

证券研究报告
2025年04月15日

轻工制造

公司评级 **买入 (维持)**

当前价格：30.55 元 (2025年4月14日)



扩圈出海变革

——晨光股份（603899）深度报告

证券分析师：

李宏鹏 执业证书编号：S0210524050017

李含稚 执业证书编号：S0210524060005

请务必阅读报告末页的重要声明

- **产品力引领价值提升，从强IP到强功能，IP战略有望加码。**多年来，公司坚持聚焦产品力，通过强IP+强功能战略成功带动产品价值提升，让产品兼具实用价值（好用）、兴趣价值和情绪价值（好玩），看好IP加持下晨光从实用价值向情绪价值延伸的产品、渠道、品牌力。①**传统核心产品设计通过内部自主孵化+外部IP合作+国际化设计资源打造精品。**回顾公司IP+文创发展历程，布局前瞻、积累深厚，历史上已与国内外优秀IP深度合作，是最早一批成功以IP赋能产品的消费品公司。25年将在文具、文创、潮玩等品类上继续加强优质IP合作与自主孵化，为消费者提供更多样化购买选择。②**IP商品化加大拓展力度。**独立潮玩品牌奇巧好玩快速发展，以受年轻人喜爱的二次元IP为抓手开发“谷子加文具”一盘货。近年九木杂物社加强IP产品资源投入和自有品牌占比，丰富产品结构，期待在IP商品化的突破创新。
- **海外市场规模贡献初步显现，加速国潮文创出海。**2024年海外市场实现营收10.39亿元，同比增长22%，占传统核心业务收入比例11%。①**东南亚及非洲经济和人口红利向上。**目前公司产品在100多个国家和地区均有销售，主要市场为非洲及东南亚，产品开发与渠道布局均采用本土化战略。目前公司书写工具在泰国市占率已位列第一、约8.6%。东南亚书写工具行业预计保持3%-6%增长，消费力及人口红利双重驱动；中东及非洲书写工具行业预计增速达10%以上，人口红利效应突出，公司凭借性价比优势品牌格局有望突围。②**精品国货文创出海可期。**近日战略合作日本茑屋书店，是我国首个以深度合作形式入驻日本近120家茑屋门店的文具品牌，公司在精品文具优秀品牌众多的日本市场收获好评，彰显出其“情绪价值”和“好用”的双重高质价比的产品力、品牌力，树立精品国货出海标杆。
- **基本盘有望企稳，盈利能力预期稳健。**①持续推进传统核心业务的全渠道布局，围绕用户需求和消费习惯的变化，优化零售运营体系，形成多层次经销体系为主体，线下新渠道、线上业务和直供更多直接接触客户的、全渠道、多触点的布局，进一步从批发商向品牌零售服务商转变。②**新业务科力普维持战略定力，增资扩股推出员工激励，数据化、智慧化仓储建设不断创新精进，稳步壮大业务规模；九木杂物社产品升级“桥头堡”价值日渐突出，二次元等IP类产品、自有品牌产品占比提升，会员量级已破千万，为品牌的长远发展奠定了坚实的基础。**③**24年盈利端受股份支付、业务结构、需求不足及消费偏好等扰动有所承压，25年营收端目标同比+13.5%，各业务有望恢复发展。**
- **投资建议：**24年分红+回购合计比例达73%，持续提高股东回报、彰显发展信心；文创龙头主业稳固，25年计划推进高端化、渠道转型、线上提升和国际化战略，积极拥抱出海和消费新趋势。我们预计公司25-27年归母净利润分别为16.1亿、18.3亿、20.7亿（盈利预测维持前值），同比分别+15%、+14%、+13%。目前股价（2025年4月14日）对应25年PE为18X，估值处于近10年较低水平，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经营管理风险，行业需求下降风险，海外市场风险

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	23,351	24,228	27,566	31,143	35,125
增长率	17%	4%	14%	13%	13%
净利润（百万元）	1,527	1,396	1,607	1,831	2,075
增长率	19%	-9%	15%	14%	13%
EPS（元/股）	1.65	1.51	1.74	1.98	2.25
市盈率（P/E）	18.5	20.2	17.6	15.6	13.8
市净率（P/B）	3.6	3.2	2.9	2.7	2.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

一、聚焦产品力，IP战略有望加码

1.1 量价趋势：近年价增为主要驱动，强IP+强功能成效显著

1.2 25年再提IP战略，满足消费者多样化需求

1.2.1 奇只好玩：二次元IP谷子+文具，零售大店渠道赋能

1.2.2 从实用价值到情绪价值，产品渠道顺势而为

二、国际扩张成效初显，出海大有可为

三、基本盘有望企稳，盈利能力预期稳健

四、盈利预测与投资建议

五、风险提示

1.1 量价趋势：近年价增为主要驱动，强IP+强功能成效显著

- 强IP+强功能为公司产品升级核心抓手。**①**强IP**：从公司历年年报表述可见，公司上市初期已在IP+文创领域布局深耕，多年来公司一直注重对文创和IP的创新，推进内部自主孵化及与外部IP合作相结合的方式，丰富公司产品阵营，助力品牌建设和产品升级。②**强功能**：公司也一直强调产品强功能，“刚需升级”高端化产品，提升消费者的使用体验与需求升级。

表：公司各年报对传统核心业务或大众产品、精品文创的主要表述

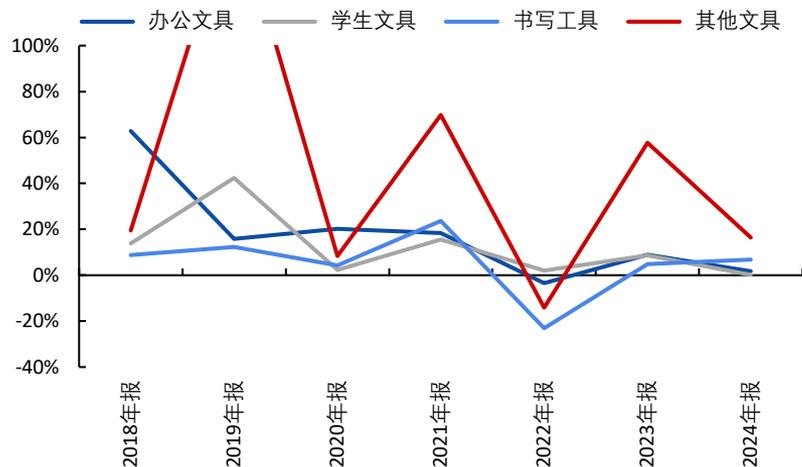
公司各年报对传统核心业务或精品文创的主要表述	
2016年	设立精品文创事业部，探索精品文创市场。通过精品文创事业部，面向全国精品文具店，提供专属商品解决方案，配备专业团队进行开发和维护，扩大公司产品在精品文创市场占有率。举办了2016年“晨光文具杯”全国少儿美术创意绘画大赛等活动，推出多款热门影视和动漫的IP产品
2017年	聚焦重点终端，推进单店质量提升、加盟店升级和配送中心的优化升级，推进精品文创专区、办公专区、儿童美术专区的打造，提升商圈占比，扩大市场份额。加强对传统终端的掌控能力并占据新出现的精品渠道，通过九木杂物社、晨光生活馆和晨光科技形成从消费者洞察到销售实现的闭环。产品方面，调结构促增长，保持原有大众品类的优势，拓展儿童美术和办公用品类，大力推动精品文创的增长，适应消费升级的趋势，使之成为推动公司成长的第二引擎。推出了大英博物馆系列、变形金刚系列、梵高系列单品及套装，梵高 x 鹿晗愿望季日历笔记本、《万合天宜》、《趁早少女心》、《择天记》文具套装等多款互联网创意产品，市场反应热烈
2018年	(精品文创赛道)公司大力拓展精品文创市场，聚焦重点品类，升级产品结构，扩充高价值产品线，完善精品文创布局，发展头部IP/季节限定产品增量空间；晨光黑科技和航海王系列产品得到了市场的较好反应；集中资源打造精品文创专区，推动产品升级和渠道升级，精品文创产品销售占比持续上升，公司产品在精品文创市场占有率进一步提升
2019年	(精品文创赛道)公司大力拓展精品文创市场。以爆款带动整体品类，聚焦重点品类，升级产品结构，完善精品文创产品布局；以标杆终端带动整体终端，通过打造精品文创专区，提升精品文创单店销售，在全国范围拓展精品文创渠道。从产品开发-业务打造-市场推广及品牌传播形成闭环，打造晨光专属季节限定窗口，季节限定得到了市场的热烈反应。公司产品在精品文创市场占有率进一步提升
2020年	(精品文创赛道)结合终端售卖场景，完善重点品类开发与呈现方案，形成强功能精品文创产品阵营；以头部明星单品、核心爆款产品为主提升单品贡献，配合成熟的系列化产品及潮流文具（如盲盒、IP、季节限定等），打造文具中高价格带一盘货；结合公司重点区域单店质量提升，扩大精品文创产品在传统渠道占比；同时把握渠道扁平化趋势，从总部到合作伙伴持续推动直供业务，聚焦国内优先的文具零售终端（实体书店、杂货零售终端、文具零售终端）
2021年	调结构促增长，产品开发减量提质。公司以爆款思路开发产品，精准开发，合理控制款数，减量提质成效显著，新品款数大幅下降，单品贡献显著提升；优化品质管控流程，供应链运营体系效率提升，新品开发流程改善；通过IPD模式开发的品类增长表现明显好于平均水平；持续提升高端产品开发占比，优化产品结构，调结构促增长；引入多款热门IP，丰富公司产品阵营，公司产品力得到进一步提升，产品阵营进一步完善
2022年	产品开发减量提质，减少新品投放款数，提高单款的上柜率和销售贡献，提高单款效率。优化产品结构，改善新品开发流程，以消费者为中心，以爆款思路开发产品。抓住品类机会，做大做强，发掘了儿美，益智，体育等新的品类增长点。通过推进内部自主孵化及与外部IP合作相结合的方式，丰富公司产品阵营，公司产品力得到进一步提升
2023年	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。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。以消费者为中心，深刻洞察使用痛点，强化产品功能设计，不断提升消费者书写体验。通过推进内部自主孵化及与外部IP合作相结合的方式，丰富公司产品阵营，公司产品力得到进一步提升
2024年	产品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献。站在消费者视角开发新品，培育好看、好用的高品质、强功能产品。优化产品结构，进一步拓展品牌阵营、丰富产品线，提高必备品上柜率。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 *积极布局年轻人喜爱的IP与二次元产品，加速文具产品的文创化，用IP赋能文具，让产品兼具实用价值（好用）、兴趣价值和情绪价值（好玩）。奇只好玩作为公司旗下独立潮玩品牌，以自主IP孵化、IP运营、品牌联合开发、潮玩衍生为核心经营模式，关注年轻消费者的情绪价值和价值主张，积极布局“二次元IP”领域

