

Q1 线上表现较好，科力普后续有望回升

晨光股份(603899)

评级:	买入	股票代码:	603899
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	40.09/25.01
目标价格:		总市值(亿)	289.34
最新收盘价:	31.32	自由流通市值(亿)	289.34
		自由流通股数(百万)	923.83

事件概述

晨光股份发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现收入 52.45 亿元，同比-4.39%；实现归母净利 3.18 亿元，同比-16.23%；扣非归母净利 2.81 亿元，同比-14.16%。

分析判断：

► 按渠道分拆：九木持续拓店，晨光科技表现较好，科力普后续有望回升

整体来看，Q1 公司业绩出现下滑，主要是受科力普拖累，传统核心业务面临一定压力，但线上晨光科技表现较好，具体分渠道看：

1) 晨光科力普：2025Q1 晨光科力普实现营收 27.90 亿元，同比减少 5.32%，我们预计是客户恢复下单存在递延所致，看好后续订单的恢复。

2) 零售大店：2024 年晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 4.01 亿元，同比增长 8.03%；其中九木杂物社实现收入 3.88 亿元，同比增长 11.37%。结合公司 2024 年报信息九木杂物社以会员为中心，建立完整高效的会员经营体系，会员量级已破千万。IP 类（二次元、谷子及周边衍生品）产品资源投入和销售占比均有所提升，进一步丰富产品结构，提升品牌的市场吸引力，吸引更多年轻消费者。截至 2025 一季度末公司在全国拥有 792 家零售大店，其中九木杂物社 752 家，晨光生活馆 40 家。

3) 晨光科技：2025Q1 晨光科技实现收入 3.08 亿元，同比增长 24.57%，晨光科技保持高速发展。结合公司 2024 年报信息关于晨光科技业务公司加速新渠道业务发展，积极推动线上业务，线上直销模式与分销模式互相协同，加强线上品类的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，满足各平台差异化消费需求。

► 按产品分拆：学生文具与办公直销（科力普）压力相对较大，期待后续改善

2025Q1 公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销销售额分别为 5.64、8.03、8.49、2.26、27.90 亿元，同比分别为-0.07%、-5.99%、-5.6%、+8.45%、-5.32%；毛利率分别为 43.78%、35.63%、28.48%、45.92%、7.08%，同比分别-0.05pct、+0.95pct、+1.02pct、-0.02pct、-0.14pct，毛利率整体稳中有升。传统业务学生文具收入增速放缓，我们预计主要受外部环境以及产品结构影响的拖累。

► 盈利能力：受费用影响，小幅回落

期间费用方面，2025Q1 公司期间费用率同比+1.42pct 至 13.39%，销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.75pct/+0.53pct/+0.07pct/+0.08pct 至 8.15%/4.47%/-0.19%/0.96%，费用率有所增加。

盈利能力方面，2025Q1 公司毛利率、净利率分别+0.49 pct、-1.08pct 至 20.65%、6.28%。

► 公司基本盘依然牢固，中长期一体两翼持续发力

晨光积极加大变革，加快新模式推广，积极探索海外市场。中长期来看，公司一体两翼持续发力，文具龙头不断向文创巨头迈进，其中，传统业务从“增量”到“提质”，渠道优化提升效率，高端化持续推进优化结构，盈利能力有望提升；科力普客户数量不断增加，规模效应发挥，净利率仍有提升空间，有望进入利润收获期；新零售渠道模式成熟，加盟开店提速，目前已经开始贡献业绩；海外市场加速探索，因地制宜推广业务模式。

投资建议

我们认为晨光传统业务产品与渠道升级带来量价提升空间，新业务正在迈入收获期，公司由文具龙头逐渐向文创巨头持续转型升级，迈向世界级晨光，我们看好其发展前景。我们维持盈利预测，预计 25-27 年营收分别为 270.14/297.16/326.88 亿元，预计 25-27 年归母净利润分别为 15.64/17.23/18.97 亿元，25-27 年 EPS 分别为 1.69/1.87/2.06 元，对应 2025 年 4 月 28 日 31.32 元/股收盘价，PE 分别为 18/17/15 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

