

齐心文具调研简报

品牌渠道良性互动，未来市场共赢发展

熊峰 研究员
电话: 0755-82083888-816
eMail: xf@gf.com.cn

李音临 研究助理
电话: 020-87555888-690
eMail: lyl9@gf.com.cn

现阶段公司优势在于品类齐全和渠道广泛

齐心文具是国内文管用品龙头，产品线同时也延伸至办公设备和桌面文具，品类齐全为全国之最。在多年的经营中，公司打造了广泛的营销网络，配合丰富的产品线，进一步巩固了自己的渠道优势。

垂直整合实现共赢，创意设计优化品牌

齐心文具除了拥有灵敏的研发设计能力，还积极与外协工厂以及下游经销网络合作，以共赢方式争取稳定的产品供给与销售渠道。

在现有的优势产品的基础上，齐心也开始涉足创意卡通形象设计，并依此推出学生用品系列，进一步强化“齐心 COMIX”品牌在受众中的渗透力度。

渠道建设迎合市场趋势，增长潜力有待长期观察

目前我国文具行业有三个特点：一是市场集中度低，各大厂家和经销巨头都尚未拥有绝对优势的市场份额；二是需求已呈双向发展趋势，政府部门与大型企业单位的集成采购与中小客户分散购买并存；三是企业务必确保销售网络的忠诚合作，才能实现产品的销量旺盛。

根据这种情况，齐心文具未来的发展规划，是依托自己齐全的产品种类和渠道网络，直接争取高端客户的订单，提升品牌效应；同时充分发挥自身客户资源优势，进一步与各级经销商共赢合作，加深对中小客户的渗透力度。目前看来，公司在发展品牌渠道方面的资源优势无与伦比，但渠道建设效果和销售增长潜力则有待观察。

风险提示

国内新产能和营销渠道的建设可能慢于预期；由于没有股权，公司对某些经销商的控制力度可能无法提高；人民币升值可能对出口业务造成负面影响。

投资评级

我们预测公司今年摊薄后 EPS 0.4 元，11 年和 12 年 EPS 预计为 0.56 元、0.67 元。7 月 23 日收盘价格 18.18 元，对应着未来三年 EPS 的 PE 分别是 34.4、32.4、27.1，当前估值并不便宜，给予“持有”评级，目标价 20 元

公司评级

持有

当前价格(元) 18.18
目标价格(元) 20.00
前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-5.89%	-25.02%	-3.62%
沪深 300	-4.85%	-21.66%	-22.06%

股票数据

总股本(万股) 18,680.00
流通 A 股(万股) 4,680.00
主要股东:

深圳市齐心控股有限公司
主要股东持股比例 49.41%
流通 A 股比例 25.05%

财务比率

ROE 7.56%
ROA 11.07%
资产负债率 15.73%
每股净资产(元) 7.64

2009 年报数据.

品类与渠道是公司现阶段不可复制的优势

齐心文具三大类产品覆盖了整个“大办公”产业链

齐心文具从事文件管理用品、桌面文具和办公设备的研发、制造及销售，经营品种达1000余个，涵盖了文件“产生→整理→装订→保管→保存→废弃→销毁”的整个“大办公”周期，是国内品类最齐全的办公用品企业。其中文件管理用品和办公设备是公司最重要的产品。

表 1 齐心文具经营的九大类产品

文件管理用品	文件夹、档案盒、证件卡、报告夹、文件套等等
办公设备与耗材	碎纸机、装订机、点钞机、考勤机、过塑机
电子文具	计算器
书写工具	各类书写用笔
办公文具	订书机、打孔机、剪刀、修正用品、胶带、印台、图钉、曲别针等等
学生文具	削笔机系列、笔袋系列、学生文具系列
纸制品	复印纸、传真纸、笔记本、易事贴、证书系列、复写纸
展示及包装用品	白板架、封箱胶带、杂志架
个人用品	锦致系列与臻品系列名片夹、钱包、笔袋、手册等