资料来源：公司公告、华福证券研究所

1.1 量价趋势：近年价增为主要驱动，强IP+强功能成效显著

- **近年核心文具品类均价保持稳增。** 21-24年公司书写工具、学生文具均价增幅基本达到了中高个位数，主要因公司依托高壁垒的渠道优势，可以稳定通过强功能、强设计的新品有效提高产品均价；另一方面，在近年市场形势快速变化、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的背景下，公司书写工具和学生文具的销量增长瓶颈开始显现。
- **产品力驱动价值提升，早期“强IP”战略成效显著&近年“强功能”聚焦。** 历史上公司陆续推出与故宫、大英博物馆、梵高博物馆等新潮IP合作文具，以及与《海贼王》、《名侦探柯南》等经典日漫IP合作文具，成效显著。据公司24年报，公司强调“聚焦经典产品挖潜”，聚焦“强功能”实现价值提升，让产品兼具实用价值（好用）、兴趣价值和情绪价值（好玩）。

图：公司主要产品收入增速（不含科力普）



资料来源：iFind，公司公告、华福证券研究所

图：公司强功能系列产品图

品名	功能亮点	示意图	品名	功能亮点	示意图
宝可梦热可擦中性笔	可擦中性笔		masmarcu静音修正带	消音结构、PET带膜不易断、硅胶耐摔	
火星舱黑色按动中性笔	秒干油墨、CS针尖锥书写稳定		推拉橡皮擦	擦拭无碎屑，柔软不易断	
悦写磁悬浮中性笔	磁悬浮黑科技根据缓冲反馈书写省力		云握手中性笔	中空软胶套缓冲书写压力、速干油墨	

资料来源：天猫晨光官方旗舰店、华福证券研究所

1.2 25年再提IP战略，满足消费者多样化需求

- **回顾公司IP+文创发展历程，IP文创领域布局前瞻、积累深厚。**2006年公司合作荷兰国宝级IP米菲兔，2007年上市的第一季晨光 x 米菲经典联名产品大获成功。2013年后公司开始深化和IP所有权方的合作，例如上海晨光文化是法国艺术类IP卡斯波丽沙在中国大陆地区的独家版权代理运营商。近年持续扩大IP合作广度，覆盖国潮、国产内容、二次元等多元化领域。例如2017年报提到推出了大英博物馆系列、变形金刚系列、梵高系列单品及套装，梵高 x 鹿晗愿望季台历笔记本、《万合天宜》、《趁早-少女心》、《择天记》文具套装等互联网创意产品，市场反应热烈；2018年报提到航海王系列等产品市场反应积极；2021年首次合作名侦探柯南推出“名侦探柯南推理悬疑风探案文具套装”等。
- **公司在IP合作的选择、运营方面坚持价值观契合、坚持长期主义。**例如公司与米菲的合作持续推陈出新，每一季晨光米菲的主题企划创意，均是在IP既有设计图库上进行二次共创，让经典IP保持新鲜感。在IP选择上，公司也聚焦与自身价值观契合、品类契合的IP合作。
- **25年推进高端化，再提IP战略，量稳价增值值得期待。**24年报对传统核心业务的表述指出，传统核心产品设计通过内部自主孵化+外部IP合作+国际化设计资源打造精品；在IP开发与运营上，将顺应Z时代年轻消费者的需求，加强同优质IP的合作与自主孵化，打造具有特色和有辨识度的IP，提升IP的生命力和商业价值。
- 基于以上，我们认为公司25年将进一步加强“IP战略”，推出更多流行二次元IP、精品文创IP等符合年轻人潮流需求的高价值文具，让产品兼具实用价值与情绪价值。且过去公司以IP为抓手打造产品价增的逻辑已得到充分验证，重新聚焦IP战略、加强IP产品研发设计能力、推出更多符合年轻人需求的产品，有望带动产品销量企稳修复，加速从批发商向品牌零售服务商的转型。

图：公司部分合作IP产品示意图



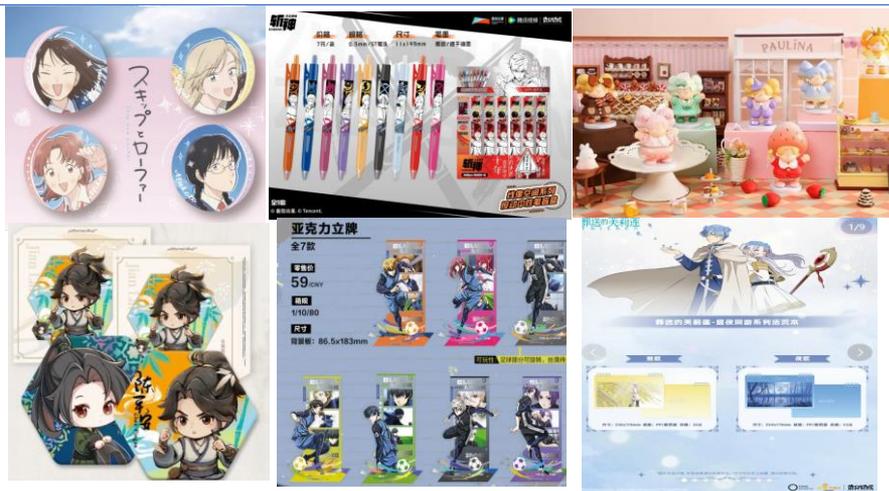
1.2.1 奇只好玩：二次元IP谷子+文具，零售大店渠道赋能

- **奇只好玩是晨光旗下的独立潮玩品牌，布局谷子加文具一盘货。**奇只好玩以自主IP孵化、IP运营、品牌联合开发、潮玩衍生为核心经营模式，关注年轻消费者的情绪价值和价值主张，积极布局“二次元IP”领域。通过自主IP孵化和与国内外热门IP合作相结合的方式进行IP产品矩阵的深度运营，开发“谷子加文具”一盘货。
- 奇只好玩公司持股比例57%，2024年实现净利润942万元。2024年奇只好玩快速成长，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。
- **产品线梳理：①自有IP：**宝琳娜。原创潮玩类IP，场景化摆件、收纳盒、文具。**②外部日漫IP：**咒术回战、蓝色禁区、葬送的芙莉莲、跃动青春等。徽章、立牌等谷子类商品为主，也有文件夹、本册等文具。**③外部国漫IP：**原神、魔道祖师、剑来、斩神等。开发谷类产品与文具等。**④原创文创：**不带IP属性的文创商品。

