

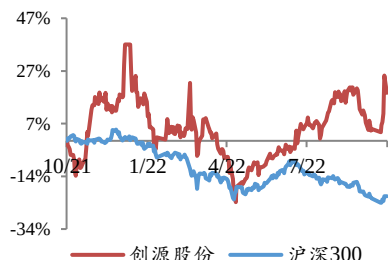
传统业务修复，严格降本及汇兑收益增厚业绩

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-18

收盘价（元）	11.26
近 12 个月最高/最低（元）	13.01/7.29
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）	19

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

相关报告

1.22Q2 收入环比增长，业绩超预期，文创业务持续修复成长 2022-08-18

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

主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年前三季度业绩预告。**公司前三季度预计实现归母净利润 7800~10500 万元，同比+299.1%~414.22%。22Q3 预计实现归母净利润 2550~3300 万元，同比+49.47%~93.43%。
- **优化升级产品线，严格控价，汇兑收益持续增厚业绩。**公司产品矩阵丰富且更新迭代迅速，坚持聚焦大客户战略，凭借柔性化、精细化生产能力与迭代效率，持续提升、拓展大客户份额。疫后海外线下消费复苏，促进公司传统高毛利文教休闲产品的需求回暖。根据公告，公司通过严格按照报价模型施行报价，强化成本化管理，强化产品线思维，增加产品附加值，使得前三季度毛利率较去年同期有较大改善。此外，由于公司外销占比超 95%，年初至今美元汇率波动、海运费下降也持续增厚公司出口利润。
- **成本压力减弱，优质海外产能持续推进，顺应客户产业转移趋势。**受供给过剩、内需不振影响，公司主要原材料白卡纸、文化纸自 Q2 起纸价出现回落，其中根据卓创资讯，白卡纸当前国内市场均价已较年内高点回落约 17.4%，成本压力减弱释放利润弹性。此外，为增强供应链安全性、避免反倾销等贸易摩擦，海外大客户近年来逐渐将部分采购份额转移至东南亚，公司于 2020 年起便着手布局越南基地产能，抢占先发优势，顺应大客户产业转移趋势，增强客户黏性；且越南产能将享受 25% 的关税优惠。当前公司仍在持续扩充越南基地产能，待当地供应链完善及产能全部达产后将释放可观效益，为长远发展打下坚实基础。
- **投资建议。**公司通过持续降本增效+结构优化提升持续改善盈利水平，战略布局海外优质产能与发力内销建设，未来有望实现内外销同步助力业绩高增。预计 22-24 年净利润分别 1.25/1.78/2.20 亿元，同比分别 +1222.6%/42.2%/23.9%，对应 PE 分别 17.27X/12.15X/9.81X，维持“买入”评级。
- **风险提示**
产能投放不及预期，国内疫情反复，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	125	178	220
净利润同比 (%)	-81.7%	1222.6%	42.2%	23.9%
毛利率 (%)	23.9%	31.8%	32.7%	33.7%
ROE (%)	1.4%	15.4%	17.9%	18.2%
每股收益 (元)	0.05	0.69	0.98	1.21
P/E	227.80	17.27	12.15	9.81
P/B	3.00	2.65	2.18	1.78
EV/EBITDA	26.06	6.23	4.30	3.04

资料来源：wind，华安证券研究所

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	706	831	1167	1588	营业收入	1383	1686	2007	2359
现金	168	126	317	623	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	165	191	224
存货	258	261	315	365	财务费用	26	-19	-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	161	221	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	1453	1704	1993	利润总额	6	162	222	275
流动负债	473	419	476	526	所得税	-9	26	29	36
短期借款	207	0	0	0	净利润	15	136	193	240
应付账款	137	176	206	233	少数股东损益	5	11	15	19
其他流动负债	129	242	270	293	归属母公司净利润	9	125	178	220
非流动负债	180	180	180	180	EBITDA	89	357	473	568
长期借款	154	154	154	154	EPS (元)	0.05	0.69	0.98	1.21
其他非流动负债	26	26	26	26	主要财务比率				
负债合计	653	599	656	706	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	29	40	55	74	成长能力				
股本	183	182	182	182	营业收入	27.3%	21.9%	19.1%	17.5%
资本公积	303	303	303	303	营业利润	-90.4%	2543.8%	37.5%	24.0%
留存收益	205	330	508	728	归属于母公司净利	-81.7%	1222.6%	42.2%	23.9%
归属母公司股东权	690	815	993	1213	获利能力				
负债和股东权益	1372	1453	1704	1993	毛利率 (%)	23.9%	31.8%	32.7%	33.7%
现金流量表					净利率 (%)	0.7%	7.4%	8.9%	9.3%
单位:百万元					ROE (%)	1.4%	15.4%	17.9%	18.2%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	7.4%	10.6%	14.3%	14.9%
经营活动现金流	17	351	373	492	偿债能力				
净利润	9	125	178	220	资产负债率 (%)	47.6%	41.2%	38.5%	35.4%
折旧摊销	58	226	269	316	净负债比率 (%)	90.8%	70.1%	62.6%	54.8%
财务费用	18	5	3	3	流动比率	1.49	1.99	2.45	3.02
投资损失	-1	0	-4	0	速动比率	0.91	1.26	1.68	2.22
营运资金变动	-69	-26	-87	-65	营运能力				
其他经营现金流	80	173	279	304	总资产周转率	1.01	1.16	1.18	1.18
投资活动现金流	-165	-180	-179	-183	应收账款周转率	5.88	4.59	4.48	4.65
资本支出	-166	-176	-181	-180	应付账款周转率	7.69	6.53	6.57	6.72
长期投资	-5	-5	-2	-3	每股指标 (元)				
其他投资现金流	6	0	4	0	每股收益	0.05	0.69	0.98	1.21
筹资活动现金流	84	-212	-3	-3	每股经营现金流薄)	0.09	1.93	2.05	2.70
短期借款	-33	-207	0	0	每股净资产	3.79	4.48	5.45	6.67
长期借款	133	0	0	0	估值比率				
普通股增加	-1	-1	0	0	P/E	227.80	17.27	12.15	9.81
资本公积增加	-4	0	0	0	P/B	3.00	2.65	2.18	1.78
其他筹资现金流	-11	-5	-3	-3	EV/EBITDA	26.06	6.23	4.30	3.04
现金净增加额	-67	-42	191	306					

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。