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 1 齐心文具各产品对营业收入的贡献

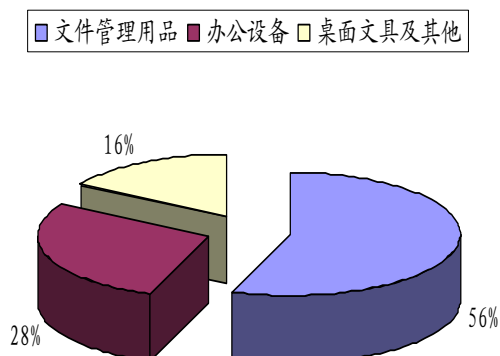
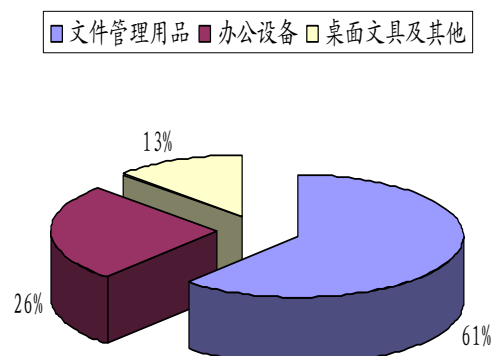


图 2 齐心文具各产品对营业利润的贡献



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

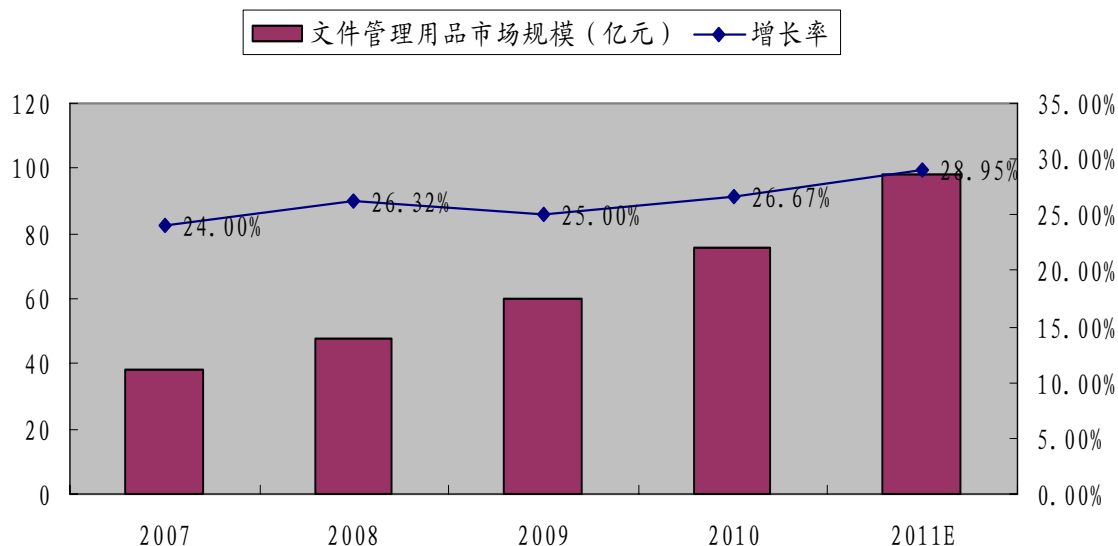
公司产品所在市场正处于快速发展期

根据 Datamonitor 公司统计，目前全球文具市场的总规模已经超过900亿美元，并以每年4%的幅度增长；中国大陆的文具市场规模也已经突破1000亿人民币，办公用品市场规模则超过3500亿元，未来还将以20%的速度持续增长，并且出现从沿海向内地辐射的趋势。

Hresearch咨询公司指出，在国内各类文具产品中，2009年文件

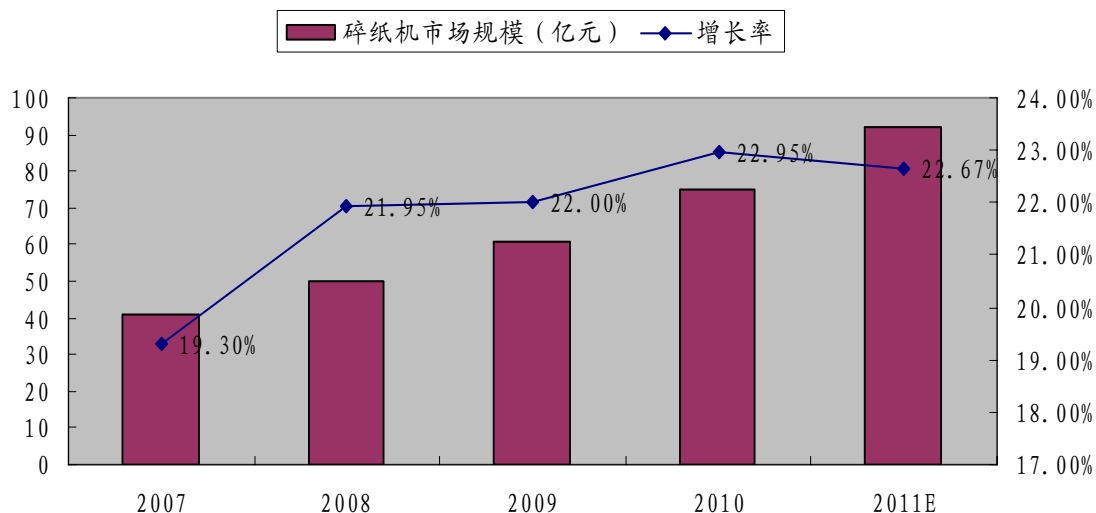
管理用品市场规模已达76亿元，其中高端用品市场规模大约20亿，预计未来将以27%的年均速度飞速增长。而碎纸机市场规模也超过了75亿元，其中出口量占比约85%，未来年均增速在20%以上。这两类产品已进入持续高速发展期，。

图 3 文件管理用品市场规模



数据来源：Datamonitor、广发证券发展研究中心

图 4 碎纸机市场规模



数据来源：Hzresearch咨询、广发证券发展研究中心

公司在国内文件管理用品领域堪称龙头，尤其是在文件夹领域约占全国市场份额10%，其中高端文件夹市场份额约30%，位居全国第一。此外公司在碎纸机领域的市场份额也位列全国第二。凭借前两项

产品打出的良好口碑，公司的“齐心”品牌连续7年被评为“中国十大文具品牌”；2008年“齐心”商标被认定为“中国驰名商标”。

丰富的品类与长期的经营打造了稳定的营销渠道

国际市场上，“齐心”品牌已在40多个国家和地区注册。在欧美亚等发达国家地区，公司多年来一直为大型文具连锁零售企业（Staples、Office Depot等）、大卖场（Walmart、Tesco等）以及国际知名文具品牌商（ACCO、KOKUYO等）进行OEM/ODM生产，合作关系稳固良好。同时公司自有品牌出口销量也占出口总量的50%左右，在俄罗斯、土耳其和南美等新兴经济体市场，齐心文具已凭借自有品牌，成功地占据了优势地位。

