

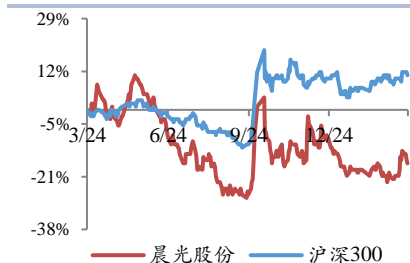
新五年战略领转型，世界级晨光赴征程

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-03-21

收盘价(元)	29.21
近12个月最高/最低(元)	40.09/25.01
总股本(百万股)	924
流通股本(百万股)	924
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	270
流通市值(亿元)	270

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

主要观点：

● 新五年战略显成效，世界级晨光新征程

晨光股份是一家“整合创意价值与服务优势的综合文具供应商和办公服务商”。作为深耕文具行业三十余年的国民品牌，公司主营业务分为三大业务。传统核心业务主要是从事“M&G 晨光”及所属品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品等的设计、研发、制造和销售，以及互联网和电子商务平台晨光科技。两翼业务主要是零售大店业务九木杂物社、晨光生活馆和办公直销业务晨光科力普。2021年，公司启动新一轮五年战略，以“书写可持续的商业未来”为可持续发展愿景，围绕“可持续产品、应对气候变化、可持续的供应链、赋能员工和社区”等方面引领行业可持续发展，以创新与匠心开拓出中国文具品牌升级发展之路。2019-2023年，公司营业收入由111.41亿元增长至233.51亿元，CAGR为20%；公司归母净利润由10.60亿元增长到2023年的15.27亿元，CAGR为10%。2024年前三季度，公司实现营业收入171.1亿元，同比增长7.91%；实现归母净利润10.22亿元，同比下降6.63%。

● 传统核心业务：产品渠道深化变革，从文具向文创生活升级转型

行业层面，随着国内出生率下降、人口结构变化，文具行业已经从靠数量增长过渡至靠质量增长的阶段。国内市场对于中高端文具产品的需求不断提高，摆脱了过去以低端产品为主的市场格局，为质优价高的中高端文具产品提供了机遇。根据国家统计局数据，2019-2024年中国限额以上文化办公用品类商品零售额由3228.30亿元增长至4327.40亿元，CAGR为6%。公司层面，一方面，公司以消费者为中心，优化产品结构，开发培育高品质、强功能产品，提高必备品上柜率。另一方面，公司聚焦重点终端开展单店质量提升，提升终端经营质量和销售，增强客户粘性，实现渠道升级，并积极推动线上业务和海外市场布局。

● 零售大店业务：探索个性化消费，建立中高端文创杂货零售品牌

行业层面，中国零售市场随着经济的复苏及人均可支配收入的上升而增长，其中，由于生活水平的提高以及Z世代个性化消费偏好流行的影响，中国的生活消费品零售市场规模从2018年的3.40万亿元增至2022年的4.04万亿元（约占中国零售市场规模的9.2%），CAGR为4.5%，预计于2027年达到5.96万亿元。公司层面，作为晨光品牌和产品升级的桥头堡和全国领先的中高端文创杂货零售品牌，九木杂物社经营稳健，线下渠道数量持续拓展，门店在产品组合、门店精细化运营以及消费者洞察及服务等方面持续提升，于2023年首次实现盈利，标志着九木杂物社商业模式跑通，后期随着规模扩张，盈利能力有望逐步提升，成为公司新业绩贡献点。

● 办公直销业务：企业采购数字化，科力普行业领跑打造晨光零售“桥头

堡”，文具文创升级扩增量

行业层面，在数字经济大环境下，数字化、电商化、集中化采购已成为中央到地方公共资源交易的主要形式，并从政府机构、央国企、金融机构等阳光化采购起步，开始向大型企业、地方国企渗透，推动办公直销市场蓬勃发展。公司层面，晨光科力普顺应政府采购阳光化、公开化、透明化的要求，也基于企业提高采购效率、降低非生产性办公及行政用品采购成本的需求，通过提升服务品质、丰富产品品类、加强客户挖掘和提升内占比、建设全国供应链体系，不断增强核心竞争力，持续引领行业风向标。

● 盈利预测及投资建议

我们看好公司作为国内文具文创头部公司，新五年战略改革效果显著。传统核心业务品牌、产品、渠道端优势明显，零售大店业务已跑通商业模式，办公直销业务渠道端壁垒深厚，一体两翼业务发展逻辑清晰。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 250.00/280.57/309.37 亿元，分别同比增长 7.1%/12.2%/10.3%，归母净利润分别为 15.08/17.07/18.98 亿元，分别同比变动-1.2%/13.2%/11.2%。截至 2025 年 3 月 20 日，EPS 分别为 1.63/1.85/2.05 元，对应 PE 分别为 17.89/15.81/14.22 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

经营管理风险，市场风险，财税政策风险，宏观政策风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23351	25000	28057	30937
收入同比 (%)	16.8%	7.1%	12.2%	10.3%
归属母公司净利润	1527	1508	1707	1898
净利润同比 (%)	19.1%	-1.2%	13.2%	11.2%
毛利率 (%)	18.9%	18.8%	18.6%	18.5%
ROE (%)	19.5%	17.8%	18.4%	18.5%
每股收益 (元)	1.66	1.63	1.85	2.05
P/E	22.65	17.89	15.81	14.22
P/B	4.44	3.19	2.91	2.63
EV/EBITDA	12.61	8.65	7.46	6.36

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 3 月 20 日收盘价计算）

正文目录

1 新五年战略显成效，世界级晨光新征程	6
1.1 一体两翼协同发展，国民文具历久弥新	6
1.2 高管深耕行业多年，频繁回购彰显信心	9
1.3 两翼业务稳步增长，积极拓展国际市场	11
2 传统核心业务：产品渠道深化变革，从文具向文创生活升级转型	13
2.1 行业：存量市场稳健，增量消费可期	13
2.2 公司：产品减量提质，渠道深化布局	17
3 零售大店业务：探索个性化消费，建立中高端文创杂货零售品牌	22
3.1 行业：线下消费复苏，个性化消费崛起	22
3.2 公司：品牌和产品升级的桥头堡，九木杂物社跑通商业模式	24
4 办公直销业务：企业采购数字化，科力普行业领跑	26
4.1 行业：数字化转型日趋成熟，办公直销市场蓬勃发展	26
4.2 公司：“仓储+物流+平台+客户”，齐筑核心价值链	29
5 盈利预测及投资建议	32
6 风险提示	33
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 晨光股份发展历程.....	6
图表 2 晨光品牌业务矩阵.....	7
图表 3 科力普业务概况.....	7
图表 4 九木杂物社旗舰产品概况.....	8
图表 5 2016-2023 年中国二次元用户规模及 YOY (亿人, %)	9
图表 6 2024-2029 年中国二次元产业规模预测及 YOY (亿元, %)	9
图表 7 公司股权结构图 (截至 2024Q3)	9
图表 8 公司核心管理层团队情况.....	10
图表 9 公司股权激励计划.....	11
图表 10 2019-2023 年公司分红金额及分红率 (亿元, %)	11
图表 11 2020-2024 年前三季度公司营业收入及 YOY (亿元, %)	12
图表 12 2019-2024 年前三季度公司归母净利润及 YOY.....	12
图表 13 2020-2023 年公司分业务营收及 YOY (亿元, %)	12
图表 14 2020-2023 年公司分业务净利润及 YOY (亿元, %)	12
图表 15 2019-2024H1 公司分地区营收及 YOY (亿元, %)	13
图表 16 2019-2024H1 公司分地区毛利率 (%)	13
图表 17 2020-2024H1 公司费用率 (%)	13
图表 18 2020-2024 年前三季度公司归母净利润率 (%)	13
图表 19 2020-2029 年中国 K12 人口规模及 YOY (万人, %)	14
图表 20 2019-2024 年中国限额以上文化办公用品类商品零售额及 YOY (亿元, %)	14
图表 21 2015-2024 年文具生产景气指数及价格指数.....	14
图表 22 2019-2030 年全球书写工具销售额及 YOY (亿美元, %)	14
图表 23 2022-2026 年素质教育市场规模及 YOY (亿元, %)	15
图表 24 2020-2023 年公考、研考、教资报考人数及 YOY (万人, %)	15
图表 25 2021 年文具行业收入细分品类占比.....	15
图表 26 2024 年文创产品购买品类偏好.....	15
图表 27 2024 年中日文具企业主要产品线上价格对比.....	15
图表 28 2018-2024 年日本文具生产指数及 CPI.....	16
图表 29 1981-2023 年日本人均 GDP 及出生率 (美元, %)	16
图表 30 2023 年中国文具企业市占率.....	17
图表 31 2023 年日本文具企业市占率.....	17
图表 32 公司传统核心业务四大产品赛道战略.....	17
图表 33 公司传统文具产品发展战略.....	18
图表 34 联名 IP 与传统文具对比.....	19
图表 35 2019-2023 年公司办公文具、书写工具、学生文具单价及 YOY (元/支, %)	19
图表 36 2019-2023 年公司其他产品单价及 YOY (元/支, %)	19
图表 37 2020-2024 年前三季度公司分产品营收结构化占比 (%)	20
图表 38 2020-2024 年前三季度公司分产品营收同比变化率 (%)	20
图表 39 2011-2024H1 公司零售终端数量 (万家)	21

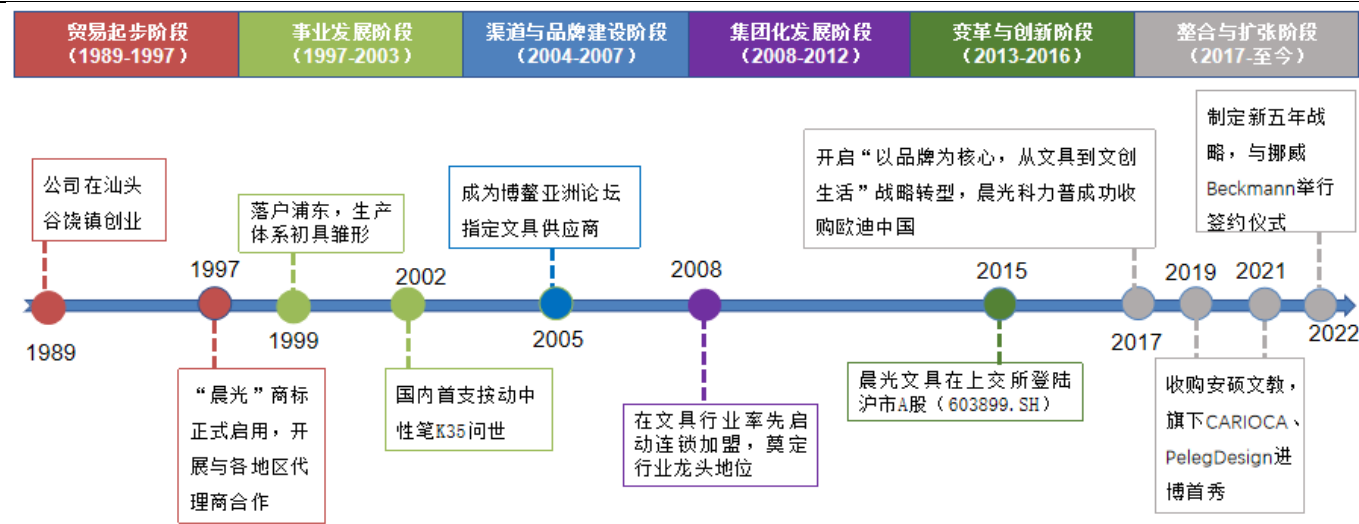
图表 40 2013-2023 年公司零售直营大店数量 (家)	21
图表 41 2019-2024H1 晨光科技营收及占总营收比例 (亿元, %)	21
图表 42 2019-2024H1 公司外销收入及 YOY (亿元, %)	22
图表 43 2018-2027 年中国零售市场规模及 YOY (万亿元, %)	23
图表 44 2018-2027 年中国生活消费品零售市场规模及 YOY (十亿元, %)	23
图表 45 2018-2027 年分类别零售市场规模 (十亿元)	23
图表 46 2022 年生活消费品零售市场占比 (%)	23
图表 47 中国线下零售市场供应链	24
图表 48 零售大店业务品牌情况	24
图表 49 2015-2024H1 零售大店业务门店数 (家)	25
图表 50 2015-2024H1 零售大店业务营业收入 (亿元)	25
图表 51 2022 年中国潮流零售市场市占率 (%)	26
图表 52 九木杂物社	26
图表 53 公共采购行业上下游渠道布局总结	27
图表 54 2017-2023 年中国生产性和非生产性物资采购额 (万亿元)	27
图表 55 2017-2023 年 MRO 采购额以及 YOY (万亿元, %)	27
图表 56 2016-2023 年央企国企集中采购率、公开采购率、上网采购率、电子招标率 (%)	28
图表 57 2021-2022 年央企国企数字化采购渗透率 (%)	28
图表 58 办公直销行业数字化采购模式	28
图表 59 2017-2023 年全国数字化采购总额及 YOY (万亿元, %)	29
图表 60 2017-2023 年全国数字化采购渗透率 (%)	29
图表 61 2016-2023 年科力普营业收入、净利润及 YOY (亿元, %)	29
图表 62 科力普智慧物流仓储系统	30
图表 63 公司 IPD 模式	30
图表 64 晨光科力普平台场景模式	31
图表 65 晨光科力普 BPM 业务流程引擎	31
图表 66 科力普服务客户名单	31
图表 67 公司分业务收入预测 (百万元)	32
图表 68 盈利预测和估值	33
图表 69 可比公司估值	33

1 新五年战略显成效，世界级晨光新征程

1.1 一体两翼协同发展，国民文具历久弥新

晨光股份是一家“整合创意价值与服务优势的综合文具供应商和办公服务商”。作为深耕文具行业三十余年的国民品牌，公司主营业务分为三大业务。传统核心业务主要是从事“M&G 晨光”及所属品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品等的设计、研发、制造和销售，以及互联网和电子商务平台晨光科技。两翼业务主要是零售大店业务九木杂物社、晨光生活馆和办公直销业务晨光科力普。2021年，公司启动新一轮五年战略，以“书写可持续的商业未来”为可持续发展愿景，围绕“可持续产品、应对气候变化、可持续的供应链、赋能员工和社区”等方面引领行业可持续发展，以创新与匠心开拓出中国文具品牌升级发展之路。2021年11月，公司收购挪威高端专业护脊书包品牌 Beckmann，向世界级晨光的愿景又迈进重要一步。

