

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

姜文强 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: 25Q1 弱势平稳, 积极调整
货品结构, 中期稳健增长可期晨光股份: 线下零售延续压力, 积极探
索 IP 产品

传统核心经营回暖, 提分红重回报

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: IP 化与出海构筑成长新曲线, 传统业务阶段性承压

2025 年 08 月 28 日

事件: 公司发布 2025 年半年度报告。2025 年 H1 实现收入 108.09 亿元 (yoy-2.19%), 归母净利润 5.57 亿元 (yoy-11.97%), 扣非归母净利润 4.62 亿元 (yoy-18.63%)。单 Q2 实现收入 55.64 亿元 (yoy-0.04%), 归母净利润 2.39 亿元 (yoy-5.57%), 扣非归母净利润 1.80 亿元 (yoy-24.73%)。传统业务略有承压, 科力普&零售大店企稳向好。

点评: 传统核心业务短期承压, IP 赋能产品, 线上渠道亮眼。2025H1 公司传统核心业务 (文教办公用品制造与销售) 实现收入约 40.26 亿元 (yoy-7%), 利润亦小幅下降, 公司产品开发减量提质, 提高单款上柜率和销售贡献, 同时积极推进产品 IP 化、深化全渠道布局、拓展海外市场等战略举措, 寻求新的增长动力。分品类来看, 2025H1 书写工具/学生文具/办公文具分别实现收入 11.36/14.35/16.07 亿元 (yoy-0.16%/-8.52%/-8.48%), 其中书写工具业务展现韧性; 毛利率方面, 书写工具/学生文具/办公文具分别为 45.61%/36.31%/25.98% (yoy+2.56pct/+0.89pct/+0.37pct), 产品结构优化带动毛利率提升。1) 产品端: 公司提升一盘货竞争力, 并积极拥抱 IP 经济, 从“功能提供者”向“情绪价值提供者”转变。25H1 公司与腾讯视频达成战略合作, 推出《剑来》、《斩神》等国漫 IP 联名产品, 市场反馈良好。2) 渠道端: 公司持续推进全渠道布局, 线上业务表现突出, 晨光科技实现营业收入 5.56 亿元 (yoy+15.14%)。3) 海外业务: 渠道模式、团队模式、产品模式持续打磨, 实现快速增长, H1 收入 5.57 亿元 (yoy+15.92%)。

科力普业务企稳, 零售大店稳步扩张。新业务中, 零售大店稳健发展, 科力普业务企稳, 公司综合竞争力在调整中提升。

1) 科力普: 2025H1 实现收入 61.29 亿元 (yoy+0.15%), 业务规模企稳; 实现净利润 1.23 亿元; 毛利率为 6.92% (yoy-0.21pct)。公司聚焦办公一站式、MRO 工业品、营销礼品和员工福利四大板块, 持续深挖存量客户并积极拓展新项目, 入围国能易购、中核集团、工商银行等多个重要客户。

2) 零售大店: 2025H1 晨光生活馆 (含九木杂物社) 实现收入 7.79 亿元 (yoy+6.98%), 其中九木杂物社实现收入 7.56 亿元 (yoy+9.49%), 但业务净亏损 0.23 亿元。25H1 公司拥有超 830 家零售大店。九木杂物社作为品牌升级的桥头堡, IP 类产品销售占比提升, 会员量级已突破千万, 为品牌长期发展奠定坚实基础。

费用投放增加致净利率承压, 经营性现金流有所下滑。2025H1 公司整体毛利率为 19.45% (yoy+0.04pct), 基本保持稳定。费用端, 公司加大渠道建设与品牌推广投入, 销售费用率同比提升 0.84pct 至 8.18%; 管理/研发费用率分别为 4.34%/0.88%, 同比基本持平。受费用率上行影响, 归母净利率为 5.15% (yoy-0.57pct)。展望未来, 随着公司 IP 化、高端化产品占比提升及渠道结构优化, 盈利能力有望逐步修复。公司 2025H1 产生净经营现金流为

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

6.54 亿元 (yoy-10.88%)。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 15.2、17.0、18.9 亿元，对应 PE 为 19.0X、17.1X、15.4X。

风险提示：线下客流恢复不及预期、新品推出不及预期、科力普客户拓展不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,228	25,484	28,126	30,939
(+/-) (%)	3.8%	5.2%	10.4%	10.0%
归母净利润（百万元）	1,396	1,523	1,695	1,885
(+/-) (%)	-8.6%	9.1%	11.2%	11.2%
毛利率 (%)	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
ROE (%)	15.7%	16.5%	17.3%	18.1%
EPS（元）	1.52	1.65	1.84	2.05
P/E（倍）	20.73	19.00	17.08	15.35
P/B（倍）	3.25	3.14	2.96	2.77

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,277	13,558	14,453	15,908	17,211	营业总收入	23,35	24,228	25,484	28,126	30,939
货币资金	5,239	4,962	5,489	6,187	6,710	营业成本	18,94	19,650	20,668	22,811	25,092
应收票据	38	17	28	31	34	营业税金及附加	97	96	101	113	123
应收账款	3,587	3,861	3,873	4,174	4,480	销售费用	1,550	1,738	1,784	1,969	2,166
预付账款	73	91	93	103	113	管理费用	817	982	968	1,055	1,145
存货	1,578	1,546	1,608	1,743	1,882	研发费用	178	189	209	228	248
其他	1,761	3,081	3,362	3,671	3,992	财务费用	-55	-40	-65	-72	-82
非流动资产	3,037	3,029	2,886	2,838	2,997	减值损失合计	12	-13	-14	-16	-18
长期股权投资	37	34	34	34	34	投资净收益	-4	0	-1	-2	-2
固定资产(合计)	1,635	1,528	1,580	1,650	1,732	其他	106	158	119	140	164
无形资产	447	432	409	387	367	营业利润	1,931	1,759	1,923	2,145	2,393
其他	918	1,036	863	767	865	营业外收支	49	63	55	55	55
资产总计	15,314	16,587	17,339	18,746	20,208	利润总额	1,979	1,821	1,978	2,200	2,448
流动负债	6,534	6,740	7,106	7,832	8,536	所得税	336	367	366	407	453
短期借款	190	341	371	401	431	净利润	1,644	1,455	1,612	1,793	1,995
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	117	59	89	99	110
应付账款	4,854	5,006	5,229	5,809	6,377	归属母公司净利润	1,527	1,396	1,523	1,695	1,885
其他	1,490	1,392	1,506	1,622	1,728	EBITDA	2,395	2,229	2,504	2,719	2,844
非流动负债	429	411	411	411	411	EPS(当	1.66	1.52	1.65	1.84	2.05
长期借款	30	6	6	6	6	现金流量表					
其他	399	405	405	405	405	单位:百万元					
负债合计	6,963	7,151	7,518	8,243	8,947	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	518	526	614	713	823	经营活动现金流	2,617	2,289	2,339	2,494	2,542
归属母公司	7,833	8,910	9,207	9,790	10,438	净利润	1,644	1,455	1,612	1,793	1,995
负债和股东权益	15,314	16,587	17,339	18,746	20,208	折旧摊销	546	553	592	591	479
重要财务指标						财务费用	20	19	9	10	11
单位:百万元						投资损失	4	0	1	2	2
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营运资金变	413	260	167	143	105
营业总收入	23,351	24,228	25,484	28,126	30,939	其它	-10	3	-42	-46	-48
同比(%)	16.8%	3.8%	5.2%	10.4%	10.0%	投资活动现金流	30	-1,575	-607	-704	-801
归属母公司净利润	1,527	1,396	1,523	1,695	1,885	资本支出	-204	-325	-340	-431	-524
同比	19.1%	-8.6%	9.1%	11.2%	11.2%	长期投资	204	-1,263	-201	-201	-201
毛利率(%)	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	其他	30	13	-66	-72	-77
ROE%	19.5%	15.7%	16.5%	17.3%	18.1%	筹资活动现金流	-771	-699	-1,208	-1,092	-1,217
EPS(摊薄)(元)	1.66	1.52	1.65	1.84	2.05	吸收投资	0	507	0	0	0
P/E	18.95	20.73	19.00	17.08	15.35	借款	31	127	30	30	30
P/B	3.69	3.25	3.14	2.96	2.77	支付利息或股息	-470	-767	-1,009	-1,122	-1,247
EV/EBITDA	12.61	10.65	9.68	8.67	8.11	现金流净增加额	1,880	19	527	698	523



研究团队简介

姜文镒，信达证券研发中心所长助理，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。

骆崢，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 年左右消费行业研究经验，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 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

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。