

晨光股份（603899）

证券研究报告

2025 年 09 月 08 日

重视 IP 赋能及出海布局

公司发布 2025 年中期报告

25Q2 公司实现收入 55.6 亿元，同比基本持平；归母净利润 2.4 亿元，同比-5.6%；扣非归母净利润 1.8 亿元，同比-24.7%；

25H1 公司实现收入 108.1 亿元，同比-2.2%；归母净利润 5.6 亿元，同比-12.0%；扣非归母净利润 4.6 亿元，同比-18.6%。

25H1 收入及利润下滑受外部环境及消费者消费偏好、购买习惯和消费场景持续变化影响，公司坚持长期主义，在产品开发、技术创新、原创设计、IP 赋能、绿色化、数字化、全球化等方向发力，稳定推进传统核心业务发展，持续发展壮大新业务，推动组织升级与变革，有望重拾增长。

25H1 毛利率 19.5%，同比基本持平，归母净利率 5.2%，同比-0.6pct。

25H1 分产品：①书写工具收入 11.4 亿元，同比-0.2%，毛利率 45.6%，同比+2.6pct；②学生文具收入 14.3 亿元，同比-8.5%，毛利率 36.3%，同比+0.9pct；③办公文具收入 16.1 亿元，同比-8.5%，毛利率 26.0%，同比+0.4pct。

传统业务：短期经营承压，重视 IP 赋能及海外布局

25H1 剔除关联交易后，公司传统核心业务营业收入较去年同期减少 7%，我们预计系外部消费环境及购买习惯等因素影响。25H1 晨光科技实现收入 5.56 亿元，同比增长 15.14%，公司加速新渠道发展，快速实现市场排位力。

公司持续聚焦产品力提升，通过以消费者洞察为源点的产品创新和更贴近用户内心世界的推广创新，培育好看、好用的高品质、强功能、IP 属性产品。公司构建了多元化 IP 合作生态，以自主 IP 孵化、IP 运营、品牌联合开发、潮玩衍生为核心模式，以长期主义运营 IP。通过自主 IP 孵化和与国内外热门 IP 合作相结合的方式，进行 IP 产品矩阵的深度运营，积极布局年轻人喜爱的 IP 与二次元产品，让产品兼具实用价值（好用）、兴趣价值和情绪价值（好玩）。25H1 公司与腾讯视频达成战略合作，推出《剑来》和《斩神》等国漫 IP 全新联名产品，获得市场的良好反馈。

此外，公司积极开发海外市场，深化海外市场本土化布局，围绕“找对店，上对货”的策略，聚焦海外重点国家，持续聚焦品类阵地打造。海外业务模式、渠道模式、团队模式、产品模式等不断打磨成型，为公司海外市场的持续发展奠定坚实的基础。25H1 公司继续拓展非洲和东南亚市场，海外市场整体实现快速增长。

科力普：聚焦四大业务板块，业务稳中向好

25H1 科力普收入 61.3 亿元，同比+0.2%，在充满挑战的外部环境下，科力普科技集团保持战略定力，坚定发展信心，业务保持稳定向好。科力普聚焦发展四大业务板块，办公一站式、MRO 工业品、营销礼品和员工福利，着力拓展 MRO 工业品及营销礼品供应链的开发，新兴业务版块占比快速提升；同时积极推进数字化建设，在全国范围内不断优化仓储布局和效率。

零售大店：品牌升级+品类拓展，保持稳健增长

25H1 晨光生活馆（含九木杂物社）收入 7.79 亿元，同比+7.0%，其中，九木杂物社实现营业收入 7.6 亿元，同比+9.5%。截至 25H1 公司在全国拥有超 830 家零售大店。产品拓展方面，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提升，进一步丰富产品结构及品牌市场吸引力。渠道拓展方面，九木杂物社线下渠道数量持续拓展，启动多店型测试，针对不同商圈属性调整商品组合与场景设计，实现门店定位与商圈客群的高度匹配。

投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	920.97
流通 A 股股本(百万股)	920.97
A 股总市值(百万元)	28,522.45
流通 A 股市值(百万元)	28,522.45
每股净资产(元)	9.26
资产负债率(%)	42.28
一年内最高/最低(元)	38.95/25.01

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《晨光股份-公司点评:加码 IP 再起航》 2025-06-10
- 2 《晨光股份-季报点评:积极推进 IP、出海业务发展，经营改善可期》 2025-05-07
- 3 《晨光股份-年报点评报告:坚持长期主义，积极拥抱 IP》 2025-03-27

下调盈利预测，维持“买入”评级

公司持续提升 IP 重视度，有望赋能主业及零售大店业态成长，考虑当前经营环境我们调整盈利预测，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 14.2/15.6/17.5 亿元（25-27 年前值为 15.6/17.3/19.3 亿元），对应 PE 分别为 20X/18X/16X。

风险提示：竞争环境加剧，商场客流量下滑，海外市场拓展不及预期等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23,351.30	24,228.25	25,298.09	27,758.99	31,144.13
增长率(%)	16.78	3.76	4.42	9.73	12.19
EBITDA(百万元)	2,193.15	2,065.04	1,969.10	2,151.37	2,406.96
归属母公司净利润(百万元)	1,526.80	1,395.84	1,419.60	1,560.69	1,751.17
增长率(%)	19.05	(8.58)	1.70	9.94	12.20
EPS(元/股)	1.66	1.52	1.54	1.69	1.90
市盈率(P/E)	18.68	20.43	20.09	18.28	16.29
市净率(P/B)	3.64	3.20	2.96	2.74	2.55
市销率(P/S)	1.22	1.18	1.13	1.03	0.92
EV/EBITDA	12.93	10.01	10.31	9.03	7.56

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,239.12	4,962.22	5,817.29	6,638.88	7,750.99
应收票据及应收账款	3,625.67	3,878.06	2,009.85	5,372.07	3,129.24
预付账款	72.86	90.74	84.46	118.23	97.83
存货	1,578.09	1,545.87	1,737.89	2,126.03	2,051.82
其他	1,760.80	3,080.68	3,047.84	3,228.15	3,169.09
流动资产合计	12,276.54	13,557.56	12,697.34	17,483.36	16,198.97
长期股权投资	37.23	33.58	33.58	33.58	33.58
固定资产	1,634.65	1,527.72	1,416.41	1,300.11	1,178.80
在建工程	95.39	148.52	161.92	170.22	180.42
无形资产	447.30	432.07	429.81	407.56	385.31
其他	822.85	887.34	892.23	913.07	992.88
非流动资产合计	3,037.43	3,029.22	2,933.95	2,824.53	2,770.99
资产总计	15,313.96	16,586.79	15,631.29	20,307.89	18,969.96
短期借款	190.17	341.06	272.85	218.28	174.62
应付票据及应付账款	4,854.34	5,006.49	3,209.41	6,900.54	4,616.94
其他	1,383.66	1,249.09	1,488.22	1,684.72	1,793.40
流动负债合计	6,428.18	6,596.63	4,970.48	8,803.54	6,584.97
长期借款	30.03	6.00	5.50	5.40	5.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	398.56	405.11	445.62	490.18	539.20
非流动负债合计	428.58	411.11	451.12	495.58	544.50
负债合计	6,962.80	7,151.09	5,421.60	9,299.12	7,129.47
少数股东权益	517.99	525.83	567.28	608.95	653.56
股本	926.60	923.83	920.97	920.97	920.97
资本公积	373.09	840.32	703.59	703.59	703.59
留存收益	6,751.38	7,408.23	8,117.85	8,825.25	9,582.36
其他	(217.89)	(262.52)	(100.00)	(50.00)	(20.00)
股东权益合计	8,351.16	9,435.69	10,209.69	11,008.76	11,840.49
负债和股东权益总计	15,313.96	16,586.79	15,631.29	20,307.89	18,969.96

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,643.94	1,454.73	1,419.60	1,560.69	1,751.17
折旧摊销	303.96	296.58	233.56	238.56	243.56
财务费用	20.13	18.55	2.32	5.82	8.92
投资损失	3.93	0.36	1.34	1.88	1.19
营运资金变动	504.02	11.15	104.57	(23.13)	210.71
其它	140.61	507.96	82.91	91.95	103.17
经营活动现金流	2,616.60	2,289.34	1,844.29	1,875.77	2,318.72
资本支出	140.50	155.90	92.89	63.74	61.18
长期投资	(2.49)	(3.65)	0.00	0.00	0.00
其他	(107.89)	(1,727.09)	(227.96)	(173.86)	(172.50)
投资活动现金流	30.12	(1,574.84)	(135.07)	(110.12)	(111.32)
债权融资	117.19	148.92	(125.63)	(90.49)	(72.67)
股权融资	(819.91)	(495.97)	(728.51)	(853.57)	(1,022.62)
其他	(68.41)	(351.52)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(771.12)	(698.57)	(854.14)	(944.06)	(1,095.29)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,875.59	15.93	855.08	821.58	1,112.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,351.30	24,228.25	25,298.09	27,758.99	31,144.13
营业成本	18,946.90	19,649.75	20,550.82	22,578.05	25,359.92
营业税金及附加	96.77	95.65	100.11	109.85	123.25
销售费用	1,550.24	1,738.04	1,770.87	1,937.58	2,164.52
管理费用	817.24	981.80	961.33	1,027.08	1,121.19
研发费用	177.53	189.15	184.68	194.31	218.01
财务费用	(54.68)	(39.62)	2.32	5.82	8.92
资产/信用减值损失	(10.09)	(41.29)	(20.95)	(24.11)	(28.78)
公允价值变动收益	27.19	54.36	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.93)	(0.36)	(1.34)	(1.88)	(1.19)
其他	(126.49)	(157.84)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	1,930.61	1,758.62	1,705.68	1,880.30	2,118.35
营业外收入	59.66	78.13	76.12	77.13	76.62
营业外支出	10.80	15.49	14.14	13.14	13.40
利润总额	1,979.47	1,821.26	1,767.66	1,944.28	2,181.58
所得税	335.53	366.52	265.15	291.64	327.24
净利润	1,643.94	1,454.73	1,502.51	1,652.64	1,854.34
少数股东损益	117.14	58.89	82.91	91.95	103.17
归属于母公司净利润	1,526.80	1,395.84	1,419.60	1,560.69	1,751.17
每股收益（元）	1.66	1.52	1.54	1.69	1.90

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	16.78%	3.76%	4.42%	9.73%	12.19%
营业利润	20.03%	-8.91%	-3.01%	10.24%	12.66%
归属于母公司净利润	19.05%	-8.58%	1.70%	9.94%	12.20%
获利能力					
毛利率	18.86%	18.90%	18.77%	18.66%	18.57%
净利率	6.54%	5.76%	5.61%	5.62%	5.62%
ROE	19.49%	15.67%	14.72%	15.01%	15.65%
ROIC	79.79%	98.69%	88.99%	112.76%	139.76%
偿债能力					
资产负债率	45.47%	43.11%	34.68%	45.79%	37.58%
净负债率	-57.44%	-46.74%	-52.78%	-57.18%	-63.10%
流动比率	1.88	2.01	2.55	1.99	2.46
速动比率	1.64	1.78	2.20	1.74	2.15
营运能力					
应收账款周转率	7.06	6.46	8.59	7.52	7.33
存货周转率	14.58	15.51	15.41	14.37	14.91
总资产周转率	1.65	1.52	1.57	1.54	1.59
每股指标（元）					
每股收益	1.66	1.52	1.54	1.69	1.90
每股经营现金流	2.84	2.49	2.00	2.04	2.52
每股净资产	8.51	9.67	10.47	11.29	12.15
估值比率					
市盈率	18.68	20.43	20.09	18.28	16.29
市净率	3.64	3.20	2.96	2.74	2.55
EV/EBITDA	12.93	10.01	10.31	9.03	7.56
EV/EBIT	14.53	11.29	11.70	10.15	8.42

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com