

# 晨光股份 (603899.SH)

## 买入 (首次评级)

### 精耕细作，砥砺前行

当前价格: 25.80元

#### 投资要点:

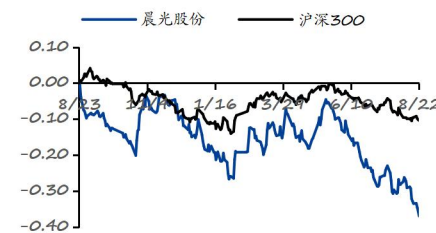
#### 基本数据

#### ➤ 传统核心渠道与产品精进，聚焦产品力和零售服务能力。

总股本/流通股本(百万股)	923.83/923.83
流通 A 股市值(百万元)	23,834.77
每股净资产(元)	8.86
资产负债率(%)	39.58
一年内最高/最低价(元)	42.00/25.79

公司传统核心业务持续保持行业龙头地位，1Q24 传统核心收入同比+11.7%、营收占比 39.5%，其中晨光科技同比+33%、晨光科技占传统核心比例为 11%。渠道端，据欧睿，目前行业渠道结构仍以线下为主，商超、线下门店、电商占比分别约 30%、46%、23%。近年来，线下公司聚焦重点终端、单店提质、有效单品上柜、数字化工具等举措挖掘增量，调整新品的全年规划和上新节奏由 2 次到 4 次；线上红利积极拥抱，直营+分销、多店铺+旗舰店、多平台运营推进。产品端，公司书写工具市占率维持领先，聚焦经典产品挖潜，盘活终端销售；学生文具、办公文具在剔除办公直销以外的营收占比总体呈提升趋势、23 年达 70%，新品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献，并推动爆款打造。反映在经营数据层面，公司四类产品毛利率多年保持稳中有升，产品的价值提升逻辑由早期的外观创新，逐步向聚焦使用痛点的功能创新升级。

#### 一年内股价相对走势



#### ➤ 科力普、零售大店渐入佳境，盈利潜力逐步释放。

#### 团队成员

分析师: **李宏鹏(S0210524050017)**  
 lhp30568@hfzq.com.cn  
 分析师: **李含稚(S0210524060005)**  
 lhz30597@hfzq.com.cn

新业务经过多年聚焦发展，营收占比已过半，盈利能力亦逐步释放。科力普 2023 年营收规模达 133 亿元，净利率达 3%。在对已有客户持续深挖、积极开拓新客户之下有望保持较快增长；在营收增长下规模效应持续扩大。同时，科力普服务能力持续优化，7 大区域配送中心与智能化总仓有效保证订单满足的时效性与准确性；数字化交易系统与快速专业的系统对接，确保平台为客户持续提供降本增效的采购解决方案。零售大店 2023 年受益运营效能释放与线下消费场景复苏，实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 51%，且首次盈利。九木杂物社作为晨光品牌和产品升级的桥头堡，通过原创、IP 合作、精选授权等文创产品有效协同公司高端化进程。

#### 相关报告

#### ➤ 海外成长空间广阔，品牌出海战略加快推进。

2023 年公司快速推进海外市场的发展，年内境外收入为 8.5 亿元，同比+21.6%，占总收入比重约 4%。公司海外市场主要为非洲及东南亚，目前公司书写工具在泰国市占率已位列第二、约 8.1%；且据欧睿，2023-2028 年东南亚主要国家、中东和非洲书写工具零售市场规模 CAGR 预计均为 5%以上，高于其预测的未来中国市场增速，海外市场空间广阔。随着未来公司在海外的产品、品牌和渠道开发能力不断提高，有望为长期发展再添增量。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 17.6 亿元 20.0 亿元、22.6 亿元，增速分别为 15.0%、13.6%、13.5%，目前公司股价对应 24 年 PE 为 14X，略低于可比公司平均值，考虑到公司作为细分行业龙头的稀缺性，目前估值对应 PE (TTM) 分位数处于上市以来 0.06%分位数，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ➤ 风险提示

经营管理风险，行业需求下降风险，办公直销行业竞争风险



财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	19,996	23,351	26,589	30,454	34,902
增长率	14%	17%	14%	15%	15%
净利润 (百万元)	1,282	1,527	1,756	1,995	2,264
增长率	-16%	19%	15%	14%	13%
EPS (元/股)	1.39	1.65	1.90	2.16	2.45
市盈率 (P/E)	18.6	15.6	13.6	11.9	10.5
市净率 (P/B)	3.5	3.0	2.7	2.4	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1	传统核心业务：渠道与产品精耕细作，龙头优势领先	4
1.1	线下渠道精耕细作，线上加速发展	4
1.2	产品优势挖潜与爆品打造并进，共驱高质量增长	6
2	新业务：营收快速发展，盈利潜力逐步释放	9
2.1	科力普平台效应显现，规模与盈利提升	9
2.2	零售大店：品牌与产品升级的桥头堡，潜力逐步凸显	10
2.3	海外业务：蓄势待发，空间广阔	12
3	盈利预测与投资建议	14
3.1	盈利预测	14
3.2	投资建议	16
4	风险提示	17

