

晨光股份 (603899.SH)

IP 和出海战略深化，下半年经营改善可期

买入 (维持评级)

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布 2025 年半年报, 1H25 实现收入 108 亿元, 同比-2.2%, 实现归母净利 5.6 亿元, 同比-12.0%, 扣非净利 4.6 亿元, 同比-18.6%; 单 Q2 营收 55.6 亿元, 同比-0.04%, 归母净利 2.4 亿元, 同比-5.6%, 扣非净利 1.8 亿元, 同比-24.7%。

➤ **Q2 营收企稳, IP 和出海战略持续推进。**公司 1H25 实现收入 108 亿元, 同比-2.2%。**分业务, 1) 传统核心业务:** 剔除关联交易后 H1 营收同比-7%, 晨光科技 H1 实现营收 5.56 亿元, 同比+15.14%, 公司坚持全渠道布局, 线下聚焦重点终端开展单店质量提升、推动重点品类在终端的有效上柜, 通过终端排面的优化, 促进终端产品的动销, 提升商圈占比, 扩大市场份额。公司 H1 实现境外营收 5.6 亿元, 同比+15.9%, 持续扩大非洲及东南亚市场。**2) 办公直销业务:** H1 科力普实现营收 61.3 亿元, 同比+0.2%, 保持战略定力、业务稳定向好。**3) 零售大店业务:** H1 零售大店实现营收 7.8 亿元, 同比+7%, 其中九木杂物社营收 7.6 亿元, 同比+9.5%, 截止期末公司在全国拥有超 830 家零售大店。**分产品,** H1 书写工具、学生文具、办公文具、其他产品营收分别同比-0.2%、-8.5%、-8.5%、+6.8%, 其中核心品类书写工具、学生文具单价保持提升, IP 赋能产品推进, 上半年公司与腾讯视频达成战略合作, 推出《剑来》、《斩神》等国漫 IP 全新联名产品, 获得市场的良好反馈。

➤ **H1 毛利率提升, 营销投入有所增加。****1) 毛利率:** H1 公司实现毛利率 19.5%, 同比+0.04pct, 其中书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销毛利率分别同比+2.6pct、+0.9pct、+0.4pct、-1.3pct、-0.2pct。**2) 期间费用:** H1 销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.8pct、+0.04pct、+0.05pct、+0.09pct, 销售费用率同比提升因折旧、渠道建设、业务宣传及品牌推广支出有所提升, 其他费率基本稳定。**3) 净利率:** H1 归母净利率 5.15%, 同比-0.6pct, 上半年营业外收入较上年同期提升约为 3400 万元, 因收到政府补助增加。

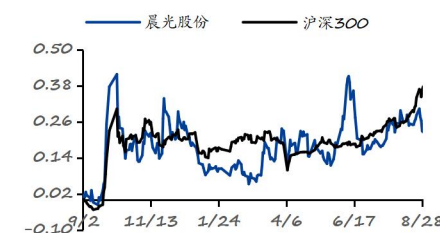
➤ **盈利预测与投资建议。**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 14.4 亿元 16.0 亿元、17.6 亿元 (上期预测 25-27 年分别为 15.5 亿元、17.4 亿元、19.6 亿元, 根据中报净利调整上期预测), 增速分别为+3.1%、+10.8%、+10.4%, 目前股价对应 25 年 PE 为 20X, 公司核心业务稳步发展预期不变, 25 年强化 IP 战略和国际化, 积极拥抱消费新趋势, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示:** 经营管理风险, 行业需求下降, 办公直销行业竞争风险

基本数据

日期	2025-08-29
收盘价:	30.46 元
总股本/流通股本(百万股)	920.97/920.97
流通 A 股市值(百万元)	28,052.76
每股净资产(元)	9.26
资产负债率(%)	42.28
一年内最高/最低价(元)	38.95/25.01

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn	

相关报告

- 1、晨光股份 (603899): 与腾讯视频战略合作, 国漫二次元 IP 产品焕新——2025.06.08
- 2、晨光股份 (603899) 深度报告: 扩圈出海变革——2025.04.15
- 3、晨光股份 (603899): 全年稳健收官, 文创龙头变革前行——2025.03.26

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	23,351	24,228	25,575	28,348	31,396
增长率	17%	4%	6%	11%	11%
净利润 (百万元)	1,527	1,396	1,439	1,595	1,761
增长率	19%	-9%	3%	11%	10%
EPS (元/股)	1.66	1.52	1.56	1.73	1.91
市盈率 (P/E)	18.4	20.1	19.5	17.6	15.9
市净率 (P/B)	3.6	3.1	3.0	2.8	2.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,962	5,966	6,919	8,023
应收票据及账款	3,878	3,878	4,079	4,423
预付账款	91	95	106	117
存货	1,546	1,626	1,802	1,999
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,081	2,981	3,025	3,074
流动资产合计	13,558	14,546	15,930	17,637
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	1,528	1,531	1,543	1,564
在建工程	149	149	149	149
无形资产	432	431	435	430
商誉	64	64	64	64
其他非流动资产	824	835	826	828
非流动资产合计	3,029	3,042	3,049	3,067
资产合计	16,587	17,587	18,979	20,704
短期借款	341	341	341	341
应付票据及账款	5,006	5,265	5,904	6,628
预收款项	0	0	0	0
合同负债	143	151	168	186
其他应付款	519	519	519	519
其他流动负债	730	743	771	794
流动负债合计	6,740	7,019	7,702	8,468
长期借款	6	56	-14	66
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	405	405	405	405
非流动负债合计	411	461	391	471
负债合计	7,151	7,481	8,093	8,939
归属母公司所有者权益	8,910	9,437	10,016	10,642
少数股东权益	526	587	654	728
所有者权益合计	9,436	10,023	10,670	11,370
负债和股东权益	16,587	17,504	18,763	20,308

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,289	2,011	2,118	2,191
现金收益	1,712	1,758	1,922	2,083
存货影响	32	-80	-176	-198
经营性应收影响	-257	9	-198	-344
经营性应付影响	134	258	639	724
其他影响	669	67	-69	-75
投资活动现金流	-1,575	-245	-243	-252
资本支出	-228	-287	-307	-305
股权投资	4	0	0	0
其他长期资产变化	-1,351	42	64	53
融资活动现金流	-699	-847	-1,054	-1,015
借款增加	109	50	-70	80
股利及利息支付	-767	-746	-825	-909
股东融资	507	0	0	0
其他影响	-547	-151	-159	-186

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,228	25,575	28,348	31,396
营业成本	19,650	20,664	22,903	25,415
税金及附加	96	101	112	124
销售费用	1,738	2,008	2,225	2,465
管理费用	982	1,023	1,106	1,162
研发费用	189	200	227	251
财务费用	-40	-27	-32	-41
信用减值损失	-28	-28	-28	-28
资产减值损失	-13	-13	-13	-13
公允价值变动收益	54	54	55	55
投资收益	0	0	0	0
其他收益	132	132	132	132
营业利润	1,759	1,753	1,953	2,166
营业外收入	78	110	110	110
营业外支出	15	15	15	15
利润总额	1,821	1,847	2,047	2,260
所得税	367	347	385	425
净利润	1,455	1,500	1,662	1,835
少数股东损益	59	61	67	74
归属母公司净利润	1,396	1,439	1,595	1,761
EPS（按最新股本摊薄）	1.52	1.56	1.73	1.91

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	3.8%	5.6%	10.8%	10.8%
EBIT 增长率	-7.4%	2.1%	10.8%	10.1%
归母公司净利润增长率	-8.6%	3.1%	10.8%	10.4%
获利能力				
毛利率	18.9%	19.2%	19.2%	19.0%
净利率	6.0%	5.9%	5.9%	5.8%
ROE	14.8%	14.4%	15.0%	15.5%
ROIC	24.6%	22.3%	22.8%	22.6%
偿债能力				
资产负债率	43.1%	42.5%	42.6%	43.2%
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.1
速动比率	1.8	1.8	1.8	1.8
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
应收账款周转天数	55	54	51	49
存货周转天数	29	28	27	27
每股指标（元）				
每股收益	1.52	1.56	1.73	1.91
每股经营现金流	2.49	2.18	2.30	2.38
每股净资产	9.67	10.25	10.88	11.55
估值比率				
P/E	20	19	18	16
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	18	17	15	14

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn