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

姜文镪　新消费行业首席分析师
执业编号：S1500524120004
邮　　箱：
jiangwenqiang@cindasc.com

相关研究

晨光股份：线下零售延续压力，积极探索 IP 产品

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：25Q1 弱势平稳，积极调整货品结构，中期稳健增长可期

2025 年 05 月 05 日

事件：公司发布 25Q1 业绩。25Q1 公司实现收入 52.45 亿元（同比-4.4%），归母净利润 3.18 亿元（同比-16.2%），扣非归母净利润 2.81 亿元（同比-14.2%）。25Q1 增速承压，我们预计主要系科力普上年同期高基数+季节性波动影响，叠加宏观需求延续平稳偏弱、导致传统核心业务回暖不明显。我们预计伴随宏观经济回暖，公司收入、利润有望重回稳健增长通道。

传统核心短期承压，产品矩阵有望焕活。根据我们测算，25Q1 公司传统核心业务（总收入-生活馆-科力普）实现收入约 20.54 亿元（同比-5.2%）；分品类来看，书写工具/学生文具/传统办公分别实现收入 5.64/8.03/8.49 亿元（同比-0.1%/-6.0%/-5.6%），毛利率分别为 43.8%/35.6%/28.5%（同比-0.1/+1.0/+1.0pct）。公司以爆款思路开发产品，通过内部自主 IP 孵化+与外部知名 IP 合作创新产品结构、提升产品力；积极布局 IP 与二次元产品，加速文具产品文创化，让产品兼具实用价值、兴趣价值和情绪价值；奇只好玩作为公司旗下独立潮玩品牌，以自主 IP 孵化、IP 运营、品牌联合开发、潮玩衍生为核心经营模式，伴随公司新拓品类逐步推出，有望成为公司新增长点。

杂物社结构升级，科力普乌云渐散。1）科力普：25Q1 收入 27.90 亿元（同比-5.3%），毛利率 7.1%（同比-0.2pct）、盈利能力基本保持稳定。伴随下游招标陆续恢复正常，同时公司持续推进自有产品发展及客户结构优化，我们预计科力普业务有望恢复稳健增长、并稳步提升盈利能力。2）杂物社：25Q1 生活馆（含九木杂物社）收入 4.01 亿元（同比+8.0%），其中九木杂物社收入 3.88 亿元（同比+11.5%）；截至 25Q1 末九木杂物社门店数 752 家（年初至今+11 家）、晨光生活馆 40 家（年初至今+2 家），保持每年 100 家以上的新开店计划。25 年九木杂物社将加强 IP 类产品资源投入并提升自有品牌占比，丰富产品结构，提升单店业务能力、打造多种店型以适应不同市场需求；目前杂物社会员已破千万，后续有望通过会员运营实现复购率及连带率提升，担任好晨光品牌升级的“桥头堡”角色。

盈利能力保持平稳，费用投放循序渐进。公司 25Q1 毛利率/归母净利率分别为 20.7%/6.3%（同比+0.5/-1.1pct），销售/管理/研发费用率分别为 8.2%/4.5%/1.0%（同比+0.7/+0.5/+0.1pct），整体投放保持平稳。截至 25Q1 末，公司存货/应收/应付账款周转天数分别为 33/67/98 天（同比+2/+8/+8 天），经营性现金流净额为 1.12 亿元（同比+0.4 亿元），基本保持平稳。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 15.2、16.6、18.2 亿元，对应 PE 为 18X、16X、15X。

风险因素：线下客流恢复不及预期，新品推出不及预期，科力普客户修复不

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	25,484	27,555	29,794
增长率 YoY %	16.8%	3.8%	5.2%	8.1%	8.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,527	1,396	1,523	1,664	1,820
增长率 YoY%	19.1%	-8.6%	9.1%	9.2%	9.4%
毛利率%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
净资产收益率ROE%	19.5%	15.7%	16.3%	16.8%	17.2%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.51	1.65	1.80	1.97
市盈率 P/E(倍)	17.80	19.47	17.84	16.34	14.93
市净率 P/B(倍)	3.47	3.05	2.90	2.74	2.57

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 30 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	14,603	15,901	17,033
货币资金	5,239	4,962	5,639	6,309	6,788
应收票据	38	17	28	31	33
应收账款	3,587	3,861	3,873	4,088	4,311
预付账款	73	91	93	101	109
存货	1,578	1,546	1,608	1,707	1,812
其他	1,761	3,081	3,362	3,665	3,979
非流动资产	3,037	3,029	2,886	2,838	2,997
长期股权投	37	34	34	34	34
固定资产(合	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	17,489	18,738	20,030
流动负债	6,534	6,740	7,106	7,687	8,247
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	5,229	5,691	6,141
其他	1,490	1,392	1,506	1,595	1,675
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	7,518	8,098	8,658
少数股东权益	518	526	614	711	817
归属母公司	7,833	8,910	9,357	9,929	10,555
负债和股东权益	15,314	16,587	17,489	18,738	20,030

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	25,484	27,555	29,794
同比(%)	16.8%	3.8%	5.2%	8.1%	8.1%
归属母公司净利润	1,527	1,396	1,523	1,664	1,820
同比(%)	19.1%	-8.6%	9.1%	9.2%	9.4%
毛利率(%)	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
ROE%	19.5%	15.7%	16.3%	16.8%	17.2%
EPS (摊薄)(元)	1.65	1.51	1.65	1.80	1.97
P/E	17.80	19.47	17.84	16.34	14.93
P/B	3.47	3.05	2.90	2.74	2.57
EV/EBITDA	12.61	10.65	8.91	8.10	7.70

利润表					单位:百万元
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,35	24,228	25,484	27,555	29,794
营业成本	18,94	19,650	20,668	22,348	24,164
营业税金及	97	96	101	111	118
销售费用	1,550	1,738	1,784	1,929	2,086
管理费用	817	982	968	1,033	1,102
研发费用	178	189	209	223	238
财务费用	-55	-40	-65	-75	-84
减值损失合	12	-13	-14	-16	-18
投资净收益	-4	0	-1	-2	-2
其他	106	158	119	138	159
营业利润	1,931	1,759	1,923	2,105	2,309
营业外收支	49	63	55	55	55
利润总额	1,979	1,821	1,978	2,160	2,364
所得税	336	367	366	400	437
净利润	1,644	1,455	1,612	1,761	1,926
少数股东损	117	59	89	97	106
归属母公司	1,527	1,396	1,523	1,664	1,820
EBITDA	2,395	2,229	2,504	2,676	2,758
EPS (当	1.66	1.52	1.65	1.80	1.97

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,617	2,289	2,339	2,446	2,456
净利润	1,644	1,455	1,612	1,761	1,926
折旧摊销	546	553	592	591	479
财务费用	20	19	9	10	11
投资损失	4	0	1	2	2
营运资金变	413	260	167	128	87
其它	-10	3	-42	-46	-48
投资活动现	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	-66	-72	-77
筹资活动现	-771	-699	-1,058	-1,071	-1,175
吸收投资	0	507	0	0	0
借款	31	127	30	30	30
支付利息或	-470	-767	-1,009	-1,101	-1,205
现金流净增加额	1,880	19	677	670	479

研究团队简介

姜文镪，信达证券研究开发中心所长助理，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，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 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，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

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。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

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。