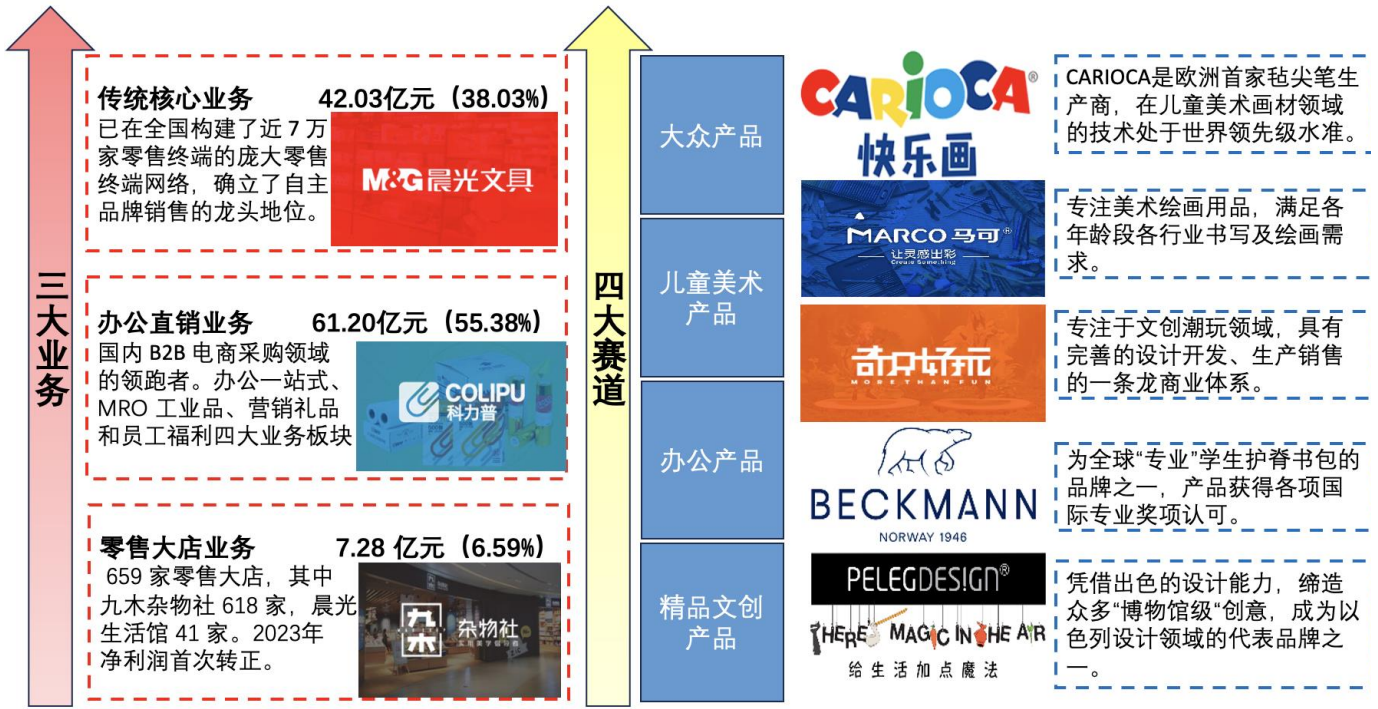
图表 1 晨光股份发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司传统核心业务方向分为四大赛道。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。在细分品类市场上，深挖经典产品在不同渠道的销售潜力，线上渠道协同联动，形成分销明星单品。2024年，围绕纸品品类，开展了长线品及重点产品上柜提升，Meeboki系列产品受到市场的欢迎。精品文创产品赛道聚焦头部单品的开发和培育。优化产品结构，线上着力全品类布局推广培育，聚焦头部店铺的开发。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。儿童美术产品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。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。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端对产品品类认知。

图表 2 晨光品牌业务矩阵



资料来源：公司官网，华安证券研究所（图示为 2024 年 H1 营收和营收占比）

转型办公直销业务，开辟新增长曲线。2012 年，公司成立控股子公司晨光科力普进军办公直销业务。晨光科力普作为晨光旗下 B2B 综合电商平台，通过供应链扁平化为客户持续提供降本增效的一站式服务采购解决方案。主要致力于为政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业提供高性价比的一站式采购服务，内容涵盖办公物资采购、MRO 工业品、营销礼品、员工福利四大板块。一方面，公司在全国建成百万平方米超大商品存储仓库、自建 7 大区域配送中心。另一方面，公司采用 AGV 仓储拣货系统、WMS 仓储管理系统、TMS 配送管理系统、G7 车辆管理系统等智能化应用，并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，以提供优质服务 and 降低规模成本。此外，还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，高效响应订单，为客户提供及时、准确的服务。

图表 3 科力普业务概况



资料来源：科力普官网，华安证券研究所

转型文具文创破局，树立晨光零售桥头堡。九木杂物社新的五年战略的定位是成为晨光品牌和产品升级的桥头堡和全国领先的中高端文创杂货零售品牌。零售大店通过增加晨光品牌露出，带动公司的高端化产品开发、零售能力，提供及时消费者信息和洞察。过去三年积累沉淀的零售运营能力发挥作用，零售大店在产品组合、精细化运营等方面都大幅提升，线下渠道持续拓展，开店速度恢复。文创文具日益成为九木杂物社的核心品类，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。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。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。持续升级学霸会员经营体系，会员系统运行良好，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。

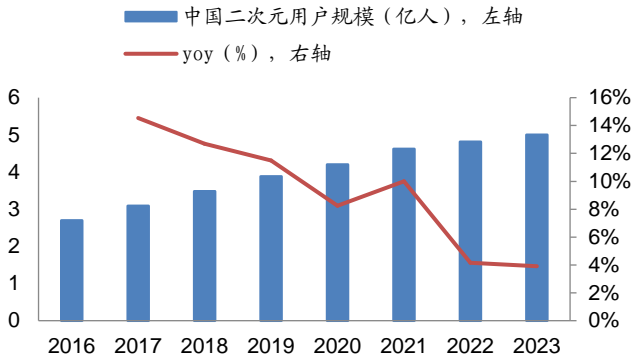
图表 4 九木杂物社旗舰产品概况



资料来源：九木杂物社官网，华安证券研究所

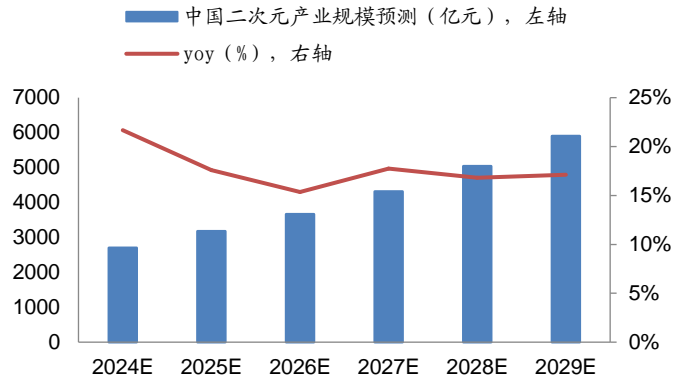
“谷子经济”商业模式逐渐成熟，拔升公司估值空间。在二次元文化的普及与核心用户群体快速增长下，二次元文化中的周边产品能够持续为年轻人提供情感满足，推动“谷子经济”兴起。根据前瞻产业研究院数据，2016-2023年，中国泛二次元用户规模从2.7亿人增长至5亿人，CAGR为9%，主要由年轻人构成，并呈现出多年龄层覆盖的趋势，预计2026年将增长至5.2亿人。中国二次元产业规模从189亿元增长至2219亿元，CAGR为42%，预计2029年将增长至5900亿元。一方面，二次元消费者的价值认同感及个性化需求较强，普遍溢价支付能力较高，“谷子”通过自有IP与授权IP结合，能够提升传统产品单价和销量，从而推动企业营收增长；另一方面，随着AI技术的不断发展，AI与“谷子”结合有望带领谷子经济进入“智谷”时代，带来新的产业投资机会。2024年以来，“谷子经济”的快速发展，带动相关企业估值得到拔升，公司通过“米菲兔”“故宫文化”“航海王”“小王子”等IP创新与合作，升级品牌与产品体系，推动从文具到文创生活的升级转型，并探索文创生活的新零售模式——九木杂物社，布局“谷子经济”，有望带来价值重估。

图表 5 2016-2023 年中国二次元用户规模及 yoy (亿人, %)



资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

图表 6 2024-2029 年中国二次元产业规模预测及 yoy (亿元, %)

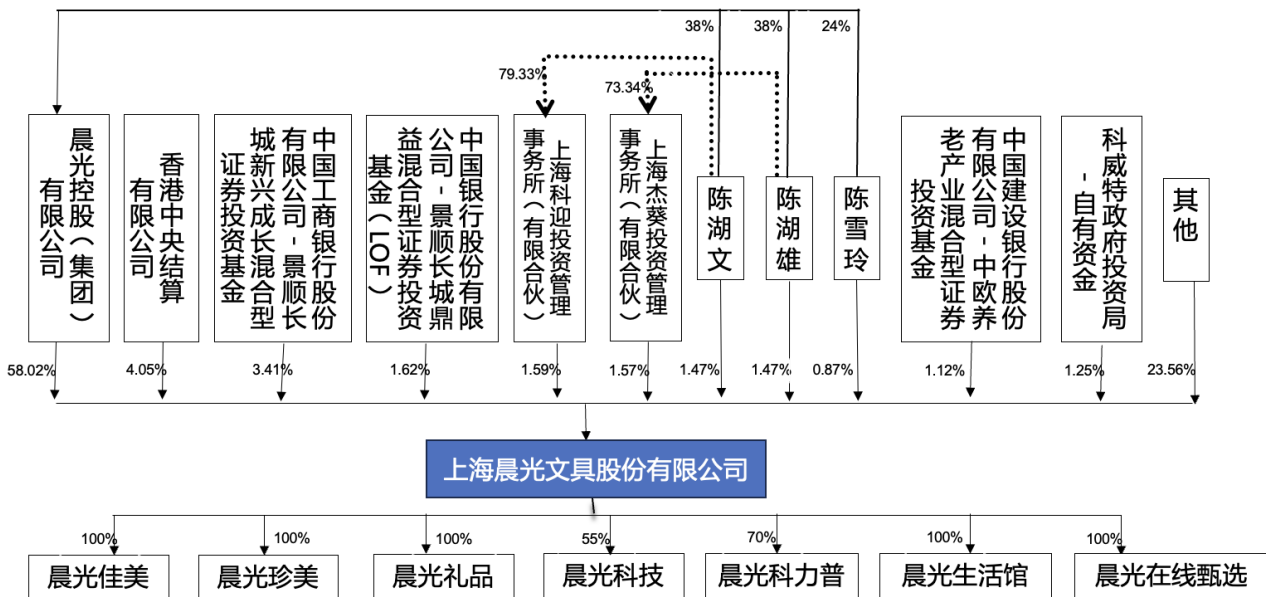


资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

1.2 高管深耕行业多年, 频繁回购彰显信心

创始团队陈氏三姐弟为公司实际控制人。截至 2024 年 Q3, 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 64.99%。子公司中, 晨光珍美主要负责 KA 销售业务, 即主要针对大润发、沃尔玛、家乐福等全国性的连锁零售商; 晨光礼品主要负责连锁销售的运营、管理及维护; 晨光科力普主要负责办公文具直销业务; 晨光生活馆主要负责直营旗舰店业务; 晨光佳美主要负责外贸业务; 上海晨光、广州晨光、义乌晨兴、郑州晨光和哈尔滨晨光均为晨光礼品子公司, 负责各自区域内的渠道运营、管理及维护。晨光在线甄选是 2024 年 1 月设立的全资子公司, 负责线上零售。

图表 7 公司股权结构图 (截至 2024Q3)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

核心管理层团队稳定，经验丰富且熟悉公司经营情况。董事长陈湖文 2014 年起担任公司董事长，1997 年起涉足文具办公制造行业，是晨光集团的创始人之一，曾任上海中韩晨光文具制造有限公司总经理。总裁陈湖雄 1995 年起涉足文具制造行业，具有 20 余年管理经验，2014 年起担任本公司副董事长、总裁。副总裁陈雪玲 1997 年起涉足文具制造行业，是晨光集团的创始人之一，曾任公司生产中心副总经理，现任本公司董事、副总裁。副总裁付昌加入公司近 20 年，熟悉公司营销生产情况，2006 年 5 月加入晨光文具，先后担任营销中心副总监，生产中心总监，现任本公司董事、副总裁。副总裁周永敢具有丰富的管理经验，2005 年 8 月加入晨光，先后担任董事长助理、营销中心副总监、总监、办公事业部总经理。

图表 8 公司核心管理层团队情况

姓名	职务	履历
陈湖文	董事长	1970 年 7 月出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，清华大学经济管理学院硕士，明尼苏达大学卡尔森管理学院博士。1997 年起涉足文具办公制造行业，2007 年起涉足 PE 股权投资，2015 年起涉足股票债券金融投资，是晨光控股（集团）有限公司的创始人之一。曾任上海中韩晨光文具制造有限公司总经理。现任上海晨光文具股份有限公司董事长、上海晨光科力普办公用品有限公司董事长。陈湖文先生曾获得全国轻工行业劳动模范、2013 年上海市“十大品牌领军人物”等荣誉。
陈湖雄	总裁、副董事长	1970 年 7 月出生，男，中国国籍，拥有新加坡永久居留权，长江商学院高级工商管理硕士。1995 年起涉足文具制造行业，2001 年至 2004 年任上海中韩晨光文具制造有限公司总经理，2004 年至 2009 年任上海中韩晨光文具制造有限公司董事长，现任上海晨光文具股份有限公司副董事长、总裁，兼任中国制笔协会副理事长，中国制笔协会圆珠笔专业委员会副主任，中国制笔产业技术创新联盟理事长。荣获“2019—2020 年度上海市优秀企业家提名奖”。
陈雪玲	董事、副总裁	1967 年 10 月出生，女，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，1997 年起涉足文具制造行业，是晨光控股（集团）有限公司的创始人之一。曾任上海晨光文具股份有限公司生产中心副总经理。现任上海晨光文具股份有限公司董事、副总裁。
付昌	董事、副总裁	1970 年 1 月出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，工商管理硕士（EMBA）。曾任武汉玛丽文化用品有限公司总经理，2006 年 5 月加入晨光，先后担任营销中心副总监，生产中心总监。现任上海晨光文具股份有限公司董事、副总裁。
周永敢	副总裁	1975 年 10 月出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，上海海事大学硕士研究生，北京大学工商管理硕士（EMBA）。2005 年 8 月加入晨光，先后担任董事长助理、营销中心副总监、总监、办公事业部总经理。现任上海晨光文具股份有限公司副总裁。
朱益平	监事会主席	1959 年 3 月出生，女，中国国籍，大专学历。曾任江苏生命集团有限公司副总经理、上海宇汇实业有限公司副总经理。2003 年 5 月加入晨光。历任上海中韩晨光文具制造有限公司财务总监、上海晨光文具股份有限公司财务中心副总经理。现任晨光控股（集团）有限公司内控负责人。
汤先保	财务总监	1982 年 1 月出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。曾任职于德邦物流股份有限公司，历任人事总监、董事会秘书、资本运营本部总裁、财务本部总裁、集团副总裁、集团高级副总裁。现任上海晨光文具股份有限公司财务总监。
白凯	董事会秘书	1983 年 12 月出生，男，中国国籍，无永久境外居留权，研究生学历。2011 年加入晨光，先后担任董事会干事、证券事务代表。现任上海晨光文具股份有限公司董事会秘书。

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

持续建立完善公司长效激励机制。首先，公司基于对未来发展的信心，积极维护公司和股东利益，建立完善公司长效激励机制，积极推行回购股份的方案。例如 2020 年限制性股票激励计划，对高管、核心技术人员进行长期激励，并相应制定了配套的考核办法和考核管理。考核指标设置为以 2019 年营收、归母净利润为基数，2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 15%、45%、75%；2021-2023 年归母净利润收入增长率分别不低于 10%、34%、66%。2022 年 11 月-2023 年 2 月，