图：奇只好玩部分产品线梳理

IP属性	IP	主要产品
自有IP	宝琳娜	场景化潮玩摆件、女孩文创玩具、文具
日漫IP	咒术回战	谷子
日漫IP	蓝色禁区	谷子、文具
日漫IP	葬送的芙莉莲	谷子、文具
日漫IP	跃动青春	谷子
国漫IP	魔道祖师	谷子
国漫IP	斩神	谷子、文具
国漫IP	剑来	谷子
国漫IP	原神	文具
原创文创		毛绒、收纳、文件夹边角夹组合套等不带IP属性的商品

图：奇只好玩部分产品图



1.2.1 奇只好玩：二次元IP谷子+文具，零售大店渠道赋能

➤ 奇只好玩二次元潮流产品借力九木杂物社渠道优势，积极线下宣发。

- 2024年Q2奇只好玩开始密集合作热门日漫IP，开发谷子类商品。主要包括《咒术回战》、《蓝色禁区》流行日漫作品。
- 积极配合剧场版《蓝色禁区：凪》24年7月上映时间进行宣传，8月联合九木线下多家门店开展线下联动活动，后续持续推出谷子类新品等。
- 2024年8月起宣布合作《剑来》（24年8月播出）、《斩神》（24年7月播出）等国漫新番IP，宣发参与线下见面会等活动、九木杂物社联动活动促进销售。
- 2024年底合作了新番日漫IP《跃动青春》（改编动画在2023年4月4日B站首播）、《葬送的芙莉莲》（第1季于2023年9月播出，第2季于2026年1月播出）。

表：奇只好玩二次元谷子产品时间线梳理

企划-产品持续上市时间	IP	产品	九木杂物社联动
2023-7	原神「森林奇旅」	环保裸背本、复古环保电脑收纳包	
2024-4~2024-11	咒术回战	徽章、立牌、镭射卡、挂件等	
2024-6~2025-2	蓝色禁区	徽章、立牌、挂件、书签、文件夹、明信片等	24年8月，九木约260家线下门店主题活动，上海静安大悦城门店一日店长coser见面会
2024-8~2025-3	斩神	徽章、立牌、色纸、留言卡、杯垫、档案收藏卡、修正带、中性笔、鼠标垫等	25年1月，九木杂物社上海龙湖虹桥天街门店线下门店主题活动，10家主题门店、40家打卡门店； 25年3月角色生日活动在九木、晨光文具、外部谷子店等多个渠道联动商品活动； 25年2月，九木杂物社上海静安大悦城门店线下主题活动； 25年3月谷子新品上新196家九木门店
2024-8~2025-2	剑来	徽章、色纸、挂件、镭射色纸、相片卡等	
2024-12~2025-3	跃动青春	挂件、徽章	
2025-1~2025-4	魔道祖师	立牌、色纸、挂件、贴纸、透卡、徽章等	
2024-11	葬送的芙莉莲	活页本、徽章	

资料来源：奇只好玩小红书、华福证券研究所

1.2.1 奇只好玩：二次元IP谷子+文具，零售大店渠道赋能

➤ 奇只好玩品牌产品在内外部线上线渠道均有布局。

- ①线上：直营包括奇只好玩微信小程序、天猫奇只好玩潮玩店、小红书奇只好玩，抖音奇只好玩，不同线上渠道商品SKU略有区别。小红书、抖音等以谷子为主。小程序SKU较全，包含谷子、文创类IP文具。同时也在晨光旗舰店、九木旗舰店、KKV旗舰店等其他渠道销售。
- ②线下内部渠道：依托公司7万家终端 & 741家九木杂物社触角广泛的渠道进行销售。例如《斩神》3月新品已在九木196家活动门店推出（北上广深、江浙店为主）。
- ③线下外部渠道：谷子类产品广泛在各城市谷子店、潮品店、文具店有销售，奇只好玩线下合作门店包括MACICWOW、GOODSLOVE、集物坊、次元无极、魔力玛特、潮玩集合等。

图：《斩神》部分谷子类产品线线下合作门店

城市	品牌/店名	地址
上海市	晨光文具	上海市嘉定区大融城3楼晨光文具
	九木杂物社-静安大悦城店	上海市静安区西藏北路136号静安大悦城607铺位
	晨光文具	上海市青浦区汇金商务大厦2楼晨光文具
	晨光文具	上海市嘉定区环城路762弄1号信业购物中心2楼1219室晨光文具
江苏省	VERY谷得	江苏省淮安市清江浦区康乐1号1号华信mall第一楼楼旁
	长德书城	江苏省宿迁市沭阳县万达广场二楼长德书城
四川省	MAGICWOW-南京水游城店	南京市秦淮区建康路1号F3 06店辅
	集物玛特-南京新首店	南京市中山南路1号南京新首A座B1 潮玩B03
浙江省	次元无极-金华OneBox店	浙江省金华市婺城区西市街159号2F-A17
	MAGICWOW-杭州万象天地店	浙江省杭州市拱墅区金沙大道30号万象天地B1-04
广东省	潮品集物-惠州印象城店	广东省惠州市惠城区南汇街印象城333号印象城 MEGA 29-L3-10号
	诚林书店	广东省惠州市博罗县罗阳镇北门路99号诚林书店有德巷旁
山东省	诚林书店	广东省惠州市博罗县罗阳镇北门路诚林书店
	三福-深圳龙岗区壹方天地店	广东省深圳市龙岗区壹方天地B区B1-023铺位
山西省	潮品集物-深圳市龙岗万科里店	深圳市龙岗区龙城大道3999号万科城市广场B1 48号潮品集物店
	智教文具	山东省济南市济阳县泉林路2楼204智教文具

资料来源：奇只好玩小红书、华福证券研究所

图：《斩神》上线196家九木门店活动

城市	品牌/店名	地址
上海市	上海静安大悦城店	上海市静安区西藏北路136号静安大悦城607铺位
	上海青浦汇金店	上海市青浦区汇金商务大厦2楼晨光文具
	上海嘉定信业店	上海市嘉定区环城路762弄1号信业购物中心2楼1219室晨光文具
	上海嘉定大融城店	上海市嘉定区大融城3楼晨光文具
江苏省	江苏淮安康乐店	江苏省淮安市清江浦区康乐1号1号华信mall第一楼楼旁
	江苏宿迁沭阳店	江苏省宿迁市沭阳县万达广场二楼长德书城
浙江省	浙江金华OneBox店	浙江省金华市婺城区西市街159号2F-A17
	浙江杭州万象天地店	浙江省杭州市拱墅区金沙大道30号万象天地B1-04
广东省	广东惠州印象城店	广东省惠州市惠城区南汇街印象城333号印象城 MEGA 29-L3-10号
	广东惠州博罗店	广东省惠州市博罗县罗阳镇北门路99号诚林书店有德巷旁
山东省	山东济南诚林书店	山东省济南市济阳县泉林路2楼204智教文具
	山东济南三福店	广东省深圳市龙岗区壹方天地B区B1-023铺位

资料来源：奇只好玩小红书、华福证券研究所

奇只好玩 已关注

杂物社又偷偷上新啦！这次是196家门店！

周边主题
破晓前夜系列 | 线盒空间系列 | 赞歌系列 | ED系列

新品品类
文具系列、立牌、徽章、透卡挂件、色纸、明信片

快来看看你家附近的杂物社有没有上架吧！

#吃谷 #斩神 #斩神之凡尘神域 #杂物社 #王面 #林七夜 #斩神动画 #谷子 #奇只好玩

编辑于 03-06 上海

说点什么... 104 26 25

1.2.2 从实用价值到情绪价值，产品渠道顺势而为

- 公司经过多年前布局，在IP加持下，持续精进从实用价值向情绪价值延伸的产品、渠道、品牌力。
- 文具产品，以晨光子品牌MASMARCU为例**，从目前的在售商品看，MASMARCU合作IP包括原田治、加藤真治、卡斯波和丽莎等。在IP与设计的加持下，文具产品风格清新简洁、富有设计感与高级感。MASMARCU已陆续推出了全是喵文具礼盒、原田治、姆明、米菲等IP联名礼盒。
- 文创杂货等多元化产品，九木杂物社加强IP资源投入，期待IP商品化持续发展**。九木杂物社以 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，作为公司产品升级的桥头堡，近年来九木杂物社持续加强 IP 类产品资源投入和自有品牌占比，丰富产品结构。
- 渠道方面，九木杂物社联名、限定活动稳定输出**。截止24年九木杂物社已拥有741家门店，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，目前已在全国中高端文创杂货零售市场处于领先地位。近年来，除联合奇只好玩开展二次元IP主题线下门店活动外，九木杂物社也持续输出精创IP主题线下门店活动，以及季节性、节日限定一叠货场景陈列，保持产品和渠道曝光。
- 打造有温度的品牌**。公司通过更加以消费者为中心的产品开发及推广方式、更加贴近用户内心世界的品牌营销内容和玩法，以“探店”+“种草”+“情绪价值”的内容形式，以品牌赋能产品和渠道，进行国潮与品牌的融合创新，持续稳定输出情绪价值，用年轻人喜爱的方式传递品牌温度。

图：MASMARCU品牌部分产品及合作IP图



资料来源：奇只好玩小程序，MASMARCU小红书，华福证券研究所

图：九木杂物社部分IP产品图

LULU猪	搪胶毛绒		蛋仔派对	钥匙扣	
三丽鸥	毛绒玩偶		原田治	手提包	

资料来源：九木杂物社天猫旗舰店，华福证券研究所

图：九木杂物社姆明主题店活动



资料来源：MASMARCU小红书，华福证券研究所

图：九木杂物社蓝色禁区主题活动



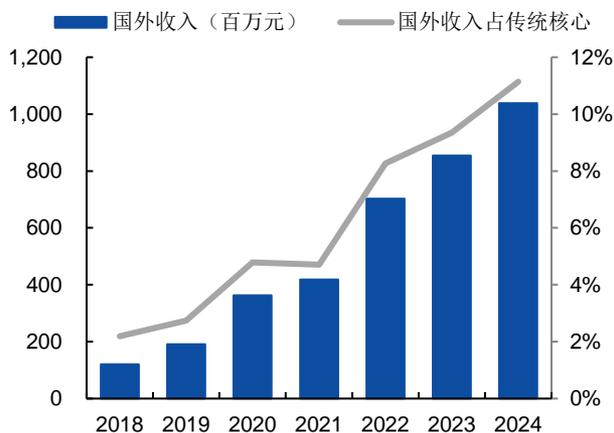
资料来源：奇只好玩小红书，华福证券研究所

- 一、聚焦产品力，IP战略有望加码
- 二、国际扩张成效初显，出海大有可为
- 三、基本盘有望企稳，盈利能力预期稳健
- 四、盈利预测与投资建议
- 五、风险提示

2.1 加速拓展海外市场，规模贡献初步显现

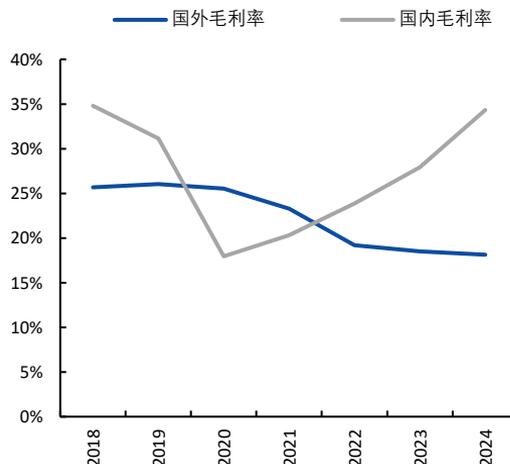
- 近年来随着中国文化在全球的影响力不断提升，不仅国内的消费者寻求更多情感认同，购买国潮商品，海外市场消费者也开始追逐中国元素，看好中国商品。公司也积极开发海外市场，2024年海外市场实现营业收入10.39亿元，同比增长22%，占传统核心业务收入比例为11%。目前公司在泰国、越南、马来西亚等国家设有经销体系和采购网络，产品在100多个国家和地区均有销售。2025年，公司计划继续加大海外市场布局的步伐，关注东南亚及非洲市场的开发，进一步提升海外市场份额，扩大公司在全球文具行业的影响力和竞争力。
- 产品开发方面：**公司持续深化海外市场本土化布局，因地制宜地开发本地化产品，持续提升产品上柜率，满足海外市场消费者多样化需求，海外产品竞争力持续加强，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。
- 渠道模式方面：**海外业务模式、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。

图：海外营业收入占传统核心收入比例约11%



资料来源：公司公告、iFind，华福证券研究所

图：海外业务毛利率低于国内业务



资料来源：公司公告、iFind，华福证券研究所

图：M&G海外产品示意图（马来西亚、泰国、津巴布韦）

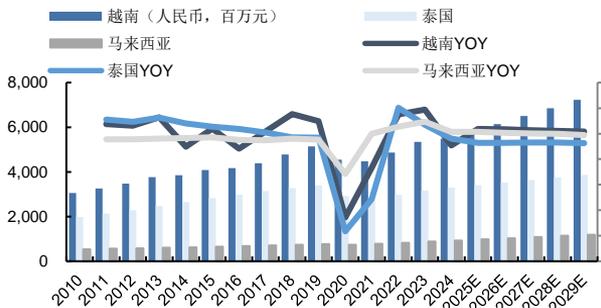


资料来源：Lazada、mgtationeryzimbabwe Instagram，华福证券研究所

2.2 东南亚：人均GDP持续增长，晨光泰国表现突出

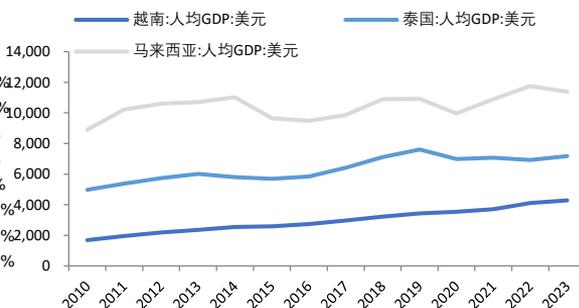
- 东南亚主要国家越南、泰国、马来西亚2024年书写工具市场规模分别约55亿元、33亿元、9亿元，预计25-28年行业CAGR在3-6%左右。东南亚国家近年来人均GDP持续增长居民消费能力提升；从中小学人口占比看，仍有一定的人口优势，有望支持文具行业保持较好增长。
- 从市场份额看，据Euromonitor，晨光品牌2024年在泰国市占率达8.6%排名并列第一，且自2019年以来份额提升加速。在东南亚其他国家市场份额拓展前景可期。

图：越南、泰国、马来西亚书写工具市场规模及增速



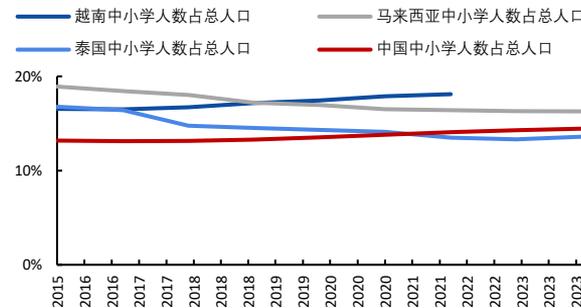
资料来源：欧睿，iFind，华福证券研究所（按4月1日固定汇率换算）

图：越南、泰国、马来西亚人均GDP



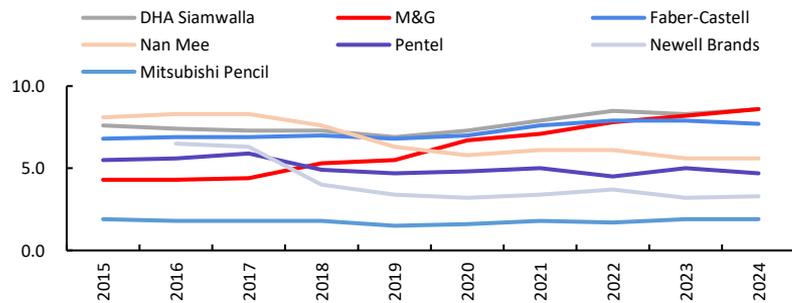
资料来源：iFind，华福证券研究所

图：越南、泰国、马来西亚、中国中小学生人数占比



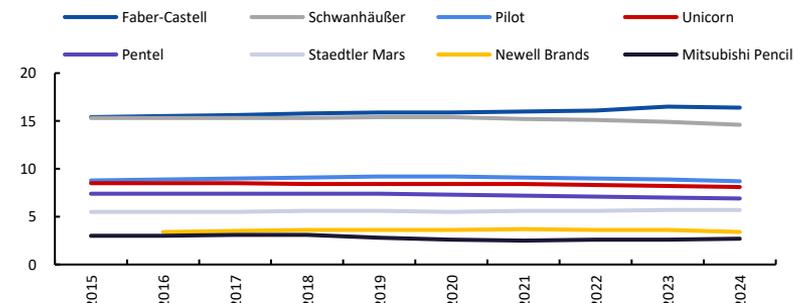
资料来源：iFind，华福证券研究所

图：泰国主要书写工具品牌的市占率



资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：马来西亚主要书写工具品牌市占率

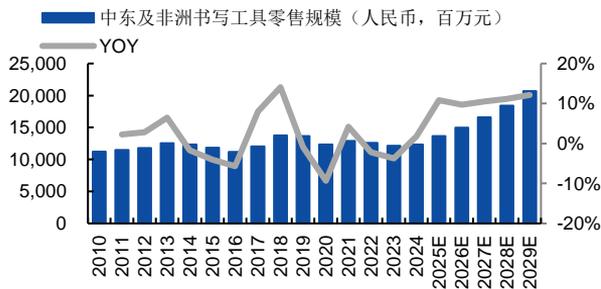


资料来源：欧睿，华福证券研究所

2.2 非洲：人口红利显著，文具行业高成长

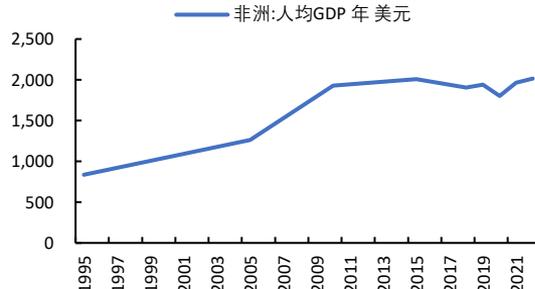
- 非洲及中东书写工具市场规模2024年达约123亿元，且据Euromonitor预测25-29年行业规模有望实现10%以上的快速增长；而据澎湃新闻，2023年非洲文具市场营收达22.35亿美元，24-27年预计CAGR达24.76%。非洲地区人均GDP近年相对稳定，但人口红利显著，中东及北非、撒哈拉以南非洲国家中小学人口占比基本在20%左右，且在教育普及深化下人口红利更为突出，支持文具较快增长。
- 从行业竞争格局看，目前非洲及中东份额最大的书写工具品牌为法国Societe，旗下旗舰产品为比克圆珠笔，但近年来其份额呈下降趋势；历峰、百乐均为价值相对较高的品牌，多年来市占率保持较低水平。行业格局也为中国文具品牌的市场拓展带来一定的机遇。

图：非洲及中东书写工具市场规模及增速



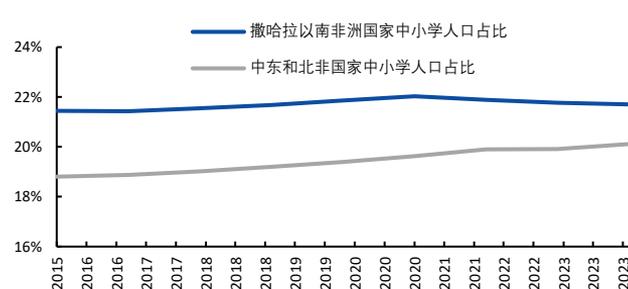
资料来源：欧睿、iFind、华福证券研究所（按4月1日固定汇率换算）

图：非洲人均GDP



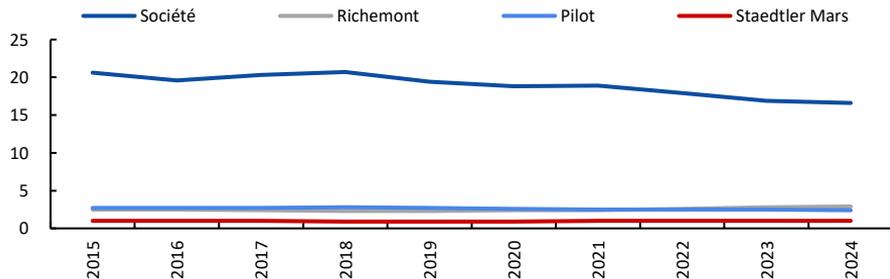
资料来源：iFind、华福证券研究所

图：非洲及中东中小學生人数占比



资料来源：iFind、华福证券研究所

图：非洲及中东主要书写工具品牌市占率



资料来源：欧睿、华福证券研究所

图：M&G津巴布韦学讯

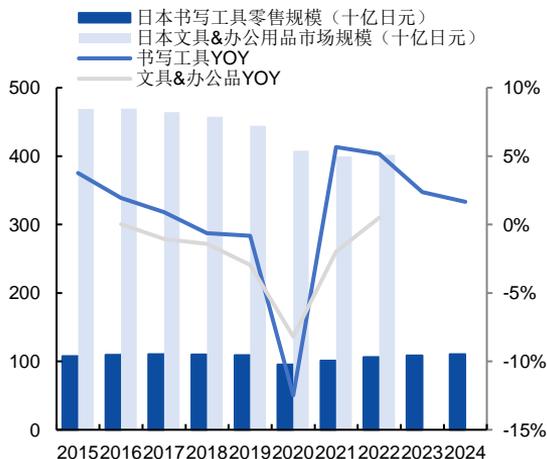


资料来源：M&G Stationery Zimbabwe facebook、华福证券研究所

2.2 25年战略合作日本茑屋书屋，加速文创国货出海

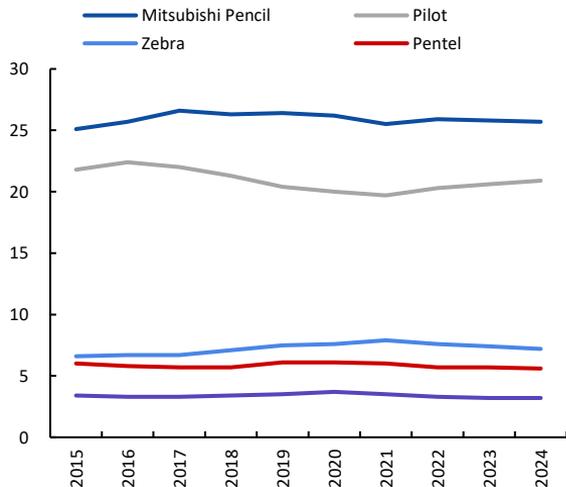
- **日本书写工具零售规模稳定，而文具 & 办公用品市场有所下行，品牌集中度较高。**据Euromonitor，近年来日本书写工具零售规模稳定在约1000亿日元水平，预计25-28年行业增速在1%左右。而日本文具&办公用品市场则有所下行。从品牌格局看，多年来日本书写工具格局稳定，三菱、百乐市占率基本稳定在26%、20%左右，品牌集中度较高。
- **近期公司战略合作日本茑屋书屋，打造精品文具出海标杆。**3月7日日本最大的文创连锁渠道茑屋书店在官网重磅官宣与晨光达成战略合作，晨光成为首个以深度合作形式入驻日本近120家茑屋门店的中国文具品牌。公司在2024年底便已试水日本市场，参展超50万人参与的“文具女子博”展会，超细芯中性笔、按动荧光笔等多款产品的颜值和书写体验受到本地消费者好评。公司在精品文具优秀品牌众多的日本市场收获好评，彰显出公司“情绪价值”和“好用”的双重高质价比的产品力、品牌力，树立精品文创国货出海标杆。