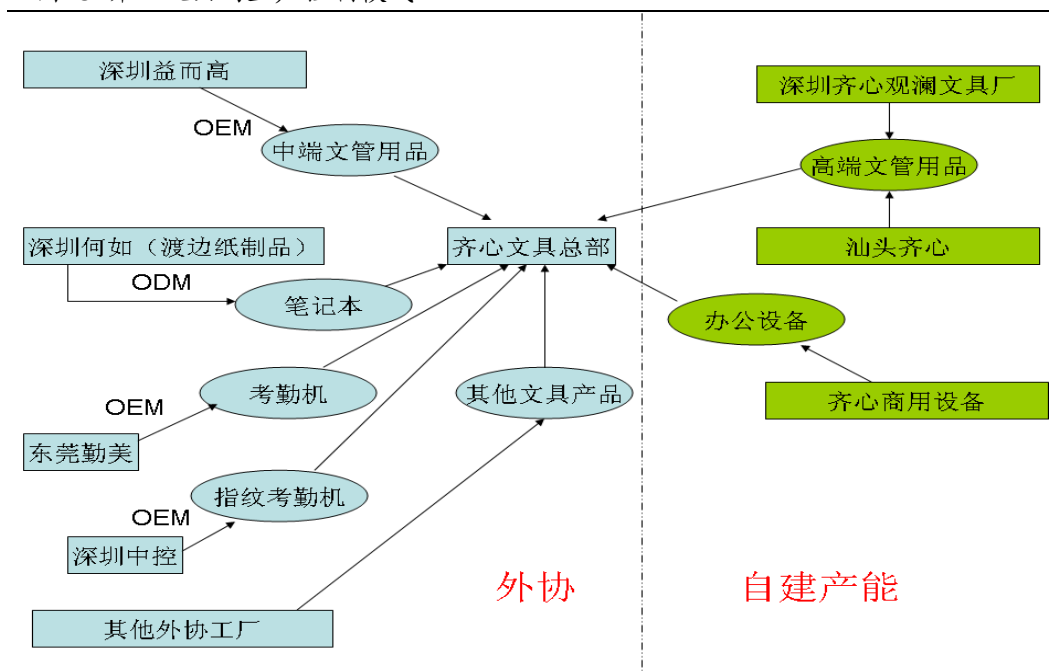
在国内的经营活动中，齐心文具也拥有了广泛稳定的营销网络，包括自营示范5S店、核心批发/零售商、大型连锁零售超市等等；而齐心文具丰富的产品种类也反过来支撑了这些营销网络的销售量，实现了良性互动，共赢发展。

综合来说，齐心文具是国内产品种类最丰富，营销渠道最广泛的办公用品企业，而这些优势是现阶段竞争对手在短期内无法复制的。我们将在下面章节详细介绍齐心的各项优势，以及未来发展的战略。

垂直整合实现共赢，创意设计优化品牌

外协配合自产，实现共赢发展

图 5 齐心文具的生产控制模式



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

如前所述，齐心文具的龙头产品是文件夹（文件管理用品）与碎纸机（办公设备），各类桌面文具（钉书机、笔、笔记本、印台、胶水、

胶带、修正液、笔筒等等）并非齐心传统优势产品。齐心延伸产品线的战略，是利用自建产能生产文件管理用品和办公设备，并把桌面文具以OEM/ODM的形式外包给外协企业。这样一来，齐心无须进行太多的非核心投资就能拥有广泛的产品生产线，而丰富的产品种类又推动了齐心的销路与订单，更多的订单也进一步让与齐心合作的外协企业受益非浅。各方都实现了共赢发展。

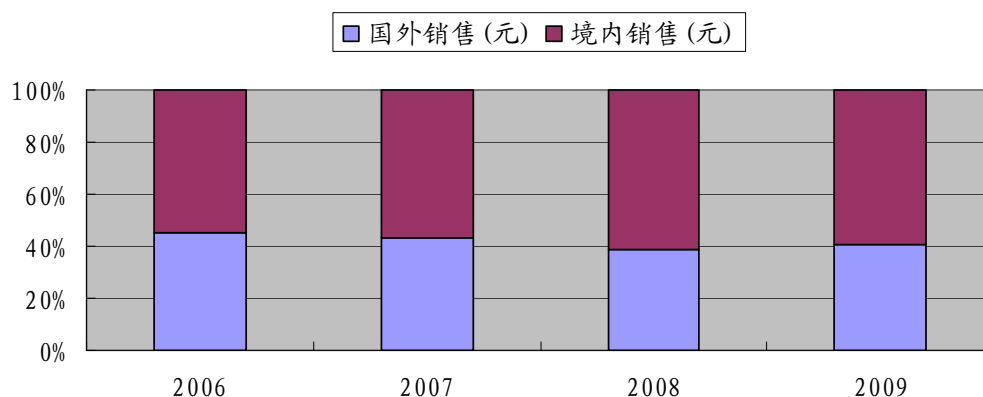
优化创意设计，提升品牌潜力

除了办公人士外，文具的另一大消费主力是年轻学生。和前者不同，学生选择文具时通常并不特别注重品牌，但往往对外表新潮可爱的文具系列情有独衷。针对这一点，齐心文具于2010年6月19日推出了自主设计的卡通形象“波乐”与“兜兜”，作为学生文具系列产品的推介载体。我们认为，如果这种直观形象的卡通设计得到有效推广，将大大提升齐心文具在年轻学生受众中的消费量，品牌潜力巨大。

外销平稳增长，整体占比下降

齐心文具的出口业务可分成两大类：针对欧美亚等发达国家和地区，以OEM/ODM贴牌形式与国际知名品牌商与渠道商合作；针对亚太地区及其他新型经济体，则直接以自主的“齐心 COMIX”品牌出口，并在市场上已经占据了主要地位。

图 6 齐心文具国内外销售比重



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

不过无论是哪一类的出口业务，现阶段齐心文具都没有在海外市场直接建立或计划建立自己掌控的营销网络，从事的仅仅是简单的“接单→生产→发货交单”的流程。因此出口业务的增长，将完全取决于海外客户的订单。而如前所述，发达国家和地区的文具市场的增长速度远小于中国市场的增长速度。因此我们推断，齐心文具未来的出口业务虽能继续保持平稳增长，但由于国内业务的迅速上升，出口业务比重将逐渐下降。公司过去数年的外贸销售比重逐年下降的趋势也验证了我们的判断。

内销迎合市场发展，实际效果尚需观察

齐心文具已打造了多元化的销售渠道

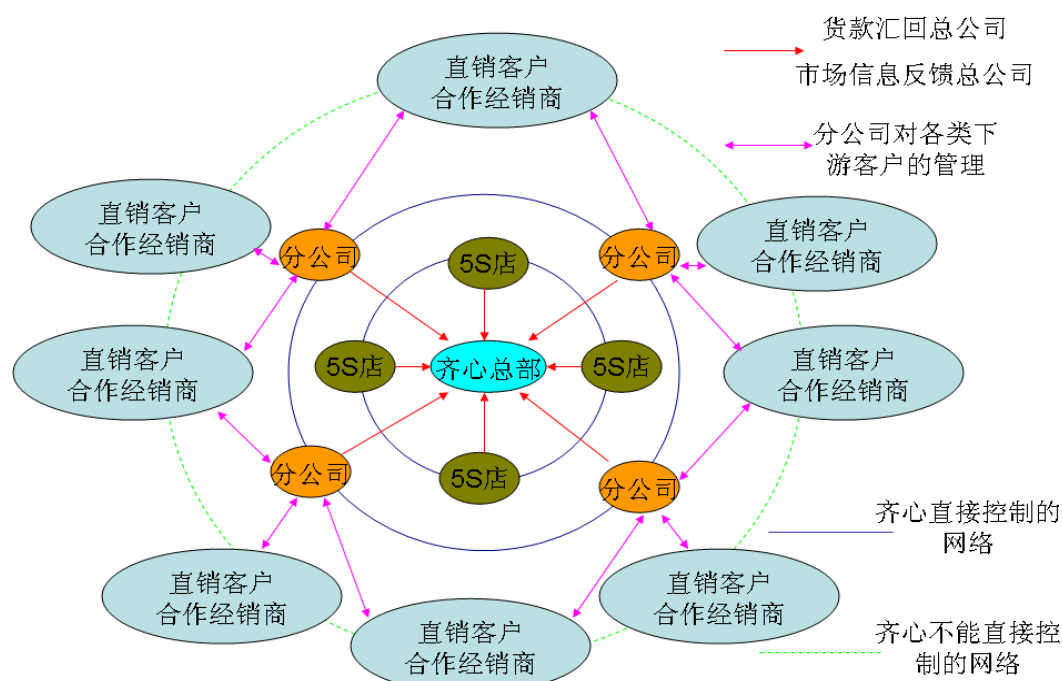
齐心文具在国内的销售网络，主要是由示范性5S店、各地分公司以及各个合作经销商构成。

