

晨光股份 (603899.SH)

强烈推荐 (维持)

Q1 业绩短期承压，线上维持较好增长趋势

25Q1 公司业绩短期承压，不同业务间表现分化，传统业务及科力普有待恢复，晨光科技延续较快增长。公司积极布局 IP 与二次元周边产品，构筑更强成长动能。我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 270.93/300.09/332.02 亿元，归母净利润分别为 15.98/17.93/20.11 亿元，对应 PE 为 17.0 /15.2/13.5x，维持“强烈推荐”评级。

□ 25Q1 业绩短期承压：25Q1 公司实现营业收入 52.45 亿元/同比-4.39%，归母净利润 3.18 亿元/同比-16.23%，扣非归母净利润 2.81 亿元/同比-14.16%。

□ 不同业务间表现分化，传统业务及科力普短期承压，晨光科技延续较快增长：

1) 25Q1 公司传统核心业务（不含科技）收入 17.47 亿元/同比-9.08%，传统核心业务渠道信心有待恢复。

2) 科力普营业收入 27.90 亿元/同比-5.32%，或受客户招标节奏影响增速承压，但公司军工、电力等领域的业务版图拓展或为新订单蓄力，后续季度有望释放增量。

3) 零售大店实现营业收入 4.01 亿元/同比+8.03%，其中九木杂物社实现营业收入 3.88 亿元/同比+11.37%。25Q1 末，零售大店门店 792 家/较 24 年末净增 13 家，其中九木杂物社 752 家/较 24 年末净增 11 家。

4) 晨光科技 3.08 亿元/同比+24.57%，公司通过数字化手段在多元渠道精准投放，并依托天猫、抖音等平台开发专供款及定制化产品驱动增长，晨光科技延续高增态势。

□ 毛利率稳中有升，期间费用率影响净利率略有小幅回落。25Q1 公司毛利率/净利率分别为 20.65%/6.28%，分别同比变动+0.49/-1.08pct，毛利率稳中有升但净利率承压，25Q1 公司期间费用率为 13.39%/同比+1.42pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.15/4.47/0.96/-0.19%，同比分别 +0.74/+0.53/+0.08/+0.07pct。

□ 积极布局 IP 与二次元周边产品，构筑更强成长动能。公司聚焦文具文创化升级，加速布局 IP 与二次元衍生品，通过自主孵化奇只好玩潮玩品牌及联动国内外热门 IP 打造差异化产品矩阵，强化产品的情绪价值属性，丰富产品选择面，顺应当下年轻学生群体消费倾向，为文具文创产品销售增长构筑更强动能。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。公司凭借庞大零售终端网络与晨光品牌效应，构筑深厚的护城河、基本盘稳固，并积极布局 IP 文创领域，后续业绩恢复可期。我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 270.93/300.09/332.02 亿元，归母净利润分别为 15.98/17.93/20.11 亿元，对应 PE 为 17.0 /15.2/13.5x，维持“强烈推荐”评级

□ 风险提示：行业竞争加剧、新品动销不及预期、终端需求疲弱、海外拓展不及预期、新业务拓展不及预期

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

当前股价：29.42 元

基础数据

总股本（百万股）	924
已上市流通股（百万股）	924
总市值（十亿元）	27.2
流通市值（十亿元）	27.2
每股净资产（MRQ）	10.0
ROE（TTM）	14.5
资产负债率	38.5%
主要股东	晨光控股(集团)有限公司
主要股东持股比例	58.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	1	-15
相对表现	-1	4	-19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《晨光股份 (603899) 一线上及海外业务表现亮眼，提高分红回馈股东》 2025-03-28
- 《晨光股份 (603899) 一24H1 业绩点评：传统核心业务稳中求进，新业务持续拓展》 2024-08-30
- 《晨光股份 (603899) 一传统业务回暖，九木杂物社驱动业绩增长》 2024-04-04

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	23351	24228	27093	30009	33202

同比增长	17%	4%	11.8%	10.8%	10.6%
营业利润(百万元)	1931	1759	2029	2284	2567
同比增长	20%	-9%	15.4%	12.5%	12.4%
归母净利润(百万元)	1527	1396	1598	1793	2011
同比增长	19%	-9%	14.5%	12.2%	12.2%
每股收益(元)	1.65	1.51	1.73	1.94	2.18
PE	17.8	19.5	17.0	15.2	13.5
PB	3.5	3.1	2.8	2.6	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12277	13558	14538	16367	18372
现金	5239	4962	5230	6339	7554
交易性投资	1403	2569	2569	2569	2569
应收票据	38	17	19	22	24
应收款项	3587	3861	4317	4782	5291
其它应收款	226	238	266	295	326
存货	1578	1546	1728	1910	2110
其他	205	364	407	451	498
非流动资产	3037	3029	2864	2721	2596
长期股权投资	37	34	34	34	34
固定资产	1635	1528	1435	1354	1284
无形资产商誉	511	496	446	401	361
其他	855	972	950	932	917
资产总计	15314	16587	17402	19088	20968
流动负债	6534	6740	6813	7430	8110
短期借款	190	341	0	0	0
应付账款	4854	5006	5597	6185	6834
预收账款	106	143	160	177	196
其他	1384	1249	1056	1068	1081
长期负债	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	6963	7151	7225	7841	8522
股本	927	924	924	924	924
资本公积金	156	589	589	589	589
留存收益	6750	7397	8071	9065	10180
少数股东权益	518	526	593	669	754
归属于母公司所有者权益	7833	8910	9584	10578	11693
负债及权益合计	15314	16587	17402	19088	20968

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2617	2289	1669	1836	2015
净利润	1644	1455	1666	1869	2096
折旧摊销	304	297	272	250	231
财务费用	20	19	(44)	(49)	(54)
投资收益	4	0	(131)	(129)	(149)
营运资金变动	636	509	(93)	(104)	(110)
其它	8	10	0	0	0
投资活动现金流	30	(1575)	25	23	42
资本支出	(208)	(329)	(107)	(107)	(107)
其他投资	239	(1246)	131	129	149
筹资活动现金流	(771)	(699)	(1425)	(750)	(842)
借款变动	(309)	(429)	(546)	0	0
普通股增加	(0)	(3)	0	0	0
资本公积增加	(80)	433	0	0	0
股利分配	(463)	(741)	(924)	(799)	(896)
其他	82	41	44	49	54
现金净增加额	1876	16	268	1109	1215

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23351	24228	27093	30009	33202
营业成本	18947	19650	21968	24274	26823
营业税金及附加	97	96	107	118	131
营业费用	1550	1738	1897	2071	2291
管理费用	817	982	1057	1140	1262
研发费用	178	189	212	300	332
财务费用	(55)	(40)	(44)	(49)	(54)
资产减值损失	(6)	(41)	0	0	0
公允价值变动收益	27	54	38	40	44
其他收益	97	132	95	91	106
投资收益	(4)	(0)	(1)	(2)	(1)
营业利润	1931	1759	2029	2284	2567
营业外收入	60	78	69	69	72
营业外支出	11	15	13	13	14
利润总额	1979	1821	2085	2340	2625
所得税	336	367	420	471	528
少数股东损益	117	59	67	76	85
归属于母公司净利润	1527	1396	1598	1793	2011

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	17%	4%	11.8%	10.8%	10.6%
营业利润	20%	-9%	15.4%	12.5%	12.4%
归母净利润	19%	-9%	14.5%	12.2%	12.2%
获利能力					
毛利率	18.9%	18.9%	18.9%	19.1%	19.2%
净利率	6.5%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%
ROE	20.8%	16.7%	17.3%	17.8%	18.1%
ROIC	19.0%	14.6%	15.7%	16.7%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	45.5%	43.1%	41.5%	41.1%	40.6%
净负债比率	2.9%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
速动比率	1.6	1.8	1.9	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7
存货周转率	11.8	12.6	13.4	13.3	13.3
应收账款周转率	7.1	6.5	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	4.3	4.0	4.1	4.1	4.1
每股资料(元)					
EPS	1.65	1.51	1.73	1.94	2.18
每股经营净现金	2.83	2.48	1.81	1.99	2.18
每股净资产	8.48	9.64	10.37	11.45	12.66
每股股利	0.80	1.00	0.86	0.97	1.09
估值比率					
PE	17.8	19.5	17.0	15.2	13.5
PB	3.5	3.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	14.7	16.0	13.7	12.4	11.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。