

广博股份（002103）

聚焦文创及 IP 周边事业发展

聚焦文教办公用品主业，盈利能力不断提升

公司主营文教办公用品的制造与销售。公司文教办公用品业务主要包括时尚办公用品、文创生活以及办公直销三大品类，具体涵盖纸品本册、书写工具、美术画材、文创及授权等全产业链内容。公司作为国内文具用品龙头企业之一，为办公、学生、时尚生活文具提供全面的解决方案。除“广博”传统自有品牌外，公司陆续打造了“kinbor”、“fizz 飞兹”、“papiest 派乐时刻”、“汐西酱”等子品牌，主打不同的品类赛道，一站式解决文创、办公、学生、素质教育及智能文具消费需求。

公司持续深耕主业，紧盯市场需求，积极布局谷子经济，创意文具放量带动利润结构优化。2023 年公司实现营收 26.9 亿元，同比增加 8.2%。2023 年 1-9 月公司因收回部分汇元通业绩补偿款及唯品会调解款而增加公司利润 5484.84 万元，扣除上述因素影响，公司 2024 年 1-9 月净利润较上年同期有较大幅度增长。创意文具类及办公直销类业务驱动公司增长，公司办公直销类收入占比从 2020 的 11%增长至 2023 年 61%，成为公司最主要的收入来源板块；2024 年 1-9 月公司整体业务毛利率 18%，较上年同期提升 2 个百分点，其中公司创意文具类收入增长明显且毛利率最高，2024H1 毛利率 47.5%，同比+10.14pct，创意文具类营收增长带动利润结构优化。

内外销协同，产业链一体化优势凸显

较早布局 IP 资源，具备谷子产业发展潜力。近年来基于 IP 内容为主题的泛娱乐产品的消费需求不断增长，随着 00 后、10 后逐渐进入消费市场，原本小众的二次元圈层迅速扩大，文创周边消费势头正劲。公司迅速抓住机遇，丰富 IP 矩阵，对产品线进行了革新升级，开发了一系列独具特色的文创文具以及二次元周边，推出了勋章、立牌、挂件、贴纸等多系列流行产品，将时尚、轻奢、潮玩等概念同产品结合起来，赋予产品情感价值、社交及娱乐属性，利用多年来积累的设计创新和销售运营能力，为公司销售赋能。

办公直销类不断开发重点客户资源，深挖长期增长动能。公司依托专业的文化物资集采平台——广博商城，聚焦政府及大中型企业对于各类办公物资的集中化、电商化采购。为更好匹配政企客户的需求，公司在全国各大主要城市设立了分公司二十余家，持续深化供应链能力建设，全面布局拓展服务网络，基本建立覆盖全国的一体化大客户服务网络。2023 年陆续中标国家电网、中石油、中石化、天津能源集团等项目，办公直销业务销售收入得到了大幅增长，为公司销售增长做出重要贡献。

出口市场稳步拓展，产能布局全球。公司历来重视海外市场的拓展，依托海内外生产基地优势，深化与关键客户的合作关系，提供高质量服务以及推广低碳绿色环保产品等举措，与客户建立良好链接关系。同时充分发挥越南、柬埔寨海外生产基地的优势，增强客户粘性，公司 2024 年上半年来自境外的营业收入为 3.97 亿元，占公司营业收入的比例为 34.73%，产品主要销往美国和欧洲等国家地区。

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%。消费端看，伴随社会生活水平提高及产品表现形式多元，消费者更加重视商品情绪价值，谷子具有消费门槛低、设计精美等属性，预计逐渐成为年轻人情绪表达与释放的窗口。供给端看，行业逐渐呈现向头部集中的趋势，具备研发、设计、制造、渠道等多方面优势的文具品牌企业有望进一步提升市场空间。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。公司具备供应

证券研究报告

2025 年 02 月 14 日

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	11.63 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	534.27
流通 A 股股本(百万股)	377.08
A 股总市值(百万元)	6,213.59
流通 A 股市值(百万元)	4,385.38
每股净资产(元)	1.89
资产负债率(%)	48.15
一年内最高/最低(元)	18.78/4.55

作者

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

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

曹睿 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523020003
caorui@tfzq.com

张彤 联系人
zhangtong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《广博股份-半年报点评:归母净利润增长 55.08%，立足主业完善跨境服务生态圈》 2016-08-30

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

公司整体发展呈现稳中有进的良好态势。国内文具市场产品研发锐意探索，文创二次元领域崭露头角，政企业务蓄势发力实现高质量增长；海外市场稳传统业务、拓品牌出海，品牌知名度不断提升；宁波、越南、柬埔寨三大生产基地协同发展，不断赋能销售发展。我们预计公司 24-26 年收入分别为 25.6 亿、30.2 亿、35 亿，实现归母净利润 1.45、1.9、2.4 亿，对应 EPS0.27/0.36/0.45 元/股，我们给予公司 2025 年 40-42xPE，对应目标价格区间为 14.2-14.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：客户流失风险、主要原材料价格波动风险、应收账款无法收回风险、汇率波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,486.41	2,690.38	2,563.73	3,020.60	3,504.24
增长率(%)	(12.55)	8.20	(4.71)	17.82	16.01
EBITDA(百万元)	112.80	147.26	190.80	239.85	330.99
归属母公司净利润(百万元)	(36.22)	169.25	145.01	190.11	240.38
增长率(%)	(296.72)	(567.31)	(14.32)	31.10	26.44
EPS(元/股)	(0.07)	0.32	0.27	0.36	0.45
市盈率(P/E)	(171.56)	36.71	42.85	32.68	25.85
市净率(P/B)	8.02	6.59	5.71	4.86	4.09
市销率(P/S)	2.50	2.31	2.42	2.06	1.77
EV/EBITDA	24.55	24.87	30.67	23.57	16.62

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 文具用品行业龙头，聚焦文教办公用品制造&销售	5
1.1. 深耕文教办公用品主业，设计研发能力突出	5
1.2. 积极布局谷子经济，创意文具放量带动利润结构优化	6
2. 内外销协同，产业链一体化优势凸显	7
2.1. 创意文具：较早布局 IP 资源，具备谷子产业发展潜力	7
2.2. 办公直销：把握优质客户资源，培育长期发展动能	9
2.3. 出口：市场稳步拓展，产能全球布局	10
3. 文具文创行业：增长预期稳健，情绪消费崛起	11
3.1. 供给端：稳定增长，市场集中度有望提升	11
3.2. 消费端：情绪消费引领行业发展	12
3.3. 供需共振，把握谷子千亿蓝海市场机遇	13
4. 盈利预测与估值	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：公司打造多个子品牌，主打不同的品类赛道	5
图 2：广博京东自营专区推出产品品类丰富	6
图 3：Kinbor 京东自营多款手账产品评价过万	6
图 4：公司营收近年来保持相对稳健	6
图 5：毛利率水平不断提升	6
图 6：文教办公用品行业营收规模不断扩大（单位：亿元）	7
图 7：文教办公用品行业销售占比不断提升	7
图 8：创意文具类及办公直销类业务收入实现增长（单位：亿元）	7
图 9：创意文具类毛利率水平最高	7
图 10：IP/谷圈合作进程梳理	8
图 11：公司建设专业的文化物资集采平台广博商城	10
图 12：文教办公用品产业链	11
图 13：中国文化办公用品类零售额每月变化趋势	11
图 14：下游产品主要销售模式	12
图 15：文教娱乐方面的人均消费支出不断增长	12
图 16：二次元产业规模高增，衍生产业占比提升（亿元）	13
图 17：预计 2029 年我国二次元产业规模提升至 5900 亿元	13
图 18：消费者越发重视自我收藏与展示价值	13
图 19：IP 消费者分享意愿较强	13
图 20：最平价的二次元漫画小说店平均客单价约 58 元	14
图 21：Z 世代半年内消费价格和频率较高	14

图 22：我国居民人均消费支出构成（%）	14
图 23：原神旗舰店谷子中毛绒价格带较高（单位：元）	14
表 1：广博 IP 矩阵丰富	8
表 2：收入及毛利率拆分（单位：亿元，%）	15
表 3：可比公司 PE 一致预测（截至 2025 年 2 月 13 日收盘价）	15

1. 文具用品行业龙头，聚焦文教办公用品制造&销售

1.1. 深耕文教办公用品主业，设计研发能力突出

公司主营文教办公用品的制造与销售。公司文教办公用品业务主要包括时尚办公用品、文创生活以及办公直销三大品类，具体涵盖纸品本册、书写工具、美术画材、文创及授权等全产业链内容。公司作为国内文具用品龙头企业之一，中国文教体育用品协会副理事长单位，通过多年的经营积累了品牌、研发及渠道等优势，拥有从独立品牌、设计研发、原料采购、生产制造、供应链管理、仓储物流到营销网络的完整经营体系，为办公、学生、时尚生活文具提供全面的解决方案。除“广博”传统自有品牌外，公司陆续打造了“kinbor”、“fizz 飞兹”、“papiest 派乐时刻”、“汐西酱”等子品牌，主打不同的品类赛道，一站式解决文创、办公、学生、素质教育及智能文具消费需求。

海外业务方面，公司积极在世界主要文具市场建立营销网络，通过对战略客户的零距离配合、及时响应服务、产品研发支持等举措，公司与多家海外知名客户建立了长期、稳定、双赢的合作伙伴关系。

图 1：公司打造多个子品牌，主打不同的品类赛道



资料来源：公司公告，天风证券研究所

品牌优势是公司产品的核心竞争力之一。公司作为国内文具用品龙头企业之一，始终坚持长期主义，并致力于品牌建设，通过加强产品质量控制、做好市场营销、提升用户体验、加强精益管理等各方面来提升公司品牌的知名度及影响力，在消费者心中建立了良好的品牌认知。经过多年的积累，公司完成了从纸品制造商向综合文具品牌供应商的转变，公司产品已进入国内综合文具供应商知名品牌的阵容。公司设计开发团队以市场需求为导向，关注消费者喜好，紧抓市场热点，紧跟市场动向，每年根据消费者需求推出数以千计的新产品，涵盖学生文具、办公用品、儿童画材及儿童益智等众多品类。

公司旗下文创时尚品牌“kinbor”，主要围绕手帐及文具周边衍生产品，秉承“真诚造物的理念”，积极联合国内外新锐设计师，热门 IP 推出系列联名作品，受益于广大的粉丝群体，kinbor 目前已进入我国手帐头部品牌阵营。

图 2：广博京东自营专区推出产品品类丰富



资料来源：京东商城，天风证券研究所

图 3：Kinbor 京东自营多款手账产品评价过万

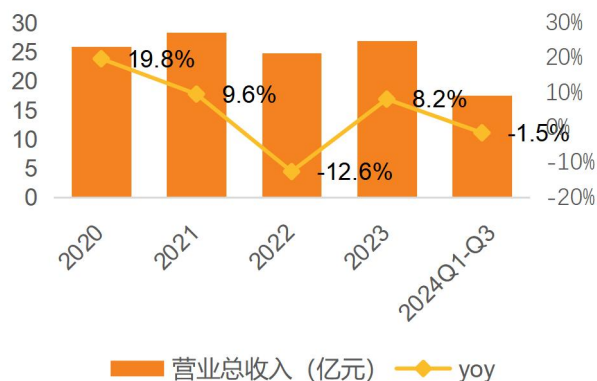


资料来源：京东商城，天风证券研究所

1.2. 积极布局谷子经济，创意文具放量带动利润结构优化

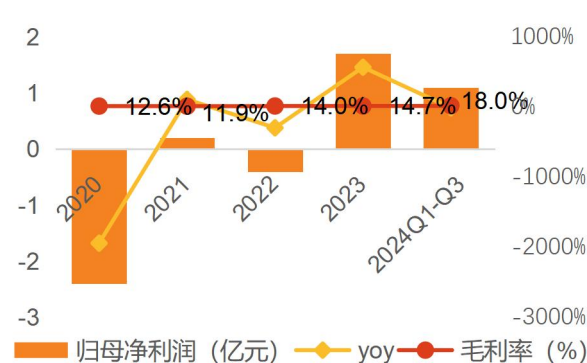
公司主业经营稳健，推动高毛利业务不断发展。公司持续深耕主业，紧盯市场需求，优化业务结构和产品结构，努力提高产品市场占有率和客户满意度，不断推动高毛利业务的发展。2023 年公司实现营收 26.9 亿元，同比增加 8.2%。2024 年 1-9 月，公司实现归母净利润 1.05 亿元，较上年同期下降 11.41%。2023 年 1-9 月公司因收回部分汇元通业绩补偿款及唯品会调解款而增加公司利润 5484.84 万元，扣除上述因素影响，公司 2024 年 1-9 月净利润较上年同期有较大幅度增长。2024 年 1-9 月公司整体业务毛利率 18%，较上年同期提升 2 个百分点，公司整体盈利能力较上年同期有所提升。

