

## 传统业务基础坚实，IP 转型带来新增量

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月行业表现



| %    | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 7.2  | 7.2  | -13.7 |
| 绝对收益 | 7.8  | 6.4  | -1.4  |

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：聂孟依

证书编号：S0500524040001

Tel: (8621) 50299667

Email: nmy06967@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路 88 号  
中国人寿金融中心 10 楼

### 传统核心业务转向价格驱动

公司的传统核心业务的增长驱动因素已经由过往的销量驱动转变为价格提升，高单价文具类型的拓展和 IP 联名策略有效抵消了适龄用户人数下降的影响。公司书写工具和学生文具的产品单价年增幅较高。

未来公司传统文具业务有望保持稳定增长，主要依赖三大驱动力：高端文创产品开发计划将高单价的精品文创产品占比进一步提升；东南亚等海外市场持续渗透，收入增速维持高位；数字化渠道建设加速，线上营收占比继续增加。

### 办公直销业务规模不断扩大，净利率水平稳定

科力普近年来的收入增长源于其客户拓展成效显著，续标中核集团、南方电网等存量客户，新拓中国石油、保利集团等央企客户，央企采购协议覆盖率高。虽然由于销售模式的影响，中标范围扩大后科力普毛利率呈现下行趋势，但 2022 年至 2024 年间，剔除股权激励影响后，净利率却维持在稳定水平。

中长期发展潜力仍然可观，行业集中化趋势明显，加之数字化采购平台投入升级，未来收入有望持续增长，带动净利润走高。

### 积极推进 IP 战略，布局产业链中下游核心环节

晨光近年来积极拥抱 IP 业务，核心布局是线下精品零售终端九木杂物社。九木杂物社定位 Z 世代文创消费，2024 年营收达 14.06 亿元，同比增长 13%，门店数量扩张至 741 家。业务模式聚焦“精品文创+多元 IP”，会员体系突破千万规模，IP 产品占比提升。

2025 年门店数量突破叠加自有品牌占比逐渐提升，也有望推动零售大店业务收入和毛利进一步走高。

### 投资建议

晨光股份已形成“传统业务维稳+科力普增量+九木品牌升级”的三元格局，传统文具业务仍是利润核心来源，2024 年贡献超 60% 净利润，书写工具毛利率创 42.1% 新高，有效抵消了学生文具需求疲软的影响，九木杂物社终端稳定扩张，IP 产品维持品牌热度。预计公司 2025-2027 年实现营收 274.08/313.44/351.36 亿元，归母净利润 15.74/18.05/20.26 亿元，对应 2025 年 6 月 27 日收盘价，EPS 分别为 1.70/1.95/2.19 元，PE 分别为 17.47/15.24/13.57 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

(1) 出生率下滑导致学生文具行业需求缩减的风险；(2) 消费疲软压制潮玩业务升级；(3) 文具与潮玩行业竞争加剧的风险。

财务预测

2024A

2025E

2026E

2027E

|               |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）     | 24228 | 27408 | 31344 | 35136 |
| 同比(%)         | 3.8%  | 13.1% | 14.4% | 12.1% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1396  | 1574  | 1805  | 2026  |
| 同比(%)         | -8.6% | 12.8% | 14.6% | 12.3% |
| 毛利率(%)        | 18.9% | 19.0% | 20.5% | 20.7% |
| ROE(%)        | 15.7% | 16.6% | 17.6% | 18.2% |
| 每股收益(元)       | 1.51  | 1.70  | 1.95  | 2.19  |
| P/E           | 19.70 | 17.47 | 15.24 | 13.57 |
| EV/EBITDA     | 9.21  | 8.66  | 7.75  | 7.06  |

资料来源：天软、湘财证券研究所

## 1 公司业务概览

晨光股份深耕文具行业三十余年，已成为全球最大的文具制造商之一，品牌认知度高。目前公司核心产品包括书写工具、学生文具、办公文具及其他相关产品，覆盖了从基础学习到日常办公的广泛需求。“M&G 晨光”作为国内文具行业的领军品牌，在圆珠笔市场中占据主导地位，渠道布局广泛、品牌认可度高，是公司发展的坚实基础。此外，近年来公司积极布局 IP 业务，从联名文具到谷子潮玩，从 IP 运营到零售终端，在新消费时代为公司带来了覆盖学生到职场新人各年龄段的新增量。