具体来说，齐心示范性5S店是装修精美的大型门店，一般只在某些重点城市的文具批发市场（比如广州谊园）设立一家，其目的是让用户在舒适的环境中切身体验齐心各类产品的功用。示范性5S店对推广齐心文具的知名度至关重要，但目前齐心在全国只有少数这类5S店，公司计划在未来数年把5S门店数量扩展到100个。

现阶段齐心在全国各地拥有40多家分公司和办事处，这些机构的主要职责是开拓重要客户直销、以及对合作经销商供货。

当前公司在国内50%以上的销售量，则是由合作经销商贡献的。齐心文具根据合作经销商的销量、物流等能力，给予其在价格、帐期等方面不同的优惠，也指导经销商进行店面陈设与装修，并协助开发客户。同时公司也通过与经销商密切的交流反馈，获悉最新的市场动态。目前来看，各级经销商是齐心文具最重要的销售渠道。上述渠道概览如下图所示：

图 7 齐心文具销售渠道概览



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

高端客户集成采购与中小客户分散购买构成市场双向发展

目前我国文具行业有三个特点：一是市场集中度低，各大厂家和经销巨头都尚未拥有绝对优势的市场份额；二是需求已呈双向发展趋

势，高端大型企业单位的集成采购与中小客户分散购买并存；三是企业务必确保销售网络的忠诚合作，才能实现产品的销量旺盛。

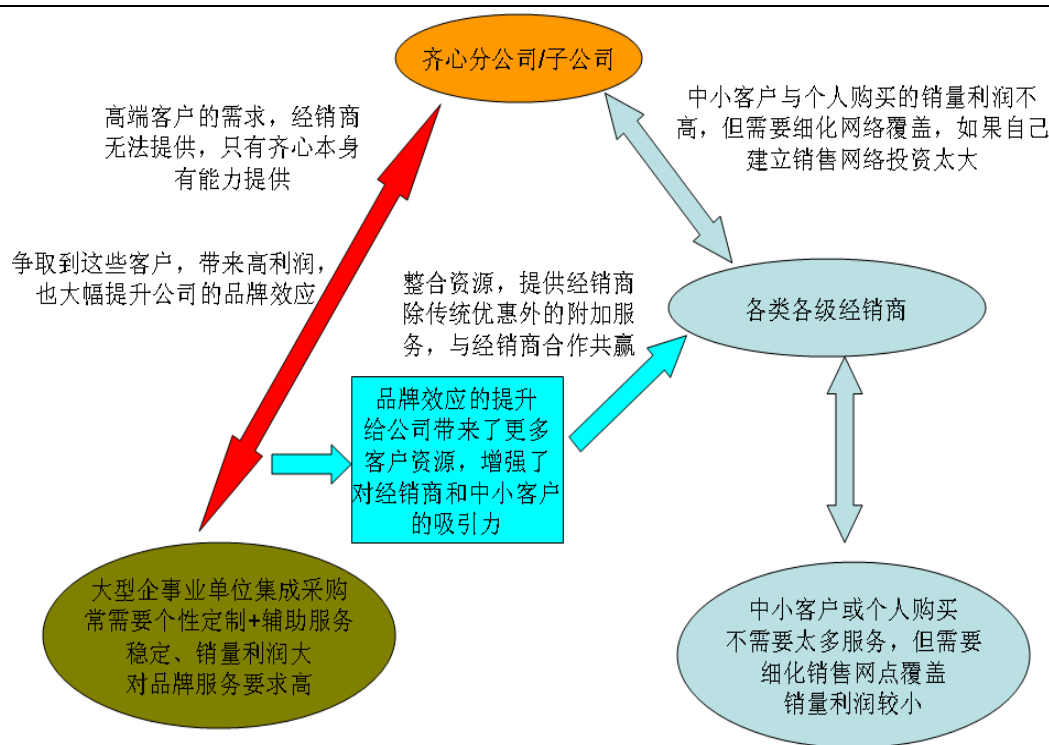
所谓需求的双向发展趋势是指，一方面市政府机关和大型企业的采购普遍趋向于集成采购（同时采购整个“大办公”周期的全系列文件），对于任何一个文具企业来说，如果能提供更广泛品类的产品，不仅能提升自己的产品销路，也减少了客户的采购难度；同时高端客户利润稳定丰厚，但通常带有个性定制、办公解决方案等服务要求，一般传统经销商无法提供。此外，文具产品虽具备一定的品牌效应，但各大品牌之间并没有绝对的不可替代性，而办公用品企业拥有越广泛的营销渠道，就能越及时地反馈这些高端客户的采购需求。

而另一方面，大量分散的中小客户（小企业，个人等等）往往不太购买高端服务，却需要有细化到区或街道的网点辐射，如果办公用品企业完全以自建网点全方位覆盖到这些中小客户，将需要较大的投资和较长的时间。

齐心立足集成采购，品牌渗透中小客户

据上述情况，齐心文具针对高端客户，齐心以“直销+服务”模式直接争取；针对分散的中小客户，则授权各级各类经销商细化渗透。前者为齐心直接带来稳定高利润的客户，并大幅提升了公司的品牌效应；后者则让齐心以较少的投资（不用自建太细的销售网络），就能覆盖分散的中小客户，而品牌效应与品类齐全的优势，也反过来让经销商愿意忠诚地与齐心长久合作。正是这种合理的资源整合，让齐心文具得以低成本高速度地扩张自己的销售网络。

图 8 齐心文具凭借资源整合与经销商实现共赢发展



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

综合来说，公司发展规划重点，是依托自己齐全的产品种类，在保证自有品牌产品的产能和质量控制基础上，巩固各级各地分公司的管理与信息交流，低成本地加速扩张各类营销渠道。

然而，5S店辐射效应极强，但建设与维护成本也比较高；另一方面，经销商虽然因为齐心丰富的产品线与辅助服务表示出忠诚的合作态度，但现有措施能否确保经销商的销售深度化与广度化，也还需要观察。

盈利预测与风险提示

盈利预测

由于今年齐心文具募投项目的新建产能还未能释放，我们预计今年公司在内销方面的外协产能比重将有所上升。同时新产能与营销渠道的建设将增加公司的销售费用与管理费用，净利润增长速度可能也将低于往年。

出口方面，受欧洲债务危机影响，人民币对欧元显著升值，对公司出口欧洲的业务有所影响，我们预计公司今年海外销售收入同比依旧稳定增长。

根据上述逻辑假设，我们预测出齐心文具未来三年的业绩如下表所示：

表 2 齐心文具未来盈利预测表（单位：百万元）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	802.8	904.1	1006.8
营业成本	611.7	682.4	744.3
营业税金及附加	1.1	1.2	1.4
销售费用	69.1	71.5	77.5
管理费用	48.2	42.8	54.4
财务费用	(15.5)	(14.7)	(14.1)
营业利润	87.7	120.2	142.5
净利润	78.5	109.7	130.9
归属于母公司净利润	74.5	104.6	124.9
EPS(元)	0.40	0.56	0.67

数据来源：广发证券发展研究中心

目前A股上市企业中，齐心文具和广博股份同属于文具类企业。同时，我们也选取了目前国际文具连锁零售巨头Staples（纳斯达克上市，10年预期PE18.1倍）作为参照。

考虑到齐心文具今年业绩预期增长不多，且未来渠道建设效果还需要观察。我们给予“持有”评级，12个月目标价20元。

表 3 齐心文具与可比公司对照

	齐心文具	广博股份	Staples
现有产品种类	约 1000 种	约 600 种	7000~8000 种
产品平均毛利率	25.2%	22.7%	27.1%
过去三年净利润年均增长率	24.9%	15.3%	7.9%
过去三年营业收入年均增长率	14.3%	16.1%	8.2%
2010 年预计净利润增长率	4.2%	13.1%	8.5%
市盈率(2010 年预期)	34.4	26	18.1