图 4：公司营收近年来保持相对稳健



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：毛利率水平不断提升

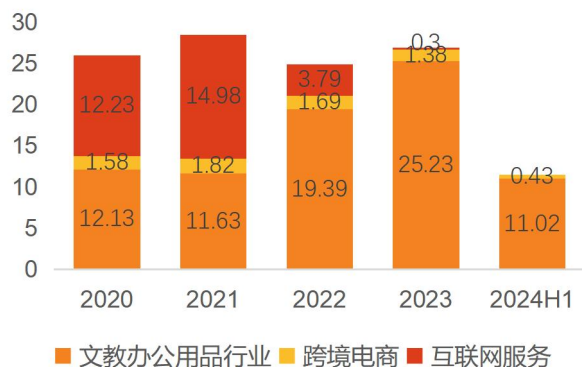


资料来源：wind，天风证券研究所

文教办公用品业务系公司主要收入来源。分行业看，公司坚持守正创新，抢抓机遇，深耕现有文具主营业务，文教办公用品行业营收规模和销售占比不断提升。

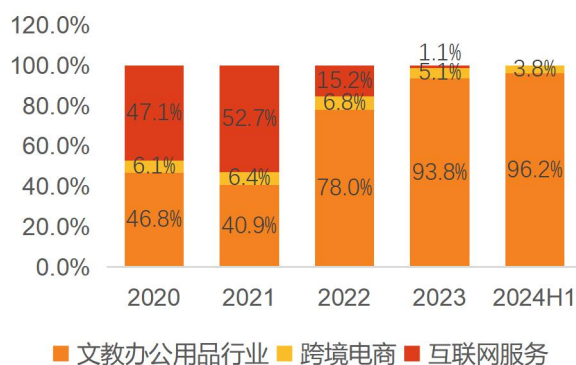
2023 年文教办公用品业务合计实现营业收入 25.23 亿元，同比上升 30.15%，文教办公用品业务占公司营业总收入比重为 93.8%，系公司主要利润来源；互联网广告服务业务因大客户流失，市场竞价加剧等因素影响，业务停滞，2023 年营业收入 0.3 亿元，同比减少 92.18%，占公司营业总收入比重仅为 1.1%。2024H1 文教办公用品业务合计实现营业收入占比进一步提升至 96.2%，主营业务毛利率 18.45%，同比上升 3.45pct，主要系文教办公用品业务盈利能力有所提升。

图 6：文教办公用品行业营收规模不断扩大（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

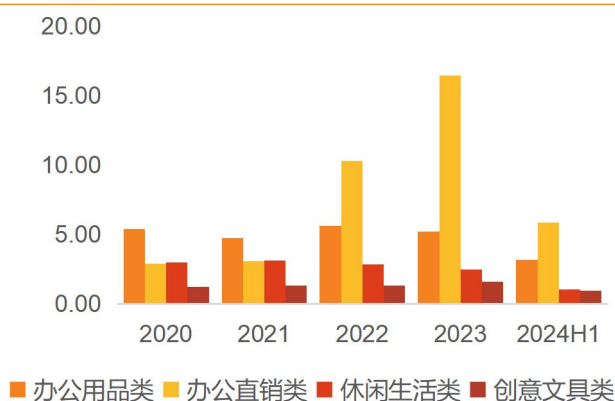
图 7：文教办公用品行业销售占比不断提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

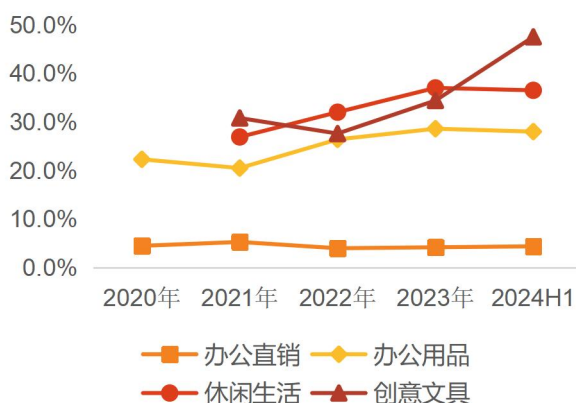
创意文具类及办公直销类业务驱动公司增长。文教用品分品类看，公司办公直销类收入从2020年2.9亿增长至2023年16.45亿，营收占比从原来的11%增长至61%，成为公司最主要的收入来源板块；公司创意文具类收入增长明显，2023年营收达到1.62亿，同增22.78%，占公司营收比重达6%，2024年H1营收达到0.92亿，营收比重进一步提升至8%。创意文具类毛利率水平最高，2024H1毛利率47.5%，同比+10.14pct，文创经济崛起带动公司创意文具类营收增长，有望提升公司综合盈利水平。

图 8：创意文具类及办公直销类业务收入实现增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：创意文具类毛利率水平最高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 内外销协同，产业链一体化优势凸显

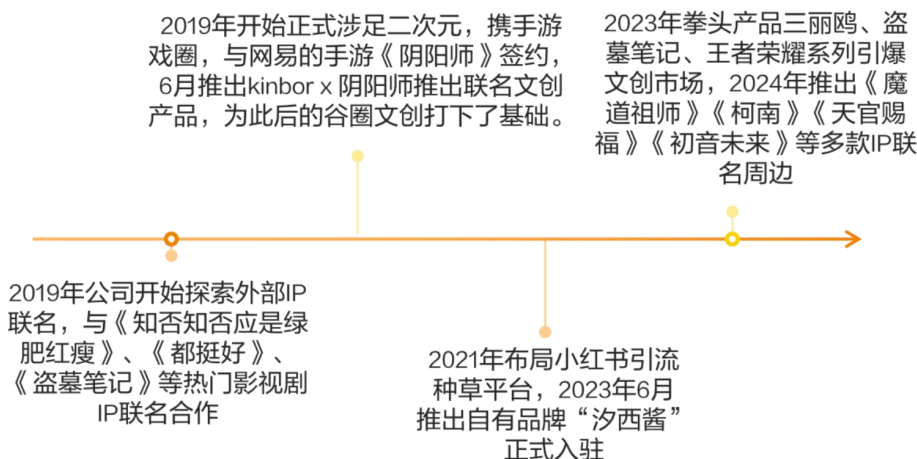
2.1. 创意文具：较早布局 IP 资源，具备谷子产业发展潜力

公司文创业务具备产业链一体化优势。近年来基于 IP 内容为主题的泛娱乐产品的消费需求不断增长，随着 00 后、10 后逐渐进入消费市场，原本小众的二次元圈层迅速扩大，文创周边消费势头正劲。公司迅速抓住机遇，对产品线进行了革新升级，开发了一系列独具特色的文创文具以及二次元周边，推出了勋章、立牌、挂件、贴纸等多系列流行产品，将时尚、轻奢、潮玩等概念同产品结合起来，赋予产品情感价值、社交及娱乐属性，利用多年来积累的设计创新和销售运营能力，为公司销售赋能。