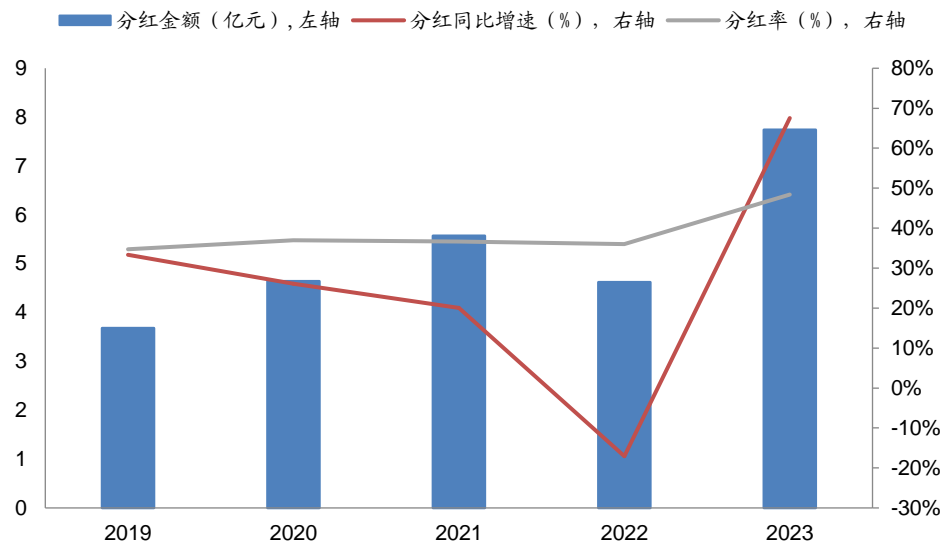
公司通过集中竞价交易方式回购公司股份 285.80 万股，回购金额合计 1.5 亿元。其次，公司自上市以来累计分红 8 次，累计分红金额为 33.61 亿元，2023 年，公司拟每 10 股派发 8 元现金红利，现金分红金额 7.74 亿元，分红率 50.74%，分红率首次超过 50%。公司不仅保障持续稳定的分红政策，还积极通过现金分红等利润分配方式为投资者带来长期、稳定的投资回报。

图表 9 公司股权激励计划

	2021 年股票期权激励计划	2022 年限制性股票激励计划	2023 年限制性股票激励计划
营业收入目标 (亿元)	161.55	194.97	194.97
当年发生额 (实现率)	176.07 (108.99%)	199.96 (102.56%)	233.51 (119.77%)
归母净利润目标 (亿元)	14.21	17.60	17.60
当年发生额 (实现率)	15.18 (106.85%)	12.82 (72.84%)	15.27 (86.76%)
当年激励计划	以 2019 年为基数，2020 年营业收入增长率不低于 15%，2020 年净利润增长率不低于 10%。	以 2019 年为基数，2021 年营业收入增长率不低于 45%，2021 年净利润增长率不低于 34%。	以 2019 年为基数，2023 年营业收入增长率不低于 75%，2023 年净利润增长率不低于 66%。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 10 2019-2023 年公司分红金额及分红率 (亿元, %)



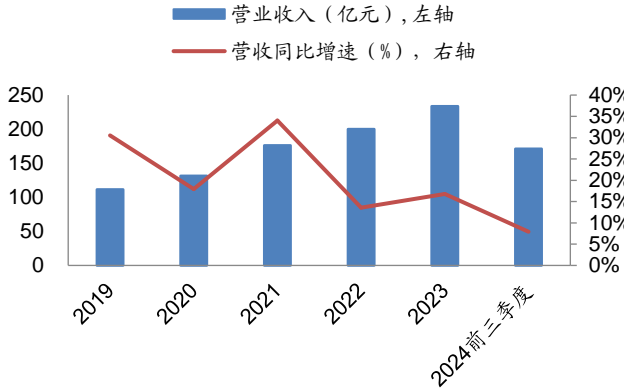
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 两翼业务稳步增长，积极拓展国际市场

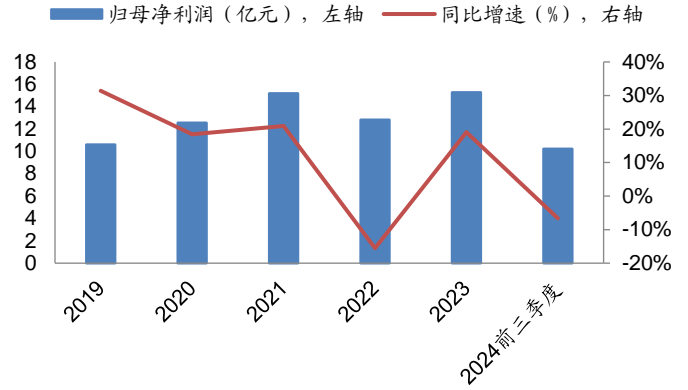
主营业务稳健发展，营收规模逐年稳步增长。2019-2023 年，公司营业收入由 111.41 亿元增长至 233.51 亿元，CAGR 为 20%；公司归母净利润由 10.60 亿元增长到 2023 年的 15.27 亿元，CAGR 为 10%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 171.1 亿元，同比增长 7.91%；实现归母净利润 10.22 亿元，同比下降 6.63%。20

24年，外部环境错综复杂，国内有效需求不足，消费者消费偏好、购买习惯和消费场景持续变化，但公司全面推进传统核心业务稳定发展，持续发展壮大新业务晨光科力普和九木杂物社，经营整体稳健。

图表 11 2020-2024 年前三季度公司营业收入及 yoy (亿元, %)



图表 12 2019-2024 年前三季度公司归母净利润及 yoy (亿元, %)

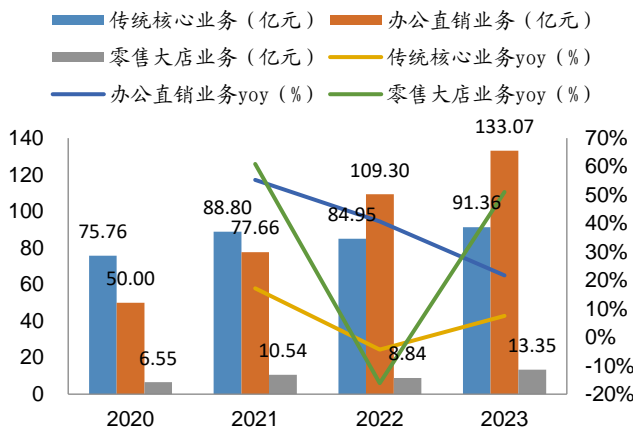


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

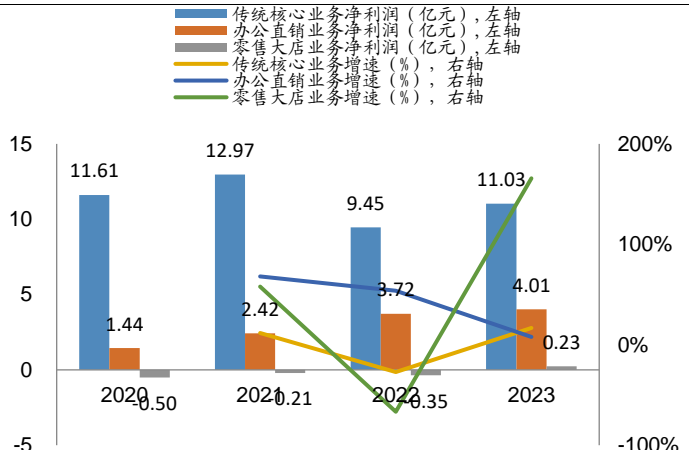
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

分业务来看，传统业务收入占比下降，科力普业务保持快速增长。2020-2023 年，公司传统业务营收从 75.76 亿元增长至 91.36 亿元，CAGR 为 6%；净利润从 11.61 亿元降低至 11.03 亿元，CAGR 为 -2%，公司持续推进传统核心业务的全渠道布局，确保业务稳健发展。2020-2023 年，办公直销业务营收从 50.00 亿元增长至 133.07 亿元，CAGR 为 39%；净利润从 1.44 亿元增长至 4.01 亿元，CAGR 为 41%，公司办公直销业务凭借专业的电子化交易系统、智慧化仓储物流管理体系、优质的产品供应链及个性化服务持续快速增长。2020-2023 年，零售大店业务从 6.55 亿元增长至 13.35 亿元，CAGR 为 27%；净利润从 -0.5 亿元增长至 0.23 亿元，伴随着商场客流的恢复，九木杂物社的线下门店快速复苏，经营质量持续优化。

图表 13 2020-2023 年公司分业务营收及 yoy (亿元, %)



图表 14 2020-2023 年公司分业务净利润及 yoy (亿元, %)



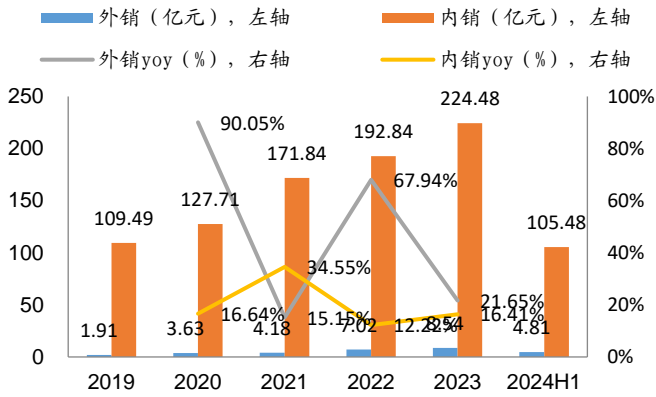
资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

分区域来看，积极探索非洲、东南亚市场，海外收入快速增长。公司一直坚持全球化布局，提升产品海外竞争力，2019-2023 年，公司外销营业收入由 1.91 亿元增长至 8.54 亿元，CAGR 为 45%。2024 年上半年，公司实现外销营业收入 4.81 亿元，同比增长 14.77%；外销毛利率为 33.87%，同比提升 5.45pct。公司积极探索

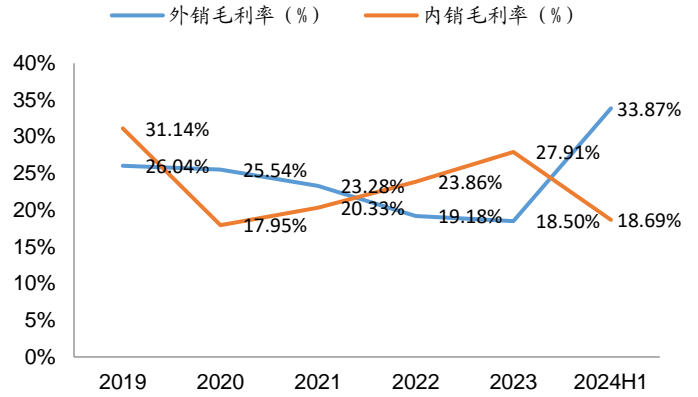
非洲市场,以让当地学生“拥有能用得起的好文具”为使命,开展产品推荐活动。也在东南亚市场积极进行渠道布局,提升经营质量,进一步提高晨光品牌的影响力。

图表 15 2019-2024H1 公司分地区营收及 yoy (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

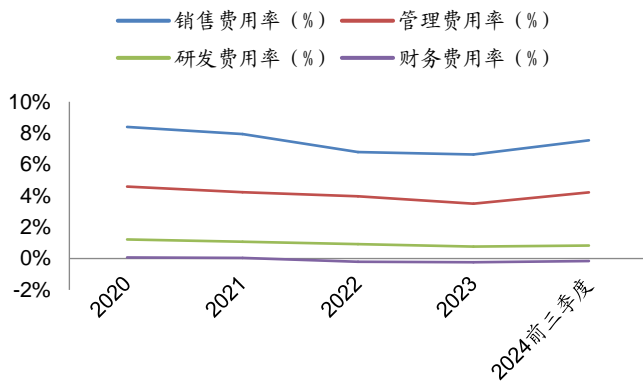
图表 16 2019-2024H1 公司分地区毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

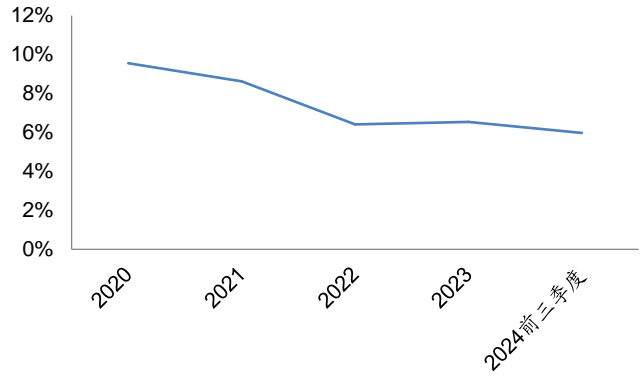
重视管理和销售渠道投入, 盈利能力短期承压。公司利用庞大的零售终端网络,在竞争激烈的文具市场中拓宽自主品牌销售的领先优势,销售支出从2020年的11.03亿元增长至2023年的15.50亿元,但销售费用率由8.40%降低至6.64%。2024年前三季度,公司销售/管理/研发/财务费用率分别为7.54%/4.22%/0.83%/-0.16%,同比+0.44%/+0.11%/-0.08%/+0.10pct。2024年前三季度,公司归母净利率为5.97%,同比下降0.93pct,盈利能力短期承压。

图表 17 2020-2024H1 公司费用率 (%)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 18 2020-2024 年前三季度公司归母净利润率 (%)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

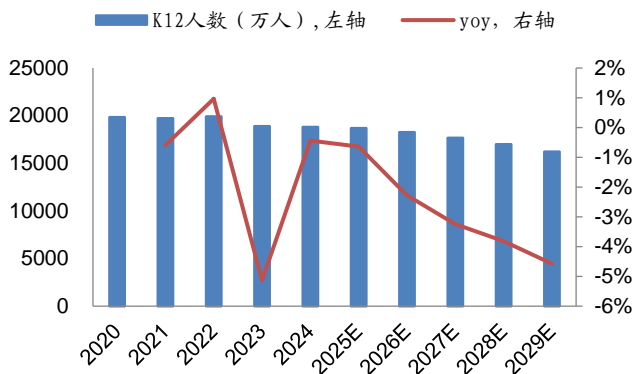
2 传统核心业务: 产品渠道深化变革, 从文具向文创生活升级转型

2.1 行业: 存量市场稳健, 增量消费可期

教育减负偏短期冲击, 市场规模仍缓慢增长。从消费人群看, 文具行业面向的是约3亿的学生群体和1亿左右办公群体的刚需市场。随着国内出生率下降, 人口

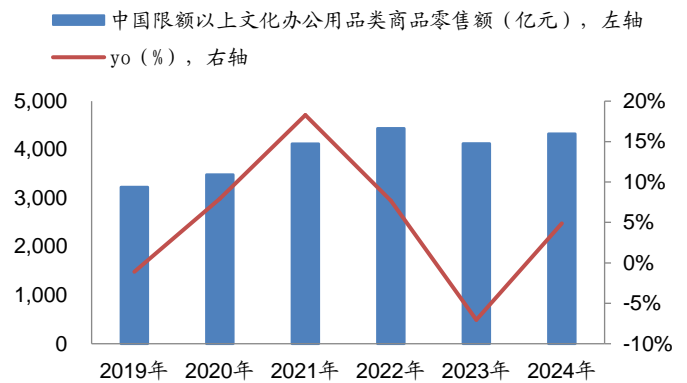
结构变化, 文具行业已经从靠数量增长过渡至靠质量增长的阶段。据观研天下预测 2020-2029 年期间, 作为主力消费群体 K12 人口规模预计从 1.98 亿人减少至 1.62 亿人, CAGR 为 -2%。从消费规模看, 随着一系列阳光采购政策出台, 政府机构、国企、央企涉及的办公直销市场空间逐步释放, 市场仍具有强大的发展韧性和发展活力。根据国家统计局数据, 2019-2024 年中国限额以上文化办公用品类商品零售额由 3228.30 亿元增长至 4327.40 亿元, CAGR 为 6%。根据 QYResearch 最新调研报告显示, 2023 年全球文具收入为 1,870 亿美元, 预计 2030 年达到 2,500 亿美元, 2024-2030 年的 CAGR 为 4.13%。

图表 19 2020-2029 年中国 K12 人口规模及 yoy (万人, %)