风险提示

国内新产能和营销渠道的建设可能慢于预期；由于没有股权，公司对某些经销商的控制力度可能无法提高；人民币升值可能对出口业务造成负面影响

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	743.7	688.5	673.8	694.3	
应收账款	96.5	101.8	117.1	134.6	
预付款项	38.9	47.6	54.7	63.0	
应收利息	0.0	0.0	0.0	0.0	
应收股利	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他应收款	3.2	3.5	4.0	4.7	
存货	114.7	137.1	157.1	176.3	
流动资产合计	1002.9	979.0	1006.9	1082.3	
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	
固定资产	109.4	171.2	231.4	287.7	
在建工程	0.1	0.3	0.5	0.6	
无形资产	28.6	39.1	43.7	50.9	
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	
递延所得税资产	0.8	0.9	1.1	1.0	
非流动资产合计	138.9	211.5	276.7	340.2	
资产总计	1141.8	1190.5	1283.6	1422.5	
短期借款	26.3	13.7	16.3	20.1	
应付票据	40.1	45.6	50.2	56.4	
应付账款	79.9	64.9	76.5	86.4	
预收款项	13.8	28.9	27.5	28.7	
应付职工薪酬	6.4	8.2	10.5	13.9	
应交税费	9.5	11.3	13.1	15.2	
应付利息	0.0	0.0	0.0	0.0	
应付股利	2.9	3.5	4.2	4.9	
其他应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	
流动负债合计	178.9	176.1	198.3	225.6	
长期借款	0.7	0.7	0.7	0.7	
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
递延所得税负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
非流动负债合计	0.7	0.7	0.7	0.7	
负债合计	179.6	176.8	199.0	226.3	
股本	124.5	186.8	186.8	186.8	
资本公积	621.9	621.9	621.9	621.9	
盈余公积	18.8	19.4	25.4	34.1	
未分配利润	186.4	202.5	238.6	334.9	
少数股东权益	10.6	(16.9)	11.9	18.5	
负债股东权益总计	1141.8	1190.5	1283.6	1422.5	
每股净资产(元)	7.6	5.5	5.7	6.3	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	718.4	802.8	904.1	1006.8	
营业成本	537.3	611.7	682.4	744.3	
营业税金及附加	0.9	1.1	1.2	1.4	
销售费用	53.5	69.1	71.5	77.5	
管理费用	37.4	48.2	42.8	54.4	
财务费用	5.4	(15.5)	(14.7)	(14.1)	
资产减值损失	0.8	0.5	0.7	0.8	
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	
营业利润	83.1	87.7	120.2	142.5	
营业外收入	1.0	2.2	2.6	2.3	
营业外支出	0.6	0.7	1.0	0.6	
利润总额	83.5	89.2	121.8	144.2	
所得税费用	8.1	10.7	12.1	13.3	
净利润	75.3	78.5	109.7	130.9	
归属于母公司净利润	72.0	74.5	104.6	124.9	
少数股东损益	3.3	4.0	5.1	6.0	
EPS(元)	0.58	0.40	0.56	0.67	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	126.9	141.3	163.2	185.8	
投资活动现金流量	(25.4)	(21.4)	(27.4)	(37.5)	
筹资活动现金流量	518.5	(0.7)	(1.2)	(1.5)	
现金及现金等价物净增加额	619.6	118.7	133.9	145.9	
期末现金余额	739.7	858.4	992.3	1138.2	
每股经营活动现金流(元)	1.0	0.8	0.9	1.0	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	13.14%	11.75%	12.62%	11.36%	
营业利润增长率	24.07%	5.54%	37.03%	18.58%	
毛利率	25.21%	23.80%	24.52%	26.07%	
营业利润率	11.57%	10.92%	13.29%	14.15%	
净利率	10.03%	9.78%	12.13%	13.00%	
净资产收益率	7.92%	7.62%	10.22%	11.11%	
总资产收益率	6.60%	6.59%	8.54%	9.20%	
流动比率	5.61	5.56	5.08	4.80	
资产负债率	15.73%	14.85%	15.50%	15.91%	
所得税税率	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

齐心文具(002301)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。