

2025年08月28日

# 持续推进品牌出海，IP 转型赋予新活力

## 晨光股份(603899)

评级:	买入	股票代码:	603899
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	38.95/25.01
目标价格:		总市值(亿)	289.37
最新收盘价:	31.42	自由流通市值(亿)	289.37
		自由流通股数(百万)	920.97

### 事件概述

晨光股份发布 2025 中报：2025H1 公司实现收入 108.09 亿元，同比-2.19%；实现归母净利 5.57 亿元，同比-11.97%；扣非归母净利 4.62 亿元，同比-18.63%。单季度看，2025Q2 实现营收 55.64 亿元，同比-0.04%，归母净利润 2.39 亿元，同比-5.57%，扣非归母净利润 1.80 亿元，同比-24.73%。

### 分析判断：

#### ► 按渠道分拆：九木持续拓店，晨光科技表现较好，科力普回正

1) 晨光科力普：2025H1 晨光科力普实现营收 61.29 亿元，同比增长 0.15%，科力普聚焦办公一站式，MRO 工业品，营销礼员和员工福利。着力拓展 MRO 工业品及营销礼品供应链的开发，新兴业务板块占比快速提升。

2) 零售大店：2025H1 晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 7.79 亿元，同比增长 6.98%；其中九木杂物社实现收入 7.56 亿元，同比增长 9.49%。九木杂物社以会员为中心，建立完整高效的会员经营体系，会员量级已破千万。IP 类（二次元、谷子及周边衍生品）产品资源投入和销售占比均有所提升，进一步丰富产品结构，提升品牌的市场吸引力，吸引更多年轻消费者。除特色主题季活动外，新增多场与外部 IP 联动的快闪活动，通过与热门 IP 的合作，增加与市场和消费者的互动，品牌影响力和会员粘性都得到进一步的提升。截至 2025 半年度末公司在全国拥有 830 家零售大店。

3) 晨光科技：2025H1 晨光科技实现收入 5.56 亿元，同比增长 15.14%，晨光科技保持较快发展。公司加速新渠道业务发展，积极推动线上业务，线上直销模式与分销模式互相协同，加强线上品类的产品线布局及产品力挖掘，开发平台专供款、联合共创款、定制化款等多维度新品，满足各平台差异化消费需求。整合营销，加大线上引流的资源投放力度，助力渠道爆款打造，加速新渠道业务发展，快速实现市场排位力。

#### ► 按产品分拆：学生文具与办公直销（科力普）压力相对较大，期待后续改善

2025H1 公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销销售额分别为 11.36、14.35、16.07、4.77、61.29 亿元，同比分别为-0.16%、-8.52%、-8.48%、+6.79%、+0.15%；加盟管理收入为 25.94 万元，同比 -68.02%。毛利率分别为 45.61%、36.31%、25.98%、44.10%、6.92%，同比分别 +2.56pct/+0.89pct/+0.37pct/-1.28pct/-0.21pct。书写/学生文具/办公文具毛利率稳中有升，传统业务学生文具收入增速放缓，我们预计主要受外部环境以及产品结构影响的拖累。

#### ► 盈利能力：受费用影响，小幅回落

期间费用方面，2025Q2 公司期间费用率同比+0.63pct 至 13.16%，销售/管理/财务/研发费用率分别同比 +0.93pct/-0.43pct/+0.11pct/+0.02pct 至 8.21%/4.23%/-0.09%/0.82%，费用率略增。

盈利能力方面，2025Q2 公司毛利率、净利率分别-0.34 pct、-0.46pct 至 18.31%、4.30%。

#### ► 公司基本盘依然牢固，中长期一体两翼持续发力

晨光积极加大变革，加快新模式推广，积极探索海外市场。中长期来看，公司一体两翼持续发力，文具龙头不断向文创巨头迈进，其中，传统业务从“增量”到“提质”，渠道优化提升效率，高端化持续推进优化结构，盈利能力有望提升；科力普客户数量不断增加，规模效应发挥，净利率仍有提升空间，有望进入利润收获期；新

零售渠道模式成熟，加盟开店提速，目前已经开始贡献业绩；海外市场加速探索，因地制宜推广业务模式。

### 投资建议

我们认为晨光传统业务产品与渠道升级带来量价提升空间，新业务正在迈入收获期，公司由文具龙头逐渐向文创巨头持续转型升级，迈向世界级晨光，我们看好其发展前景。结合公司中报，我们调整盈利预测，预计 25-27 年营收分别为 258.03/283.83/312.22 亿元（前值为 270.14/297.16/326.88 亿元），预计 25-27 年归母净利润分别为 14.44/16.01/17.74 亿元（前值为 15.64/17.23/18.97 亿元），25-27 年 EPS 分别为 1.56/1.73/1.92 元（前值为 1.69/1.87/2.06 元），对应 2025 年 8 月 27 日 31.42 元/股收盘价，PE 分别为 20/18/16 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

传统文具需求大幅下滑风险；新业务不及预期风险；新品推广不及预期

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23,351	24,228	25,803	28,383	31,222
YoY (%)	16.8%	3.8%	6.5%	10.0%	10.0%
归母净利润(百万元)	1,527	1,396	1,444	1,601	1,774
YoY (%)	19.1%	-8.6%	3.5%	10.9%	10.8%
毛利率 (%)	18.9%	18.9%	18.7%	18.7%	18.7%
每股收益 (元)	1.66	1.52	1.56	1.73	1.92
ROE	19.5%	15.7%	13.9%	13.4%	12.9%
市盈率	18.95	20.72	20.08	18.11	16.35

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,228	25,803	28,383	31,222	净利润	1,455	1,459	1,618	1,792
YoY (%)	3.8%	6.5%	10.0%	10.0%	折旧和摊销	553	185	191	197
营业成本	19,650	20,983	23,076	25,372	营运资金变动	260	39	-1,146	-775
营业税金及附加	96	95	105	116	经营活动现金流	2,289	1,643	624	1,175
销售费用	1,738	1,948	2,129	2,326	资本开支	-325	-35	-35	-35
管理费用	982	1,032	1,135	1,249	投资	-1,263	0	0	0
财务费用	-40	-9	-9	-1	投资活动现金流	-1,575	-35	-35	-35
研发费用	189	194	213	234	股权募资	507	0	0	0
资产减值损失	-13	0	0	0	债务募资	131	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-699	-26	-25	-25
营业利润	1,759	1,714	1,905	2,113	现金净流量	19	1,582	563	1,115
营业外收支	63	65	65	65					
利润总额	1,821	1,779	1,970	2,178	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	367	320	352	385	<b>成长能力</b>				
净利润	1,455	1,459	1,618	1,792	营业收入增长率	3.8%	6.5%	10.0%	10.0%
归属于母公司净利润	1,396	1,444	1,601	1,774	净利润增长率	-8.6%	3.5%	10.9%	10.8%
YoY (%)	-8.6%	3.5%	10.9%	10.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.52	1.56	1.73	1.92	毛利率	18.9%	18.7%	18.7%	18.7%
					净利率	6.0%	5.7%	5.7%	5.7%
					总资产收益率 ROA	8.4%	7.9%	8.3%	8.5%
					净资产收益率 ROE	15.7%	13.9%	13.4%	12.9%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	2.01	2.21	2.61	2.97
					速动比率	1.77	1.78	2.11	2.41
					现金比率	0.74	0.95	1.13	1.35
					资产负债率	43.1%	40.2%	34.8%	31.2%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	1.46	1.42	1.48	1.50
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.52	1.56	1.73	1.92
					每股净资产	9.64	11.22	12.95	14.87
					每股经营现金流	2.48	1.78	0.68	1.27
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	20.72	20.08	18.11	16.35
					PB	3.14	2.79	2.42	2.11

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。