

晨光股份 (603899.SH)

直面挑战，砥砺前行，积极求变

核心观点：

- **文具巨头，营收规模扩张。**据 iFinD，公司 24 年实现营收 242.3 亿元，同比+3.8%；毛利率 18.9%，同比+0.04pct；归母净利润 14.0 亿元，同比-8.6%，历经多年深耕，当前已成长为世界级晨光。
- **传统核心：书写工具地位稳固，全渠道渗透。**据中国工业统计年鉴，23 年中国文具行业规模 1088 亿元，18-23 年 CAGR 达 12.34%。公司国民品牌深入人心，在 22 年以 24.8% 的市占率稳居书写文具行业榜首。线下整合 36 家一级合作商及近 7 万家零售终端，覆盖 1200 座城市；线上整合近千家授权店铺，推动晨光科技 24 年营收达 11.44 亿元。
- **零售大店：九木杂物社增强品牌露出，聚焦精品文创+多元 IP 布局。**据华经产业研究院，22 年中国杂货零售行业市场规模为 224.62 亿元，预测 27 年将攀升至 476.33 亿元。公司零售大店业务以九木为核心驱动，24 年九木门店数增至 741 家，营收 14.06 亿元，17-24 年 CAGR 高达 69.39%。公司以“精品文创+多元 IP”深化品牌溢价，建立会员体系强化用户粘性，有望增加自有品牌占比巩固竞争壁垒。
- **办公直销：科力普领跑数字化采购，智能物流赋能全链路。**据亿邦智库，23 年中国工业品 MRO 采购额 8.9 万亿元，营销物资与员工福利品市场规模突破 3 万亿元。科力普 24 年营收 138.31 亿元，16-24 年 CAGR 达 50.85%，公司依托“四地五仓”的物流网络实现区县全覆盖，构建智能化仓储体系与高效物流网络支撑业务扩张，驱动可持续降本增效。
- **盈利预测与投资建议。**作为传统文具领先企业，晨光预计在维持线下渠道壁垒的同时，持续开拓线上及海外渠道，且 IP 经济高景气度下，预计晨光零售业务大有可为。预计 25-27 年晨光股份将实现归母净利润 16.0/18.0/20.0 亿元，参考可比公司估值，给予公司 25 年 23xPE，对应合理价值 40.03 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧风险、下游需求修复不及预期风险、新品拓展失败风险、出海进度不及预期风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,351	24,228	27,617	31,054	34,196
增长率 (%)	16.8%	3.8%	14.0%	12.4%	10.1%
EBITDA	2,405	2,259	2,570	2,827	3,103
归母净利润	1,527	1,396	1,603	1,801	1,996
增长率 (%)	19.1%	-8.6%	14.8%	12.4%	10.8%
EPS (元/股)	1.65	1.51	1.74	1.96	2.17
市盈率 (P/E)	22.8	20.0	19.7	17.6	15.8
ROE (%)	19.7%	15.4%	16.6%	17.5%	18.1%
EV/EBITDA	12.4	10.3	10.3	9.1	8.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

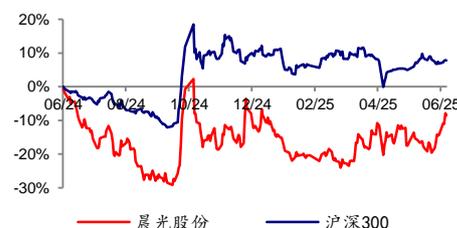
买入

当前价格	34.35 元
合理价值	40.03 元
前次评级	买入
报告日期	2025-06-10

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	920.97/920.97
总市值/流通市值 (百万元)	29038/29038
一年内最高/最低 (元)	36.47/25.28
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.16/153.42
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	17.36/5.62

相对市场表现



分析师：	曹倩雯
	SAC 执证号：S0260520110002
	021-38003621
	caoqianwen@gf.com.cn
分析师：	李悦瑜
	SAC 执证号：S0260524120002
	021-38003784
	liyueyu@gf.com.cn
分析师：	左琴琴
	SAC 执证号：S0260521050001
	SFC CE No. BSE791
	021-38003540
	zuoqinqin@gf.com.cn

请注意，曹倩雯、李悦瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

晨光股份 (603899.SH) :传统业务稳定，积极转型 IP，期待改善	2025-04-09
晨光股份 (603899.SH) :经营整体稳健，盈利短期承压，期待回暖	2024-11-22
晨光股份 (603899.SH) :Q2 增速保持稳健，产品渠道持续向上	2024-09-12

目录索引

一、深耕文具行业三十载，国民品牌持续升级.....	6
（一）从区域代理商到“家喻户晓”的文具巨头.....	6
（二）股权结构集中，团队人员专业稳定.....	7
（三）营收规模稳步扩张，盈利能力稳健提升.....	9
二、传统核心业务：行业增长放缓，公司渠道及研发实力为核心护城河.....	11
（一）行业：千亿级成熟市场，结构性调整与消费升级并行.....	11
（二）公司：全渠道布局与产品设计优势.....	15
三、零售大店业务：IP 运营多元化，加快晨光品牌露出及高端化占比增长.....	20
（一）行业：规模效率双线突破，头部与长尾共拓市场空间.....	20
（二）公司：九木增强品牌露出，聚焦精品文创+多元 IP 布局.....	21
四、办公直销业务：行业数字化升级，科力普塑造智能采购新标杆.....	25
（一）行业：万亿蓝海释放潜力，技术赋能加速集中.....	25
（二）公司：多元业务驱动高增长，智能物流赋能全链路.....	27
五、盈利预测和投资建议.....	30
六、风险提示.....	33
（一）下游需求复苏不及预期风险.....	33
（二）行业竞争加剧风险.....	33
（三）新品拓展失败风险.....	33
（四）海外拓展不及预期风险.....	33

图表索引

图 1: 晨光股份发展历程.....	6
图 2: 晨光股份品牌矩阵.....	7
图 3: 晨光股份股权结构图 (截至 2024.12.31)	8
图 4: 晨光股份现金分红及同比 (万元, %)	8
图 5: 晨光股份分红率 (%)	8
图 6 : 晨光股份营收及同比 (亿元, %)	9
图 7: 晨光股份归母净利润及同比 (亿元, %)	9
图 8: 晨光股份分季度营收及同比 (亿元, %)	10
图 9: 晨光股份分季度归母净利及同比 (亿元, %)	10
图 10 : 晨光股份主营业务分业务模式收入占比 (%)	10
图 11: 2024 年晨光股份主要产品占比 (%)	10
图 12: 晨光集团主营业务地区分布 (%)	11
图 13: 2024 年晨光集团主营业务地区占比 (%)	11
图 14: 晨光股份毛利率与净利率 (%)	11
图 15: 晨光股份期间费用率 (%)	11
图 16: 中国文具行业市场规模 (亿元, %)	12
图 17: 世界和亚太文具行业市场规模 (亿美元, %)	12
图 18: 中国 K12 人口规模及同比 (万人, %)	12
图 19: 中国素质教育市场规模及同比 (亿元, %)	12
图 20: 2022 年全球文具产品市场按产品类型分 (%)	13
图 21: 2023 年全球文具产品市场按使用人群分 (%)	13
图 22: 中国文具行业规模以上企业数量 (家)	13
图 23: 2021 年中国文具行业竞争格局.....	13
图 24: 2022 年中国书写文具竞争格局.....	14
图 26: 中国书写工具产品销售均价 (元/支)	14
图 27: 中国书写工具人均用量 (支/年)	14
图 28: 中国、美国、日本书写工具单价 (美元/支)	15
图 29: 22 年中、美、日文具人均消费 (美元, 支)	15
图 30: 晨光零售终端数量 (万家)	16
图 31: 晨光科技营收及同比 (亿元, %)	16
图 32: “晨光伙伴金字塔”营销模式.....	17
图 33: 晨光办公文具营收及单价 (亿元, 元/支)	18
图 34: 晨光学生文具营收及单价 (亿元, 元/支)	18
图 35: 晨光书写工具营收及单价 (亿元, 元/支)	18
图 36: 晨光传统核心业务主要产品毛利率 (%)	18
图 37: 晨光研发投入及研发人数 (亿元, 人)	19
图 38: 晨光年度及累计授权专利数量 (项)	19
图 39: 研发模式升级.....	19
图 40: 晨光海外营收及同比 (亿元, %)	20

图 41: 晨光海外毛利率 (%)	20
图 42: 中国杂货零售行业市场规模 (亿元)	20
图 43: 中国杂货零售门店数量 (家)	20
图 44: 中国杂货零售行业平均单店收入 (万元)	21
图 45: 平均单店面积及坪效 (平方米, 万元/平方米)	21
图 46: 2022 年中国杂货零售行业市场份额占比 (%)	21
图 47: 2022 年日本杂货零售行业市场份额占比 (%)	21
图 48: 晨光零售大店数量 (家)	22
图 49: 九木杂物社数量及同比 (家, %)	22
图 50: 晨光零售大店营收 (亿元)	23
图 51: 九木杂物社营收及同比 (亿元, %)	23
图 52: 九木杂物社单店营收 (万元)	23
图 53: 九木杂物社净利润 (万元)	23
图 54: 九木杂物社文创涵盖八大产品类别	24
图 55: 九木杂物社部分 IP 周边	24
图 56: 九木杂物社学霸会员	24
图 57: 九木杂物社入驻各大上线平台	24
图 58: 中国办公用品采购额及同比 (万亿元, %)	25
图 59: 中国 MRO 采购额及同比 (万亿元, %)	25
图 60: 2023 年营销及福利品采购市场规模 (万亿元)	25
图 61: 中国福利品市场规模及同比 (万亿元, %)	25
图 62: 中国数字化采购总额及同比 (万亿元, %)	26
图 63: 中国数字化采购渗透率 (%)	26
图 64: 央企国企数字化采购渗透率增速 (%)	26
图 65: 2023 年企业生产性物资数字化采购率 (%)	26
图 66: 中国办公直销头部企业营收 (亿元)	27
图 67: 某央企 MRO 电商集中采购入围 8 家供应商	27
图 68: 晨光科力普营收及同比 (亿元, %)	27
图 69: 晨光科力普净利润及同比 (亿元, %)	27
图 70: 晨光科力普业务布局	28
图 71: 晨光科力普华东智慧新仓	28
图 72: 晨光科力普物流辐射范围	29
图 73: 晨光科力普物流配送方式	29
图 74: 晨光科力普合作客户品牌	29
图 75: 晨光科力普数字平台	30
图 76: 晨光科力普小科 AI——MaaS 全景架构	30
表 1: 晨光股份主要业务结构	7
表 2: 晨光股份高管人员简介	9
表 3: 晨光传统核心业务四大赛道	15

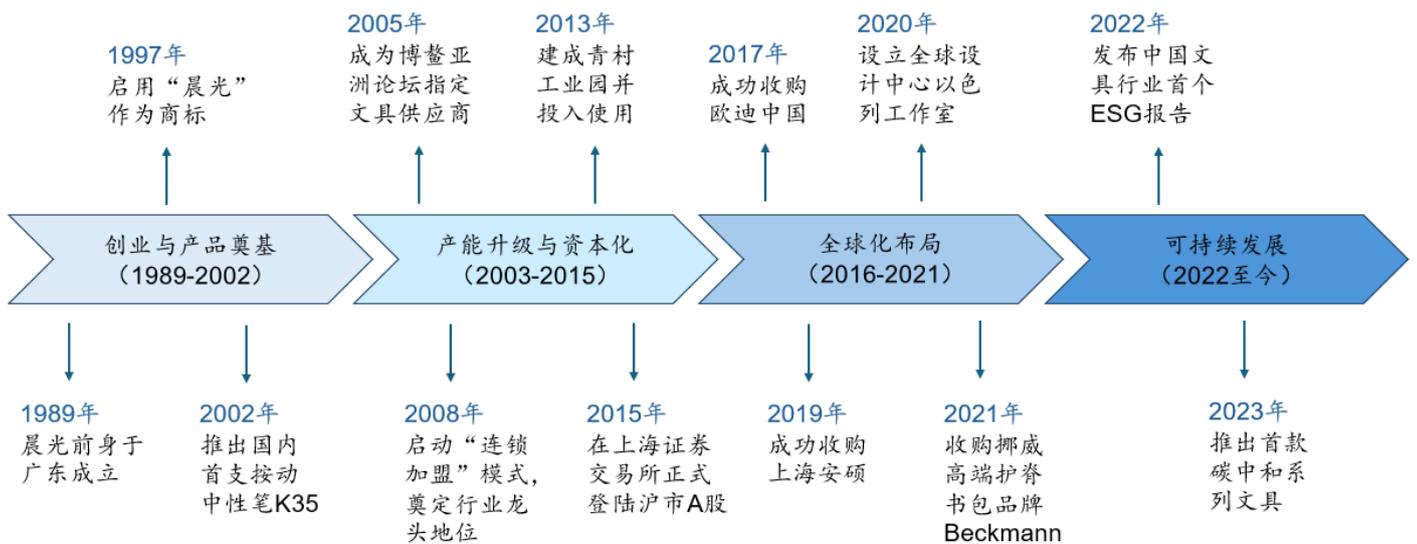
表 4: 晨光终端对比.....	17
表 5: 晨光零售大店业务店铺类型.....	22
表 6: 九木杂物社会员等级.....	24
表 7: 晨光股份核心业务收入拆分 (百万元)	31
表 8: 晨光股份可比公司估值情况 (截至 2025 年 6 月 9 日)	32

