

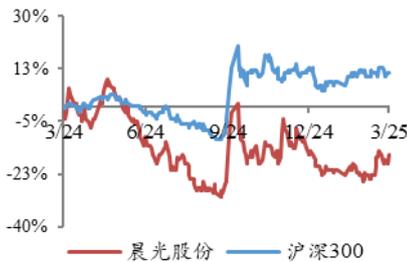
24 年业绩暂时承压，提质增效重回报

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-26

收盘价(元)	30.13
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)	278
流通市值(亿元)	278

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

相关报告

1. 新五年战略领转型，世界级晨光赴征程 2025-03-24

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年年度报告，业绩暂时承压

公司发布 2024 年年度报告，2024 年实现营业收入 242.28 亿元，同比增长 3.76%；实现归母净利润 13.96 亿元，同比下降 8.58%；实现扣非归母净利润 12.34 亿元，同比下降 11.75%。单季度来看，2024Q4 实现营业收入 71.14 亿元，同比下降 5.04%；实现归母净利润 3.74 亿元，同比下降 13.50%；实现扣非归母净利润 3.06 亿元，同比下降 23.92%。2024 年度公司拟每股派发现金红利 1.0 元，现金分红金额占归母净利润的 65.61%，公司上市以来累计分红和回购总额超 47 亿元。

● 传统核心业务深化布局，海外业务表现亮眼

分业务来看：1) 传统核心业务：2024 年实现营业收入 93.26 亿元，同比增长 2%，公司聚焦产品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献，持续推进传统核心业务的全渠道布局。2) 晨光科力普业务：实现营业收入 138.31 亿元，同比增长 4%；净利润为 3.22 亿元，同比下降 20%，晨光科力普通过提升服务品质、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，净利润下滑主要系员工激励带来当期费用增加。3) 零售大店业务：实现营业收入 14.79 亿元，同比增长 11%。其中，九木杂物社实现营业收入 14.06 亿元，同比增长 13%，主要系 IP 类产品销售占比的提升及产品结构的丰富。截至 2024 年末，公司在全国拥有 779 家零售大店，其中九木杂物社 741 家，晨光生活馆 38 家。分地区来看：2024 年，中国/其他地区分别实现营业收入 231.32/10.39 亿元，分别同比增长 3.04%/21.59%，公司积极开发非洲和东南亚市场等海外市场，深化海外市场本土化布局，因地制宜地开发本地化产品，持续提升产品上柜率，满足海外市场消费者多样化需求，海外产品竞争力持续加强。

● 管理费用率和销售费用率提升，净利率有所下滑

2024 年公司综合毛利率为 18.90%，同比提升 0.04pct；第四季度公司综合毛利率为 16.78%，同比提升 1.15pct。2024 年度销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.17%/4.05%/0.78%/-0.16%，分别同比 +0.53/+0.55/+0.02/+0.07pct；第四季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.30%/3.65%/0.66%/-0.18%，分别同比 +0.62/+1.44/+0.22/-0.01pct。2024 年公司归母净利率为 5.76%，同比下降 0.78pct；第四季度归母净利率为 5.26%，同比下降 0.51pct。

● 积极布局“二次元 IP”领域，加速文具产品文创化

2024 年，公司以九木杂物社及头部大店等场景为渠道，深入推进 IP 产品矩阵的运营，采用自主 IP 孵化与国内外热门 IP 合作相结合的策略，开发“谷子加文具”一盘货。奇只好玩作为公司旗下独立潮玩品牌，将自主 IP 孵化、IP 运营、品牌联合开发和潮玩衍生作为核心业务模式，关注年轻消费者的消费需求，积极布局“二次元 IP”领域，与国内外多

款经典 IP 合作输出的谷子和文具产品，获得市场的良好反馈。IP 类产品，包括二次元、谷子及其周边衍生品的资源投入和销售比例均有增长。

● **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 2025-2027 年营收分别为 272.01/300.50/329.33 亿元，分别同比增长 12.3%/10.5%/9.6%，归母净利润分别为 15.75/17.77/19.61 亿元，分别同比增长 12.9%/12.8%/10.4%。截至 2025 年 3 月 26 日，EPS 分别为 1.71/1.92/2.12 元，对应 PE 分别为 17.13/15.19/13.76 倍。维持“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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24228	27201	30050	32933
收入同比 (%)	3.8%	12.3%	10.5%	9.6%
归属母公司净利润	1396	1575	1777	1961
净利润同比 (%)	-8.6%	12.9%	12.8%	10.4%
毛利率 (%)	18.9%	18.7%	18.5%	18.3%
ROE (%)	15.7%	16.8%	17.8%	18.4%
每股收益 (元)	1.52	1.71	1.92	2.12
P/E	19.95	17.13	15.19	13.76
P/B	3.14	2.87	2.70	2.53
EV/EBITDA	10.65	8.69	7.77	7.05

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 3 月 26 日收盘价计算）

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13558	15121	16603	18147	营业收入	24228	27201	30050	32933
现金	4962	5516	5915	6149	营业成本	19650	22121	24499	26908
应收账款	3861	4231	4591	4940	营业税金及附加	96	108	121	131
其他应收款	238	272	296	326	销售费用	1738	1931	2043	2190
预付账款	91	101	106	121	管理费用	982	1061	1142	1219
存货	1546	1711	1851	1988	财务费用	-40	-43	-48	-49
其他流动资产	2860	3291	3843	4624	资产减值损失	-13	-10	-10	-10
非流动资产	3029	2895	3002	3053	公允价值变动收益	54	50	50	50
长期投资	34	33	31	29	投资净收益	0	-2	-2	-2
固定资产	1528	1410	1271	1103	营业利润	1759	1992	2255	2497
无形资产	432	450	462	470	营业外收入	78	70	70	70
其他非流动资产	1036	1001	1238	1450	营业外支出	15	15	15	15
资产总计	16587	18015	19605	21200	利润总额	1821	2047	2310	2552
流动负债	6740	7589	8440	9244	所得税	367	380	428	487
短期借款	341	395	463	554	净利润	1455	1667	1882	2065
应付账款	5006	5596	6239	6839	少数股东损益	59	92	105	104
其他流动负债	1392	1598	1737	1851	归属母公司净利润	1396	1575	1777	1961
非流动负债	411	422	445	458	EBITDA	2229	2565	2829	3097
长期借款	6	8	11	13	EPS (元)	1.52	1.71	1.92	2.12
其他非流动负债	405	414	435	445					
负债合计	7151	8011	8885	9702	主要财务比率				
少数股东权益	526	618	723	827	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	924	924	924	924	成长能力				
资本公积	840	840	840	840	营业收入	3.8%	12.3%	10.5%	9.6%
留存收益	7146	7622	8233	8908	营业利润	-8.9%	13.3%	13.2%	10.7%
归属母公司股东权	8910	9386	9997	10672	归属于母公司净利	-8.6%	12.9%	12.8%	10.4%
负债和股东权益	16587	18015	19605	21200	获利能力				
					毛利率 (%)	18.9%	18.7%	18.5%	18.3%
					净利率 (%)	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%
					ROE (%)	15.7%	16.8%	17.8%	18.4%
					ROIC (%)	13.1%	15.1%	15.8%	16.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	43.1%	44.5%	45.3%	45.8%
					净负债比率 (%)	75.8%	80.1%	82.9%	84.4%
					流动比率	2.01	1.99	1.97	1.96
					速动比率	1.73	1.71	1.69	1.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.52	1.57	1.60	1.61
					应收账款周转率	6.51	6.72	6.81	6.91
					应付账款周转率	3.99	4.17	4.14	4.12
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.52	1.71	1.92	2.12
					每股经营现金流(薄)	2.48	2.48	2.74	2.89
					每股净资产	9.64	10.16	10.82	11.55
					估值比率				
					P/E	19.95	17.13	15.19	13.76
					P/B	3.14	2.87	2.70	2.53
					EV/EBITDA	10.65	8.69	7.77	7.05

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 3 月 26 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。