

创源股份 (300703)

证券研究报告
2024年12月26日

基本面扎实，期待股东赋能

主营文具出口，跨境电商驱动业绩增长

深耕文具出口主业，拓展第二增长曲线

公司是文教用品行业知名企业，业务分为三大板块六大品类，主要包括文教板块（时尚文具、手工益智、社交情感等产品）、运动健身板块和生活家居板块。文教板块产品包含中高端文教用品，其中时尚文具类 2023 年营收占比超过 50%，为公司主营业务；除此之外，公司积极拓展第二增长曲线，运动健身板块以子公司睿特菲作为主营平台，通过亚马逊及自建官方网站线上销售拥有自主品牌的居家健身产品；生活家居板块以子公司禾源纺织品作为主营平台，采用传统外贸业务与跨境电商运营相结合的业务模式。

营收增长稳健，跨境电商业务驱动增长

2023 年公司立足于“海量化创新，标准化运作，生态化整合”的经营理念，继续深耕主业，加强营销管理，积极通过多渠道挖掘市场机会，推动公司营业收入、净利润的双增长。2024 年 Q1-Q3 公司营收 13.85 亿，已超 2023 年全年；出口销售额占主营业务收入 97.4%，其中北美销售收入占比 85.57%，为公司第一大销售市场。公司 2023 年实现归母净利润 0.77 亿元，同增 2.4%，主要系跨境电商版块净利润增长所致。子行业出口增速持续分化，运动健身类产品增幅明显。2024H1 运动健身类营业收入同比+145%，且呈现不断增长趋势，在所有品类中涨幅最快。毛利率 48%，比上年同期+7.59pct，带动公司毛利率水平增长。

宁波文旅会展为公司实控人，具备资源禀赋

宁波文旅会展集团具备优质文旅资源，为公司提供强有力背书。宁波市文化旅游会展集团有限公司是宁波市人民政府直属的一级国有企业，宁波文旅会展集团是宁波市人民政府直属的一级国有企业，围绕产业投资平台与金融资本平台“双平台”驱动，文化、旅游、会展、体教、康养五大产业协同。公司 2022 年完成控制权变更，现宁波文旅会展集团成为公司实控人，宁波文旅会展集团与创源股份的结合，有望为公司提升品牌形象、开拓国内市场、建立优势渠道提供强有力的帮助和背书。此前公司敦煌博物馆 IP 资源由宁波文旅会展引荐，未来有望进一步实现产业协同，整合国内文化创意产品策划、营销渠道等资源，实现产业链、价值链迅速提升。

供需共振，把握谷子千亿蓝海市场机遇

二次元产业崛起，谷子千亿蓝海市场亟待挖掘。根据艾瑞咨询预计，2016-2023 年我国二次元产业规模从 189 亿元增长至 2219 亿元，CAGR 为 42%，根据商企产业研究院，预计 2023-2029 年二次元产业规模将从 2219 亿元增长至 5900 亿元，CAGR 为 18%，其中二次元周边衍生产业占比或将进一步提升。当前谷子经济势头正盛，后续量价均有升级空间，为传统文具文创公司转型发展提供机遇与土壤。创源大股东 IP 资源禀赋稀缺，且公司具备供应链及生产基础，具备发展谷子经济的基因，有望共享行业发展红利。

首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为文教用品行业知名企业，深耕主业，积极打造第二营收增长曲线，同时通过多渠道挖掘市场机会，优化业务结构，推动公司经营业绩改善。随着盈利能力逐步恢复、渠道运营成熟，公司业绩有望获得持续提升。我们预计公司 24-26 年收入分别为 18.34/23.95/31.21 亿元，归母净利润分别为 0.95/1.24/1.66 亿，EPS 分别为 0.53/0.69/0.92 元人民币/股，PE

投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	17.15 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	180.39
流通 A 股股本(百万股)	169.66
A 股总市值(百万元)	3,093.72
流通 A 股市值(百万元)	2,909.70
每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	49.22
一年内最高/最低(元)	21.50/6.18

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

分别为 32/25/19x。参考可比均值，给予公司 25 年 25–30 倍 PE，对应目标价 17.25–20.7 元人民币。

风险提示：宏观环境不确定性风险，海外市场依存度较高的风险，汇率波动风险，研发设计创新不及市场预期风险，股票交易异常波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,318.67	1,358.78	1,834.49	2,394.85	3,120.97
增长率(%)	(4.65)	3.04	35.01	30.55	30.32
EBITDA(百万元)	195.64	220.25	184.08	222.77	277.19
归属母公司净利润(百万元)	74.94	76.74	95.48	123.81	165.51
增长率(%)	691.65	2.40	24.42	29.67	33.68
EPS(元/股)	0.42	0.43	0.53	0.69	0.92
市盈率(P/E)	41.28	40.31	32.40	24.99	18.69
市净率(P/B)	4.05	3.81	3.68	3.38	3.06
市销率(P/S)	2.35	2.28	1.69	1.29	0.99
EV/EBITDA	9.06	8.48	18.16	14.69	12.49

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 主营文具出口，跨境电商驱动业绩增长	5
1.1. 三大业务板块着力打造研产销一体化	5
1.2. 营收增长稳健，跨境电商驱动增长	6
2. 宁波文旅会展为公司实控人，具备资源禀赋	8
2.1. 实控人现为宁波文旅会展，具备资源禀赋	8
2.2. 产业协同，整合优化文旅资源	10
3. 供需共振，把握谷子千亿蓝海市场机遇	11
3.1. 需求端：情绪价值主导，Z世代为主力军	11
3.2. 供给端：IP和渠道是谷子生态的核心	13
3.3. 谷子量价提升空间可观，公司有望依托IP资源享行业发展红利	14
4. 盈利预测与估值	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：2023 年公司主营业务为时尚文具类	5
图 2：2023 年公司产品主要出口北美地区	5
图 3：2023 年销售模式中，OEM 销售占比最高	6
图 4：公司营业收入走势不断上升	6
图 5：公司 22-24Q1-Q3 归母净利有所下滑	6
图 6：2020-2024Q1-Q3 公司总费率维持在 24% 左右	7
图 7：2021 年以后公司毛利率与净利率呈现总体增长趋势	7
图 8：2024H1 运动健身类营收同比+145%，且呈现增长趋势	7
图 9：运动健身类毛利率最高	7
图 10：RITFIT 不同渠道销售额及同比	8
图 11：PAPERAGE 亚马逊渠道销售额及占比	8
图 12：睿菲特及智源渠道历年订单数量	8
图 13：公司控股股东变更过程	9
图 14：公司股权架构，宁波文旅会展为公司实控人	9
图 15：宁波文旅会展集团主要一级子公司名录	9
图 16：宁波文旅会展集团业务投资布局	10
图 17：公司品牌“恋屿”与敦煌系列合作笔记本	11
图 18：恋屿与敦煌博物馆合作手账本	11
图 19：二次元产业规模高增，衍生产业占比提升（亿元）	11
图 20：预计 2029 年我国二次元产业规模提升至 5900 亿元	11
图 21：消费者越发重视自我收藏与展示价值	12
图 22：IP 消费者分享意愿较强	12
图 23：中国泛二次元用户规模快速增长	12

图 24: 2023 年 IP 受众主力为青年	12
图 25: 最平价的二次元漫画小说店平均客单价约 58 元.....	13
图 26: Z 世代半年内消费价格和频率较高	13
图 27: 谷子产业链	13
图 28: 2023 年商品授权合作模式的占比比上年提高	14
图 29: 三月兽合作海内外 IP 品牌	14
图 30: 我国居民人均消费支出构成 (%)	14
图 31: 原神旗舰店谷子中毛绒价格带较高 (单位: 元)	14
图 32: 吾流文化持续输出影视 IP 爆款周边	15
表 1: 宁波文旅投与公司签订三年期限的对赌协议	10
表 2: 公司收入拆分及预测 (亿元; %)	15
表 3: 可比公司 wind 一致 PE 预测 (截至 24/12/26 收盘)	16

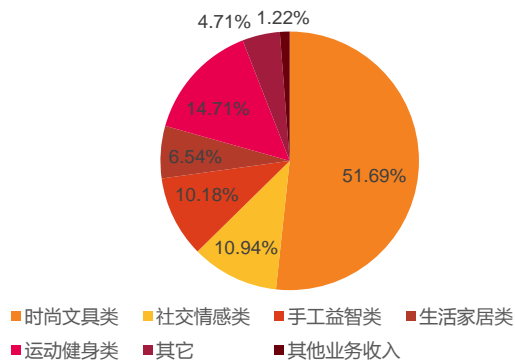
1. 主营文具出口，跨境电商驱动业绩增长

1.1. 三大业务板块着力打造研产销一体化

深耕文具出口主业，拓展第二增长曲线。公司是文教用品行业知名企业，业务分为三大板块六大品类，主要包括文教板块（时尚文具、手工益智、社交情感等产品）、运动健身板块和生活家居板块。文教板块产品包含中高端文教用品，其中时尚文具类 2023 年营收占比超过 50%，为公司主营业务；

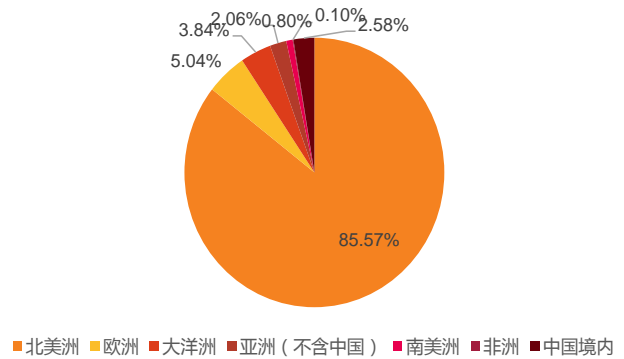
除此之外，公司积极拓展第二增长曲线，运动健身板块以子公司睿特非作为主营平台，通过亚马逊及自建官方网站线上销售拥有自主品牌（如 RITFIT、Kangaroo Hoppers 等）家用力量健身器材、蹦床和儿童体操等居家健身产品；生活家居板块以子公司禾源纺织品作为主营平台，禾源纺织品采用传统外贸业务与跨境电商运营相结合的业务模式，以其丰富的产品品类、时尚的设计风格和精美的外观，赢得了欧美、日本、南美等国际市场的广泛认可。公司的产品以出口为主，2023 年度公司出口销售额占主营业务收入的比例为 97.4%，其中北美地区的销售收入占比为 85.57%，为公司第一大销售市场。

图 1：2023 年公司主营业务为时尚文具类



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2023 年公司产品主要出口北美地区

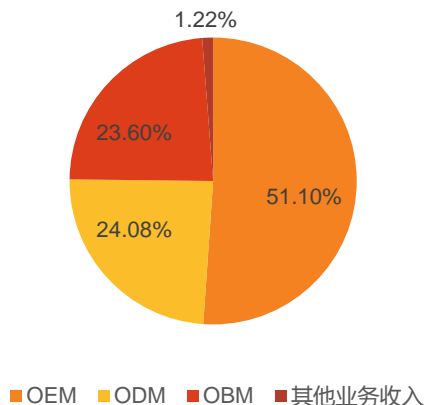


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司目前以 OEM 业务为主，集研发设计、生产、销售全套供应链为一体。2023 年销售模式中，OEM 销售占比最高。除此之外，研发上，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。

生产制造方面，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，以核心客户及核心产品为经营策略，建立国际化供应体系。销售渠道上，公司主要依靠亚马逊平台、自营官方网站及阿里巴巴国际站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。

图 3：2023 年销售模式中，OEM 销售占比最高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

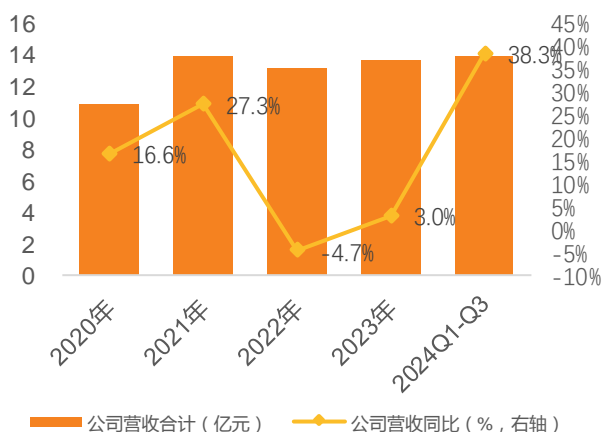
1.2. 营收增长稳健，跨境电商驱动增长

营收增长稳健，跨境电商业务驱动增长。2023 年，公司立足于“海量化创新，标准化运作，生态化整合”的经营理念，继续深耕主业，加强营销管理，积极通过多渠道挖掘市场机会，推动公司营业收入、净利润的双增长。

2024Q1-Q3 实现营收 13.85 亿，已超 2023 年全年，延续业绩修复趋势。2024H1 公司海外业务营业收入占比超过 97%，较去年同期增长 25.76%，与公司营收增速基本一致，营收增长主要系跨境电商板块高速增长所致。

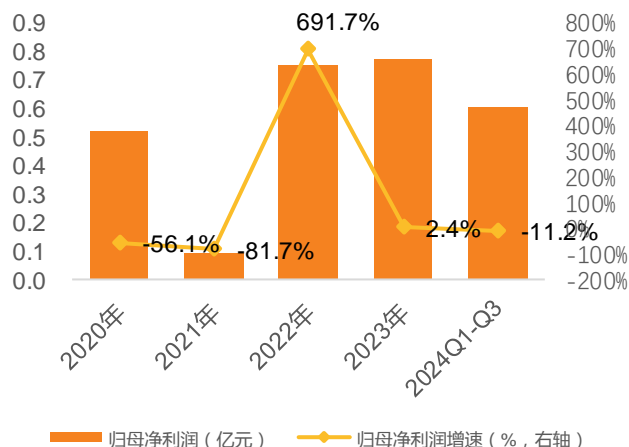
净利润方面，公司 2023 年归母净利 0.77 亿元，同增 2.4%，主要系跨境电商板块净利润增长所致。2024Q1-Q3 归母净利 0.6 亿元，同比减少 10.5%。

图 4：公司营业收入走势不断上升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司 22-24Q1-Q3 归母净利有所下滑



资料来源：wind，天风证券研究所

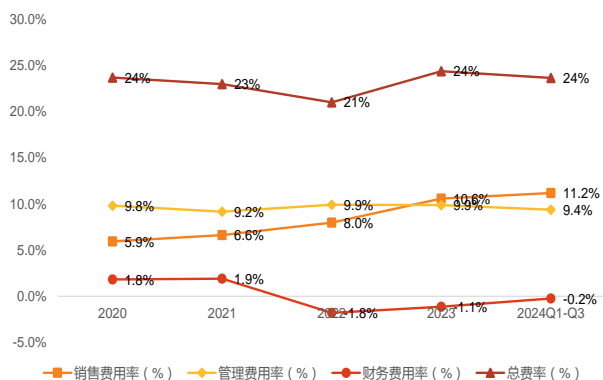
费率基本稳定，毛利率稳中有升。2020-2024Q1-Q3 公司每年总费率维持在 24%左右，其中销售费用率从 5.9%增长至 11.2%，主要由于跨境电商渠道拓展带来的广告费用、市场支持费用增加。

管理费用率从 9.8%降至 9.4%，2020 年公司引入智能化费控系统，全流程把握预算制订与费用清算。长期信息化投入带来产品高速迭代以及管理效率提升。财务费用率由正转负，主要受汇率变动带来的汇兑收益影响。

盈利能力上看，受益于跨境电商板块快速增长，公司 2021-2023 年销售毛利率与销售净利率均呈现增长趋势，2023 年毛利率 32.6%，同增 3.91pct，跨境电商板块主营毛利增加 4891

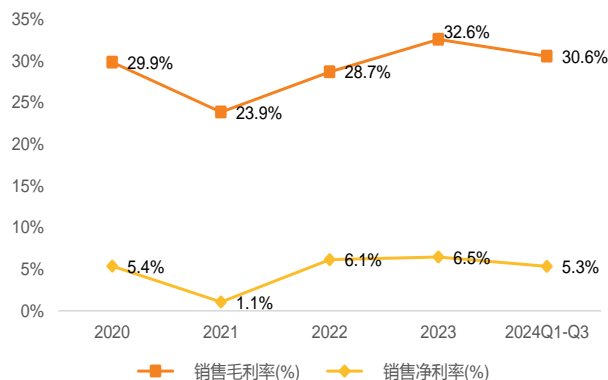
万元。

图 6：2020-2024Q1-Q3 公司总费率维持在 24%左右



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2021 年以后公司毛利率与净利率呈现总体增长趋势

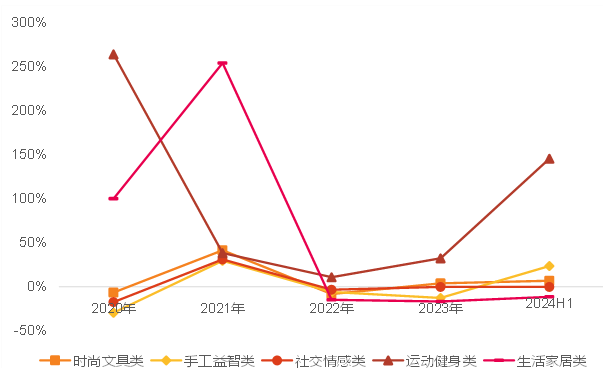


资料来源：wind，天风证券研究所

子行业出口增速持续分化，运动健身类产品增幅明显。公司在海外市场销售积极拓展跨境电商模式，睿特菲、美国睿特菲及脱凡体育主营运动健身用品，执行以亚马逊销售为主，官网销售为辅的战略方针，近年来营收增幅明显。

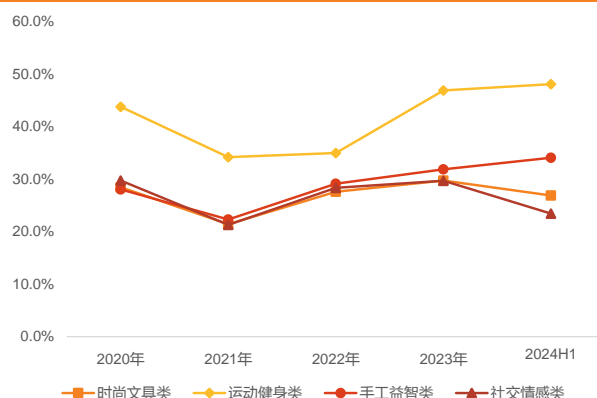
2024H1 运动健身类营业收入同比+145%，且呈现不断增长趋势，在所有品类中涨幅最快。毛利率看，运动健身类毛利率明显高于其他品类，2024H1 运动健身类毛利率达 48%，毛利率比上年同期+7.59pct，份额提升拉动整体毛利率水平，该品类预计将成为公司业绩增长的重要动力。

图 8：2024H1 运动健身类营收同比+145%，且呈现增长趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：运动健身类毛利率最高



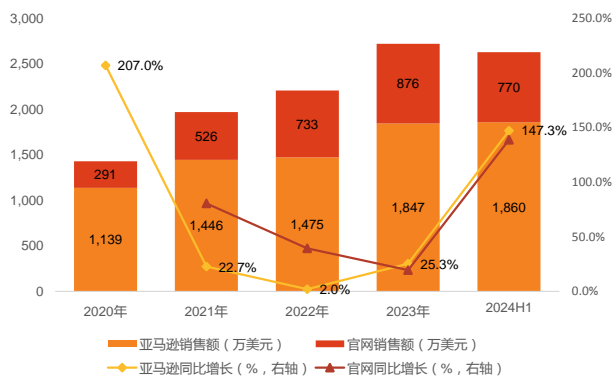
资料来源：公司公告，天风证券研究所

渠道优势凸显，自有品牌渠道拓展顺利。睿菲特及美国智源在电商渠道布局，自建运动健身类品牌“RITFIT”及主营时尚文具及生活家居品类品牌“PAPERAGE”，开展跨境电商零售模式，取得良好进展。

截止 2024 年 6 月 30 日，美国睿菲特合计促成订单数 14 万笔，其中通过美国亚马逊网站销售 1860 万美元，较去年同期增长 147.26%；通过官网销售 770 万美元，较去年增长 138.88%。

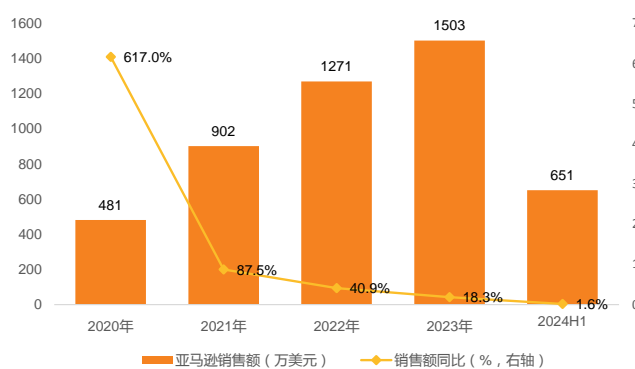
子公司美国智源合计促成订单数 48 万笔，通过美国亚马逊网站销售 651 万美元，较去年同期增长 1.6%。公司不断加大对官网建设投入，美国睿特菲官网销售占其营业收入比约为 30%左右，公司积极拓展跨境电商模式，在品牌建设上不断积累丰富技术、人才、市场优势。

图 10: RITFIT 不同渠道销售额及同比



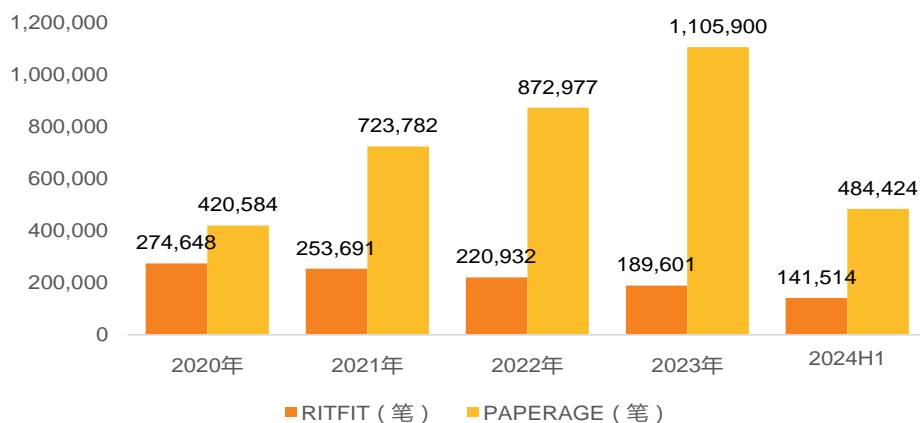
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 11: PAPERAGE 亚马逊渠道销售额及占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 12: 睿菲特及智源渠道历年订单数量



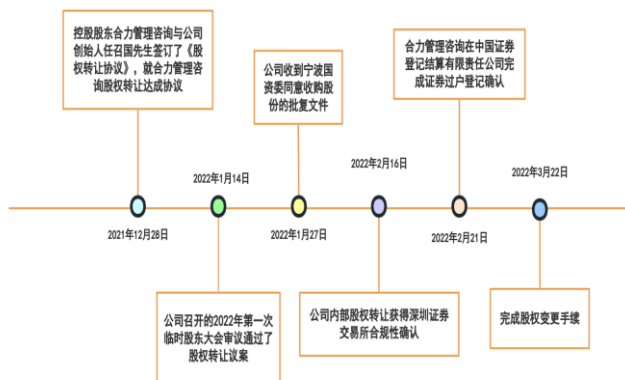
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 宁波文旅会展为公司实控人，具备资源禀赋

2.1. 实控人现为宁波文旅会展，具备资源禀赋

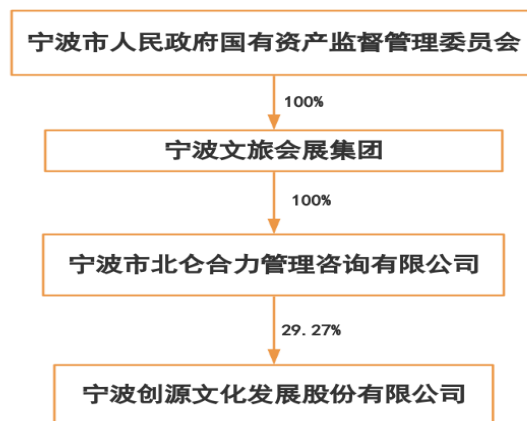
2022 年完成控制权变更，公司实控人现为宁波文旅会展。2021 年底公司启动控制权变更事宜，公司控股股东合力管理咨询与宁波市文化旅游投资集团有限公司（以下简称“宁波文旅投”）签订股权转让协议，2022 年 3 月完成控制权变更，公司实际控制人由任召国先生变更为宁波市人民政府国有资产监督管理委员会。根据公司公告显示，股权转让后宁波文旅投获得公司 28.88% 股权，为公司第一大股东。宁波市文化旅游投资集团有限公司 2020 年 6 月 11 日正式挂牌成立，2023 年 6 月 16 日国企改革重组后宁波文旅会展集团挂牌成立。天眼查数据显示，公司目前实控人已变更为宁波文旅会展集团有限公司，截至 2024 年 9 月 30 日股权占比为 29.27%。

图 13：公司控股股东变更过程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：公司股权结构，宁波文旅会展为公司实控人



资料来源：天眼查，天风证券研究所（注：截至 2024 年 9 月 30 日）

宁波文旅会展集团具备优质文旅资源，为公司提供强有力背书。宁波文旅会展集团是宁波市人民政府直属的一级国有企业，围绕产业投资平台与金融资本平台“双平台”驱动，文化、旅游、会展、体教、康养五大产业协同。集团立足统筹全市文旅体康产业的优质资源，全力推动多产业多元化融合发展。集团重点做强做优影视、音乐、演艺等业态，综合发展会展业，拓展养老托育民生产业，承接重大文旅体康等项目的投资建设任务，形成投、融、建、管、营一体化的产业链。

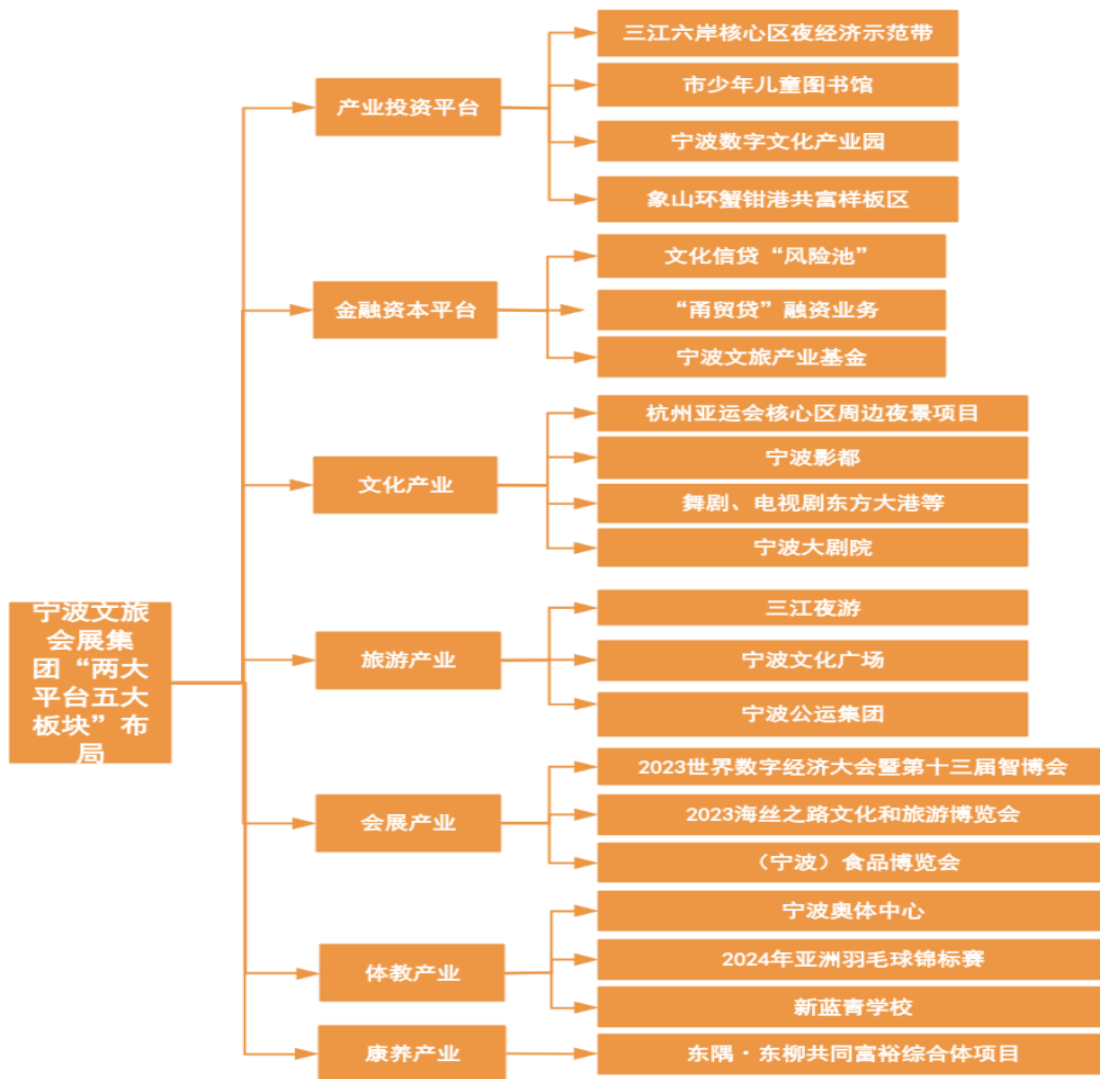
根据宁波文旅会展官方网站显示，宁波文旅会展集团旗下有主要一级子公司 17 家，主要二级子公司 6 家，业务布局广泛。同时，宁波文旅集团完成对创源股份并购，创源股份成为宁波市首家创业板国有控股上市公司，宁波文旅与创源股份的结合，有望为公司提升品牌形象、开拓国内市场、建立优势渠道提供强有力的帮助和背书。

图 15：宁波文旅会展集团主要一级子公司名录

浙江宁旅产业投资发展有限公司	宁波市文化金融服务中心有限公司	宁波市电影集团有限责任公司
宁波市演艺集团有限公司	宁波大剧院文化发展有限公司	永麒科技集团有限公司
宁波创源文化发展股份有限公司	浙江宁旅商业运营管理有限公司	宁波汉雅蓝海文旅有限公司
宁波公运集团股份有限公司	北京宁波宾馆	宁波国际会议展览中心有限公司
宁波欧德国际商务咨询服务有限公司	宁波市会展旅游有限公司	浙江宁旅文体产业发展有限公司
宁波健康养老发展有限公司	宁波市国际交流服务中心有限公司	

资料来源：宁波文旅集团官网，天风证券研究所

图 16：宁波文旅会展集团业务投资布局



资料来源：宁波文旅集团官网，天风证券研究所

2.2. 产业协同，整合优化文旅资源

协议条款预计年底结束，双方资源加速整合。根据股权转让协议规定，宁波文旅投与创源股份就公司 2022-2024 年业绩签订相关承诺条款，涉及具体的业绩目标和相应的补偿机制。其中三年合计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 7000 万元、8000 万元、9000 万元。如上市公司未实现业绩承诺，应向受让方作出补偿。业绩承诺期间，公司经营相对独立，协议完成后，预计双方互动合作会进一步加深，促进双方主营领域资源整合，深化产业布局。

表 1：宁波文旅投与公司签订三年期限的对赌协议

对赌条款 [↓]	补偿机制 [↓]
2022 年扣非净利润	7,000 万元
2023 年扣非净利润	8,000 万元
2024 年扣非净利润	9,000 万元
2022-2024 年合计扣非净利润	24,000 万元
	补偿业绩差额部分,即 24,000 万元与上市公司 2022 年至 2024 年三年合计归属于上市公司股东的净利润的差额

资料来源：新浪财经，天风证券研究所

此前公司敦煌博物馆 IP 资源由宁波文旅会展集团引荐，预计未来合作前景广阔。公司于 2023 年获得知乎和敦煌博物馆的 IP 授权，合作周期约为一年，公司依托大股东资源优势，积极寻找适合公司的 IP 资源。

宁波文旅会展集团与公司现有的产业接近，弥补了公司现有的人力资源与社会资源不足，可以实现优质战略资源互补与合作。公司将依托自身研发技术和品牌，结合文旅会展集团国资平台优势和金融资本优势，共同整合国内文化创意产品策划、营销渠道等资源，实现产业链、价值链迅速提升，切实发挥双方的协同优势，促进公司高质量发展。

图 17：公司品牌“恋屿”与敦煌系列合作笔记本



资料来源：天猫商城，天风证券研究所

图 18：恋屿与敦煌博物馆合作手账本



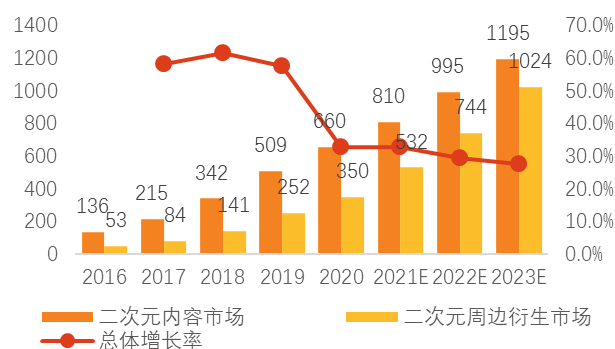
资料来源：天猫商城，天风证券研究所

3. 供需共振，把握谷子千亿蓝海市场机遇

二次元产业崛起，谷子千亿蓝海市场亟待发掘。根据艾瑞咨询预计，2016-2023 年我国二次元产业规模从 189 亿元增长至 2219 亿元，CAGR 为 42%，其中二次元周边衍生产业规模从 53 亿元增长至 1023 亿元，CAGR 高达 53%；

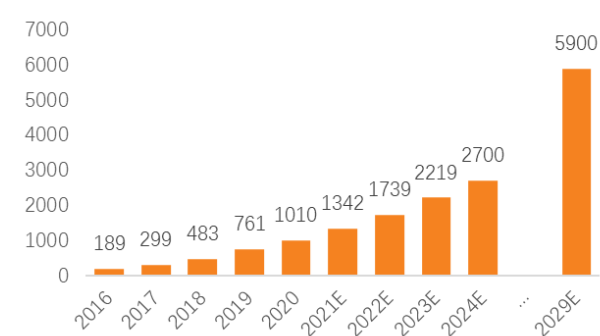
根据商企产业研究院，预计 2023-2029 年二次元产业规模将从 2219 亿元增长至 5900 亿元，CAGR18%，其中二次元周边衍生产业占比或将进一步提升，供需共振驱动谷子高速增长。

图 19：二次元产业规模高增，衍生产业占比提升（亿元）



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

图 20：预计 2029 年我国二次元产业规模提升至 5900 亿元



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

3.1. 需求端：情绪价值主导，Z 世代为主力军

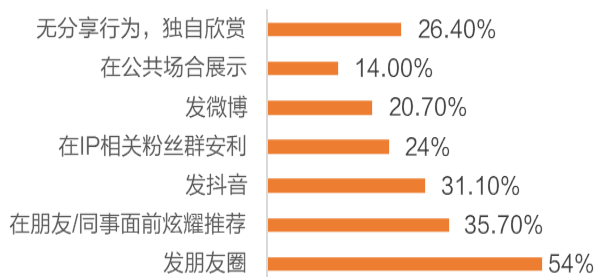
情绪价值为先，谷子为精神消费窗口。伴随社会生活水平提高及产品表现形式多元，年轻消费者更加重视商品情绪价值。此外，根据阿里鱼消费品与营销项目授权报告，近 90% 的 Z 世代对于喜欢的 IP 商品会选择达偿所愿并产生分享行为，从而获得相关群体的认同感。我们预计设计精美、创意独特的谷子对于二次元群体来说兼具展示、收藏及社交价值，谷子消费逐渐成为情绪表达与释放的窗口。

图 21：消费者越发重视自我收藏与展示价值

	所占比例	同比2021年
功能需要	55%	-1%
取悦自己	42%	9%
彰显个性	36%	1%
旧品淘汰	36%	-
他人推荐	30%	-3%
猎奇/紧跟潮流	21%	-1%
送人	15%	-2%
冲动购买	11%	-3%

资料来源：小红书《后疫情时代消费心理研究报告》，天风证券研究所

图 22：IP 消费者分享意愿较强



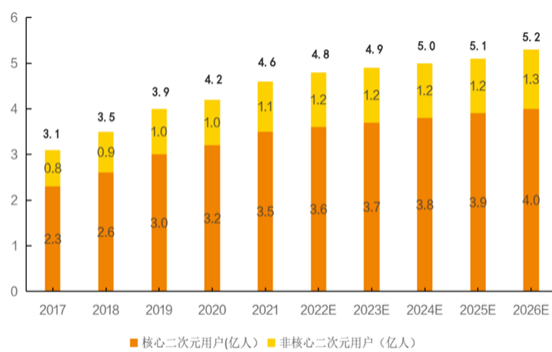
资料来源：阿里鱼消费品与营销项目授权报告，天风证券研究所

谷子经济的核心驱动力为对 IP 的喜爱和爆款 IP 的延续。谷子为 IP 衍生品形态之一，近几年《原神》《明日方舟》《第五人格》等国内 IP，凭借优秀的内容品质、多元化的跨界合作以及产品开发策略，持续扩大其市场影响力，成为“谷子经济”消费群体扩大的基石。

泛二次元用户持续扩张，Z 世代为二次元消费主力军。根据《中国二次元内容行业白皮书》，2021 年我国泛二次元用户数达到 4.6 亿人（其中核心二次元用户数 1.1 亿人），2017-2021 年 CAGR 为 10.4%，其中近 60%为二次元衍生品消费者。

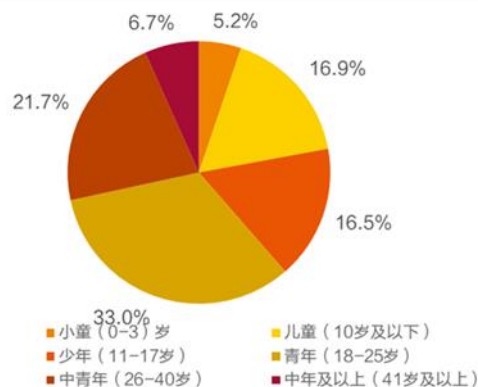
Z 世代（1995-2010 年代出生）成长深受二次元文化影响，为二次元文化消费主力军，根据 36 氪财经，谷子主流消费群体定位在 12-20 岁的中学生，与我国 IP 受众主力军相重合（少年+青年占比近 50%）。

图 23：中国泛二次元用户规模快速增长



资料来源：CIC 灼识咨询公众号，天风证券研究所

图 24：2023 年 IP 受众主力为青年

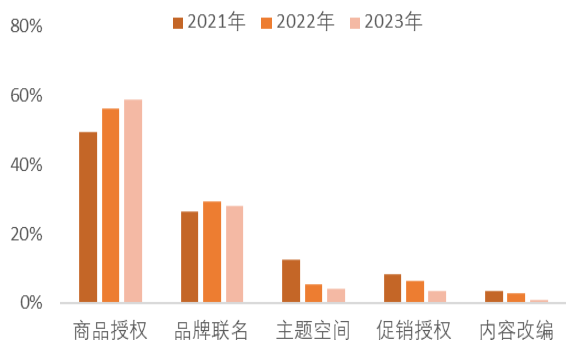


资料来源：中国玩具和婴童用品协会等，天风证券研究所

谷子消费门槛较低，Z 世代具备溢价支付意愿。通常“吧唧”产品单价（国产）约在 7-45 元，根据新一线城市研究所对上海 270 家二次元店铺的统计数据，漫画小说店平均客单价约 58 元，消费门槛不高。

此外，年轻消费者认可 IP 商品的高附加值属性并具备溢价支付意愿，根据阿里鱼消费品与营销项目授权报告，在半年内 Z 世代用户购买 IP 商品频次多数为 1-3 次，其中 56.7%的消费者花费在 500 元以上。

图 28：2023 年商品授权合作模式的占比比上年提高



资料来源：CLE 中国授权展公众号，天风证券研究所

图 29：三月兽合作海内外 IP 品牌



资料来源：翻翻官网，天风证券研究所

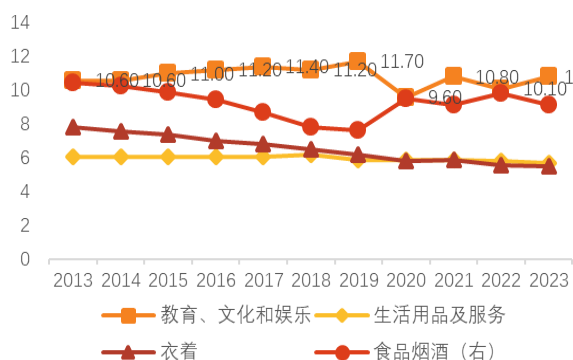
打造“吃谷”地成为商场重要引流手段。2023 年 1 月国内首座聚焦次元文化的商业体“上海百联 ZX 创趣场”落成，拉开国内商场爆改二次元的帷幕，根据上海国资委，该商业体项目转型前日均客流仅 6000 人次，转型后平日客流达 2 万-3 万，节假日客流达 3.5 万-6 万，增加了 3-8 倍；24Q1-3 百联 ZX 创趣场销售收入同比上涨 84%、客流量同比上涨约 40%。

3.3. 谷子量价提升空间可观，公司有望依托 IP 资源享行业发展红利

量：二次元用户规模有望持续扩充。参考日本御宅及潮玩经济崛起背景，我国具备一定人口基数及经济基础，居民收入水平持续增长有望拉动物质消费向精神消费跃升，我国泛二次元用户规模有望保持较快增长，中国二次元内容行业白皮书预计 2026 年我国泛二次元用户数进一步增长至 5.2 亿人。

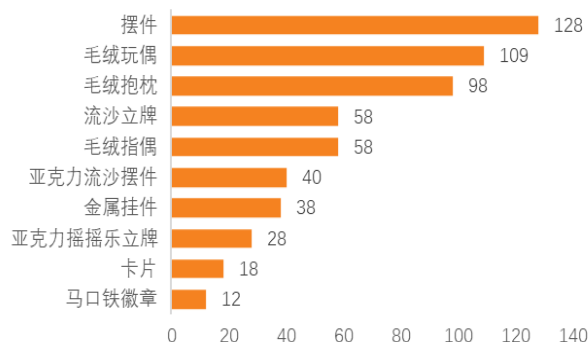
价：核心 Z 世代消费力升级，谷子形态持续迭代。我们认为年轻二次元消费者的价值认同感及个性化需求较强，普遍溢价支付能力较高，伴随核心消费群体 Z 世代逐渐步入社会，主流群体消费能力有望持续提升；此外，谷子形态持续丰富，除两大品类徽章和卡牌，毛绒等产品展现出较高增长势头，未来单价仍有向上提升空间。

图 30：我国居民人均消费支出构成（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：原神旗舰店谷子中毛绒价格带较高（单位：元）



资料来源：淘宝，天风证券研究所

公司文教产品 IP 打造经验丰富，灵梦传媒+吾流赋能 IP 创作运营。公司 IP 资源丰富，国内本册和文创类产品目前已与敦煌博物馆和知乎等知名 IP 联名，也在不断积极寻求与更多优秀的 IP 合作；子公司灵梦传媒以打造热门 IP 作为核心内容，并通过直播电商业务与综艺节目结合，打造消费生态链；此外，公司持有上海吾流文化 10% 股权，吾流文化具备强大的 IP 获取运营能力以及优秀影视剧、游戏衍生产品设计能力，与全球知名游戏公司育碧合作《刺客喵条》系列手办打破了育碧国内潮玩品类衍生品预售记录，有望持续赋能公司 IP 业务拓展。

图 32：吾流文化持续输出影视 IP 爆款周边



资料来源：文创潮公众号，天风证券研究所

综上，我们认为当前谷子经济势头正盛，后续量价均有升级空间，为传统文具文创公司转型发展提供机遇与土壤。创源大股东 IP 资源禀赋稀缺，且公司具备供应链及生产基础，具备发展谷子经济的基因，有望共享行业发展红利。

4. 盈利预测与估值

公司主业增长稳健，集研发设计、生产、销售全套供应链为一体，产品销售以国外市场为主，在积极拓展跨境电商模式的同时不断开拓国内市场。细分品类上公司在亚马逊及自建官方网站拥有自主品牌，积累了丰富的技术、经验和人才优势，在爆款打造和品牌营销上取得了较大成绩，并建立显著的竞争优势。当前谷子经济势头正盛，为传统文具文创公司转型发展提供机遇与土壤。公司具备供应链及生产基础，以及发展谷子经济的 IP 资源优势，我们预期 24-26 年收入分别为 18.34/23.95/31.21 亿人民币，增速分别为 35%/31%/30%。

表 2：公司收入拆分及预测（亿元；%）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	13.19	13.59	18.34	23.95	31.21
yoy	-4.6%	3.0%	35%	31%	30%
时尚文具类	6.76	7.02	7.87	8.81	9.87
yoy	-8.3%	3.9%	12%	12%	12%
运动健身类	1.51	2.00	5.00	9.00	14.40
yoy	11.0%	32.3%	150%	80%	60%
手工益智类	1.59	1.38	1.73	1.99	2.29
yoy	-6.0%	-12.8%	25%	15%	15%
社交情感类	1.49	1.49	1.64	1.80	1.98
yoy	-3.3%	-0.2%	10%	10%	10%
生活家居类	1.07	0.89	0.93	0.98	1.08
yoy	-14.7%	-16.6%	5%	5%	10%
其它	0.62	0.64	0.96	1.15	1.38
yoy	25.8%	3.6%	50%	20%	20%
其他业务收入	0.15	0.17	0.22	0.22	0.22
yoy	20.1%	7.5%	36%	20%	20%

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为文教用品行业知名企业，深耕主业，加强营销管理，积极通过多渠道挖掘市场机会，推动公司营业收入、净利润的双增长。伴随盈利能力逐步恢复、渠道运营成熟，公司经营业绩有望持续提升。我们预计公司 24-26 年收入分别为 18.34/23.95/31.21 亿元，归母净利分别为 0.95/1.24/1.66 亿，EPS 分别为 0.53/0.69/0.92 元人民币/股，PE 分别为 32/25/19x。

我们选择文具用品行业龙头晨光股份、国内领先的潮流文化品牌企业泡泡玛特作为可比公司。参考可比均值，给予公司 25 年 25-30 倍 PE，对应目标价 17.25-20.7 元人民币。

表 3：可比公司 wind 一致 PE 预测（截至 24/12/26 收盘）

	2024E	2025E	2026E
晨光股份	17.8	15.38	13.46
泡泡玛特	44.46	32.82	26.45
均值	31.13	24.10	19.96

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

宏观环境不确定性风险。全球产业链和供应链重新调整、贸易保护主义叠加，加上全球性、地域性政经摩擦和冲突导致的不确定性急剧增长，加剧了经济下行的压力。中美贸易摩擦，客户主动地策略性转移订单至别国；客户要求公司全部、部分承担关税成本，谈判不成转移别国。这种外部宏观环境变化导致的规模减少或成本增加将对公司经营利润产生影响。

海外市场依存度较高的风险。公司的产品以出口为主，其中对北美地区的销售收入占比高，未来一段时间内对海外市场尤其是北美地区市场的依存度仍然较高。如果海外市场发生较大波动，或产品主要进口国发生政治、经济、贸易政策等重大不利变化，或公司在产品研发设计、质量控制、响应速度等方面不能满足客户的需求导致主要客户转向其他厂商采购，公司将面临销售收入增长放缓甚至下滑的风险。

汇率波动风险。公司产品销售收入中外销收入一直是公司主要的收入来源并持续增长。由于公司境外销售以美元为主进行定价和结算，美元对人民币汇率波动会对公司收入和汇兑损益产生影响，从而对公司经营业绩带来一定程度的不确定性。

研发设计创新不及市场预期风险。公司以研发设计为驱动，坚持差异化的发展战略，将设计与创意应用于以纸制品为主的多种载体，用差异化的产品和快速的研发设计创新来迅速满足客户的个性化需求。在信息时代，受流行趋势变化加快、电子化趋势等因素影响，公司可能面临因产品和设计更新速度慢，不能及时满足市场需求，从而导致增长速度放缓的风险。

股票交易异常波动风险。公司股票近日出现交易异常波动的情况，主要受到 IP 经济概念影响。公司前期披露的信息不存在需要更正、补充之处，但目前 IP 联名系列产品国内市场占比较小，对公司业绩影响不大。未来 IP 孵化如不能及时满足市场需求，可能会对公司业绩和股价带来不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	322.35	421.12	146.76	191.59	249.68	营业收入	1,318.67	1,358.78	1,834.49	2,394.85	3,120.97
应收票据及应收账款	167.07	211.73	405.11	329.28	629.58	营业成本	937.11	909.83	1,229.11	1,604.55	2,091.05
预付账款	16.39	14.62	42.70	20.36	63.29	营业税金及附加	13.15	10.54	16.26	21.22	26.51
存货	172.90	181.83	334.90	344.21	515.59	销售费用	105.16	143.84	192.62	251.46	327.70
其他	39.37	26.31	42.31	42.59	57.56	管理费用	130.59	134.06	174.28	227.51	296.49
流动资产合计	718.08	855.61	971.79	928.02	1,515.69	研发费用	64.85	68.19	95.39	124.53	162.29
长期股权投资	28.43	18.68	18.68	18.68	18.68	财务费用	(23.66)	(15.25)	(5.94)	(0.33)	(1.95)
固定资产	425.00	360.19	319.14	278.09	237.05	资产/信用减值损失	(11.79)	(18.18)	(12.91)	(12.29)	(14.46)
在建工程	7.38	38.22	238.22	338.22	368.22	公允价值变动收益	3.96	(4.34)	0.00	0.00	0.00
无形资产	63.61	62.52	59.36	56.21	53.05	投资净收益	(2.42)	2.09	0.18	(0.05)	2.74
其他	119.20	154.68	159.78	154.91	152.59	其他	10.84	29.68	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	643.63	634.29	795.18	846.10	829.59	营业利润	90.90	98.34	120.05	153.56	207.16
资产总计	1,361.71	1,489.89	1,766.97	1,774.13	2,345.27	营业外收入	0.65	4.10	1.87	3.27	5.57
短期借款	87.86	37.15	179.70	216.03	420.23	营业外支出	1.46	2.12	1.52	1.70	1.78
应付票据及应付账款	111.38	163.86	264.82	242.22	432.00	利润总额	90.08	100.31	120.40	155.13	210.94
其他	180.62	167.72	179.37	181.00	214.48	所得税	9.02	12.54	3.01	12.94	16.88
流动负债合计	379.86	368.73	623.88	639.25	1,066.72	净利润	81.06	87.77	117.39	142.19	194.07
长期借款	159.63	209.00	220.16	124.13	153.38	少数股东损益	6.12	11.03	21.91	18.38	28.56
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	74.94	76.74	95.48	123.81	165.51
其他	18.07	46.43	30.26	31.59	36.09	每股收益(元)	0.42	0.43	0.53	0.69	0.92
非流动负债合计	177.70	255.43	250.42	155.71	189.48						
负债合计	566.11	633.94	874.30	794.96	1,256.19	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	31.57	43.01	52.71	63.31	79.18	成长能力					
股本	182.00	180.39	180.39	180.39	180.39	营业收入	-4.65%	3.04%	35.01%	30.55%	30.32%
资本公积	299.48	283.17	283.17	283.17	283.17	营业利润	1392.41%	8.19%	22.08%	27.92%	34.90%
留存收益	308.80	358.65	400.95	472.32	564.29	归属于母公司净利润	691.65%	2.40%	24.42%	29.67%	33.68%
其他	(26.26)	(9.27)	(24.56)	(20.03)	(17.95)	获利能力					
股东权益合计	795.60	855.95	892.67	979.17	1,089.08	毛利率	28.94%	33.04%	33.00%	33.00%	33.00%
负债和股东权益总计	1,361.71	1,489.89	1,766.97	1,774.13	2,345.27	净利率	5.68%	5.65%	5.20%	5.17%	5.30%
						ROE	9.81%	9.44%	11.37%	13.52%	16.39%
						ROIC	6.97%	9.87%	17.05%	12.90%	17.24%
						偿债能力					
						资产负债率	41.57%	42.55%	49.48%	44.81%	53.56%
						净负债率	4.58%	-8.69%	37.02%	25.02%	38.14%
						流动比率	1.85	2.26	1.56	1.45	1.42
						速动比率	1.40	1.78	1.02	0.91	0.94
						营运能力					
						应收账款周转率	6.56	7.17	5.95	6.52	6.51
						存货周转率	6.13	7.66	7.10	7.05	7.26
						总资产周转率	0.96	0.95	1.13	1.35	1.52
						每股指标(元)					
						每股收益	0.42	0.43	0.53	0.69	0.92
						每股经营现金流	1.29	1.11	-0.72	1.34	-0.34
						每股净资产	4.24	4.51	4.66	5.08	5.60
						估值比率					
						市盈率	41.28	40.31	32.40	24.99	18.69
						市净率	4.05	3.81	3.68	3.38	3.06
						EV/EBITDA	9.06	8.48	18.16	14.69	12.49
						EV/EBIT	12.11	10.83	23.90	18.33	14.86

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	81.06	87.77	95.48	123.81	165.51
折旧摊销	52.09	50.89	44.20	44.20	44.20
财务费用	16.77	(4.64)	(5.94)	(0.33)	(1.95)
投资损失	2.42	(2.09)	(0.18)	0.05	(2.74)
营运资金变动	57.44	64.85	(285.81)	54.80	(294.53)
其它	22.06	2.76	21.91	18.38	28.56
经营活动现金流	231.84	199.54	(130.34)	240.91	(60.95)
资本支出	8.86	(28.22)	216.17	98.67	25.49
长期投资	(0.51)	(9.75)	0.00	0.00	0.00
其他	(56.73)	(12.25)	(415.99)	(198.72)	(52.75)
投资活动现金流	(48.37)	(50.22)	(199.82)	(100.05)	(27.26)
债权融资	1.57	3.19	136.47	(40.34)	230.45
股权融资	(19.21)	(27.98)	(80.67)	(55.69)	(84.16)
其他	(38.99)	(17.83)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(56.64)	(42.62)	55.80	(96.03)	146.29
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	126.83	106.69	(274.36)	44.83	58.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com