

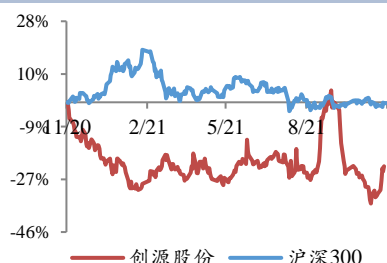
收入攀升至历史高点，利润率进入复苏通道

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-11-15

收盘价（元）	9.98
近 12 个月最高/最低（元）	13.41/8.30
总股本（百万股）	184
流通股本（百万股）	172
流通股比例（%）	93.62
总市值（亿元）	18
流通市值（亿元）	17

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 收入攀升至历史高位。

公司前三个季度分别实现营业收入 2.55/3.75/4.1 亿元，同比分别 +101.94%/+7.21%/+35.64%。疫情打乱产品结构，目前传统核心业务复苏趋势强劲：分产品来看，21H1 公司时尚文具/手工益智/社交情感/运动健身分别实现收入 3.45/0.73/0.61/0.68 亿元，同比+59.87%、+52.27%、+31.23%、+93.58%。公司产品依赖线下体验，但自去年以来疫情严重冲击线下渠道，公司依托高度柔性生产形态，调整产品结构，具体表现为跨境电商以及居家相关的体育健身用品高增长，传统高毛利文创类线下产品在冲击后强势复苏，我们也观察到疫情倒逼高增长的体育健身用品增长趋势不改。

● 利润进入修复通道。

(1) 疫情打乱产品结构，2020 年传统高毛利文教休闲产品营收占比下滑 21%。公司被动调整产品结构发力线上渠道建设，线上及低毛利产品销售占比提升拉低整体盈利水平。2020 年公司毛利率/净利率分别为 22.39%、4.22%，同比-12.74/-8.38pct。(2) 20Q4 以来原材料、汇率、海运等因素使利润承压。20 Q4 以来海运成本冲高，美东/美西航线的出口集装箱运价指数最高涨幅分别+1803.82/+1699.72 点。公司主要出口为 FOB 模式，但跨境电商高增长下，高运费承受压力。此外，21H1 国内浆纸价格联动大涨，最高涨幅接近 3000 元/吨，公司纸张成本占总生产成本约 45%，纸价大涨压低盈利空间。(3) 经营角度，自 2020 年起公司处于产能扩张阶段，安徽及越南基地产能及工人扩张。公司前三个季度净利率分别为 1.57%/0.23%/4.36%，疫情前常态净利率约 8-13%。当前纸价回落，海运价格边际下滑，高毛利传统业务复苏，产能扩张后着力降本，看好公司利润率进入复苏通道。

● 逆势扩产能拓新品，内销发力表现亮眼。

公司自疫情以来主动采取进取策略，一方面逆势扩张产能，另一方面完善跨境电商业务，并积极拓展运动、生活家居类新品。短期看费用投放加大，利润承压，但新产能及生产团队逐步磨合，订单需求充沛，看好产能扩张后步入内生降本周期。

内销方面，公司坚定主打自有品牌，并联合知名 IP 开发新品，21H1 公司自有品牌营收同比+16%；同时持续推进线下经销商渠道建设，目前已进驻多家精品书店。线上发力直播电商渠道，未来有望持续放量。

● 盈利预测：Q4 营收有望超预期，利润进入环比上升通道

收入高增长验证需求旺盛，逆势扩张产能，全面迎接后疫情时代。疫情倒逼公司跨境电商以及居家用品（体育健身等）业务走向成熟，在当前角度，疫情受益产品延续高增长走向成熟（体育健身类上半年收入同增 93.6%至 0.68 亿元），疫情受损产品有望全面迎接海外线下渠道复苏。