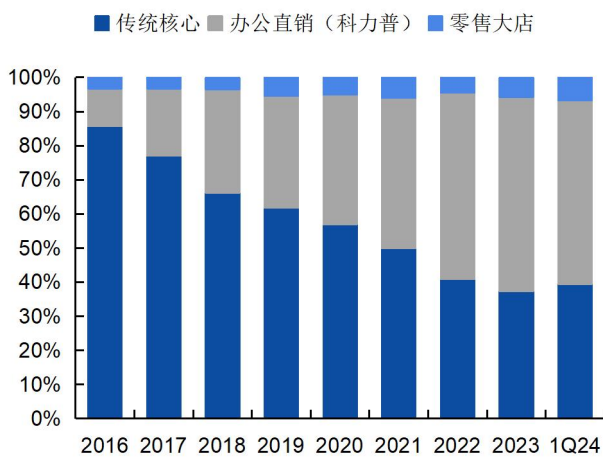
## 图表目录

图表 1:	公司分业务营收结构	4
图表 2:	公司分业务净利润结构测算	4
图表 3:	传统核心业务稳健成长	5
图表 4:	其中，晨光科技快速成长	5
图表 5:	线下仍为书写工具销售主要渠道	5
图表 6:	2021 年公司线上业务占传统核心约 25%	5
图表 7:	晨光联盟 APP 示意图	6
图表 8:	聚宝盆 APP 示意图	6
图表 9:	主要产品营收结构	7
图表 10:	晨光书写工具零售额市占率领先	7
图表 11:	产品毛利率持续提升	8
图表 12:	晨光旗舰店部分功能创新书写工具示意	8
图表 13:	科力普营收及同比增速	9
图表 14:	科力普毛利率与净利率	9
图表 15:	科力普覆盖全国的仓储布局	10
图表 16:	科力普主要产品类型	10
图表 17:	零售大店营收及增速	10
图表 18:	零售大店净利润与净利率	10
图表 19:	九木杂物社门店类型数量	11
图表 20:	九木杂物社单店年化收入及增速	11
图表 21:	九木杂物社部分 IP 产品示意图	11
图表 22:	晨光海外业务收入及同比增速	12
图表 23:	晨光海外业务毛利率	12
图表 24:	海外书写工具行业规模及 23-28 年 CAGR	13
图表 25:	晨光在泰国书写工具市占率已位列第 2	13
图表 26:	业绩拆分预测表	15
图表 27:	可比公司估值表	16
图表 28:	财务预测摘要	18

## 1 传统核心业务：渠道与产品精耕细作，龙头优势领先

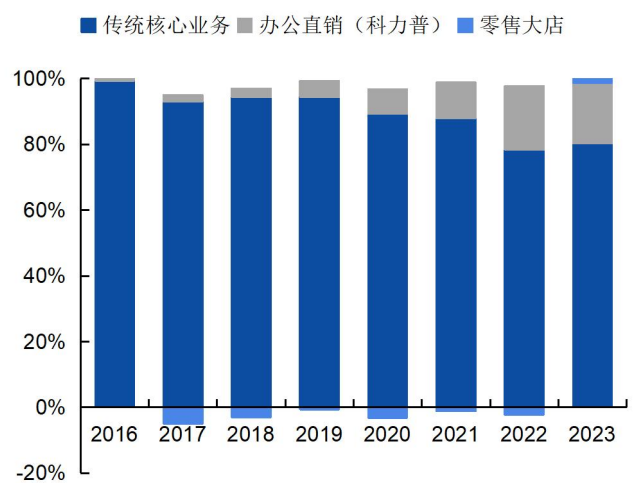
近年来，公司传统核心业务持续保持行业龙头地位，新业务办公直销、零售大店收入贡献增加。从收入端看，2023年，公司传统核心业务营收占比约39.1%，其中晨光科技占传统业务比例约9.4%；新业务，办公直销、零售大店营收占比分别约57%、6%，新业务经过多年的聚焦与发展，营收占比已过半。从测算利润端看，截止2023年，公司传统核心业务仍为盈利的主要贡献；同时，办公直销盈利贡献自2017年以来持续增加，2023年零售大店业务亦首次实现扭亏为盈。

图表 1：公司分业务营收结构



数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：1Q24 分业务拆分不考虑分部抵消）

图表 2：公司分业务净利润结构测算



数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 1.1 线下渠道精耕细作，线上加速发展

传统核心业务全渠道布局，目前已形成了线下传统渠道稳健成长，线上渠道快速发展的格局。1Q24 不考虑分部抵消，公司传统核心业务收入同比+11.7%、营收占比 39.5%；其中，晨光科技实现营收 2.5 亿元，同比+33%，延续上年高增趋势，晨光科技占传统核心比例为 11%，营收贡献持续增加。

图表 3: 传统核心业务稳健成长



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (注: 1Q24 分业务拆分不考虑分部抵消)

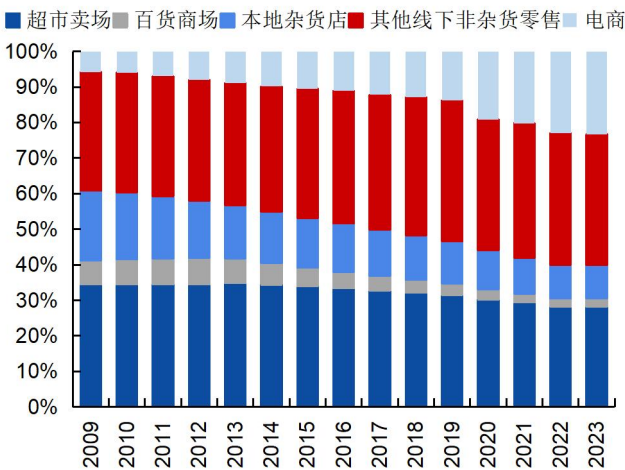
图表 4: 其中, 晨光科技快速成长



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

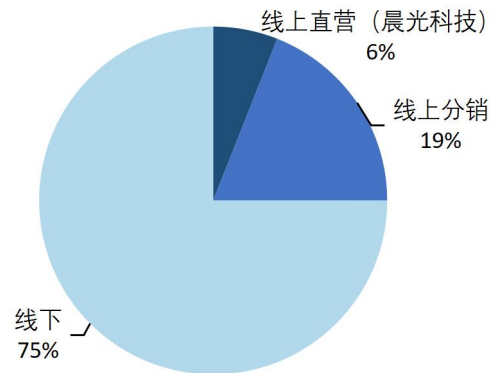
我国书写工具线下仍是最主要的消费渠道。据欧睿, 2023 年我国书写工具零售渠道中, 商超 (超市卖场、百货商场)、线下门店 (本地杂货店, 其他线下非杂货零售)、电商的占比分别为 30.5%、46.3%、23.3%, 对比疫情之前的 2019 年, 分别变化-4.2pct、-5.1pct、+9.5pct。行业总体来看, 目前线下仍为书写工具销售的核心渠道。

