

晨光股份 (603899 CH, 买入, 目标价: RMB33.80)

买入

持有

卖出

预计 2025 年营收端中单位数增长，利润端同比持平

目标价: RMB33.80 当前股价: RMB27.47

股价上行/下行空间 +23%

52 周最高/最低价 (RMB) 36.00/26.76

市值 (US\$mn) 3,592

当前发行数量(百万股) 921

三个月平均日交易额 (US\$mn) 16

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

晨光控股 (集团) 有限公司 58

按 2025 年 12 月 16 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	33.80	33.80	N/A
2025E EPS (RMB)	1.52	1.52	N/A
2026E EPS (RMB)	1.69	1.69	N/A
2027E EPS (RMB)	1.87	1.87	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

- 传统业务有望边际改善，九木继续扩张可期；
- 预计 2025 年营收同比增长 4.8%，归母净利润同比持平；
- 维持盈利预测与买入评级，维持 33.80 元的目标价，对应 20 倍 2026 年 P/E。

传统业务有望边际改善，九木继续扩张可期：晨光在前期业绩会中提及，1) 公司于产品端减量提质，并提供了更多强功能、情绪价值类与 IP 赋能类产品；渠道端与商场中的文具/文创/杂货集合店和精品书店合作，打造精品大店标杆，并增加与行业头部大店的合作粘性、引领优质校边店。晨光 9M25 书写工具/学生文具/办公文具业务的营收降幅已有所收窄，毛利率也有所提升，4Q25 业绩有望继续改善。2) 科力普进一步开拓央企、省级以及市级集采客户，9M25 营收同比增长 6%，4Q25 有望延续其前期表现。9M25 晨光生活馆同比新开 130 余门店至 870 家，推动营收同比增长 7%，其中九木杂物社营收同比增长 9%。四季度九木继续扩张可期。

预计 2025 年营收同比增长 4.8%，归母净利润同比持平：1) 在相对低基数下，我们预计 4Q25 晨光营收同比增长 13.3%，归母净利润同比增长 19.9%，由我们此预计 2025 年全年晨光营收同比增长 4.8% 至 253.9 亿元，归母净利润同比持平于 14.0 亿元。2) 我们预计 2025 年晨光毛利率同比降低 0.1pct 至 18.8%；销售费用率有望环比改善，我们预计全年同比提高 0.3 ppt 至 7.5%；预计全年管理费用率小幅改善 0.1pct 至 4.0%、研发费用率持平于 0.8%。假设全年财务收入占比同样持平，结合其他收益等科目的变动，我们预计晨光 2025 年全年归母净利率小幅降低 0.3pct 至 5.5%。

盈利预测与估值：维持盈利预测与买入评级，维持 33.80 元的目标价，对应 20 倍 2026 年 P/E：我们预计晨光 2025-27 年营收分别同比增长 4.8%/ 9.5%/ 8.5% 至 253.9/ 278.0/ 301.7 亿元；预计 2025 年归母净利润同比持平于 14.0 亿元、2026/27 年归母净利润分别同比增长 11.5%/ 10.5% 至 15.6/ 17.2 亿元。我们继续给予晨光 20 倍 2026 年 P/E，维持目标价 33.80 元不变，较目前股价仍有 23% 的上升空间。**风险提示：**科力普发展不及预期；原材料价格波动风险；宏观经济下行。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	23,351	24,228	25,391	27,803	30,167
息税前利润 (RMBmn)	2,081	1,913	1,863	2,077	2,295
归母净利润 (RMBmn)	1,527	1,396	1,396	1,557	1,721
每股收益 (RMB)	1.65	1.51	1.52	1.69	1.87
市盈率 (x)	26.9	21.4	18.1	16.2	14.7

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
营收	24,228	25,391	27,803	30,167
营业收入	24,228	25,391	27,803	30,167
营业成本	(19,650)	(20,618)	(22,577)	(24,466)
毛利润	4,578	4,773	5,226	5,701
管理及销售费用	(2,909)	(3,105)	(3,346)	(3,605)
息税前利润	1,913	1,863	2,077	2,295
息税折旧及摊销前利润	2,207	2,183	2,401	2,632
利息收入	(64)	(14)	(18)	(22)
利息支出	(27)	(27)	(27)	(27)
税前利润	1,821	1,822	2,032	2,245
所得税	(367)	(367)	(409)	(452)
净利润	1,396	1,396	1,557	1,721
基本每股收益 (RMB)	1.51	1.52	1.69	1.87

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,558	14,109	15,355	16,637
货币资金	4,962	5,122	5,723	6,397
应收账款	3,861	4,046	4,430	4,807
存货	1,546	1,735	1,962	2,159
其他流动资产	3,189	3,206	3,240	3,274
非流动资产	3,029	3,025	3,029	3,032
固定资产	1,539	1,471	1,478	1,494
无形资产	432	413	393	373
商誉	64	64	64	64
其他	744	827	843	851
资产	16,587	17,134	18,384	19,669
流动负债	6,740	6,777	7,320	7,834
短期借款	341	341	341	341
预收账款	0	0	0	0
应付账款	5,006	5,197	5,629	6,100
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	411	385	385	385
负债	7,151	7,162	7,705	8,218
股份	924	921	921	921
资本公积	840	840	840	840
未分配利润	6,944	7,279	7,758	8,278
归属于母公司所有者权益	8,910	9,387	10,029	10,728
少数股东权益	526	585	650	723
负债及所有者权益	16,587	17,134	18,384	19,669

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,396	1,396	1,557	1,721
折旧摊销	295	320	324	337
利息（收入）/支出	40	42	45	49
其他非现金科目	70	33	66	73
其他	669	0	0	0
营运资本变动	(180)	(150)	(102)	(94)
经营活动产生的现金流量	2,289	1,641	1,890	2,085
资本支出	(294)	(316)	(328)	(340)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(1,281)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(1,575)	(316)	(328)	(340)
股利支出	(739)	(916)	(916)	(1,022)
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	507	(3)	0	0
其他	(466)	(246)	(45)	(49)
筹资活动产生的现金流量	(699)	(1,165)	(961)	(1,071)
现金及现金等价物净增加额	19	160	601	674
自由现金流	2,296	2,274	2,413	2,605

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	3.8	4.8	9.5	8.5
毛利润	4.0	4.2	9.5	9.1
息税折旧及摊销前利润	(7.5)	(1.1)	10.0	9.6
净利润	(8.6)	0.0	11.5	10.5
稀释每股调整收益	(8.3)	0.3	11.5	10.5
盈利率 (%)				
毛利率	18.9	18.8	18.8	18.9
息税折旧摊销前利润率	9.1	8.6	8.6	8.7
息税前利润率	7.9	7.3	7.5	7.6
净利率	5.8	5.5	5.6	5.7
净资产收益率	15.7	14.9	15.5	16.0
总资产收益率	8.4	8.1	8.5	8.7
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.1
速动比率	1.8	1.8	1.8	1.8
估值比率 (x)				
市盈率	21.4	18.1	16.2	14.7
市净率	3.4	2.7	2.5	2.4
市销率	1.0	1.0	0.9	0.8

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。