

晨光股份（603899.SH）

2025 年一季报点评：
线上延续高增，毛利率小幅提升

优于大市

核心观点

一季度业绩短期承压，期待经营改善。公司发布 2025 年一季报，2025Q1 实现收入 52.4 亿/-4.4%，归母净利润 3.2 亿/-16.2%，扣非归母净利润 2.8 亿/-14.2%。Q1 由于消费大环境有限恢复、招投标节奏与基数因素影响，公司收入个位数下滑，盈利下滑主要系受费用线性投放影响，一季度公司经营短期承压，期待后续逐步改善。

传统主业略有下滑，线上渠道延续靓丽增长。2025Q1 书写工具、学生文具与办公文具分别实现收入 5.64/8.03/8.49 亿，同比-0.1%/-6.0%/-5.6%，毛利率分别为 43.8%/35.6%/28.5%，同比分别-0.05pct/+0.95pct/+1.02pct，学生与办公文具毛利率提升预计主要系产品结构变化与原料成本优化。2025Q1 晨光科技实现收入 3.1 亿/+24.6%，公司加强线上品类的产品线布局及产品挖掘，开发平台专供款、联合共创款与定制化款等多维度新品，线上渠道延续高增长。

办公直销短期受下单节奏与基数影响，零售大店表现稳健。2025Q1 科力普实现收入 27.9 亿/-5.3%，毛利率 7.1%/-0.1pct，科力普收入下滑主要系去年基数较高以及招投标恢复后的下单节奏影响，后续有望恢复稳健增长。2025Q1 晨光生活馆（含九木）收入 4.0 亿/+8.0%，其中九木实现收入 3.9 亿/+11.4%，截至 2025Q1 末，公司在全国拥有 792 家零售大店，其中九木杂物社与晨光生活馆分别为 752 家/40 家。公司积极强化零售能力、会员运营与 IP 类产品拓展，年内零售大店的二次元、谷子及周边衍生等 IP 类产品有望贡献增长。

毛利率修复，费用率提升短期拖累盈利。2025Q1 毛利率 20.7%/+0.5pct，净利率 6.1%/-0.9pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.2%/4.5%/1.0%/-0.2%，同比分别+0.7pct/+0.5pct/+0.1pct/+0.1pct，其中销售费用率提升主要系线上投入与营销力度增加，管理费用率提升主要系科力普股份支付影响，公司费用投放整体稳健，随着收入规模回升预计费率将回归稳定水平。

风险提示：新渠道开拓不及预期，新业务盈利不及预期，双减政策影响。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司核心业务稳健增长，办公直销与零售大店一体两翼布局深化。维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 15.7/17.7/19.5 亿（前值 15.7/17.7/19.5 亿），同比+12.6%/12.3%/10.7%，摊薄 EPS=1.7/1.9/2.1 元，当前股价对应 PE=17.3/15.4/13.9x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23,351	24,228	27,466	30,343	33,113
(+/-%)	16.8%	3.8%	13.4%	10.5%	9.1%
归母净利润(百万元)	1527	1396	1572	1765	1954
(+/-%)	19.1%	-8.6%	12.6%	12.3%	10.7%
每股收益(元)	1.65	1.51	1.70	1.91	2.12
EBIT Margin	7.5%	6.5%	6.8%	6.9%	7.1%
净资产收益率 (ROE)	19.5%	15.7%	16.5%	17.2%	17.7%
市盈率 (PE)	17.9	19.5	17.3	15.4	13.9
EV/EBITDA	17.1	19.0	17.1	15.6	14.3
市净率 (PB)	3.48	3.05	2.85	2.65	2.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·文具用品

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

联系人：李晶

cnlijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.42 元
总市值/流通市值	27179/27179 百万元
52 周最高价/最低价	40.09/25.01 元
近 3 个月日均成交额	195.16 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《晨光股份（603899.SH）-2024 年报点评：四季度经营平稳，提升分红回馈股东，积极布局 IP 业务》——2025-03-31

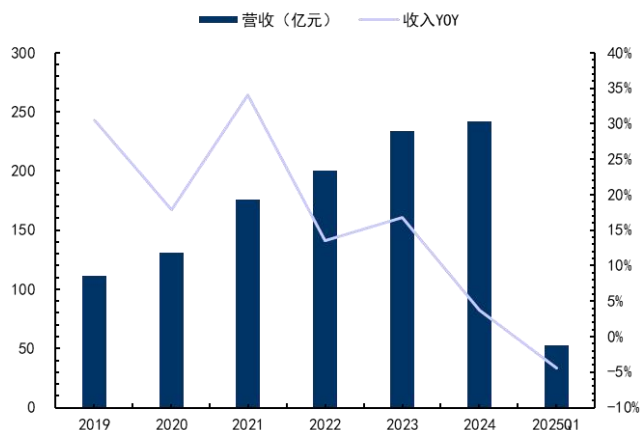
《晨光股份（603899.SH）-2024 年三季报点评：三季度收入增长稳健，盈利短期承压》——2024-11-06

《晨光股份（603899.SH）-2024 年半年报点评：传统主业稳健，新业务持续开拓，科力普股份支付影响盈利》——2024-09-02

《晨光股份（603899.SH）-2024 年一季报点评：传统核心业务延续向好，业绩稳增长》——2024-04-29

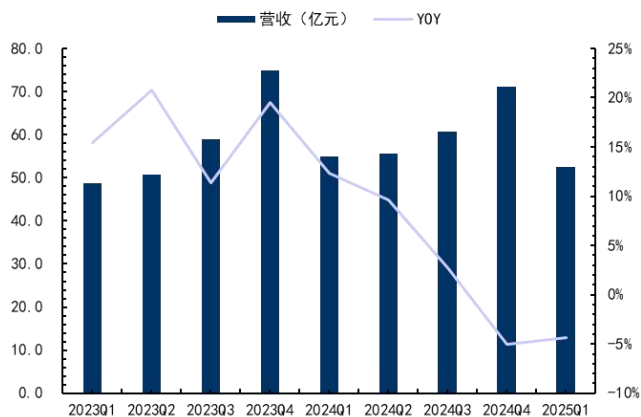
《晨光股份（603899.SH）-2023 年年报点评：传统核心业务稳健，零售大店首次盈利》——2024-04-01

图1: 公司营业收入及增速



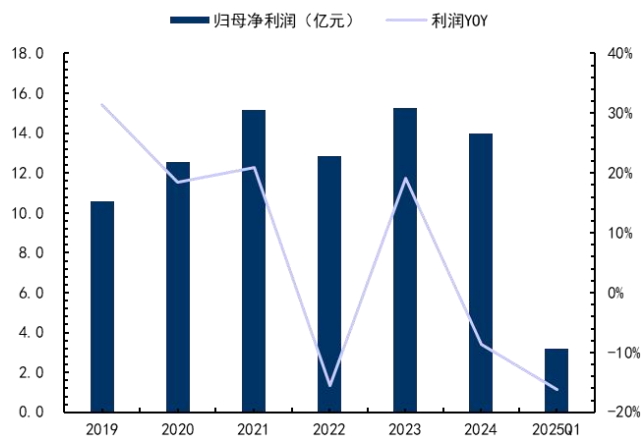
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



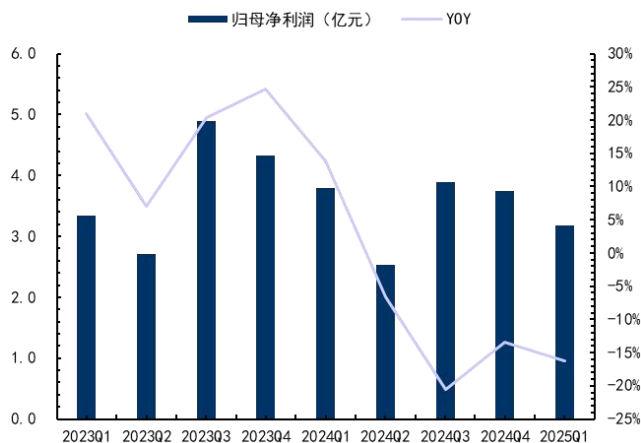
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



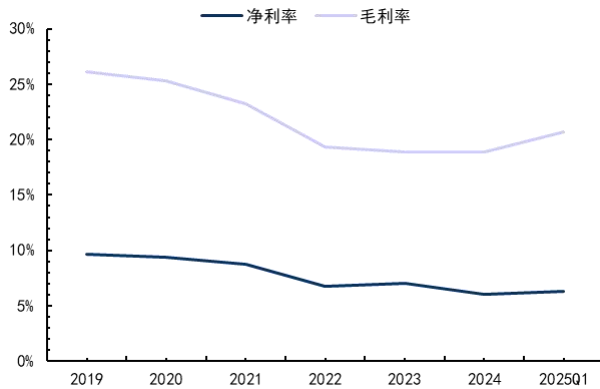
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



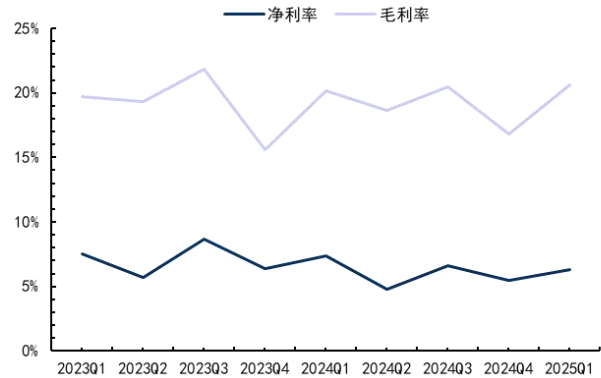
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



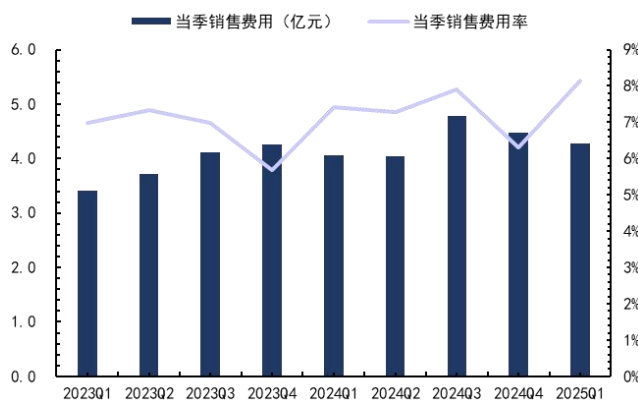
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



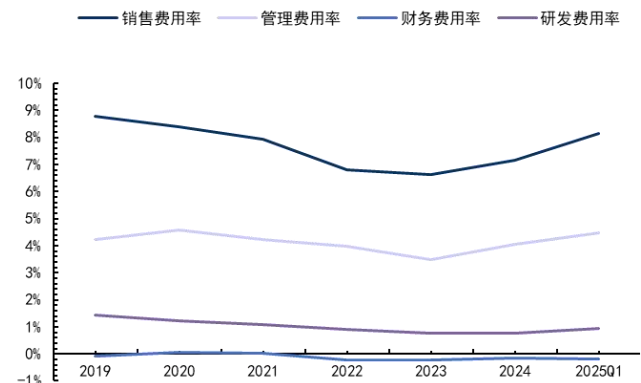
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司销售费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
603899.SH	晨光股份	29.4	271.8	1.5	1.7	1.9	2.1	19.5	17.3	15.4	13.9	1.4	优于大市
002301.SZ	齐心集团	6.9	49.8	0.1	0.3	0.3	0.4	76.7	26.5	21.6	18.2	0.4	无评级
603816.SH	顾家家居	24.9	205.0	1.7	2.2	2.4	2.7	14.5	11.4	10.3	9.1	0.7	优于大市
603833.SH	欧派家居	66.1	402.6	4.3	4.5	5.0	5.4	15.5	14.6	13.3	12.3	1.9	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：齐心集团为wind一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5239	4962	6139	6610	7470	营业收入	23351	24228	27466	30343	33113
应收款项	3852	4116	4532	5056	5536	营业成本	18947	19650	22153	24412	26566
存货净额	1578	1546	1950	2039	2218	营业税金及附加	97	96	113	124	136
其他流动资产	203	363	298	350	412	销售费用	1550	1738	2005	2245	2483
流动资产合计	12277	13558	14907	16332	17768	管理费用	817	982	1088	1186	1276
固定资产	1730	1676	1792	1918	2000	研发费用	178	189	233	273	315
无形资产及其他	447	432	416	400	383	财务费用	(55)	(40)	(116)	(138)	(154)
投资性房地产	823	887	887	887	887	投资收益	(4)	(0)	3	3	3
长期股权投资	37	34	33	30	28	资产减值及公允价值变动	39	41	15	15	5
资产总计	15314	16587	18035	19567	21067	其他收入	(99)	(85)	(233)	(273)	(315)
短期借款及交易性金融负债	412	546	446	468	487	营业利润	1931	1759	2008	2260	2500
应付款项	4854	5006	5632	6242	6779	营业外净收支	49	63	40	40	30
其他流动负债	1268	1188	1431	1574	1683	利润总额	1979	1821	2048	2300	2530
流动负债合计	6534	6740	7508	8284	8948	所得税费用	336	367	410	460	493
长期借款及应付债券	30	6	6	6	6	少数股东损益	117	59	66	74	82
其他长期负债	399	405	429	450	471	归属于母公司净利润	1527	1396	1572	1765	1954
长期负债合计	429	411	435	456	477	现金流量表（百万元）					
负债合计	6963	7151	7943	8740	9425	净利润	1527	1396	1572	1765	1954
少数股东权益	518	526	552	582	615	资产减值准备	(30)	25	2	1	1
股东权益	7833	8910	9539	10245	11027	折旧摊销	241	235	184	205	223
负债和股东权益总计	15314	16587	18035	19567	21067	公允价值变动损失	(39)	(41)	(15)	(15)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	(55)	(40)	(116)	(138)	(154)
每股收益	1.65	1.51	1.70	1.91	2.12	营运资本变动	400	(353)	139	112	(54)
每股红利	0.51	0.83	1.02	1.15	1.27	其它	112	2	25	29	32
每股净资产	8.45	9.64	10.33	11.09	11.94	经营活动现金流	2210	1263	1906	2096	2151
ROIC	23%	18%	21%	23%	25%	资本开支	0	(226)	(270)	(300)	(285)
ROE	19%	16%	16%	17%	18%	其它投资现金流	225	(1166)	583	(292)	146
毛利率	19%	19%	19%	20%	20%	投资活动现金流	228	(1388)	314	(589)	(137)
EBIT Margin	8%	6%	7%	7%	7%	权益性融资	4	507	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	7%	8%	8%	负债净变化	30	(24)	0	0	0
收入增长	17%	4%	13%	10%	9%	支付股利、利息	(470)	(767)	(943)	(1059)	(1173)
净利润增长率	19%	-9%	13%	12%	11%	其它融资现金流	313	924	(100)	22	19
资产负债率	49%	46%	47%	48%	48%	融资活动现金流	(562)	(152)	(1043)	(1037)	(1154)
股息率	1.7%	2.8%	3.5%	3.9%	4.3%	现金净变动	1876	(277)	1177	470	860
P/E	17.9	19.5	17.3	15.4	13.9	货币资金的期初余额	3363	5239	4962	6139	6610
P/B	3.5	3.1	2.8	2.7	2.5	货币资金的期末余额	5239	4962	6139	6610	7470
EV/EBITDA	17.1	19.0	17.1	15.6	14.3	企业自由现金流	0	914	1552	1699	1765
						权益自由现金流	0	1814	1545	1832	1908

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032