图表 5: 线下仍为书写工具销售主要渠道



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 6: 2021 年公司线上业务占传统核心约 25%



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司线下渠道强化终端赋能, 线上精细运营、加速发展。线下渠道方面, 目前公司在全国拥有 36 家一级合作伙伴、覆盖 1,200 个城市的二、三级合作伙伴和大客户, 近 7 万家使用“晨光文具”店招的零售终端。在我国在校人数放缓的背景下, 公司积极通过单店提质、有效单品上柜、数字化工具等举措挖掘增量, 推动公司业务与终端伙伴共同稳健成长: 1) 核心聚焦重点终端 (面积更大、经营质量更高的终端), 并推进总部直供和合作伙伴直供, 打造精品大店标杆, 对优质校边店起

到引领作用。2) 持续优化终端产品结构，对传统终端输出更精准、有效的产品配置标准，有效提高必备品、高价值产品的终端销售占比，优选给终端带来增量的一盘货，提升有效单品上柜。3) 晨光联盟 APP 持续发挥总部链接终端店主的作用，提高终端粘性。聚宝盆 APP 对目标产品及终端进行有针对性的业务跟进，优化业务获取数据流程，赋能业务在终端进行实时的推广决策，从而更好的“选对店、上对货”。

线上渠道方面，公司传统核心业务线上销售分为直营与分销，直营为晨光科技，分销主要通过扶持经销商发展线上业务，目前公司在淘系、京东、拼多多等电商渠道拥有上千家授权店铺。据公司信披，2021 年线上直营与分销占整体传统核心业务约 25%，2022-2023 年晨光科技保持快速增长，我们预计目前线上直营与分销占传统核心业务的比重仍在提升。公司线上业务采用了多店铺+旗舰店精细化运营，提高效率；运用线上作战地图，通过对线上品类的产品线布局及产品力挖掘，结合分销品类拓展和线上渠道的拓展，提升线上销售；并持续推进拼多多、抖音、快手等新渠道业务。

图表 7: 晨光联盟 APP 示意图



数据来源: 应用宝, 华福证券研究所

图表 8: 聚宝盆 APP 示意图



数据来源: 应用宝, 华福证券研究所

## 1.2 产品优势挖潜与爆品打造并进，共驱高质量增长

**产品聚焦优势挖潜、爆品打造、新品提质减量。**目前公司主要产品品类为书写工具、学生文具与其他文具。2016 年以来公司产品品类结构不断优化，传统优势品类书写工具的营收占比呈下降趋势，其他文具品类的营收占比则逐步提升。2023 年，公司聚焦产品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献，提升新品存活率；同时，公司优化产品结构，对在销品类结构精细梳理，提高必备品上柜率，提升品类产品力。

1) 大众产品赛道，坚持以消费者为中心进行产品开发与管理，为用户带来品类齐全、品质可靠、功能主流的文具产品，产品结构持续优化，不断提升产品力。在细分品类市场上，通过“挖潜”和“联动”，市场份额得到有效提升。深挖经典产品在不同渠道的销售潜力，提升产品上柜率。线上渠道协同联动，继续挖潜线上优质单品，形成分销爆款单品。2023 年，公司围绕纸品品类，开展长线品及重点产品



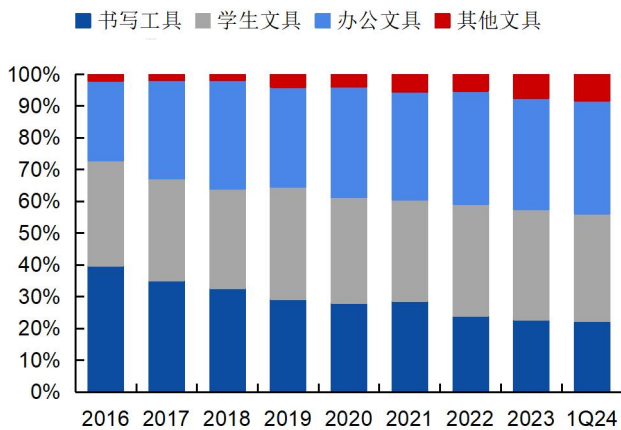
上柜提升，Meeboki 系列产品受到市场的欢迎。

2) 精品文创赛道，聚焦头部单品的开发和培育。优化产品结构，提升爆款在线下重点终端上柜率，线上着力全品类布局推广培育，聚焦爆款及头部店铺的开发。以消费者多场景多触点开拓新品，开发符合精创调性的新品，为消费者提供更多高品质的产品选择。

3) 儿童美术赛道，围绕消费者喜好和用户体验，产品差异化卖点识别，持续开发高端化产品，推动“食品级、易可洗、抗菌”高端化主题产品一盘货。“无硼”粘土、大米彩泥、丙烯马克笔受到市场欢迎。线下推进重点终端儿童美术专区打造，线上推进细分品类、店铺布局的精细化运营工作。抓住市场机会，拓展专业美术类、益智品类产品。

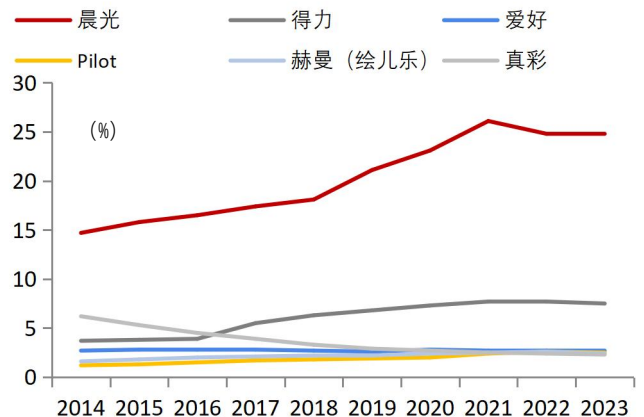
4) 办公产品赛道：加强办公产品的开发和推广，聚焦关键品类深挖，持续开发有产品力、有体量、店铺有利润的好产品。推进晨光办公店开拓和办公完美门店开发，持续推进渠道转型，强化服务赋能，为满足专业渠道需求不断提升服务能力。在品类延展上，抓住目标人群的消费趋势与诉求，通过线上渠道增强 C 端对体育品类认知和用户互动，增加体育用品曝光和声量。

图表 9：主要产品营收结构



数据来源：iFind，华福证券研究所（产品口径拆分不含晨光科力普）

图表 10：晨光书写工具零售额市占率领先



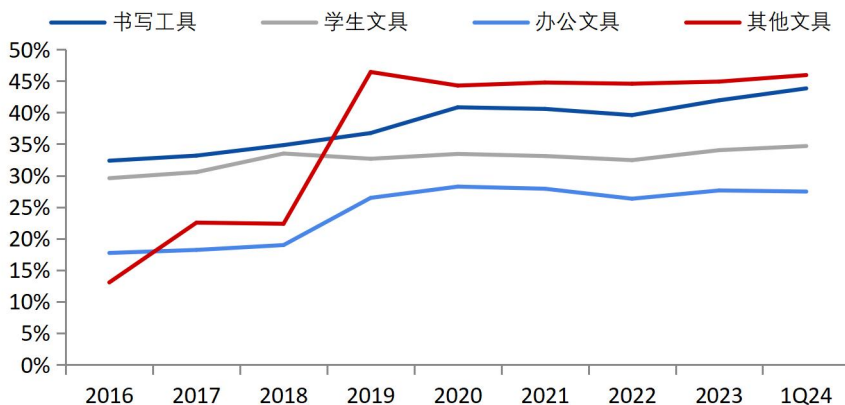
数据来源：欧睿，华福证券研究所

**盈利能力持续提升，产品价值提升逻辑由外观创新向功能创新升级。**公司四大品类过去 6 年毛利率均呈持续稳步提升趋势，2023 年，书写工具、学生文具、办公文具、其他文具毛利率分别为 41.9%、34.0%、27.6%、44.9%，分别同比+2.4pct、+1.6pct、+1.3pct、+0.3pct。近年国内文具消费呈现品牌化、创意化、个性化和高端化的趋势，公司持续以消费者为中心，积极开展前瞻性的基础研究和设计研发，关注消费者的痛点、笑点和晒点，强化产品功能设计，提升消费者使用体验。聚焦提升技术创新能力，加快技术进步和成果转化的速度。



从近期公司天猫旗舰店在售的书写工具产品看，不乏功能创新、外观创新的亮眼单品，高质量、高颜值、好功能的新产品亦具备一定的产品溢价。如晨光优握系列，针对初学者用户，以“让正确书写成为习惯”为核心理念，开发出更适合初学者使用的书写工具，新一代优握荣获了 2023CSID 中国文化办公用品创新设计大赛金奖。调整新品的全年规划和上新节奏由 2 次到 4 次，并联合国内外设计资源，提升国际化设计能力，助力国际化布局。

图表 11: 产品毛利率持续提升



数据来源: iFind, 华福证券研究所 (产品口径拆分不含晨光科力普)

图表 12: 晨光旗舰店部分功能创新书写工具示意

产品	数量	售价 (元)	单价 (元)	示意图
悦写磁悬浮中性笔	1	39	39.00	
优品高密度按动中性笔	1	12.90	12.90	
优握热可擦钢笔组合 (赠品按 1 件估算)	2	23.8	11.90	

数据来源: 晨光天猫旗舰店, 华福证券研究所



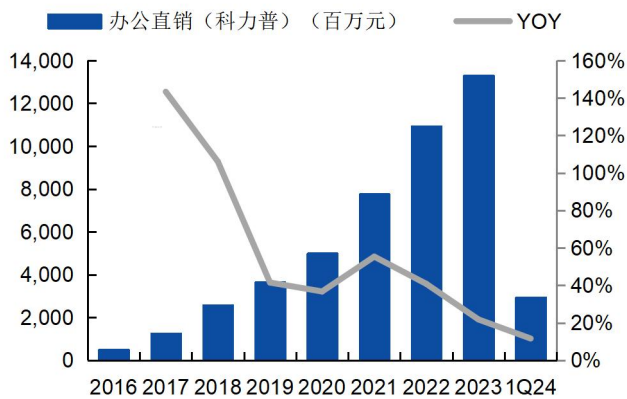
## 2 新业务：营收快速发展，盈利潜力逐步释放

### 2.1 科力普平台效应显现，规模与盈利提升

科力普成立于 2012 年，是晨光重点打造的 B2B 综合电商平台，致力于为各类型企业提供超扁平一站式智慧采购服务方案。科力普业务覆盖办公一站式、MRO 工业品、营销礼品、员工福利等采购全流程，商品超过百万种，具有多年行业经验的近 2000 人专业团队。营收方面，2016 年以来科力普营收保持高速增长，2023 年科力普营收规模已达 133 亿元，同比+22%。客户端，科力普顺应政府采购阳光化、公开化、透明化趋势，聚焦政府、央国企、金融、中间市场（民营 500 强）、MA（外资 500 强）5 大类客户，一方面对已有客户做持续深挖、通过多元化商品拓展业务边界，另一方面积极开拓新客户，扩大中标项目量。

