79%	30.80%	14.89%	12.40%
净利率	15.84%	15.59%	12.92%	14.71%	15.06%	15.30%
其中：书写工具	22.80	28.20	21.69	26.48	29.45	32.46
YOY	4.29%	23.65%	-23.09%	22.09%	11.24%	10.21%
毛利率	40.83%	40.57%	39.59%	40.60%	40.80%	41.20%
学生文具	27.06	31.28	31.92	35.49	41.01	46.50
YOY	2.29%	15.61%	2.06%	11.18%	15.54%	13.40%
毛利率	33.43%	33.10%	32.44%	33.00%	33.15%	33.40%

办公文具	28.21	33.38	32.23	38.99	45.38	52.45
YOY	20.22%	18.32%	-3.44%	20.95%	16.39%	15.58%
毛利率	28.25%	27.91%	26.33%	27.50%	28.00%	28.30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院测算

2、办公直销

科力普聚焦办公物资、MRO 工业品、营销福利及员工福利四大板块，持续深化供应链能力建设，大举投入打造智能化物流网络，全面布局拓展服务网络，属地供应商模式促进客户拓展，不断开发重点客户资源。

预计办公直销业务 23~25 年营收增速分别为 30% / 27% / 25%，归母净利润增速分别为 45.31% / 35.36% / 32.72%。其中，盈利能力伴随规模扩张将持续提升，预计 23~25 年净利率分别为 3.8% / 4.05% / 4.3%。

表 20. 办公直销业务盈利预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
办公直销业务	50.00	77.66	109.30	142.09	180.45	225.56
YOY	36.69%	55.30%	40.74%	30.00%	27.00%	25.00%
归母净利润	1.01	1.69	2.60	3.78	5.12	6.79
YOY	89.74%	68.25%	53.55%	45.31%	35.36%	32.72%
净利率	2.88%	3.12%	3.40%	3.80%	4.05%	4.30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院测算

注：科力普持股比例为 70%

3、零售大店

晨光生活馆聚焦单店质量提升，2016 年以来门店数量持续收缩，假设 23~25 年门店数量分别减少 5 / 5 / 5 家；单店收入稳步增长（20、22 年受疫情影响下降），假设 23~25 年单店收入增速分别为 20% / 5% / 5%；

九木杂物社为战略核心，注重消费者情感体验，实现场景化、主题化、互动化消费，直营 & 加盟协同发展，假设 23~25 年门店数量分别增加 104 / 115 / 130 家，单店收入增速分别为 27% / 10% / 10%。

预计零售大店业务 23~25 年营收增速分别为 41.17% / 29.99% / 29.08%，净利率分别为 1.48% / 2.2% / 2.5%。

表 21. 零售大店业务盈利预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
零售大店业务	6.55	10.54	8.84	12.48	16.22	20.94
YOY	9.02%	60.96%	-16.12%	41.17%	29.99%	29.08%
归母净利润	-0.30	-0.21	-0.35	0.18	0.36	0.52
净利率	-7.67%	-2.00%	-3.97%	1.48%	2.20%	2.50%
其中:九木杂物社	5.58	9.49	8.13	11.73	15.52	20.29

YOY	21.30%	70.01%	-14.38%	44.34%	32.26%	30.71%
年末门店数量	361	463	489	593	708	838
直营	237	319	337	417	497	577
加盟	124	144	152	176	211	261
有效门店数量	311	412	476	541	650.5	773
单店收入(万元)	179.58	230.46	170.80	216.91	238.60	262.46
YOY	-26.68%	28.33%	-25.89%	27%	10%	10%
晨光生活馆	0.96	1.05	0.71	0.75	0.70	0.65
YOY	-31.28%	8.52%	-31.95%	4.86%	-5.82%	-7.07%
年末门店数量	80	60	51	46	41	36
有效门店数量	99.5	70	55.5	48.5	43.5	38.5
单店收入(万元)	96.84	149.38	128.20	153.84	161.53	169.61
YOY	-10.55%	54.26%	-14.18%	20%	5%	5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院测算

注：21年，晨光生活馆企业管理有限公司持股比例由60%提升为100%

传统核心业务稳健成长，办公直销业务高速扩张，零售大店业务未来可期。经测算，预计公司23~25年分别实现营收248.6 / 302.19 / 363.25亿元，同比增长24.32% / 21.56% / 20.2%；归母净利润17.8 / 21.36 / 25.17亿元，同比增长38.77% / 20.04% / 17.84%；对应PE 24X / 20X / 17X。

表 22. 公司盈利预测总表 (亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	131.38	176.07	199.96	248.60	302.19	363.25
YOY	17.92%	34.02%	13.57%	24.32%	21.56%	20.20%
归母净利润	12.55	15.18	12.82	17.80	21.36	25.18
YOY	18.43%	20.90%	-15.51%	38.77%	20.04%	17.84%
其中：传统核心	74.83	87.88	81.83	94.03	105.52	116.75
YOY	8.72%	17.44%	-6.89%	14.92%	12.22%	10.64%
归母净利润	11.85	13.70	10.57	13.83	15.89	17.86
净利率	15.84%	15.59%	12.92%	14.71%	15.06%	15.30%
办公直销	50.00	77.66	109.30	142.09	180.45	225.56
YOY	36.69%	55.30%	40.74%	30.00%	27.00%	25.00%
归母净利润	1.01	1.69	2.60	3.78	5.12	6.79
净利率	2.88%	3.12%	3.40%	3.80%	4.05%	4.30%
零售大店	6.55	10.54	8.84	12.48	16.22	20.94
YOY	9.02%	60.96%	-16.12%	41.17%	29.99%	29.08%
归母净利润	-0.30	-0.21	-0.35	0.18	0.36	0.52
净利率	-7.67%	-2.00%	-3.97%	1.48%	2.20%	2.50%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院测算

（二）相对估值

传统核心：公司传统核心业务为行业龙头，具备核心竞争优势，渠道壁垒稳固，品牌声誉驰名，产品研发积累深厚。未来行业虽有压力，但公司持续推进渠道布局，产品高端化并拓品类，预计未来将维持稳健成长。选取渠道力优秀、未来稳健成长的公牛集团、桃李面包及海天味业作为可比公司，给予公司该业务 2023 年 PE 估值 30 X，对应 2023 年市值 414.96 亿元。

办公直销：行业发展空间广阔，科力普为各类型企业提供办公物资、MRO 工业品、营销福利及员工福利四大业务，持续深化供应链能力建设，大举投入打造智能化物流网络，全面布局拓展服务网络，属地供应商模式促进客户拓展，不断开发重点客户资源。选取深耕办公集采业务的齐心集团作为可比公司，给予公司该业务 2023 年 PE 估值 20 X，对应 2023 年市值 75.59 亿元。

零售大店：公司杂货零售模式迭代实现稳步扩张，九木杂物社作为战略核心，注重消费者情感体验，实现场景化、主题化、互动化消费，直营&加盟协同发展，有望实现快速扩张。选取杂货零售行业龙头名创优品作为可比公司，给予公司该业务 2023 年 PS 估值 3.5 X，对应 2023 年市值 43.68 亿元。

综上，根据各业务分部估值汇总，公司 2023 年目标市值 534.23 亿元，对应目标价 57.63 元，较当前仍有 24.34% 的空间，维持“推荐”评级。

表 23. 可比公司估值表

	公司代码	公司名称	2023 PE/PS	平均
传统核心 (PE)	603195.SH	公牛集团	23.94	
	603866.SH	桃李面包	23.92	31.82
	603288.SH	海天味业	47.61	
办公直销 (PE)	002301.SZ	齐心集团	20.86	20.86
零售大店 (PS)	9896.HK	名创优品	3.96	3.96

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 24. 分部估值表 (亿元)

	2023 年收入	2023 年归母净利润	估值	目标市值
传统核心	94.03	13.83	PE=30	414.96
办公直销	142.09	3.78	PE=20	75.59
零售大店	12.48	0.18	PS=3.5	43.68
合计	248.60	17.8	PE=30.02	534.23

资料来源：Wind，中国银河证券研究院测算

（三）绝对估值

我们采用 FCFE 方法进行绝对估值，折现率采用加权平均资本成本 WACC，具体参数设定如下表所示。经过计算，在敏感性变化值 0.1% 的情况下，公司合理价值区间为 55.98~59.91 元，估值中枢为 57.94 元。