一、深耕文具行业三十载，国民品牌持续升级

（一）从区域代理商到“家喻户晓”的文具巨头

上海晨光文具股份有限公司于2008年正式成立，并在2015年于上交所上市。公司起源于1989年广东汕头成立的初创企业，1997年确立“晨光”为自主品牌，2002年凭借前沿的研发优势，推出国内首支按动中性笔K35实现技术突破。2015年，晨光正式登陆沪市A股，此后开启全球化征程，相继收购欧迪中国、上海安硕及挪威Beckmann，并在以色列设立全球设计中心。作为全球最大的文具制造商之一，晨光致力于技术研发和产品创新，其“悦写缓冲”中性笔斩获德国iF与日本G-Mark双料设计大奖，产品设计水平得到国际专业的认可。公司传统业务壁垒深厚，品牌认知极高，并且积极寻求转型，当前已成长为集产品创新、全球布局与可持续发展于一体的文具巨头企业。

图 1：晨光股份发展历程



数据来源：晨光股份官网、晨光股份 23 年 ESG 报告、广发证券发展研究中心

品牌矩阵日趋完善，创新驱动全渠道布局。晨光股份全面推进晨光M&G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业务，并积极开拓渠道创新，大力发展零售大店业务九木杂物社和晨光生活馆、办公直销业务晨光科力普等新业务，打造独立潮玩文创品牌奇只好玩，先后收购投资安硕文教(旗下拥有高知名度木杆铅笔品牌马可MARCO)及挪威高端护脊书包品牌Beckmann，加速国际化布局，不断壮大品牌矩阵。据公司24年年报，晨光文具在全国覆盖近7万家零售终端，拥有晨光生活馆、九木杂物社等700余家零售大店。同时基于市场需求每年推出上千款新品，产品远销100多个国家和地区，合作伙伴遍及全球。

表 1：晨光股份主要业务结构

业务类型	业务
传统核心业务	书写工具
	学生文具
	办公文具
零售大店业务	九木杂物社
	晨光生活馆
办公直销业务	晨光科力普

数据来源：晨光股份24年年报、广发证券发展研究中心

图 2：晨光股份品牌矩阵

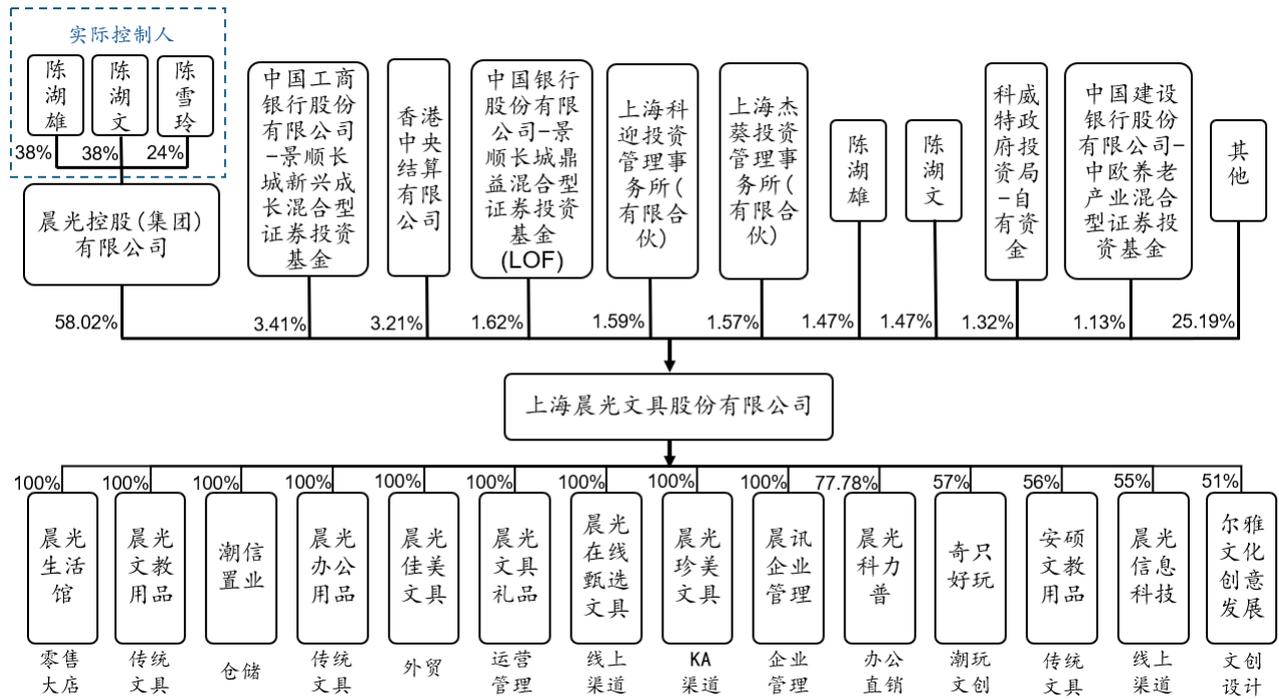


数据来源：晨光股份 23 年 ESG 报告、广发证券发展研究中心

（二）股权结构集中，团队人员专业稳定

晨光股权结构稳定集中。据iFind，截止2024年末，晨光股份的实际控股人为陈湖文、陈湖雄、陈雪玲三兄妹，通过对晨光控股（集团）有限公司100%控股及个人直接持股，三人总计持有晨光60.96%股权，形成稳定控制体系。除此之外，前十大流通股东合计持股比例达到74.81%。近年来公司的分红政策呈现稳健增长与高比例特征，2017年至2024年现金分红总额从2.30亿元持续攀升至9.16亿元，CAGR高达21.82%。尽管2022年受归母净利润下降影响，现金分红有所下滑，但分红率仍稳定在36.03%。2024年公司进一步强化股东回报，现金分红同比再增23.93%，分红率大幅提升至65.61%。公司自2017年以来分红率一直维持在30%以上，近三年分红率均值达50%，凸显管理层长期回报股东的积极信心。

图 3：晨光股份股权结构图（截至 2024.12.31）



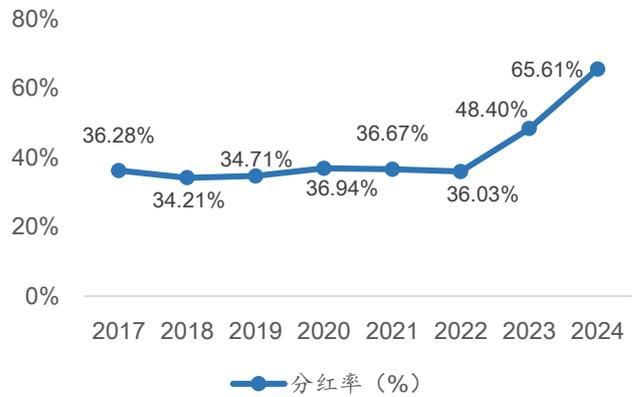
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 4：晨光股份现金分红及同比（万元，%）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 5：晨光股份分红率（%）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

管理层人员结构稳定，从业经验丰富。陈湖文、陈湖雄、陈雪玲三兄妹为晨光控股联合创始人，直接参与战略决策。董事会下设战略委员会，陈湖文任战略委员会主任委员，重点把控产品创新、并购整合及国际化布局。董事会成员及核心管理层多由创始团队及长期任职的核心骨干组成，对公司业务模式及战略布局熟悉度极高，兼具行业深度认知与前瞻视野。

表 2：晨光股份高管人员简介

姓名	职务	任职日期	简介
陈湖文	董事长，董事	2014/06/12	男，晨光控股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。
陈湖雄	副董事长，总裁，董事	2014/06/12	男，晨光控股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、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。
陈雪玲	副总裁，董事	2014/06/12	女，晨光控股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	副总裁，董事	2018/04/18	男，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。
白凯	董事会秘书	2023/04/21	男，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和上海晨光文具股份有限公司证券事务代表。

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

（三）营收规模稳步扩张，盈利能力稳健提升

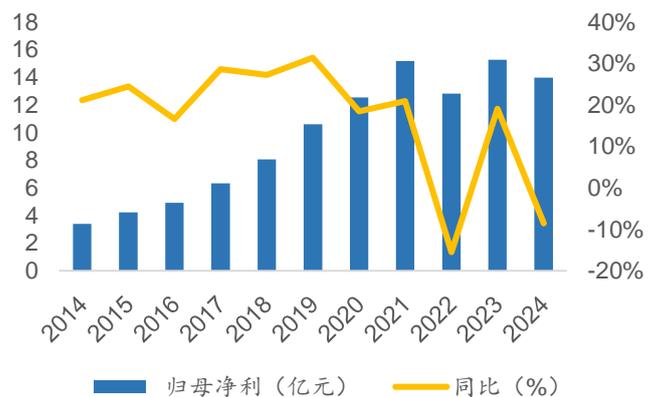
晨光股份近年来营收规模持续扩张，盈利表现保持稳健。据iFind显示，2014年至2024年间，公司营业总收入从30.43亿元增长至242.28亿元，期间CAGR达25.93%；归母净利润从3.4亿元增长至13.96亿元，期间CAGR为15.17%。2020年疫情背景下，公司营收仍实现18.43%的同比增长，展现较强韧性。据iFind，2024年公司实现收入242.28亿元，同比增长3.76%，实现归母净利润13.96亿元，同比下降8.58%，行业承压下公司整体经营情况稳健。

图6：晨光股份营收及同比（亿元，%）



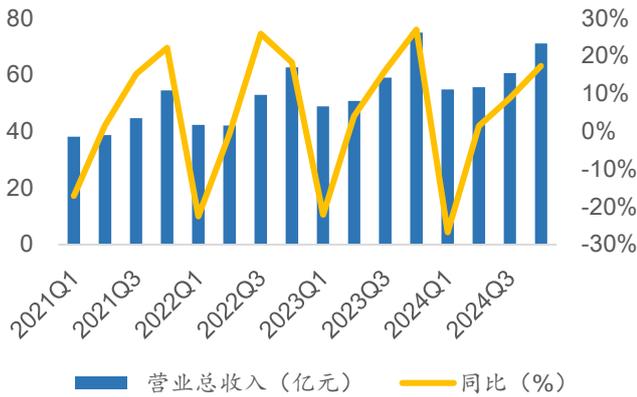
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图7：晨光股份归母净利润及同比（亿元，%）



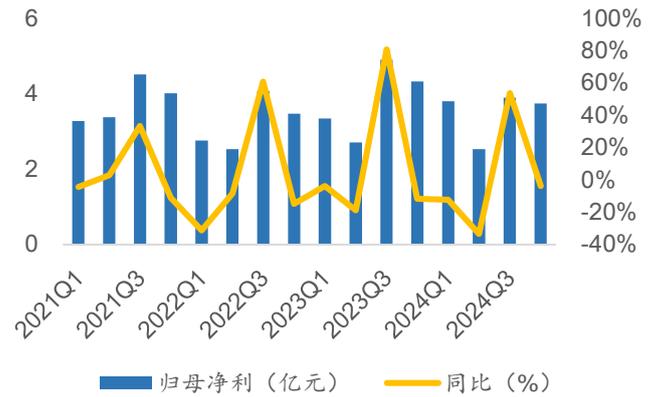
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图8：晨光股份分季度营收及同比（亿元，%）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

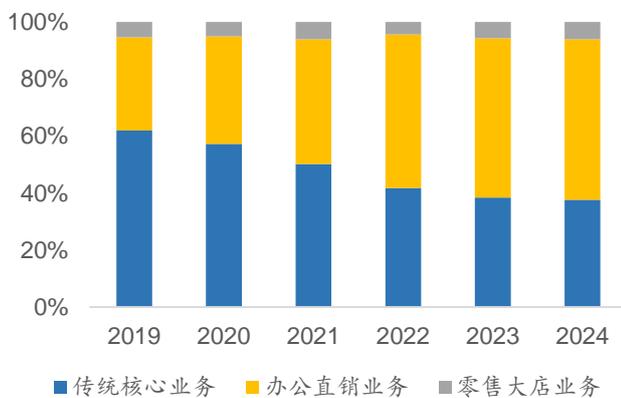
图9：晨光股份分季度归母净利润及同比（亿元，%）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

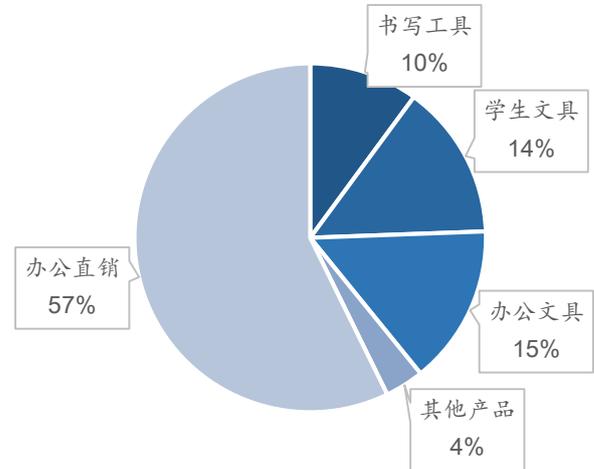
分业务看，办公直销与传统核心业务双轮驱动，零售大店业务增长潜力大。公司业务涵盖传统核心业务（书写工具、学生文具、办公文具）、办公直销业务（晨光科力普）及零售大店业务（九木杂物社、晨光生活馆）。据公司24年年报，2024年公司传统核心业务稳定恢复，营收达93.26亿元，同比增长2.08%，占比37.70%；办公直销业务暂时承压，营收达139.31亿元，同比增长4.69%，占比56.32%；零售大店业务营收14.79亿元，同比增长10.77%，占比5.98%。自2017年收购欧迪中国以来，办公直销业务持续发力，2022年营收规模已超传统业务。

图10：晨光股份主营业务分业务模式收入占比（%）



数据来源：晨光股份 19-24 年年报、广发证券发展研究中心

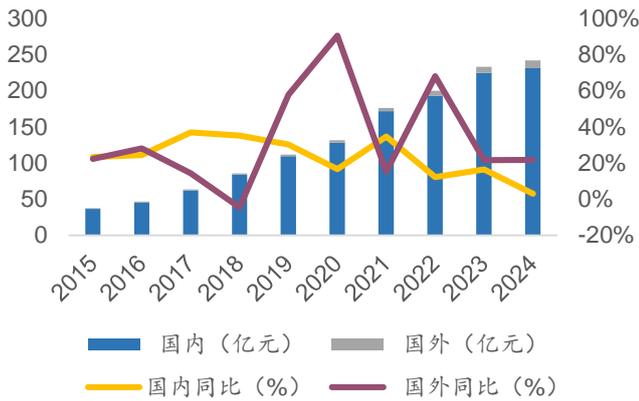
图11：2024年晨光股份主要产品占比（%）



数据来源：晨光股份 24 年年报、广发证券发展研究中心

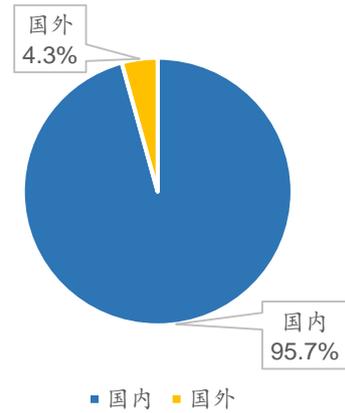
分地区看，国内市场主导，海外布局加速。据公司24年年报，2024年公司国内营收231.32亿元，同比增长3.05%，占比达95.7%；海外营收10.39亿元，同比增长21.63%，占比4.3%。过去十年，公司深耕国内市场，境内收入占比长期超95%。近年来，公司通过并购Beckmann、设立以色列设计中心等举措加速全球化，近三年海外收入同比分别增长67.91%、21.61%、21.63%。公司持续优化海外渠道，重点布局欧美、非洲及东南亚市场，长期国际化潜力可期。

图12: 晨光集团主营业务地区分布 (%)



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

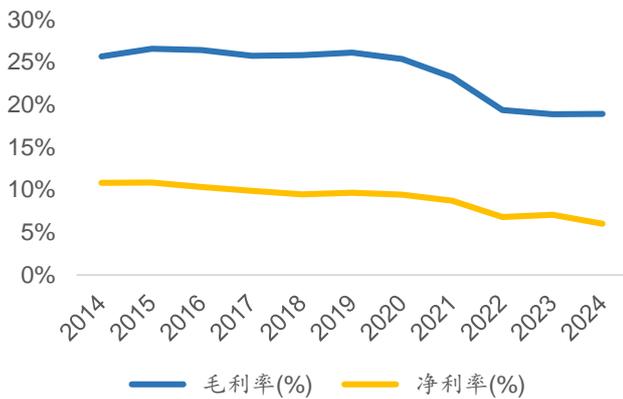
图13: 2024年晨光集团主营业务地区占比 (%)



数据来源: 晨光股份 24 年年报、广发证券发展研究中心

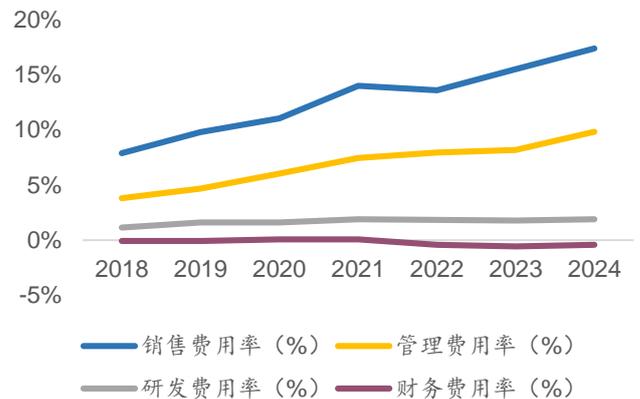
毛利率承压，费用投放加大。据iFind显示，2014年至2024年，公司毛利率从25.66%下降至18.90%，主要是较低毛利率产品收入占比提升导致；公司第二、第三成长曲线顺利开拓，费用投放加大，同期净利率从10.82%降至6.00%。费用端，销售费用率从2014年的2.07%升至2024年的17.38%，主要系零售渠道拓展及品牌投入增加；管理费用率从2014年的2.02%提升至2024年的9.82%，主要因业务扩展及运营成本增加所致；研发费用率保持稳定，2024年为1.89%，支撑产品创新迭代。公司通过供应链优化、数字化升级及可持续发展战略，持续提升经营效率，为长期盈利夯实基础。

图14: 晨光股份毛利率与净利率 (%)



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图15: 晨光股份期间费用率 (%)



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

二、传统核心业务：行业增长放缓，公司渠道及研发实力为核心护城河

（一）行业：千亿级成熟市场，结构性调整与消费升级并行

中国文具行业规模达千亿级，呈现稳步增长态势。据前瞻研究院引用的中国工

业统计年鉴数据，中国文具行业市场规模从2018年的608亿元增长至2023年的1088亿元，期间CAGR达12.34%，2025年预计规模增至1513亿元。据国家教育部数据，从主力消费人群看，中国K12人口（小学至高中在校生）规模自2019年的1.78亿人增至2023年的1.88亿人后，但增速相较前几年已明显放缓，2024年至2029年K12人口数或将继续承压。虽然传统文具消费人数下滑，但另一方面，据艾媒咨询，预计中国素质教育市场规模从2020年的3798亿元增至2023年的7361亿元，CAGR为22.8%，文具市场由于学生人数下滑流失的规模有望部分被素质教育市场弥补，因此，预计我国文具行业市场规模维持稳健。

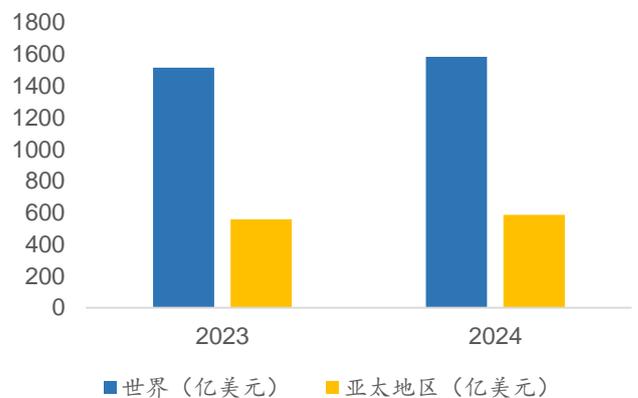
据前瞻产业研究院，从产品结构看，纸类文具、书写工具及创意类文具为全球市场三大核心品类，2022年占比分别为37%、29%和14%；按使用群体划分，学生文具和办公文具占据主导地位，2023年合计占比达80%。

图16：中国文具行业市场规模（亿元，%）



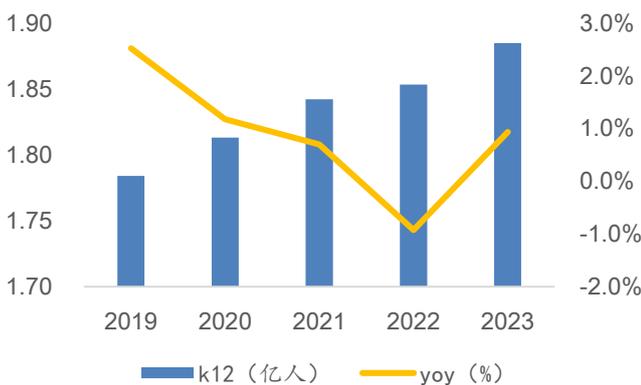
数据来源：中国工业统计年鉴、前瞻研究院、广发证券发展研究中心

图17：世界和亚太文具行业市场规模（亿美元，%）



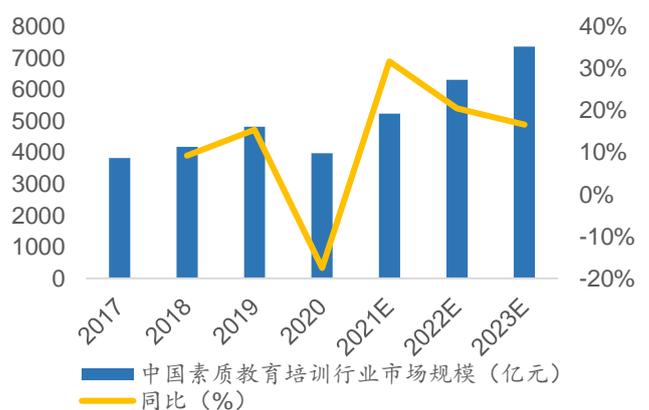
数据来源：Fortune Business Insights、广发证券发展研究中心

图18：中国K12人口规模及同比（亿人，%）



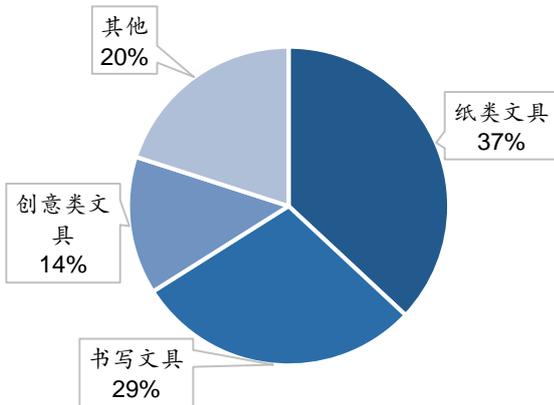
数据来源：国家教育部、广发证券发展研究中心

图19：中国素质教育市场规模及同比（亿元，%）



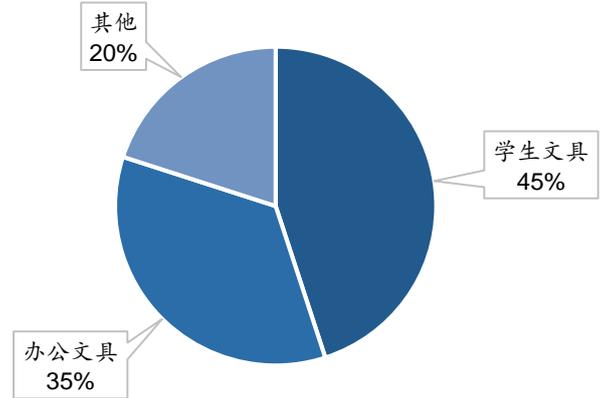
数据来源：中经数据、广发证券发展研究中心

图20：2022年全球文具产品市场按产品类型分（%）



数据来源：Fortune Business Insights、前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

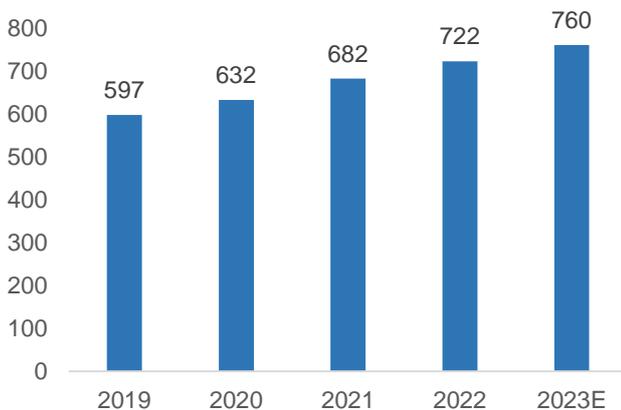
图21：2023年全球文具产品市场按使用人群分（%）



数据来源：Grand View Research、前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

行业多层级分化，市场集中度有待提高。据前瞻研究院引用的中国工业统计年鉴数据，2023年中国文具行业制造企业数量超过8000家，其中规模以上企业（营收超2000万元）的占比不足1/10，反映出行业内小企业众多的分散化特征。据华经产业研究院，从整体文具行业看，2021年中国文具行业CR5为31.2%，远低于美国（67%）和日本（62.5%）的水平，其中得力集团凭借市占率9.7%排名首位，主要系其较早成立于1981年，且长期以办公文具作为核心优势，当前收入体量较大；从细分领域来看，据华经产业研究院，2022年中国书写文具CR5为40.6%，其中晨光股份表现亮眼，凭借其深耕学生文具领域多年积累的优势，以24.8%的市占率稳居榜首。龙头企业形成国内外市场并进的产业布局，同时研发实力领先，渠道铺设深入，具有明显优势，文具行业市场集中度有望进一步提高。

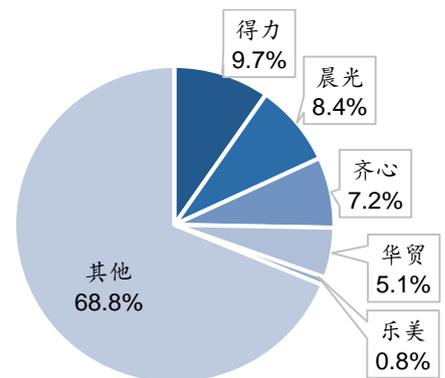
图22：中国文具行业规模以上企业数量（家）



数据来源：中国工业统计年鉴、前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

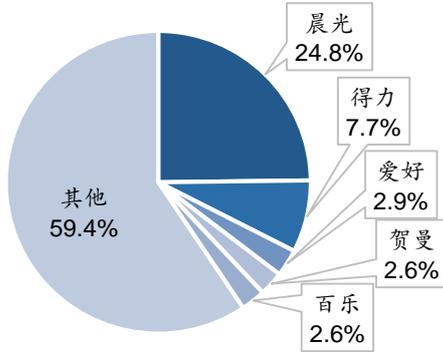
（注：规模以上企业是指营业收入在2000万元以上的企业）

图23：2021年中国文具行业竞争格局



数据来源：IBISWorld、华经产业研究院、广发证券发展研究中心

图24：2022年中国书写文具竞争格局



数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

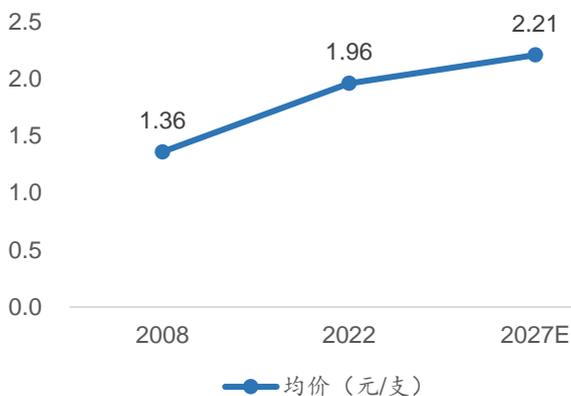
图25：2023年中国文具行业代表性品牌竞争地位



数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

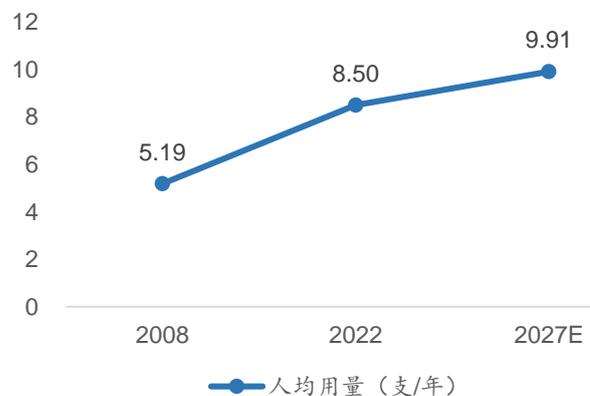
中国文具行业正处于结构性升级阶段，中高端化趋势凸显。据华经产业研究院，2022年中国书写工具市场销售均价为1.96元/支，较2008年的1.36元/支实现年均复合增长率2.6%，预计至2027年将提升至2.21元/支，价格增速保持稳健。横向对比国际市场，中国书写工具单价仍低于成熟市场水平——2022年美国、日本市场均价分别为0.48美元/支和0.58美元/支。据华经产业研究院，从需求端看，中国人均书写工具用量从2008年的5.19支/年提升至2022年的8.5支/年，据观研数据显示，2022年中国人均文具消费额为2.5美元，低于美国（12美元）以及日本（6.5美元），但消费升级驱动的IP联名款渗透率提升、环保材料应用及智能化产品布局持续推动中高端化进程，行业增长韧性与潜力凸显。虽文具主力消费人群数量下降，但人均消费频次，及消费均价皆有望实现增长。

图25：中国书写工具产品销售均价（元/支）



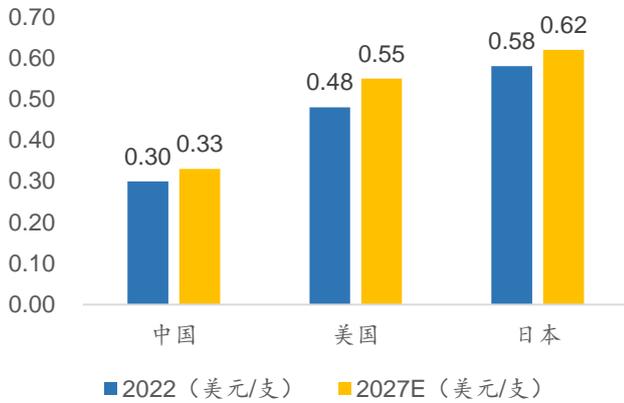
数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

图26：中国书写工具人均用量（支/年）



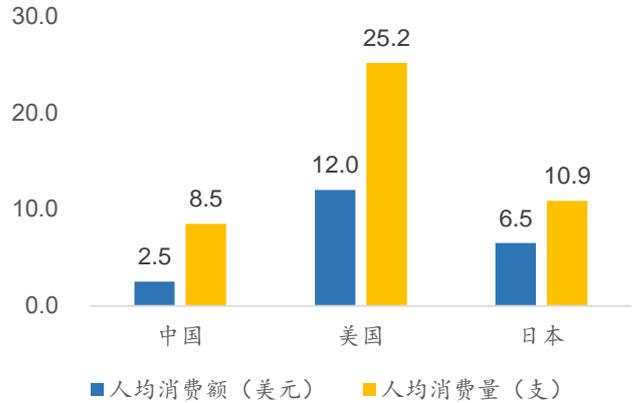
数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

图27：中国、美国、日本书写工具单价（美元/支）



数据来源：观研天下、广发证券发展研究中心

图28：22年中、美、日文具人均消费（美元，支）



数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

（二）公司：全渠道布局与产品设计优势

晨光的传统核心业务围绕四大核心赛道展开，实现多元化业务布局：大众产品赛道主要覆盖基础型书写工具（如中性笔、圆珠笔）和学生文具（作业本、铅笔等），主打性价比和全渠道渗透；精品文创产品赛道聚焦中高端市场，通过联名款文具、手账本、礼盒套装等设计感强的产品满足情感化、场景化消费需求；儿童美术产品赛道针对儿童美育需求，提供马克笔、水彩笔、彩泥等安全趣味的美术手工产品，契合素质教育趋势；办公产品赛道则涵盖桌面用品、文件管理工具及实用办公设备，与旗下B2B办公直销业务形成协同，覆盖个人与企业用户。

表3：晨光传统核心业务四大赛道

	大众产品赛道	精品文创产品赛道	儿童美术产品赛道	办公产品赛道
主要产品	书写工具 (如基础款中性笔)、 学生文具 (如作业本、铅笔)	高附加值文创产品 (如联名款文具)	绘画工具 (如水彩笔、蜡笔) 益智手工产品 (如拼图、彩泥)	办公用品 (如文件袋、便签纸等) 办公设备 (计算器、订书机)
赛道战略	围绕“挖潜、联动、产品力”策略，优化产品全生命周期管理，打造品类齐全、品质可靠的文具矩阵	聚焦爆款产品与CMF创新设计，通过颜色材料工艺的精细化组合提升情绪价值，强化线上线下全渠道推广	围绕“食品级、易可洗、抗菌”高端化主题，实施线上线下协同运营，依托数据分析驱动细分品类精细化布局	聚焦产品的研发和扩展，以流量质价和差异化创新为核心，同步推进渠道转型与服务能力升级
产品形象				



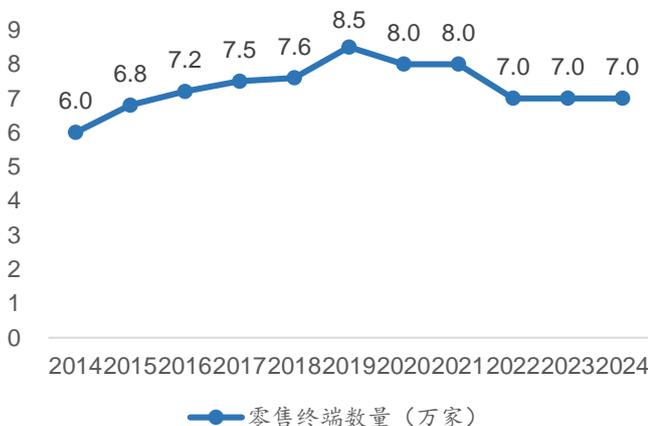
数据来源：公司24年年报、晨光旗舰店、广发证券发展研究中心

晨光在零售终端网络覆盖的广度和深度，展现出显著的先发优势和行业领导地位。线下渠道方面，据公司24年年报，24年公司在全国范围内拥有近7万家使用“晨光文具”店招的零售终端，覆盖1,200个城市，其中晨光的零售终端按照销售晨光产品数量、产品排他性、提供服务支持程度等方面区分为标准样板店、高级样板店和加盟店，而晨光4S店（4S含义为“销售Sale、服务Service、展示Show、调查Survey”）则是各级合作伙伴开展业务的核心终端载体，集产品销售、终端服务、商品展示及市场信息收集反馈功能于一体。

据公司24年年报，晨光依托36家一级合作伙伴和延伸的二、三级分销网络，构建起深度渗透的线下营销体系，形成独具特色的“晨光伙伴金字塔”模式，其“层层投入、层层分享”的核心理念将品牌与经销商整合为利益共享体。具体而言，“层层投入”指在统一管理体系下，各级经销商在专属授权区域内负责下级网络开发维护，通过逐级配置人员、资金和运营资源实现渠道精细化管理；“层层分享”则依托标准化价格体系，确保各级经销商独享自身辖区的经营收益，通过分层收益分配激发渠道拓展动力。这种双循环机制既强化了渠道管理效能，又形成了可持续的市场激励机制。

线上渠道方面，据公司历年年报，晨光科技营收自2017年的1.85亿元快速增长至2024年的11.44亿元，CAGR达29.7%，展现出强劲的增长动能，与此同时，公司通过整合淘系、京东、抖音等平台的上千家授权店铺，构建线上线下的全渠道矩阵，并围绕平台差异化需求开发专供款、联名款及定制化产品，强化品类拓展与新品孵化能力。公司通过覆盖广度与运营深度的双重提升，巩固了其在传统文具市场的领先地位，为长期增长注入动能。

图29：晨光零售终端数量（万家）



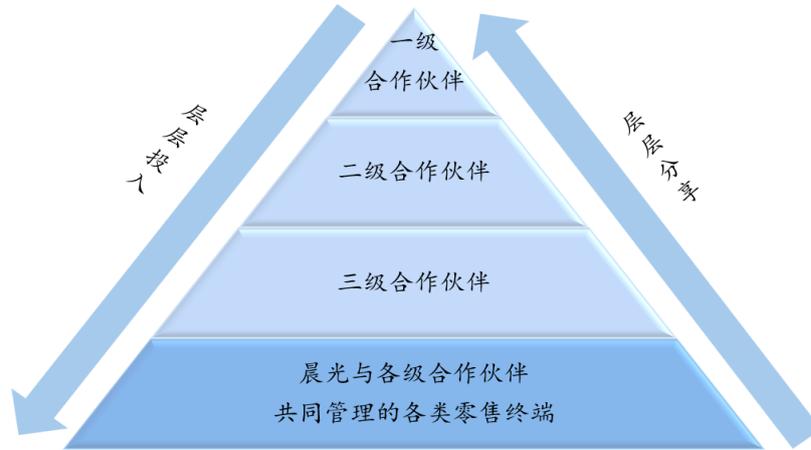
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图30：晨光科技营收及同比（亿元，%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图31：“晨光伙伴金字塔”营销模式



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表 4：晨光终端对比

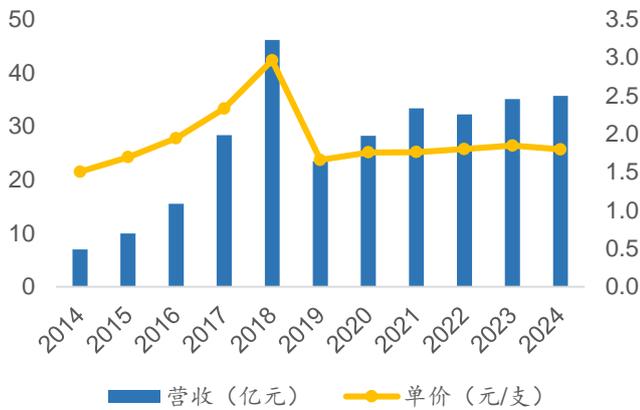
项目	零售终端			批发
	标准样板店	高级样板店	加盟店	4S店
平均盈利	盈利强于普通文具店	盈利强于标准样板店	盈利能力最强	从事配送和批发业务
产品排他	无排他要求	部分品类排他	与晨光相同或类似竞争性产品全排他	全排他
出样标准	晨光产品 265 款以上	晨光产品 370 款以上	晨光产品 1000 款以上	全款批发晨光产品
店铺形象				
				

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

晨光在传统核心业务领域展现出持续的营收增长与产品高端化趋势。办公文具营收由2014年的6.98亿元攀升至2024年的35.72亿元，单价从1.51元/支提升至1.80元/支，毛利率从13.94%稳步提升至27.68%；学生文具营收从9.11亿元增至34.71亿元，单价由0.38元/支升至0.67元/支，毛利率从25.79%增至33.94%；书写工具营收从13.47亿元增至24.29亿元，单价由0.82元/支显著跃升至1.28元/支，毛利率从31.69%大幅提升至42.93%。三类主要产品单价与毛利率的同步上升，尤其是书写工具在单价与毛利率上的双重突破，凸显了公司通过技术创新与品质升级推动产品高端化发展的战略成效。办公文具的规模化扩张、学生文具的稳健升级，以及书写工具的高附加值化，表明公

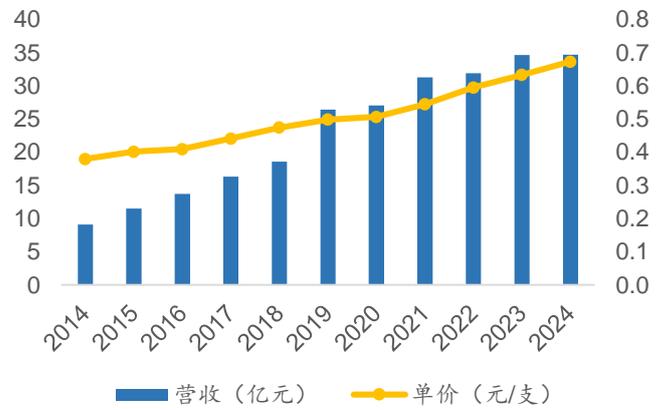
司正加速向高毛利、高溢价的高端市场渗透，持续巩固其在文具行业的领先地位。

图32：晨光办公文具营收及单价（亿元，元/支）



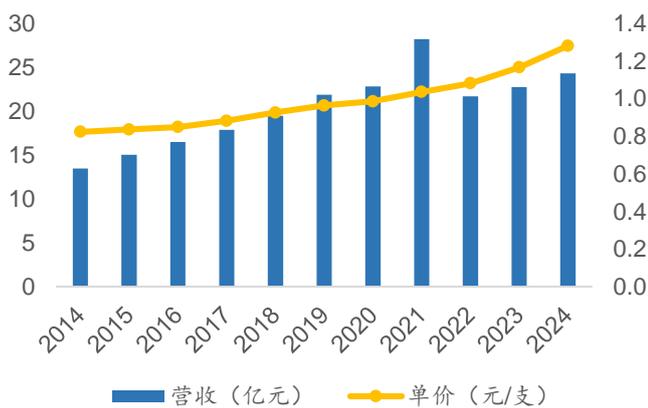
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图33：晨光学生文具营收及单价（亿元，元/支）



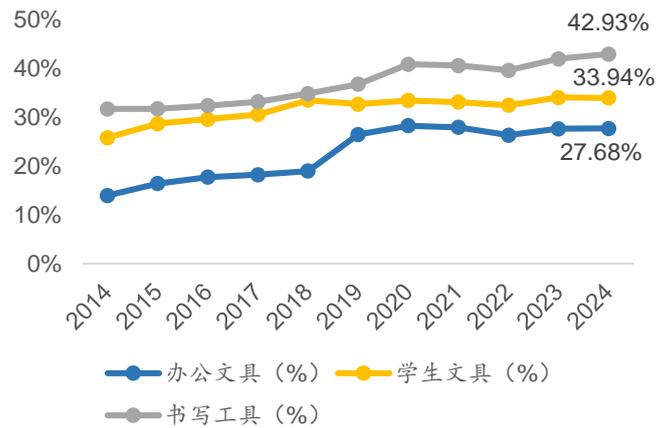
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图34：晨光书写工具营收及单价（亿元，元/支）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

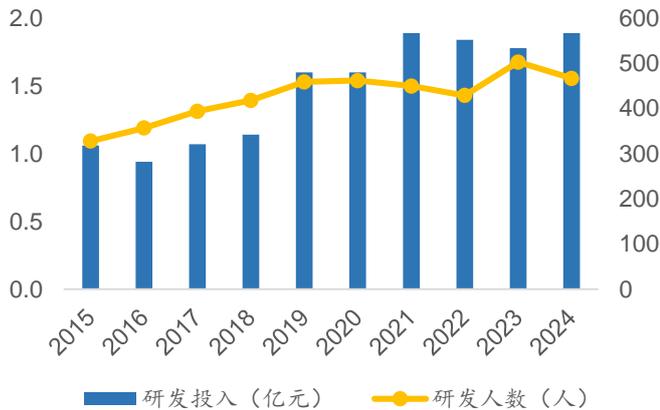
图35：晨光传统核心业务主要产品毛利率（%）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

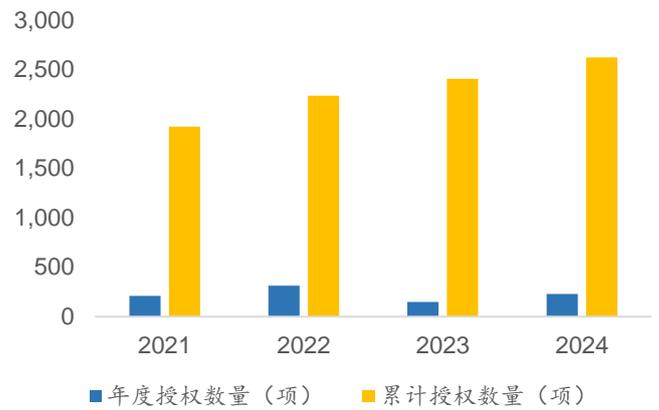
研发创新能力持续强化，品牌设计优势凸显。公司近年来研发投入整体呈上升趋势，从2015年的1.06亿元增至2024年的1.89亿元，期间虽在2023年短暂回落至1.78亿元，但2024年迅速恢复增长，展现出对技术创新的坚定投入；研发团队规模同步扩张，人数从2015年的328人波动攀升至2024年的467人，反映出公司对人才储备的重视。专利布局方面，有效专利数量亦从2023年的1211项增至2024年的1336项，同比增长10.32%；年度授权数量从2021年的210项跃升至2022年的312项，2023年策略调整落后，2024年回升至229项；累计授权专利数量稳步增长至2024年的2625项，体现了“量质并重”的专利管理策略。与此同时，晨光持续斩获国际权威设计奖项，包括德国iF奖、红点奖、日本G-mark和美国IDEA大满贯，并凭借子公司安硕文教获评上海市“专精特新”企业，2023年进一步获得中国轻工业联合会科学技术发明奖和科技进步奖，彰显了在产品研发与工业设计领域的全球竞争力和品牌优势。

图 36: 晨光研发投入及研发人数 (亿元, 人)



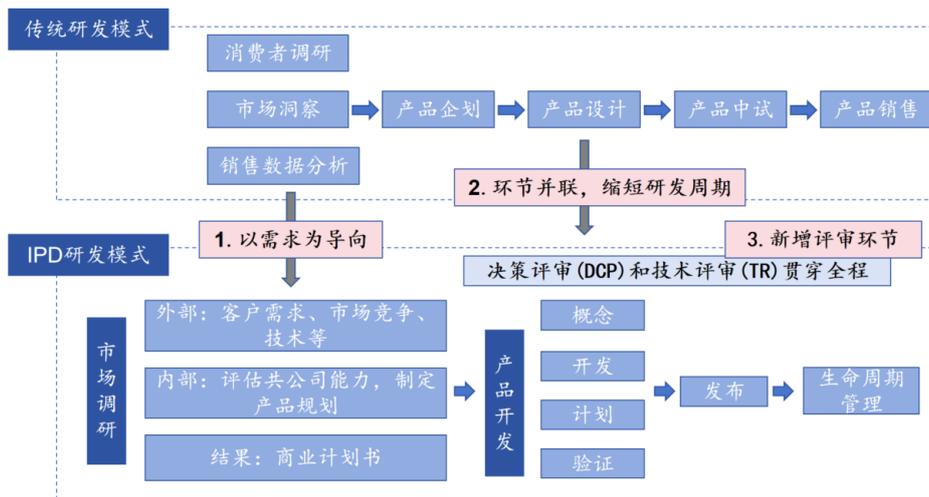
数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图 37: 晨光年度及累计授权专利数量 (项)



数据来源: 公司 2024 年 ESG 报告、广发证券发展研究中心

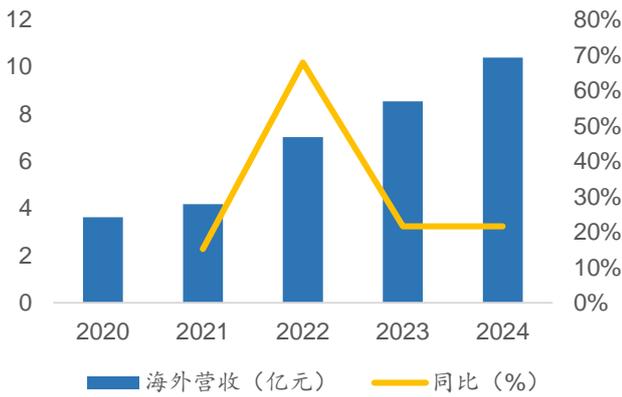
图 38: 研发模式升级



数据来源: 广发证券发展研究中心

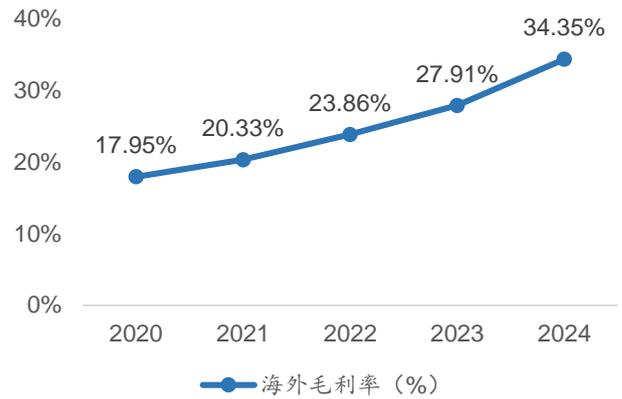
国内稳扎稳打，国外空间广阔。在 2020 年至 2024 年期间，晨光海外营收从 3.63 亿元一路攀升至 10.39 亿元，期间 CAGR 达 30.07%。其中，2022 年收入同比增速高达 67.91%，2024 年海外营收规模突破 10 亿，增速达 21.59%。毛利率方面，海外业务盈利能力持续增强，从 2020 年的 17.95% 逐年提升至 2024 年的 34.35%，累计增长 16.40 个百分点，反映产品竞争力与成本效率的优化成效。公司通过深化渠道建设、开发适配本地需求的高性价比产品，逐步构建起海外市场的可持续增长模式，为全球化扩张奠定坚实基础。

图39: 晨光海外营收及同比 (亿元, %)



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图40: 晨光海外毛利率 (%)



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

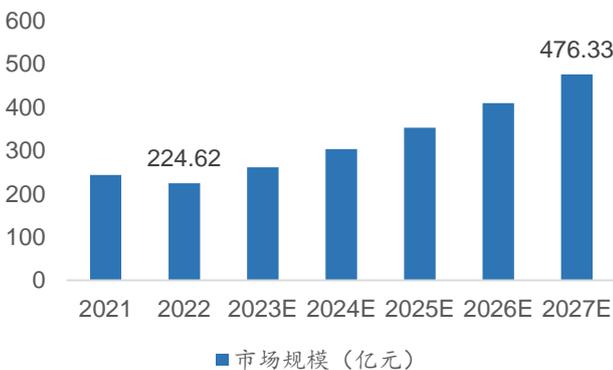
三、零售大店业务: IP 运营多元化, 加快晨光品牌露出及高端化占比增长

(一) 行业: 规模效率双线突破, 头部与长尾共拓市场空间

中国杂货零售行业趋势呈规模扩张与效率提升特征。据华经产业研究院, 行业在2022年呈现短期调整态势, 市场规模达224.62亿元, 同比下滑7.79%, 但行业长期增长动能强劲, 预测2027年市场规模将攀升至476.33亿元, CAGR为16.22%。门店网络加速渗透, 2022年全国杂货零售门店数量增至7565家, 同比+2.02%, 预计2027年将突破12889家, CAGR为11.25%, 行业规模化扩张趋势明显。

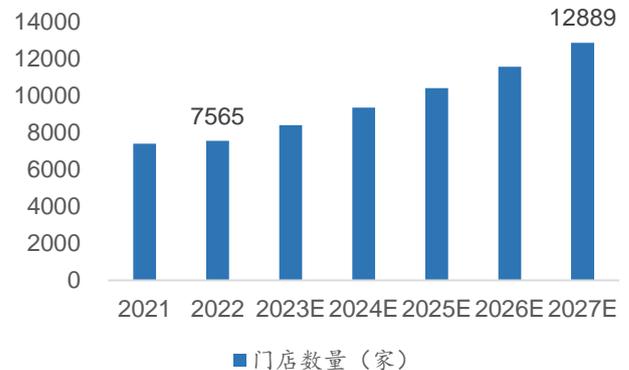
单店经营质量优化成为核心方向, 据华经产业研究院, 尽管2022年中国杂货零售行业平均单店收入受疫情影响回落至296.91万元, 同比-9.61%, 但随着消费复苏, 2027年有望达369.56万元, CAGR为4.47%。单店面积持续精简, 2022年平均384.02平方米, 同比-1.75%。坪效修复彰显效率升级, 2022年行业坪效为0.77万元/平方米, 同比-8.01%, 疫情后经营效率改善驱动下, 2027年预计提升至1.04万元/平方米, CAGR为6.17%, 体现行业转向精细化运营趋势。整体来看, 中国杂货零售行业正通过效率提升的方式, 构建更具可持续性的增长模型。

图41: 中国杂货零售行业市场规模 (亿元)



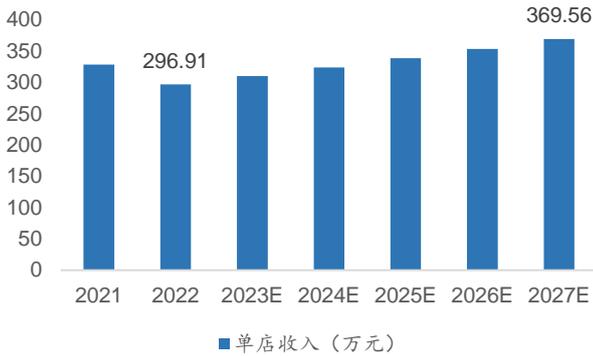
数据来源: 华经产业研究院、广发证券发展研究中心

图42: 中国杂货零售门店数量 (家)



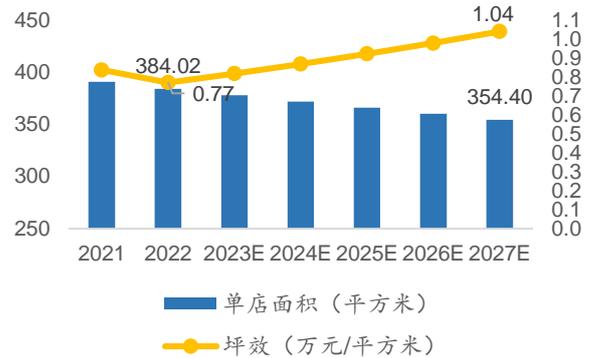
数据来源: 华经产业研究院、广发证券发展研究中心

图43：中国杂货零售行业平均单店收入（万元）



数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

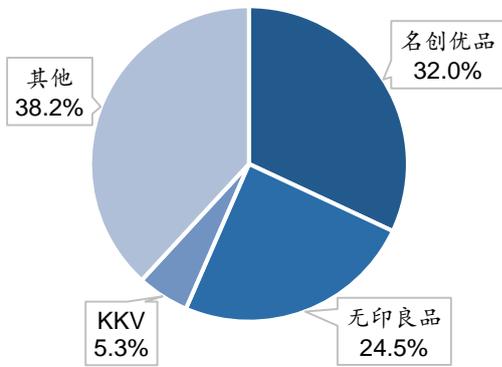
图44：平均单店面积及坪效（平方米，万元/平方米）



数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

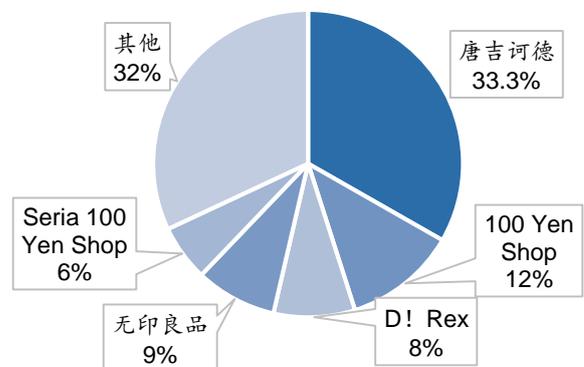
中国杂货零售市场呈现双寡头格局，中尾部企业成长空间广阔。据华经产研院，22年名创优品与无印良品的市占率分别为32%与24.5%，占据绝对优势，而第三名KK集团市占率仅5.3%。日本市场则呈现“一超多强”特征，唐吉河德以33.3%的市占率稳居龙头，其后“100YenShop”（11.8%）、“D!Rex”（8.5%）、无印良品（8.5%）及“Seria100YenShop”（5.9%）形成差异化竞争梯队。当前中国市场头部企业领先优势显著，中小品牌凭借区域渗透与品类创新优势仍存广阔成长空间。

图45：2022年中国杂货零售行业市场份额占比（%）



数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

图46：2022年日本杂货零售行业市场份额占比（%）



数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

（二）公司：九木增强品牌露出，聚焦精品文创+多元 IP 布局

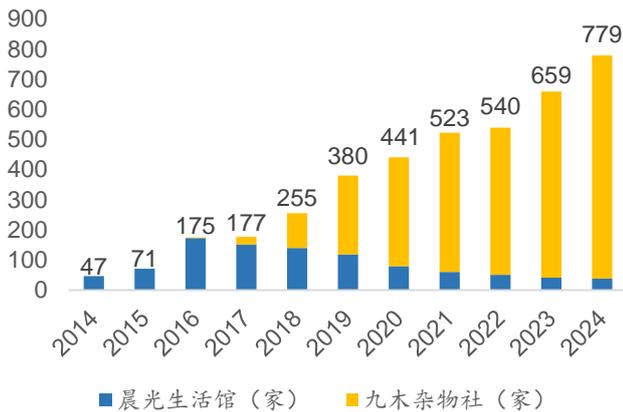
零售大店数量迅速扩张，九木杂物社引领增长。晨光通过差异化布局九木杂物社与晨光生活馆两大零售业态，构建了覆盖年轻消费群体与核心商圈的新零售矩阵，同时强化传统渠道升级。据公司24年年报，九木杂物社聚焦15-29岁品质女性，以文创生活为核心，依托购物中心场景快速扩张；晨光生活馆重点关注8-15岁学生群体，主攻书店场景，探索渠道升级。据公司历年年报，2014-2024年，零售大店总数从47家增至779家，其中九木杂物社门店数从2016年的2家爆发式增长至2024年的741家，成为主力增长引擎。晨光生活馆自2016年起开始收缩规模至2024年的38家，更注重提升单店效益与经营质量。

表 5：晨光零售大店业务店铺类型

业务	九木杂物社	晨光生活馆
目标消费群体	15-29 岁品质女生	8-15 岁学生
主要销售产品	文具文创、益智文娱、实用家居等	文具品类
店铺形象		

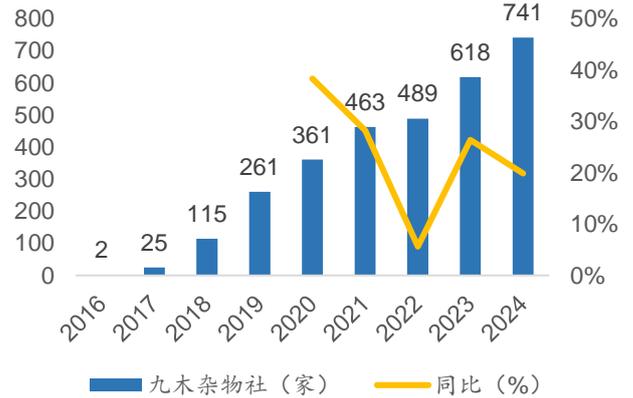
数据来源：24年年报、晨光官方公众号、广发证券发展研究中心

图47：晨光零售大店数量（家）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图48：九木杂物社数量及同比（家，%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

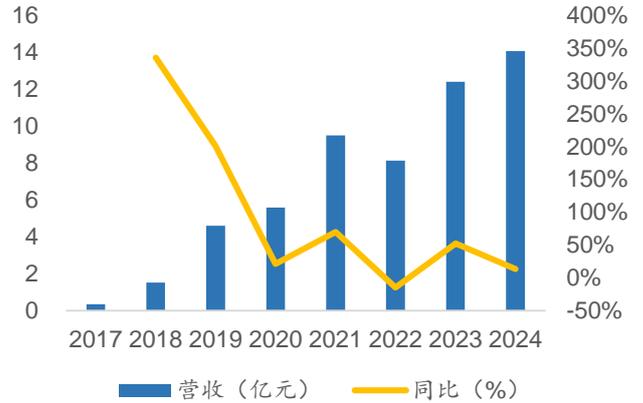
零售大店营收实现跨越式增长，盈利端呈现阶段性波动。营收方面，据公司历年年报，零售大店业务整体规模从2014年的0.28亿元攀升至2024年的14.79亿元，CAGR达48.51%，九木杂物社表现尤为突出，其营收从2017年的0.35亿元增至2024年的14.06亿元，CAGR高达69.39%；单店营收也呈现稳健上升趋势，2017年九木单店收入为140.61万元，2021年峰值达205.08万元，后调整至2024年的189.80万元，期间受到疫情期间消费场景受损、消费环境暂时承压等因素影响较大。净利方面，九木杂物社在快速拓店与品牌升级过程中持续优化经营效率，2017至2022年逐步收窄亏损并于2023年首次实现2572.81万元盈利，但2024年因短期成本上升，叠加消费复苏节奏缓于预期，净利润阶段性承压至-1244.28万元。整体来看，零售大店业务通过九木杂物社的高增长与模式创新，已成为晨光股份跨场景渗透与品牌年轻化的重要支点。

图49: 晨光零售大店营收 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图50: 九木杂物社营收及同比 (亿元, %)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图51: 九木杂物社单店营收 (万元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图52: 九木杂物社净利润 (万元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

深耕精品文创赛道，多元化布局IP建设。九木杂物社将创意设计融入日常消费场景，精选涵盖文具、文娱等八大领域的千余款产品矩阵，尤其在二次元文化及周边衍生品领域加大投入，成功吸引年轻消费群体并提升产品溢价能力。同时公司聚焦IP赋能策略，加速文具产品的文创化转型，使产品兼具实用价值、兴趣价值和情绪价值，以“谷子经济”为切入点，通过自主IP孵化与国内外热门IP合作，开发“谷子加文具”融合业态，构建与用户深度连接的产品矩阵。在线下渠道重点提升爆款产品的终端覆盖率，线上则强化全品类推广与头部店铺孵化，同时通过CMF创新设计（精细化选择组合产品的颜色、材料和表面处理）精准传递情感共鸣，持续优化产品结构并增强用户体验，为消费者提供兼具功能性与情感价值的高品质文创选择。

图53：九木杂物社文创涵盖八大产品类别



数据来源：九木杂物社公众号、广发证券发展研究中心

图54：九木杂物社部分IP周边



数据来源：九木杂物社公众号、广发证券发展研究中心

建立会员体系增加用户粘性，提升自有品牌占比。九木杂物社的会员体系以千万级用户规模为基础，通过精准画像和分层运营强化消费粘性，有效巩固了其在文创零售领域的领先地位。与此同时，九木杂物社通过天猫、京东、抖音及微信官方商城构建全渠道消费场景，同步接入美团、饿了么即时配送网络。在九木杂物社逐步站稳脚跟的同时，晨光于门店内的产品和自有品牌的占比也有望进一步扩大，竞争门槛得到提升，同时品牌也得到更高效的露出。

图55：九木杂物社学霸会员



数据来源：九木杂物社公众号、广发证券发展研究中心

图56：九木杂物社入驻各大上线平台



数据来源：九木杂物社公众号、广发证券发展研究中心

表 6：九木杂物社会员等级

	吃瓜社员	小队长	中队委员	大队书记	学霸社员
升级条件	注册激活	消费累计 500 元	消费累计 2500 元	消费累计 6000 元	88 元/年
升级福利	新人入社礼包	升级礼包	升级礼包	升级礼包	90 元无门槛礼包
	1 倍积分	1.5 倍积分	2 倍积分	3 倍积分	5 倍积分
会员权益	社员生日礼	社员生日礼	社员生日礼	社员生日礼	社员生日礼翻倍
	社员专享价	社员专享价	社员专享价	社员专享价	每月领 66 元礼包
	积分兑礼	积分兑礼	积分兑礼	积分兑礼	精选好物专享 8.8 折
	积分兑满减卷	积分兑满减卷	积分兑满减卷	积分兑满减卷	优先购买权

免费购物袋

积分兑礼

积分兑满减卷

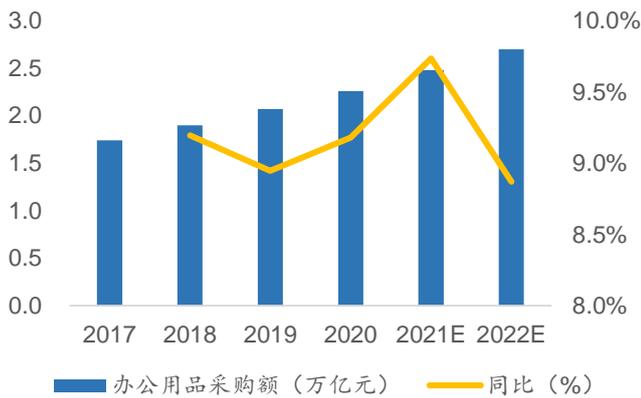
数据来源：九木杂物社公众号、广发证券发展研究中心

四、办公直销业务：行业数字化升级，科力普塑造智能采购新标杆

（一）行业：万亿蓝海释放潜力，技术赋能加速集中

办公直销行业加速迈向高质量发展。据亿邦智库，中国办公用品采购额自2017年的1.74万亿元增长至2022年的2.70万亿元，期间CAGR为9.18%；2023年中国工业品MRO采购额8.9万亿元，同比下降2.2%，但营销物资与员工福利品市场规模合计突破3万亿元，福利品市场规模从2019年的0.75万亿元增长至2023年的1.02万亿元，期间CAGR为7.99%，成为驱动行业增长的新动能。

图57：中国办公用品采购额及同比（万亿元，%）



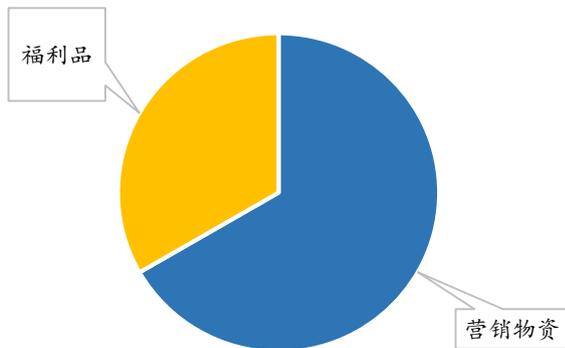
数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

图58：中国MRO采购额及同比（万亿元，%）



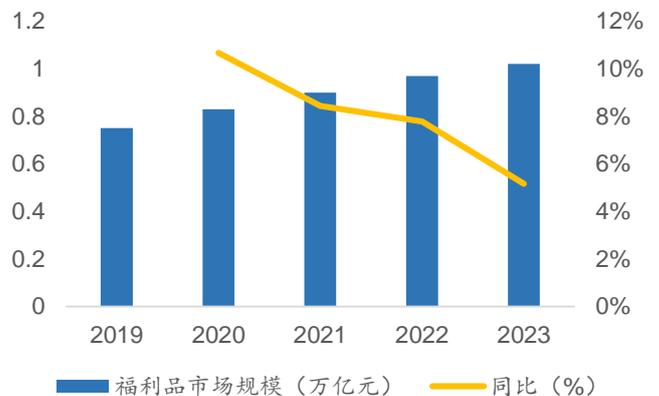
数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

图59：2023年营销及福利品采购市场规模（万亿元）



数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

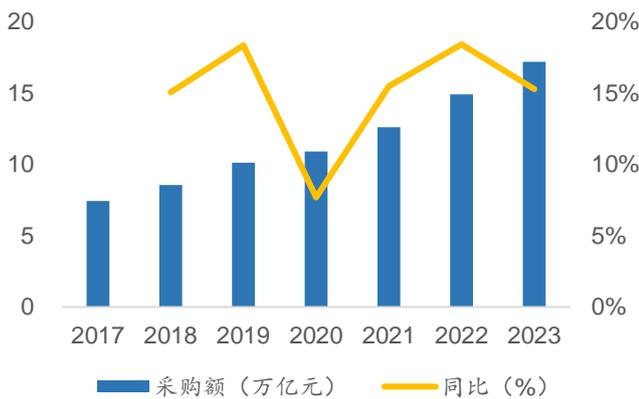
图60：中国福利品市场规模及同比（万亿元，%）



数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

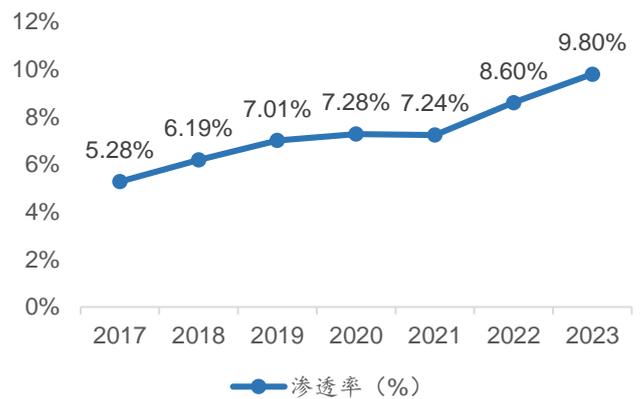
办公直销行业数字化进程持续深化，央国企引领变革浪潮。据亿邦智库，2023年中国数字化采购总额突破17.2万亿元，近七年CAGR达14.99%，渗透率较2017年提升4.52个百分点至9.8%。其中央国企的办公用品的数字化采购渗透率增速达75.53%，营销品类及MRO工业品增速增长明显，较2021年分别增长17.55个和21.16个百分点。此外，四成企业表示生产性物资数字化采购率占比达到50%以上。数字化采购成为办公直销行业转型升级的核心驱动力。

图61：中国数字化采购总额及同比（万亿元，%）



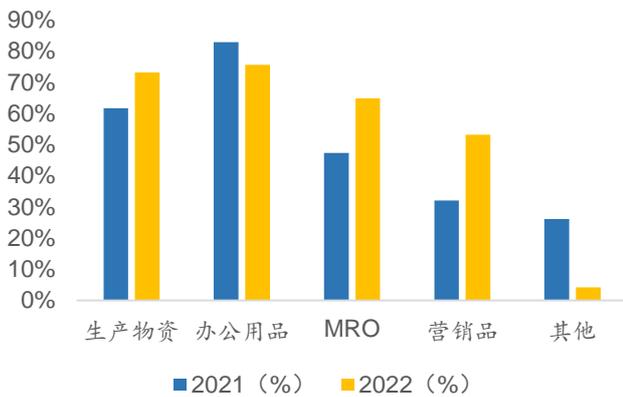
数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

图62：中国数字化采购渗透率（%）



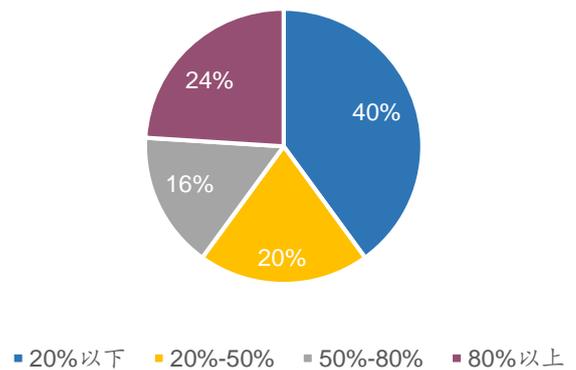
数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

图63：央国企数字化采购渗透率增速（%）



数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

图64：2023年企业生产性物资数字化采购率（%）

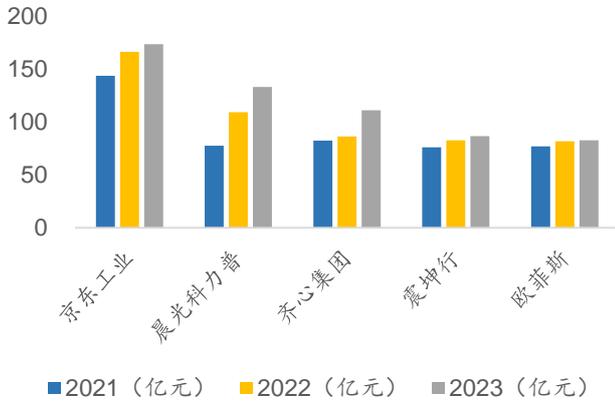


数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

中国办公直销行业呈现低集中度特征，头部企业正加速推动市场整合。据iFinD，2023年京东工业、晨光科力普、齐心集团、震坤行、欧菲斯五家头部企业合计营收达586.69亿元，其中京东工业以173.36亿元营收占据首位，晨光科力普凭借133.07亿元规模实现近三年复合增长率30.9%，增速显著高于行业平均水平。值得注意的是，与成熟市场相比，中国MRO采购服务市场仍高度分散，据京东工业招股书，2023年中国

前十大企业合计市占率仅1.5%，而同期美国MRO市场CR10占比高达30%-45%。但随着现有头部企业巩固其竞争优势，预计中国市场的集中度将进一步提高。

图65：中国办公直销头部企业营收（亿元）



数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

图66：某央企MRO电商集中采购入围8家供应商

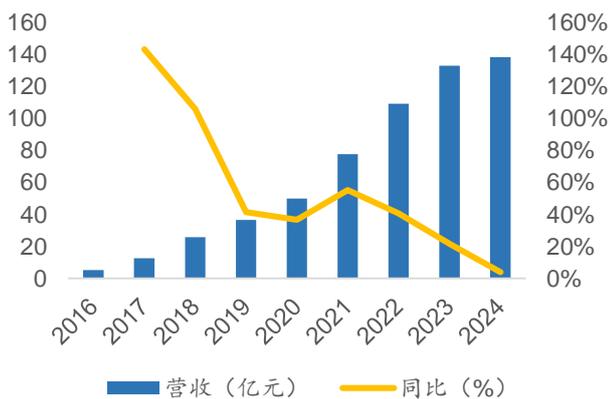


数据来源：亿邦智库、广发证券发展研究中心

（二）公司：多元业务驱动高增长，智能物流赋能全链路

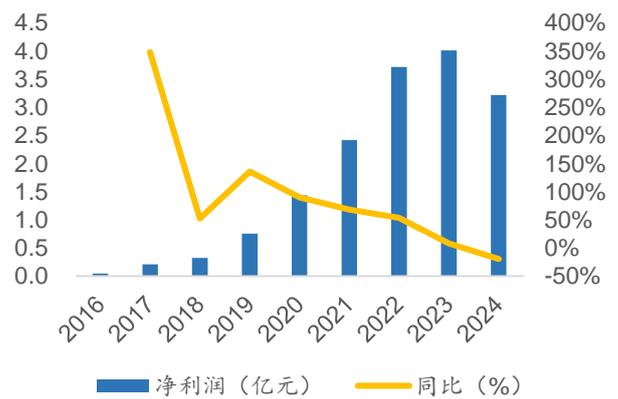
晨光科力普作为企业采购数字化领域的领军者，依托其覆盖办公一站式、MRO工业品、营销礼品及员工福利四大板块的多元化业务布局，近年来实现了跨越式增长。科力普营收从2016年的5.16亿元快速攀升至2024年的138.31亿元，CAGR达50.85%，展现出强劲的市场拓展能力；净利润亦从2016年的0.05亿元增长至2024年的3.22亿元，CAGR高达69.63%，印证了其在成本控制与运营效率上的持续优化。与此同时，科力普通过深化客户服务、完善全国供应链网络及拓展产品矩阵，不仅巩固了在政府及企业采购领域的核心优势，更以数字化解决方案持续引领行业变革，未来有望在集中采购渗透率提升及市场整合趋势中进一步强化头部竞争力。

图67：晨光科力普营收及同比（亿元，%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图68：晨光科力普净利润及同比（亿元，%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

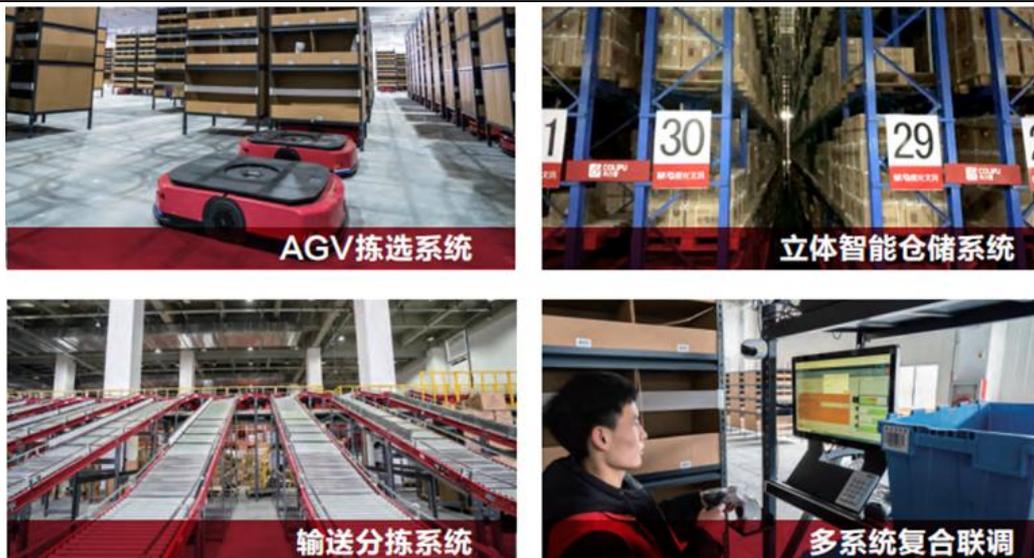
图 69：晨光科力普业务布局



数据来源：科力普公众号、广发证券发展研究中心

构建智能化仓储体系与高效物流网络支撑业务扩张。晨光科力普建立了覆盖全国的智能化物流体系，依托“四地五仓”的仓储布局，形成了华东、华南、华北、华中等核心区域的物流枢纽，配备AS/RS自动化立体库及AGV智能拣货系统，显著提升了仓储作业效率和订单响应速度。其物流网络通过自建七大区域配送中心和1200余个二、三级配送站点，实现中国大陆区县全覆盖，仓储总面积超100万平方米，支持多模式配送组合，包括自营物流、第三方合作及主流快递服务，确保不同区域订单时效性（自配1天、第三方物流2-3天、偏远地区3-7天）。公司运用数字化工具优化智能调度系统，推动物流全流程可视化与线上化管理，有效降低运营成本并强化服务能力，为办公直销、MRO工业品等多元业务提供高效、精准的供应链支持。

图 70：晨光科力普华东智慧新仓



数据来源：科力普公众号、广发证券发展研究中心

图71：晨光科力普物流辐射范围



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图72：晨光科力普物流配送方式



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

服务范围覆盖全国31省市，合作客户跨越14类企业。晨光科力普覆盖范围全面覆盖政府机构、央国企、金融巨头及全球500强企业的多元化采购需求，依托全球7000余个知名品牌的供应链资源，科力普提供超百万SKU的商品矩阵，从办公耗材、数码设备到工业品、劳防物资。在客户拓展上，科力普持续深化央企领域布局，成功切入军工、能源、电力等战略行业，服务中石油、中化集团等标杆项目；政府端巩固与中央政府采购中心等核心伙伴的合作黏性；金融领域新拓华夏银行、泰康保险等头部机构，强化行业领先地位；MRO业务通过专业化运营，在三峡集团、国家电投等项目中实现跨领域渗透，彰显其“深耕垂直赛道、拓展服务边界”的核心竞争力

图 73：晨光科力普合作客户品牌



数据来源：科力普公众号、广发证券发展研究中心

以智能化创新引领行业变革，构建覆盖采购全链路的数字化生态平台。在数字化转型进程中，针对传统采购模式效率低、场景适配性弱的痛点，企业依托自主研发的

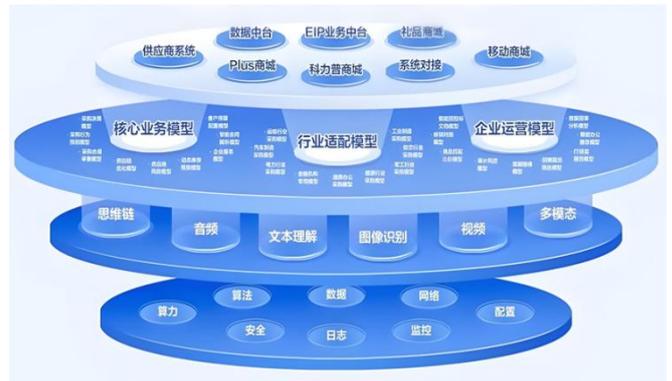
"小科AI"实现智能化跃迁，通过自然语言交互技术精准解析客户碎片化需求，结合企业历史采购数据与行业特征，在商品推荐、价套筛选及关联品匹配等环节实现智能决策。该AI系统搭载的"模型即服务"四层架构，将基础大模型能力下沉至企业应用场景，通过可扩展的模块化设计赋能客户全流程采购管理，既保障了业务系统调用模型的便捷性，又实现了推荐逻辑的持续优化。目前，55个AI大模型项目已深度融合企业采购体系，推动线上线下场景高效协同，在提升运营效率、优化用户体验的同时，为构建透明化、智慧化的采购新生态提供创新范式。

图74：晨光科力普数字平台



数据来源：科力普公众号、广发证券发展研究中心

图75：晨光科力普小科AI——MaaS全景架构



数据来源：科力普公众号、广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

基于晨光在产品品牌力的领先优势、渠道网络的广度及精细程度以及在供应链层面强大的管控能力，预计公司未来将持续加大对新渠道、新产品的持续开拓。据公司24年年报，公司25年计划实现营业收入275亿元，同比增长13.5%。我们预计晨光将继续发挥传统文具行业领先优势，25-27年收入端维持正增长，公司的规模效应有望更上一层楼，且IP经济及精品文创趋势下，公司高单价产品占比有望提升，我们预计盈利端增速同样维持双位数的正增长。

(1) 书写工具、学生文具、办公文具：公司书写、学生、办公业务收入在24年行业承压下同比实现6.9%、0.1%、1.7%的增长。书写工具业务为公司深耕多年的基本盘业务，市占率较高且较为稳定。针对其它传统业务，渠道端公司仍将加大对各细分渠道的管理，同时线上线下协同发展以维持行业领先地位。产品端，公司将抓住IP经济热度，同时减量提质，高单价产品占比有望持续提升。预计25-27年书写工具业务收入实现稳定增长，同比+14.5%/+10.2%/+8.1%；学生文具业务同比+8.2%/+6.1%/+5.1%，办公文具业务同比+14.3%/11.2%/10.2%，且各项业务占比也维持较为稳定。毛利率层面，预计公司规模效应继续扩大，25-27年各项传统业务产线、原材料实现协同，预计毛利率实现稳定提升。

(2) 办公直销：公司办公直销业务主要包含晨光科力普办公集采业务，24年该业务收入端同比增长3.9%。24年行业增速整体放缓，但阳光集采，透明化、龙头化趋势仍在，预计行业25年有望恢复双位数增长，且带动公司收入端增速提升。预计

25-27年公司办公直销业务增速为15.3%/14.2%/11.1%。毛利率层面，公司供应链优势有望持续扩大，随着仓储物流成熟化持续提升，公司25-27年办公直销毛利率有望增长至7.3%/7.7%/8.0%。

(3) 其他产品：公司其它产品业务增速在24年表现亮眼，同比实现16.4%的快速增长，但占比较小，24年仅占比3.6%。预计线下零售市场25-27年实现稳定发展，25-27年公司其他产品仍将在低基数上维持高速增长，收入同比实现+21.9%/+18.7%/+16.6%，同时带动毛利率稳定增长。

(4) 费用率方面，公司持续开拓新品，预计持续投入研发，整体费用率预计较为稳健。

表7：晨光股份核心业务收入拆分（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
书写工具				
收入	2429.2	2780.9	3065.7	3315.5
增长率	6.9%	14.5%	10.2%	8.1%
占比%	10.0%	10.1%	9.9%	9.7%
毛利率(%)	42.9%	43.3%	43.6%	43.7%
学生文具				
收入	3,471.3	3,754.2	3,982.8	4,184.4
增长率	0.1%	8.2%	6.1%	5.1%
占比%	14.3%	13.6%	12.8%	12.2%
毛利率(%)	33.9%	34.3%	34.5%	34.7%
办公文具				
收入	3571.9	4083.7	4540.3	5001.6
增长率	1.7%	14.3%	11.2%	10.2%
占比%	14.7%	14.8%	14.6%	14.6%
毛利率(%)	27.7%	27.8%	27.9%	28.0%
办公直销				
收入	13831.4	15942.1	18212.3	20233.8
增长率	3.9%	15.3%	14.2%	11.1%
占比%	57.1%	57.7%	58.6%	59.2%
毛利率(%)	6.9%	7.3%	7.7%	8.0%
其他产品				
收入	865.0	1054.4	1251.1	1458.2
增长率	16.4%	21.9%	18.7%	16.6%
占比%	3.6%	3.8%	4.0%	4.3%
毛利率(%)	44.0%	44.1%	44.3%	44.5%
合计				
收入	24228.2	27617.5	31054.4	34196.0
增长率	3.8%	14.0%	12.4%	10.1%
毛利率	18.9%	19.0%	19.1%	19.2%

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

预计公司25-27年收入分别为276.2、310.5、342.0亿元，同比+14.0%、+12.4%、+10.1%，归母净利分别为16.0、18.0、20.0亿元，同比+14.8%、+12.4%、+10.8%。选取齐心集团、广博股份为可比公司，其中，齐心集团主营办公集采业务，在行业深耕多年，与晨光在科力普业务的模式与产品类别上有一定相似程度；广博股份深耕文具用品行业，在零售端和办公直销端均有布局，且在IP联名行业布局较多，与晨光在业务结构及发展思路上均存在一定的相似性。考虑到晨光股份在传统产品的领先地位、渠道端不可复制的强大优势、以及IP转型+稳步出海两大方向未来发展的空间，但晨光全面发力IP经济较晚，传统主业体量较大，增速或慢于新业务，给予晨光整体25年23xPE估值，对应合理价值40.03元/股，给予“买入”评级。

表8：晨光股份可比公司估值情况（截至2025年6月9日）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
广博股份	002103.SZ	文教用品	58.45	152.19	188.07	240.12	33.17	31.08	24.34
齐心集团	002301.SZ	文教用品	53.30	62.82	195.03	234.16	81.64	27.34	22.83

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自来自 Wind 一致预测。

六、风险提示

（一）下游需求复苏不及预期风险

公司为文具行领先企业，其收入端与下游消费和经济发展状况息息相关，假设下游消费疲软，经济复苏进度不及预期，将明显影响公司业务。

（二）行业竞争加剧风险

公司当前核心文具产品市占率较高，然而办公集采、九木杂物社等业务市占率仍有一定提升空间，以上行业竞争加剧可能会对晨光的营业收入造成一定影响。

（三）新品拓展失败风险

公司在深耕文具行业的过程中，不断增加新sku，拓展产品矩阵，假设新品开发失败，IP联名效果不及预期，对于公司的营业收入将造成不利影响。

（四）海外拓展不及预期风险

公司近年来持续向海外拓展，公司通过并购Beckmann、设立以色列设计中心等举措加速全球化，假设海外拓展进度不及预期，将影响公司在海外业务的长期发展。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	12,277	13,558	14,788	15,958	17,319
货币资金	5,239	4,962	5,561	6,294	7,160
应收及预付	3,699	3,969	4,409	4,698	5,078
存货	1,578	1,546	1,739	1,884	1,995
其他	1,761	3,081	3,079	3,082	3,086
非流动资产总额	3,037	3,029	2,867	2,745	2,579
长期股权投资	37	34	34	34	34
固定资产	1,635	1,528	1,578	1,651	1,651
在建工程	95	149	99	49	19
使用权资产	401	412	292	182	82
无形资产	447	432	407	387	367
其他	422	476	458	444	428
资产总额	15,314	16,587	17,655	18,704	19,899
流动负债总额	6,534	6,740	7,190	7,544	7,969
短期借款	190	341	341	341	341
应付及预收	4,960	5,150	5,514	5,776	6,123
其他	1,384	1,249	1,335	1,428	1,506
非流动负债总额	429	411	411	411	411
长期借款	30	6	6	6	6
应付债券	0	0	0	0	0
其他	399	405	405	405	405
负债总额	6,963	7,151	7,601	7,955	8,381
股本	927	924	924	924	924
其他	6,907	7,986	8,537	9,157	9,843
归母权益合计	7,833	8,910	9,461	10,081	10,767
少数股东权益	518	526	593	668	751
负债和股东权益	15,314	16,587	17,655	18,704	19,899

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,351	24,228	27,617	31,054	34,196
营业成本	18,947	19,650	22,360	25,117	27,627
营业税金及附加	97	96	110	127	137
销售费用	1,550	1,738	1,961	2,214	2,438
管理费用	817	982	1,105	1,242	1,368
研发费用	178	189	221	255	287
财务费用	-55	-40	-37	-44	-52
资产减值损失	12	-13	-20	-20	-20
公允价值变动收益	27	54	20	20	20
投资收益	-4	0	0	0	0
营业利润	1,931	1,759	2,050	2,310	2,572
营业外收支	49	63	37	35	27
利润总额	1,979	1,821	2,087	2,345	2,599
所得税费用	336	367	417	469	520
合并净利润	1,644	1,455	1,670	1,876	2,080
少数股东损益	117	59	67	75	83
归母净利润	1,527	1,396	1,603	1,801	1,996
EPS (元/股)	1.65	1.51	1.74	1.96	2.17

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	2,617	2,289	2,058	2,367	2,607
合并净利润	1,644	1,455	1,670	1,876	2,080
折旧摊销	546	553	557	561	583
营运资金变动	413	260	-182	-83	-70
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	30	-1,575	841	-439	-417
资本性开支	-204	-325	-380	-414	-392
投资	248	-1,263	0	0	0
其他	-14	13	1,221	-25	-25
融资活动现金流净额	-771	-699	-1,065	-1,196	-1,324
股本融资	0	507	0	0	0
债权融资	31	131	0	0	0
股利分配与偿付利息	-470	-767	-1,065	-1,196	-1,324
其他	-332	-569	0	0	0
现金净增加额	1,880	19	1,834	733	866
期初现金余额	1,828	3,708	3,727	5,561	6,294
期末现金余额	3,708	3,727	5,561	6,294	7,160

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	16.8%	3.8%	14.0%	12.4%	10.1%
营业利润增长率	20.0%	-8.9%	16.6%	12.7%	11.3%
归母净利增长率	19.1%	-8.6%	14.8%	12.4%	10.8%
获利能力					
毛利率	18.9%	18.9%	19.0%	19.1%	19.2%
净利率	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.1%
ROE	19.7%	15.4%	16.6%	17.5%	18.1%
偿债能力					
资产负债率	45.5%	43.1%	43.1%	42.5%	42.1%
有息负债率	1.4%	2.1%	2.0%	1.9%	1.7%
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2
利息保障倍数	74.4	62.4	146.3	164.7	183.1
营运能力					
应收账款周转率	6.5	6.3	6.4	6.8	6.9
存货周转率	12.0	12.7	12.9	13.3	13.8
应付账款周转率	3.9	3.9	4.1	4.4	4.6
每股指标					
每股收益	1.65	1.51	1.74	1.96	2.17
每股净资产	8.45	9.64	10.27	10.95	11.69
每股经营现金流	2.82	2.48	2.24	2.57	2.83
估值比率					
PE	22.8	20.0	19.7	17.6	15.8
PB	4.4	3.1	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	12.4	10.3	10.3	9.1	8.0

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：高级分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。