

广誉“文具之都”，博采 IP “甬”新

——广博股份（002103）深度报告



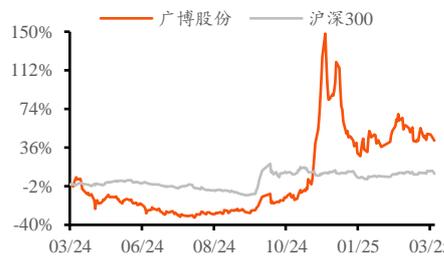
买入(首次)

行业：传媒
日期：2025年03月23日分析师：应豪
E-mail: yinghao@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524050002
分析师：黄伯乐
E-mail: huangbole@yongxingsec.com
SAC编号: S1760520110001

基本数据

03月21日收盘价(元) 9.84
12mthA股价格区间(元) 4.55-18.78
总股本(百万股) 534.27
无限售A股/总股本 70.58%
流通市值(亿元) 37.10

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

国内文教用品龙头企业，2024 前三季度公司业绩实际大幅增长。公司是国内文教办公用品龙头企业之一。2024Q1-3，公司实现营收 17.58 亿元，归母净利润 1.05 亿元，同比增速分别为-1.45%和-11.41%。2023 年同期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 5,484.84 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。

办公直销行业稳健增长，持续培育中长期发展动能。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。2024 年陆续中标南方电网、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。

中国“谷子经济”增长较快，公司积极布局文创产品，有望充分受益。艾媒咨询数据显示，2023 年中国“谷子经济”市场规模 1201 亿元，2024 年迅速增长至 1689 亿元，增速约为 40.63%。公司开发了一系列独具特色的文创文具以及二次元周边。目前公司已取得了“名侦探柯南”、“初音未来”、“三丽鸥”、“天官赐福”、“魔道祖师”、“间谍过家家”、“葬送的芙莉莲”等多个 IP 授权，相关周边产品也在持续上新。未来公司将培育推广自主 IP 汐西酱、MIMO 等 IP 的知名度，打造多元化 IP 矩阵，开发独具特色的文创产品及二次元周边产品。

盈利预测与投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。公司是国内文教领域龙头企业，公司积极开发文创产品。同时公司拥有多个知名 IP 授权，打造多元化 IP 矩阵，文创产品有望获得较快增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.41 亿元、1.84 亿元、2.45 亿元，同比增速分别为-16.8%、30.8%和 33.2%，EPS 分别为 0.26 元/股、0.34 元/股和 0.46 元/股，对应 3 月 21 日收盘价 9.84 元/股，PE 分别为 37.34 倍、28.55 倍和 21.44 倍。公司业绩有望保持较快增长，公司 PEG 低于可比公司均值。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

风险提示

大客户集中度较高以及大客户流失的风险；应收账款规模较大、集中度较高的风险；汇率波动风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,690	2,688	2,901	3,197
年增长率(%)	8.2%	-0.1%	7.9%	10.2%
归属于母公司的净利润	169	141	184	245
年增长率(%)	567.3%	-16.8%	30.8%	33.2%
每股收益(元)	0.32	0.26	0.34	0.46
市盈率(X)	25.03	37.34	28.55	21.44
净资产收益率(%)	17.9%	13.5%	15.0%	16.6%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 03 月 21 日收盘价）

正文目录

1. 国内文教用品龙头企业	3
1.1. 主营文教办公用品的制造与销售	3
1.1.1 文具文创两手抓，构建多元 IP 矩阵	3
1.1.2 办公直销培育中长期增长动能	4
1.2. 公司营收 2021 年达到阶段性高点，2023 年业绩有所改善	5
2. 中国文具行业平稳发展，“谷子经济”增长迅速	9
2.1. 中国文具行业平稳发展	9
2.2. 文具行业发展趋势-品牌化和个性化趋势明显	10
2.3. 中国二次元文化发展迅速	11
2.4. 中国“谷子经济”市场规模持续增长	12
2.5. 悦己消费和兴趣消费带动“吃谷”热潮	13
2.6. 中国数字化采购规模稳健增长	14
2.7. 全球生活家居用品行业市场规模稳中有升	15
3. 公司看点——立足文具业务，发力文创产品	16
3.1. 公司积极推动办公直销业务发展	16
3.2. 公司大力拓展文创业务	17
3.3. 公司努力打造自有品牌	18
3.4. 公司具备规模化生产制造优势，积极海外布局产能，应对关税变化风险	19
3.5. 公司设计研发优势明显	20
4. 盈利预测及投资建议	21
5. 风险提示	23

图目录

图 1: 公司主要品牌	3
图 2: 2015-2024Q1-3 公司营业收入	5
图 3: 2015-2024Q1-3 公司归母净利润	6
图 4: 公司业务构成	6
图 5: 2021-2024H1 公司办公直销业务收入	7
图 6: 2021-2024H1 公司办公用品业务收入	7
图 7: 2021-2024H1 公司休闲生活业务收入	7
图 8: 2021-2024H1 公司创意文具业务收入	7
图 9: 公司毛利率情况	7
图 10: 公司费用率情况	8
图 11: 公司实际控人持股情况	8
图 12: 2018-2025 年中国文具行业市场规模及预测（亿元）	9
图 13: 中国泛二次元及周边市场规模（亿元）	11
图 14: 2017-2029 年中国“谷子经济”市场规模及预测（亿元）	12
图 15: 2019-2024 年全球生活家居用品行业市场规模及预测	15

表目录

表 1: 公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测（单位：百万元）	22
----------------------------------------	----

1. 国内文教用品龙头企业

1.1. 主营文教办公用品的制造与销售

根据公司 2023 年年报，公司主营文教办公用品的制造与销售，目前业务内容涉及文教办公用品以及跨境电商。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。经过 30 余年的耕耘，公司先后获得国家文化出口重点企业、国家印刷示范企业、全国制造业单项冠军、中国文教体育用品行业突出贡献先进企业、中国文体行业先进单位等荣誉，并在 2023 年通过了浙江省出口名牌、省级服务型制造示范企业等项目的复评。

1.1.1 文具文创两手抓，构建多元 IP 矩阵

据公司 2024 年半年度报告披露，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。外销业务方面，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:公司主要品牌



资料来源：2024 年半年报，甬兴证券研究所

根据公司 2024 年半年报，国内文具制造业务以创新提速产业升级，爆

发出新的生机，人们精神需求与文化自信不断增强，对于体验式、个性化和具有文化内涵的产品需求也越来越高，文创产品正在成为人们生活的一部分。文创产品以文化和创意为核心，兼具独特性、艺术性、实用性和市场价值，能够增强消费者在娱乐、认知发展及社交互动的体验，有助于培养传递审美理念和表达某种文化价值观念，文创消费群体规模不断扩大且呈现多元化的趋势。公司积极布局文创产品领域，依托多年文具制造的坚实基础，公司的文创产品兼具功能性及创意性，推出后迅速取得市场的广泛欢迎，形成传统文具和文创产品互促共进的新局面。

公司洞察捕捉市场发展趋势，基于 IP 内容为主题的泛娱乐产品的消费需求不断增长，公司加强 IP 洽谈引入，产品研发方面围绕 IP 特点进行创意设计和产品化，赋予产品文化价值或娱乐元素。在立足传统文具市场的同时，全力把握二次元文化流行的契机，乘势而上落地文创开发，打造专业化运作能力，全力构建多元化 IP 矩阵。公司推进渠道布局抢抓机遇，通过快闪模式快速完成市场调研、热门 IP 抢占对接、产品立项及专业团队组建工作，推进各档新品订货会，推出了徽章、立牌、挂件、贴纸等多系列流行爆品，市场反响热烈，为国内销售开辟了全新赛道。三丽鸥系列产品不断更新迭代，形成积极的市场带动效应；公司自有 IP 汐西酱，通过线上广泛种草、破圈吸粉增加品牌曝光度，通过进一步优化 IP 形象，满足粉丝群体需求，推出的系列产品受到了市场的广泛追捧。Kinbor 将时尚、简约、轻奢等概念同产品结合起来，不断提升设计创新和销售运营能力，积极尝试与新 IP 的合作，进一步提升文创产品的情感价值和社交属性，为后续发展赋能。

1.1.2 办公直销培育中长期增长动能

我国有庞大的数字化采购市场，得益于集采政策驱动的办公直销行业飞速增长，未来在降本增效以及政策推动下，数字化采购空间有望进一步加强。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。不断开发重点客户资源，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。2024H1，陆续中标南方电网、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。

1.2. 公司营收 2021 年达到阶段性高点，2023 年业绩有所改善

长期来看，公司营业收入震荡上行。2021 年-2023 年，公司实现营收分别为 28.43 亿元、24.86 亿元和 26.90 亿元，同比增速分别为 9.64%、-12.55% 和 8.20%，归母净利润分别为 0.18 亿元、-0.36 亿元和 1.69 亿元，同比增速分别为 107.78%、-296.72% 和 567.31%。

2024Q1-3，公司实现营收 17.58 亿元，归母净利润 1.05 亿元，同比增速分别为-1.45%和-11.41%。根据公司投资者交流纪要，2023 年同期公司实现归属上市公司股东净利润 11,894.20 万元，其中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 5,484.84 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。

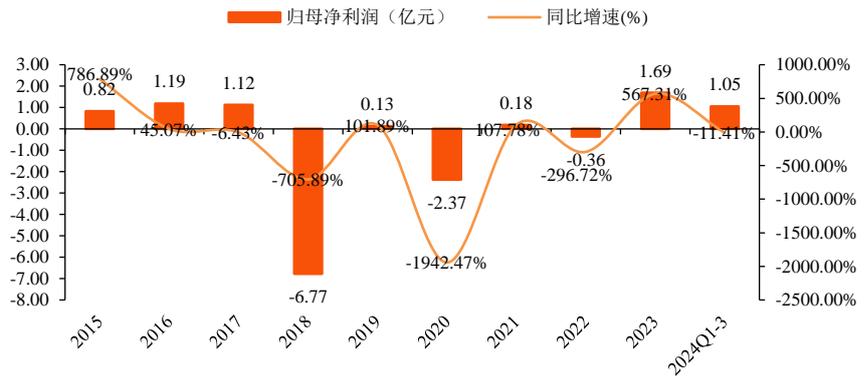
公司在 2015 年开始走向外延式并购的道路，2015 年公司收购灵云传媒 100% 股权，进入互联网广告行业。2017 年公司收购汇元通 13.94% 的股份，进入跨境支付行业。后来由于市场环境变化，公司逐步回归主业，2020 年公司出售汇元通 13.94% 的股份。根据公司 2024 年半年报，灵云传媒已经不具备持续经营能力，基于行业发展前景和公司的整体发展战略结合灵云传媒的实际经营情况，为进一步整合资源，灵云传媒陆续注销旗下子公司，清退剩余员工，以降低公司整体运营成本，优化公司结构，提高运营效率。

图2:2015-2024Q1-3 公司营业收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

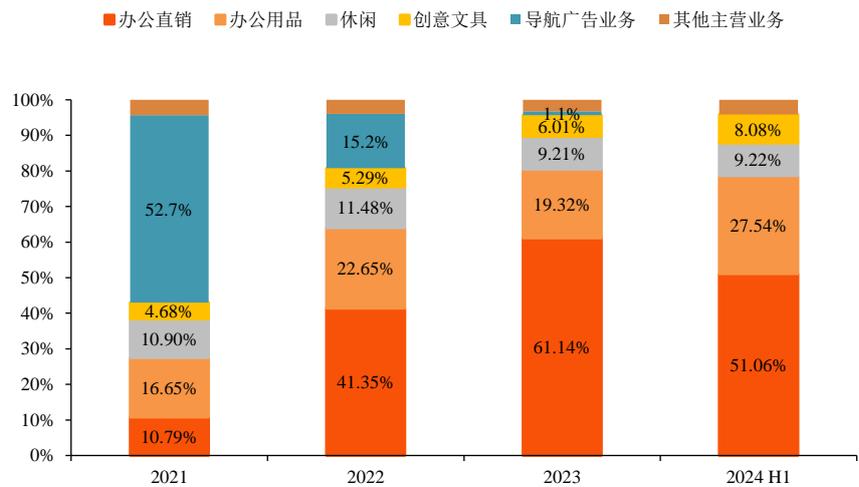
图3:2015-2024Q1-3 公司归母净利润



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从营收构成上来看，办公直销业务的营收占比提升迅速，是公司营收主要构成，2024年半年报办公直销业务占比51.06%。办公用品营收占比由2021年的16.65%提升到2024H1的27.54%，创意文具营收占比由2021年的4.68%提升到2024H1的8.08%。

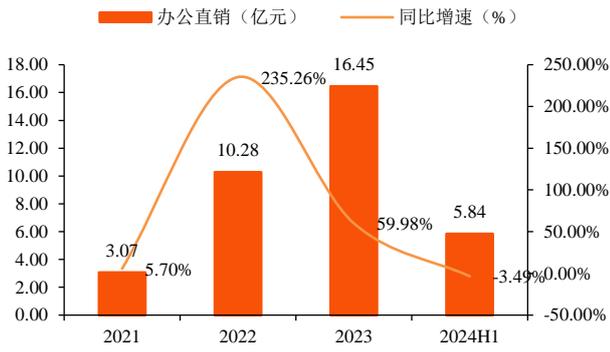
图4:公司业务构成



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

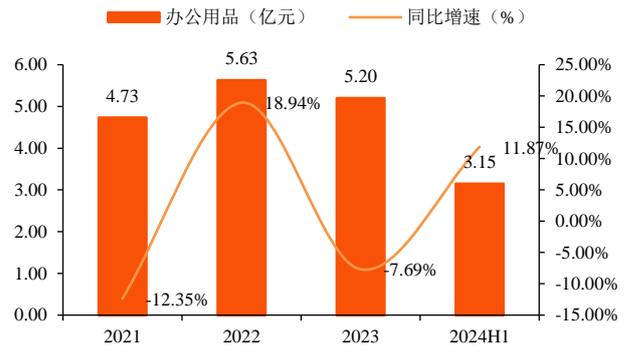
分业务营收看，截止到2024H1，办公直销板块是收入规模最大的板块，而办公用品板块和创意文具板块是收入增速相对较快的板块。

图5:2021-2024H1 公司办公直销业务收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:2021-2024H1 公司办公用品业务收入



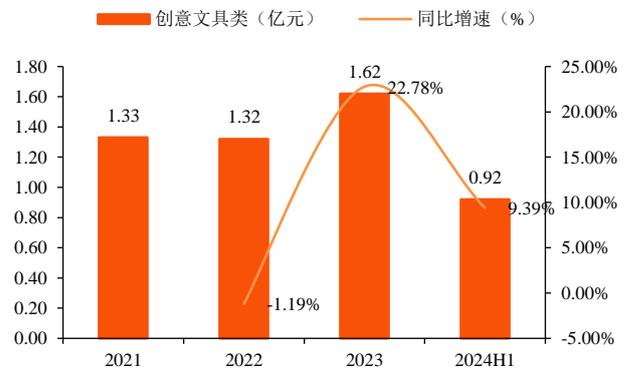
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:2021-2024H1 公司休闲生活业务收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

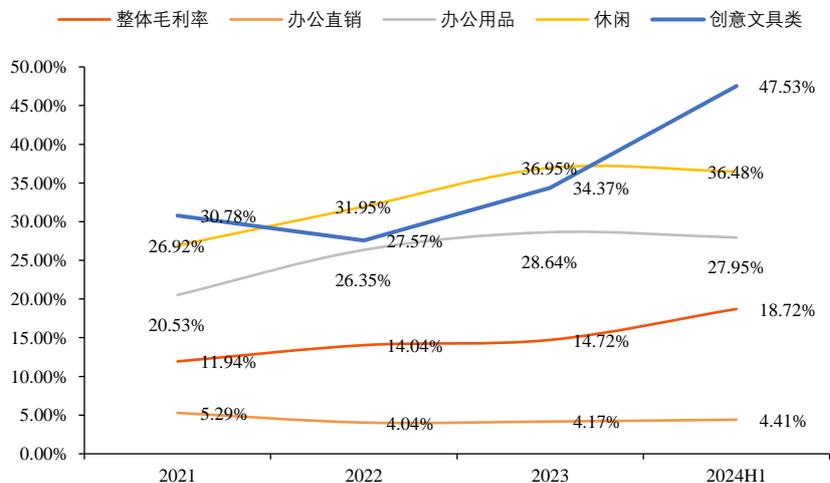
图8:2021-2024H1 公司创意文具业务收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

主要业务毛利率提升带动公司整体毛利率稳步上行。公司整体毛利率由2021年的11.94%上升到2024H1的18.72%，主要原因是公司的办公用品和创意文具业务毛利率稳步提升带动整体毛利率提升，其中创意文具毛利率提升最为明显，从2021年的30.78%提升至2024H1的47.53%。

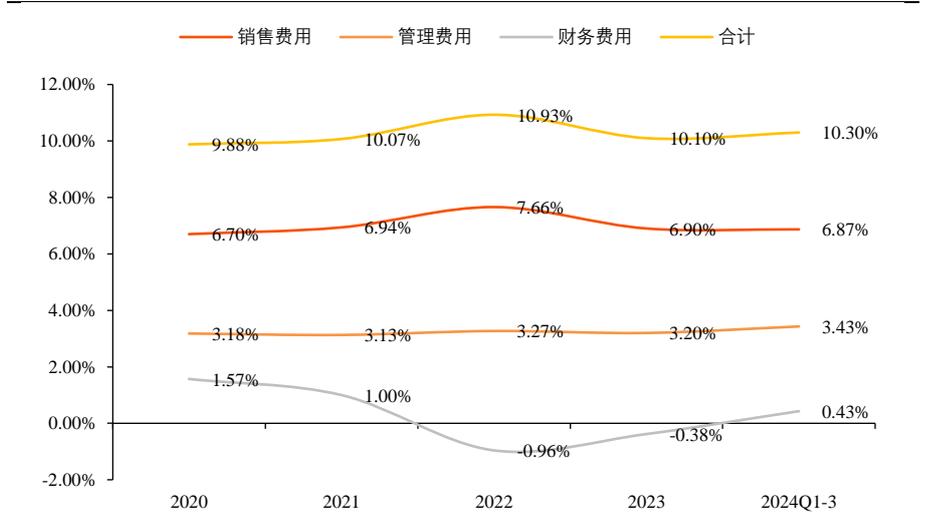
图9:公司毛利率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

近年来,公司整体费用率整体保持稳定。2024Q1-3整体费用率为10.30%。

图10:公司费用率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

王利平是公司实际控制人。根据公司2024年半年报,王利平先生直接持有公司约23.02%股份,通过广博控股集团有限公司持有公司约6.66%股份,王利平先生合计持有公司约29.68%股份,为公司实际控制人。

图11:公司实际控人持股情况



注:钟燕琼女士系王利平先生配偶

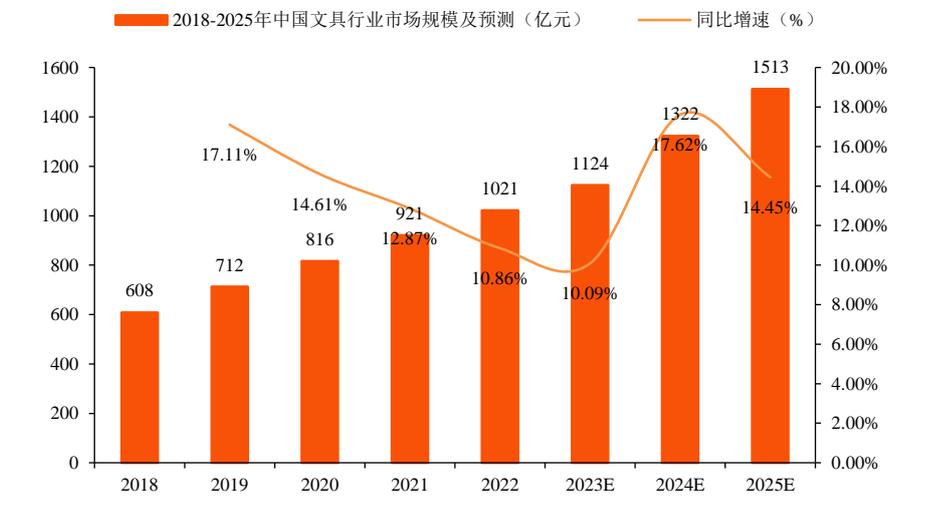
资料来源: Wind, 2023 年年报, 2024 半年报, 甬兴证券研究所

2. 中国文具行业平稳发展，“谷子经济”增长迅速

2.1. 中国文具行业平稳发展

根据观知海内消息，文具/产品是家庭、学校或办公室日常使用的实用物品。这些物品包括笔记本、钢笔、剪刀、荧光笔、蜡笔和颜色。近几年，全球办公室和教育中心数量的增加推动了产品需求增加。根据 Fortune Business Insights 公布的数据，2024 年全球文具行业市场规模为 1515 亿美元。根据观知海内数据显示：近几年我国文具行业市场规模整体呈现上升趋势，文具行业市场规模从 2018 年 608 亿元增长至 2023 年的 1124 亿元；观知海内预计 2025 年我国文具行业市场规模将突破 1500 亿元。

图12:2018-2025 年中国文具行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：中国工业统计年鉴、前瞻、观知海内咨询，甬兴证券研究所

2.2. 文具行业发展趋势-品牌化和个性化趋势明显

根据观知海内咨询，文具行业发展有三大趋势。

1) 文具消费趋于品牌化、个性化

笔类书写工具在日常学习、工作中使用频繁，随着居民收入水平的提高和消费观念的提升，消费者更倾向于选购产品质量、设计水平、终端形象、用户美誉度等方面表现优秀的品牌产品。品牌是企业产品质量、特征、性能、用途等级的概括，凝聚了企业的风格、精神和信誉，会广泛地影响消费者的购买行为。

2) 文具销售终端趋于连锁化

随着文具消费品牌化趋势的加强，品牌文具商不断推广连锁经营的模式，普通文具店也呈现出积极参与连锁加盟的趋势。普通文具店曾是文具销售的主流渠道，但由于进入门槛低，价格竞争激烈，很多普通文具店因管理不善、资金不足等原因造成盈利能力较弱，经营不稳定甚至被淘汰。加盟品牌文具连锁经营，有利于改善门店形象，提升销售产品的品质定位，一定程度上增强抗风险能力，因此近年来，文具销售终端连锁化趋势显著。

3) 文具消费注重个性化、高端化

目前学生、年轻的办公一族更青睐于创意化、个性化、时尚化的文具，这类文具往往具备独特的创意化的设计、外观新颖时尚、色彩艳丽，能满足基本的功能性需求，也大大提升消费者的用户体验。同时，在绘图、财务、设计及礼品等领域，专业的高端文具消费群体在不断增加，专业性强、品质佳、价值较高的高端文具逐渐成为推动文具消费的新亮点。

2.3. 中国二次元文化发展迅速

根据艾媒咨询，中国泛二次元市场已经形成了包括内容生产（如动画制作、漫画制作、游戏制作等）、内容传播（国内外内容代理、综合平台、动漫平台、资讯平台、游戏发行等）以及周边衍生（如手办、潮玩、卡牌、服装、娱乐等二次元产品及虚拟偶像等）较为完善的生态。iiMedia Research（艾媒咨询）数据显示，2019年中国泛二次元用户规模3.54亿人，2024年达5.03亿人，预计2029年将达5.70亿人；2019年中国泛二次元及周边市场规模2983亿元，2024年则迅速提升至5977亿元，2029年则有望8344亿元，成为全球泛二次元成长最快的市场。

图13:中国泛二次元及周边市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，甬兴证券研究所整理

2.4. 中国“谷子经济”市场规模持续增长

“谷子经济”的产业链可以大致划分为4个环节，从IP的创作孵化到最终的产品销售和分发，每个环节都有专业的企业参与，共同推动了“谷子经济”的繁荣发展。

1.IP创作与孵化环节：这是整个产业链的起点，涉及原创内容创作。代表性企业包括腾讯、网易、哔哩哔哩等，它们通过创作原创内容孵化出具有市场吸引力的IP。

2.IP授权与管理环节：负责IP的商业运营，包括版权管理、品牌授权等。例如，奥飞娱乐、华强方特等企业在此环节中扮演重要角色，它们通过授权IP给其他企业来获得收益。

3.衍生品制造与销售环节：将IP转化为实体商品，如手办、徽章、服装等。代表性企业包括泡泡玛特、52TOYS等，它们负责生产和销售这些衍生品，满足消费者对IP实体化的需求。

4.内容分发与平台环节：通过各种渠道向用户分发IP内容，如视频网站、社交媒体、直播平台等。代表性企业包括抖音、快手等，它们为IP内容提供了广泛的分发渠道，增加了IP的曝光率和影响力。

iMedia Research（艾媒咨询）数据显示，2023年中国“谷子经济”市场规模1201亿元，2024年迅速增长至1689亿元，增速约为40.63%；随着泛二次元生态及周边衍生市场的发展，未来数年“谷子经济”市场规模将呈持续增长态势，预计2029年整体市场规模有望达3089亿元。

图14: 2017-2029年中国“谷子经济”市场规模及预测（亿元）



资料来源：艾媒咨询，甬兴证券研究所整理

2.5. 悦己消费和兴趣消费带动“吃谷”热潮

Media Research（艾媒咨询）数据显示，新青年消费者首要以提升生活品质为消费核心，从而购买品质消费类产品。其次是购买维系社交的礼物消费品，目的是融入圈层，与同好人群有共同话题。满足精神需求、愉悦自我也成为新青年消费的一大诉求。随着个性化、多元化消费需求的与日俱增，“兴趣消费”成为不可忽视的重要趋势。

在兴趣消费的引领下，新青年的消费行为与社交已形成深度绑定关系，对同好圈层的归属感成为吸引他们消费的重要因素。随着“兴趣元素”不断渗透进各种商品，情感附加值成为新青年购物衡量的重要标准。艾媒咨询认为，年轻人热衷于“吃谷”的现象，反映了他们对于二次元文化的热爱与追求。对年轻人而言，谷子不仅仅是商品，更是情感的载体和社交货币，满足了其在情感价值、社交需求与身份建构上的多元化追求。谷子消费是 Z 世代年轻人情绪表达与释放的窗口，体现的是“为快乐买单”。而谷子文化则因其具有高度的社交属性，成为年轻人间相互交流与抱团取暖的方式。”谷子经济”的爆火表明，年轻人越来越注重自我满足和情感体验，这使得悦己消费成为用户规模庞大且前景广阔的行业赛道。

2.6. 中国数字化采购规模稳健增长

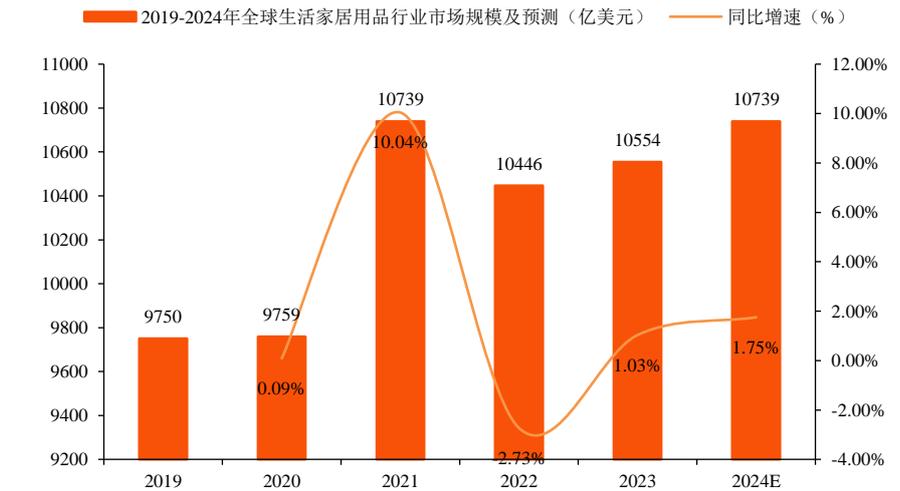
根据东方财富援引头豹科技创新网资料，相较于传统采购，平台化采购模式优势突出，可将采购信息以数据化形式呈现，降低了采购成本，具有高效率、高透明度的优势，互联网技术及移动互联网技术的发展、政府政策的支持及央国企等机关单位的试点支持，促进了中国数字化采购行业近年的发展。中国数字化采购行业市场规模自 2017 年 73,365.1 亿元增长至 2022 年 135,763 亿元，复合年化增长率为 12.8%。

2022 年，中国数字化采购市场于各类型企业仅 2% 的采购渗透率依然处于较低水平，相较于美国 53% 的渗透率依然有较大的提升空间。随着中国 5G、云计算、大数据、区块链人工智能等技术的发展，以及各类企业因降本需求而进行的数字化改革，头豹科技预计未来中国数字化采购行业将依然保持较高增速，但是考虑到中国当前数字信息化产业已发展多年，且近些年一直保持稳定上涨趋势，预期未来数字化采购增速相较于此前将有所放缓，至 2026 年，中国数字化采购行业市场规模将增长至 238,032 亿元，复合年化增长率为 11.9%。

2.7. 全球生活家居用品行业市场规模稳中有升

中商产业研究院发布的《2024-2029年中国家居用品行业市场现状调研及发展趋势预测研究报告》显示，2019-2023年全球生活家居用品行业市场规模从9750亿美元增长至10554亿美元，年均复合增长率为2.0%。中商产业研究院分析师预测，2024年全球生活家居用品行业市场规模将达到10739亿美元。

图15: 2019-2024年全球生活家居用品行业市场规模及预测



资料来源: 中商情报网, 甬兴证券研究所整理

3. 公司看点——立足文具业务，发力文创产品

3.1. 公司积极推动办公直销业务发展

根据公司 2024 年半年报，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。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。2024H1，陆续中标南方电网、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。

3.2. 公司大力拓展文创业务

根据公司投资者交流纪要，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，在继续稳固办公文具、学生文具的传统优势基础上，更大力深耕文创领域，加强 IP 的洽谈引入，产品研发方面围绕 IP 特点进行创意设计和产品化，并全力把握二次元文化流行的契机，开发了一系列独具特色的文创文具以及二次元周边，推出了徽章、立牌、挂件、色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。目前公司已取得了“名侦探柯南”、“初音未来”、“三丽鸥”、“天官赐福”、“魔道祖师”、“间谍过家家”、“葬送的芙莉莲”等多个 IP 授权，相关周边产品也在持续上新。未来公司将培育推广自主 IP 汐西酱、MIMO 等 IP 的知名度，打造多元化 IP 矩阵，开发独具特色的文创产品及二次元周边产品。

3.3. 公司努力打造自有品牌

根据公司投资者交流纪要，公司始终坚持长期主义，并致力于品牌建设，除“广博”传统自有品牌外，陆续打造了“kinbor”、“fizz 飞兹”、“papiest 派乐时刻”、“汐西酱”等子品牌；公司拥有资深的设计研发团队，并不断吸收新鲜血液，充实产品设计研发团队力量；公司丰富的生产制造与销售经验，规模化的生产制造优势保障了公司生产经营的持续性，品质的稳定性。

根据公司 2023 年年报，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。

3.4. 公司具备规模化生产制造优势，积极海外布局产能，应对关税变化风险

根据公司公告，目前国内文具品牌企业主要集中在长三角及珠三角地区。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较大的便利。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。

根据公司投资者交流纪要。公司分别于 2019 年、2023 年设立了越南及柬埔寨生产基地，公司未来将进一步扩大在东南亚地区的生产基地规模，根据公司前期披露的投资进展公告，预计购买越南土地上附属厂房及其附属设施投资金额约 2000 万美元，目前已向交易对方交付定金。随着公司海外生产基地的产能进一步扩大，预计能够一定程度上降低关税政策变化带来的风险。

3.5. 公司设计研发优势明显

根据公告，公司根据海内外市场需求致力于产品的设计研发，在国内拥有一支资深的设计研发团队，除国内的设计中心外，通过聘请国内外设计师，与国外设计研发团队合作，以技术顾问、合作研发、项目攻关等形式引导公司的设计开发工作。以人为本，公司不断招收专业院校的优秀毕业生进行培养，作为新鲜血液注入公司的设计团队，不断充实产品设计研发团队力量。公司在杭州、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，激发设计灵感引领市场前沿。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、儿美画材及儿童益智等众多品类。

4. 盈利预测及投资建议

核心假设与盈利预测：

1、核心假设：

公司主营文教办公用品的制造与销售，文具业务稳中有升，公司积极布局文创产品领域，并取得明显成效，公司的文创产品获得市场的广泛欢迎，形成传统文具和文创发展互促共进的新局面。总体来说，未来公司的营收有望保持稳定增长，毛利率稳中有升。

2、办公直销

2024H1 办公直销实现营收 5.84 亿元，同比增-3.49%，营收占比 51.06%。根据头豹科技创新网资料，预计至 2026 年，中国数字化采购行业市场规模将增长至 238,032 亿元，复合年化增长率为 11.9%，考虑到公司 2024H1，此业务增速约为-3.49%，2024Q1-3 整体收入增速约为-1.45%，相比于 2024H1 收入增速约为-2.16%，跌幅减少。我们预计公司此业务有望止跌企稳，预计 2024-2026 年，公司办公直销收入增速分别为-2.50%、2.00%和 3.00%。

3、办公用品

2024H1 办公用品业务实现营业收入 3.15 亿元，同比增长 11.87%，营收占比 27.54%。根据根据观知海内消息，2024-2025 年中国文具行业增速约为 17.62%和 14.45%，考虑到 2024H1 此业务增速约为 11.87%，我们预计 2024-2026 年公司办公用品业务收入增速分别为 12.00%、13.00%和 14.00%。

4、休闲生活

2024H1 休闲生活业务实现营业收入 1.05 亿元，同比增长-16.44%，营收占比约为 9.22%。整体收入占比较小。根据中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国家居用品行业市场现状调研及发展趋势预测研究报告》显示，2019-2023 年全球生活家居用品行业市场规模从 9750 亿美元增长至 10554 亿美元，年均复合增长率为 2.0%，参考 2024 H1 公司休闲生活业务增速为-16.44%，公司三季报整体收入跌幅缩小，预计此业务有望止跌，预计 2024-2026 年，公司休闲生活收入增速分别为-16.00%、1.00%和 2.00%。

5、创意文具

2024H1 创意文具业务实现营业收入 0.92 亿元，同比增长 9.39%，营收占比约为 8.08%。根据中国玩具和婴童用品协会对天猫平台 2024 年 12 月份销售数据追踪显示，盲盒和手办销售额均同比分别增长 45.6%和 12.6%，根据 2025 年 2 月销售数据，盲盒和手办的销售额同比分别增长 100.5%和 60.3%，文创潮玩市场有望继续保持较快增长。考虑到公司目前重点发展创意文具业务，在手 IP 较多，产品矩阵丰富，我们预计该业务未来会迎来较快发展，我们预计公司创意文具业务 2024-2026 年收入增速分别为 25.00%、48.00%和 48.00%。

6、毛利率假设

2021-2024H1 年，公司综合毛利率分别为 11.94%、14.04%、14.72%和

18.72%，2024H1，公司办公直销、办公用品、休闲生活和创意文具的毛利率分别为 4.41%、27.95%、36.48%和 47.53%。我们认为办公直销业务毛利率基本保持稳定，预计 2024-2026 年办公直销毛利率分别为 4.50%、4.40%和 4.30%。预计 2024-2026 年办公用品业务毛利率也是基本保持稳定，分别为 28.50%、28.50%和 28.00%。休闲生活板块由于竞争激励，预计毛利率略有下滑。预计 2024-2026 年休闲生活业务的毛利率分别为 37.00%、36.00%和 35.00%，创意文具业务的毛利率自 2022 年开始提升明显，该类型产品属于价格弹性较高的产品，公司在手 IP 较多，产品矩阵丰富，有望维持较高毛利率，预计 2024-2026 年创意文具业务的毛利率分别为 48.00%、48.20%和 48.50%。预计 2024-2026 年，公司综合毛利率为 16.64%、17.79%和 19.09%。

表1:公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测（单位：百万元）

分业务收入测算	2023	2024E	2025E	2026E
办公直销	1644.94	1603.82	1635.89	1684.97
办公用品	519.88	582.27	657.96	750.07
休闲生活	247.73	208.09	210.17	214.38
创意文具	161.59	201.99	298.94	442.43
其他业务	86.64	92.27	98.36	104.95
合计	2690.38	2688.43	2901.33	3196.81
分业务成本测算	2023	2024E	2025E	2026E
办公直销	1576.35	1531.64	1563.91	1612.52
办公用品	370.99	416.32	470.44	540.05
休闲生活	156.19	131.10	134.51	139.35
创意文具	106.05	105.03	154.85	227.85
其他业务	57.52	56.93	61.48	66.64
合计	2267.10	2241.03	2385.19	2586.41
分业务增速	2023	2024E	2025E	2026E
办公直销	59.98%	-2.50%	2.00%	3.00%
办公用品	-7.69%	12.00%	13.00%	14.00%
休闲生活	-13.20%	-16.00%	1.00%	2.00%
创意文具	22.78%	25.00%	48.00%	48.00%
其他业务	-12.73%	6.50%	6.60%	6.70%
合计	8.20%	-0.07%	7.92%	10.18%
分业务毛利率	2023	2024E	2025E	2026E
办公直销	4.17%	4.50%	4.40%	4.30%
办公用品	28.64%	28.50%	28.50%	28.00%
休闲生活	36.95%	37.00%	36.00%	35.00%
创意文具	34.37%	48.00%	48.20%	48.50%
其他业务	33.61%	38.30%	37.50%	36.50%
合计	14.72%	16.64%	17.79%	19.09%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

投资建议：

首次覆盖，给予“买入”评级。公司是国内文教领域龙头企业，公司积极开发文创产品。同时公司拥有多个知名 IP 授权，打造多元化 IP 矩阵，文创产品有望获得较快增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.41 亿元、1.84 亿元、2.45 亿元，同比增速分别为-16.8%、30.8%和 33.2%，EPS 分别为 0.26 元/股、0.34 元/股和 0.46 元/股，对应 3 月 21 日收盘价 9.84 元/股，PE 分别为 37.34 倍、28.55 倍和 21.44 倍。公司业绩有望保持较快增长，公司 PEG 低于可比公司均值。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

5. 风险提示

1、大客户集中度较高以及大客户流失的风险

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，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。

2、应收账款规模较大、集中度较高的风险

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。

3、汇率波动风险

公司出口业务占主营业务收入比重较大，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。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,514	1,402	1,524	1,845	2,261
货币资金	467	398	473	637	864
应收及预付	681	576	578	650	736
存货	216	168	162	179	201
其他流动资产	150	259	312	379	460
非流动资产	506	749	740	721	717
长期股权投资	7	4	5	7	10
固定资产	339	322	309	295	281
在建工程	2	2	1	0	0
无形资产	82	79	80	86	96
其他长期资产	76	342	345	333	330
资产总计	2,021	2,151	2,265	2,566	2,979
流动负债	1,131	1,171	1,169	1,272	1,419
短期借款	409	333	353	383	423
应付及预收	561	666	646	694	767
其他流动负债	161	171	170	194	228
非流动负债	115	37	50	65	85
长期借款	100	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	37	50	65	85
负债合计	1,246	1,207	1,219	1,337	1,504
股本	534	534	534	534	534
资本公积	676	676	676	676	676
留存收益	-438	-269	-127	57	303
归属母公司股东权益	775	943	1,045	1,229	1,474
少数股东权益	1	0	0	0	0
负债和股东权益	2,021	2,151	2,265	2,566	2,979

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,486	2,690	2,688	2,901	3,197
营业成本	2,137	2,294	2,241	2,385	2,586
营业税金及附加	13	15	15	16	17
销售费用	190	186	183	194	211
管理费用	81	86	83	88	96
研发费用	18	19	19	21	23
财务费用	-24	-10	6	6	5
资产减值损失	-23	-7	-10	-15	-20
公允价值变动收益	-10	-14	0	0	0
投资净收益	5	13	13	15	17
营业利润	-25	170	149	195	260
营业外收支	0	9	1	1	1
利润总额	-24	179	149	195	260
所得税	13	10	9	11	15
净利润	-37	169	141	184	245
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	-36	169	141	184	245
EBITDA	10	211	217	272	327
EPS (元)	-0.07	0.32	0.26	0.34	0.46

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	255	460	195	238	306
净利润	-37	169	141	184	245
折旧摊销	48	50	62	71	62
营运资金变动	141	302	-16	-29	-18
其它	104	-62	9	12	17
投资活动现金流	35	-330	-101	-111	-130
资本支出	-35	-11	-41	-49	-56
投资变动	69	-116	-63	-75	-87
其他	1	-203	3	12	13
筹资活动现金流	-185	-28	-20	36	52
银行借款	2	-176	20	30	40
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-187	147	-40	6	12
现金净增加额	106	103	75	163	227
期初现金余额	132	238	341	416	580
期末现金余额	238	341	416	580	807

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-12.5%	8.2%	-0.1%	7.9%	10.2%
营业利润增长	-272.1%	792.8%	-12.3%	30.9%	33.3%
归母净利润增长	-296.7%	567.3%	-16.8%	30.8%	33.2%
获利能力					
毛利率	14.0%	14.7%	16.6%	17.8%	19.1%
净利率	-1.5%	6.3%	5.2%	6.3%	7.7%
ROE	-4.7%	17.9%	13.5%	15.0%	16.6%
ROIC	-4.4%	11.4%	10.0%	11.2%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	61.6%	56.1%	53.8%	52.1%	50.5%
净负债比率	8.9%	-1.4%	-6.0%	-14.7%	-23.6%
流动比率	1.34	1.20	1.30	1.45	1.59
速动比率	1.13	1.03	1.15	1.29	1.43
营运能力					
总资产周转率	1.30	1.29	1.22	1.20	1.15
应收账款周转率	4.23	4.39	4.81	4.88	4.77
存货周转率	8.85	11.94	13.57	14.00	13.61
每股指标 (元)					
每股收益	-0.07	0.32	0.26	0.34	0.46
每股经营现金流	0.48	0.86	0.37	0.45	0.57
每股净资产	1.45	1.77	1.96	2.30	2.76
估值比率					
P/E	—	25.03	37.34	28.55	21.44
P/B	3.75	4.54	5.03	4.28	3.57
EV/EBITDA	301.53	20.26	23.93	18.69	15.02

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。