利润角度：公司前三季度归母净利润分别为 272.25/-23.87/1706.03 万

元。纸价当前已回落至较低位置（白卡 9800+回落至 6000+，文化纸 7400+回落至 5500+），近期海运费有边际回落预期。2020 年疫情严重冲击公司线下渠道，2021 年面临原材料、海运、汇率等压力，同时在行业压力下进行产能扩张，伴随收入延续高增长，我们判断公司进入利润率上升通道。国内业务线上线下布局积极，若伴随新生代父母支付意愿提升，及三孩政策带来文教类产品需求增长，公司主营时尚文具及益智类产品需求具备较大潜力。我们预计公司 2021-2023 年实现收入营收 15.02/20.11/24.26 亿元，分别同增 38.3%/33.8%/20.7%，实现归母净利润 0.39/1.45/2.01 亿元，分别-25.7%/+277.7%/+38%，首次覆盖，给与“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。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1087	1502	2011	2426
收入同比 (%)	16.6%	38.3%	33.8%	20.7%
归属母公司净利润	52	39	145	201
净利润同比 (%)	-56.1%	-25.7%	277.7%	38.0%
毛利率 (%)	29.9%	26.7%	28.6%	30.3%
ROE (%)	7.3%	5.1%	16.3%	18.3%
每股收益 (元)	0.00	0.21	0.79	1.09
P/E	35.76	47.26	12.51	9.07
P/B	2.68	2.43	2.03	1.66
EV/EBITDA	16.42	36.94	10.54	6.61

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1.创源股份：中高端文教用品领军者	5
2.盈利预测	9
风险提示：	10
财务报表与盈利预测	11

图表目录

图表 1 公司主要产品	5
图表 2 2016 年至今公司营收表现	6
图表 3 2016 年至今公司归母净利润表现	6
图表 4 历年来公司各类产品收入占比	6
图表 5 历年来公司各地区收入占比	6
图表 6 公司毛利率水平行业领先	7
图表 7 公司分产品毛利率表现	7
图表 8 疫情爆发以来海运成本高涨	8
图表 9 国内文化纸日度均价走势	8
图表 10 公司历年来利润率情况	8
图表 11 2015 年至今公司研发投入及占比	9
图表 12 2017 年至今公司研发人员数量及占比	9
图表 13 公司研发投入占比远超可比公司	9
图表 14 公司研发团队人数占比行业领先	9

1. 创源股份：中高端文教用品领军者

公司是一家集研发、生产、销售为一体的纸质时尚文教、休闲文化用品外向型企业。公司产品及所涉行业的范围从单一的纸制品类时尚文教、休闲文化用品逐步拓展到多种文具文创、运动健身、生活家居品类，采用线下传统对外贸易和线上电商销售相结合，国内贸易与跨境电商并行的模式，不断升级产品概念和营销手段，满足不同客户的学习场景及居家生活的需求公司主营产品：包括时尚文具、手工益智、社交情感、运动健身、生活家居等合计 90 多个品项系列的产品。公司产品包含中高端文教用品，目前主要销售市场为北美市场及部分欧洲市场。

图表 1 公司主要产品

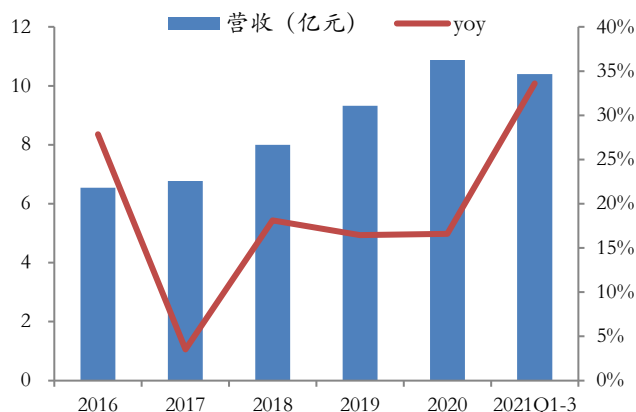


资料来源：wind，华安证券研究所

公司在国内拥有宁波、安徽双“生产及出口基地”，着力打造研产销一体化供应链；在东南亚布局“越南生产基地+采购基地+香港贸易中心”，以核心客户及核心产品为经营策略，建立国际化供应体系；电商贸易主要依靠亚马逊平台拓展欧美市场运动健身用品和生活家居用品的跨境电商贸易，以及依靠天猫平台拓展文教文创用品的国内电商贸易。

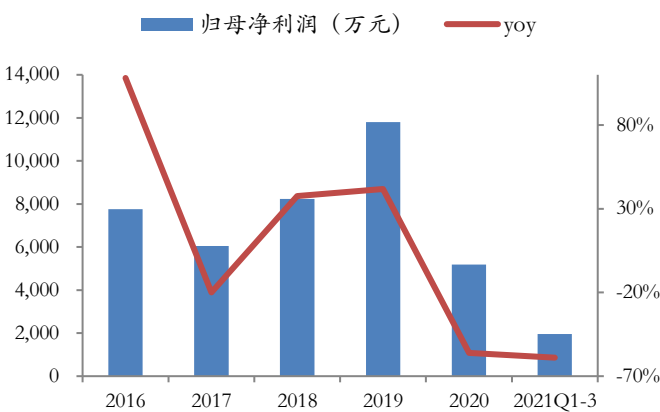
公司 2020 年实现营业收入 10.87 亿元，同比增长 16.60%；实现归母净利润 5182.6 万元，同比下降 56.07%；实现扣非归母净利润 3635.34 万元，同比下降 60.51%。2021 年前三季度公司实现营业收入 10.4 亿元，同比增长 33.60%，实现归母净利润 1954.4 万元，同比下降 58.94%，实现扣非归母净利润 1501.5 万元，同比下降 55.56%。

图表 2 2016 年至今公司营收表现



资料来源: wind, 华安证券研究所

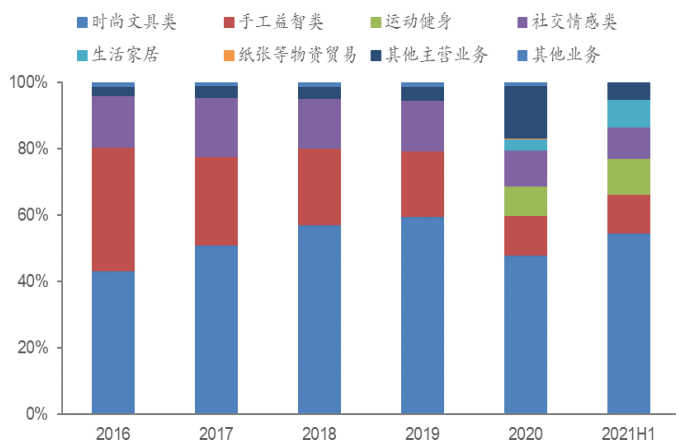
图表 3 2016 年至今公司归母净利润表现



资料来源: wind, 华安证券研究所

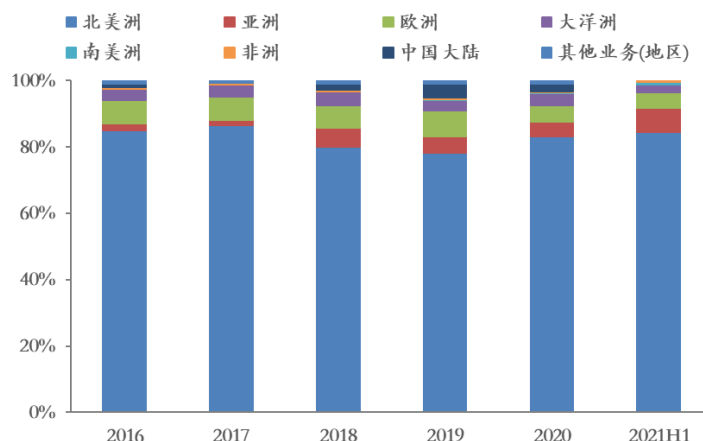
按产品类别来看, 公司时尚文具类收入占比最高, 其次是手工益智类和运动健身。受疫情冲击打乱产品结构, 2020 年公司传统高毛利文教休闲产品营收占比下滑 21%, 公司 2020 时尚文具类/手工益智类/运动健身类收入分别为 5.2/1.3/0.99 亿元, 占比分别为 47.9%/12.0%/9.1%。手工益智类占比逐年降低, 运动健身类占比逐年提升。2021H1 疫情常态化下传统业务持续回暖, 时尚文具类/手工益智类/运动健身类/社交情感类/生活家居类分别实现收入 5.2/1.3/0.99/1.2/0.35 亿元, 营收占比分别为 54.84%/11.59%/10.74%/9.64%/8.35%。**按地区分布来看**, 公司业务遍布全球, 其中北美洲收入占比最高, 2020 年公司在北美洲地区实现营收 9.04 亿元, 占比 83.2%, 2021H1 北美地区实现营收 5.32 亿元, 占比 84.45%。