图 1 晨光重点品牌矩阵



资料来源：晨光文具官网、湘财证券研究所

从产品结构看，公司形成了办公直销、传统文具和创新业务三大支柱。办公直销作为规模最大的业务板块，2024 年收入达 138.31 亿，同比增长 3.9%。传统文具产品线保持稳健：办公文具、学生文具和书写工具构成基本盘，其中书写工具 42.93% 的毛利率表现突出。创新业务成为亮点，含新兴产品的其他文具收入 2024 年增长 16.36%，且以 43.95% 的毛利率居所有业务之首，独立潮玩品牌“奇只好玩”成功实践了公司 IP 孵化战略。

公司 2020 年至 2024 年间，营业收入始终保持增长，主要得益于办公直销业务的高速发展，2024 年公司收入增速放缓。虽然营业收入持续增长，但

晨光的盈利能力存在波动。

## 2 核心业务维持稳健发展

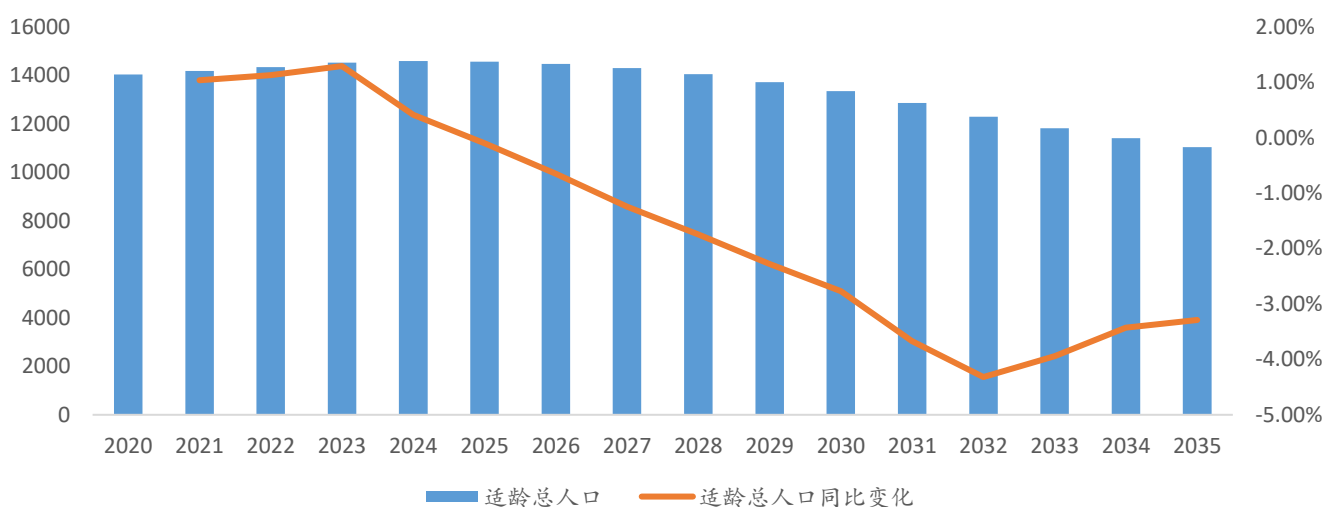
### 2.1 传统核心业务转向价格驱动

晨光的传统核心业务包括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业务。

2024 年，传统核心业务中书写工具品类表现最为亮眼，收入达 24.29 亿元，同比增长 6.86%，毛利率高达 42.93%。相比之下，学生文具和办公文具增速明显放缓，分别仅增长 0.14% 和 1.74%，反映出基础教育市场饱和与办公无纸化趋势的双重压力。

以学生文具业务为例，根据中国教育与社会发展研究院的预测，我国义务教育适龄人口（6 岁至 14 岁）在 2024 年达到峰值后，自 2025 年起将开始下降，并且 2025 年至 2027 年间同比降幅逐年扩大。

图 2 2020 年至 2035 年中国义务教育阶段适龄人口预测



资料来源：中国教育与社会发展研究院、湘财证券研究所

为了应对目标用户群体数量的缩减，晨光股份近年来通过产品平均单价的上行抵消销量的波动，实现此目标主要依靠产品结构的调整与创新文具的推出，一方面，产品结构从简单的传统文具如各类笔为主，逐步增加本册、包袋等高单价产品的占比，另一方面，持续推出各类 IP 联名系列文具，如此前热销的《航海王》联名系列、《名侦探柯南》联名系列等，以及近期的故宫联名系列、宝可梦联名系列等，均获得了消费者的欢迎，在不影响用户体验的情况下实现了传统业务平均单价的提升。

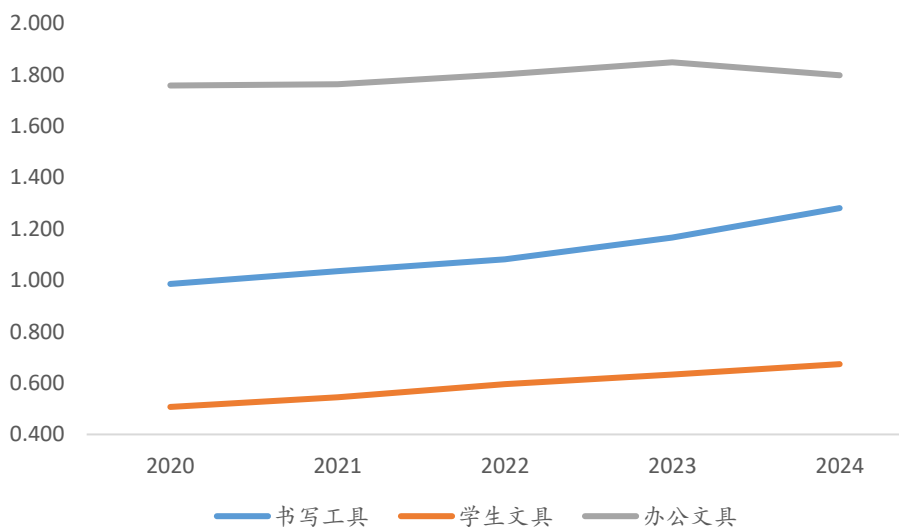
图 3 晨光近期部分热销联名文具



资料来源：晨光京东旗舰店、湘财证券研究所

2020 年至 2024 年间，晨光的学生文具与书写工具产品单价均持续上升，2020 年至 2024 年间，书写工具产品销量下降了 18%，平均单价增加了 30%，学生文具销量下降增加了 3%，而平均单价涨幅达到 33%，有效对冲了产品销量的波动，使得业务收入保持增长态势。而办公文具方面由于企业使用场景固定，且以批量采购为主，产品价格保持稳定，而销量则维持增长，整体业绩表现仍然相对稳健。

图 4 2020-2024 年晨光股份传统核心产品系列平均单价变化情况



资料来源：公司年报、湘财证券研究所

目前公司的传统核心业务的增长驱动因素已经由过往的销量驱动转变为价格提升，高单价文具类型的拓展和 IP 联名策略有效抵消了适龄用户人数下降的影响。公司书写工具和学生文具的产品单价年增幅维持在较高区间，一方面体现了公司产品结构调整的有效性，另一方面也体现出消费者对于晨光

品牌的认可度高。

此外，公司文具业务的线上渠道表现尤为突出，晨光科技营收快速增长，通过抖音等新兴渠道实现超增速，线上收入占比提升传统业务。海外市场拓展也取得突破性进展，东南亚及非洲市场收入为公司提供了新的增长空间。

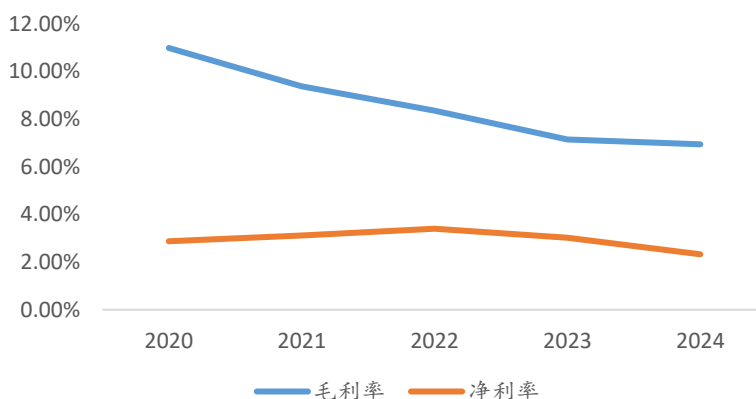
未来公司传统文具业务有望保持稳定增长，主要依赖三大驱动力：高端文创产品开发计划将高单价的精品文创产品占比进一步提升；东南亚等海外市场持续渗透，收入增速维持高位；数字化渠道建设加速，线上营收占比继续增加。公司“减量提质”策略已见成效，单款上柜率提升至行业领先水平，书写文具市占率保持行业榜首位置，核心基础业务发展前景乐观。

## 2.2 科力普办公直销业务净利率稳定

办公直销业务方面，科力普自 2019 年至今营收维持高增速，收入规模不断扩展，已成为晨光股份最大的收入来源，2024 年营收达 138.31 亿元，同比增长 3.9%，占总营收比重提升至 57.09%。

科力普近年来的收入增长源于其客户拓展成效显著，续标中核集团、南方电网等存量客户，新拓中国石油、保利集团等央企客户。此外物流网络建设日趋完善，“四地五仓”布局实现区县全覆盖，AS/RS 自动化立体库和华东智能新仓显著提升运营效率，日均订单处理能力强。

图 5 2020-2024 年公司办公直销业务毛利率与净利率



资料来源：公司年报、湘财证券研究所

该业务毛利率水平在过去几年持续走低，2024 年仅为 6.94%，显著低于传统业务，这主要是由于办公直销客户中大型企事业单位居多，如中石油等，需要通过属地供应商提供服务，供应全国网点，导致毛利率较低。2025 年一季度，公司办公直销业务的毛利率企稳，并出现小幅回升，未来有望维持稳

定。

虽然由于销售模式的影响，中标范围扩大后科力普毛利率呈现下行趋势，但 2022 年至 2024 年间，净利率却维持在稳定水平，2024 年净利率下滑主要是由于执行股权激励的影响，若剔除股份支付费用影响，净利率水平基本保持稳定。

短期来看，政府预算收缩对业务增速产生明显影响，收入增速放缓，但中长期发展潜力仍然可观，行业集中化趋势明显。此外，公司通过收缩高风险客户订单，应收账款周转天数缩短。未来央企集采渗透率进一步增加，加之数字化采购平台投入升级，未来收入有望持续增长，带动净利润走高。

### 3 积极推进 IP 战略，布局产业链中下游核心环节

晨光近年来积极拥抱 IP 业务，核心布局是线下精品零售终端九木杂物社。九木杂物社定位 Z 世代文创消费，2024 年营收达 14.06 亿元，同比增长 13%，门店数量扩张至 741 家。业务模式聚焦“精品文创+多元 IP”，会员体系突破千万规模，IP 产品占比提升，包括二次元、谷子周边等热门品类。

图 6 九木杂物社



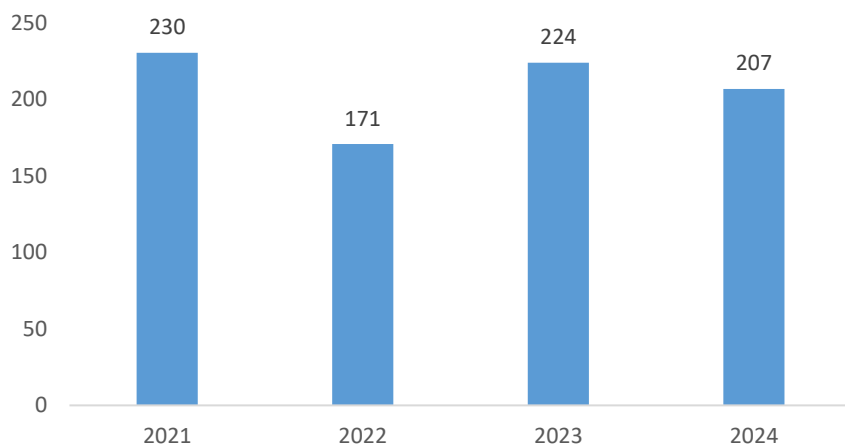
资料来源：公司官网、湘财证券研究所

产品策略上，IP 衍生品实现更高溢价，如剑来、仙逆等联名款表现突出。通过增加晨光高端产品露出，公司九木杂物社的店均价维持稳定，会员复购率也在提升。

除去 2022 年政策影响因素，近两年公司稳步推进每年新设 100 家以上九木杂物社的终端拓展计划，在门店数量快速增加的同时，店均收入还能维持

在相对稳定的水平，体现了公司运营战略的成效。2025 年门店有望突破 850 家，保持每年 100 家左右的扩张节奏，自有品牌占比逐渐提升也有望推动产品毛利进一步走高。

