

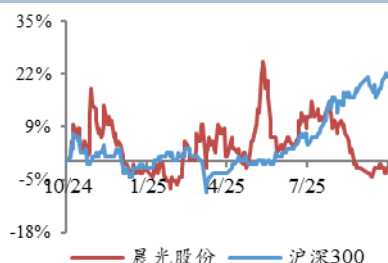
25Q3 业绩环比改善，科力普业务稳步复苏

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-30

收盘价（元）	27.69
近 12 个月最高/最低（元）	36.00/26.76
总股本（百万股）	921
流通股本（百万股）	921
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	255
流通市值（亿元）	255

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

1.25H1 业绩承压，持续推进 IP 文创和品牌出海 2025-08-28

2.25Q1 业绩承压，积极布局 IP 领域 2025-04-29

3.24 年业绩暂时承压，提质增效重回报 2025-03-27

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年第三季度报告

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 173.28 亿元，同比增长 1.25%；实现归母净利润 9.48 亿元，同比增长-7.18%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 65.19 亿元，同比增长 7.52%；实现归母净利润 3.91 亿元，同比增长 0.63%。

● 科力普业务稳步复苏，九木稳健扩张

2025 年前三季度，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 19.91/25.78/23.00/7.29/96.91 亿元，同比-1.52%/-6.51%/-6.84%/+9.26%/+5.83%；毛利率分别为 44.13%/35.57%/26.55%/43.91%/6.78%，同比+2.03/+2.14/+0.49/-0.64/-0.34pct。分业务看，科力普科技集团实现营业收入 96.91 亿元，同比增长 5.83%。晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 11.94 亿元，同比增长 6.85%，其中九木杂物社实现营业收入 11.55 亿元，同比增长 9.22%，截止 2025 年第三季度末，在全国拥有超 870 家零售大店。晨光科技实现营业收入 9.67 亿元，同比增长 9.66%。公司聚焦一体两翼发展战略，一体为聚焦传统核心业务，调结构、扩品类、线上提升、加强 IP 赋能和出海；两翼中科力普业务保持稳健，未来的目标是推动毛利率和净利率的提升；九木杂物社目前的业态已经得到验证，每年的新开店数量继续保持 100 家以上。

● 低毛利业务占比提升，利润率略有下滑

2025 年前三季度公司毛利率为 19.62%，同比-0.16pct；销售/管理/研发/财务费用率为 8.15%/4.21%/0.84%/-0.06%，同比+0.61/-0.01/+0.01/+0.09pct；归母净利率为 5.47%，同比-0.5pct。2025 年第三季度公司毛利率为 19.89%，同比-0.56pct；销售/管理/研发/财务费用率为 8.09%/3.98%/0.76%/0.05%，同比+0.19/-0.09/-0.07/+0.08pct；归母净利率为 6.00%，同比-0.41pct。公司毛利率下降主要系毛利率较低的办公直销业务增速较高所致；财务费用率提升主要系利息收入较去年同期有所减少所致。

● 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 256.37/269.14/281.08 亿元，分别同比增长 5.8%/5%/4.4%；归母净利润分别为 14.19/15.98/17.69 亿元，分别同比增长 1.6%/12.6%/10.7%；EPS 分别为 1.54/1.73/1.92 元，截至 2025 年 10 月 30 日，对应 PE 分别为 17.97/15.96/14.42 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	25637	26914	28108
收入同比（%）	3.8%	5.8%	5.0%	4.4%
归属母公司净利润	1396	1419	1598	1769
净利润同比（%）	-8.6%	1.6%	12.6%	10.7%
毛利率（%）	18.9%	19.0%	19.4%	19.8%
ROE（%）	15.7%	15.2%	16.2%	16.9%
每股收益（元）	1.52	1.54	1.73	1.92
P/E	19.95	17.97	15.96	14.42
P/B	3.14	2.73	2.58	2.43
EV/EBITDA	10.65	8.85	8.00	7.32

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 30 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	14639	15569	16540	营业收入	24228	25637	26914	28108
现金	4962	5409	5625	5669	营业成本	19650	20756	21682	22535
应收账款	3861	3988	4112	4216	营业税金及附加	96	101	108	112
其他应收款	238	256	265	278	销售费用	1738	1936	1992	2052
预付账款	91	94	94	101	管理费用	982	1051	1103	1152
存货	1546	1604	1636	1660	财务费用	-40	-43	-46	-44
其他流动资产	2860	3288	3837	4615	资产减值损失	-13	-10	-10	-10
非流动资产	3029	2915	3023	3073	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	1792	2025	2248
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	1022	1258	1470	营业外支出	15	15	15	15
资产总计	16587	17554	18591	19613	利润总额	1821	1847	2080	2303
流动负债	6740	7196	7594	7921	所得税	367	369	416	461
短期借款	341	395	463	554	净利润	1455	1478	1664	1842
应付账款	5006	5251	5522	5727	少数股东损益	59	59	67	74
其他流动负债	1392	1550	1609	1639	归属母公司净利润	1396	1419	1598	1769
非流动负债	411	435	458	470	EBITDA	2229	2365	2601	2853
长期借款	6	8	11	13	EPS（元）	1.52	1.54	1.73	1.92
其他非流动负债	405	427	448	458	主要财务比率				
负债合计	7151	7630	8052	8391	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	526	585	652	725	成长能力				
股本	924	921	921	921	营业收入	3.8%	5.8%	5.0%	4.4%
资本公积	840	840	840	840	营业利润	-8.9%	1.9%	13.0%	11.0%
留存收益	7146	7577	8127	8735	归属于母公司净利润	-8.6%	1.6%	12.6%	10.7%
归属母公司股东权益	8910	9339	9888	10496	获利能力				
负债和股东权益	16587	17554	18591	19613	毛利率（%）	18.9%	19.0%	19.4%	19.8%
现金流量表					净利率（%）	5.8%	5.5%	5.9%	6.3%
单位:百万元					ROE（%）	15.7%	15.2%	16.2%	16.9%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC（%）	13.1%	13.4%	14.2%	14.7%
经营活动现金流	2289	2066	2235	2353	偿债能力				
净利润	1455	1478	1664	1842	资产负债率（%）	43.1%	43.5%	43.3%	42.8%
折旧摊销	553	560	566	594	净负债比率（%）	75.8%	76.9%	76.4%	74.8%
财务费用	19	31	35	40	流动比率	2.01	2.03	2.05	2.09
投资损失	0	1	2	1	速动比率	1.73	1.76	1.77	1.81
营运资金变动	260	97	77	-15	营运能力				
其他经营现金流	1198	1278	1478	1747	总资产周转率	1.52	1.50	1.49	1.47
投资活动现金流	-1575	-697	-1027	-1211	应收账款周转率	6.51	6.53	6.65	6.75
资本支出	-325	-295	-545	-495	应付账款周转率	3.99	4.05	4.03	4.01
长期投资	-1263	-321	-420	-635	每股指标（元）				
其他投资现金流	13	-81	-62	-81	每股收益	1.52	1.54	1.73	1.92
筹资活动现金流	-699	-934	-991	-1097	每股经营现金流	2.49	2.24	2.43	2.55
短期借款	151	54	68	91	每股净资产	9.64	10.14	10.74	11.40
长期借款	-24	2	3	2	估值比率				
普通股增加	-3	-3	0	0	P/E	19.95	17.97	15.96	14.42
资本公积增加	467	0	0	0	P/B	3.14	2.73	2.58	2.43
其他筹资现金流	-1290	-987	-1062	-1190	EV/EBITDA	10.65	8.85	8.00	7.32
现金净增加额	19	446	216	44					

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 30 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。