图表 4 历年来公司各类产品收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 历年来公司各地区收入占比

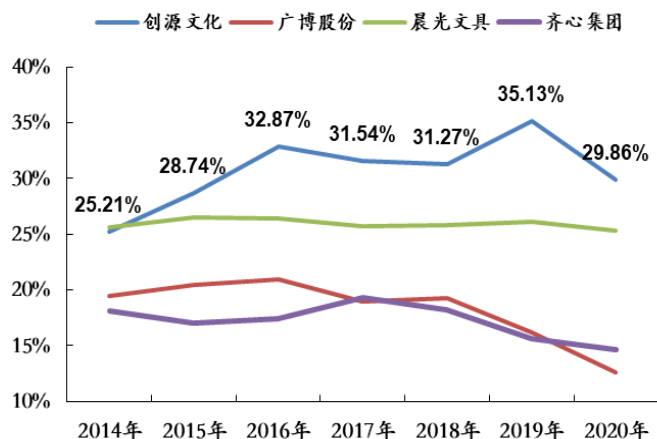


资料来源: wind, 华安证券研究所

公司坚持差异化发展战略, 盈利水平领跑文教行业。公司以消费者需求为研发驱动力, 投入高占比的研发资金, 选择了客户设计、生产难度较大的细分领域, 公司产品具有非标准化、迭代速度快、设计独特、快速交付的自身优势。公司以客户价值为核心, 为品牌商、零售商提供贴身设计服务, 为消费者提供有竞争力的高附加值创意产品。公司毛利率水平多年领先于行业, 2020 年公司毛利率为 29.86%。**分产品来看**, 公司主要产品毛利近年来均高于 20%, 其中时尚文具类产品毛利最高。

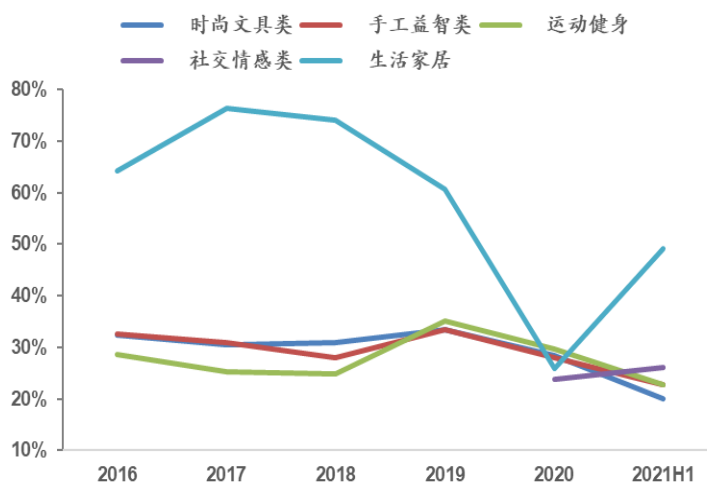
2020 年公司时尚文具类/手工益智类/运动健身/社交情感/生活家居产品毛利分别为 28.5%/28.1%/29.8%/23.8%/25.8%。

图表 6 公司毛利率水平行业领先



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司分产品毛利率表现



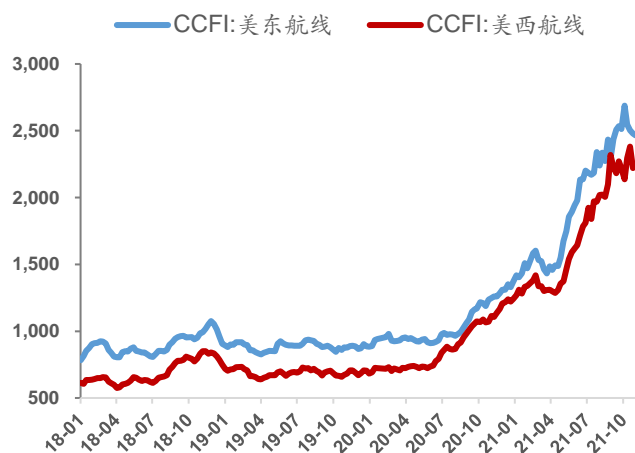
资料来源: wind, 华安证券研究所

2020 年至今盈利能力阶段性承压, 主因产品结构调整以及原材料、运费等成本提升所致。

1) 2020 年: 主因疫情冲击海外线下渠道, 产品结构被动改变造成毛利率下滑。公司核心产品依赖线下体验, 疫情管控下海外线下渠道受到较大冲击。线下传统高毛利文教休闲产品营收占比下滑 21%。公司被动调整产品结构, 线上低毛利产品销售占比提升拉低整体盈利水平。2020 年公司实现毛利率、净利率分别为 22.39%、4.22%, 分别同比-12.74、-8.38pct。

2) 2021Q1-3: 主因原材料及海运成本大幅上涨抬升成本, 盈利承压。2020 年 Q4 以来海运成本冲高, 美东/美西航线的出口集装箱运价指数一路攀升至历史高位, 年初至 10 月涨幅分别+1803.82、+1699.72 点。虽然公司运费为 FOB 模式, 但海运运力紧张+运费大涨使得公司出货速度大幅延迟。同时 2021 年上半年浆纸价格联动大涨, 国内文化纸、白卡纸价格迅速提升, 最高涨幅接近 3000 元/吨。21H1 公司实现毛利率/净利率分别为 23.95%/0.77%, 分别同比-3.14/-5.13pct。

图表 8 疫情爆发以来海运成本高涨



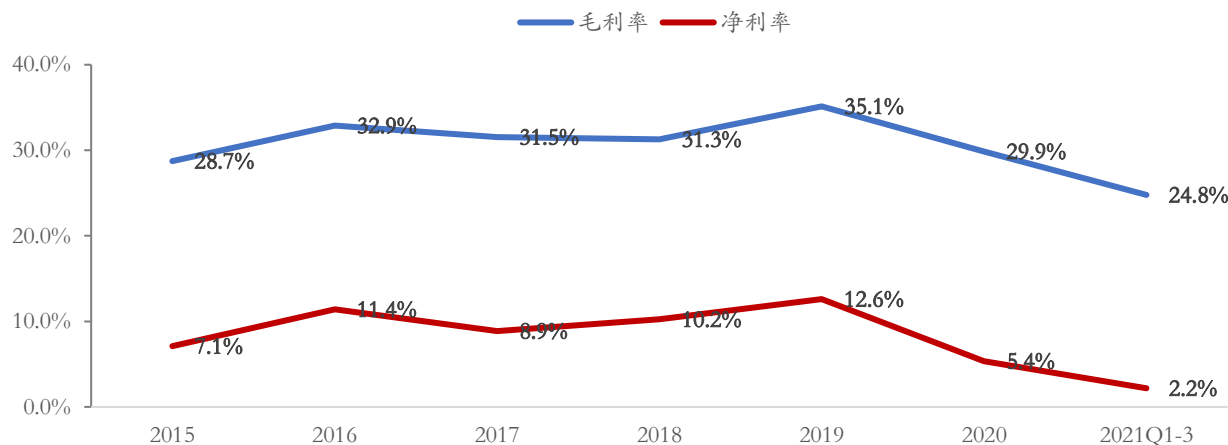
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 国内文化纸日度均价走势



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

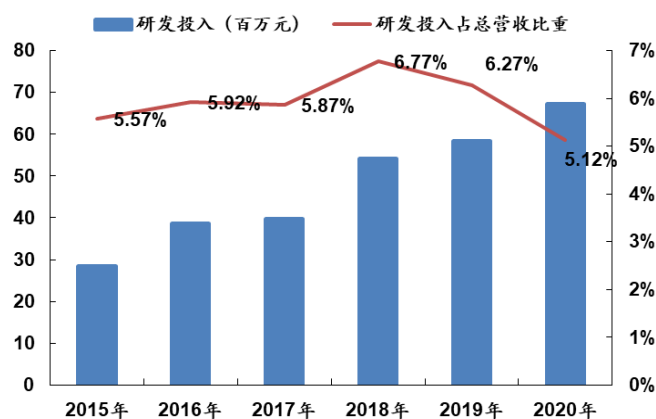
图表 10 公司历年来利润率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

