

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晨光股份(603899)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

晨光股份：线下零售延续压力，积极探索 IP 产品

2025 年 03 月 26 日

事件：公司发布 2024 年年报。2024 年实现收入 242.48 亿元（同比+3.8%），归母净利润 13.96 亿元（同比-8.6%），扣非归母净利润 12.34 亿元（同比-11.8%）；单 Q4 实现收入 71.14 亿元（同比-5.0%），归母净利润 3.74 亿元（同比-13.5%），扣非归母净利润 3.06 亿元（同比-23.9%）。传统核心产品减量提质，优化产品结构，精品文创持续产品创新提供情绪价值；零售大店延续扩张，提升品牌影响力和市场洞察；科力普积极拓展用户，数字化赋能运营。虽然宏观消费需求不足，但是公司坚持长期主义，坚持产品创新、精益管理和国际市场拓展，核心竞争力保持稳健。

传统核心线下延续压力，优化产品结构，IP 赋能文具。根据我们测算，2024 年公司传统核心业务（总收入-生活馆-科力普）实现收入约 89.18 亿元（同比+2.4%），利润率预计小幅下滑；其中 Q4 收入 20.78 亿元（同比-3.7%）。分品类来看，2024 年书写工具/学生文具/传统办公分别实现收入 24.29/34.71/35.72 亿元（同比+6.9%/+0.1%/+1.7%），其中 Q4 收入同比-2.0%/-1.2%/-3.9%，2024 年毛利率分别为 42.9%/33.9%/27.7%（同比+1.0pct/-0.1pct/持平）。传统核心产品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献。推进全渠道布局，优化零售运营体系。1）大众：持续开发刚需产品，优化产品结构保持竞争力，打造产品梯队阵营。2）精品文创：积极优化产品结构，提高爆款线下上柜率，线上全品类布局，持续产品创新提供情绪价值。3）儿美：开发强功能产品，推动“食品级、易可洗、抗菌”高端化主题产品一盘货。4）办公：产品开发注重流量质价比+差异化创新，推进晨光办公店&办公完美门店开发，推进渠道转型，强化服务赋能。此外公司积极把握年轻人喜好布局 IP 产品，加速文具产品文创化，旗下潮玩品牌奇只好玩快速成长，谷子文具产品市场反馈良好。

科力普收入维持增长，零售大店总数扩张。1）科力普：2024 年实现收入 138.31 亿元（同比+3.9%），净利润 3.22 亿元（同比-19.7%，股权激励摊销费用 0.76 亿元），毛利率为 6.9%（同比-0.2pct）；其中 Q4 收入 46.74 亿元（同比-6.3%）。公司深耕存量客户、扩充增量客户，聚焦办公一站式/MRO 工业品/营销礼品/员工福利四大板块，数字化手段赋能客户，优化全国仓储布局。2）零售大店：2024 年晨光生活馆（含九木杂物社）实现收入 14.79 亿元（同比+10.8%），其中九木杂物社实现收入 14.06 亿元（同比+13.4%），晨光生活馆（含九木杂物社）净利润-0.16 亿元。截至 2024 年末公司拥有 779 家零售大店（较年初+120 家、较 Q3 末持平），其中九木杂物社 741 家（较年初+132 家）、晨光生活馆 38 家（较年初-3 家）。九木杂物社线下渠道持续拓展具备韧性，门店运营及消费者洞察持续提升，增强品牌影响力，会员量级已破千万助力品牌升级。IP 类产品销售占比提升，丰富产品结构吸引年轻消费者。

毛利率同比持平，费用率有所上行。2024 年公司毛利率为 18.9%（同比持

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

平)，消费需求不足、费用率有所上行，2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.2%/4.1%/0.8%/-0.2%（同比+0.5pct/+0.6pct/持平/+0.1pct），归母净利率为 5.8%（同比-0.8pct）。展望未来，伴随公司产品及渠道结构升级，盈利能力有望企稳回升。

现金流相对稳健，营运表现稳定。公司 2024 年产生净经营现金流为 22.89 亿元（同比-3.3 亿元），现金流较为健康。营运能力方面，截至 2024 年末，公司应收账款周转天数为 55 天（同比+5 天），应付账款周转天数 90 天（同比+6 天），存货周转天数 29 天（同比-2 天），营运能力保持稳定。

盈利预测：公司传统业务持续优化创新，科力普及零售小店延续客户&渠道拓展。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 16.1、18.5、21.2 亿元，对应 PE 为 16.7X、14.6X、12.7X。

风险提示：线下客流恢复不及预期、新品推出不及预期、科力普客户拓展不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	23,351	24,228	26,731	29,429	32,327
增长率 YoY %	16.8%	3.8%	10.3%	10.1%	9.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,527	1,396	1,613	1,854	2,123
增长率 YoY%	19.1%	-8.6%	15.6%	14.9%	14.6%
毛利率%	18.9%	18.9%	19.0%	19.1%	19.2%
净资产收益率ROE%	19.5%	15.7%	17.2%	18.5%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.51	1.75	2.01	2.30
市盈率 P/E(倍)	17.67	19.33	16.73	14.56	12.71
市净率 P/B(倍)	3.44	3.03	2.87	2.69	2.51

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 25 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,277	13,558	14,947	16,475	17,882
货币资金	5,239	4,962	5,696	6,460	7,077
应收票据	38	17	30	33	36
应收账款	3,587	3,861	4,064	4,369	4,684
预付账款	73	91	97	107	118
存货	1,578	1,546	1,684	1,820	1,960
其他	1,761	3,081	3,376	3,685	4,007
非流动资产	3,037	3,029	2,886	2,838	2,997
长期股权投资	37	34	34	34	34
固定资产(合计)	1,635	1,528	1,580	1,650	1,732
无形资产	447	432	409	387	367
其他	918	1,036	863	767	865
资产总计	15,314	16,587	17,833	19,312	20,879
流动负债	6,534	6,740	7,414	8,148	8,861
短期借款	190	341	371	401	431
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	4,854	5,006	5,478	6,066	6,641
其他	1,490	1,392	1,565	1,681	1,789
非流动负债	429	411	411	411	411
长期借款	30	6	6	6	6
其他	399	405	405	405	405
负债合计	6,963	7,151	7,825	8,559	9,272
少数股东权益	518	526	620	728	851
归属母公司股东权益	7,833	8,910	9,388	10,025	10,756
负债和股东权益	15,314	16,587	17,833	19,312	20,879

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,351	24,228	26,731	29,429	32,327
同比(%)	16.8%	3.8%	10.3%	10.1%	9.8%
归属母公司净利润	1,527	1,396	1,613	1,854	2,123
同比(%)	19.1%	-8.6%	15.6%	14.9%	14.6%
毛利率(%)	18.9%	18.9%	19.0%	19.1%	19.2%
ROE%	19.5%	15.7%	17.2%	18.5%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.51	1.75	2.01	2.30
P/E	17.67	19.33	16.73	14.56	12.71
P/B	3.44	3.03	2.87	2.69	2.51
EV/EBITDA	12.61	10.65	8.42	7.30	6.59

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,351	24,228	26,731	29,429	32,327
营业成本	18,947	19,650	21,654	23,819	26,130
营业税金及附加	97	96	106	118	128
销售费用	1,550	1,738	1,871	2,001	2,150
管理费用	817	982	1,016	1,104	1,196
研发费用	178	189	219	238	259
财务费用	-55	-40	-65	-76	-86
减值损失合计	12	-13	-14	-16	-18
投资净收益	-4	0	-2	-2	-2
其他	106	158	125	147	171
营业利润	1,931	1,759	2,040	2,352	2,702
营业外收支	49	63	55	55	55
利润总额	1,979	1,821	2,095	2,407	2,757
所得税	336	367	388	445	510
净利润	1,644	1,455	1,707	1,961	2,247
少数股东损益	117	59	94	108	124
归属母公司净利润	1,527	1,396	1,613	1,854	2,123
EBITDA	2,395	2,229	2,621	2,922	3,149
EPS(当年)(元)	1.66	1.52	1.75	2.01	2.30

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,617	2,289	2,455	2,665	2,792
净利润	1,644	1,455	1,707	1,961	2,247
折旧摊销	546	553	592	591	479
财务费用	20	19	9	10	11
投资损失	4	0	2	2	2
营运资金变动	413	260	188	146	102
其它	-10	3	-42	-46	-48
投资活动现金流	30	-1,575	-607	-704	-801
资本支出	-204	-325	-340	-431	-524
长期投资	204	-1,263	-201	-201	-201
其他	30	13	-67	-72	-77
筹资活动现金流	-771	-699	-1,117	-1,196	-1,374
吸收投资	0	507	0	0	0
借款	31	127	30	30	30
支付利息或股息	-470	-767	-1,068	-1,226	-1,404
现金流净增加额	1,880	19	734	764	617

研究团队简介

姜文镒，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，任职团队曾多次上榜新财富最佳分析师，带领团队获 2023 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。