

晨光股份 (603899)

——2025 年一季报点评:外部环境扰动 25Q1 略有承压, IP 引入、产品变化有望逐季改善

报告原因: 有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据: 2025 年 04 月 30 日

收盘价 (元) 29.42
一年内最高/最低 (元) 40.09/25.01
市净率 3.0
股息率 (分红/股价) 2.72
流通 A 股市值 (百万元) 27,179
上证指数/深证成指 3,279.03/9,899.82

注: “股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元) 9.95
资产负债率% 38.48
总股本/流通 A 股 (百万) 924/924
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《晨光股份 (603899) 点评: 2024 年年报点评: 2024 年稳定健康发展, 2025 年 IP 赋能、尝试品类边界拓展》2025/03/29
《晨光股份 (603899) 点评: 2024 年三季报点评: 外部压力阶段性增加, 产品、渠道端持续发力, 中长期品牌出海空间广阔》2024/11/04

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

联系人

黄莎
(8621)23297818x
huangsha@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **公司发布 2025 年一季报, 25Q1 利润率高基数表现承压, 期待后续逐季改善:** 公司 25Q1 年实现收入 52.45 亿元, 同比-4.39%; 实现归母净利润 3.18 亿元, 同比-16.23%; 实现扣非归母净利润 2.81 亿元, 同比-14.16%。
- **传统核心线上延续高增, 线下渠道加强赋能、精耕细作, 积极推进自有品牌出海。** 25Q1 传统核心业务 (不含科技) 收入为 17.47 亿元, 同比-9.1%; 25Q1 晨光科技收入为 3.08 亿元, 同比+24.6%; 25Q1 传统+科技收入为 20.54 亿元, 同比-5.2%。公司积极推动线上业务, 线上产品线布局加强, 满足各平台差异化消费需求, 持续推进拼多多、抖音、快手等新渠道业务, 线上保持份额提升, 延续高增。线下战略延续, 聚焦重点终端, 着重单店质量提升, 结合公司重点品类、聚焦经典畅销一盘货推广, 进一步强化产品力, 通过强功能性单品、多样化 IP 联名等增强产品吸引力。公司持续进行海外市场的发展, 因地制宜地开发本地化产品, 推动非洲、东南亚等区域渠道建设, 25Q1 海外延续较好增长。
- **传统核心产品思路延续调结构+扩品类, 线上渠道费用投放对整体盈利略有影响。** 25Q1 书写工具/学生文具/办公文具收入分别为 5.64/8.03/8.49 亿元, 同比-0.1%/-6%/-5.6%。25Q1 书写工具/学生文具/办公文具毛利率分别为 43.8%/35.6%/28.5%, 分别同比-0.1pct/+1.0pct/+1.0pct。公司通过新品开发, 提升功能品质、结合 IP, 产品力持续提升对抗外部环境波动, 25Q1 传统核心业务毛利率保持稳健。由于线上渠道增速更快, 线上保持费用投放, 因此对传统核心业务盈利能力略有影响。
- **零售小店: 九木杂物社维持稳健开店, 持续加强选品和单店运营。** 25Q1 零售小店业务收入 4.01 亿元, 同比+8%; 其中九木杂物社收入 3.88 亿元, 同比+11.4%。截至 25Q1 末公司共拥有零售小店 792 家; 其中九木 752 家, 较 2024 年末净增加 11 家。九木杂物社维持稳健开店, 公司继续加强门店在产品组合、精细化运营能力; 建立完整高效的会员经营体系, 会员量级已破千万。后续预计九木杂物社将进一步丰富产品结构, 拓展 IP 类 (二次元、谷子及周边衍生品) 产品, 吸引更多年轻消费者; 晨光产品和自有品牌的占比提升, 进一步提升竞争门槛。
- **科力普: 外部扰动仍然存在, 主动订单筛选, 短期增速放缓。** 25Q1 科力普业务收入 27.90 亿元, 同比-5.3%。外部扰动仍然存在, 同时公司主动订单筛选, 控制应收风险, 实现有质量的收入稳健增长。科力普持续深挖存量和新客户, 聚焦办公、MRO、营销礼品和员工福利四大板块拓展, 伴随后期业务流程逐步正常化, 科力普收入增速有望提速。
- **25Q1 毛利率基本稳定, 传统核心多渠道发展、零售小店、科力普各项业务发展投入阶段性影响费用率。** 25Q1 毛利率为 20.7%, 同比+0.49pct, 主要业务毛利率保持较为稳定。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.2%/4.5%/1%/-0.2%, 分别同比+0.75%/+0.53%/+0.08%/+0.07pct。公司销售费用主要受各项业务发展投入影响, 阶段性费用率有所提升, 铺垫中长期发展。25Q1 净利率为 6.3%, 同比-1.08pct。
- **2024 年分红率延续提升, 现金分红 66%, 分红+回购比例 73%。** 一体两翼战略推进, 传统核心业务国内市场产品端和渠道端积极零售化转型, 打造区别于同行差异化竞争力, 积极 IP 潮玩产品布局, 中长期自有品牌出海支撑增长; 九木杂物社展店空间充足, 科力普横向拓品类+深挖客户, 新业务预计将保持较高增速, 且伴随规模效应释放, 盈利能力上行。维持 2025-2027 年归母净利润至 16.04/17.36/18.98 亿元, 2025-2027 年分别同比+14.9%/+8.3%/+9.3%, 对应 PE 为 17/16/14X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端消费力持续走弱, 行业竞争加剧的风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	24,228	5,245	27,525	30,877	34,652
同比增长率 (%)	3.8	-4.4	13.6	12.2	12.2
归母净利润 (百万元)	1,396	318	1,604	1,736	1,898
同比增长率 (%)	-8.6	-16.2	14.9	8.3	9.3
每股收益 (元/股)	1.52	0.35	1.74	1.88	2.05
毛利率 (%)	18.9	20.7	18.8	18.5	18.1
ROE (%)					
市盈率	19		17	16	14

注: “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,351	24,228	27,525	30,877	34,652
其中: 营业收入	23,351	24,228	27,525	30,877	34,652
减: 营业成本	18,947	19,650	22,347	25,172	28,369
减: 税金及附加	97	96	109	122	137
主营业务利润	4,307	4,482	5,069	5,583	6,146
减: 销售费用	1,550	1,738	2,009	2,223	2,391
减: 管理费用	817	982	963	1,019	1,109
减: 研发费用	178	189	220	238	277
减: 财务费用	-55	-40	-46	-65	-100
经营性利润	1,817	1,613	1,923	2,168	2,469
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-22	-28	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	12	-13	0	0	0
加: 投资收益及其他	93	132	90	90	90
营业利润	1,931	1,759	2,013	2,259	2,558
加: 营业外净收入	49	63	50	50	0
利润总额	1,979	1,821	2,063	2,309	2,558
减: 所得税	336	367	351	393	435
净利润	1,644	1,455	1,712	1,916	2,123
少数股东损益	117	59	108	180	225
归属于母公司所有者的净利润	1,527	1,396	1,604	1,736	1,898

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。