公司的主要优势有几大方面：1、在产品设计上，公司已深耕文具业务 30 余年，拥有成熟的设计团队，积累了丰富的设计研发经验；2、在 IP 联名上，公司通过与众多热门 IP 合作，形成了初步的 IP 矩阵，推出的联名产品取得了市场的认可；3、经过多年积累，公司拥有成熟的供应链管理体系，实现公司各板块业务的高效协同。

上游 IP 联名布局较早，公司构建起多元化 IP 矩阵。公司内销文具最早布局 IP 联名，从早期与“喜羊羊与灰太狼”、“熊出没”等联名，后来逐步发展到与迪士尼、三丽鸥等热门 IP 合作，在品质和功能的基础上加持设计和 IP，让文具为使用者带来愉悦、减压和美好的感受。2019 年公司逐渐开始与影视剧 IP 联名并涉足二次元圈，为谷圈发展打下基础。后续公司开始开发以提供情绪价值和教育价值的文创文具，子品牌 Kinbor 推出的原创 IP 产品和盗墓笔记等 IP 联名产品深受市场欢迎，2024 年公司全力把握二次元文化流行的契机，推出二次元轻周边系列产品，为国内销售开辟了全新赛道。

图 10：IP/谷圈合作进程梳理



资料来源：广博文创等公众号，天风证券研究所

IP 授权方面，目前公司取得了“名侦探柯南”、“初音未来”、“三丽鸥”、“天官赐福”、“魔道祖师”等多个热门 IP 授权，相关周边产品也在持续上新。未来公司在稳固办公文具、学生文具的传统优势基础上，深耕文创领域，加强与国内外知名 IP 的合作，开发独具特色的文创产品以及二次元周边产品。

自有品牌方面，Kinbor 自创立以来坚持秉持真诚造物的理念，推出的一系列手账及周边产品广受市场欢迎。“MIMO”形象系 Kinbor 独家自主研发的 IP，其形象特点为：乐观从容、呆萌可爱的男生形象，消解生活与工作里的负面情绪。“汐西酱”形象特征为：幸运魔法少女，是基于中国 10-15 岁女生的个性画像创造的 IP。公司针对不同年龄圈层的消费者推出了不同的产品，未来公司将持续打造设计差异化能力，在保持产品功能性价比优势的同时，加强具有话题感、情绪价值的产品开发和自媒体运营能力。持续抢占热门 IP，培育推广自主 IP 汐西酱、MIMO 等 IP 的知名度，打造多元化 IP 矩阵。

表 1：广博 IP 矩阵丰富

类型	IP 名称	所属品牌	产品系列	IP 来源
授权 IP	三丽鸥家族	Guangbo	文具、纸制品	日谷
	初音未来	Guangbo	吧唧	日谷
	名侦探柯南	Guangbo	文具、纸制品	日谷
	天官赐福	Guangbo	吧唧	国谷
	间谍过家家	Guangbo	吧唧	日谷
	魔道祖师	Guangbo	吧唧	国谷
	盗墓笔记	kinbor	吧唧、手账、卡片等	国谷
独家 IP	小丑鱼	Guangbo	文具、纸制品	日谷
	毛毯熊	Guangbo	挂件	日谷
自有 IP	汐西酱	Guangbo	文具、贴纸	国谷
	MIMO	kinbor	手账	国谷

资料来源：公司公告，京东、天猫商城，天风证券研究所

中游设计制造能力强，具备规模化生产优势。公司在宁波、美国分别拥有自己的设计团队，并在杭州、上海等一线城市设立了设计工作中心，以获取一线潮流趋势，激发设计灵感。

公司所在的宁波市，即为“中国文具之都”，周边配套工厂星罗棋布，产品品类众多，为公司的配套生产提供了极大的便利。此外，公司总部所在的园区，位于宁波市海曙区，园区建筑面积二十多万平方米，内有多条智能制造生产线，基于多年的规模化生产制造经验、形成了稳定的供应链体系、完善的品质控制体系，未来公司将进一步向精益化、自动化生产着力，深化工艺技术革新等挖潜增效工作，以现代化、自动化的装备提升传统产业，利用机器、自动化控制设备对车间进行智能技术改造，实现增效、提质、保安全。

公司越南、柬埔寨两个海外生产基地的设立，使得公司更加贴近当地市场，快速响应市场需求，利用现代化的生产工艺和设备，不断提高生产效率和质量。

终端渠道销售优势显著。线下渠道，公司目前在全国主要城市均设立了办事处或服务网点，在维护已有传统渠道的同时，全面推进文创渠道的开发，取得了较好的效果，在终端渠道建立较强的竞争优势。通过不断完善营销和物流配送网络，提升运营水平，提升客户体验，进而实现公司整体价值的进一步提升。公司创意产品目前主要通过国内经销商的网络进入国内销售市场。同时，公司加大线上销售的开发力度，并于 2024 年在天猫平台上开设广博潮玩旗舰店，在拼多多平台上开设广博模玩官方旗舰店。

2.2. 办公直销：把握优质客户资源，培育长期发展动能

依托文化物资集采平台广博商城，提升办公直采供应链效率。公司依托专业的文化物资集采平台——广博商城，聚焦政府及大中型企业对于各类办公物资的集中化、电商化采购。公司在原有传统办公物资品类基础上，不断持续丰富物资品类，持续推进供应链升级和产品矩阵拓宽。为更好匹配政企客户的需求，公司在全国各大主要城市设立了分公司二十余家，持续深化供应链能力建设，全面布局拓展服务网络，基本建立覆盖全国的一体化大客户服务网络。公司办公直销业务 2023 年度实现营业收入 16.45 亿元，2024 年上半年实现营业收入 5.84 亿元。

不断开发重点客户资源，深挖长期增长动能。不断开发重点客户资源，深挖客户需求提升服务质量，紧抓各中标项目的开发落地工作，依托不断积累的运营经验和市场资源蓄势发力。公司扎实做好各大核心标的标前统筹跟进及标后履约落地工作，不断细化内部运营风险管控，持续聚焦优质大客户，提升客户内占比。2023 年陆续中标国家电网、中石油、中石化、天津能源集团等项目，办公直销业务销售收入得到了大幅增长，为公司销售增长做出重要贡献。2024 年上半年，公司陆续中标南方电网、国电投、中国有色集团、华润万象生活等集采项目，助力公司销售业务拓展。

关于产品供应品类方面，公司办公直销也将不断拓展 MRO、员工福利等品类，加强品牌间合作，抢占数字化采购市场更大市场份额，培育中长期增长动能。未来随着办公直销业务体量的不断扩展，叠加运营效率的提升，不断细化内部运营风险管控，利润率水平有望得到进一步改善。

图 11：公司建设专业的文化物资集采平台广博商城



资料来源：广博商城官方网站，天风证券研究所

2.3. 出口：市场稳步拓展，产能全球布局

进出口板块深挖存量潜力，品牌出海力拓市场新发展。公司历来重视海外市场的拓展，依托海内外生产基地优势，坚持通过“走出去”、“请进来”，深化与关键客户的合作关系，提供高质量服务以及推广低碳绿色环保产品等举措，与客户建立良好链接关系。同时充分发挥越南、柬埔寨海外生产基地的优势，增强客户粘性，为公司在竞争激烈的市场中赢得了一定的机会。公司 2024 年上半年来自境外的营业收入为 3.97 亿元，占公司营业收入的比例为 34.73%，产品主要销往美国 and 欧洲等国家地区。而自有品牌出海主要开拓“一带一路”沿线国家和地区的新兴市场。未来将继续强化产品的创新和市场拓展，打造差异化竞争力，促进产品线的多元化发展争取更多销售机会。

公司前期已在越南、柬埔寨设立海外生产基地，根据公司前期的对外投资公告，公司未来将进一步扩大在东南亚地区的生产基地规模，降低关税政策变化带来的风险。

渠道运营上，公司积极发展跨境电商业务，2023 年公司出口电商审时度势，去劣存优谋新机。根据市场变化全年以消库存拓新品为主线开展工作，全力去化库存，逐步推行轻资产化运行模式，降低运行成本。着重从设计创意新颖性和工艺成本优化两个维度打造差异化能力，先后对家居家具、婴童产品等类别进行升级，全面打造更有市场竞争力的产品体系。

2024 年公司跨境电商攻坚克难，固本拓新。不断细化内部运营管理，严控仓储物流成本、平台费及广告支出，全力降低运营成本。同时，借助智能工具为营销赋能，在提效降本、提升推广质量的同时增加销售流量转化率。积极关注消费趋势，着力消化减轻藤编产品的库存压力，大力发展家居和婴童等新产品线，积极开拓新平台销售渠道，以争取更多销售机会。

3. 文具文创行业：增长预期稳健，情绪消费崛起

3.1. 供给端：稳定增长，市场集中度有望提升

轻工业是我国国民经济的优势产业、民生产业，在国际上具有较强的竞争力。2022 年轻工业增加值占全部工业的 16.2%，文教办公用品作为轻工行业的内容之一，是与民众生活密切相关的刚需消费品，主要面向学生和各类政府部门及企事业单位办公人士等终端消费者，加之文具是高频消耗品，所以总体拥有着较为稳定的刚性需求和市场空间。文教办公用品涵盖的产品种类甚多，按功能用途，通常可以分为学生文具、办公文具、书写工具、教学用具和其他办公文教用品，而每个类别又有诸多的细分品类，比如学生文具可包括橡皮、修正带等修正型文具；笔袋、铅笔盒等收纳型文具；尺类、圆规等工具型文具，各个产品跨度大，所处技术领域迥异，属于典型的“小产品，大产业”。

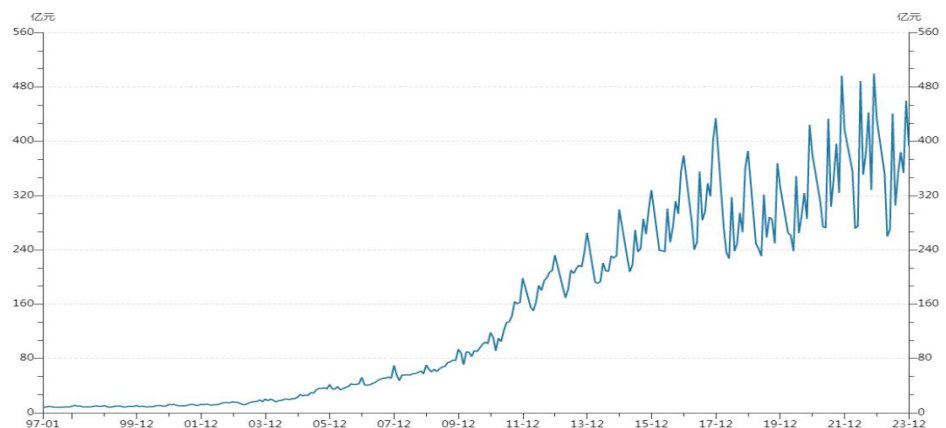
图 12：文教办公用品产业链



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从市场规模而言，我国文具行业整体规模保持长期稳定增长的态势。我国作为世界人口最多的国家，随着国家在教育领域的持续投入、文化产业大发展的政策刺激、伴随着国内文具类消费需求日趋多元化、品质化，在庞大的文具消费人群、快速增长的消费能力和办公集采业务发展等因素驱动下，国内文具行业有望以量稳价增的态势继续稳步发展。除此之外，相较于发达国家，我国的文具行业市场在集中度上有较大提升空间，过去依靠行业红利生存的中小企业经营压力逐渐加大，行业逐渐呈现向头部集中的趋势，具备研发、设计、制造、渠道等多方面优势的文具品牌企业有望进一步提升市场空间，规模以上企业数量持续增加，市场集中度进一步提升，文教办公用品行业整体发展将保持较强的发展韧性和后劲。

图 13：中国文化办公用品类零售额每月变化趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

文具行业的下游渠道高度分散，传统的经销商模式仍是行业的主要销售方式之一，但是销售渠道扁平化趋势明显。ToC 零售端从线下零售模式向综合性电商以及各类生活馆等精品店发展，从而加强对于零售端的把握，及时掌控消费者的需求。网购以及直播带货便利性的提升以及性价比优势的显现，线上销售正逐渐抢占线下零售市场份额，越来越多线下文具店，上线即时零售渠道，找寻业务增量。“文具外卖”在学汛期间尤其火爆，“即想即买即得”已成当前主流消费趋势之一。而 ToB 端客户的办公直销业务，受益于国家政策的大力支持，B2B 办公物资采购迎来了快速发展的历史机遇。当前，政策驱动，大中型企业模范带头，各类数字采购服务商竞相入局，推动了公共采购电商化的加速发展。

图 14：下游产品主要销售模式

销售模式	特点
经销	由全国各级经销商构成，终端包括普通文具店、杂货店等，聚集在学校商圈，覆盖人群较广。
KA	将文具直接销售给全国性连锁销售商，通过全国性连锁销售商广泛的销售网络和跨区域销售来提高销售额。
直销	由文具生产企业直接销售，主要通过电子商务平台和规模化集采平台的形式为大中小型客户提供一站式购物服务。

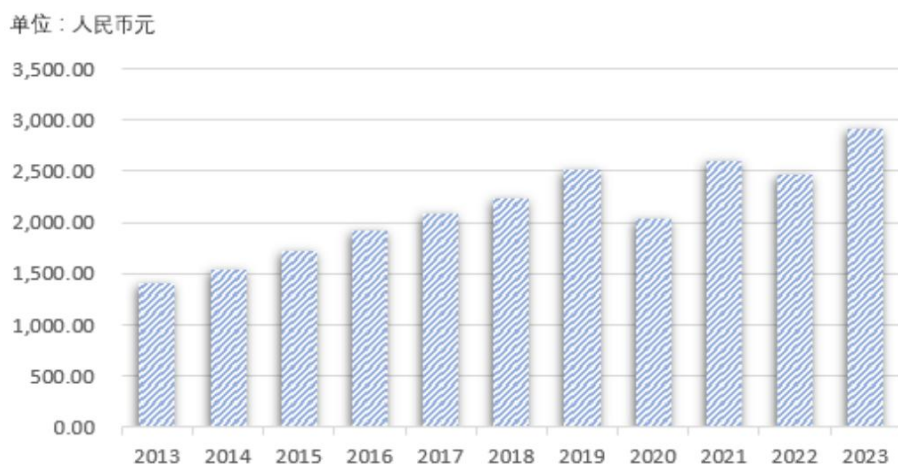
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 消费端：情绪消费引领行业发展

随着居民消费能力和消费观念的不断升级，消费者更加注重产品质量、消费体验。企业在新产品开发层面纷纷加大投入，推陈出新，文具产品已经逐渐从单一的学习办公属性逐渐向学习办公、文化、娱乐等多元化属性发展，从以往的追求功能性为主向产品创意化、品种多样化，设计个性化，材质环保化方向发展。

文具已经成为创意以及个性情怀的载体。文具产品中附加的流行元素和文化内涵，符合学生以及年轻办公族追求时尚、个性的消费潮流，精品文创类产品需求不断凸显，文具逐渐在办公学习之外，衍生出礼品属性。针对这一趋势，不少文具品牌推出了一系列的 IP 联名，国潮漫画周边，这类具有设计感的文具用品迅速获得市场和大众的喜爱，成为消费者的自用和送礼佳品。各类以文创和联名款为基础的精品文具不断涌现市场，文创联名款的迅速走红，不仅丰富了文具行业的品类结构，还赋予了文具的文化内涵和时尚特征，比起同类产品有更高的商业附加值和利润空间，是品牌文具提升竞争力的利器。

图 15：文教娱乐方面的人均消费支出不断增长



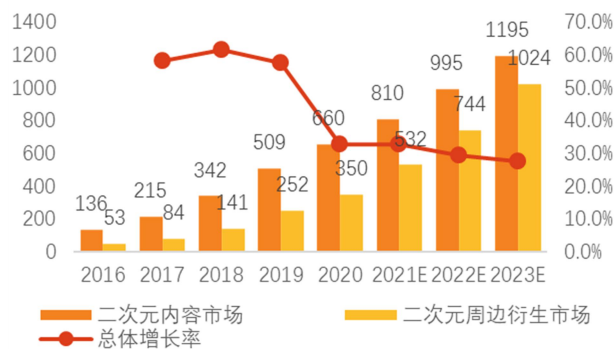
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 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%；

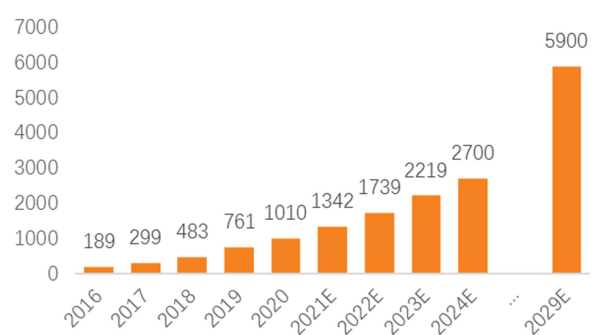
根据商企产业研究院，预计 2023-2029 年二次元产业规模将从 2219 亿元增长至 5900 亿元，CAGR18%，其中二次元周边衍生产业占比或将进一步提升，我们认为供需共振驱动谷子高速增长。

图 16：二次元产业规模高增，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 17：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

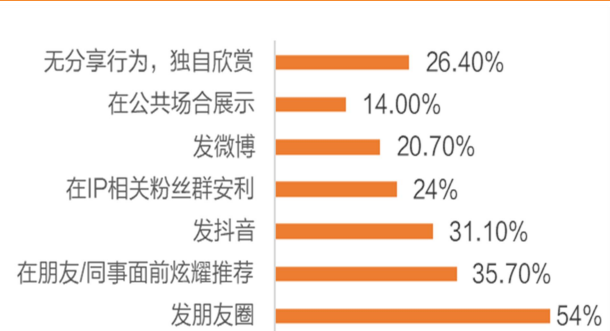
情绪价值为先，谷子为精神消费窗口。伴随社会生活水平提高及产品表现形式多元，年轻消费者更加重视商品情绪价值。此外，根据阿里鱼消费品与营销项目授权报告，近 90% 的 Z 世代对于喜欢的 IP 商品会选择达偿所愿并产生分享行为，从而获得相关群体的认同感。我们预计设计精美、创意独特的谷子对于二次元群体来说兼具展示、收藏及社交价值，谷子消费逐渐成为情绪表达与释放的窗口。

图 18：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 19：IP 消费者分享意愿较强

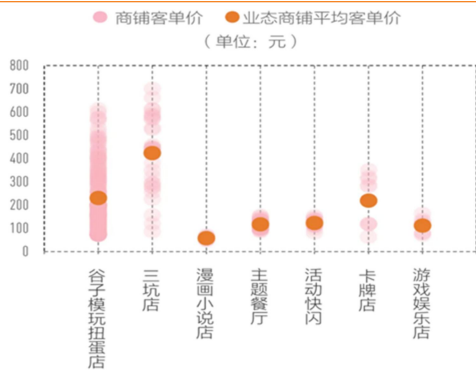


资料来源：阿里鱼消费品与营销项目授权报告，天风证券研究所

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。

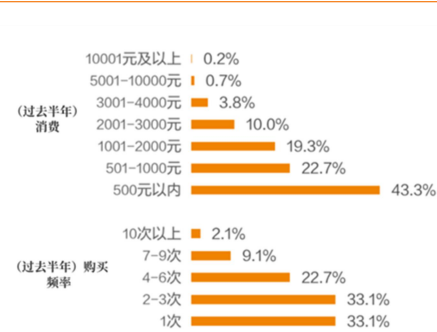
此外，年轻消费者认可 IP 商品的高附加值属性并具备溢价支付意愿，根据阿里鱼消费品与营销项目授权报告，在半年内 Z 世代用户购买 IP 商品频次多数为 1-3 次，其中 56.7% 的消费者花费在 500 元以上。

图 20：最便宜的二次元漫画小说店平均客单价约 58 元



资料来源：新一线城市研究所，天风证券研究所

图 21：Z 世代半年内消费价格和频率较高



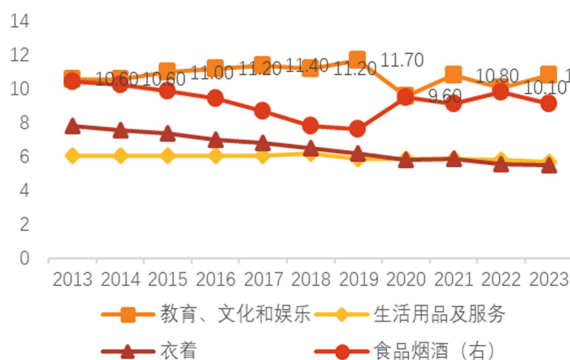
资料来源：阿里鱼消费品与营销项目授权报告，天风证券研究所

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%。

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。量上，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。

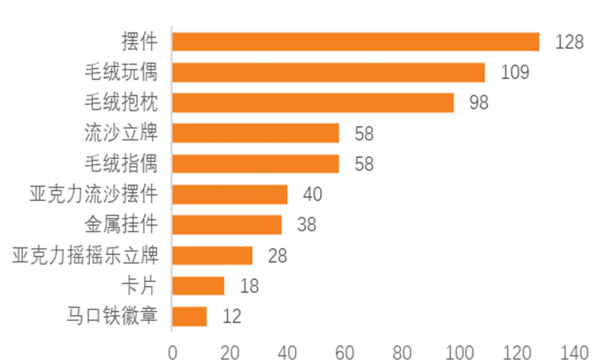
价上，核心 Z 世代消费力升级，谷子形态持续迭代。我们认为年轻二次元消费者的价值认同感及个性化需求较强，普遍溢价支付能力较高，伴随核心消费群体 Z 世代逐渐步入社会，主流群体消费能力有望持续提升；此外，谷子形态持续丰富，除两大品类徽章和卡牌，毛绒等产品展现出较高增长势头，未来单价仍有向上提升空间。

图 22：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 23：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

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。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

作为国内文教办公用品龙头企业之一，公司在抓好文教办公用品主业的同时，始终坚持探索属于企业自身的可持续发展之路，大力发展创意、低碳产品，注重产品研发与设计，不

断打造高品质、高利润、高附加值的核心产品。公司整体发展呈现稳中有进的良好态势。国内文具市场产品研发锐意探索，文创二次元领域崭露头角，政企业务蓄势发力实现高质量增长；海外市场稳传统业务、拓品牌出海，品牌知名度不断提升；宁波、越南、柬埔寨三大生产基地协同发展，不断赋能销售发展。我们预计公司 24-26 年收入分别为 25.6 亿、30.2 亿、35 亿，毛利率分别为 17%、17%、19%。

表 2：收入及毛利率拆分（单位：亿元，%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	24.9	26.9	25.6	30.2	35.0
yoy	-12.6%	8.2%	-4.7%	17.8%	16.0%
毛利率	14.04%	14.72%	16.88%	17.31%	19.13%
办公直销类	10.3	16.4	15.1	16.9	18.6
yoy	234.9%	60.0%	-8.0%	12.0%	10.0%
毛利率	4.04%	4.17%	4.50%	4.80%	5.00%
办公用品类	5.6	5.2	5.7	6.9	8.2
yoy	19.0%	-7.7%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	26.35%	28.64%	28.00%	28.50%	29.00%
休闲生活类	2.9	2.5	2.0	2.4	2.9
yoy	-8.1%	-13.1%	-20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	31.95%	36.95%	36.50%	37.00%	37.50%
创意文具类	1.3	1.6	2.0	3.2	4.5
yoy	-0.8%	22.4%	25.0%	60.0%	40.0%
毛利率	27.57%	34.37%	50.00%	53.00%	54.00%
互联网广告及服务	3.8	0.3	0.0	0.0	0.0
yoy	-74.7%	-92.2%	-100.0%	0.0%	0.0%
毛利率	3.00%	8.02%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
yoy	-18.9%	-12.5%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	20.60%	33.61%	40.00%	45.00%	50.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们选取了文具企业晨光股份、创源股份以及国内著名潮流文化企业泡泡玛特、奥飞娱乐作为可比公司，根据 wind 一致预测，我们给予公司 2025 年 40-42xPE，对应目标价格区间为 14.2-14.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司 PE 一致预测（截至 2025 年 2 月 13 日收盘价）

	2024	2025	2026
晨光股份	16.69	14.42	12.61
创源股份	25.5	19.61	14.87
泡泡玛特	51.27	37.4	30.39
奥飞娱乐	907.79	83.74	58.81
平均值	250.31	38.79	29.17

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

客户流失风险。公司办公直销业务的核心客户为大型央企、国企，该类客户对公司的收入贡献较大，公司前五大客户也多集中在该领域，若因行业竞争或公司供货等原因导致核心客户流失，且公司不能持续开拓新的客户，将会对公司经营发展产生较大不利影响。

主要原材料价格波动风险。公司生产所需的纸张单价长时间内处于波动状态，原材料供应的稳定性和价格走势将影响公司未来生产的稳定性和盈利能力。尽管公司原材料供货渠道畅通、供应相对充足，但仍不能完全排除由相关原材料供需结构变化导致供应紧张或者价格、质量发生波动，进而对公司产品质量、成本和盈利能力带来不利影响的可能性。

应收账款无法收回风险。公司应收账款余额较大，应收账款集中度较高。虽公司主要客户为大型央企、国企，客户资金实力雄厚，履约能力良好。但如果未来宏观经济环境、行业波动及货币资金环境趋紧等因素影响个别客户流动性，或者公司发生大额应收账款因为各种原因未能及时收回，则公司面临应收账款账龄延长、回款率下降、坏账准备上升、需对部分客户应收账款单项计提坏账准备的风险，给公司现金流带来不利影响，从而对公司利润产生影响。

汇率波动风险。公司出口业务占主营业务收入比重较高，公司主要采用美元等外币进行结算，当汇率出现较大波动时，汇兑损益对公司的经营业绩会造成一定的影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	467.00	398.03	320.45	446.88	513.24	营业收入	2,486.41	2,690.38	2,563.73	3,020.60	3,504.24
应收票据及应收账款	673.44	563.70	554.73	827.40	753.79	营业成本	2,137.24	2,294.31	2,130.92	2,497.63	2,833.83
预付账款	7.89	12.16	30.35	7.45	33.95	营业税金及附加	13.28	15.01	12.82	15.10	22.78
存货	215.83	168.36	234.40	250.54	269.58	销售费用	190.49	185.70	176.90	196.34	238.29
其他	150.18	259.33	278.06	268.56	283.49	管理费用	81.22	86.17	87.17	105.72	122.65
流动资产合计	1,514.35	1,401.59	1,417.99	1,800.83	1,854.05	研发费用	18.17	19.01	18.97	22.65	26.28
长期股权投资	6.72	4.26	84.26	164.26	264.26	财务费用	(23.77)	(10.17)	(20.01)	(20.52)	(22.53)
固定资产	339.37	321.95	384.76	425.65	443.78	资产/信用减值损失	(91.39)	67.04	(14.00)	(12.00)	(35.00)
在建工程	2.20	1.98	16.98	43.68	69.11	公允价值变动收益	(10.15)	(14.05)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
无形资产	81.72	78.65	75.29	71.93	68.57	投资净收益	4.81	13.07	20.00	20.00	18.00
其他	76.48	342.26	83.82	49.23	37.28	其他	191.02	(135.46)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	506.50	749.09	645.11	754.74	882.99	营业利润	(24.50)	169.75	152.97	201.67	255.94
资产总计	2,020.85	2,150.68	2,063.10	2,555.58	2,737.05	营业外收入	1.89	11.21	1.50	1.00	0.00
短期借款	409.09	333.30	333.30	304.79	304.79	营业外支出	1.82	1.74	1.00	0.00	1.50
应付票据及应付账款	561.16	666.21	458.44	772.68	696.81	利润总额	(24.43)	179.22	153.47	202.67	254.44
其他	149.70	166.62	155.90	170.23	182.29	所得税	13.05	10.19	7.67	10.13	12.72
流动负债合计	1,119.95	1,166.13	947.64	1,247.70	1,183.89	净利润	(37.48)	169.03	145.79	192.53	241.72
长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.26)	(0.22)	0.78	2.42	1.34
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(36.22)	169.25	145.01	190.11	240.38
其他	14.78	36.67	25.90	25.78	29.45	每股收益 (元)	(0.07)	0.32	0.27	0.36	0.45
非流动负债合计	114.78	36.67	25.90	25.78	29.45						
负债合计	1,245.59	1,207.23	973.54	1,273.48	1,213.34						
少数股东权益	0.68	0.26	1.04	3.46	4.80	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	534.27	534.27	534.27	534.27	534.27	成长能力					
资本公积	676.09	676.09	676.09	676.09	676.09	营业收入	-12.55%	8.20%	-4.71%	17.82%	16.01%
留存收益	(438.38)	(269.13)	(124.12)	65.99	306.37	营业利润	-272.08%	-792.76%	-9.89%	31.84%	26.92%
其他	2.60	1.96	2.28	2.28	2.17	归属于母公司净利润	-296.72%	-567.31%	-14.32%	31.10%	26.44%
股东权益合计	775.26	943.45	1,089.56	1,282.09	1,523.71	获利能力					
负债和股东权益总计	2,020.85	2,150.68	2,063.10	2,555.58	2,737.05	毛利率	14.04%	14.72%	16.88%	17.31%	19.13%
						净利率	-1.46%	6.29%	5.66%	6.29%	6.86%
						ROE	-4.68%	17.94%	13.32%	14.87%	15.83%
						ROIC	-8.69%	23.44%	38.78%	23.71%	30.87%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	61.64%	56.13%	47.19%	49.83%	44.33%
净利润	(37.48)	169.03	145.01	190.11	240.38	净负债率	7.18%	-5.09%	2.53%	-9.91%	-12.66%
折旧摊销	33.04	33.96	35.85	39.71	42.57	流动比率	1.34	1.20	1.50	1.44	1.57
财务费用	(5.35)	(3.66)	(20.01)	(20.52)	(22.53)	速动比率	1.15	1.05	1.25	1.24	1.34
投资损失	(4.81)	(13.07)	(20.00)	(20.00)	(18.00)	营运能力					
营运资金变动	180.53	77.65	(157.23)	16.36	(145.54)	应收账款周转率	4.20	4.35	4.58	4.37	4.43
其它	88.85	195.60	(9.22)	(7.58)	(8.66)	存货周转率	10.29	14.01	12.73	12.46	13.47
经营活动现金流	254.79	459.52	(25.61)	198.08	88.23	总资产周转率	1.30	1.29	1.22	1.31	1.32
资本支出	17.74	(13.18)	121.08	104.04	79.11	每股指标 (元)					
长期投资	0.07	(2.46)	80.00	80.00	100.00	每股收益	-0.07	0.32	0.27	0.36	0.45
其他	17.08	(314.35)	(271.38)	(247.97)	(223.89)	每股经营现金流	0.48	0.86	-0.05	0.37	0.17
投资活动现金流	34.89	(329.99)	(70.30)	(63.93)	(44.78)	每股净资产	1.45	1.77	2.04	2.39	2.84
债权融资	25.19	(162.41)	18.01	(7.72)	23.02	估值比率					
股权融资	4.37	(0.64)	0.32	(0.00)	(0.11)	市盈率	-171.56	36.71	42.85	32.68	25.85
其他	(214.67)	134.63	0.00	0.00	(0.00)	市净率	8.02	6.59	5.71	4.86	4.09
筹资活动现金流	(185.12)	(28.42)	18.33	(7.72)	22.91	EV/EBITDA	24.55	24.87	30.67	23.57	16.62
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	33.89	31.74	37.76	28.25	19.07
现金净增加额	104.56	101.11	(77.58)	126.43	66.36						

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