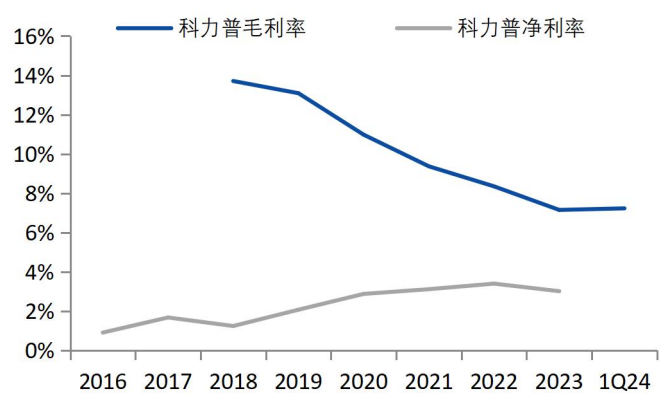
盈利方面，2016 年以来科力普净利率呈持续提升趋势，2023 年科力普实现净利率 3%，同时，毛利率-净利率之差持续收窄，反映了 B2B 业务在规模增长之下持续释放的规模效应。

图表 13: 科力普营收及同比增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 14: 科力普毛利率与净利率



数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

服务方面，科力普仓储建设持续完善，数字化赋能客户降本提效。仓储物流方面，目前科力普已在全国已拥有超百万平方米商品存储空间、7 大区域配送中心，100%覆盖中国大陆区县的物流网络，完善的仓储物流体系有助于配送时效性、客户采购效率的显著提升；同时，科力普的仓储系统拥有行业领先的智能化总仓“AS/RS 自动化立体库”和华东智能新仓，能够高效、快速响应全国订单，并配备了 AGV（仓储拣货系统）等智慧化物流系统，为客户提供及时、准确的服务。

数字化方面，科力普目前已成为企业采购数字化先锋与行业引领者，是全国领先的 B2B 综合电商平台，可为客户提供多种线上订购解决方案。科力普数字化交易系统与快速专业的系统对接开发技术均为自主研发，通过信息系统安全等级保护第三级认证，可针对不同客户提供多样的个性化增值服务，实现与主要客户的系统对

接。科力普依托数字化平台的优势，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。

图表 15: 科力普覆盖全国的仓储布局

2013 年	开始自建仓配体系；华东仓投入运营
2016 年	北京、广州仓建仓并投入运营；华北仓、华南仓投入运营
2018 年	西南、华中布局；西南仓、华中仓投入运营
2019 年	完成 7 大战区的布局和团队搭建，深圳仓投入运营
2020 年	华东仓 45000 平米智能化新仓启动；东北仓、苏州仓投入运营
2021 年	华东智慧新仓投入运营
2023 年	西北配送中心投入运营

数据来源：科力普公众号，华福证券研究所

图表 16: 科力普主要产品类型



数据来源：科力普官网，华福证券研究所

## 2.2 零售大店：品牌与产品升级的桥头堡，潜力逐步凸显

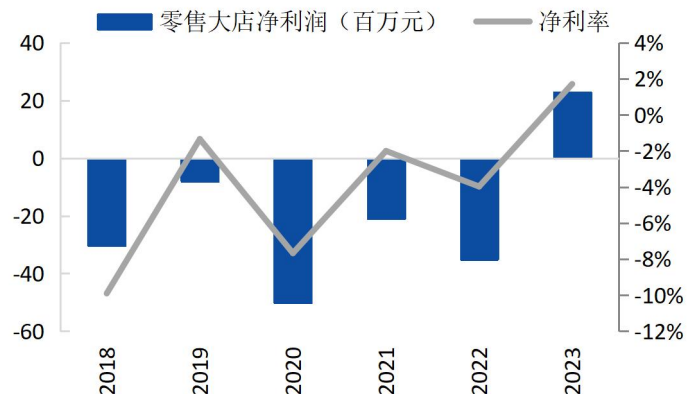
线下消费场景复苏、运营效能释放，零售大店恢复靓丽成长。九木杂物社是全国领先的中高端文创杂货零售品牌，在公司的新五年战略中，九木杂物社定位为晨光品牌和产品升级的桥头堡，通过在线下增加晨光品牌在线下商圈露出，带动晨光的高端化产品开发，输出零售能力，提供及时消费者信息和洞察。2023 年随着商场客流的恢复，九木杂物社的线下门店复苏，2023 年零售大店实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 51%，过去九木杂物社所积累的零售运营能力逐步显现，零售大店业务首次实现盈利。从开店与单店看，2023 年九木杂物社恢复开店节奏，新增直营店 80 家，加盟店 49 家；据我们测算，在商场流量回暖、门店综合运营质量提升的共同驱动下，单店亦显著改善。

图表 17: 零售大店营收及增速



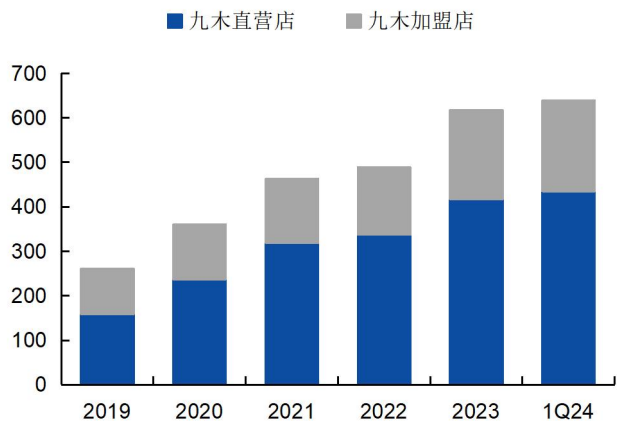
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 18: 零售大店净利润与净利率