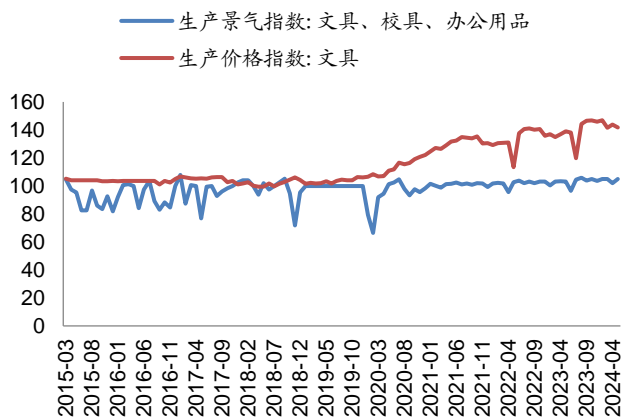
资料来源: 观研天下, 华安证券研究所

图表 20 2019-2024 年中国限额以上文化办公用品类商品零售额及 yoy (亿元, %)



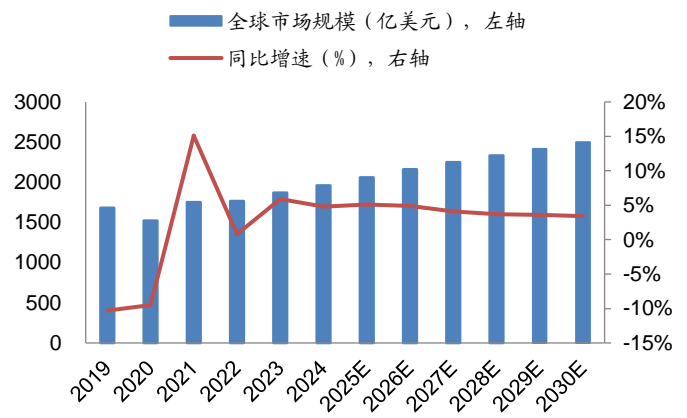
资料来源: Wind, 国家统计局, 华安证券研究所

图表 21 2015-2024 年文具生产景气指数及价格指数



数据来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

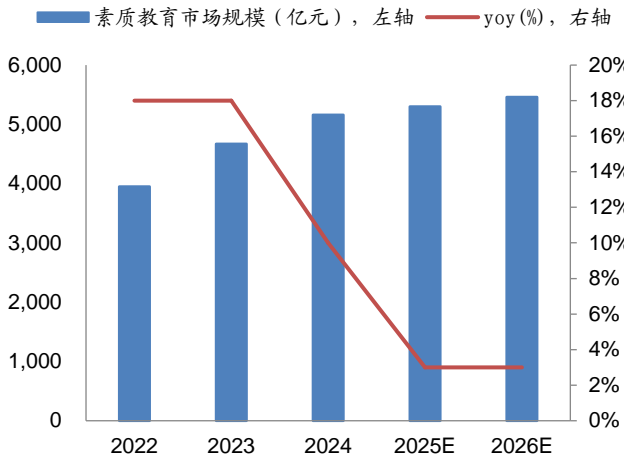
图表 22 2019-2030 年全球书写工具销售额及 yoy (亿美元, %)



资料来源: QYResearch, 华安证券研究所

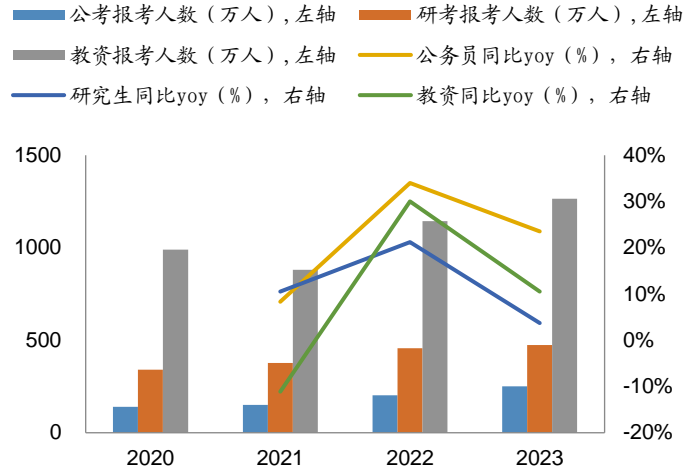
“双减”政策冲击效应明显, 开拓教培蓝海成局部解。虽然“双减”政策降低了 K12 市场增速, 但政策鼓励素质教育、职业教育等行业的发展, 有望贡献文具增量需求。根据艾媒咨询预测, 2022-2026 年我国素质教育市场规模从 3,950 亿元增长至 5,460 亿元, CAGR 为 8%。从学历职业教育来看, 2023 年在学研究生人数高达 388.3 万人。根据国家统计局的数据, 2020-2023 年全国研究生报考人数从 341 万人增长至 474 万人, CAGR 为 12%。从非学历教育培训市场来看, 其中公考培训、研考培训占比较大。根据国家统计局的数据, 2020-2023 年全国公考报考人数从 140 万人增长至 250 万人, CAGR 为 21%。从职业教育市场来看, 2020-2023 年教师资格证报考人数从 990 万人增长至 1,265 万人, CAGR 为 9%。

图表 23 2022-2026 年素质教育市场规模及 yoy (亿元, %)



资料来源: 摩根士丹利, 艾媒咨询, 华安证券研究所

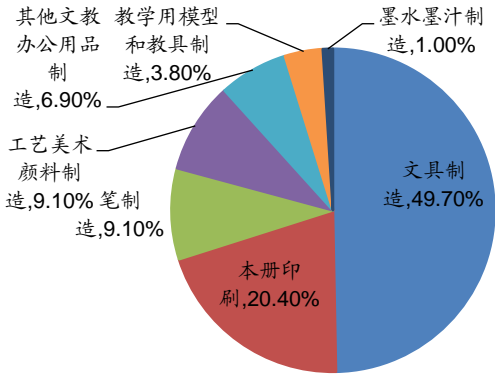
图表 24 2020-2023 年公考、研考、教资报考人数及 yoy (万人, %)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

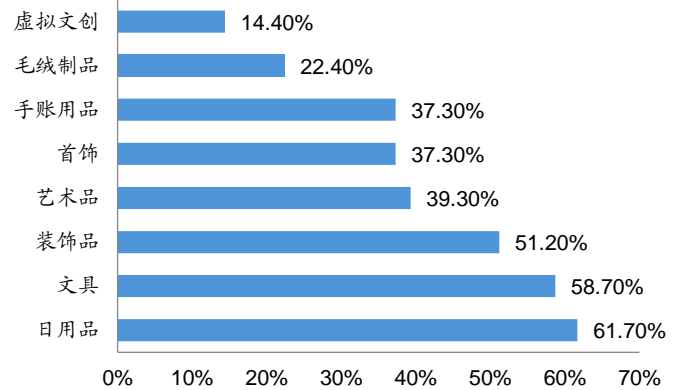
聚焦文具定位革新, 发力产品细分赛道寻生机。 国内市场对于中高端文具产品的需求不断提高, 摆脱了过去以低端产品为主的市场格局, 为质优价高的中高端文具产品提供了机遇。分品类占比来看, 制笔和本册仍占行业主导地位。根据华经产业研究院的数据, 2021 年文具、本册占比分别为 49.70%、20.40%。从购买偏好来看, 传统文具产品的升级创新以及新兴文创产品如手账等带动文具制造行业增量消费崛起。根据 Mob 研究院的数据, 2024 年文创产品购买品类偏好中文具类、手账类占比分别为 58.7%、37.3%。

图表 25 2021 年文具行业收入细分品类占比



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

图表 26 2024 年文创产品购买品类偏好







资料来源: Mob 研究院, 华安证券研究所

优秀品控引领文具升级, 产品蕴含匠心设计。 从日本文具行业头部公司变革经验来看, 领先品牌一方面加大研发力度, 以科技创造高附加值, 另一方面定价寻求价格平衡点。例如, 无印良品以差异化产品战略为指引, 大力宣传 PILOT 的品牌形象, 重点推广高品质、高功能、高附加值的产品, 例如 Juice 系列、Frixion 系列等。相较于日本文具企业, 中国文具企业可以在产品组合、精细化运营以及消费者洞察及服务等方面有所发力, 以优质的产品和设计提升文具产品的高附加值。

图表 27 2024 年中日文具企业主要产品线上价格对比

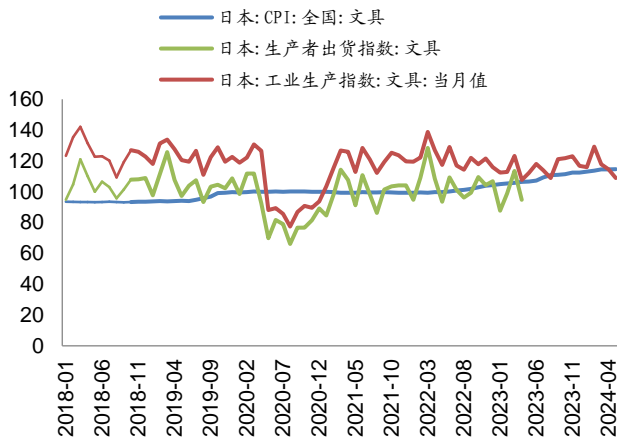
日式文具 (国誉) 产品价格	中国文具对应产品价格

产品型号	产品形象	产品类型	价格	晨光	得力	真彩
WSG-PR6M3055		中性笔	5.9 元/支	1.96 元/支	1.98 元/支	1.97 元/支
PPQ-200		钢笔	27.8 元/支	8.9 元/支	6.9 元/支	6.9 元/支
JNXKCB		可擦笔	4.8 元/支	4.21 元/支	4.4 元/支	4.1 元/支
Campus		笔记本	5.5 元/本	1.5 元/支	1.9 元/支	/

资料来源：淘宝，天猫官方旗舰店，华安证券研究所

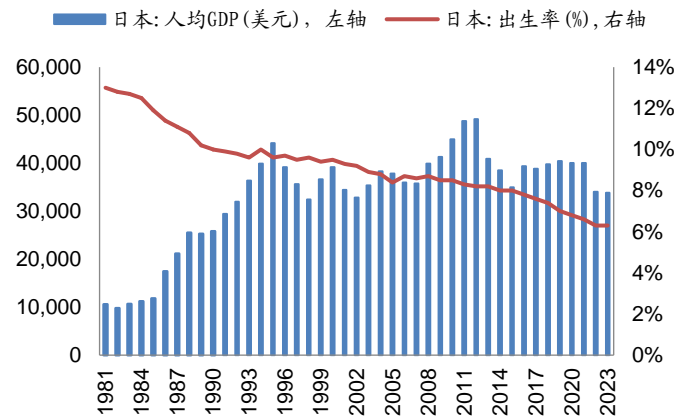
对标日本，中国文具行业集中度仍有提升空间。根据欧睿数据，2023 年日本前 5 大文具企业市占率综合高达 62.7%，对比国内前五大文具企业市占率为 39.9%，其中晨光占比 24.8%，得力占比 7.5%，其余文具企业均低于 3%，中国文具产业集中度尚有提升空间。并且观察 2018-2024 年日本文具行业繁荣变迁，我们认为文具行业与经济关联度更高，疫情冲击和减负教育压制偏短期，消费升级才是驱动规模成长的主要因素。长期来看，居民消费指数与文具行业发展呈正相关趋势。随着市场的不断发展，文具行业的市场集中度逐步提高，行业整合空间进一步打开，优质的品牌文具企业占据市场有利地位，市场份额向头部企业集中。

图表 28 2018-2024 年日本文具生产指数及 CPI



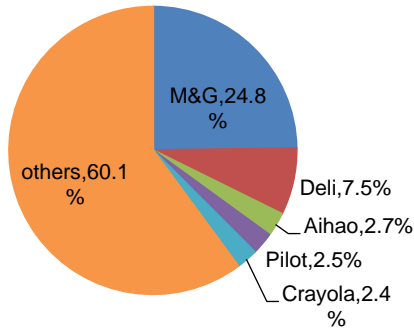
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 29 1981-2023 年日本人均 GDP 及出生率 (美元, %)



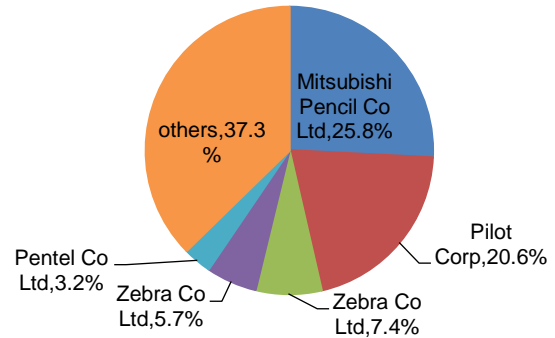
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 30 2023 年中国文具企业市占率



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 31 2023 年日本文具企业市占率



资料来源：欧睿，华安证券研究所

2.2 公司：产品减量提质，渠道深化布局

四大赛道齐发力，推动传统核心业务稳健发展。公司以消费者为中心，优化产品结构，开发培育高品质、强功能产品，提高必备品上柜率。进一步拓展品牌阵营、丰富产品线，通过内部自主孵化及与外部 IP 合作相结合的方式，结合国际化设计资源，为消费者提供更多样化的购买选择。大众产品赛道持续开发满足大众(学生、办公)人群刚需的产品，为用户带来品类齐全、品质可靠、功能主流的文具产品；精品文创产品赛道聚焦长线单品的开发和推广；儿童美术产品赛道推动“食品级、易可洗、抗菌”高端化主题产品一盘货；办公产品赛道加强办公产品的开发和推广，关键品类常销品优化升级，激发创新活力。

图表 32 公司传统核心业务四大产品赛道战略

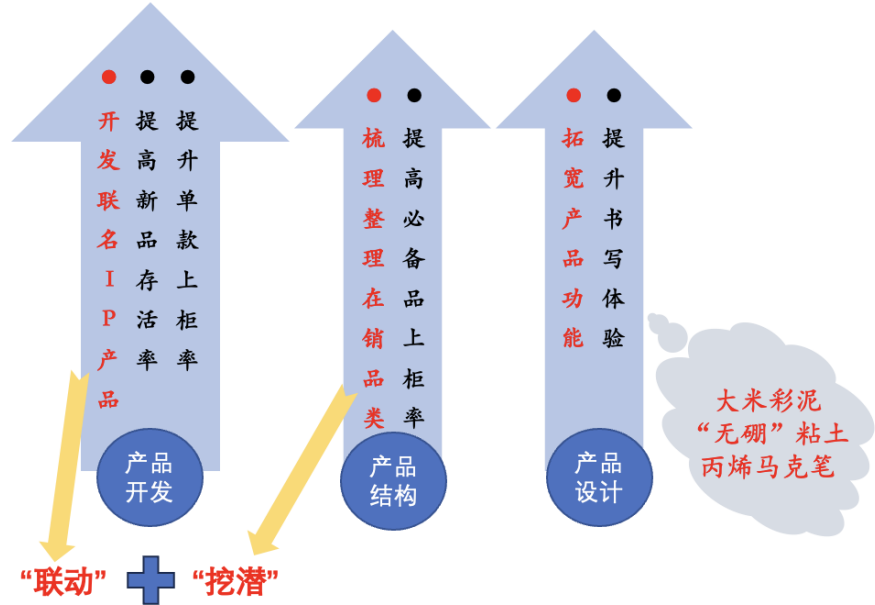
赛道	产品战略	渠道战略
大众产品赛道	持续开发满足大众(学生、办公)人群刚需的产品，为用户带来品类齐全、品质可靠、功能主流的文具产品，并科学进行产品的全生命周期管理，不断优化产品结构，保持核心竞争力。通过打磨细节聚焦产品品质，完善产品布局打造产品梯队阵营。	线上渠道通过结合线上消费场景及时间窗口，推广线上特性产品，提升线上品牌竞争力。
精品文创产品赛道	聚焦长线单品的开发和推广。以消费者为中心，提供高品质高性价比的好文具。	优化产品结构，提升线下终端一盘货的坪效。线上针对重点品类进行布局和推广，聚焦头部店铺的开发，针对各平台定向开发差异化产品，以消费者多场景多触点为导向，为消费者提供更多高品质的商品选择。
儿童美术产品赛道	围绕消费者喜好和用户体验，关注消费者使用的核心痛点，坚持强功能长线单品开发，推动“食品级、易可洗、抗菌”高端化主题产品一盘货。	线下完成儿美一盘货的梳理，通过协同、联动提升头部单品在终端的上柜率。线上推进细分品类、店铺布局的精细化运营工作，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。
办公产品赛道	加强办公产品的开发和推广，关键品类常销品优化升级，激发创新活力；新品挖潜实用新型结构，打造创新特色产品，提升产品竞争力。赛道开发的钢卷尺（Pro Steel Tape Pro）荣获第九届“当代好设计”奖金奖。	持续推进晨光办公店开拓和办公完美门店开发，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。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

传统文具培育优质单品，聚焦产品力提升。从产品开发来说，提高单款上柜率和销售收入贡献，提升新品开发的存活率，推进传统文具与 IP 联名的品类。从产品

结构来说，通过对在销品类结构精细梳理，提高必备品上柜率，来优化产品结构。从产品设计来说，以消费者为中心，深刻洞察使用痛点，拓宽文具产品的功能，不断提升消费者的书写体验。例如，大米彩泥、“无硼”粘土等。通过“挖潜”和“联动”的战略，在丰富公司产品阵营的同时，提高优质单品的上柜率，让公司产品力得到进一步提升。

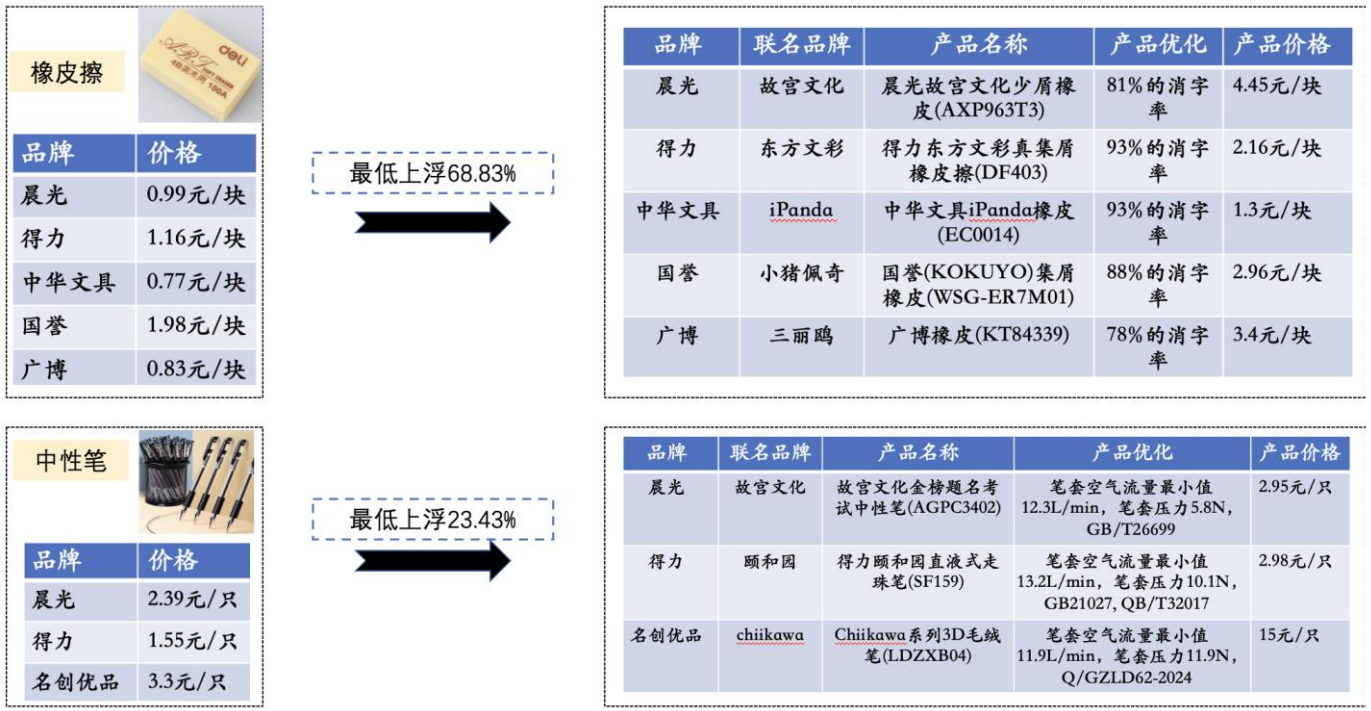
图表 33 公司传统文具产品发展战略



资料来源：公司年报，华安证券研究所

多重因素触动消费群体，联名 IP 溢价优势明显。在消费者对有价值的内容和品牌的需求下，各式各样的“IP 联名文具”市场空间广阔，消费受众也愿意为高颜值的文创文具买单。根据电商渠道的数据，非 IP 联名销量较大的几款普通中性笔价格在 1.5 元~3.5 元/支，而 3 款 IP 联名的笔单价在 2.9 元~15 元范围。另外，销量较大的几款普通橡皮擦的价格在 0.8~2.0 元/块，而 5 款 IP 联名的橡皮擦单价在 1.3 元~4.5 元范围。文创产品在性能方面也有不同程度的着重提升，例如少屑、消字率、集屑、中性笔质量标准等方面。但各品牌溢价空间差异较大，最高超过五倍增幅，国内 IP 联名文具均价与国外相比还有增长空间。公司立足于精品文创类产品需求，积极推出各类联名文具产品，如在考试季联名故宫文化推出金榜题名系列文具套装，带动产品单价提升，推动从文具到文创生活的升级转型。

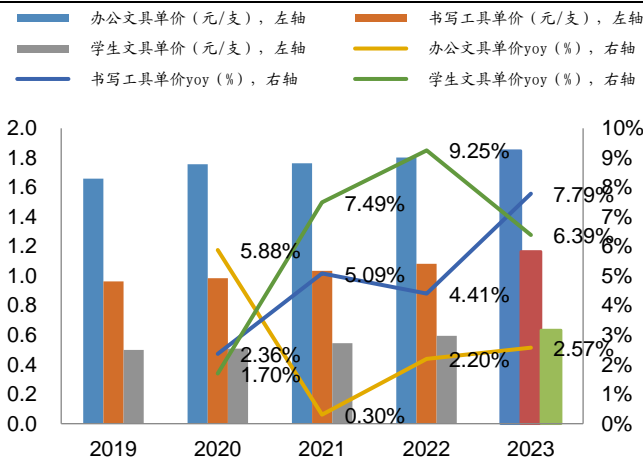
图表 34 联名 IP 与传统文具对比



资料来源：淘宝，天猫，消费者报道，华安证券研究所

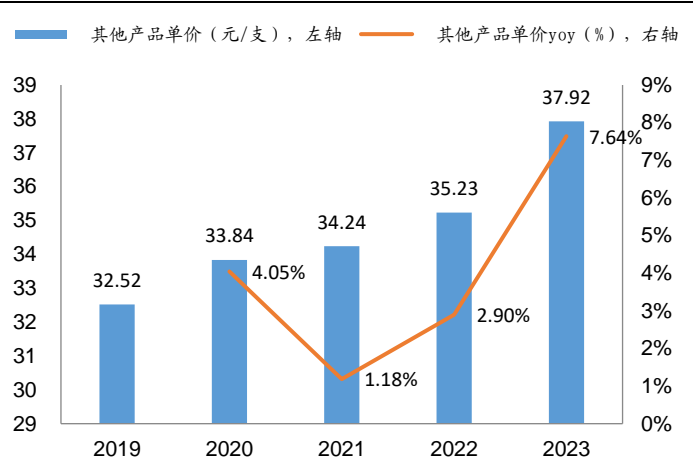
产品战略卓有成效，产品价格稳健提升。从传统核心业务来看，2019-2023年，公司办公文具/书写工具/学生文具单价分别从 1.66 /0.96/0.50 元/支增长至 1.85/1.17/0.63 元/支，期间 CAGR 分别为 3%/5%/6%。其中学生文具单价较低，增速较快，未来随着公司提升学生文具腰部产品和高端产品占比，单价有望迎来扩展空间。从文具文创业务来看，2019-2023年，公司其他产品单价从 32.52 元/支增长至 37.92 元/支，期间 CAGR 为 4%，未来随着公司聚焦长线单品的开发和推广，其他产品的单价有望继续增长。

图表 35 2019-2023 年公司办公文具、书写工具、学生文具单价及 yoy (元/支, %)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 36 2019-2023 年公司其他产品单价及 yoy (元/支, %)

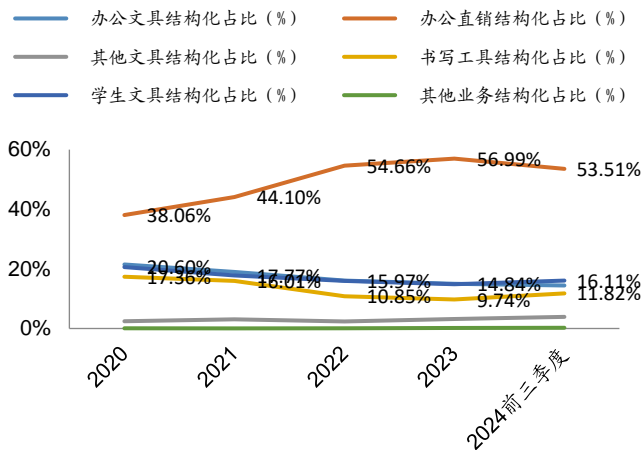


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

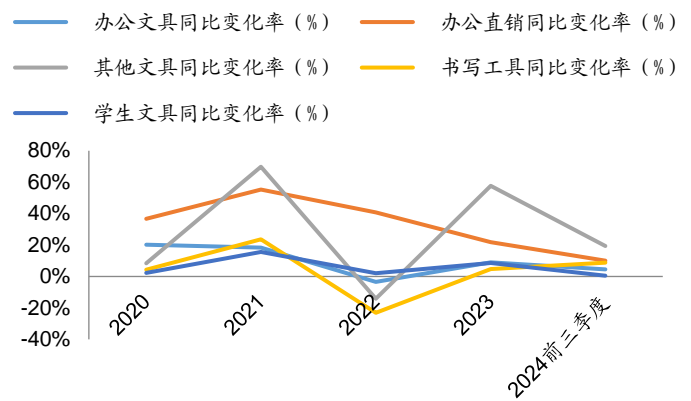
办公、学生、书写三产品齐发力，书写及文创增速表现亮眼。从产品结构占比来看，2020-2024 年前三季度，办公文具、书写工具、学生文具占比分别从

21.48%、17.36%、20.60%变化至 14.42%、11.82%、16.11%。虽然办公直销业务占比近几年来增长较快，但办公、学生、书写三产品仍贡献了接近 40%的营收，共同构成了公司的核心业务。从产品增长率来看，文具文创及书写工具成长潜力巨大。2021、2022、2023、2024 年前三季度，其他业务的同比变化率分别为 26.63%、89.03%、383.92%、138.02%。书写文具也较其他产品恢复明显，2024 年前三季度同比变化率为 8.83%。

图表 37 2020-2024 年前三季度公司分产品营收结构化占比 (%)



图表 38 2020-2024 年前三季度公司分产品营收同比变化率 (%)

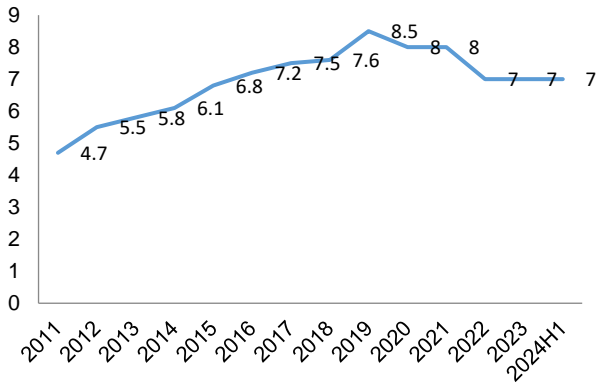


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

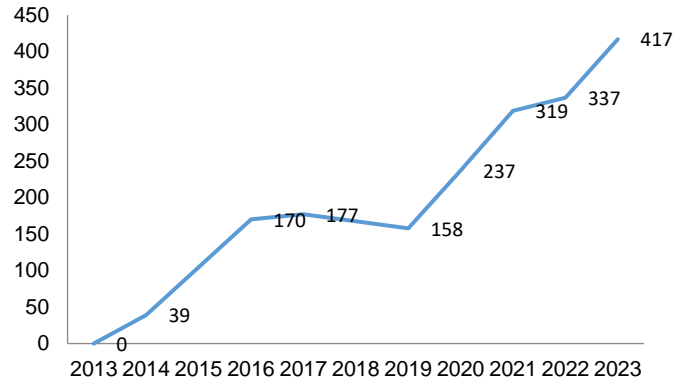
深耕传统渠道，聚焦单店质量提升和有效单品上柜。公司在文具行业零售终端网络覆盖的广度和深度具有明显的先发优势和领先优势，建立了高效的分销体系管理与高覆盖的国内终端网络。截至 2014 年 9 月 30 日，晨光各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约 80%，超过 6 万家零售终端，2019 年达到顶峰 8.5 万家。此后，公司不断缩减零售终端数量，注重直营大店的扩展。根据公司年报数据，晨光直营大店数量从 2019 年的 158 家增长至 2023 年的 417 家。近年来，公司聚焦重点终端开展单店质量提升，提升终端经营质量和销售，增强客户粘性，实现渠道升级。结合公司重点推广品类进一步加强品类阵地的打造，聚焦经典畅销一盘货推广，提升必备品和经典畅销品上柜率，提升商圈占比，扩大市场份额。借助开学季、考试季等重要节点，结合品类阵地的打造活动，做好终端的陈列工作，提升终端的动销。

图表 39 2011-2024H1 公司零售终端数量 (万家)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

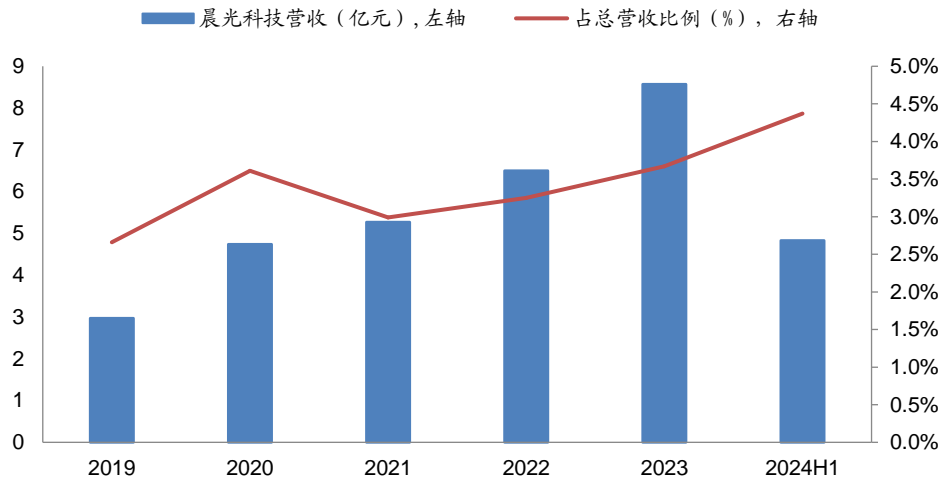
图表 40 2013-2023 年公司零售直营大店数量 (家)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

积极推动线上业务, 晨光科技持续高增长。公司积极推动线上业务, 与赛道共同构建线上产品开发的节奏、标准与流程, 运用多店铺+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; 持续推进拼多多、抖音、快手等新渠道业务。公司负责电子商务运营的晨光科技收入逐年提升, 线上渠道营收占比从 2019 年的 2.66% 提升至 2024H1 的 4.37%。2016 年-2023 年, 晨光科技营收从 0.79 亿元增长至 8.57 亿元, CAGR 为 41%, 2024H1 晨光科技营收为 4.83 亿元, 同比增长 28%。