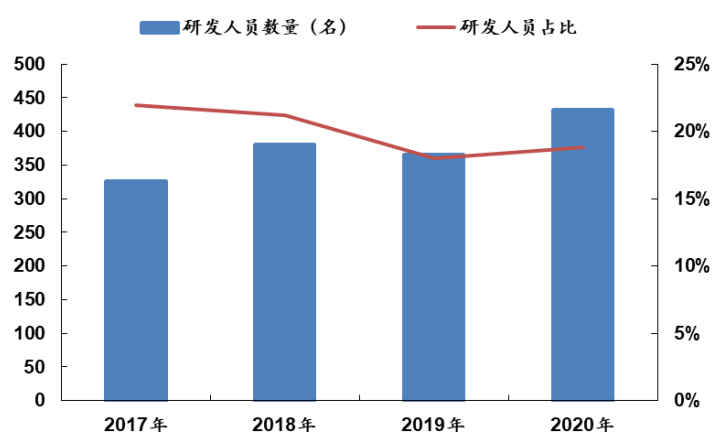
公司拥有突出的研发设计能力,研发投入力度大。公司在中美两国建立了优秀的研发团队,同步掌握市场流行动态,具有丰富的设计经验及技术人才储备。公司研发团队具有良好的创新应用能力,公司自成立以来一直牢牢把握行业发展趋势,建立了一套完善的研发体系以及快速将创新技术转化为实际生产力的生产模式。公司产品的差异化设计能力较强,能够针对客户对产品功能和结构的特殊需求,产品迭代速度快。公司 2020 年研发总投入 6723 万元,研发投入占比为 5.12%;研发人员数量达到 432 人,研发人员占员工总数比例高达 18.8%。

图表 11 2015 年至今公司研发投入及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

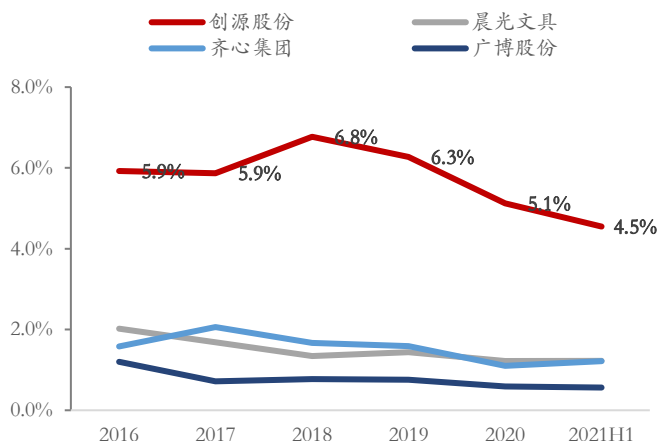
图表 12 2017 年至今公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

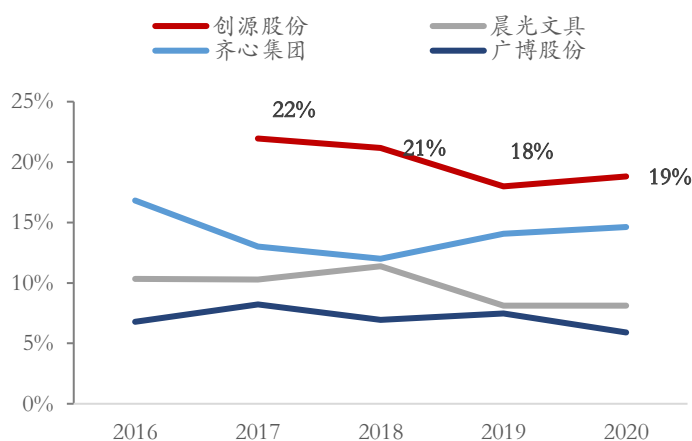
公司研发投入及研发团队人数占比远超可比公司。我们分别对比了创源股份、晨光文具、齐心集团、广博股份近年来研发投入与研发团队，公司无论在研发投入或是研发人员占比上均保持行业领先水平。

图表 13 公司研发投入占比远超可比公司



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 公司研发团队人数占比行业领先



资料来源：wind，华安证券研究所

2. 盈利预测

收入高增长验证需求旺盛，逆势扩张产能，全面迎接后疫情时代。疫情倒逼公司跨境电商以及居家用品（体育健身等）业务走向成熟，在当前角度，疫情受益产品延续高增长走向成熟（体育健身类上半年收入同增 93.6%至 0.68 亿元），疫情受损产品有望全面迎接海外线下渠道复苏。

利润角度：公司前三季度归母净利润分别为 272.25/-23.87/1706.03 万元。纸价当前已回落至较低位置（白卡 9800+回落至 6000+，文化纸 7400+回落至 5500+），近期海运费有边际回落预期。2020 年疫情严重冲击公司线下渠道，2021 年面临原材料、海运、汇率等压力，同时在行业压力下进行产能扩张，伴随收入延续高增长，

我们判断公司进入利润率上升通道。国内业务线上线下布局积极，若伴随新生代父母支付意愿提升，及三孩政策带来文教类产品需求增长，公司主营时尚文具及益智类产品需求具备较大潜力。我们预计公司 2021-2023 年实现收入营收 15.02/20.11/24.26 亿元，分别同增 38.3%/33.8%/20.7%，实现归母净利润 0.39/1.45/2.01 亿元，分别-25.7%/+277.7%/+38%，首次覆盖，给与“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。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	897	940	1157	1409	营业收入	1087	1502	2011	2426
现金	271	75	289	540	营业成本	762	1101	1435	1691
应收账款	353	473	441	465	营业税金及附加	8	13	14	17
其他应收款	11	15	20	24	销售费用	64	114	121	141
预付账款	54	77	79	68	管理费用	107	149	181	218
存货	176	266	295	278	财务费用	20	4	7	5
其他流动资产	32	34	34	34	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	501	616	616	616	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	29	29	29	29	投资净收益	2	3	4	5
固定资产	325	389	389	389	营业利润	63	47	163	227
无形资产	38	67	67	67	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	109	131	131	131	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1399	1556	1773	2025	利润总额	65	48	164	228
流动负债	635	750	821	872	所得税	7	6	18	27
短期借款	240	240	240	240	净利润	58	42	146	201
应付账款	147	190	216	241	少数股东损益	6	4	0	0
其他流动负债	248	320	364	391	归属母公司净利润	52	39	145	201
非流动负债	33	33	33	33	EBITDA	116	54	170	233
长期借款	21	21	21	21	EPS (元)	0.00	0.21	0.79	1.09
其他非流动负债	12	12	12	12					
负债合计	668	782	853	904					
少数股东权益	21	25	25	25					
股本	184	184	184	184					
资本公积	307	307	307	307					
留存收益	220	258	404	604					
归属母公司股东权益	710	749	894	1095					
负债和股东权益	1399	1556	1773	2025					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	-22	-75	212	248	成长能力				
净利润	52	39	145	201	营业收入	16.6%	38.3%	33.8%	20.7%
折旧摊销	41	7	0	0	营业利润	-52.4%	-26.2%	247.3%	39.4%
财务费用	18	7	8	8	归属于母公司净利	-56.1%	-25.7%	277.7%	38.0%
投资损失	-2	-3	-4	-5	获利能力				
营运资金变动	-148	-124	68	50	毛利率(%)	29.9%	26.7%	28.6%	30.3%
其他经营现金流	217	163	73	144	净利率(%)	4.8%	2.6%	7.2%	8.3%
投资活动现金流	19	-114	9	11	ROE(%)	7.3%	5.1%	16.3%	18.3%
资本支出	-134	-117	5	6	ROIC(%)	6.7%	4.1%	12.8%	14.9%
长期投资	-18	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	171	3	4	5	资产负债率(%)	47.7%	50.3%	48.1%	44.7%
筹资活动现金流	-20	-7	-8	-8	净负债比率(%)	91.3%	101.2%	92.8%	80.8%
短期借款	49	0	0	0	流动比率	1.41	1.25	1.41	1.62
长期借款	21	0	0	0	速动比率	1.05	0.80	0.95	1.22
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	16	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.97	1.13	1.20
其他筹资现金流	-107	-7	-8	-8	应收账款周转率	3.08	3.17	4.56	5.21
现金净增加额	-32	-196	214	251	应付账款周转率	5.18	5.79	6.64	7.02

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	0.29	0.21	0.79	1.09	P/E	35.76	47.26	12.51	9.07
每股经营现金流薄)	-0.12	-0.41	1.15	1.35	P/B	2.68	2.43	2.03	1.66
每股净资产	3.87	4.07	4.87	5.96	EV/EBITDA	16.42	36.94	10.54	6.61

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。