

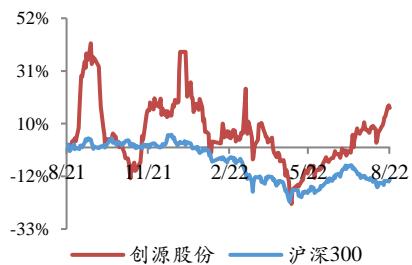
# 22Q2 收入环比增长，业绩超预期，文创业务持续修复成长

## 投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-18

收盘价（元）	10.90
近 12 个月最高/最低（元）	13.33/7.29
总股本（百万股）	182
流通股本（百万股）	167
流通股比例（%）	91.93
总市值（亿元）	20
流通市值（亿元）	18

### 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

## 主要观点：

- **事件：**公司发布 2022 年中报。公司 22H1 实现营收 7.47 亿元，同比 +18.6%，归母净利润 5983.75 万元，同比+2309.13%；单季度来看，22Q2 公司实现营收 4.37 亿元，同比+16.31%，归母净利润 5580.23 万元，同比+23475.38%。
- **22Q2 收入环比增长，北美市场增长迅速。**公司持续深耕欧美市场，加大推进文教产品销售力度。分产品来看，公司 22H1 时尚文具/手工益智/社交情感/运动健身/生活家居营收分别 3.98/0.96/0.94/0.66/0.56 亿元，同比分别+15.12%/+31.73%/+54.42%/-2.82%/+7.06%，传统核心业务增长稳健；分区域来看，公司坚持聚焦大客户战略，凭借快速的产品创新与迭代与柔性化精细化的生产能力，持续拓展、提升大客户份额。22H1 外销占比高达 98.7%，其中北美地区营收同比+27.0%，占比提升至 90.4%。分渠道来看，公司产品依赖线下体验，22H1 海外疫情对线下渠道影响较小，促进传统高毛利文教休闲产品的推广与占比提升；国内市场则通过与线下连锁书店合作、与大客户进行 ODM 联名、学讯订货会等方式推广自主品牌。此外，公司渠道建设日益多元化，线上渠道通过跨境电商、官网、直播等方式持续发力，22H1 子公司睿菲特加大官网建设，销售占其营收比提升至 34%。
- **毛利率持续修复，上半年汇兑贡献弹性。**降本增效+结构提升，毛利率同比+3.95pct。强化成本管理、产品线思维，线下渠道高毛利产品占比提升，结构优化带来盈利改善。此外，上半年人民币对美元汇率贬值约 5%，实现汇兑收益 2059 万元，同比+934.05%，占利润总额 27.15%。当前公司主要原材料双胶纸、白卡纸等纸价出现回落，根据卓创资讯，白卡已从年内高点 6460 元/吨下滑至 5370 元/吨，降幅高达 1090 元，成本压力缓解有望释放利润弹性，看好下半年盈利持续向好。预计公司 22-24 年净利润分别为 1.18/1.75/2.20 亿元，同比+1142.5%/48.4%、26.2%，对应 PE 分别 16.87X/11.36X/9.0X，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

疫情反复，汇率大幅波动，原材料价格大幅上涨、市场竞争加剧等。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1383	1686	2007	2359
收入同比（%）	27.3%	21.9%	19.1%	17.5%
归属母公司净利润	9	118	175	220
净利润同比（%）	-81.7%	1142.5%	48.4%	26.2%
毛利率（%）	23.9%	31.8%	32.7%	33.7%
ROE（%）	1.4%	14.6%	17.8%	18.3%
每股收益（元）	0.05	0.65	0.96	1.21
P/E	227.80	16.87	11.36	9.00
P/B	3.00	2.46	2.02	1.65
EV/EBITDA	26.06	5.66	3.98	2.75

资料来源：wind, 华安证券研究所

### 相关报告

1. 华安证券\_公司研究\_公司深度\_创源股份 (300703): 收入攀升至历史新高点，利润率进入复苏通道  
 2021-11-15

## 财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	706	823	1155	1576	营业收入	1383	1686	2007	2359
现金	168	117	305	611	营业成本	1053	1150	1351	1564
应收账款	235	367	448	507	营业税金及附加	8	14	14	17
其他应收款	14	17	20	23	销售费用	92	110	130	153
预付账款	18	45	50	54	管理费用	127	163	191	224
存货	258	261	315	365	财务费用	26	1	-3	-4
其他流动资产	14	16	16	16	资产减值损失	-12	0	0	0
非流动资产	666	622	537	405	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	29	34	36	38	投资净收益	1	0	4	0
固定资产	474	397	283	126	营业利润	6	146	217	274
无形资产	66	87	109	132	营业外收入	0	1	1	1
其他非流动资产	96	104	110	109	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1372	1445	1692	1981	利润总额	6	147	218	275
流动负债	473	419	476	526	所得税	-9	19	28	36
短期借款	207	0	0	0	净利润	15	128	190	240
应付账款	137	176	206	233	少数股东损益	5	10	15	19
其他流动负债	129	242	270	293	归属母公司净利润	9	118	175	220
非流动负债	180	180	180	180	EBITDA	89	363	469	568
长期借款	154	154	154	154	EPS (元)	0.05	0.65	0.96	1.21
其他非流动负债	26	26	26	26					
负债合计	653	599	656	706					
少数股东权益	29	39	54	73					
股本	183	182	182	182					
资本公积	303	303	303	303					
留存收益	205	322	497	717					
归属母公司股东权	690	807	982	1202					
负债和股东权益	1372	1445	1692	1981					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	17	343	370	492	成长能力				
净利润	9	118	175	220	营业收入	27.3%	21.9%	19.1%	17.5%
折旧摊销	58	226	269	316	营业利润	-90.4%	2296.5%	48.7%	26.3%
财务费用	18	5	3	3	归属于母公司净利	-81.7%	1142.5%	48.4%	26.2%
投资损失	-1	0	-4	0	盈利能力				
营运资金变动	-69	-26	-87	-65	毛利率 (%)	23.9%	31.8%	32.7%	33.7%
其他经营现金流	80	165	275	304	净利率 (%)	0.7%	7.0%	8.7%	9.3%
投资活动现金流	-165	-180	-179	-183	ROE (%)	1.4%	14.6%	17.8%	18.3%
资本支出	-166	-176	-181	-180	ROIC (%)	7.4%	11.6%	14.2%	15.0%
长期投资	-5	-5	-2	-3	偿债能力				
其他投资现金流	6	0	4	0	资产负债率 (%)	47.6%	41.4%	38.8%	35.6%
筹资活动现金流	84	-212	-3	-3	净负债比率 (%)	90.8%	70.8%	63.3%	55.4%
短期借款	-33	-207	0	0	流动比率	1.49	1.97	2.43	3.00
长期借款	133	0	0	0	速动比率	0.91	1.24	1.66	2.20
普通股增加	-1	-1	0	0	营运能力				
资本公积增加	-4	0	0	0	总资产周转率	1.01	1.17	1.19	1.19
其他筹资现金流	-11	-5	-3	-3	应收账款周转率	5.88	4.59	4.48	4.65
现金净增加额	-67	-50	188	306	应付账款周转率	7.69	6.53	6.57	6.72

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

## 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。