

创源文化 (300703.SZ)

生产+市场确立精品文创细分龙头地位，上调盈利预测

19 年内外因共振提升盈利能力，精益生产壁垒逐步深化。公司 19 年前三季度收入 7.20 亿元，同增 17.82%；归母净利润 0.96 亿元，同增 48.31%，19Q1/Q2/Q3 单季归母净利润增速分别为 406.33%/42.50%/34.80%。**盈利能力：**19 年前三季度毛利率 35.24%，同增 4.32pct；净利率 13.22%，同增 2.75pct。**费用：**19 年前三季度销售/管理（加回研发）/财务费用率分别为 6.84%/14.56%/-0.86%，分别同增 0.41/1.41/0.99pct。**内外因共振显著提升盈利能力及规模，内因：订单规模扩大，同时自 18 年引入的精益生产管理优化管理流程，生产效率处于持续提升过程中；外因：增值税改革、出口退税、汇率及原材料价格下滑多因子共同提升盈利水平及规模。**

生产+市场确立精品文创龙头壁垒，老客户基本盘稳健新市场逐步开拓。生产：宁波+安徽双生产基地柔性生产线多年打磨，当地精品文创产业链基础雄厚，公司可实现十天打样，全产品矩阵半年完全迭代，在产品高度非标情况下完成快速批量生产，精品文创产品引领时尚潮流；**市场：**公司及管理层深耕海外市场多年，客户合作均在五年以上，大客户群体较为分散，18 年前五大客户占总营收比重 42.05%。公司深耕海外市场多年确立合作壁垒，欧美大型品牌、零售商认证周期久，过程复杂、涉及面广，公司已通过沃尔玛、迪士尼、Michaels 等全球知名企业认证要求，获得北美最大工艺品零售商 Michaleks 颁发的最佳合作伙伴奖。除北美外，大洋洲、非洲、欧洲、南美洲、亚洲市场驱动收入增长，高毛利的非洲、亚洲、南美洲 19H1 实现收入 150.2/5087.1/109.5 万元，yoy+12.54%/95.71%/291.96%，毛利率分别为 37.30%/38.45%/39.28%。

高毛利赛道景气度稳健提升，国内 OBM 业务蓄势待发。精品文创消费品（品牌商、零售商）客单值低、渠道加价率高，公司坐拥区域性产业链配套优势以及批量柔性交付优势，海外 ODM 业务多年维持高盈利能力。美国主要客户之一，北美最大工艺品零售商 Michaleks 收入稳健增长，8 年收入复合增长率 3.64%，19 财年实现收入 353.65 亿元，yoy+4.88%。国内市场为公司推广 OBM 重点基地，以线下经销商及电商同步运营，同时与知名品牌进行 ODM 合作，19H1 收入增速亮眼，产品快速迭代引流潮流，预期国内收入延续高增速。

盈利预测及投资建议：公司生产、销售确立优势壁垒，成长性优异，精品文创赛道景气度稳健提升，国内业务发展空间广阔，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.13/1.52/2.04 亿元，对应 EPS 为 0.62/0.83/1.12 元，当前股价对应 PE 为 20.0X，14.9X，11.0X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨风险，宏观经济景气度下行风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	677	800	1,008	1,272	1,603
增长率 yoy（%）	3.5	18.1	26.0	26.2	26.0
归母净利润（百万元）	61	83	113	152	204
增长率 yoy（%）	-19.9	37.6	35.2	34.6	34.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.33	0.46	0.62	0.83	1.12
净资产收益率（%）	10.3	12.8	15.5	18.6	21.5
P/E（倍）	37.2	27.0	20.0	14.9	11.0
P/B（倍）	3.86	3.52	3.14	2.80	2.40

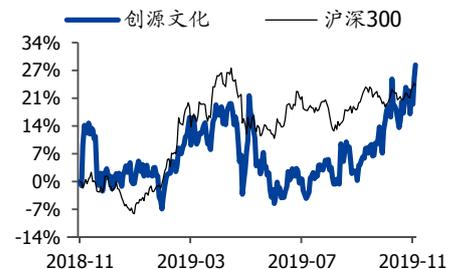
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	买入
最新收盘价	12.33
总市值(百万元)	2,250.85
总股本(百万股)	182.55
其中自由流通股(%)	54.28
30 日日均成交量(百万股)	5.25

股价走势



作者

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

相关研究

- 1、《创源文化（300703.SZ）：中报业绩亮眼，精益生产模式兑现，专注差异化确立竞争壁垒》2019-08-16
- 2、《创源文化（300703.SZ）：领军中高端文教，迎接转型业绩兑现期》2018-12-04



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	607	693	763	833	966
现金	144	194	221	203	256
应收账款	90	138	150	213	244
其他应收款	5	0	9	2	12
预付账款	13	22	22	33	36
存货	64	68	91	110	147
其他流动资产	292	271	271	271	271
非流动资产	201	254	363	424	499
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	163	180	266	345	424
无形资产	14	17	17	17	16
其他非流动资产	24	57	80	63	59
资产总计	808	946	1126	1257	1465
流动负债	214	301	395	440	514
短期借款	66	150	163	213	175
应付账款	60	78	89	122	148
其他流动负债	88	72	143	105	191
非流动负债	10	5	12	14	15
长期借款	5	0	7	10	10
其他非流动负债	5	5	5	5	5
负债合计	224	305	407	454	529
少数股东权益	1	3	2	-0	-2
股本	80	120	183	183	183
资本公积	377	337	277	277	277
留存收益	126	181	243	327	440
归属母公司股东收益	583	639	718	803	938
负债和股东权益	808	946	1126	1257	1465

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	99	51	171	101	284
净利润	60	82	112	150	202
折旧摊销	18	22	26	38	48
财务费用	17	-9	0	12	8
投资损失	-2	-9	-8	-5	-6
营运资金变动	5	-59	41	-93	31
其他经营现金流	-0	24	-0	0	-0
投资活动净现金流	-318	-41	-127	-93	-117
资本支出	28	91	109	61	75
长期投资	0	-4	0	0	0
其他投资现金流	-290	45	-18	-32	-42
筹资活动净现金流	300	40	-17	-84	-76
短期借款	-8	84	13	-9	0
长期借款	-14	-5	7	2	1
普通股增加	20	40	63	0	0
资本公积增加	345	-40	-60	0	0
其他筹资现金流	-42	-39	-40	-77	-77
现金净增加额	76	51	27	-76	90

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	677	800	1008	1272	1603
营业成本	464	550	664	838	1070
营业税金及附加	9	8	12	15	19
营业费用	37	54	62	75	93
管理费用	86	59	142	153	165
财务费用	17	-9	0	12	8
资产减值损失	11	6	10	15	21
公允价值变动收益	0	0	1	0	0
投资净收益	2	9	8	5	6
营业利润	58	89	126	169	232
营业外收入	18	8	8	11	11
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	76	95	133	179	243
所得税	16	13	22	30	41
净利润	60	82	112	150	202
少数股东收益	-0	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	61	83	113	152	204
EBITDA	95	120	162	223	296
EPS (元/股)	0.33	0.46	0.62	0.83	1.12

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	3.5	18.1	26.0	26.2	26.0
营业利润 (%)	-25.8	51.9	41.8	34.5	37.2
归属母公司净利润 (%)	-19.9	37.6	35.2	34.6	34.6
盈利能力					
毛利率 (%)	31.5	31.3	34.1	34.1	33.3
净利率 (%)	8.9	10.4	11.2	11.9	12.7
ROE (%)	10.3	12.8	15.5	18.6	21.5
ROIC (%)	8.9	10.6	12.8	14.9	18.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.8	32.2	36.1	36.1	36.1
净负债比率 (%)	-9.8	-6.0	-6.7	2.7	-7.1
流动比率	2.8	2.3	1.9	1.9	1.9
速动比率	2.5	2.1	1.7	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	6.3	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	7.3	7.9	7.9	7.9	7.9
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.46	0.62	0.83	1.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.06	0.35	0.94	0.55	1.55
每股净资产 (最新摊薄)	3.20	3.50	3.93	4.40	5.14
估值指标 (倍)					
P/E	37.2	27.0	20.0	14.9	11.0
P/B	3.86	3.52	3.14	2.80	2.40
EV/EBITDA	23.22	18.5	13.6	10.2	7.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com