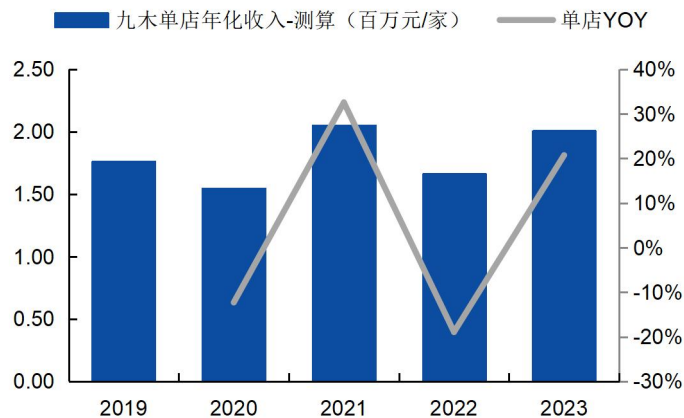
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 19: 九木杂物社门店类型数量



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 20: 九木杂物社单店年化收入及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

**九木杂物社定位晨光品牌和产品升级的桥头堡，深化运营助力高端化。**九木杂物社承接晨光品牌和产品升级的桥头堡的角色，在一定程度上形成对总部传统核心业务的赋能和经验反哺，九木杂物社销售的产品主要为文具文创、益智文娱、实用家居等品类；其中，原创文创产品、IP 合作产品、精选授权文创产品等文创文具类产品已日益成为九木杂物社的核心品类。

在运营方面，九木杂物社持续升级“学霸”会员经营体系，通过生命周期管理提升客户体验和活跃度，学霸会员超百万级；同时，九木杂物社在线上公域电商稳定增长，拼多多、抖音、社区电商、小程序等新型渠道均有显著提升，另外九木杂物社亦重点发力私域社群运营及到家社区电商，线上整体销售持续提升。

未来，九木杂物社也将持续围绕“学霸会员调结构提质量”战略，在会员营运和店铺营运标准优化上持续发力，保持线下渠道的快速增长和线上业务的多渠道增长，实现复购率和客单价的提升。

图表 21: 九木杂物社部分 IP 产品示意图

Lu Lu 猪			蛋仔派对		
三丽鸥			奥特曼		



数据来源：九木杂物社天猫旗舰店，华福证券研究所

### 2.3 海外业务：蓄势待发，空间广阔

海外业务实现较快增长，非洲及东南亚为主要目标市场。2023 年公司快速推进海外市场的发展，年内境外收入为 8.5 亿元，同比+21.6%，占公司整体收入比重约为 4%。

产品方面，公司针对境外市场，因地制宜地开发本地化产品，提升产品海外竞争力，同时梳理产品开发流程，提高产品管理效率，快速满足海外市场消费者需求。地区方面，公司继续探索非洲市场，以让当地学生“拥有能用得起的好文具”为使命，开展产品推荐活动，同时对部分学校进行公益捐赠，帮助更多的学生使用高性价比的晨光产品；在东南亚市场积极进行渠道布局，提升经营质量，进一步提高晨光品牌的影响力。

图表 22：晨光海外业务收入及同比增速



数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 23：晨光海外业务毛利率



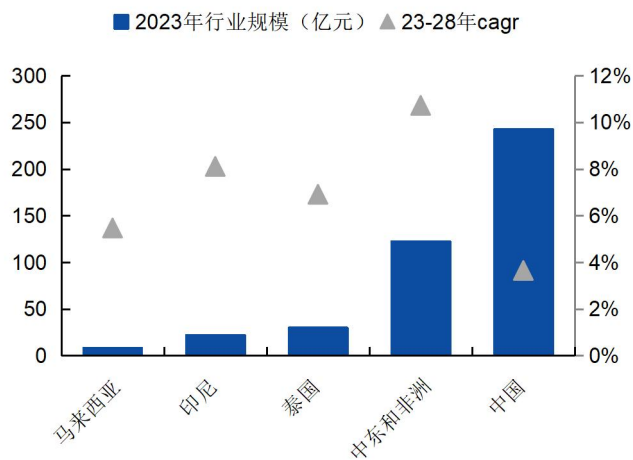
数据来源：iFind，华福证券研究所

海外目标市场增长潜力大，目前公司书写工具已在泰国占据较大份额。据欧睿，2023-2028E 年东南亚主要国家、中东和非洲书写工具零售市场规模 CAGR 均为 5% 以上，高于其预测的未来中国市场增速。市占率方面，目前晨光书写工具在泰国市场的市占率排名已位列第二，2023 年已达约 8.1%，成为该市场的核心品牌之一。我们认为，随着公司在海外市场中的产品竞争力、品牌影响力和渠道开发能力不断提



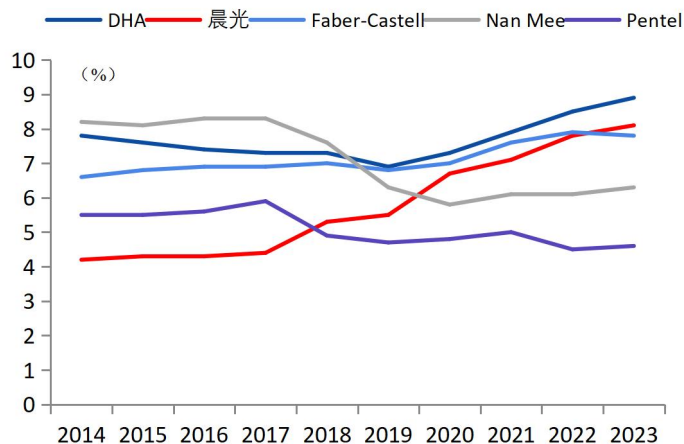
高，海外的整体运营管理能力和团队建设显著提升，助力公司未来在高潜力的海外市场不断创造增量。