表 25. FCFF 参数假设

	假设数值	参考依据
无风险利率 R_f =	2.78%	十年期国债收益率
R_m =	7.12%	过去十年沪深 300 平均年收益率
β =	0.75	公司上市以来相对沪深 300 的历史市场风险指标
K_d =	4.5%	税前债务资本成本参照 1-5 年长期贷款基准利率 4.75%
$WACC$ =	6%	加权平均资本成本, 计算可得
税率=	18%	参考公司历史所得税率数据
预测期年数	3 年	相关数据以盈利预测为准
过渡期年数	3 年	公司进入平稳增长期, 假设过渡期增长率 5%
永续增长率 g	1%	假设公司永续增长率为 1%

资料来源: 中国银河证券研究院整理

表 26. FCFF 估值敏感性分析 (元)

永续增长率	WACC						
	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%
0.7%	58.52	57.44	56.40	55.39	54.43	53.50	52.60
0.8%	59.42	58.30	57.22	56.19	55.19	54.23	53.30
0.9%	60.36	59.20	58.08	57.01	55.98	54.98	54.03
1.0%	61.34	60.13	58.98	57.86	56.80	55.77	54.78
1.1%	62.37	61.11	59.91	58.75	57.65	56.58	55.56
1.2%	63.43	62.13	60.88	59.68	58.53	57.43	56.37
1.3%	64.55	63.19	61.89	60.65	59.46	58.31	57.22

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

六、风险提示

消费复苏不及预期、行业竞争加剧、业务拓展不及预期、原材料价格大幅上涨。

表：财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19996.32	24859.79	30219.06	36324.75	流动资产	9997.88	11434.46	14576.82	16583.95
营业成本	16124.24	20155.62	24733.03	29975.17	现金	3363.09	4310.00	5418.18	6936.89
营业税金及附加	75.59	94.47	114.83	138.03	应收账款	2956.65	3051.13	4688.30	4796.49
营业费用	1358.22	1556.19	1819.99	2110.75	其它应收款	208.96	274.43	346.74	440.29
管理费用	794.20	820.37	921.95	1035.47	预付账款	83.45	96.75	111.30	128.89
财务费用	-41.37	-21.77	-31.24	-31.48	存货	1625.16	1958.06	2164.11	2498.69
资产减值损失	-18.67	0.00	0.00	0.00	其他	1760.57	1744.09	1848.19	1782.69
公允价值变动收益	31.84	0.00	0.00	0.00	非流动资产	3024.71	2872.37	2705.77	2526.36
投资净收益	0.28	7.46	15.11	10.90	长期投资	39.73	39.73	39.73	39.73
营业利润	1608.49	2225.08	2684.67	3154.92	固定资产	1744.36	1590.01	1421.72	1240.17
营业外收入	68.54	53.71	49.08	64.99	无形资产	417.77	417.77	417.77	417.77
营业外支出	12.13	18.07	19.88	21.86	其他	822.86	824.86	826.56	828.69
利润总额	1664.90	2260.72	2713.87	3198.04	资产总计	13022.59	14306.82	17282.59	19110.31
所得税	309.52	406.93	488.50	575.65	流动负债	5413.67	5575.61	7026.00	7031.32
净利润	1355.38	1853.79	2225.38	2622.40	短期借款	189.35	189.35	189.35	189.35
少数股东损益	72.92	74.15	89.02	104.90	应付账款	3998.63	3839.66	5091.71	4900.02
归属母公司净利润	1282.46	1779.64	2136.36	2517.50	其他	1225.69	1546.59	1744.94	1941.95
EBITDA	2072.40	2410.26	2857.55	3333.19	非流动负债	356.74	356.74	356.74	356.74
EPS (元/股)	1.38	1.92	2.30	2.72	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	其他	356.74	356.74	356.74	356.74
经营活动现金流	1351.78	1709.23	1828.36	2317.79	负债合计	5770.42	5932.35	7382.75	7388.06
净利润	1355.38	1853.79	2225.38	2622.40	少数股东权益	402.84	477.00	566.01	670.91
折旧摊销	535.65	224.35	228.30	231.55	归属母公司股东权益	6849.33	7897.48	9333.84	11051.34
财务费用	4.37	11.86	11.86	11.86	负债和股东权益	13022.59	14306.82	17282.59	19110.31
投资损失	-0.28	-7.46	-15.11	-10.90	主要财务比率 (%)	2022A	2023E	2024E	2025E
营运资金变动	-516.61	-327.73	-583.79	-483.10	营业收入	13.57%	24.32%	21.56%	20.20%
其它	-26.72	-45.58	-38.27	-54.02	营业利润	-9.71%	38.33%	20.65%	17.52%
投资活动现金流	-151.49	-18.96	-8.32	12.79	归属母公司净利润	-15.51%	38.77%	20.04%	17.84%
资本支出	-161.61	-24.42	-21.73	4.02	毛利率	19.36%	18.92%	18.15%	17.48%
长期投资	-5.00	-2.00	-1.70	-2.13	净利率	6.41%	7.16%	7.07%	6.93%
其他	15.12	7.46	15.11	10.90	ROE	18.72%	22.53%	22.89%	22.78%
筹资活动现金流	-922.15	-743.36	-711.86	-811.86	ROIC	16.09%	20.14%	20.68%	20.77%
短期借款	9.42	0.00	0.00	0.00	P/E	33.50	24.14	20.11	17.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.27	5.44	4.60	3.89
其他	-931.57	-743.36	-711.86	-811.86	EV/EBITDA	23.22	16.25	13.32	10.97
现金净增加额	288.53	946.91	1108.18	1518.71	PS	2.15	1.72	1.42	1.18