图表 41 2019-2024H1 晨光科技营收及占总营收比例 (亿元, %)

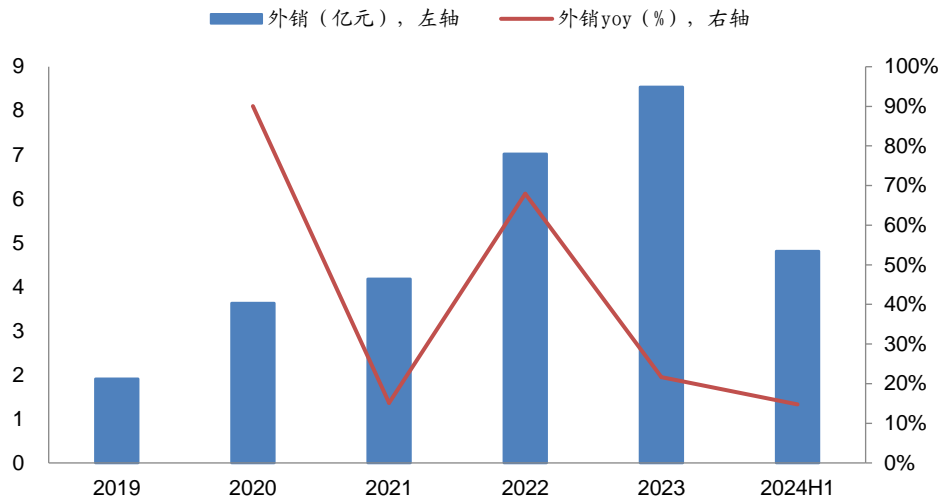


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

推进海外市场布局, 积极探索非洲、东南亚市场。公司快速推进海外市场发展, 因地制宜地开发本地化产品, 持续提升核心产品上柜率, 海外产品竞争力持续加强, 快速满足海外市场消费者需求。2024 年, 公司继续深耕非洲和东南亚市场, 以让当地学生“拥有能用得起的好文具”为使命, 开展产品推广活动, 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。海外销售实现增长的同时, 海外的业务模式、渠道模式、团队模式、产品模式等不断打磨成型, 为公司海外市场的持续发展奠定坚实的基础。2019-2023 年, 公司外销营业收入由 1.91 亿元

增长至 8.54 亿元，CAGR 为 45%。2024 年上半年，公司实现外销营业收入 4.81 亿元，同比增长 14.77%；外销毛利率为 33.87%，同比提升 5.45pct。

图表 42 2019-2024H1 公司外销收入及 yoy (亿元, %)



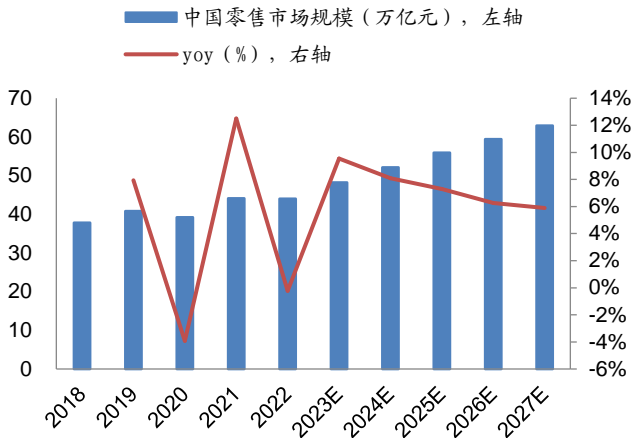
资料来源：公司年报，华安证券研究所

3 零售大店业务：探索个性化消费，建立中高端文创杂货零售品牌

3.1 行业：线下消费复苏，个性化消费崛起

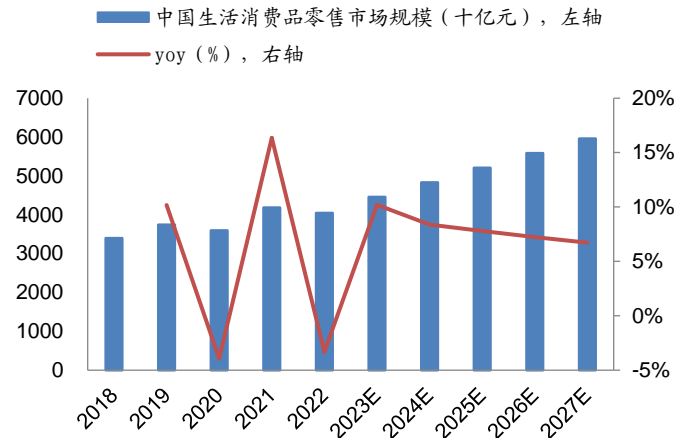
中国零售市场随着经济的复苏及人均可支配收入的上升而增长。根据弗若斯特沙利文数据，中国人均消费支出由 2018 年的 19,900 元增至 2024 年的 28,227 元，预计于 2027 年进一步增至 34,100 元。随着人均消费支出的快速增长，中国零售市场也呈现持续增长的趋势。根据弗若斯特沙利文数据，中国的零售市场规模从 2018 年的 37.8 万亿元增至 2022 年的 44.0 万亿元，CAGR 为 3.9%，预计于 2027 年达到 62.9 万亿元。由于生活水平的提高以及 Z 世代个性化消费偏好流行的影响，2022 年生活消费品零售约占中国零售市场规模的 9.2%；中国的生活消费品零售市场规模从 2018 年的 3.40 万亿元增至 2022 年的 4.04 万亿元，CAGR 为 4.5%，预计于 2027 年达到 5.96 万亿元。

图表 43 2018-2027 年中国零售市场规模及 yoy (万亿元, %)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国家统计局, 华安证券研究所

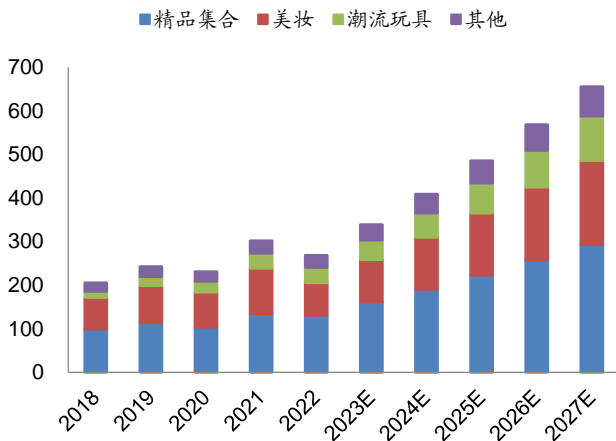
图表 44 2018-2027 年中国生活消费品零售市场规模及 yoy (十亿元, %)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国家统计局, 华安证券研究所

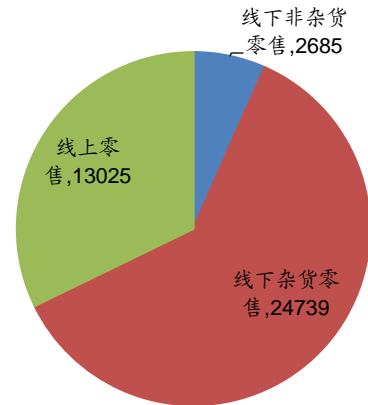
线下渠道是中国零售市场的主要销售渠道, 精品集合和潮流玩具等品类增速较为亮眼。根据弗若斯特沙利文数据, 在 2022 年生活消费品零售市场规模中, 以线下驱动的非杂货零售、线下驱动的杂货零售和线上驱动的零售市场规模分别为 2,685 亿元、24,739 亿元和 13,025 亿元, 占比为 7%、61%和 32%, 线下渠道是中国零售市场的主要销售渠道。分类别来看, 根据弗若斯特沙利文数据预计, 2018-2027 年, 精品集合、美妆和潮流玩具市场规模分别从 990 亿元、726 亿元和 140 亿元增长至 2,932 亿元、1,925 亿元和 1,020 亿元, CAGR 分别为 12.82%、11.44% 和 24.69%, 精品集合和潮流玩具的增速较为亮眼。

图表 45 2018-2027 年分类别零售市场规模 (十亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

图表 46 2022 年生活消费品零售市场占比 (%)

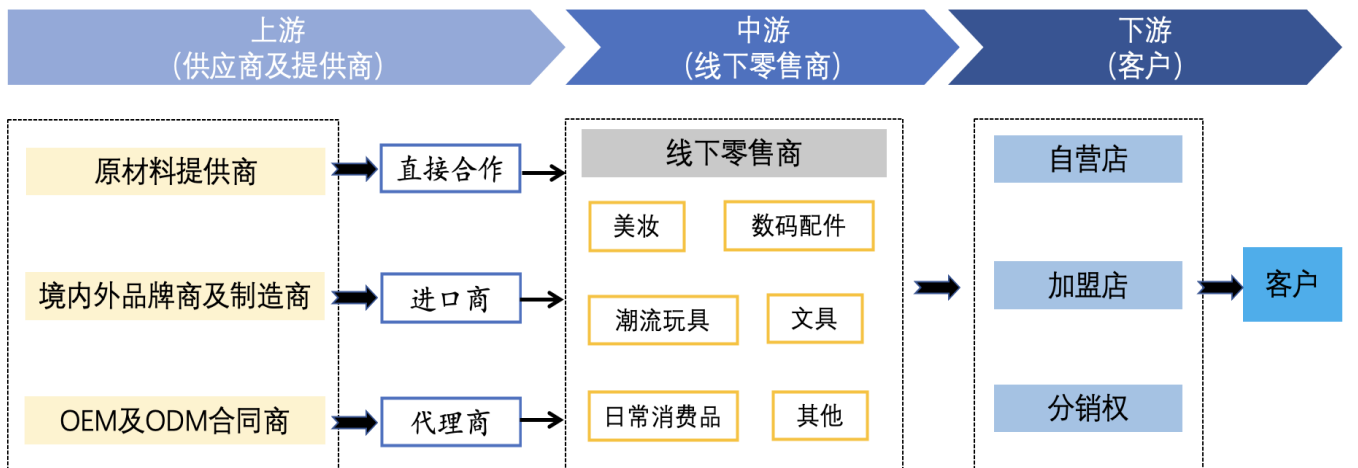


资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

中国线下零售供应链中游产品市场空间广阔。供应链上游主要由原材料提供商、境内外品牌商及制造商、OEM 及 ODM 合同商三方组成。中游生活消费品的线下零售商自上游供应商完成采购后, 向下游客户提供多种产品, 其主要角色为货品供应、储存、运输和配送。主要有三类零售模式接触下游客户, 包括自营店、加盟店、分销权。向下游客户提供的产品包括但不限于化妆品、潮玩、文具、零食、饮料和家居用品。由于 Z 世代和千禧一代, 对生活消费品的需求更加多样化和个性化, 因此中游零售商更加重视产品的差异化功能、创新元素和时尚特色。加强品牌合作和产

品定制, 不断推出创新产品, 显示了未来更多元产品组合的市场趋势。

图表 47 中国线下零售市场供应链



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

3.2 公司: 品牌和产品升级的桥头堡, 九木杂物社跑通商业模式

零售大店或将成为晨光品牌和产品升级的桥头堡。零售大店业务分为九木杂物社和晨光生活馆两种店铺类型。九木杂物社是以 15-29 岁的品质女生作为目标消费群体, 销售的产品主要为文具文创、益智文娱、实用家居等品类, 店铺主要分布在各城市核心商圈的优质购物中心, 是公司基于文创生活的新零售模式的探索。晨光生活馆是以 8-15 岁的学生作为主要消费群体, 销售的产品以文具品类为主, 店铺主要集中在新华书店及复合型书店, 是对现有传统渠道进行升级的探索。通过增加晨光品牌露出, 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。2024H1, 晨光生活馆(含九木杂物社)实现营业收入 7.28 亿元, 同比增长 20%, 九木杂物社实现营业收入 6.90 亿元, 同比增长 22%, 实现净利润 897 万元。截止 2024H1, 公司在全国拥有 709 家零售大店, 其中九木杂物社 671 家, 晨光生活馆 38 家。

图表 48 零售大店业务品牌情况

品牌名称	战略定位	受众目标	产品类目	地理位置	门店数量(截止 2024 年 H1)	收入规模(截止 2024 年 H1)
九木杂物社	中高端文创杂货零售品牌	以 15-29 岁的品质女生作为目标消费群体	文具文创、益智文娱、实用家居等品类	各城市核心商圈的优质购物中心	671 家	6.90 亿元
晨光生活馆	全品类文化时尚购物场所	以 8-15 岁的学生作为主要消费群体	以文具品类为主	集中在新华书店及复合型书店	38 家	0.38 亿元

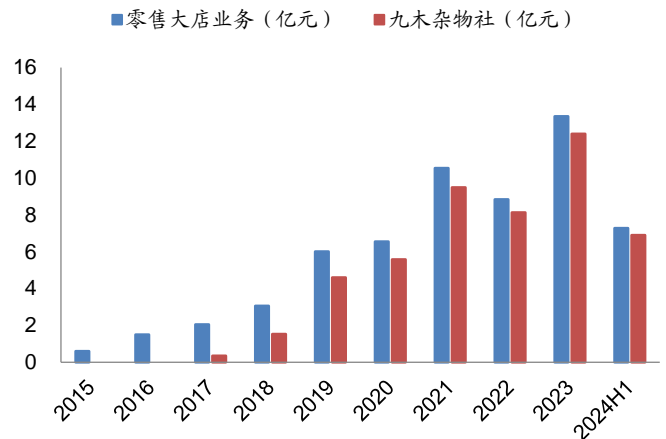
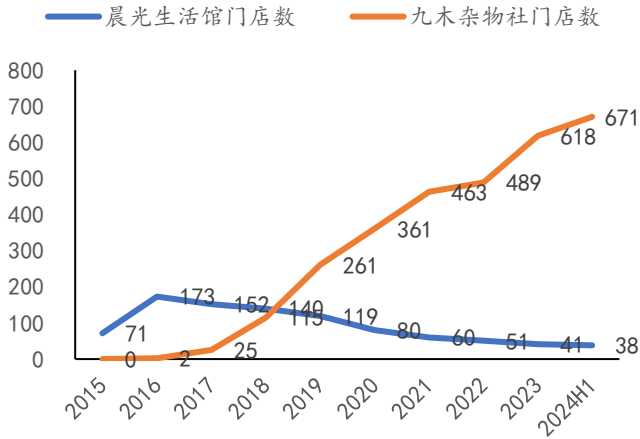
资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

线下店铺数量增长回暖, 零售大店业务蓬勃发展。根据尼尔森 IQ 监测数据, 2023 年中国快消品零售市场渠道占比中, 线下仍占比近 60%, 线下门店的体验暂未替代。而线下渠道中, 实体门店依旧是最受欢迎的形式, 门店承担了用户体验场所、用户运营阵地、即时配送履约中心等多元角色。因此, 公司自 2016 年设立起

九木杂物社，大力拓展门店的数量，从 2017 年的 0 家增长至 2024H1 的 671 家，年均新增超 70 家。2015-2023 年，公司零售大店和九木杂物社营业收入分别从 0.6 亿元、0 亿元增长至 13.35 亿元、12.40 亿元。2015-2023 年零售大店营收 CAGR 为 47.37%；2017-2023 年九木杂物社营收 CAGR 分别为 81.23%，伴随着商场客流的恢复，公司零售大店业务快速复苏，经营质量持续优化。

图表 49 2015-2024H1 零售大店业务门店数 (家)

图表 50 2015-2024H1 零售大店业务营业收入 (亿元)

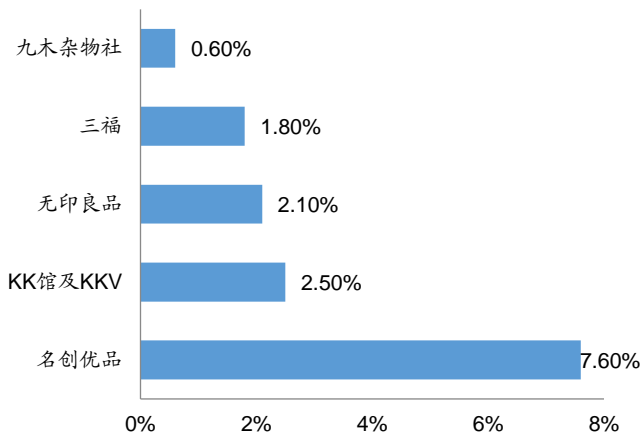


资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

九木杂物社 2023 年实现盈利，有望成为增长贡献点。从战略定位来看，九木杂物社的战略定位是成为晨光品牌和产品升级的桥头堡和全国领先的中高端文创杂货零售品牌。通过增加晨光品牌露出，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。**从公司经营来看**，九木杂物社经营稳健，线下渠道数量持续拓展，门店在产品组合、门店精细化运营以及消费者洞察及服务等方面持续提升，形成持续的人、货、场检核机制；在会员营运和店铺营运标准优化上持续发力，带来线下渠道的稳定增长；线上业务多渠道发展，天猫、拼多多、抖音、社区电商、即时零售等新型渠道均有提升，带来线上整体销售持续提升；会员系统运行良好，会员体量超千万，通过生命周期管理提升客户体验和活跃度。**从市占率来看**，根据弗若斯特沙利文数据，2022 年中国零售品牌中，九木杂物社市占率为 0.60%，相比名创优品 7.60% 的市占率，仍有较大增长空间。2023 年，九木杂物社实现营业收入 12.40 亿元，同比增长 52%，实现净利润 2,572 万元，首次实现盈利，标志着九木杂物社商业模式跑通，后期随着规模扩张，盈利能力有望逐步提升，成为公司新业绩贡献点。

图表 51 2022 年中国潮流零售市场市占率（%）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 52 九木杂物社



资料来源：中国玩具婴童网，华安证券研究所

4 办公直销业务：企业采购数字化，科力普行业领跑

4.1 行业：数字化转型日趋成熟，办公直销市场蓬勃发展

公共采购供应链数字化转型日趋成熟。从 2015 年以来的公共资源交易平台整合，到 2019 年的深化公共资源交易平台整合共享，随着现代企业管理理念的逐步普及，越来越多的企业认识到与外部供应商连接协同的重要性，采购数字化的概念开始向供应链的上下游延伸。因此，在数字经济大环境下，得益于政策驱动、大中型企业集采快速推进、各类数字采购服务商竞相入局等有利因素，我国公共采购领域的数字化、电商化、集中化改革取得了长足发展，数字化、电商化、集中化采购已成为中央到地方公共资源交易的主要形式。

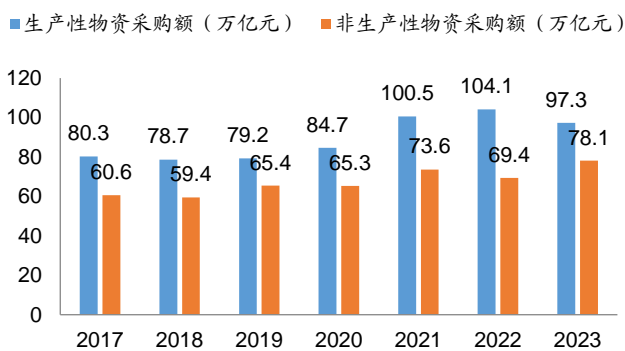
图表 53 公共采购行业上下游渠道布局总结



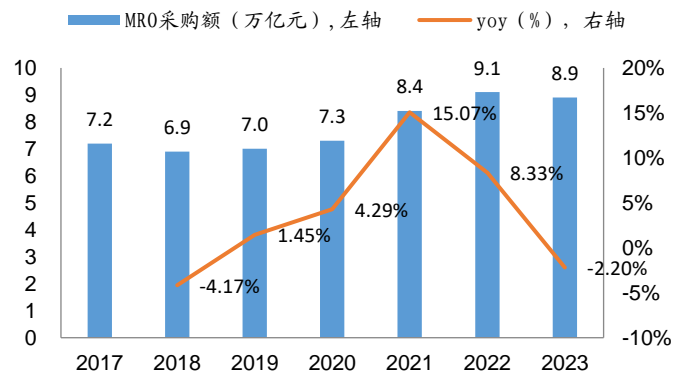
资料来源：亿邦动力，华安证券研究所

办公直销市场蓬勃发展。根据亿邦智库测算，2023 年生产性物资采购额为 97.3 万亿元，非生产性物资采购额为 78.1 万亿元，非生产性物资中工业品 MRO 采购额为 8.9 万亿元，同比下降 2.2%。其中超四成央国企数字化采购渗透率已经超过 50%；形成了央国企先行，引发供应链各环节企业参与数字化创新变革的发展态势。2023 年，央企集中采购率、公开采购率、上网采购率和电子招标率均高于 80%。2022 年，央国企数字化采购渗透率较 2021 年呈现快速增长趋势，80%以上企业从 14%增加至 16.6%。央国企已经成为数字化采购火车头，并且集中采购行业资源逐渐向具有品牌优势、规模优势、客户优势、供应链优势、仓储物流优势以及信息化平台优势的头部企业集中，助力头部企业扩大市场份额。

图表 54 2017-2023 年中国生产性和非生产性物资采购额 (万亿元) 图表 55 2017-2023 年 MRO 采购额以及 yoy (万亿元, %)

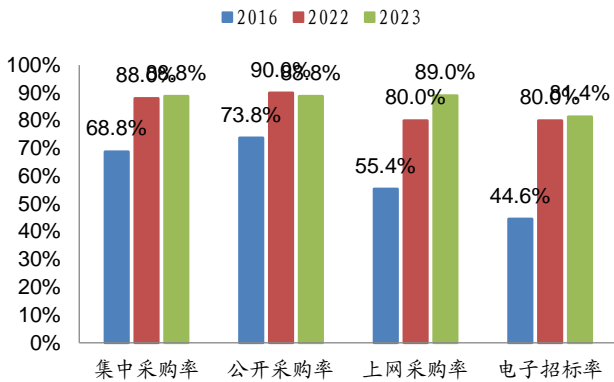


资料来源：亿邦智库，华安证券研究所



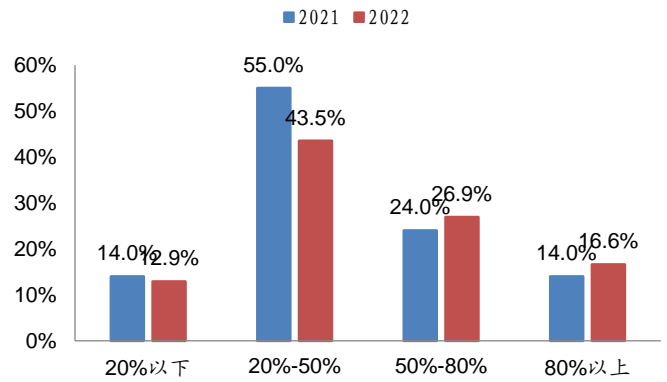
资料来源：亿邦智库，华安证券研究所

图表 56 2016-2023 年央国企集中采购率、公开采购率、上网采购率、电子招标率 (%)



资料来源: 国务院国资委, 亿邦智库, 华安证券研究所

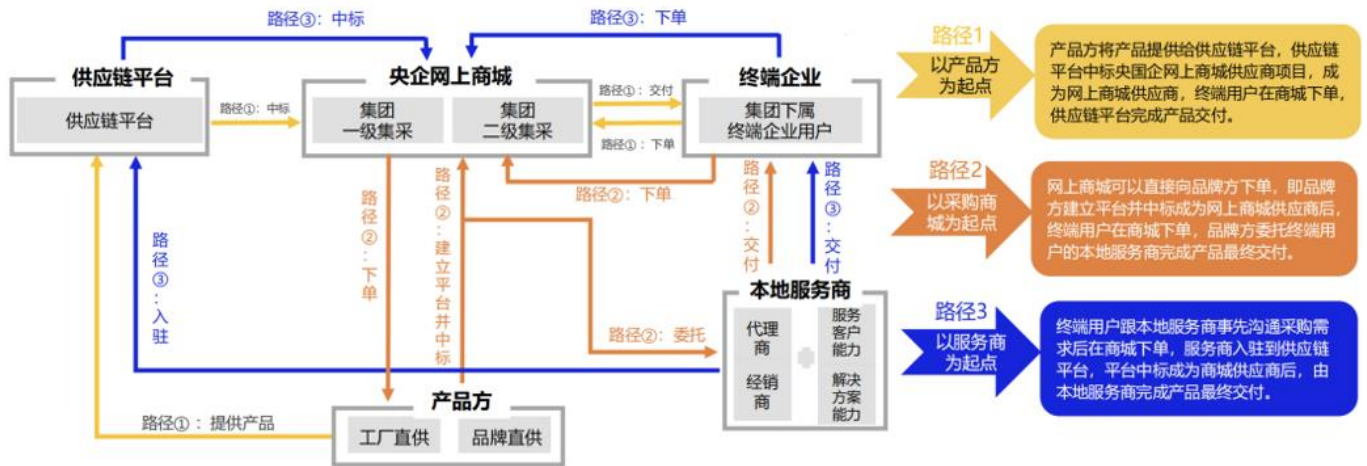
图表 57 2021-2022 年央国企数字化采购渗透率 (%)



资料来源: 亿邦智库, 华安证券研究所

办公直销行业面临两大发展痛点。一方面, 虽然直销能够节省部分中间环节的费用, 但其在品牌建设、渠道拓展和客户服务等方面的投入却不容小觑。特别是在初期阶段, 企业需要投入大量的人力、物力和财力来构建直销网络, 这一过程往往耗时较长且充满挑战。另一方面, 网络电商的兴起, 削弱品牌价格信息不对等, 打破传统直销赚差价模式。从淘宝、天猫、抖音、小红书, 还是现在的直播电商, 电商在冲击实体经济的同时, 对直销行业的影响也不容忽视。电商消除了信息不对称, 让商品价格越来越透明, 消费资讯也越来越透明, 当信息差不存在的时候, 直销业务就很难再利用差价获利。

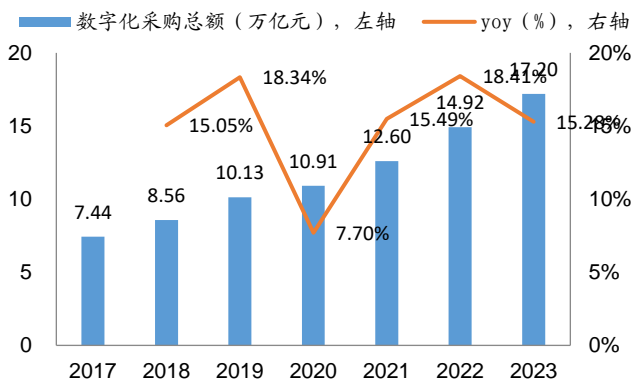
图表 58 办公直销行业数字化采购模式



资料来源: 亿邦动力, 华安证券研究所

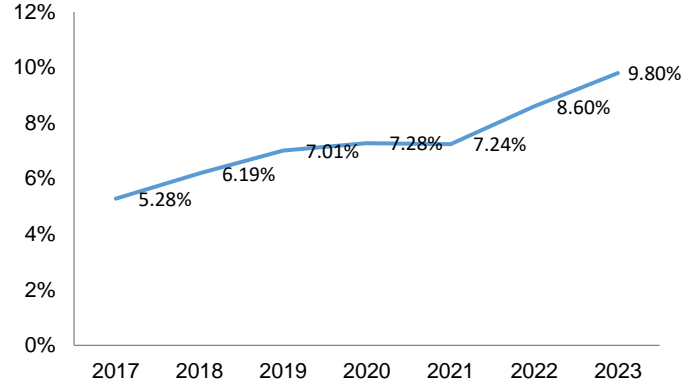
数字化采购是办公直销市场的未来发展方向。2023 年我国数字化采购总额约为 17.2 万亿元, 同比增长 15.2%, 数字化采购渗透率达到 9.8%, 相比 2022 年提升了 1.2 个百分点。数字化采购总额从 2017 年的 7.44 亿元提升至 2023 年的 17.20 亿元, CAGR 为 14.99%, 主要得益于两大优势, 一是政府出台电子商务、数字商务和数字化采购相关支持政策, 为数字化采购的发展提供了有力保障; 二是随着数字技术的广泛应用, 供应链正逐步实现数字化和智能化, 采购效率得到了大幅提升。

图表 59 2017-2023 年全国数字化采购总额及 yoy (万亿元, %)



资料来源: 亿邦智库, 华安证券研究所

图表 60 2017-2023 年全国数字化采购渗透率 (%)

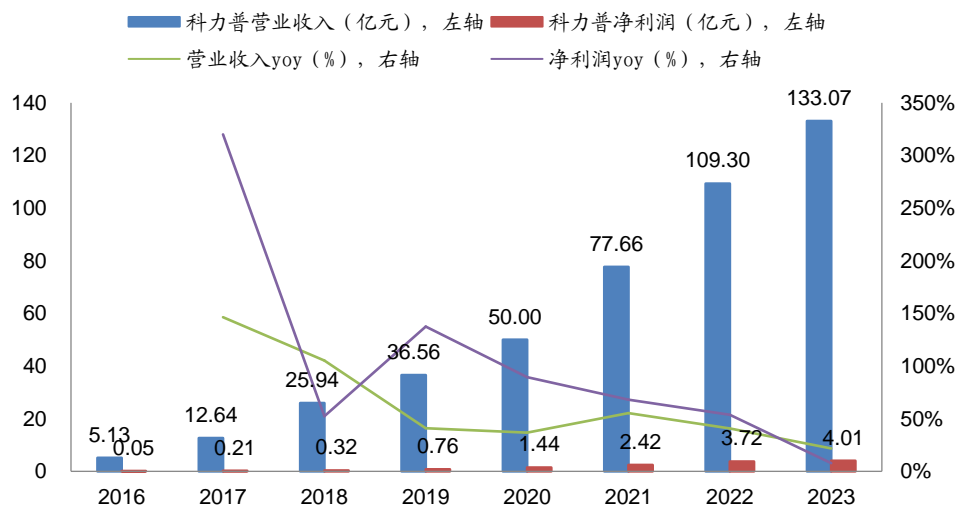


资料来源: 亿邦智库, 华安证券研究所

4.2 公司: “仓储+物流+平台+客户”, 齐筑核心价值链

晨光科力普凭借优质供应链成为国内 B2B 电商采购领域的领跑者。办公直销业务晨光科力普主要为央企、政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业提供高性价比的一站式采购服务。晨光科力普拥有丰富的产品线, 业务场景覆盖办公一站式、MRO 工业品、营销礼品和员工福利, 包含办公用纸、办公文具、办公耗材、办公设备、电脑及配件、数码及通讯、办公电器、生活用品、劳防工业用品、食品饮料、商务礼品、办公家具等超过百万种商品, 通过供应链扁平化为客户持续提供降本增效的一站式服务采购解决方案, 并提供个性化的增值服务。受益于国家政策推动政企数字化采购, 科力普营业收入从 2016 年的 5.13 亿元增长至 2023 年的 133.07 亿元, 增幅达 2593.96%, CAGR 为 59%; 归母净利润从 0.05 亿元增长至 4.01 亿元, CAGR 为 87%, 办公直销逐渐取代传统文具业务成为晨光股份第一大收入来源。2024H1, 晨光科力普实现营业收入 61.20 亿元, 同比增长 11%, 实现净利润 1.32 亿元。

图表 61 2016-2023 年科力普营业收入、净利润及 yoy (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司年报, 华安证券研究所

仓储方面, 凭借专业的智慧化仓储物流管理体系, 晨光科力普已成为企业采购数字化先锋与行业引领者。例如, 华东智慧仓于 2021 年正式上线。晨光科力普一

直采用仓配自营模式，前端销售连接终端客户，后端采购则拓展商品供应链，中间交付就是仓配服务。为了提升作业效率与响应速度，保障货物信息的准确追踪，以及特殊重型货物的处理和整体运营管理水平的优化。晨光科力普将华东智慧仓打造为现代化标杆仓。采取了项目进销存功能布局、入拣集发等库区规划，还重点设计了3楼AGV货到人拆零拣选系统、DPS播种墙系统、箱式（垂直）输送系统、摆轮高速分拣系统及动态高精度DWS系统等在内的智能一体化解决方案。目前，科力普AGV单站的工作效率较以往提升一倍以上，设计产能为150行/时，现在峰值可达到200行/时，拣选准确率基本达到100%。

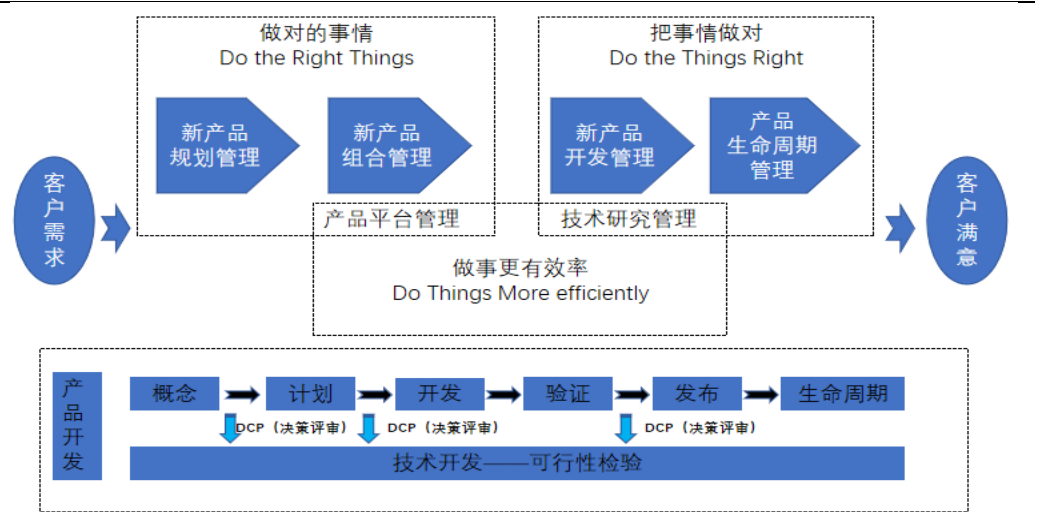
图表 62 科力普智慧物流仓储系统



资料来源：科力普官网，华安证券研究所

物流方面，公司应用 IPD 模式大幅增强产品运营能力，完善产品全周期运输管理。通过 IPD 模式+联盟 APP 快速反馈需求，新品开发以市场需求为核心，前期市场调研和验证效率，所开发的品类增长表现明显好过平均水平。联盟 APP 可通过终端订货趋势反哺新品开发，及时响应市场变化。迎合学生、书写文具拥有多 SKU、小批量的特点。2021 年起，公司新品开发基于 IPD 模式基础之下重点打造单品爆品，单品贡献率显著提升。公司实行“以销定产、自主生产和 OEM 委外生产相结合”的品牌制造模式，拥有独立的原材料采购、产品生产和销售系统，在市场上建立了自己的物流链优势。

图表 63 公司 IPD 模式



资料来源：公司年报，华安证券研究所

数字化平台方面，公司加大新平台落地开发力度，平台管理能力持续提升。公

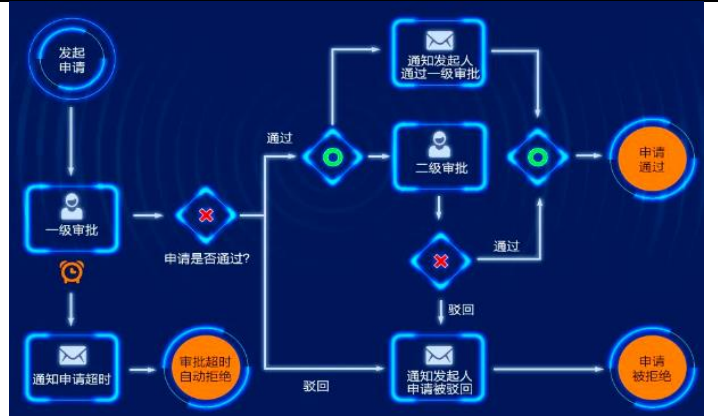
司推动数字化建设, 研发创新数字化平台系统, 优化业务流程, 数字化赋能政企集采、实现降本增效。从纳入数电发票试点企业, 到自主研发 5 大引擎全面升级, 凭借自身数字化能力, 帮助客户实现数字化转型。科力普搭建的 MRO 工业品采购管理系统, 通过技术创新和业务升级, 实现了从采购到供应链管理的全流程可视化、可追踪, 优化了资源配置和供应链协同效率。同时, 科力普还利用大数据分析, 精准把握市场需求和变化, 驱动产品策略的精准调整和迭代升级, 不断优化产品体系, 为客户提供阳光、透明、高效的数字化采购服务。科力普业务流程引擎可快速的将科力普原线下审核过程搬到线上, 实现审批过程自动流转, 并及时通知下一环节相关人员进行审批操作, 加速了审批速度。

图表 64 晨光科力普平台场景模式



资料来源: 科力普官网, 华安证券研究所

图表 65 晨光科力普 BPM 业务流程引擎



资料来源: 科力普官网, 华安证券研究所

客户合作方面, 科力普覆盖全国 31 个省市、服务 14 类企业。央企客户方面成功拓展电力、汽车、能源等多个领域的业务版图, 包括中国电气装备、中国一汽、东风汽车等, 坚持“一米宽, 挖一万里深”的专业精神, 对已合作项目做到持续深挖, 在国家电网、南方电网、中石化等多个项目上拓宽新的业务边界。政府客户方面成功合作中央直属机关项目, 国税、军网项目成功续写。金融客户方面新入围兴业银行、瑞众保险、国泰君安等项目, 进一步夯实在金融领域的优势。MRO 客户方面入围南方电网、大唐集团、航天科技集团等项目。

图表 66 科力普服务客户名单



资料来源: 科力普官网, 华安证券研究所

5 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

(1) 书写工具业务：公司一方面持续推动产品开发减量提质，优化产品结构，开发培育高品质、强功能产品，提高单款上柜率和销售贡献；另一方面持续推进传统核心业务的全渠道布局，进一步从批发商向品牌零售服务商转变。我们预计 2024-2026 年公司书写工具业务收入增速分别为 12.70%/10.88%/8.90%。

(2) 学生文具业务：公司持续开发满足学生人群刚需的产品，为用户带来品类齐全、品质可靠、功能主流的文具产品，并科学进行产品的全生命周期管理，不断优化产品结构，保持核心竞争力。我们预计 2024-2026 年公司学生文具业务收入增速分别为 7.59%/6.05%/5.04%。

(3) 办公文具业务：公司一方面加强办公产品的开发和推广，关键品类常销品优化升级，新品挖潜实用新型结构，打造创新特色产品，提升产品竞争力。另一方面持续推进晨光办公店开拓和办公完美门店开发，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。我们预计 2024-2026 年公司办公文具业务收入增速分别为 11.10%/9.08%/7.06%。

(4) 办公直销服务：作为企业采购数字化先锋与行业引领者，晨光科力普顺应政府采购阳光化、公开化、透明化的要求，也基于企业提高采购效率、降低非生产性办公及行政用品采购成本的需求，通过提升服务品质、丰富产品品类、加强客户挖掘和提升内销占比、建设全国供应链体系，不断增强核心竞争力。我们预计 2024-2026 年公司办公直销业务收入增速分别为 3.60%/14.33%/12.20%。

(5) 其他产品业务：随着消费者生活方式和消费习惯的变化，零售业的人货场重构，销售渠道更加多元，公司积极推进中高端文创杂货零售品牌建设，通过增加晨光品牌露出，带动晨光的高端化产品开发，输出零售能力。我们预计 2024-2026 年公司其他产品业务收入增速分别为 27.40%/21.20%/16.15%。

图表 67 公司分业务收入预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
书写工具业务	2,168.60	2,273.27	2,561.98	2,840.72	3,093.55
同比	-23.09%	4.83%	12.70%	10.88%	8.90%
学生文具业务	3,192.43	3,466.46	3,729.56	3,955.20	4,154.54
同比	2.06%	8.58%	7.59%	6.05%	5.04%
办公文具业务	3,223.48	3,510.70	3,900.39	4,254.54	4,554.91
同比	-3.44%	8.91%	11.10%	9.08%	7.06%
办公直销业务	10,929.65	13,306.99	13,786.05	15,761.59	17,684.50
同比	40.74%	21.75%	3.60%	14.33%	12.20%
其他产品业务	471.38	743.41	947.10	1,147.89	1,333.27
同比	-14.12%	57.71%	27.40%	21.20%	16.15%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

我们看好公司作为国内文具文创头部公司，新五年战略改革效果显著。传统核心业务品牌、产品、渠道端优势明显，零售大店业务已跑通商业模式，办公直销业务渠道端壁垒深厚，一体两翼业务发展逻辑清晰。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 250.00/280.57/309.37 亿元，分别同比增长 7.1%/12.2%/10.3%，归母净利润分别为 15.08/17.07/18.98 亿元，分别同比变动-1.2%/13.2%/11.2%。截至 2025 年 3 月 20 日，EPS 分别为 1.63/1.85/2.05 元，对应 PE 分别为 17.89/15.81/14.22

倍。

图表 68 盈利预测和估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	23351	25000	28057	30937
收入同比（%）	16.8%	7.1%	12.2%	10.3%
归属母公司净利润（百万元）	1527	1508	1707	1898
净利润同比（%）	19.1%	-1.2%	13.2%	11.2%
毛利率（%）	18.9%	18.8%	18.6%	18.5%
ROE（%）	19.5%	17.8%	18.4%	18.5%
每股收益（元）	1.66	1.63	1.85	2.05
P/E	22.65	17.89	15.81	14.22
P/B	4.44	3.19	2.91	2.63
EV/EBITDA	12.61	8.65	7.46	6.36

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 3 月 20 日）

按照申万二级行业分类，公司所属行业分类为“轻工制造—文具用品”，我们选取申万二级行业分类文具用品的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2025 年 3 月 20 日收盘价，根据 Wind 一致预期，文具用品公司的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）分别为 42.51/33.39/27.91 倍，晨光股份的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）分别为 18.56/15.81/14.22 倍，晨光股份的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 69 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2025E)	PE (2026E)
801145.SI	轻工制造—文具用品（申万）	42.51	33.39	27.91
603899.SH	晨光股份	18.56	15.81	14.22

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 3 月 20 日，晨光股份 PE（2025E）/PE（2026E）采用华安证券的盈利预测，其余采用 Wind 一致预期）

6 风险提示

- 经营管理风险。**随着公司资产规模、销售规模较大幅度的增长，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。
- 市场风险。**随着社会转型和消费升级，文具市场呈现结构性发展机会，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。
- 财税政策风险。**公司于 2022 年 11 月 15 日再次被认定为国家高新技术企业，自 2022 年 1 月 1 日开始继续执行 15% 的企业所得税，有效期为 3 年。如果国家未来对高新技术企业的所得税优惠政策进行调整，或者公司在高新技术企业资格有效期满后未能顺利通过复审，则将会对公司的经营业绩产生不利影响。

- (4) **宏观政策风险。**2021 年 7 月，《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》出台，对 K12 教育培训行业造成影响，从而影响公司产品消费需求。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12277	13713	15464	17573	营业收入	23351	25000	28057	30937
现金	5239	6568	7637	9120	营业成本	18947	20310	22826	25226
应收账款	3587	3611	3975	4297	营业税金及附加	97	98	107	114
其他应收款	226	240	268	294	销售费用	1550	1713	1908	2073
预付账款	73	73	78	81	管理费用	817	963	1066	1145
存货	1578	1641	1785	1907	财务费用	-55	-50	-66	-80
其他流动资产	1573	1580	1721	1874	资产减值损失	12	5	5	5
非流动资产	3037	2759	2677	2488	公允价值变动收益	27	0	0	0
长期投资	37	38	38	36	投资净收益	-4	2	-1	-1
固定资产	1635	1554	1379	1158	营业利润	1931	1873	2132	2364
无形资产	447	522	586	642	营业外收入	60	60	60	75
其他非流动资产	918	645	675	653	营业外支出	11	14	12	12
资产总计	15314	16472	18141	20061	利润总额	1979	1919	2180	2427
流动负债	6534	6915	7665	8461	所得税	336	340	371	413
短期借款	190	194	200	210	净利润	1644	1579	1809	2014
应付账款	4854	5077	5706	6307	少数股东损益	117	71	103	116
其他流动负债	1490	1644	1758	1944	归属母公司净利润	1527	1508	1707	1898
非流动负债	429	503	518	546	EBITDA	2395	2441	2692	2929
长期借款	30	40	50	60	EPS (元)	1.66	1.63	1.85	2.05
其他非流动负债	399	463	468	486					
负债合计	6963	7418	8183	9007					
少数股东权益	518	589	692	808					
股本	927	924	924	924					
资本公积	373	373	373	373					
留存收益	6533	7168	7970	8949					
归属母公司股东权	7833	8465	9267	10246					
负债和股东权益	15314	16472	18141	20061					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2617	2380	2544	2851
净利润	1644	1579	1809	2014
折旧摊销	546	571	577	583
财务费用	20	29	33	35
投资损失	4	-2	1	1
营运资金变动	413	288	194	305
其他经营现金流	1221	1205	1544	1622
投资活动现金流	30	-203	-560	-452
资本支出	-204	-200	-229	-213
长期投资	204	7	-129	-138
其他投资现金流	30	-10	-201	-101
筹资活动现金流	-771	-848	-916	-915
短期借款	1	3	7	10
长期借款	30	10	10	10
普通股增加	0	-3	0	0
资本公积增加	-55	0	0	0
其他筹资现金流	-747	-858	-932	-935
现金净增加额	1880	1329	1069	1484

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	16.8%	7.1%	12.2%	10.3%
营业利润	20.0%	-3.0%	13.8%	10.9%
归属于母公司净利	19.1%	-1.2%	13.2%	11.2%
获利能力				
毛利率 (%)	18.9%	18.8%	18.6%	18.5%
净利率 (%)	6.5%	6.0%	6.1%	6.1%
ROE (%)	19.5%	17.8%	18.4%	18.5%
ROIC (%)	17.1%	15.8%	16.4%	16.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	45.5%	45.0%	45.1%	44.9%
净负债比率 (%)	83.4%	81.9%	82.2%	81.5%
流动比率	1.88	1.98	2.02	2.08
速动比率	1.61	1.72	1.76	1.83
营运能力				
总资产周转率	1.65	1.57	1.62	1.62
应收账款周转率	7.14	6.95	7.40	7.48
应付账款周转率	4.28	4.09	4.23	4.20
每股指标 (元)				
每股收益	1.66	1.63	1.85	2.05
每股经营现金流	2.83	2.58	2.75	3.09
每股净资产	8.45	9.16	10.03	11.09
估值比率				
P/E	22.65	17.89	15.81	14.22
P/B	4.44	3.19	2.91	2.63
EV/EBITDA	12.61	8.65	7.46	6.36

资料来源:公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 3 月 20 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。