

# 晨光股份（603899）

## 坚持长期主义，积极拥抱 IP

### 公司发布 2024 年年报

2024Q4 公司实现收入 71.14 亿,同比-5.0%;归母净利润 3.74 亿,同比-13.5%;扣非归母净利润 3.06 亿,同比-23.9%;

2024 年,公司实现营业收入 242.28 亿元,同比+3.76%;归母净利润 13.96 亿元,同比-8.58%;扣非归母净利润 12.34 亿,同比-11.8%;扣除股份支付后的归属于上市公司股东的净利润 14.46 亿元,同比-2.81%。

24 年经营承压主要系外部环境复杂性及不确定性上升,市场形势变化,有效需求不足,消费者消费偏好、购买习惯和消费场景持续变化;公司巩固传统核心业务竞争优势,持续发展壮大新业务,并积极拓展国际市场。

24 年公司拟分红 9.2 亿元,分红比例 65.6%,此外 24 年 8 月-25 年 2 月公司回购 1.5 亿元,积极分红+回购维护股东权益。

### 传统业务：聚焦产品力提升，积极拓展 IP 及二次元产品

2024 年公司书写工具/学生文具/办公文具收入 24.29 亿/34.71 亿/35.72 亿,同比 +6.9%/+0.1%/+1.7%, 毛利率为 42.9%/33.9%/27.7%, 同比 +0.99pct/-0.09pct/+0.04pct。

公司坚持产品开发减量提质,提高单款上柜率和销售贡献,此外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,让产品兼具实用&兴趣&情绪价值。公司旗下奇只好玩品牌积极布局“二次元 IP 领域”,开发“谷子加文具”一盘货,2024 年奇只好玩快速成长,与国内外多款经典 IP 合作输出的谷子和文具产品,获得市场的良好反馈。

渠道方面,公司线下聚焦经典畅销一盘货推广,提升重点品类在终端的上柜率,扩大市场份额;线上加强产品线布局及产品力挖掘,开发平台专供款、联合共创款、定制化款等多维度新品,2024 年晨光科技实现营业收入 11.44 亿元,同比增长 33%。

出海方面,公司继续拓展非洲和东南亚,因地制宜开发本地化产品,24 年海外市场收入 10.4 亿,同比+21%,海外业务模式、渠道模式、团队模式、产品模式等不断打磨成型奠定长期发展基础。

### 零售大店：开店节奏延续，重视 IP 类资源投入

2024 年晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 14.79 亿元,同比增长 10%,其中九木杂物社实现营业收入 14.06 亿元,同比增长 13%。截至 2024 年年末,公司在全国拥有 779 家零售大店,其中九木杂物社 741 家,晨光生活馆 38 家（较年初+123/-3 家）。公司致力于优化产品组合、增强会员运营,IP 类（二次元、谷子及周边）产品资源投入和销售占比均有提升,晨光产品和自有品牌占比有所提升。

### 科力普：保持战略定力，积极拓展客户资源

2024 年科力普营业收入 138.31 亿元,同比+4%,净利润 3.2 亿元,同比-19.8%,毛利率 6.94%,同比-0.21pct,公司深耕核心客户,此外新入围部分金融客户,MRO 方面深挖需求,我们预计需求有望稳定增长。

### 盈利能力保持稳健

2024 年公司毛利率为 6.66%,同比-1.12pct;费用表现来看,销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.17%/4.05%/0.78%/-0.16%,同比 +0.53pct/+0.55pct/+0.02pct/+0.07pct;归母净利率为 5.76%,同比-0.78pct,盈利能力稳定,管理费用增加主要系科力普员工股权激励产生股份支付费用。

证券研究报告  
2025 年 03 月 27 日

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 轻工制造/文娱用品 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 31.04 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 923.83      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 923.83      |
| A 股总市值(百万元)   | 28,675.63   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 28,675.63   |
| 每股净资产(元)      | 9.64        |
| 资产负债率(%)      | 43.11       |
| 一年内最高/最低(元)   | 40.09/25.01 |

### 作者

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| 孙海洋                        | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518070004 |     |
| sunhaiyang@tfzq.com        |     |
| 张彤                         | 联系人 |
| zhangtong@tfzq.com         |     |

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《晨光股份-季报点评:结构积极调整》 2024-10-31
- 2 《晨光股份-半年报点评:业务稳健成长,回购彰显信心》 2024-08-30
- 3 《晨光股份-季报点评:业务聚焦优化,大店盈利改善》 2024-04-30

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

根据 24 年业绩情况，考虑当前行业延续 25 年有效需求不足、消费结构变化等因素，我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母净利分别为 15.9 亿/18.0 亿/20.6 亿（25-26 年前值分别为 18.0/21.6 亿），对应 PE 为 18X/16X/14X。

**风险提示：**竞争环境加剧，商场线下客流量下滑，九木及科力普盈利能力提升不及预期，海外市场拓展不及预期等

| 财务数据和估值       | 2023      | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 23,351.30 | 24,228.25 | 27,133.11 | 30,416.99 | 34,162.74 |
| 增长率(%)        | 16.78     | 3.76      | 11.99     | 12.10     | 12.31     |
| EBITDA(百万元)   | 2,193.15  | 2,065.04  | 2,182.62  | 2,436.78  | 2,769.82  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,526.80  | 1,395.84  | 1,594.27  | 1,799.65  | 2,060.78  |
| 增长率(%)        | 19.05     | (8.58)    | 14.22     | 12.88     | 14.51     |
| EPS(元/股)      | 1.65      | 1.51      | 1.73      | 1.95      | 2.23      |
| 市盈率(P/E)      | 18.78     | 20.54     | 17.99     | 15.93     | 13.91     |
| 市净率(P/B)      | 3.66      | 3.22      | 2.81      | 2.47      | 2.15      |
| 市销率(P/S)      | 1.23      | 1.18      | 1.06      | 0.94      | 0.84      |
| EV/EBITDA     | 12.93     | 10.01     | 9.11      | 7.53      | 5.85      |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023             | 2024             | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 5,239.12         | 4,962.22         | 6,407.49         | 7,917.86         | 10,022.97        |
| 应收票据及应收账款        | 3,625.67         | 3,878.06         | 2,436.94         | 5,651.82         | 3,673.47         |
| 预付账款             | 72.86            | 90.74            | 96.88            | 124.87           | 111.55           |
| 存货               | 1,578.09         | 1,545.87         | 1,970.69         | 2,256.64         | 2,314.89         |
| 其他               | 1,760.80         | 3,080.68         | 3,078.02         | 3,246.42         | 3,205.52         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>12,276.54</b> | <b>13,557.56</b> | <b>13,990.02</b> | <b>19,197.61</b> | <b>19,328.40</b> |
| 长期股权投资           | 37.23            | 33.58            | 33.58            | 33.58            | 33.58            |
| 固定资产             | 1,634.65         | 1,527.72         | 1,416.41         | 1,300.11         | 1,178.80         |
| 在建工程             | 95.39            | 148.52           | 148.52           | 148.52           | 148.52           |
| 无形资产             | 447.30           | 432.07           | 429.81           | 407.56           | 385.31           |
| 其他               | 822.85           | 887.34           | 892.23           | 913.07           | 992.88           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>3,037.43</b>  | <b>3,029.22</b>  | <b>2,920.55</b>  | <b>2,802.83</b>  | <b>2,739.09</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>15,313.96</b> | <b>16,586.79</b> | <b>16,910.57</b> | <b>22,000.44</b> | <b>22,067.49</b> |
| 短期借款             | 190.17           | 341.06           | 272.85           | 218.28           | 174.62           |
| 应付票据及应付账款        | 4,854.34         | 5,006.49         | 3,791.87         | 7,268.93         | 5,333.83         |
| 其他               | 1,383.66         | 1,249.09         | 1,589.51         | 1,742.89         | 1,917.77         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>6,428.18</b>  | <b>6,596.63</b>  | <b>5,654.23</b>  | <b>9,230.10</b>  | <b>7,426.23</b>  |
| 长期借款             | 30.03            | 6.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 398.56           | 405.11           | 445.62           | 490.18           | 539.20           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>428.58</b>    | <b>411.11</b>    | <b>445.62</b>    | <b>490.18</b>    | <b>539.20</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>6,962.80</b>  | <b>7,151.09</b>  | <b>6,099.85</b>  | <b>9,720.28</b>  | <b>7,965.43</b>  |
| 少数股东权益           | 517.99           | 525.83           | 592.74           | 671.71           | 771.41           |
| 股本               | 926.60           | 923.83           | 923.83           | 923.83           | 923.83           |
| 资本公积             | 373.09           | 840.32           | 840.32           | 840.32           | 840.32           |
| 留存收益             | 6,751.38         | 7,408.23         | 8,553.83         | 9,894.30         | 11,586.50        |
| 其他               | (217.89)         | (262.52)         | (100.00)         | (50.00)          | (20.00)          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>8,351.16</b>  | <b>9,435.69</b>  | <b>10,810.71</b> | <b>12,280.17</b> | <b>14,102.06</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>15,313.96</b> | <b>16,586.79</b> | <b>16,910.57</b> | <b>22,000.44</b> | <b>22,067.49</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2023            | 2024              | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 1,643.94        | 1,454.73          | 1,594.27        | 1,799.65        | 2,060.78        |
| 折旧摊销           | 303.96          | 296.58            | 233.56          | 238.56          | 243.56          |
| 财务费用           | 20.13           | 18.55             | (1.66)          | (6.46)          | (13.94)         |
| 投资损失           | 3.93            | 0.36              | 1.34            | 1.88            | 1.19            |
| 营运资金变动         | 504.02          | 11.15             | 85.84           | (13.12)         | 203.24          |
| 其它             | 140.61          | 507.96            | 93.11           | 106.03          | 121.41          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,616.60</b> | <b>2,289.34</b>   | <b>2,006.45</b> | <b>2,126.53</b> | <b>2,616.26</b> |
| 资本支出           | 140.50          | 155.90            | 79.49           | 55.44           | 50.98           |
| 长期投资           | (2.49)          | (3.65)            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (107.89)        | (1,727.09)        | (201.16)        | (157.26)        | (152.10)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>30.12</b>    | <b>(1,574.84)</b> | <b>(121.67)</b> | <b>(101.82)</b> | <b>(101.12)</b> |
| 债权融资           | 117.19          | 148.92            | (127.15)        | (78.11)         | (49.72)         |
| 股权融资           | (819.91)        | 419.83            | (312.36)        | (436.23)        | (360.31)        |
| 其他             | (68.41)         | (1,267.32)        | 0.00            | 0.00            | (0.00)          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(771.12)</b> | <b>(698.57)</b>   | <b>(439.51)</b> | <b>(514.34)</b> | <b>(410.02)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,875.59</b> | <b>15.93</b>      | <b>1,445.27</b> | <b>1,510.37</b> | <b>2,105.11</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023             | 2024             | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>23,351.30</b> | <b>24,228.25</b> | <b>27,133.11</b> | <b>30,416.99</b> | <b>34,162.74</b> |
| 营业成本             | 18,946.90        | 19,649.75        | 22,007.75        | 24,701.52        | 27,749.55        |
| 营业税金及附加          | 96.77            | 95.65            | 107.38           | 120.37           | 135.19           |
| 销售费用             | 1,550.24         | 1,738.04         | 1,845.05         | 2,059.23         | 2,305.99         |
| 管理费用             | 817.24           | 981.80           | 1,031.06         | 1,125.43         | 1,229.86         |
| 研发费用             | 177.53           | 189.15           | 198.07           | 212.92           | 222.06           |
| 财务费用             | (54.68)          | (39.62)          | (1.66)           | (6.46)           | (13.94)          |
| 资产/信用减值损失        | (10.09)          | (41.29)          | (20.95)          | (24.11)          | (28.78)          |
| 公允价值变动收益         | 27.19            | 54.36            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | (3.93)           | (0.36)           | (1.34)           | (1.88)           | (1.19)           |
| 其他               | (126.49)         | (157.84)         | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,930.61</b>  | <b>1,758.62</b>  | <b>1,923.17</b>  | <b>2,177.99</b>  | <b>2,504.06</b>  |
| 营业外收入            | 59.66            | 78.13            | 76.12            | 77.13            | 76.62            |
| 营业外支出            | 10.80            | 15.49            | 14.14            | 13.14            | 13.40            |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,979.47</b>  | <b>1,821.26</b>  | <b>1,985.15</b>  | <b>2,241.98</b>  | <b>2,567.29</b>  |
| 所得税              | 335.53           | 366.52           | 297.77           | 336.30           | 385.09           |
| <b>净利润</b>       | <b>1,643.94</b>  | <b>1,454.73</b>  | <b>1,687.38</b>  | <b>1,905.68</b>  | <b>2,182.20</b>  |
| 少数股东损益           | 117.14           | 58.89            | 93.11            | 106.03           | 121.41           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,526.80</b>  | <b>1,395.84</b>  | <b>1,594.27</b>  | <b>1,799.65</b>  | <b>2,060.78</b>  |
| 每股收益（元）          | 1.65             | 1.51             | 1.73             | 1.95             | 2.23             |

| 主要财务比率         | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 16.78%  | 3.76%   | 11.99%  | 12.10%  | 12.31%  |
| 营业利润           | 20.03%  | -8.91%  | 9.36%   | 13.25%  | 14.97%  |
| 归属于母公司净利润      | 19.05%  | -8.58%  | 14.22%  | 12.88%  | 14.51%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 18.86%  | 18.90%  | 18.89%  | 18.79%  | 18.77%  |
| 净利率            | 6.54%   | 5.76%   | 5.88%   | 5.92%   | 6.03%   |
| ROE            | 19.49%  | 15.67%  | 15.60%  | 15.50%  | 15.46%  |
| ROIC           | 79.79%  | 98.69%  | 100.12% | 129.34% | 165.26% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 45.47%  | 43.11%  | 36.07%  | 44.18%  | 36.10%  |
| 净负债率           | -57.44% | -46.74% | -55.36% | -61.72% | -69.13% |
| 流动比率           | 1.88    | 2.01    | 2.47    | 2.08    | 2.60    |
| 速动比率           | 1.64    | 1.78    | 2.13    | 1.84    | 2.29    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 7.06    | 6.46    | 8.59    | 7.52    | 7.33    |
| 存货周转率          | 14.58   | 15.51   | 15.43   | 14.39   | 14.95   |
| 总资产周转率         | 1.65    | 1.52    | 1.62    | 1.56    | 1.55    |
| <b>每股指标（元）</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 1.65    | 1.51    | 1.73    | 1.95    | 2.23    |
| 每股经营现金流        | 2.83    | 2.48    | 2.17    | 2.30    | 2.83    |
| 每股净资产          | 8.48    | 9.64    | 11.06   | 12.57   | 14.43   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 18.78   | 20.54   | 17.99   | 15.93   | 13.91   |
| 市净率            | 3.66    | 3.22    | 2.81    | 2.47    | 2.15    |
| EV/EBITDA      | 12.93   | 10.01   | 9.11    | 7.53    | 5.85    |
| EV/EBIT        | 14.53   | 11.29   | 10.20   | 8.35    | 6.41    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |                                          | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |