

晨光股份 (603899.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩短期承压，看好 IP&出海成长性

业绩简评

8 月 27 日，公司发布 25 年半年度报告，1H25 实现营收 108.08 亿元，同比-2.19%；归母净利润 5.57 亿元，同比-11.97%；扣非归母净利润 4.62 亿元，同比-18.63%；归母净利率 5.15%，同比-0.6pct。其中，2Q 营收 55.6 亿元，同比-0.04%；归母净利润 2.4 亿元，同比-5.6%；归母净利率 4.3%，同比-0.25pct。

经营分析

传统核心：短期需求承压，IP 赋能与产品结构优化持续推进。

分品类看，书写/学生/办公文具营收 11.36/14.35/16.07 亿元，同比-0.16%/-8.52%/-8.48%。终端需求偏弱，但公司积极进行产品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献。公司大力推进 IP 赋能战略，与腾讯视频达成战略合作，推出《剑来》、《斩神》、《浪浪山小妖怪》等国漫 IP 联名产品，用 IP 赋能文具，满足消费者情绪价值需求。毛利率角度，25H1 书写/学生/办公文具毛利率同比+2.56/+0.89/+0.37 pct，产品结构优化效果显现。费用端，2Q 销售/管理/研发费用率分别 8.2%/4.3%/0.8%，同比+0.93pct/+0.04pct/+0.02pct，费用投放整体稳健，预计回归稳定。

科力普彰显韧性，九木稳健扩张、线上&海外表现亮眼。

1) 科力普：25H1 营收 61.29 亿元（同比+0.15%），在挑战性外部环境保持稳定。公司积极拓展 MRO 新品类，新入围国能易购、中核集团、中国电建等多个项目。毛利率 6.92%（-0.21pct）；净利润 1.23 亿元（-6.7%）；净利率 2.02%（-0.15pct）。2) 零售大店：保持稳健扩张，25H1 零售大店（含九木）营收 7.79 亿元（同比+6.98%），其中九木杂物社营收 7.56 亿元（同比+9.49%）。25H1 零售大店共超 830 家，同比+51 家店，品牌影响力持续提升。3) 晨光科技（线上业务）延续快速成长，25H1 营收 5.56 亿元，同比+15.14%。4) 海外：积极拓展东南亚及非洲市场，25H1 收入 5.57 亿元（同比+15.92%），延续快速增长态势。

注重股东回馈，看好新零售、IP 布局及海外业务成长性。公司自上市以来累计分红和回购总额超 47 亿元。传统业务有望在 IP 赋能及渠道精耕下企稳回升，提升产品溢价与复购率；新零售、IP 布局及海外业务成长性值得期待，看好公司作为行业龙头，通过产品与渠道变革实现中长期高质量发展。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司渠道护城河深厚，不断挖掘成长点，预计 25-27 年公司归母净利分别为 14.5/16.1/18.0 亿元，同比+4.1%/+10.8%/+11.6%，当前股价对应 PE 分别为 19、17、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

传统业务增速低于预期；市场竞争加剧；新业务拓展低于预期

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

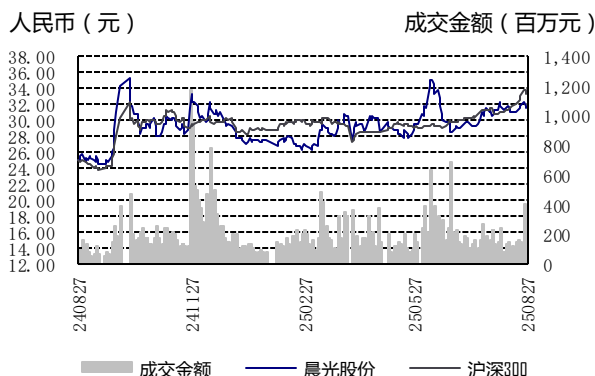
yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：31.42 元

相关报告：

1.《晨光股份公司点评：主业短期承压，提升分红积极回馈股东》，2025.3.25

2.《晨光股份公司点评：收入短期承压，静待经营改善》，2024.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23,351	24,228	26,800	29,773	33,267
营业收入增长率	16.78%	3.76%	10.61%	11.09%	11.74%
归母净利润(百万元)	1,527	1,396	1,452	1,609	1,795
归母净利润增长率	19.05%	-8.58%	4.05%	10.76%	11.58%
摊薄每股收益(元)	1.648	1.511	1.572	1.741	1.943
每股经营性现金流净额	2.82	2.48	1.95	1.77	2.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.49%	15.67%	15.09%	15.40%	15.73%
P/E	22.79	19.33	18.58	16.78	15.03
P/B	4.44	3.03	2.80	2.58	2.37

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	19,996	23,351	24,228	26,800	29,773	33,267
增长率		16.8%	3.8%	10.6%	11.1%	11.7%
主营业务成本	-16,124	-18,947	-19,650	-21,776	-24,319	-27,303
%销售收入	80.6%	81.1%	81.1%	81.3%	81.7%	82.1%
毛利	3,872	4,404	4,578	5,024	5,454	5,964
%销售收入	19.4%	18.9%	18.9%	18.7%	18.3%	17.9%
营业税金及附加	-76	-97	-96	-54	-74	-83
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,358	-1,550	-1,738	-2,090	-2,233	-2,429
%销售收入	6.8%	6.6%	7.2%	7.8%	7.5%	7.3%
管理费用	-794	-817	-982	-1,018	-1,131	-1,231
%销售收入	4.0%	3.5%	4.1%	3.8%	3.8%	3.7%
研发费用	-184	-178	-189	-204	-238	-266
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	1,461	1,763	1,574	1,658	1,777	1,955
%销售收入	7.3%	7.5%	6.5%	6.2%	6.0%	5.9%
财务费用	41	55	40	70	77	98
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	0	0	0	-84	-11	-1
公允价值变动收益	32	27	54	26	20	20
投资收益	0	-4	0	3	3	3
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	1,608	1,931	1,759	1,760	1,948	2,163
营业利润率	8.0%	8.3%	7.3%	6.6%	6.5%	6.5%
营业外收支	56	49	63	50	50	60
税前利润	1,665	1,979	1,821	1,810	1,998	2,223
利润率	8.3%	8.5%	7.5%	6.8%	6.7%	6.7%
所得税	-310	-336	-367	-308	-340	-378
所得税率	18.6%	17.0%	20.1%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	1,355	1,644	1,455	1,502	1,659	1,845
少数股东损益	73	117	59	50	50	50
归属于母公司的净利润	1,282	1,527	1,396	1,452	1,609	1,795
净利率	6.4%	6.5%	5.8%	5.4%	5.4%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,355	1,644	1,455	1,502	1,659	1,845
少数股东损益	73	117	59	50	50	50
非现金支出	547	556	594	352	327	354
非经营收益	-34	4	-19	6	-53	-69
营运资金变动	-517	413	260	-60	-296	-2
经营活动现金净流	1,352	2,617	2,289	1,800	1,637	2,127
资本开支	-162	-204	-325	-494	-283	-243
投资	-5	204	-1,263	26	10	17
其他	15	30	13	3	3	3
投资活动现金净流	-151	30	-1,575	-465	-270	-223
股权募资	2	0	507	0	0	0
债权募资	13	31	131	-343	0	0
其他	-936	-802	-1,336	-768	-813	-853
筹资活动现金净流	-922	-771	-699	-1,111	-813	-853
现金净流量	289	1,880	19	224	554	1,051

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,363	5,239	4,962	5,085	5,517	6,474
应收款项	3,225	3,892	4,145	4,439	5,011	5,610
存货	1,625	1,578	1,546	1,849	1,999	2,244
其他流动资产	1,785	1,568	2,905	2,759	2,782	2,798
流动资产	9,998	12,277	13,558	14,133	15,309	17,126
%总资产	76.8%	80.2%	81.7%	79.8%	80.8%	82.6%
长期投资	48	46	96	96	106	109
固定资产	1,816	1,730	1,676	1,875	1,918	1,904
%总资产	13.9%	11.3%	10.1%	10.6%	10.1%	9.2%
无形资产	602	625	608	734	752	758
非流动资产	3,025	3,037	3,029	3,584	3,638	3,618
%总资产	23.2%	19.8%	18.3%	20.2%	19.2%	17.4%
资产总计	13,023	15,314	16,587	17,717	18,948	20,744
短期借款	380	412	546	190	190	190
应付款项	4,492	5,391	5,525	5,971	6,333	7,108
其他流动负债	542	730	669	699	766	846
流动负债	5,414	6,534	6,740	6,860	7,290	8,144
长期贷款	0	30	6	6	6	6
其他长期负债	357	399	405	652	580	509
负债	5,770	6,963	7,151	7,518	7,875	8,658
普通股股东权益	6,849	7,833	8,910	9,623	10,446	11,410
其中：股本	927	927	924	924	924	924
未分配利润	5,222	6,287	6,944	7,657	8,481	9,444
少数股东权益	403	518	526	576	626	676
负债股东权益合计	13,023	15,314	16,587	17,717	18,948	20,744

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.384	1.648	1.511	1.572	1.741	1.943
每股净资产	7.389	8.454	9.644	10.417	11.308	12.351
每股经营现金净流	1.458	2.824	2.478	1.949	1.772	2.303
每股股利	0.400	0.500	0.800	0.800	0.850	0.900
回报率						
净资产收益率	18.72%	19.49%	15.67%	15.09%	15.40%	15.73%
总资产收益率	9.85%	9.97%	8.42%	8.20%	8.49%	8.65%
投入资本收益率	15.28%	16.34%	12.38%	13.03%	12.90%	13.04%
增长率						
主营业务收入增长率	13.57%	16.78%	3.76%	10.61%	11.09%	11.74%
EBIT 增长率	-13.51%	20.68%	-10.71%	5.35%	7.16%	10.04%
净利润增长率	-15.51%	19.05%	-8.58%	4.05%	10.76%	11.58%
总资产增长率	13.99%	17.60%	8.31%	6.82%	6.94%	9.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.7	51.1	56.1	57.0	58.0	58.0
存货周转天数	35.9	30.9	29.0	31.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	77.1	85.3	91.6	90.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	31.8	25.6	23.0	22.2	20.7	18.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-63.58%	-74.23%	-73.97%	-73.13%	-71.26%	-73.20%
EBIT 利息保障倍数	-35.3	-32.2	-39.7	-23.8	-22.9	-20.0
资产负债率	44.31%	45.47%	43.11%	42.44%	41.56%	41.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	9	50
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.25	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-28	买入	38.09	N/A
2	2024-03-30	买入	35.98	N/A
3	2024-10-29	买入	31.27	N/A
4	2025-03-25	买入	29.04	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806