

创源文化 (300703.SZ)

锐意进取迈向新征程，控股股东增持彰显成长信心

年报业绩完成股权激励目标，20Q1、Q2 预计业务短期受疫情扰动。2019 年收入增长主要受募投产能逐步落地，订单承接能力提升驱动，基本盘海外市场稳健增长，国内市场积极开拓：北美实现收入 7.29 亿元，同增 14.01%，欧洲实现收入 0.72 亿元，同增 33.78%，中国境内实现收入 0.39 亿元，同增 177.6%。分品类：时尚文具/手工益智/社交情感/其他类分别同增 22.0%/-0.6%，18.0%/35.4%。疫情影响：20Q1 主要体现为上下游复工推迟，20Q2 预计体现为海外物流效率降低、订单对终端短期冷淡而减少。疫情扰动短期业绩，伴随新渠道、新市场开拓、产品矩阵延伸，精益生产模式巩固，业绩长期向上趋势不改。

ROE 持续提升，长时间维度下现金流、利润增长高于资产扩张。2019 年内外因共同驱动盈利能力提升，2019 年毛利率/净利率分别为 35.13%/12.60%，分别提升 3.86/2.37pct，外因受益于原材料价格下滑、增值税及出口退税改革，内因来自于精益生产初步兑现效率。从费用角度来看，在文具文创行业中，公司是唯一一家以管理费用为主的公司，历年管理费用以研发为主，长期信息化投入带来产品高速迭代以及高效管理上万 SKU 的能力，内生效率持续提升奠定竞争壁垒，长时间维度下现金流、利润增长速度高于资产扩张，过往销售模式较少以销售费用驱动，长期增长质量优异，在当前锐意进取的经营战略下基础扎实。

后端生产信息化夯实，商业模式升级迭代，看好新增长动力：研发投入比例维持高水平确立生产交付壁垒，2019 年在员工扩招 241 人背景下人均创收提升至 45.79 万元，规模效应显现仍有持续改善动力。国内成为 OBM 推广重点基地，线上增加 MCN 直播助力品牌推广，2019 年“修炼内功”夯实生产壁垒，看好 2020 年“业务领先”下多渠道带来新增长动力。

盈利预测与投资建议：新冠疫情对外销可选消费品带来短期压力，当前公司估值及市值接近历史底部，在多渠道布局、产能扩张背景下，当前估值具备性价比及安全边际。我们认为市场普遍低估公司设计能力，公司多年深度同客户参与产品设计研发，使得公司可以较快从“做工厂”向“做产品”延伸，直至当前积极“做市场”，战略重心持续向高壁垒、高附加值迭代我们预计公司 2020-2022 年总收入为 12.72/16.01/19.48 亿元，同期 EPS 为 0.77/1.00/1.26 元，当前股价对应 PE 为 13.5X/10.5X/8.3X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续演化风险，汇率大幅波动风险，原材料价格大幅上涨风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	800	932	1,272	1,601	1,948
增长率 yoy (%)	18.1	16.4	36.6	25.8	21.7
归母净利润 (百万元)	83	118	141	182	230
增长率 yoy (%)	37.6	41.7	19.9	28.6	26.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.46	0.65	0.77	1.00	1.26
净资产收益率 (%)	12.8	16.3	17.4	19.6	20.9
P/E (倍)	22.9	16.2	13.5	10.5	8.3
P/B (倍)	2.98	2.66	2.37	2.07	1.75

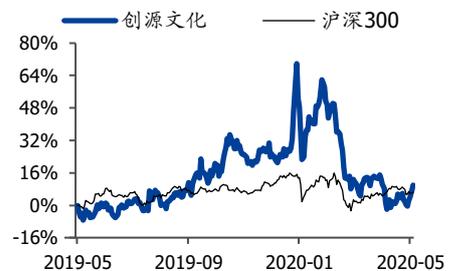
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	10.44
总市值(百万元)	1,905.83
总股本(百万股)	182.55
其中自由流通股(%)	56.04
30 日日均成交量(百万股)	2.30

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)：利润增长符合预期，价值重估在认知提升，维持“买入”评级。》2020-02-20
- 2、《创源文化 (300703.SZ)：认知差待修复，进入新成长周期》2020-01-20
- 3、《创源文化 (300703.SZ)：业绩如期高增。》2020-01-12



内容目录

一、财务数据：盈利能力驱动，2019年ROE显著提升.....	5
1.1 盈利能力：内外因共振利好，降本增效空间大.....	5
1.2 运营效率：固定资产有序扩建，经营效率提升空间大.....	6
1.3 现金流大幅提升维持净流入，长时间维度下增长质量优异.....	8
1.4 估值接近历史底部，控股股东增持彰显长期成长信心.....	10
二、稳扎稳打修炼内功，迈向高速发展新征程.....	10
2.1 生产研发：信息化壁垒逐渐夯实，历年研发投入维持高比例.....	11
2.2 内部经营：员工扩张，人均创收持续上翘，股票激励凝聚战斗力.....	12
2.3 市场战略：海外基本盘持续增长，新市场多渠道开拓.....	13
投资建议：战略重心迭代，估值接近历史底部，维持推荐.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 公司历年 ROE 拆解.....	5
图表 2: 可比公司毛利率.....	5
图表 3: 可比公司净利率.....	5
图表 4: 可比公司费用率.....	6
图表 5: 公司三费变动情况.....	6
图表 6: 历年管理费用结构变化（加回研发）.....	6
图表 7: 公司历年资产结构变化.....	7
图表 8: 应收账款周转率.....	7
图表 9: 存货周转率.....	7
图表 10: 以 2012 年为基准，现金流及零利润增长倍数高于资产扩张速度.....	8
图表 11: 历年经营性现金流净额持续正流入（百万元）.....	8
图表 12: 经营性现金流净额/归母净利润.....	9
图表 13: 收现比历年维持健康水平.....	9
图表 14: 公司历年资产负债率.....	9
图表 15: 公司历年流动、速动比率.....	9
图表 16: 公司与沪深 300 历史 PE (TTM) 的比值.....	10
图表 17: 公司历史市值变化情况，当前接近历史低点.....	10
图表 18: 2020 年战略重心向积极的市场开拓倾斜.....	11
图表 19: 研发投入占总营收比重.....	11
图表 20: 研发人员数量及占比占比.....	11
图表 21: 公司生产车间（部分）.....	12
图表 22: 精益生产信息化项目一览.....	12
图表 23: 人员扩张背景下人均创收持续上翘.....	13
图表 24: 员工数量提升，本科、专科员工比例增加.....	13
图表 25: 股票激励计划.....	13
图表 26: 2019 年公司地缘性收入构成.....	14
图表 27: 四大主要市场收入及增速.....	14
图表 28: 公司国内销售模式及客户.....	14
图表 29: 公司国内市场历年发展情况.....	15

图表 30: 公司品牌电商旗舰店 (部分)	15
图表 31: 内销大型客户及销售平台.....	15

一、财务数据：盈利能力驱动，2019年ROE显著提升

图表1：公司历年ROE拆解

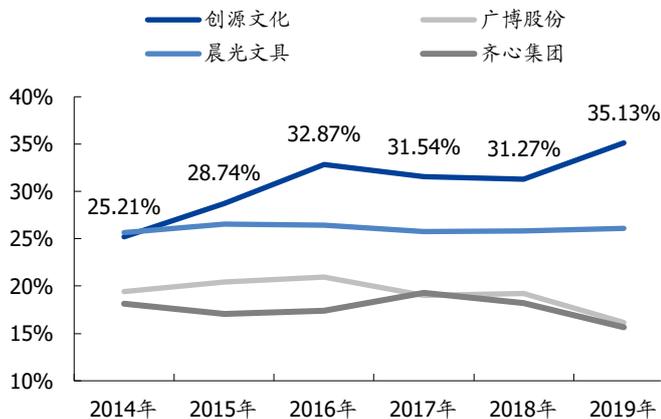
	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2019年	17.41%	12.60%	0.90	1.53
2018年	13.63%	10.23%	0.91	1.44
2017年	15.69%	8.87%	1.06	1.66
2016年	47.38%	11.40%	1.51	2.71
2015年	30.30%	7.10%	1.37	3.12

资料来源：wind，国盛证券研究所

1.1 盈利能力：内外因共振利好，长期降本增效空间大

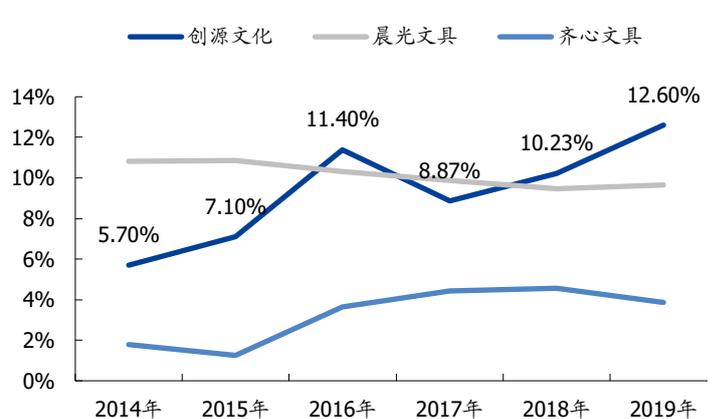
盈利能力：2019年内外因共振拉动盈利能力上行，内生性降本增效提升空间大。2019年毛利率驱动提升显著，**外因：**原材料价格下跌，叠加降税减费及增值税改革。**内因：**精益生产成效显著。

图表2：可比公司毛利率



资料来源：wind，国盛证券研究所

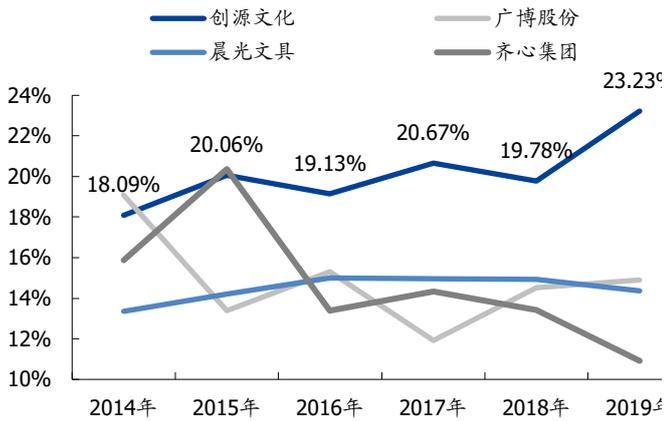
图表3：可比公司净利率



资料来源：wind，国盛证券研究所

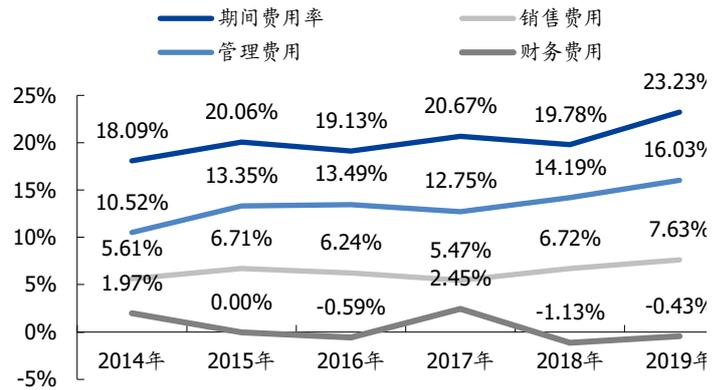
管理费用为费用主要组成部分，费用率伴随规模效应长期摊薄空间大。2019年公司费用率提升3.48pct，主要来自于管理费用中工资及咨询费用拉动。横向比较费用结构，不同于晨光文具、齐心集团、广博股份（以上公司费用结构以销售费用为主，2019年销售费用率分别为8.80%/6.65%/9.60%），公司管理费用为三费中主要组成部分。

图表4: 可比公司费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

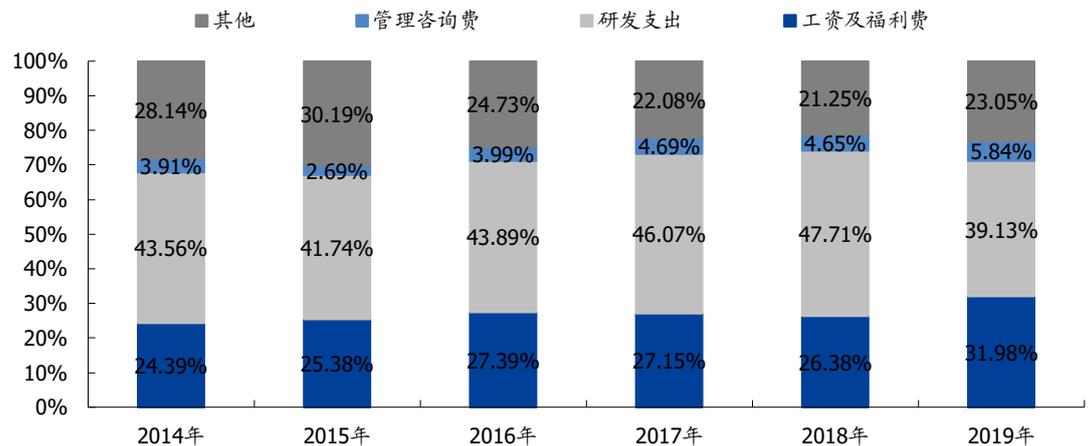
图表5: 公司三费变动情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

管理费用中历年以研发费用为主, 生产端持续投入铸就壁垒。我们认为费用结构的不同在于主要区别在于销售模式以及生产形态。生产端, 公司“SKU 规模庞大、产品迭代速度快、高度非标”等特点决定生产形态持续迭代升级, 研发投入持续维持较高比例, 生产相对渠道, 在整条价值链占据绝对比重。产品高度非标、迭代快决定生产设备以及生产模式非标以及持续迭代, 长时间维度下建立生产壁垒。渠道端: 当前 toB 模式占据绝对比重, 大客户合作时间久关系稳固, toC 以线上销售为主, 广告投放及渠道经营费用相对较少, 收入增长对销售费用投放依赖较少。

图表6: 历年管理费用结构变化(加回研发)



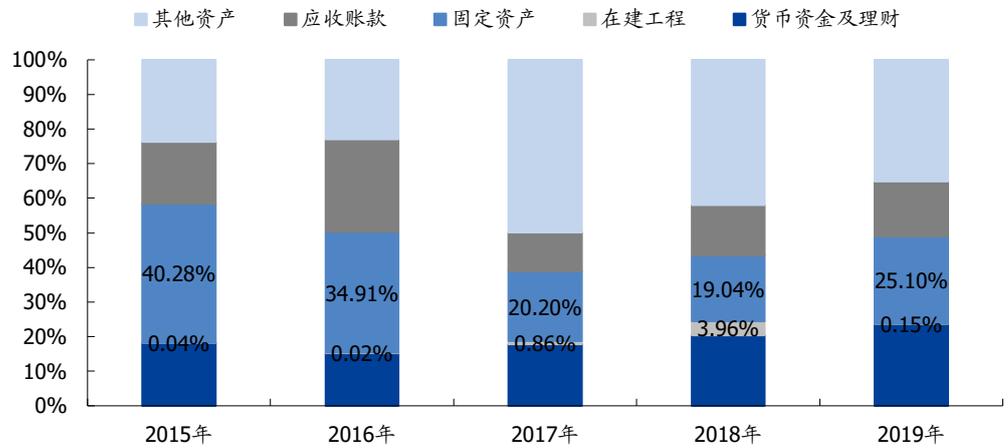
资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 运营效率: 固定资产有序扩建, 经营效率提升空间大

资产效率: 2017年IPO后募投项目有序建设、转固, 国内安徽+宁波双生产基地运作成

熟，越南基地组建多条本册、卡片生产线，利用当地区位、自然资源、关税及所得税等成本优势，经营效率及增长潜力空间较大。账上资金充裕，历年维持15%左右，信息化优势和精益生产改造下经营效率有望进一步提升。伴随募投项目有序投产，产能规模效应逐步体现，ROIC将边际向上，公司报表质量仍有改善持续动力。

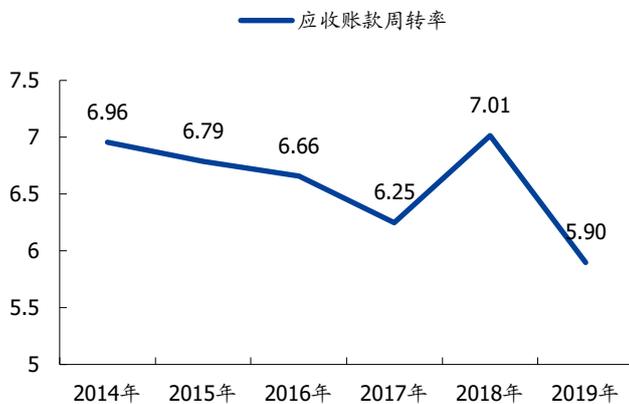
图表7：公司历年资产结构变化



资料来源：wind，国盛证券研究所

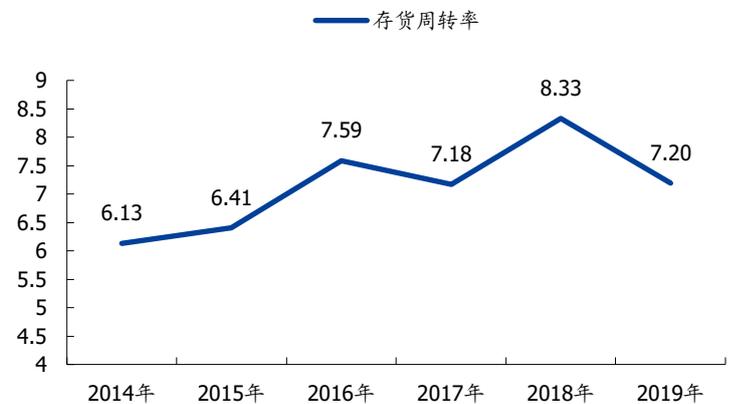
2019年应收账款周转率下滑主要系大型客户，存货周转率下滑主要系原材料增加。应收账款敞口风险具备有效管控，公司向中国出口信用保险公司办理中国出口信用保险，以规避和防范应收账款未能及时回收风险，同时通过开展无追索应收账款保理业务，实现提前收款加快资金回笼，有效规避信用风险。

图表8：应收账款周转率



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表9：存货周转率

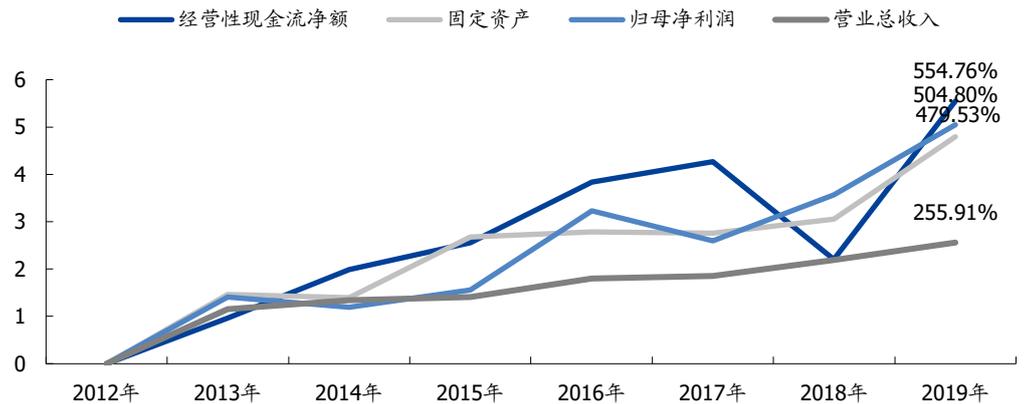


资料来源：wind，国盛证券研究所

1.3 现金流大幅提升维持净流入，长时间维度下增长质量优异

现金流、利润增长速度高于资产扩张，长时间维度下增长质量优异。以2012年为基准，公司在7年的时间维度中，经营性现金流净额、归母净利润增长倍数分别为5.55X/5.05X，固定资产及营业总收入增长倍数分别为4.80X及2.56X，现金流及利润增长高于固定资产扩张，盈利规模扩张速度高于资产扩张速度。公司在成长周期的早期，重视生产研发与产品设计，在生产端构筑规模及效率优势，为当前积极进取扩大规模的经营战略奠定扎实基础。

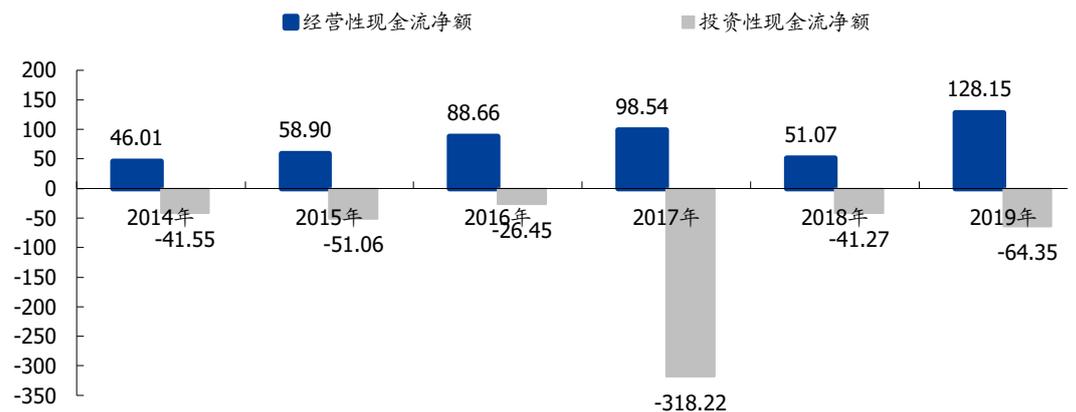
图表 10: 以 2012 年为基准，现金流及净利润增长倍数高于资产扩张速度



资料来源: wind, 国盛证券研究所

历年维持正向经营性现金流，长时间维度下公司利润现金含量、收现比维持优异水平，内生造血能力强。

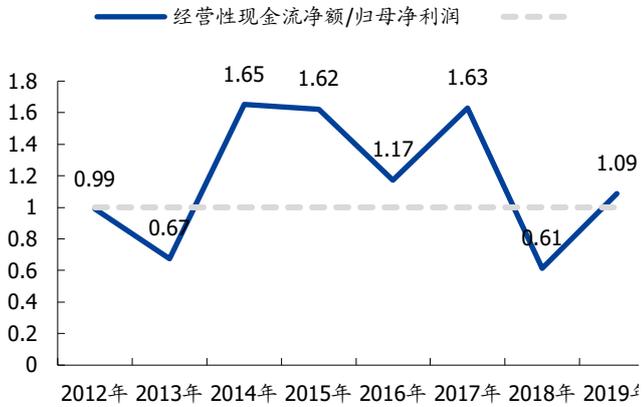
图表 11: 历年经营性现金流净额持续净流入 (百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

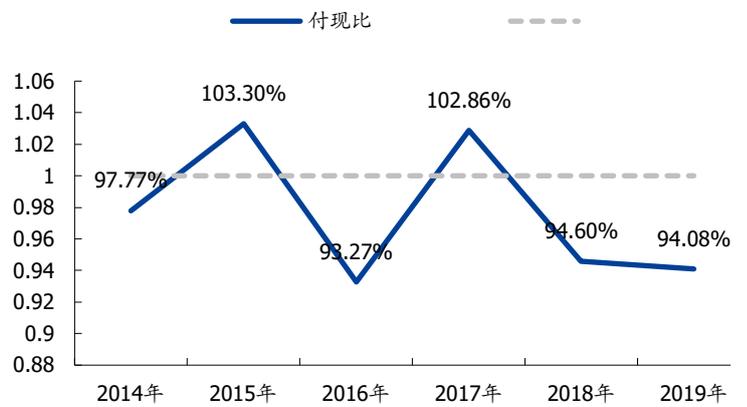
经营性现金流净流入多年超过净利润，收现比维持健康水平。经营性现金流净额/归母净利润指标优异，长时间维度下收入现金含量高，收现比持续维持90%以上，内生“造血”能力强。

图表 12: 经营性现金流净额/归母净利润



资料来源: wind, 国盛证券研究所

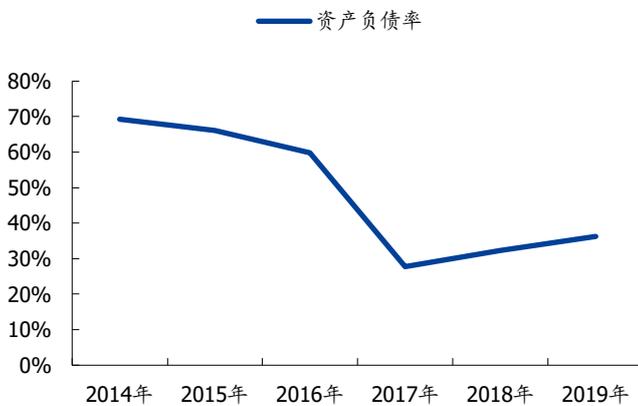
图表 13: 收现比历年维持健康水平



资料来源: wind, 国盛证券研究所

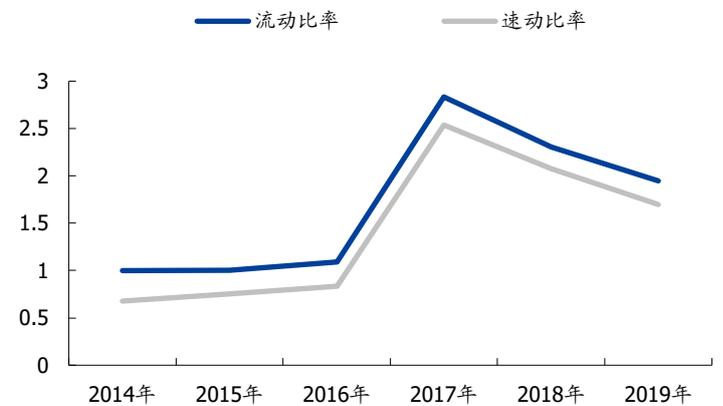
经营杠杆: IPO 后资产负债率维持较低健康水平, 账上现金充裕, 历年经营性现金流持续净流入, 2019 年经营性现金流净额大幅提升。

图表 14: 公司历年资产负债率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 公司历年流动、速动比率

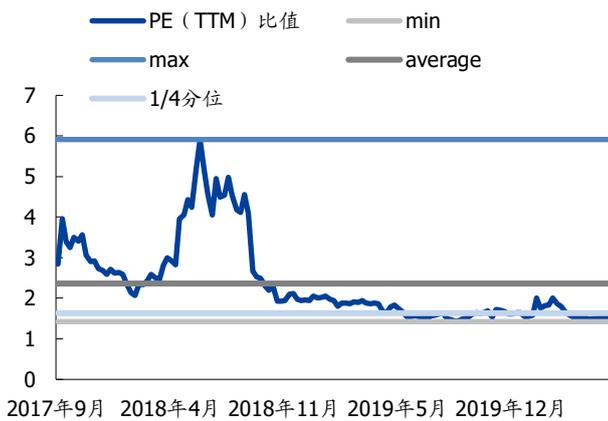


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.4 估值接近历史底部，控股股东增持彰显长期成长信心

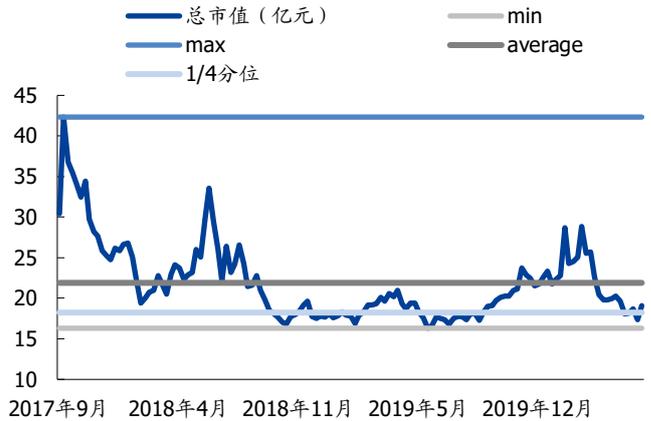
公司当前与沪深 300PE (TTM) 比值为 **1.61**，接近上市以来最低点 (**1.42**)。受新冠疫情影响，可选消费类出口型公司短期承压，公司当前市值接近历史最低点。从疫情影响动线来看，2月国内疫情影响峰值开始回落，3月后影响动线向海外转移，海外物流及终端消费场景短期承压。疫情期间公司在内销线上渠道加大营销力度，通过拼多多、抖音等直播平台引流。同时一季度为公司销售淡季，后续伴随疫情逐步缓解，终端客流回暖，判断公司旺季备货效率及规模优势有望突出显现，当前估值具备性价比及安全边际。

图表 16: 公司与沪深 300 历史 PE (TTM) 的比值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 公司历史市值变化情况，当前接近历史低点



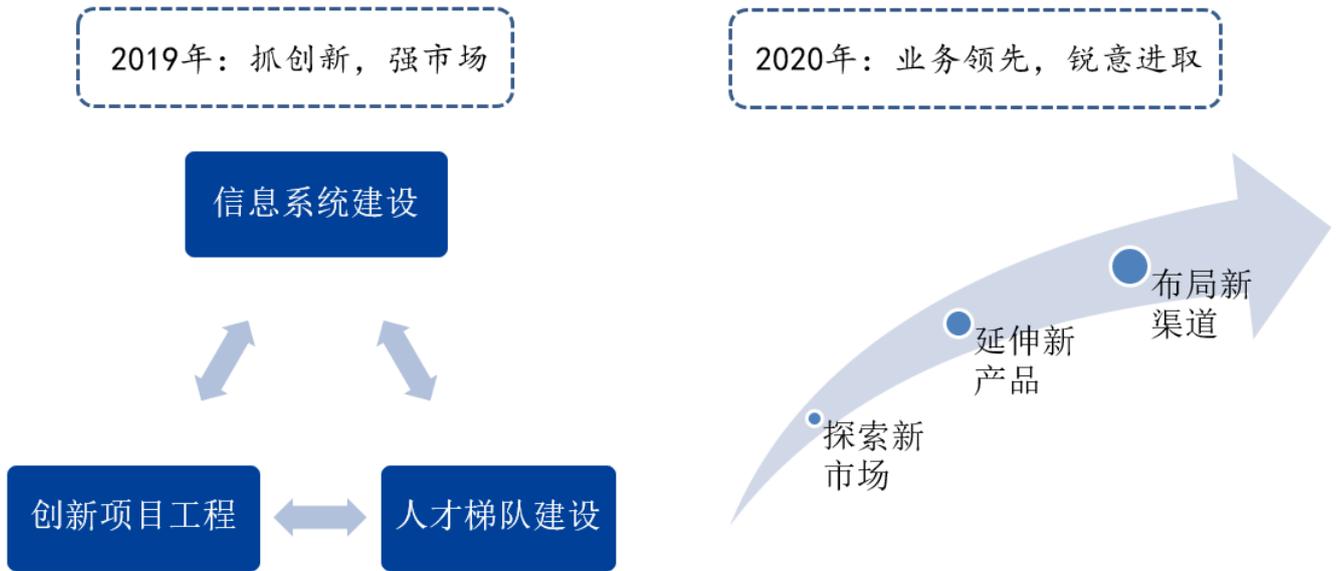
资料来源: wind, 国盛证券研究所

控股股东底部增持彰显发展信心。控股股东合力咨询 5 月末增持公司股份 224800 股，占总股本 0.12%，当前持股比例达 30.81%，后续 6 个月内拟持续累计增持金额 300-500 万元（含本次增持部分），彰显对公司未来发展信心以及投资价值认同。

二、稳扎稳打修炼内功，迈向高速发展新征程

从经营层面来讲，**2019-2020 年**为公司由“修炼内功”转向追求“强市场”的拐点之年。2019 年经营重心围绕内功提炼，主要针对“创新工程、人才梯队建设、信息技术系统”三大工程，为 2020 年开始的扩张周期建立坚实的基础。公司业务模式特性为“小批量，多批次”，生产管理超过 2 万 SKU，在快速扩张期前夯实前后端生产能力尤为关键，生产壁垒为公司高速发展奠定基础。

图表 18: 2020 年战略重心向积极的市场开拓倾斜

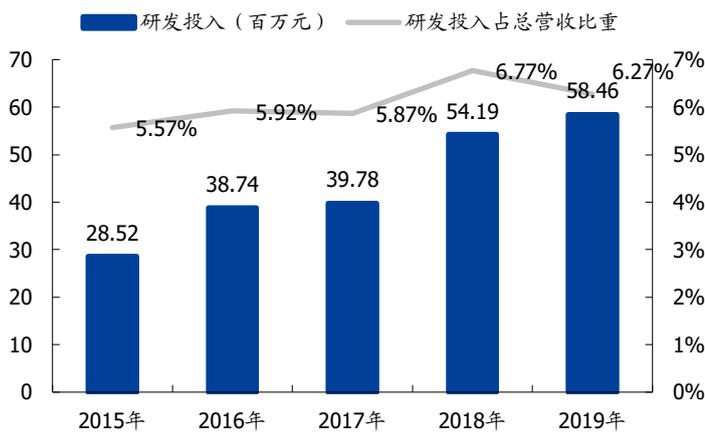


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.1 生产研发：信息化壁垒逐渐夯实，历年研发投入维持高比例

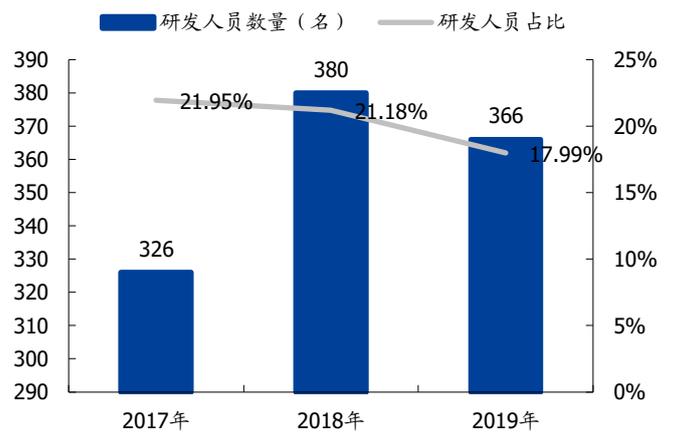
公司基于生产特性，历来重视信息化建设，2019 年是公司信息化建设年，引入 SAP 形成高效办公网络，缩短业务流程时间。

图表 19: 研发投入占总营收比重



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 20: 研发人员数量及占比



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 21: 公司生产车间 (部分)



资料来源: Cre8 实验室公众号, 国盛证券研究所

信息化建设持续精进, 经营效率持续提升。2018 年引入精益生产管理模式, 旨在提高柔性化生产效率, 在庞大 SKU, 以及快速交付要求的背景下提升经营效率。2019 年重点提升信息化建设, 引入 SAP 系统, 旨在融合、重塑各项业务流程, SAP 系统与当前 MES、SRM、CRM、ERP 系统相互链接, 形成高效办公网络, 缩短业务流程周转时间, 提升业务部门运营效率。

图表 22: 精益生产信息化项目一览

项目	全称	主要作用
SAP	企业管理解决方案	优化现代企业运行模式, 改善业务流程
MES	智能制造自动化系统	制造流程优化、数据分析, 持续提升生产效率
SRM	供应链关系管理系统	优化上游供应商合作, 降低成本提高效率
CRM	客户关系管理系统	数据化下游客户交互行为, 持续优化后期决策

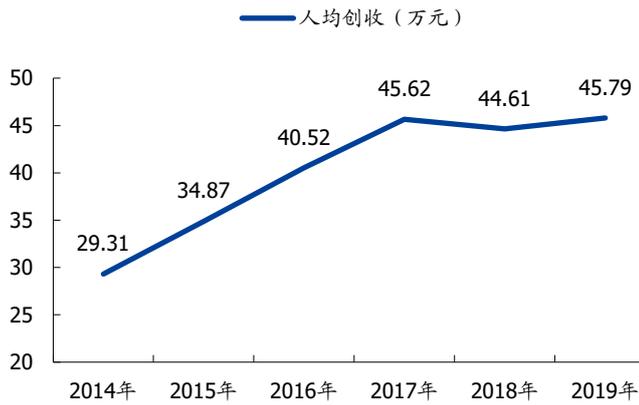
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 内部经营: 员工扩张, 人均创收持续上翘, 股票激励凝聚战斗力

2019 年员工扩招彰显战略扩张计划, 经营效率提升背景下公司人均创收持续上翘。员工数量变化体现公司对未来业绩判断以及战略规划, 2019 年在员工数量增加 241 人情况下, 人均创收依然获得提升, 2014-2019 年公司人均创收 CAGR 约 9.3%。

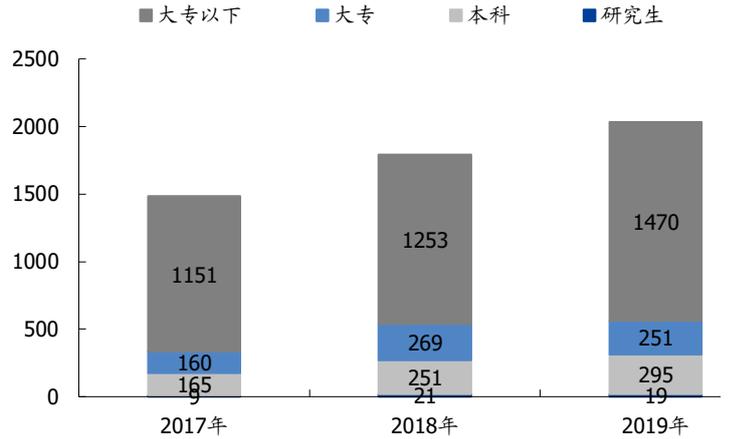
从员工结构角度, 整体教育程度持续提升, 本科学历员工占比由 2017 年的 11.11% 提升至 2019 年的 14.50%, 大专学历员工占比由 2017 年的 10.77% 提升至 2019 年的 12.33%。

图表 23: 人员扩张背景下人均创收持续上翘



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 员工数量提升, 本科、专科员工比例增加



资料来源: wind, 国盛证券研究所

股票激励凝聚战斗力, 覆盖公司员工及高管 160 人, 2019 年利润目标如期达成。激励计划中骨干员工占激励份额 82.81%, 整体团队利益绑定。激励落地需满足收入或净利润增长考核目标, 2019 年利润目标如期达成。

图表 25: 股票激励计划

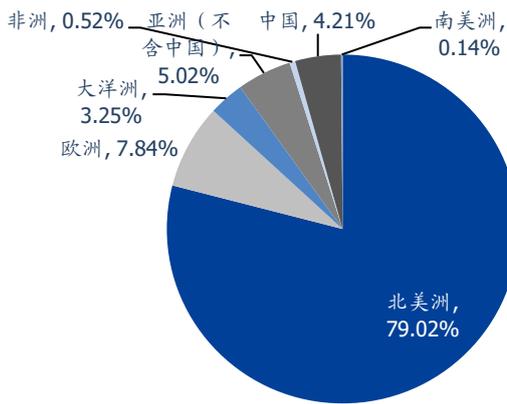
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
收入 (百万元)	800.27	1008.34	1272.43	1600.54
相对 18 年增长			59%	100%
YoY		26%	26.19%	25.59%
净利润 (百万元)	83.26	112.40	151.53	204.82
相对 18 年增长			82%	146%
YoY		35%	34.81%	35.16%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 市场战略: 海外基本盘持续增长, 新市场多渠道开拓

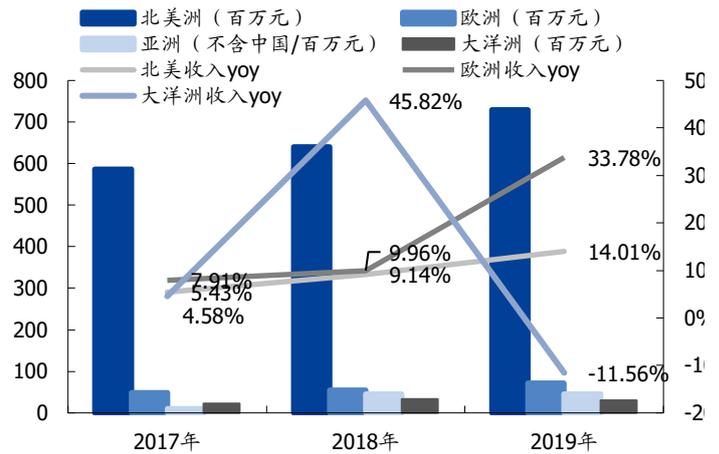
海外市场持续增长, 市场壁垒持续夯实。关于公司客户粘性我们认为市场尚未充分认知, 除保障快速交付及产品质量稳定性以外, 客户粘性之一在于同客户共同参与产品开发, 公司设计研发团队同客户共同打造生命周期长、贴近市场风格的爆款产品, 提供高附加值设计研发服务, 长期合作构筑资源壁垒。

图表 26: 2019 年公司地缘性收入构成



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 四大主要市场收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

中国市场增长亮眼，2019 年实现收入 0.39 亿元（去年同期 0.14 亿元），多渠道布局看好增长趋势。国内收入占比较低但自 2017 年起增长趋势迅猛，2019 年除延续大客户拓展外，大力开拓线上 OBM 模式，通过网点集群和平台直播 MCN 模式打造较强运营能力和引流能力，看好公司线上模式走向成熟带来自有品牌产品更高增速增长。

图表 28: 公司国内销售模式及客户



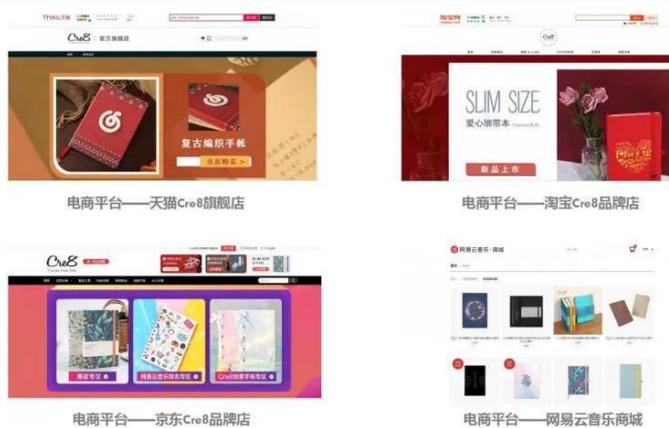
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 公司国内市场历年发展情况

年份	运营主体	主要渠道	大型客户	销售模式	内销收入(百万元)
2017年	纸器时代	线下	-	OBM	0.81
2018年	宁波创源文创、杭州创源文创、杭州少女心选	线下代理商、订货会/线上淘宝、天猫、京东等	网易云音乐等	OBM+ 大客户 ODM	14.01
2019年	宁波创源文创、杭州创源文创、杭州少女心选	线下批发、线下代理商、订货会/线上各大平台+直播引流	网易云音乐、小米、蔚来汽车等	OBM+ 大客户 ODM	38.89

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 公司品牌电商旗舰店(部分)



资料来源: Cre8 实验室公众号, 国盛证券研究所

图表 31: 内销大型客户及销售平台



资料来源: Cre8 实验室公众号, 国盛证券研究所

投资建议: 战略重心迭代, 估值接近历史底部, 维持推荐

在长时间维度下公司增长质量优异, 现金流及净利润增长更快于资产扩张速度。公司经营方面, 常年重视研发投入, 依托生产端建立高效、精细化壁垒, 公司可以高效交付复杂产品矩阵、管理上万 SKU 受益于持续夯实。在设计端, 我们认为市场普遍低估公司 OBM 能力, 公司同传统大型客户采取共同研发、设计模式, 在 ODM 模式下公司参与设计权重较大, 使得公司可以较快从“做工厂”向“做产品”延伸, 直至当前积极“做市场”, 战略重心持续向高壁垒、高附加值迭代。从估值角度来看, 疫情下可选消费外销企业订单短期承压, 当前 PE 及市值接近历史底部, 具备长短期性价比及安全边际。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 12.72/16.01/19.48 亿元, 同比增长 36.6%/25.8%/21.7%, 当前股价对应 PE 为 13.5X/10.5X/8.3X, 维持“买入”评级。

风险提示

疫情持续演化风险。美国为公司主要销售市场,新冠疫情下海外市场客流面临一定压力,影响订单情况。虽然一季度为公司销售淡季、新渠道发力贡献收入,疫情持续演化可能导致公司订单量持续面临压力。

汇率大幅波动风险。公司海外市场占总收入比重较大,汇率大幅波动可能影响公司利润。

原材料价格大幅上涨风险。原材料成本为公司主要成本之一,原材料价格大幅上涨可能影响公司利润。

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所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