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理及预测

插图目录

图 1. 科力普服务示意图	5
图 2. 科力普出库订单数量 (万单)	5
图 3. 公司发展历程	6
图 4. 公司股权架构	7
图 5. 公司营业收入 (亿元)	8
图 6. 公司归母净利润 (亿元)	8
图 7. 公司业务营收结构	8
图 8. 公司传统核心业务营业收入 (亿元)	9
图 9. 公司办公直销业务营业收入 (亿元)	9
图 10. 公司零售大店业务营业收入 (亿元)	9
图 11. 公司各业务对总营收增长贡献	9
图 12. 公司综合毛利率	10
图 13. 公司各项费用率	10
图 14. 公司各业务毛利率	10
图 15. 按产品划分毛利率 (不含办公直销)	10
图 16. 公司归母净利率	11
图 17. 公司各项业务净利率	11
图 18. 中国文具及办公用品行业销售收入 (亿美元)	11
图 19. 中国文具及办公用品行业市场规模 (亿美元)	11
图 20. 中国文具及办公用品行业销售收入结构 (按产品, 2021 年)	12
图 21. 中国文具及办公用品行业市场份额 (2021 年)	12
图 22. 公司在中国文具及办公用品行业市场份额变化	12
图 23. 全球书写工具市场分布 (2022 年)	13
图 24. 中国书写工具市场规模 (亿元)	13
图 25. 中国书写工具市场产品结构 (2022 年)	13
图 26. 中国签字笔市场产品结构 (2022 年)	13
图 27. 中国书写工具销量及价格增速	14
图 28. 中国签字笔销量及价格增速	14
图 29. 中、美、日三国书写工具产品平均价格对比 (美元/单位)	16
图 30. 中国人口数量历史及预测 (亿人)	16
图 31. 中国人口出生率和死亡率历史及预测	16
图 32. 中国书写工具人均消费 (元/人)	17
图 33. 中、美、日三国书写工具人均消费 (美元/人)	17
图 34. 中国书写工具行业集中度及晨光市占率变化	18
图 35. 中国书写工具行业市场份额 (2022 年)	18
图 36. 美国书写工具行业集中度	18
图 37. 日本书写工具行业集中度	18
图 38. 美国书写工具行业市场份额 (2022 年)	19
图 39. 日本书写工具行业市场份额 (2022 年)	19

图 40. 中国书写工具行业各渠道占比变化	19
图 41. 中国书写工具行业渠道分布 (2022 年)	19
图 42. 美国书写工具行业各渠道占比变化	20
图 43. 日本书写工具行业各渠道占比变化	20
图 44. 中国 K12 教育人口数量预测 (亿人)	20
图 45. 中国办公文具市场规模 (亿元)	22
图 46. 中国办公文具市场分布	22
图 47. 公司研发支出及占母公司营收比例 (亿元)	22
图 48. 公司研发人员数量及占比 (人)	22
图 49. 公司多项产品荣誉	23
图 50. 公司磁悬浮中性笔	23
图 51. 公司画具/画材用品在天猫淘宝平台销售情况 (百万元)	25
图 52. 公司体育用品相关布局	25
图 53. 公司纸张本册在天猫淘宝平台当季销售额 (百万元)	26
图 54. 公司纸张本册产品在天猫淘宝平台当季市占率	26
图 55. 安硕市场分布	26
图 56. Beckmann 贝克曼市场分布	26
图 57. 公司线下销售体系架构图	27
图 58. 晨光文具品牌及竞争对手在营店铺数量 (家)	27
图 59. 晨光及竞争对手覆盖城市数量 (个)	27
图 60. 晨光伙伴金字塔营销模式示意图	28
图 61. 晨光文具品牌及竞争对手覆盖县城数量 (个)	30
图 62. 晨光文具品牌及竞争对手覆盖县/市比 (2023M1)	30
图 63. 晨光科技营收及净利润 (亿元)	30
图 64. 晨光科技总资产 (亿元)	30
图 65. 公司在主要电商平台销售额 (亿元)	31
图 66. 公司各电商平台销售额占比 (2022 年)	31
图 67. 公司在天猫淘宝平台产品结构 (2022 年)	31
图 68. 公司在天猫淘宝平台主要产品销售比例变动	31
图 69. 新品开发流程图	32
图 70. 千店千面系统解决方案	32
图 71. 中国企业采购总额 (万亿元)	33
图 72. 中国数字化采购总额及渗透率 (万亿元)	33
图 73. 非生产性物资采购市场规模 (2020 年)	33
图 74. MRO 采购市场规模 (万亿元)	33
图 75. 办公用品采购市场规模 (万亿元)	34
图 76. 办公用品数字化采购市场规模预测 (亿元)	34
图 77. 数字化采购客户群体梳理	35
图 78. 央国企数字化采购渗透率	35
图 79. 数字化采购选择供应商主要关注因素	36
图 80. 供应商需改善的能力	36

图 81. 科力普客户服务体系	36
图 82. 科力普一站式办公解决方案	36
图 83. 科力普合作品牌	37
图 84. 科力普营业收入（亿元）	37
图 85. 科力普净利润（亿元）	37
图 86. 科力普营收及净利润占公司整体比例	38
图 87. 科力普净利率水平	38
图 88. 科力普发展历程	38
图 89. 科力普全国布局	39
图 90. 科力普 IT 系统构架	39
图 91. 中国杂货铺市场规模（亿元）	40
图 92. 中国杂货铺门店数量（家）	40
图 93. 中国杂货铺行业平均单店收入（万元/店）	41
图 94. 中国杂货铺行业平均单店面积及坪效	41
图 95. 中、日杂货铺行业平均单店面积（平方米）	41
图 96. 中、日杂货铺行业平均坪效（万美元/平方米）	41
图 97. 中国杂货铺行业竞争格局（2022 年）	42
图 98. 日本杂货铺行业竞争格局（2022 年）	42
图 99. 晨光生活馆营收、净利润（亿元）	43
图 100. 晨光生活馆门店数量及单店收入（家，万元/家）	43
图 101. 九木杂物社营收、净利润（亿元）	43
图 102. 九木杂物社门店数量及单店收入（家，万元/家）	43
图 103. 九木杂物社构造多重感官体验	44
图 104. 九木杂物社“lulu 猪”主题场景	44
图 105. 九木杂物社门店结构（家）	44
图 106. 各类品牌覆盖城市数量（个）	44

表格目录

表 1. 公司传统核心业务产品梳理	4
表 2. 股权激励梳理	7
表 3. 中国书写工具细分市场规模（亿元）	14
表 4. 中国书写工具市场规模量价拆分	15
表 5. 中国书写工具细分产品人均用量（单位/人）	17
表 6. 中国 K12 教育人口数量预测（亿人）	21
表 7. 中国学生文具市场规模预测	21
表 8. 公司传统核心业务四大赛道	24
表 9. 晨光功能、技术创新产品案例	24
表 10. 公司 IP 联名&外观设计创新产品案例	25
表 11. 公司渠道管理办法	28

表 12. 公司门店零售终端比较	29
表 13. 数字化采购相关政策梳理	34
表 14. 数字化采购供应商梳理	35
表 15. 科力普部分客户梳理	39
表 16. 九木杂物社、晨光生活馆对比	42
表 17. 九木杂物社场景化、主题化和互动化体验	43
表 18. 九木杂物社社员体系	45
表 19. 传统核心业务盈利预测（亿元）	45
表 20. 办公直销业务盈利预测（亿元）	46
表 21. 零售大店业务盈利预测（亿元）	46
表 22. 公司盈利预测总表（亿元）	47
表 23. 可比公司估值表	48
表 24. 分部估值表（亿元）	48
表 25. FCFF 参数假设	49
表 26. FCFF 估值敏感性分析（元）	49

分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn