

传统业务短期承压，IP 转型未来可期

投资要点

- **业绩摘要：**2025 年上半年公司实现营收 108.1 亿元，同比-2.2%；实现归母净利润 5.6 亿元，同比-12.0%；实现扣非净利润 4.6 亿元，同比-18.6%。主要系剔除关联交易后，公司传统核心业务营业收入同比减少 7%。单季度 25Q2 公司实现营收 55.6 亿元，同比持平；实现归母净利润 2.4 亿元，同比-5.6%；实现扣非后归母净利润 1.8 亿元，同比-24.7%。
- **毛利率基本稳定，销售费用率同比增加。**2025 年上半年公司整体毛利率为 19.4%，同比持平，净利率为 5.2%，同比-0.6pp。费用率方面，2025H1 公司总费用率为 13.3%，同比+1.0pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.2%/4.3%/-0.1%/0.9%，同比+0.8pp/持平/+0.1pp/持平。销售费用率增加系公司不断加大市场拓展和销售投入，提升品牌影响力及渠道建设力。单季度 25Q2 毛利率为 18.3%，同比-0.3pp，净利率为 4.3%，同比-0.3pp。
- **传统业务承压，IP 赋能注入新活力。**面对传统业务下滑，公司将 IP 战略提升至新高度，25H1 与腾讯视频等达成战略合作，推出《剑来》、《斩神》等国漫 IP 联名产品。产品线从文具拓展至徽章、立牌等“谷子”品类，并通过近 7 万家传统渠道铺货，有望带动业务拐点向上。分产品来看，25H1 书写工具/学生文具/办公文具/办公直销/其他产品品类分别实现营收 11.4/14.3/16.1/61.3/4.8 亿元，分别同比-0.2%/-8.5%/-8.5%/+0.2%/+6.8%。书写工具/学生文具/办公文具/办公直销/其他产品品类毛利率分别为 45.6%/36.3%/26%/6.9%/44.1%，分别同比+2.6pp/+0.9pp/+0.4pp/-0.2pp/-1.3pp。
- **新业务分化，线上与海外营收增速较快。**25H1 晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 7.8 亿元，同比+7.0%，其中九木杂物社收入 7.6 亿元，同比+9.5%，IP 类产品资源投入和销售占比均有提升。晨光科力普（B2B）实现营收 61.3 亿元，同比+0.2%，发展稳健。晨光科技实现营收 5.6 亿元，同比+15.1%。截至 25H1，公司在全国拥有 36 家一级合作伙伴、覆盖 1200 个城市的二、三级合作伙伴和大客户，近 7 万家使用“晨光文具”店招的零售终端，800 多家零售大店。25H1 国内/海外分别实现主营业务收入 102.3/5.6 亿元，分别同比-3.1%/+15.9%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.57 元、1.75 元、1.94 元，对应 PE 分别为 19 倍、17 倍、16 倍。考虑到公司基本盘稳固，IP 赋能+品牌出海前景广阔，给予 2026 年 23 倍 PE，对应目标价 40.25 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**传统业务销售不及预期的风险；新业务推进不及预期的风险；利润率下行的风险；市场竞争加剧的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24228.25	25696.42	28078.74	30384.08
增长率	3.76%	6.06%	9.27%	8.21%
归属母公司净利润（百万元）	1395.84	1446.34	1616.11	1788.20
增长率	-8.58%	3.62%	11.74%	10.65%
每股收益 EPS（元）	1.52	1.57	1.75	1.94
净资产收益率 ROE	15.42%	14.39%	14.33%	14.10%
PE	20	19	17	16
PB	2.98	2.66	2.36	2.11

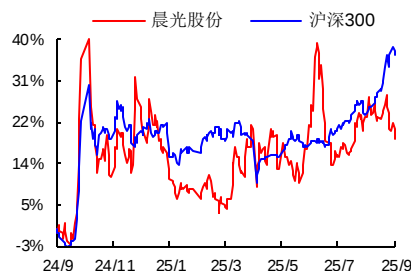
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：沈琪
执业证号：S1250525070006
电话：023-67506873
邮箱：shenq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.21
流通 A 股(亿股)	9.21
52 周内股价区间(元)	25.28-36.47
总市值(亿元)	276.57
总资产(亿元)	157.18
每股净资产(元)	9.26

相关研究

1. 晨光股份（603899）：盈利暂时承压，线上业务增长较快（2024-11-06）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1:书写工具产品在 IP 赋能下新品迅速出圈,2025-2027 年收入增速分别为 10%、15%、12%;伴随新品占比持续提升带动整体毛利率上行,2025-2027 年毛利率分别为 46%、48%、49%。

假设 2: 随着国家对教育的持续投入,鼓励三胎政策和增加育儿补贴和费用减免,学生文具量价稳步增长,2025-2027 年销量分别增长 3%、5%、4%;2025-2027 年单价每年增长 6%/8%/7%。

基于以上假设,我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	24228.2	25696.4	28078.7	30384.1
yoy	3.8%	6.1%	9.3%	8.2%
营业成本	19649.8	20639.7	22167.2	23618.0
毛利率	18.9%	19.7%	21.1%	22.3%
办公直销				
收入	13831.4	14246.4	14816.2	15260.7
yoy	3.9%	3.0%	4.0%	3.0%
成本	12871.5	13291.9	13808.7	14192.5
毛利率	6.9%	6.7%	6.8%	7.0%
办公文具				
收入	3571.9	3786.2	4089.1	4375.3
yoy	1.7%	6.0%	8.0%	7.0%
成本	2583.2	2726.1	2936.0	3128.4
毛利率	27.7%	28.0%	28.2%	28.5%
书写工具				
收入	2429.2	2672.1	3072.9	3441.7
yoy	6.9%	10.0%	15.0%	12.0%
成本	1386.3	1442.9	1597.9	1755.2
毛利率	42.9%	46.0%	48.0%	49.0%
学生文具				
收入	3471.3	3790.0	4297.8	4782.6
yoy	0.1%	9.2%	13.4%	11.3%
成本	2293.2	2493.8	2815.1	3204.3
毛利率	33.9%	34.2%	34.5%	33.0%
其他				
收入	924.5	1201.8	1802.7	2523.8
yoy	16.4%	30.0%	50.0%	40.0%
成本	515.5	685.0	1009.5	1337.6
毛利率	44.2%	43.0%	44.0%	47.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取同属于 SW 文化用品分类的齐心集团、明月镜片作为可比公司。齐心集团的 B2B 办公物资集采等业务，与晨光股份有相似性；明月镜片作为国内镜片龙头企业，与晨光股份在消费品领域的品牌建设和市场拓展方面有相似性。可比公司 2025/2026 年 PE 平均估值为 37/31 倍。考虑到公司零售大店稳步扩张，IP 转型逐步推进，给予 2026 年 23 倍估值，对应目标价 40.25 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 wind 一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002301	齐心集团	7.03	0.25	0.31	0.37	28.12	22.68	19.00
301101	明月镜片	46.88	1.01	1.17	1.37	46.42	40.07	34.22
平均值						37.27	31.37	26.61

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理（截至 2025 年 9 月 2 日）。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24228.25	25696.42	28078.74	30384.08	净利润	1454.73	1521.43	1703.89	1883.57
营业成本	19649.75	20639.68	22167.19	23618.02	折旧与摊销	296.58	327.47	331.00	335.01
营业税金及附加	95.65	103.13	112.07	121.50	财务费用	-39.62	-143.72	-176.17	-219.22
销售费用	1738.04	2055.71	2527.09	3038.41	资产减值损失	-12.88	8.00	8.00	8.00
管理费用	981.80	1246.28	1417.98	1579.97	经营营运资本变动	-325.88	38.87	-178.33	-45.12
财务费用	-39.62	-143.72	-176.17	-219.22	其他	916.40	-38.90	-34.80	-35.56
资产减值损失	-12.88	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	2289.34	1713.15	1653.59	1926.68
投资收益	-0.36	-0.35	-0.33	-0.31	资本支出	4.29	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	54.36	38.01	37.85	39.35	其他	-1579.13	72.78	31.81	31.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1574.84	32.78	-8.19	-13.57
营业利润	1758.62	1825.01	2060.11	2276.45	短期借款	150.89	-61.06	-30.00	-50.00
其他非经营损益	62.64	54.85	54.41	57.64	长期借款	-24.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	1821.26	1879.86	2114.52	2334.09	股权融资	464.46	0.25	0.00	0.00
所得税	366.52	358.43	410.63	450.52	支付股利	-738.99	-392.53	-386.63	-421.37
净利润	1454.73	1521.43	1703.89	1883.57	其他	-550.90	-49.46	176.17	219.22
少数股东损益	58.89	75.09	87.78	95.38	筹资活动现金流净额	-698.57	-502.80	-240.46	-252.15
归属母公司股东净利润	1395.84	1446.34	1616.11	1788.20	现金流量净额	18.53	1243.13	1404.94	1660.96
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4962.22	6205.35	7610.29	9271.26	成长能力				
应收和预付款项	4207.05	4413.56	4838.36	5227.79	销售收入增长率	3.76%	6.06%	9.27%	8.21%
存货	1545.87	1627.44	1752.78	1872.02	营业利润增长率	-8.91%	3.78%	12.88%	10.50%
其他流动资产	2842.43	2748.55	2808.53	2804.73	净利润增长率	-11.51%	4.58%	11.99%	10.55%
长期股权投资	33.58	33.58	33.58	33.58	EBITDA 增长率	-7.54%	-0.34%	10.26%	8.00%
投资性房地产	51.38	17.13	22.84	30.45	获利能力				
固定资产和在建工程	1676.23	1437.24	1196.61	954.34	毛利率	18.90%	19.68%	21.05%	22.27%
无形资产和开发支出	495.60	458.40	419.31	382.84	三费率	11.06%	12.29%	13.42%	14.48%
其他非流动资产	772.43	761.15	749.87	738.59	净利率	6.00%	5.92%	6.07%	6.20%
资产总计	16586.79	17702.39	19432.16	21315.60	ROE	15.42%	14.39%	14.33%	14.10%
短期借款	341.06	280.00	250.00	200.00	ROA	8.77%	8.59%	8.77%	8.84%
应付和预收款项	5433.29	5786.21	6180.71	6606.34	ROIC	34.60%	33.63%	37.75%	40.72%
长期借款	6.00	6.00	6.00	6.00	EBITDA/销售收入	8.32%	7.82%	7.89%	7.87%
其他负债	1370.74	1053.91	1101.93	1147.53	营运能力				
负债合计	7151.09	7126.12	7538.64	7959.87	总资产周转率	1.52	1.50	1.51	1.49
股本	923.83	920.97	920.97	920.97	固定资产周转率	15.32	18.25	24.03	32.78
资本公积	840.32	843.09	843.09	843.09	应收账款周转率	6.38	6.37	6.48	6.45
留存收益	7408.23	8462.38	9691.85	11058.68	存货周转率	12.06	12.47	12.61	12.56
归属母公司股东权益	8909.86	9975.34	11204.82	12571.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.11%	—	—	—
少数股东权益	525.83	600.92	688.70	784.08	资本结构				
股东权益合计	9435.69	10576.27	11893.52	13355.73	资产负债率	43.11%	40.26%	38.79%	37.34%
负债和股东权益合计	16586.79	17702.39	19432.16	21315.60	带息债务/总负债	4.85%	4.01%	3.40%	2.59%
					流动比率	2.01	2.23	2.39	2.54
					速动比率	1.78	1.99	2.14	2.29
					股利支付率	52.94%	27.14%	23.92%	23.56%
					每股指标				
					每股收益	1.52	1.57	1.75	1.94
					每股净资产	10.25	11.48	12.91	14.50
					每股经营现金	2.49	1.86	1.80	2.09
					每股股利	0.80	0.43	0.42	0.46
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	2015.58	2008.76	2214.94	2392.24					
PE	20.15	19.45	17.40	15.73					
PB	2.98	2.66	2.36	2.11					
PS	1.16	1.09	1.00	0.93					
EV/EBITDA	10.13	9.42	7.89	6.58					
股息率	2.63%	1.40%	1.37%	1.50%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn