

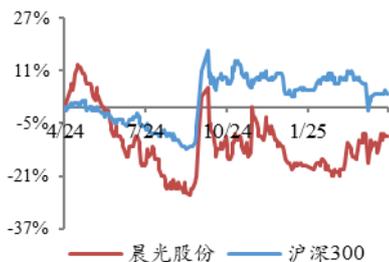
25Q1 业绩承压，积极布局 IP 领域

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-29

收盘价(元)	31.32
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)	289
流通市值(亿元)	289

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：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.24 年业绩暂时承压，提质增效重回
回报 2025-03-27

2.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 2025 年第一季度报告

公司发布 2025 年第一季度报告，2025 年第一季度实现营业收入 52.45 亿元，同比下降 4.39%；实现归母净利润 3.18 亿元，同比下降 16.23%；实现扣非归母净利润 2.81 亿元，同比下降 14.16%。

● 晨光生活馆和晨光科技业务增长，科力普业务暂时承压

分产品看，公司书写工具/学生文具/办公文具/其他产品/办公直销分别实现营业收入 5.64/8.03/8.49/2.26/27.90 亿元，分别同比-0.07%/-5.99%/-5.60%/+8.45%/-5.32%，毛利率分别为 43.78%/35.63%/28.48%/45.92%/7.08%，分别同比-0.05/+0.95/+1.02/-0.02/-0.14pct。分业务看，1) 科力普实现营业收入 27.90 亿元，同比下降 5.32%。2) 晨光生活馆(含九木杂物社)实现营业收入 4.01 亿元，同比增长 8.03%，其中九木杂物社实现营业收入 3.88 亿元，同比增长 11.37%。截至 2025Q1，公司在全国拥有 792 家零售大店，其中九木杂物社 752 家，晨光生活馆 40 家。3) 晨光科技实现营业收入 3.08 亿元，同比增长 24.57%。

● 各项费用率提升，净利率有所下滑

2025 年第一季度公司毛利率为 20.65%，同比+0.49pct；销售/管理/研发/财务费用率为 8.15%/4.47%/0.96%/-0.19%，同比+0.75/+0.53/+0.08/+0.07pct；归母净利率为 6.07%，同比-0.86pct。

● 积极布局“二次元 IP”领域，加强 IP 赋能

公司关注到消费者消费偏好的变化，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、兴趣价值和情绪价值。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。2025 年，九木杂物社将加强 IP 类产品资源投入和提升自有品牌占比，丰富产品结构。利用数字化管理思维和工具，提升单店业务能力，打造多种店型以适应不同市场需求。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。

● 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。基于一季报，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 260.56/277.14/292.35 亿元（前值为 272.01/300.50/329.33 亿元），分别同比增长 7.5%/6.4%/5.5%，归母净利润分别为 15.02/16.40/17.79 亿元（前值为 15.75/17.77/19.61 亿元），分别同比增长 7.6%/9.2%/8.5%。截至 2025 年 4 月 28 日，EPS 分别为 1.63/1.78/1.93 元，对应 PE 分别为 19/18/16 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	26056	27714	29235
收入同比 (%)	3.8%	7.5%	6.4%	5.5%
归属母公司净利润	1396	1502	1640	1779
净利润同比 (%)	-8.6%	7.6%	9.2%	8.5%
毛利率 (%)	18.9%	19.0%	19.2%	19.5%
ROE (%)	15.7%	16.0%	16.5%	16.9%
每股收益 (元)	1.52	1.63	1.78	1.93
P/E	19.95	19.26	17.64	16.26
P/B	3.14	3.09	2.91	2.75
EV/EBITDA	10.65	9.83	9.09	8.44

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2025 年 4 月 28 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	14781	15837	16905	营业收入	24228	26056	27714	29235
现金	4962	5451	5705	5772	营业成本	19650	21105	22384	23542
应收账款	3861	4053	4234	4385	营业税金及附加	96	103	111	116
其他应收款	238	260	273	289	销售费用	1738	1876	1995	2105
预付账款	91	96	97	106	管理费用	982	1068	1136	1199
存货	1546	1632	1690	1736	财务费用	-40	-43	-47	-46
其他流动资产	2860	3288	3838	4617	资产减值损失	-13	-10	-10	-10
非流动资产	3029	2885	2993	3043	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	-1	-2	-1
固定资产	1528	1410	1271	1103	营业利润	1759	1901	2081	2262
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	992	1228	1441	营业外支出	15	15	15	15
资产总计	16587	17666	18830	19948	利润总额	1821	1956	2136	2317
流动负债	6740	7292	7800	8220	所得税	367	391	427	463
短期借款	341	395	463	554	净利润	1455	1565	1709	1853
应付账款	5006	5340	5700	5983	少数股东损益	59	63	68	74
其他流动负债	1392	1557	1636	1683	归属母公司净利润	1396	1502	1640	1779
非流动负债	411	424	447	459	EBITDA	2229	2473	2656	2865
长期借款	6	8	11	13	EPS (元)	1.52	1.63	1.78	1.93
其他非流动负债	405	416	437	447					
负债合计	7151	7715	8247	8679					
少数股东权益	526	588	657	731	主要财务比率				
股本	924	924	924	924	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	840	840	840	840	成长能力				
留存收益	7146	7598	8162	8774	营业收入	3.8%	7.5%	6.4%	5.5%
归属母公司股东权	8910	9362	9926	10538	营业利润	-8.9%	8.1%	9.5%	8.7%
负债和股东权益	16587	17666	18830	19948	归属于母公司净利	-8.6%	7.6%	9.2%	8.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	18.9%	19.0%	19.2%	19.5%
					净利率 (%)	5.8%	5.8%	5.9%	6.1%
					ROE (%)	15.7%	16.0%	16.5%	16.9%
					ROIC (%)	13.1%	14.2%	14.5%	14.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	43.1%	43.7%	43.8%	43.5%
					净负债比率 (%)	75.8%	77.5%	77.9%	77.0%
					流动比率	2.01	2.03	2.03	2.06
					速动比率	1.73	1.75	1.75	1.78
					营运能力				
					总资产周转率	1.52	1.52	1.52	1.51
					应收账款周转率	6.51	6.58	6.69	6.78
					应付账款周转率	3.99	4.08	4.06	4.03
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.52	1.63	1.78	1.93
					每股经营现金流(薄)	2.48	2.34	2.49	2.58
					每股净资产	9.64	10.13	10.74	11.41
					估值比率				
					P/E	19.95	19.26	17.64	16.26
					P/B	3.14	3.09	2.91	2.75
					EV/EBITDA	10.65	9.83	9.09	8.44

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 4 月 28 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。