图表 24: 海外书写工具行业规模及 23-28 年 CAGR



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所 (注: 汇率按 2024 年 8 月 4 日计算)

图表 25: 晨光在泰国书写工具市占率已位列第 2



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所



### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

##### (1) 分业务来看：

①**传统核心业务**：公司传统核心业务为行业龙头，公司持续巩固、强化渠道端及产品端的竞争优势，线下业务稳步增长，线上直营晨光科技顺应文具销售渠道多元化趋势快速增长，我们预计 2024-2026 年公司传统核心业务年增速在 10%左右。

②**办公直销**：公司办公直销业务服务于我国政企、头部企业客户，顺应国家数字化采购趋势，不断强化供应链能力与数字化服务能力，扩大新老客户采购规模实现较快速增长，我们预计 2024-2026 年公司办公直销业务年增速约 15%-20%。

③**零售大店**：公司零售大店目前门店数量、同店仍有成长空间，我们预计九木杂物社年新开门店约 100 家，单店亦有稳步增长空间，预计 2024-2026 年公司零售大店业务年增速约 15-20%。

##### (2) 分产品来看：公司主要产品通过传统核心业务销售，办公直销产品单列。

①**书写工具**：考虑到公司书写工具市占率较高，但通过新品推出、结构优化，每年销售量及均价小幅度提升。2022 年线下消费场景受限、2023 年渠道信心逐步修复，我们预计 2024 年在较低增长基数下渠道信心持续恢复实现高个位数增长，25-26 年约 5%平稳增长。

②**学生文具、办公文具、其他文具**：该类产品品类相对较多，公司持续扩品类、推新品，扩大在非书写工具的学生文具领域的市占率。预计三类产品的营收增速高于书写工具。

(3) **毛利率与期间费用率**：毛利率方面，考虑到办公直销业务毛利率低于整体毛利率，同时公司传统核心业务产品通过功能创新、爆品打造持续挖潜，平衡业务结构变化对整体毛利率的影响。期间费用率方面，预计公司各项费用率保持平稳，无大额减值或非经常项目。

综上，我们预计公司 2024-2026 年公司收入分别为 266 亿元、305 亿元、349 亿元，增速分别为 13.9%、14.5%、14.6%，归母净利润分别为 17.6 亿元 20.0 亿元、22.6 亿元，增速分别为 15.0%、13.6%、13.5%。


**图表 26: 业绩拆分预测表**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>19,996</b>	<b>23,351</b>	<b>26,589</b>	<b>30,454</b>	<b>34,902</b>
YOY	13.6%	16.8%	13.9%	14.5%	14.6%
<b>分业务</b>					
传统核心业务	8,495	9,136	10,176	11,131	12,179
YOY	-4.3%	7.5%	11.4%	9.4%	9.4%
其中: 晨光科技	652	857	1,071	1,328	1,634
YOY	23.7%	31.4%	25.0%	24.0%	23.0%
其中: 分部抵消	312	427	450	500	550
办公直销 (科力普)	10,930	13,307	15,234	17,933	21,111
YOY	40.7%	21.8%	14.5%	17.7%	17.7%
零售大店	884	1,335	1,629	1,889	2,162
YOY	-16.1%	51.0%	22.0%	16.0%	14.4%
<b>分产品</b>					
书写工具	2,169	2,273	2,459	2,583	2,714
YOY	-23.1%	4.8%	8.2%	5.1%	5.1%
学生文具	3,192	3,466	4,038	4,577	5,165
YOY	2.1%	8.6%	16.5%	13.4%	12.8%
办公文具	3,223	3,511	3,867	4,181	4,521
YOY	-3.4%	8.9%	10.2%	8.1%	8.1%
其他文具	471	743	936	1,119	1,324
YOY	-14.1%	57.7%	25.9%	19.5%	18.4%
办公直销 (科力普)	10,930	13,307	15,234	17,933	21,111
YOY	40.7%	21.8%	14.5%	17.7%	17.7%
<b>成本与利润</b>					
<b>营业成本</b>	<b>16,124</b>	<b>18,947</b>	<b>21,509</b>	<b>24,703</b>	<b>28,384</b>
毛利率%	19.4%	18.9%	19.1%	18.9%	18.7%
销售费用	1,358	1,550	1,752	1,976	2,227
销售费用率%	6.8%	6.6%	6.6%	6.5%	6.4%
管理费用	794	817	931	1,035	1,162
管理费用率%	4.0%	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%
研发费用	184	178	202	225	258
研发费用率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
财务费用	-41	-55	-36	-43	-55
财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
<b>归母净利润</b>	<b>1,282</b>	<b>1,527</b>	<b>1,756</b>	<b>1,995</b>	<b>2,264</b>
YOY	-15.5%	19.1%	15.0%	13.6%	13.5%
归母净利润率%	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%

数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所



### 3.2 投资建议

持续看好公司传统核心业务具备强渠道力和产品力，渠道端聚焦深耕，线上线下一并进，产品端持续挖潜，高端化、品类扩展驱动产品力精进；新业务办公直销与零售大店持续发展，盈利潜力逐步释放；海外业务发展空间广阔。

考虑到公司为我国文具行业龙头，书写工具市占率领先，选取其他消费品行业市占率地位相似的公牛集团。公司主要产品为文化娱乐用品，选取产品相似的姚记科技、齐心集团。目前公司股价对应 24 年 PE 为 14X，略低于可比公司平均值，考虑到公司作为细分行业龙头的稀缺性，目前估值对应 PE（TTM）分位数处于上市以来 0.06%分位数，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE (倍)			
		2024-08-22	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603195.SH	公牛集团	68.1	38.70	44.62	51.14	58.45	22.74	19.73	17.21	15.06	
002301.SZ	齐心集团	4.58	0.77	2.49	3.05	3.73	42.95	13.26	10.82	8.86	
002605.SZ	姚记科技	18.47	5.62	6.95	7.99	8.70	13.59	11.00	9.57	8.79	
平均值							<b>26.43</b>	<b>14.66</b>	<b>12.53</b>	<b>10.90</b>	
603899.SH	晨光股份	25.80	15.27	17.56	19.95	22.64	15.61	13.58	11.95	10.53	

数据来源：iFind 一致预期，华福证券研究所（晨光股份为华福证券研究所预测）





#### 4 风险提示

**经营管理风险：**随着公司资产规模、销售规模增长，公司的经营管理制度、内控制度、管理人员等各方面都面临新的考验。虽然公司在发展过程中已建立了符合公司自身业务、技术特点的经营管理制度和内控制度，聘用并培养了稳定的核心管理人员，但上述管理制度和管理人员若不能迅速适应公司规模快速扩张，将对公司的经营水平产生不利影响。

**行业需求下降风险：**随着社会转型和消费升级，文具市场呈现结构性发展机会；但长期出生人口下降的背景下，文具行业面临需求收缩、预期转弱、下行压力加大的挑战。如果公司不能及时把握市场发展动向，在产品创新升级、质量管理、销售策略等方面不能及时适应市场变化，公司将面临一定的市场竞争风险。

**办公直销行业竞争风险：**办公直销市场潜力较大，若行业增长放缓，则行业内公司之间的价格竞争可能趋于激烈，从而对公司的办公直销业务的增长及盈利造成不利影响。



图表 28: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,239	6,371	7,871	9,621	营业收入	23,351	26,589	30,454	34,902
应收票据及账款	3,626	3,869	4,195	4,708	营业成本	18,947	21,509	24,703	28,384
预付账款	73	83	95	109	税金及附加	97	110	126	145
存货	1,578	1,792	2,058	2,364	销售费用	1,550	1,752	1,976	2,227
合同资产	0	0	0	0	管理费用	817	931	1,035	1,162
其他流动资产	1,761	1,843	1,905	1,978	研发费用	178	202	225	258
流动资产合计	12,277	13,956	16,123	18,780	财务费用	-55	-36	-42	-55
长期股权投资	37	37	37	37	信用减值损失	-22	-22	-22	-22
固定资产	1,635	1,631	1,637	1,653	资产减值损失	12	12	12	12
在建工程	95	95	95	95	公允价值变动收益	27	27	29	28
无形资产	447	486	501	525	投资收益	-4	0	0	0
商誉	64	64	64	64	其他收益	97	97	97	97
其他非流动资产	759	766	774	764	<b>营业利润</b>	<b>1,931</b>	<b>2,234</b>	<b>2,546</b>	<b>2,895</b>
非流动资产合计	3,037	3,079	3,107	3,138	营业外收入	60	60	60	60
<b>资产合计</b>	<b>15,314</b>	<b>17,035</b>	<b>19,231</b>	<b>21,918</b>	营业外支出	11	11	11	11
短期借款	190	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,979</b>	<b>2,283</b>	<b>2,595</b>	<b>2,944</b>
应付票据及账款	4,854	5,511	6,403	7,442	所得税	336	393	446	506
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,644</b>	<b>1,890</b>	<b>2,148</b>	<b>2,438</b>
合同负债	106	121	138	158	少数股东损益	117	135	153	174
其他应付款	537	537	537	537	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,527</b>	<b>1,756</b>	<b>1,995</b>	<b>2,264</b>
其他流动负债	847	889	934	987	EPS (按最新股本摊薄)	1.65	1.90	2.16	2.45
流动负债合计	6,534	7,058	8,013	9,125					
长期借款	30	80	10	90					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	399	399	399	399					
非流动负债合计	429	479	409	489					
<b>负债合计</b>	<b>6,963</b>	<b>7,537</b>	<b>8,421</b>	<b>9,614</b>					
归属母公司所有者权益	7,833	8,846	10,004	11,325					
少数股东权益	518	653	806	979					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,351</b>	<b>9,498</b>	<b>10,809</b>	<b>12,304</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,314</b>	<b>17,035</b>	<b>19,231</b>	<b>21,918</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,617</b>	<b>2,291</b>	<b>2,662</b>	<b>2,864</b>
现金收益	1,893	2,148	2,404	2,686
存货影响	47	-213	-266	-307
经营性应收影响	-633	-265	-350	-539
经营性应付影响	900	657	892	1,039
其他影响	409	-36	-18	-16
<b>投资活动现金流</b>	<b>30</b>	<b>-311</b>	<b>-297</b>	<b>-306</b>
资本支出	-247	-328	-319	-344
股权投资	2	0	0	0
其他长期资产变化	275	18	22	38
<b>融资活动现金流</b>	<b>-771</b>	<b>-849</b>	<b>-865</b>	<b>-808</b>
借款增加	63	-140	-70	80
股利及利息支付	-470	-928	-1,049	-1,190
股东融资	0	-3	-3	-3
其他影响	-364	222	257	306

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	16.8%	13.9%	14.5%	14.6%
EBIT 增长率	18.6%	16.8%	13.6%	13.2%
归母公司净利润增长率	19.1%	15.0%	13.6%	13.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.9%	19.1%	18.9%	18.7%
净利率	7.0%	7.1%	7.1%	7.0%
ROE	18.3%	18.5%	18.5%	18.4%
ROIC	26.6%	27.3%	27.0%	26.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.5%	44.2%	43.8%	43.9%
流动比率	1.9	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.6	1.7	1.8	1.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.6
应收账款周转天数	50	50	48	46
存货周转天数	30	28	28	28
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.65	1.90	2.16	2.45
每股经营现金流	2.83	2.48	2.88	3.10
每股净资产	8.48	9.57	10.83	12.26
<b>估值比率</b>				
P/E	16	14	12	11
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	168	147	131	117

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn