

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

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen1@cindasc.com

相关研究

晨光股份: Q3 业绩环比改善, 传统核心产品结构改善, 科力普增长提速

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

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

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: 传统业务盈利改善, 科力普&杂物社稳健增长

2026 年 04 月 01 日

事件: 公司发布 2025 年年报。2025 全年公司实现收入 250.64 亿元(同比+3.5%), 归母净利润 13.10 亿元(同比-6.1%), 扣非归母净利润 11.24 亿元(同比-8.9%); 单 Q4 实现收入 77.36 亿元(同比+8.8%), 归母净利润 3.62 亿元(同比-3.2%), 扣非归母净利润 3.22 亿元(同比+5.3%)。受益于科力普&杂物社稳健增长态势, 公司 Q4 收入表现稳健; 盈利能力主要受杂物社拖累, 但公司聚焦产品结构优化, 传统业务核心业务盈利改善显著。

产品加速迭代, IP 深度赋能。25Q4 公司传统核心业务收入预计小幅下滑, 延续弱势稳定态势, 但盈利能力显著提升。25Q4 书写工具/学生文具/传统办公分别实现收入 4.33 /6.68/10.02 亿元(同比分别+6.4%/-6.4%/-9.2%), 毛利率分别为 48.6%/37.0%/30.4%(同比分别+1.5/+0.7/-1.0pct)。公司以消费者为中心、聚焦产品力提升, 产品减量提质, 聚焦核心产品上柜率, 围绕“功能价值”与“情绪价值”双重提升, 成功构建多元化 IP 合作生态、推出多款爆品; 此外, 公司持续推进传统核心业务的全渠道布局, 优化零售运营体系, 加强线上品类的产品线布局及产品力挖掘(开发出平台专供款、联合共创款、定制化款等多维度新品), 助力线上业务 Q4 扭亏为盈。海外市场方面, 聚焦核心城市、核心产品, 逐步形成品类阵地势能, 25 年整体增长 5.9%, 好于国内市场表现。

科力普收入创新高, 零售大店有序扩张。科力普 Q4 实现收入 53.57 亿元(同比+14.6%), 毛利率为 6.02%(同比-0.6pct), 净利率为 2.28%、基本保持稳定。公司深耕存量、拓展增量, 积极拓展新客户、丰富客户结构, 并推进自营和自有产品占比提升, 完善仓储布局, 收入/利润体量同步扩张。此外, 公司拟将科力普集团分拆至港股上市, 未来其融资能力、品牌影响力和市场竞争力均有望全面提升, 成长有望加速。零售大店方面, 25Q4 收入实现 3.91 亿元(同比+8.1%), 截至 25 年底门店数量已超 900 家(Q3 末超 870 家)。九木杂物社作为公司品牌升级桥头堡, 公司围绕门店升级、主题快闪营销、IP 与品类拓展、会员深度营运等维度协同发力, Q4 收入增速达 9.6%, 但受阶段性产品调整及市场竞争影响, 25 年出现 0.79 亿亏损(24 年亏损 0.16 亿元)。

盈利能力&营运能力表现平稳。25Q4 公司毛利率为 15.5%(同比-1.2pct), 归母净利率为 4.68%(同比-0.6pct), 销售/研发/管理/财务费用率分别为 5.8%/0.6%/3.1%/0.1%(同比-0.5/-0.1/-0.6/+0.3pct)。我们判断毛利率短暂承压主要系科力普收入占比提升, 整体费用率持续优化。营运能力方面, 25Q4 公司存货/应收/应付周转天数分别为 28.3/60.6/96.6 天(同比-0.3/+5.3/+6.3 天), 整体表现稳定。

盈利预测: 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 14.4、15.9、17.6 亿元, 对应 PE 为 16.3X、14.8X、13.4X。

风险提示：宏观经济波动、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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	24,228	25,064	26,719	28,605	31,214
增长率 YoY %	3.8%	3.4%	6.6%	7.1%	9.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,396	1,310	1,443	1,592	1,757
增长率 YoY%	-8.6%	-6.1%	10.1%	10.4%	10.3%
毛利率%	18.9%	18.4%	18.2%	18.0%	17.9%
净资产收益率ROE%	15.7%	14.1%	14.8%	15.6%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	1.52	1.42	1.57	1.73	1.91
市盈率 P/E(倍)	16.85	17.95	16.30	14.77	13.39
市净率 P/B(倍)	2.64	2.53	2.42	2.31	2.19

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 1 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13,558	14,926	15,935	17,492	18,884
货币资金	4,962	3,982	4,935	5,835	6,672
应收票据	17	60	42	57	55
应收账款	3,861	4,578	4,547	5,016	5,366
预付账款	91	73	90	90	102
存货	1,546	1,669	1,752	1,896	2,063
其他	3,081	4,565	4,570	4,600	4,626
非流动资产	3,029	3,149	2,693	2,400	2,228
长期股权投资	34	36	36	36	36
固定资产（合计）	1,528	1,682	1,550	1,408	1,256
无形资产	432	429	405	381	357
其他	1,036	1,002	702	575	579
资产总计	16,587	18,075	18,628	19,893	21,112
流动负债	6,740	7,743	7,807	8,539	9,156
短期借款	341	245	235	225	225
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	5,006	5,980	5,981	6,634	7,132
其他	1,392	1,518	1,590	1,680	1,799
非流动负债	411	455	455	445	445
长期借款	6	36	26	16	16
其他	405	419	429	429	429
负债合计	7,151	8,198	8,261	8,984	9,601
少数股东权益	526	589	642	705	778
归属母公司股东权益	8,910	9,288	9,725	10,204	10,734
负债和股东权益	16,587	18,075	18,628	19,893	21,112

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24,228	25,064	26,719	28,605	31,214
同比（%）	3.8%	3.4%	6.6%	7.1%	9.1%
归属母公司净利润	1,396	1,310	1,443	1,592	1,757
同比（%）	-8.6%	-6.1%	10.1%	10.4%	10.3%
毛利率（%）	18.9%	18.4%	18.2%	18.0%	17.9%
ROE%	15.7%	14.1%	14.8%	15.6%	16.4%
EPS (摊薄)(元)	1.52	1.42	1.57	1.73	1.91
P/E	16.85	17.95	16.30	14.77	13.39
P/B	2.64	2.53	2.42	2.31	2.19
EV/EBITDA	10.65	9.96	8.14	7.73	7.16

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24,228	25,064	26,719	28,605	31,214
营业成本	19,650	20,463	21,867	23,451	25,636
营业税金及附加	96	100	106	114	124
销售费用	1,738	1,860	1,950	2,031	2,169
管理费用	982	966	989	1,030	1,108
研发费用	189	190	205	218	239
财务费用	-40	-5	-85	-114	-142
减值损失合计	-41	-32	-22	-20	-20
投资净收益	0	10	5	8	8
其他	187	186	141	148	163
营业利润	1,759	1,653	1,810	2,012	2,230
营业外收支	63	55	59	57	58
利润总额	1,821	1,709	1,869	2,069	2,288
所得税	367	348	374	414	458
净利润	1,455	1,361	1,495	1,655	1,830
少数股东损益	59	51	52	63	73
归属母公司净利润	1,396	1,310	1,443	1,592	1,757
EBITDA	2,229	2,173	2,371	2,377	2,449
EPS (当年)(元)	1.52	1.43	1.57	1.73	1.91

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,289	2,282	2,062	2,123	2,155
净利润	1,455	1,361	1,495	1,655	1,830
折旧摊销	553	587	586	422	302
财务费用	19	25	25	24	23
投资损失	0	-10	-5	-8	-8
营运资金变动	260	329	-4	65	42
其它	3	-11	-36	-35	-36
投资活动现金流	-1,575	-1,716	-67	-67	-67
资本支出	-325	-364	-72	-75	-74
长期投资	-1,263	-1,387	0	0	0
其他	13	36	5	8	8
筹资活动现金流	-699	-1,353	-1,043	-1,157	-1,251
吸收投资	507	4	0	0	0
借款	127	-66	-20	-20	0
支付利息或股息	-767	-922	-1,033	-1,137	-1,251
现金流净增加额	19	-784	954	899	837

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，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，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

骆峥，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 年以上消费行业研究经验，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，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

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。