图：日本书写工具、文具市场规模及增速



资料来源：欧睿、sense create, 矢野经济研究所, 华福证券研究所

图：日本主要书写工具品牌的市占率



资料来源：欧睿、华福证券研究所

图：晨光合作茑屋书屋的产品图

日本初上陸文具メーカー「M&G Stationery」茑屋書店・TSUTAYAにて独占販売開始！



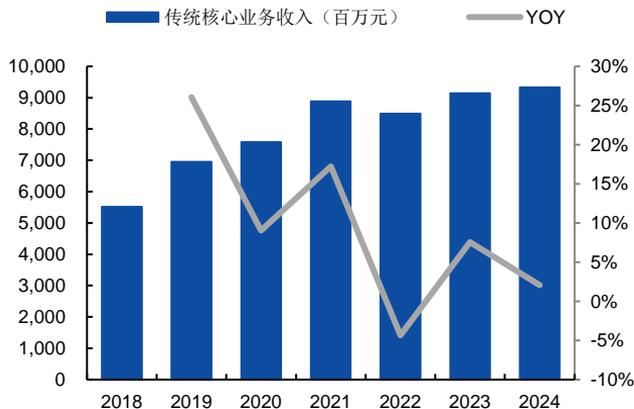
资料来源：TSUTAYA官网、华福证券研究所

- 一、聚焦产品力，IP战略有望加码
- 二、国际扩张成效初显，出海大有可为
- 三、基本盘有望企稳，盈利能力预期稳健
- 四、盈利预测与投资建议
- 五、风险提示

3.1 传统核心：全渠道布局，进一步向品牌零售服务商转变

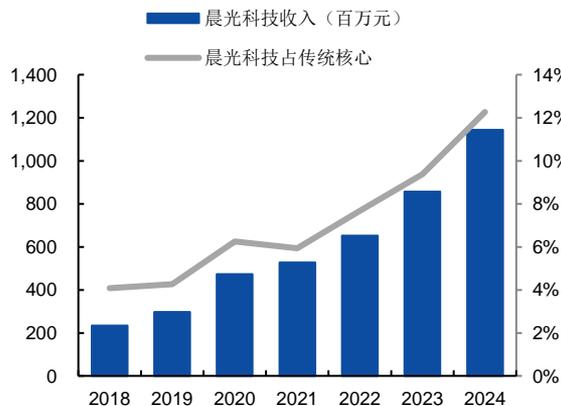
- **公司持续推进传统核心业务的全渠道布局。** 2024年公司传统核心业务实现营收93亿元，同比增长2%；其中晨光科技实现收入11.4亿元，同比增长33%，占传统核心业务比重达到12%。公司围绕用户需求和消费习惯的变化，优化零售运营体系，形成多层次经销体系为主体，线下新渠道、线上业务和直供更多直接触达客户的、全渠道、多触点的布局，进一步从批发商向品牌零售服务商转变。
- **传统渠道精耕细作，扩大市场份额。** 公司聚焦重点终端开展单店质量提升，赋能终端提升经营质量和销售。①在渠道管理赋能方面，公司继续以数字化工具助力提升渠道运营效率。②在增量方面，公司聚焦经典畅销一盘货推广，提升重点品类在终端的上柜率，实现渠道升级，提升商圈占比，扩大市场份额；推进总部直供和合作伙伴直供，办公直供及精品直供，创造增量；精品直供聚焦核心客户，打造精品大店标杆，对优质校边店起到引领作用。2024年公司在国内的书写工具市占率25.8%同比+1pct，重回提升轨道。
- **线上渠道继续提升，产品赛道与渠道协同加速发展。** 公司线上直营模式与分销模式互相协同，挖掘线上增长潜力。公司继续加强线上品类的产品线布局及产品力挖掘，开发平台专供款、联合共创款、定制化款等多维度新品；加速新渠道业务发展，快速实现市场排位力。

图：传统核心业务稳健发展



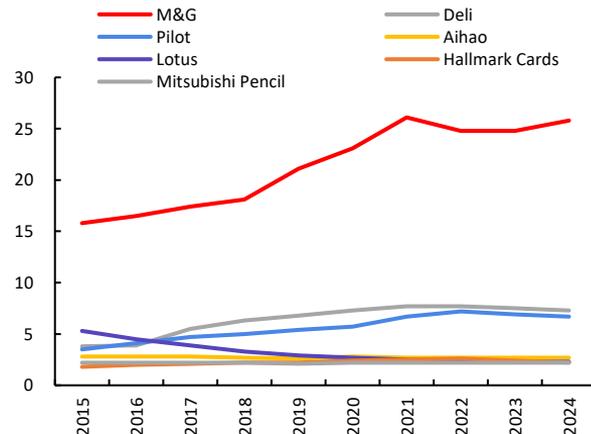
资料来源：公司公告、华福证券研究所

图：晨光科技对传统业务贡献增加



资料来源：公司公告、华福证券研究所

图：2024年公司在国内的书写工具市占率提升

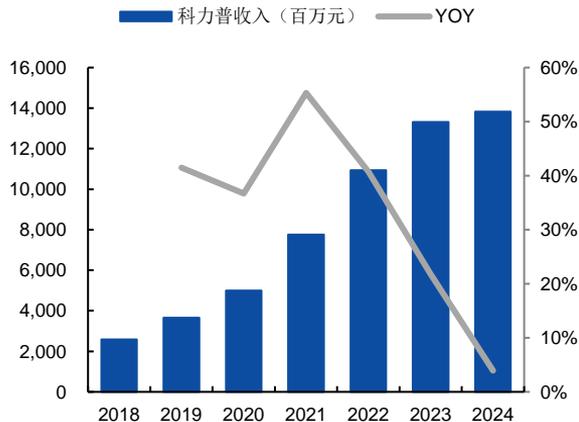


资料来源：欧睿、华福证券研究所

3.2 科力普：维持战略定力，场景&客户&数字化持续深挖

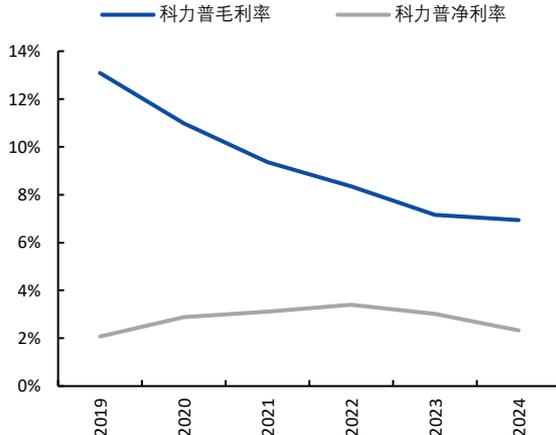
- **办公直销科力普维持战略定力，稳步增长。**在充满挑战的外部环境下，晨光科力普保持战略定力，业绩依然保持稳定增长，2024年科力普实现营业收入138亿元，同比增长4%，实现净利率2.3%，同比-0.7pct，主要由于2024年科力普以员工股权激励和实际控制人增资两部分增资扩股，晨光科力普员工股权激励的相关股份支付费用计入当期管理费用7,556万元。
- **业务场景、客户扩展与数字化建设持续深挖。**晨光科力普作为B2B电商采购零售领军者，持续致力于为政府、企事业单位、世界500强企业和其他中小企业提供高性价比的一站式采购服务。目前科力普产品线包括超百万种商品，业务场景覆盖办公一站式、MRO工业品、营销礼品和员工福利领域，并着力拓展营销礼品及MRO工业品供应链的开发，2024年MRO工业品对已合作项目做到持续深挖，在国家电投、三峡集团、中国有色和电气装备等多个项目上拓宽新的业务边界。
- 中后台方面，科力普积极推进数字化建设，研发创新数字化平台系统，持续提升平台运营和管理能力，数字化手段赋能政企集采、实现降本增效，帮助客户实现数字化转型。在全国范围内不断优化仓储布局和效率，并在数据化、智慧化仓储建设中不断创新。

图：科力普近年来营收规模稳步提升



资料来源：公司公告、华福证券研究所

图：科力普盈利能力24年有所下降



资料来源：公司公告、iFind、华福证券研究所

图：科力普主要产品类型

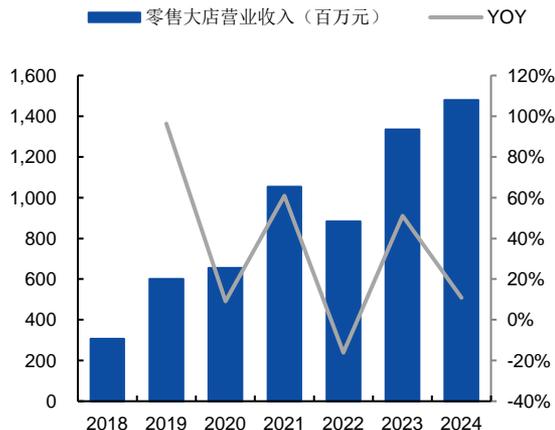


资料来源：科力普官网、华福证券研究所

3.3 零售大店：桥头堡效应显著，中高端文创杂货零售品牌

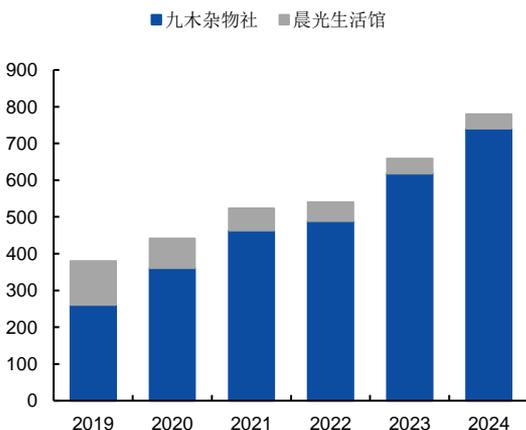
- 九木杂物社作为晨光品牌和产品升级的桥头堡，近年通过增加晨光品牌露出，带动公司的高端化产品开发，输出零售能力，对品牌的持续升级和市场拓展进行反馈，已成为全国领先的中高端文创杂货零售品牌。2024年，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收14.79亿元，同比增长10%，其中，九木杂物社实现营收14.06亿元，同比增长13%；24年底，公司在全国拥有 779 家零售大店，其中九木杂物社741家，晨光生活馆38家。
- 线下为主、线上多渠道发展。**九木杂物社线下渠道数量持续拓展，门店在产品组合、精细化运营以及消费者洞察及服务等方面继续提升，形成持续的人、货、场检核机制。线上业务多渠道发展，天猫、拼多多、抖音、社区电商、即时零售等新型渠道均有提升。
- 会员营运深化，IP类、自有产品占比增加。**九木杂物社以会员为中心，建立完整高效的会员经营体系，会员量级已破千万。产品拓展方面，IP类（二次元、谷子及周边衍生品）产品资源投入和销售占比均有提升，进一步丰富产品结构，提升对年轻消费者的市场吸引力；晨光产品和自有品牌的占比提升，进一步提升竞争门槛。

图：零售大店营业收入快速发展



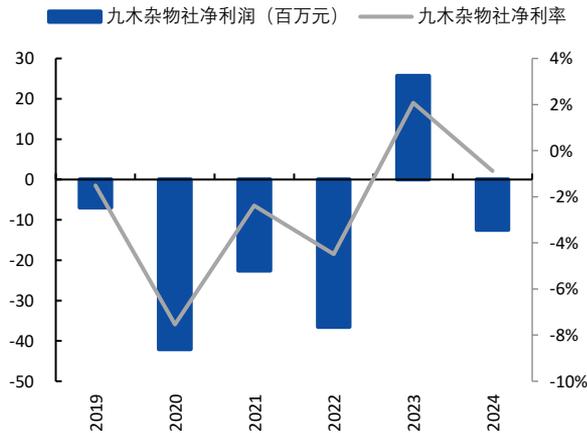
资料来源：公司公告、华福证券研究所

图：九木杂物社与晨光生活馆门店数量扩张



资料来源：公司公告、华福证券研究所

图：九木杂物社盈利情况

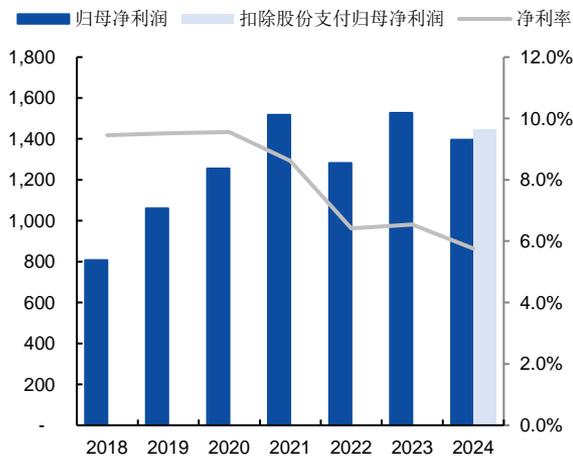


资料来源：公司公告、华福证券研究所

3.4 盈利能力：各业务展望回升，盈利端有望企稳

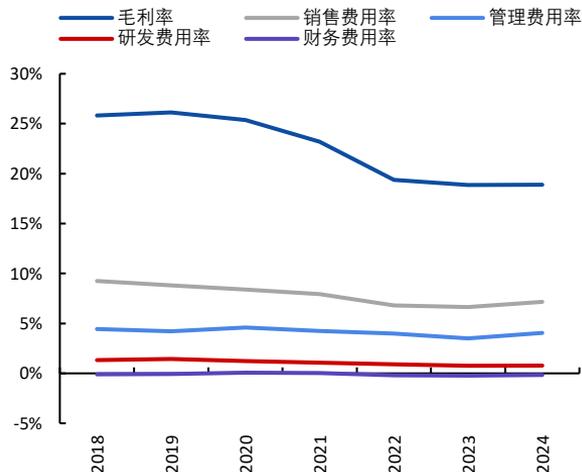
- **2024年公司实现归母净利润13.96亿元同比-8.6%，扣除股份支付后归母净利润14.46亿元同比-2.81%。**2024年毛利率保持稳定，毛利率主要受公司产品升级、科力普业务占比结构的变化综合影响。2024年销售费用率、管理费用率略有提升，其中销售费用率提升主要为渠道建设费、品牌推广费、业务宣传费等略有提高，管理费率提升主要为晨光科力普员工股权激励的相关股份支付费用计入当期管理费用7,556万元的影响。
- **在各业务重回健康增长、激励费用影响减弱下，公司盈利端有望企稳。**1) 25年公司营收端展望同比+13.5%，各业务有望恢复稳步发展。2) 毛利率方面，考虑到办公直销业务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、爆品打造持续挖潜提升产品价值与毛利率水平，预计可以平衡由于业务结构变化对整体毛利率的影响。3) 费用方面，若营收展望如期回升，则相关费用摊销也有望有所优化；管理费用率则有望在激励费用影响减弱下修复。

图：近年归母净利润规模及净利率



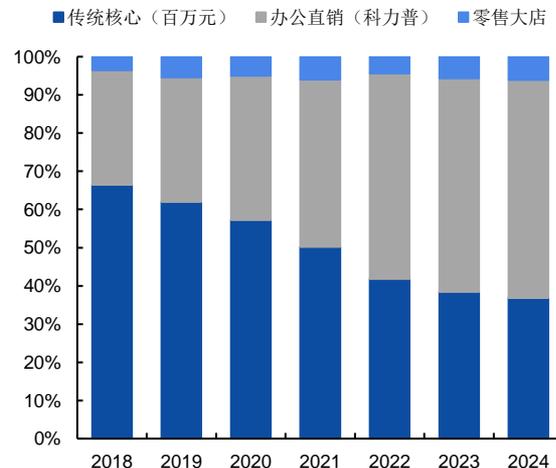
资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图：公司毛利率及期间费用率



资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图：公司分业务营收结构



资料来源：公司公告，华福证券研究所

- 一、传统核心：聚焦产品力，IP战略有望加码
- 二、国际扩张成效初显，出海大有可为
- 三、基本盘有望企稳，盈利能力预期稳健
- 四、盈利预测与投资建议**
- 五、风险提示

4.1 盈利预测

- **主要盈利假设以下：**
- **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IP战略加持下产品端的优势，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2025-2027年公司传统核心业务年增速在8-9%左右。
- **②办公直销：**公司办公直销近年受反腐等扰动有所降速，随着公司持续扩客户、扩大MRO、礼品等产品。我们预计2025-2027年公司办公直销业务年增速约为16%左右。
- **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，预计九木杂物社年新开门店约100家，单店在潮流品类优化下增长空间，预计2025-2027年公司零售大店业务年增速约11-16%。
- 期间费用率：24年管理费用率略高，主要计提科力普激励股份支付费用，预计后续优化。销售费用率则有望在营收回升下有所优化。
- 预计25-27年归母净利润分别为16.1亿、18.3亿、20.7亿，同比+15%、+14%、+13%。

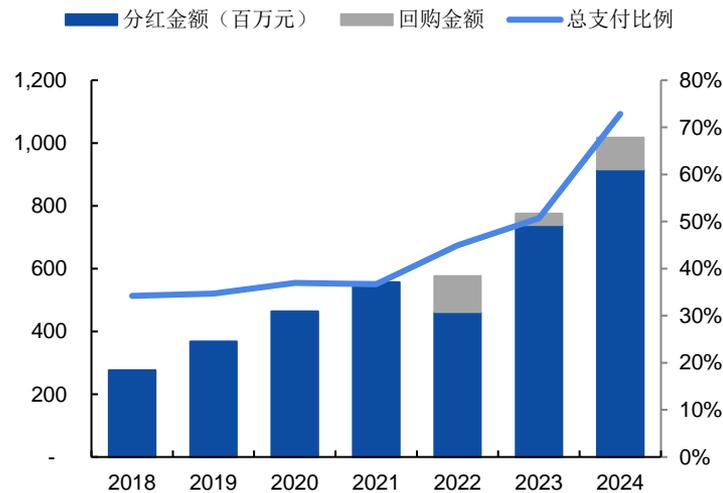
表：公司盈利预测与估值

亿元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
传统核心业务	88	82	87	89	97	106	115
YoY	17%	-7%	6%	2%	9%	9%	8%
其中：传统核心业务 - 线下	83	75	79	78	82	86	89
YoY	19%	-9%	4%	-1%	6%	5%	3%
其中：晨光科技	5	7	9	11	15	20	26
YoY	11%	24%	31%	33%	32%	30%	30%
科力普	78	109	133	138	161	186	215
YoY	55%	41%	22%	4%	17%	16%	16%
零售大店	11	9	13	15	17	19	22
YoY	61%	-16%	51%	11%	16%	12%	11%
营业收入	176	200	234	242	276	311	351
YoY	34%	14%	17%	4%	14%	13%	13%
销售费用	14	14	16	17	20	21	24
费用率%	7.9%	6.8%	6.6%	7.2%	7.1%	6.9%	6.7%
管理费用	7	8	8	10	10	12	13
费用率%	4.2%	4.0%	3.5%	4.1%	3.8%	3.8%	3.6%
研发费用	2	2	2	2	2	2	3
费用率%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
财务费用	0.1	-0.4	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4
费用率%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
归母净利润	15.2	12.8	15.3	14.0	16.1	18.3	20.7
YoY	21%	-16%	19%	-9%	15%	14%	13%
净利率	8.6%	6.4%	6.5%	5.8%	5.8%	5.9%	5.9%

4.2 投资建议

- **分红比例持续提升，24年分红+回购合计比例达73%，积极提高股东回报。** 2024年公司拟派发现金红利9.16亿元，加上回购股份金额1.01亿元，分红+回购合计金额达10.17亿元，占归母净利润的72.85%，积极提高股东回报、彰显公司发展信心。
- **投资建议：**我们预计公司25-27年归母净利分别为16.1亿、18.3亿、20.7亿，同比分别+15%、+14%、+13%。目前股价（2025年4月14日）对应25年PE为18X，估值处于近10年较低水平。文创龙头主业稳固，积极拥抱出海和消费新趋势，维持“买入”评级。

图：分红+回购比例图



图：公司PE BAND



- 一、聚焦产品力，IP战略有望加码
- 二、国际扩张成效初显，出海大有可为
- 三、基本盘有望企稳，盈利能力预期稳健
- 四、盈利预测投资建议
- 五、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。
- **海外市场风险：**公司海外市场拓展处于初步阶段，若非美国国际贸易政策发生较大变化，可能对公司的海外业务正常经营造成扰动。

表：财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,962	6,021	7,057	8,245
应收票据及账款	3,878	4,180	4,481	4,949
预付账款	91	103	117	132
存货	1,546	1,760	1,993	2,253
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,081	3,013	3,070	3,134
流动资产合计	13,558	15,077	16,717	18,713
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	1,528	1,531	1,543	1,564
在建工程	149	149	149	149
无形资产	432	431	435	430
商誉	64	64	64	64
其他非流动资产	824	835	826	828
非流动资产合计	3,029	3,042	3,049	3,067
资产合计	16,587	18,118	19,766	21,780
短期借款	341	341	341	341
应付票据及账款	5,006	5,701	6,529	7,470
预收款项	0	0	0	0
合同负债	143	163	184	208
其他应付款	519	519	519	519
其他流动负债	730	757	795	830
流动负债合计	6,740	7,481	8,368	9,368
长期借款	6	56	-14	66
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	405	405	405	405
非流动负债合计	411	461	391	471
负债合计	7,151	7,942	8,759	9,839
归属母公司所有者权益	9,910	9,581	10,334	11,180
少数股东权益	526	595	673	761
所有者权益合计	9,436	10,176	11,006	11,942
负债和股东权益	16,587	18,118	19,766	21,780

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,228	27,566	31,143	35,125
营业成本	19,650	22,377	25,328	28,643
税金及附加	96	109	123	139
销售费用	1,738	1,957	2,133	2,353
管理费用	982	1,047	1,168	1,265
研发费用	189	215	249	281
财务费用	-40	-28	-32	-42
信用减值损失	-28	-28	-28	-28
资产减值损失	-13	-13	-13	-13
公允价值变动收益	54	54	55	55
投资收益	0	0	0	0
其他收益	132	100	100	100
营业利润	1,759	1,973	2,287	2,600
营业外收入	78	78	78	78
营业外支出	15	15	15	15
利润总额	1,821	2,035	2,350	2,663
所得税	367	360	442	501
净利润	1,455	1,675	1,908	2,162
少数股东损益	59	69	77	88
归属母公司净利润	1,396	1,606	1,831	2,075
EPS (按最新股本摊薄)	1.51	1.74	1.98	2.25

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,289	2,177	2,401	2,553
现金收益	1,712	1,938	2,167	2,408
存货影响	32	-215	-232	-261
经营性应收影响	-257	-301	-302	-471
经营性应付影响	134	695	828	940
其他影响	669	60	-60	-64
投资活动现金流	-1,575	-245	-243	-252
资本支出	-228	-287	-307	-305
股权投资	4	0	0	0
其他长期资产变化	-1,351	42	64	52
融资活动现金流	-699	-874	-1,121	-1,113
借款增加	109	50	-70	80
股利及利息支付	-767	-820	-931	-1,052
股东融资	507	0	-3	-3
其他影响	-547	-103	-117	-138

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	3.8%	13.8%	13.0%	12.8%
EBIT 增长率	-7.4%	14.2%	13.9%	13.1%
归母公司净利润增长率	-8.6%	13.5%	13.9%	13.1%
获利能力				
毛利率	18.9%	18.8%	18.7%	18.5%
净利率	6.0%	6.0%	6.0%	6.1%
ROE	14.8%	15.6%	16.4%	17.1%
ROIC	24.6%	25.3%	26.4%	26.7%
偿债能力				
资产负债率	43.1%	43.8%	44.3%	45.2%
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.8	1.8	1.8	1.8
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.6
应收账款周转天数	55	53	50	48
存货周转天数	29	27	27	27
每股指标 (元)				
每股收益	1.51	1.74	1.98	2.25
每股经营现金流	2.48	2.36	2.60	2.76
每股净资产	9.64	10.37	11.19	12.10
估值比率				
P/E	20	18	16	14
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	171	153	137	122

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）。

诚信专业 发现价值

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楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