图 7 2021-2024 年九木杂物社店均营收（万元）



资料来源：公司年报、湘财证券研究所

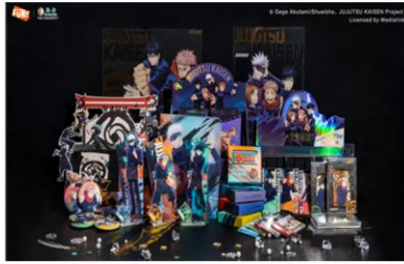
店均收入方面，九木杂物社 2022 年一定程度上受公共卫生政策影响导致收入下降，2023 年基本与 2021 年持平，2024 年小幅下降，公司在快速增设新门店的情况下，店均营收维持了相对稳定而未出现较大下滑，也体现出公司稳健的运营管理能力。

对比营业模式类似的名创优品门店与其旗下的潮玩零售店 TOP TOY，九木杂物社 2024 年门店数量增加 20%，店均销售收入下降 7.6%，名创优品 2024 年国内门店数量增加 11.7%，店均销售收入下降 6.25%，而专注潮玩的 TOP TOY 2024 年门店数量大增 86.49%，店均销售收入下降 11.9%。

九木杂物社运营至今始终面临增收不增利的困境，除去 2023 年短暂盈利外，近几年均处于亏损状态。目前潮玩零售终端出售的多为授权联名 IP，缺乏自有 IP 运营能力，这导致授权费用高企，影响盈利能力。

公司布局了 IP 孵化与运营的奇只好玩，作为晨光文具旗下独立潮玩文创品牌，专注于文创潮玩领域，具有完善的设计开发——生产销售的一条龙商业体系，还能够帮助创作者的创意更好的落地为商业化作品，服务包括 IP 孵化、IP 运营，以品牌联合活动、开发、制造、销售等一站式商业化服务内容。目前已成功推出咒术回战、原神等多个热门 IP 潮玩。

图 8 奇只好玩部分热门二次元潮玩



咒术回战×奇只好玩



原神×奇只好玩



SPICY CANDY×奇只好玩

资料来源：公司官网、湘财证券研究所

通过布局 IP 孵化与运营的奇只好玩与潮玩零售终端九木杂物社，晨光打通了 IP 经济核心产业链的布局，通过自有 IP/授权 IP 运营——潮玩设计开发——生产销售的完整商业体系，可以源源不断的推出新的热门 IP 谷子潮玩，持续推动公司九木杂物社相关业务收入与利润水平走高。

## 4 投资建议

晨光股份已形成“传统业务维稳+科力普增量+九木品牌升级”的三元格局，传统文具业务仍是利润核心来源，2024 年贡献超 60%净利润，书写工具毛利率创 42.1%新高，有效抵消了学生文具需求疲软的影响，九木杂物社终端稳定扩张，IP 产品维持品牌热度。预计公司 2025-2027 年实现营收 274.08/313.44/351.36 亿元，归母净利润 15.74/18.05/20.26 亿元，对应 2025 年 6 月 27 日收盘价，EPS 分别为 1.70/1.95/2.19 元，PE 分别为 17.47/15.24/13.57 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 5 风险提示