传统文具需求大幅下滑风险；新业务不及预期风险；新品推广不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23,351	24,228	27,014	29,716	32,688
YoY (%)	16.8%	3.8%	11.5%	10.0%	10.0%
归母净利润(百万元)	1,527	1,396	1,564	1,723	1,897
YoY (%)	19.1%	-8.6%	12.0%	10.2%	10.1%
毛利率 (%)	18.9%	18.9%	18.7%	18.7%	18.7%
每股收益 (元)	1.66	1.52	1.69	1.87	2.06
ROE	19.5%	15.7%	14.9%	14.1%	13.5%
市盈率	18.89	20.66	18.49	16.78	15.24

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,228	27,014	29,716	32,688	净利润	1,455	1,580	1,741	1,917
YoY (%)	3.8%	11.5%	10.0%	10.0%	折旧和摊销	553	185	191	197
营业成本	19,650	21,968	24,159	26,564	营运资金变动	260	55	-1,200	-812
营业税金及附加	96	100	110	121	经营活动现金流	2,289	1,781	693	1,263
销售费用	1,738	1,972	2,169	2,386	资本开支	-325	-35	-35	-35
管理费用	982	1,081	1,189	1,308	投资	-1,263	0	0	0
财务费用	-40	-9	-10	-3	投资活动现金流	-1,575	-35	-35	-35
研发费用	189	203	223	245	股权募资	507	0	0	0
资产减值损失	-13	0	0	0	债务募资	131	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-699	-26	-25	-25
营业利润	1,759	1,862	2,055	2,263	现金净流量	19	1,720	633	1,202
营业外收支	63	65	65	65					
利润总额	1,821	1,927	2,120	2,328	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	367	347	379	412	成长能力				
净利润	1,455	1,580	1,741	1,917	营业收入增长率	3.8%	11.5%	10.0%	10.0%
归属于母公司净利润	1,396	1,564	1,723	1,897	净利润增长率	-8.6%	12.0%	10.2%	10.1%
YoY (%)	-8.6%	12.0%	10.2%	10.1%	盈利能力				
每股收益	1.52	1.69	1.87	2.06	毛利率	18.9%	18.7%	18.7%	18.7%
					净利率	6.0%	5.8%	5.9%	5.9%
					总资产收益率 ROA	8.4%	8.4%	8.7%	8.9%
					净资产收益率 ROE	15.7%	14.9%	14.1%	13.5%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	4,962	6,682	7,315	8,517	流动比率	2.01	2.18	2.58	2.95
预付款项	91	210	224	237	速动比率	1.77	1.75	2.08	2.38
存货	1,546	2,857	3,035	3,327	现金比率	0.74	0.93	1.12	1.34
其他流动资产	6,959	5,947	6,277	6,583	资产负债率	43.1%	40.9%	35.3%	31.5%
流动资产合计	13,558	15,696	16,851	18,664	经营效率				
长期股权投资	34	34	34	34	总资产周转率	1.46	1.45	1.51	1.53
固定资产	1,528	1,457	1,379	1,294	每股指标 (元)				
无形资产	432	432	432	432	每股收益	1.52	1.69	1.87	2.06
非流动资产合计	3,029	2,944	2,853	2,755	每股净资产	9.64	11.35	13.21	15.27
资产合计	16,587	18,640	19,703	21,420	每股经营现金流	2.48	1.93	0.75	1.37
短期借款	341	341	341	341	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	5,006	4,213	3,309	2,911	估值分析				
其他流动负债	1,392	2,660	2,886	3,084	PE	20.66	18.49	16.78	15.24
流动负债合计	6,740	7,214	6,536	6,336	PB	3.14	2.76	2.37	2.05
长期借款	6	6	6	6					
其他长期负债	405	405	405	405					
非流动负债合计	411	411	411	411					
负债合计	7,151	7,625	6,947	6,747					
股本	924	923	923	923					
少数股东权益	526	542	560	580					
股东权益合计	9,436	11,015	12,756	14,673					
负债和股东权益合计	16,587	18,640	19,703	21,420					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。