(1) 出生率下滑导致学生文具行业需求缩减的风险；(2) 消费疲软压制潮玩业务升级；(3) 文具与潮玩行业竞争加剧的风险。

**附表1 迈普医学财务报表及相应指标 (百万元)**

| 资产负债表    |       |        |       |        | 利润表       |        |        |        |        |
|----------|-------|--------|-------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|          | 2023A | 2024E  | 2025E | 2026E  |           | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 流动资产     | 13558 | 15005  | 16667 | 18345  | 营业收入      | 24228  | 27408  | 31344  | 35136  |
| 货币资金     | 4962  | 5656   | 6420  | 7210   | 营业成本      | 19650  | 22188  | 24929  | 27869  |
| 应收账款     | 3861  | 4367   | 4994  | 5599   | 税金及附加     | 96     | 111    | 125    | 141    |
| 其他应收款    | 238   | 265    | 306   | 342    | 销售费用      | 1738   | 1946   | 2319   | 2635   |
| 预付账款     | 91    | 102    | 115   | 129    | 管理费用      | 982    | 1110   | 1567   | 1757   |
| 存货       | 1546  | 1747   | 1962  | 2193   | 研发费用      | 189    | 274    | 345    | 422    |
| 其他流动资产   | 2860  | 2867   | 2870  | 2873   | 财务费用      | -40    | -91    | -99    | -114   |
| 非流动资产    | 3029  | 2946   | 2815  | 2682   | 营业利润      | 1759   | 1982   | 2270   | 2548   |
| 长期股权投资   | 34    | 34     | 34    | 34     | 营业外收入     | 78     | 78     | 78     | 78     |
| 固定资产     | 1528  | 1374   | 1205  | 1033   | 营业外支出     | 15     | 15     | 15     | 15     |
| 在建工程     | 149   | 199    | 249   | 299    | 利润总额      | 1821   | 2045   | 2333   | 2610   |
| 无形资产     | 432   | 411    | 389   | 367    | 所得税       | 367    | 412    | 469    | 525    |
| 其他非流动资产  | 887   | 929    | 939   | 949    | 净利润       | 1455   | 1633   | 1863   | 2085   |
| 资产总计     | 16587 | 17952  | 19482 | 21027  | 少数股东损益    | 59     | 59     | 59     | 59     |
| 流动负债     | 6740  | 7444   | 8153  | 8807   | 归属母公司净利润  | 1396   | 1574   | 1805   | 2026   |
| 非流动负债    | 411   | 411    | 411   | 411    | EBITDA    | 2272   | 2417   | 2700   | 2964   |
| 负债合计     | 7151  | 7855   | 8564  | 9219   | EPS (元)   | 1.51   | 1.70   | 1.95   | 2.19   |
| 归母公司股东权益 | 8910  | 9511   | 10274 | 11106  | 成长能力      |        |        |        |        |
| 少数股东权益   | 526   | 585    | 644   | 703    | 营业收入同比    | 3.76%  | 13.13% | 14.36% | 12.10% |
| 负债和股东权益  | 16587 | 17952  | 19482 | 21027  | 营业利润同比    | -8.91% | 12.71% | 14.54% | 12.21% |
| 现金流量表    |       |        |       |        | 归母净利润同比   | -8.58% | 12.79% | 14.62% | 12.27% |
| 经营活动现金流  | 2289  | 1968   | 1725  | 2542   | 获利能力      |        |        |        |        |
| 投资活动现金流  | -1575 | -387   | -345  | -345   | 毛利率       | 18.90% | 19.05% | 20.47% | 20.68% |
| 筹资活动现金流  | -699  | -887   | -617  | -1407  | 净利率       | 5.76%  | 5.74%  | 5.76%  | 5.77%  |
| 现金净增加额   | 19    | 694    | 763   | 790    | ROE       | 15.67% | 16.55% | 17.56% | 18.24% |
| 偿债能力     |       |        |       |        | ROIC      | 62.80% | 69.99% | 68.54% | 84.80% |
| 资产负债率    | 43.1% | 43.8%  | 44.0% | 43.8%  | 估值比率      |        |        |        |        |
| 流动比率     | 2.01  | 2.02   | 2.04  | 2.08   | P/E       | 19.70  | 17.47  | 15.24  | 13.57  |
| 速动比率     | 1.78  | 1.78   | 1.80  | 1.83   | P/B       | 3.09   | 2.89   | 2.68   | 2.48   |
| 利息保障倍数   | 62.90 | 125.06 | 97.71 | 109.49 | EV/EBITDA | 9.21   | 8.66   | 7.75   | 7.06   |

资料来源：天软、湘财证券研究所

## 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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**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%以上；

**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。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。