

轻工制造

2025年03月29日

创源股份 (300703)

——文教用品出口为基石，跨境电商和IP文创打开空间

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

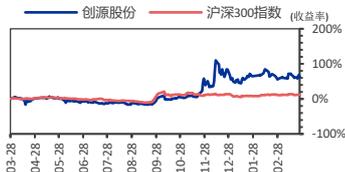
市场数据： 2025年03月28日

收盘价(元)	15.05
一年内最高/最低(元)	21.50/6.93
市净率	3.2
息率(分红/股价)	1.00
流通A股市值(百万元)	2,553
上证指数/深证成指	3,351.31/10,607.33

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年09月30日

每股净资产(元)	4.66
资产负债率%	49.22
总股本/流通A股(百万)	180/170
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003

tuyt@swsresearch.com

魏雨辰 A0230525010001

weiyu@swsresearch.com

联系人

魏雨辰

(8621)23297818x

weiyu@swsresearch.com

投资要点：

- **主营文教用品出口，拓展跨境电商及IP文创业务。**创源股份2001年成立于宁波市，从事文教用品的研发、设计、生产、销售，以出口代工为主，包括文具套装、笔记本、卡片信封等。2014年创源通过运营子公司睿特菲(Ritfit)切入运动健身赛道，从事健身器材跨境电商。2024年以来创源通过“恋屿”、“The Daily Paper”、“三点三”等品牌运营，积极切入国内文教用品市场。2021年底宁波文旅入股创源，带来文旅产业链资源支持，有望从IP、渠道、品牌价值、产业链整合等方面对创源股份国内业务进行全面赋能。
- **文教用品出口：稳健基石业务，生产研发优势明显。**全球文教用品市场稳步增长，传统本册需求向“功能+美学”迭代，对设计、审美能力提出更高要求，推动品类升级，另外远程办公常态化，催生轻量化办公文具及智能设备需求。公司2023年实现文教用品出口收入9.9亿元，同比增长1%，2014-2023年CAGR达9%，保持稳健发展态势。公司在研发设计、供应链管控、全球产能布局方面具备优势，能够洞察消费需求的变化，实现产品快速、准确的更新迭代，满足个性化需求，实现高于行业的增速。
- **IP文创：乘谷子经济之风，发力国内市场，打开想象空间。**2024年公司开始发力国内IP业务，以多种形式推进，包括与宁波文旅会展集团旗下的IP授权公司合作、外部对接IP资源、建立产业研究院自创IP等。公司通过出口代工，在高附加值的精品文创生产、研发领域积累充足经验，实现供应链的快速反应和高质量交付，为国内文创业务打下坚实的基础。目前，公司聚焦在IP搜寻、品牌建设和产品深化上，未来有望实现国内市场的突破。
- **健身器材跨境电商：以高性价比和场景化营销实现高增。**疫情期间美国消费者养成在家健身习惯，家用健身房批发额从2019年22亿美元快速提升至2021年47亿美元，并且保持强粘性。公司旗下健身器材跨境电商睿特菲2020年以来实现爆发，2023年实现总销售额2722万美元，同比提升23%，2019-2023年CAGR约为65%，大件产品占比、官网销售占比逐步提升。根据美国健身器材评测网站Garage Gym Reviews，与同行业相比，睿特菲产品性价比较高，且整体质量稳定、功能多样。另外，睿特菲向消费者提供打包式的家庭健身房解决方案，SKU种类多元，配合场景化营销，精准把握消费者需求，实现销售额的快速提升。
- **盈利预测与估值：创源股份主要业务为文教产品出口和健身器材跨境电商，未来拓展国内IP文创业务有望实现高增。**公司文教产品出口作为稳健成长基石，并凭借多年在高附加值的精品文创生产、研发领域积累的优势，借助宁波文旅资源赋能，进军国内IP文创市场，打开成长空间。同时，公司把握美国家用健身房市场高增趋势，以高性价比和场景化营销将健身器材跨境电商打造成第二增长曲线。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为1.10/1.37/1.74亿元，分别同比+43.5%/+24.7%/+26.9%，对应PE分别为25/20/16倍，给予“买入”评级。
- **股价表现的催化剂：**新IP授权公告、睿特菲业务超预期。
- **核心假设风险：**关税风险、国内IP文创市场竞争激烈。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,359	1,385	1,780	2,178	2,698
同比增长率(%)	3.0	38.3	31.0	22.3	23.9
归母净利润(百万元)	77	60	110	137	174
同比增长率(%)	2.4	-10.5	43.5	24.7	26.9
每股收益(元/股)	0.42	0.33	0.61	0.76	0.97
毛利率(%)	33.0	30.6	33.6	36.5	38.8
ROE(%)	9.4	7.1	12.3	13.8	15.5
市盈率	35		25	20	16

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.1/1.4/1.7 亿元，分别同比 +43.5%/+24.7%/+26.9%，对应 2024-2026 年 PE 分别 25/20/16 倍，我们给予公司 2025 年可比公司平均 25xPE，对应目标市值 34 亿元，向上空间 25%，给予“买入”评级。

关键假设点

文教用品：1) ODM&OEM：文教用品出口代工稳步增长，假设 2024-2026 年 ODM&OEM 收入增速均为 5%，毛利率稳定在 26%；**2) OBM：**考虑到公司战略转型，国内 IP 文创业务有望高增，假设 2024-2026 年 OBM 收入增速分别为 5%/5%/10%；受国内市场竞争压力较大，但公司设计创新和供应链能力突出，能够较好控制成本，利润率具备韧性，假设 2024-2026 年毛利率稳定在 36%，较 2023 年略有下滑。

体育用品：睿特菲把握美国家用健身器材快速扩容趋势，以高性价比及场景化营销稳步提升市占率，实现高增，假设 2024-2026 年收入增速分别为 150%/80%/50%，产品结构逐步优化，龙门架等大型设备占比提升，假设 2024-2026 年毛利率逐步提升，分别为 48%/49%/50%。

有别于大众的认识

市场对公司业务的成长性认知不足。市场认为创源股份以 IP 文创业务为主要增长点。我们认为创源的文教用品出口业务稳步增长，健身器材跨境电商业务高增、国内 IP 文创类收入打开成长空间，三大发力点共同实现公司业绩的提升。

市场对公司核心竞争力认知不足。市场认为公司跟随整体行业的波动，缺乏自身核心竞争力和稳定性。我们认为创源股份能够凭借自身核心竞争力实现超越行业平均的增长：文教用品出口业务方面，公司在研发设计、供应链管控、全球产能布局方面具备优势，能够洞察消费需求的变化，实现产品快速、准确的更新迭代，满足个性化需求，实现高于行业的增速；健身器材跨境电商方面，公司产品性价比较高，且整体质量稳定、功能多样，向消费者提供打包式的家庭健身房解决方案，SKU 种类多元，配合场景化营销，精准把握消费者需求，实现销售额的爆发，并能够延续增长；IP 文创业务方面，公司供应链优势是基础，叠加宁波文旅的资源赋能，有望打开长期成长空间。

股价表现的催化剂

新 IP 授权公告、睿特菲业务超预期。

核心假设风险

关税风险、国内 IP 文创市场竞争激烈。

目录

1. 主营文教用品出口，拓展跨境电商及 IP 文创业务.....	7
1.1 深耕文教用品研发制造，运营睿特菲实现第二成长曲线	7
1.2 宁波文旅入股，赋能 IP 文创业务	11
2. 文教用品出口：稳健基石业务，生产研发优势明显.....	13
2.1 行业：平稳增长，品类升级、场景变革带来增量.....	13
2.2 公司：稳健发展，研发设计及供应链把控能力优异	14
3. IP 文创：乘谷子经济之风，发力国内市场，打开想象空间	18
3.1 行业：谷子经济爆发，IP 成消费者购买决策重要因素.....	18
3.2 公司：凭借精品文创生产优势，进军 IP 文创市场，增长可期	19
4. 健身器材跨境电商：以高性价比和场景化营销实现高增...21	
4.1 行业：美国家用健身器材行业高增，体现强粘性.....	21
4.2 公司：主打高性价比优势和场景化营销，实现高增	23
5. 盈利预测与估值分析.....	26
5.1 盈利预测	26
5.2 估值分析	26
风险提示.....	27
附表.....	28

图表目录

图 1: 公司发展历程可分为发展期 (2001-2019 年)、调整期 (2020-2023 年)、转型期 (2024 年至今)	8
图 2: 2023 年公司实现收入 13.6 亿元, 2012-2023 年 CAGR 达 12.7%.....	9
图 3: 分产品看, 以文教板块为主, 运动健身占比快速提升.....	9
图 4: 分模式看, 以代工为主, 自主品牌占比快速提升.....	9
图 5: 分区域看, 以北美洲为主, 2023 年收入占比达 86%	9
图 6: 2023 年公司实现毛利率 33.0%, 同比提升 4.1pct.....	10
图 7: 分产品看, 24H1 时尚文具类、手工益智类、情感社交类、运动健身类毛利率分别为 26.9%/34.1%/23.5%/48.1%	10
图 8: 分模式看, 24H1 OEM、ODM、OBM 毛利率分别为 24.3%/28.1%/47.5%	10
图 9: 分区域看, 2023 年北美洲和其他地区毛利率分别为 33.7%/29.4%.....	10
图 10: 发力国内市场, 销售费用率略有提升.....	11
图 11: 按照业绩预告中枢, 2024 年实现归母净利润 1.1 亿元, 2012-2024 年 CAGR 为 14.0%.....	11
图 12: 宁波文旅入股, 截至 2025 年 3 月 18 日, 持股 29.3%, 宁波国资委为实际控制人	11
图 13: 2024 年全球文教办公用品市场规模达 1584 亿美元, 2024-2030 年 CAGR 达 5.2%	13
图 14: 品类格局上, 2024 年纸质文具、书写工具、创意文具分别占比 37%、29%、14%	13
图 15: 区域分布上, 2023 年北美、亚太、欧洲分别占比 27%、28%、32%....	13
图 16: 应用场景上, 2024 年办公场所占比 39%, 学校占比 47%.....	13
图 17: 2024 年中国文教办公用品出口额为 385 亿美元, 2019-2024 年 CAGR 约为 7%	14
图 18: 美国、日本、其他前十名分别占比约 17%、5%、25%.....	14
图 19: 公司 2023 年实现文教用品出口收入 9.9 亿元, 同比增长 1%, 2014-2023 年 CAGR 达 9%.....	15
图 20: 24Q1-3 公司研发费用 0.5 亿元, 研发费用率 3.3%.....	15
图 21: 公司研发费用率远高于同行.....	15
图 22: 2023 年美国智源销售额 1503 万美元, 2020-2023 年 CAGR 达 46% .15	
图: 年越南创源产能逐步爬坡.....	

图 24: 公司产线能够实现十天左右打样试制、三十天大货交付	16
图 25: 2023 年前五大客户占比 24.0%，较 2019 年降低 17.2pct	17
图 26: Eccolo 是 2016 年开拓的新客户，2023 年 成为第三大客户	17
图 27: 2024 年泛二次元用户达 5.03 亿人，预计 2029 年将达 5.70 亿人	18
图 28: 谷子经济市场规模快速提升，预计 2029 年达 3089 亿元，2017-2029 年 CAGR 约为 16%	18
图 29: 谷子经济的消费人群集中在一二线城市	19
图 30: 淘天 2023 年度 IP 价值榜（动漫影视类）	19
图 31: 2024 年中国新青年消费者有 53%更愿意购买设计款或者 IP 联名款的生活日用品	19
图 32: 在二次元群体中，未购买过谷子商品的人群有 37%认为谷子商品实用性不大	19
图 33: 公司围绕敦煌 IP 制作了年历手账本、口袋车线本、随身本等精美文创产品，兼具实用性与美观	20
图 34: 恋屿品牌开设小红书账户，情绪台历、减肥手账本等产品广受好评	20
图 35: 新建创意生活礼品品牌三点三主打慢回弹等产品	20
图 36: 2024 年全球健身器材市场规模达 467 亿美元，预计 2029 年达到 627 亿美元	21
图 37: 2024 年美国健身器材市场规模约为 57 亿美元，预计 2029 年达到 71 亿美元	21
图 38: 疫情期间美国消费者养成在家健身习惯，家用健身房批发额快速提升，并体现强粘性	22
图 39: 美国每天从事体育运动的人口比例在疫情期间达到高峰，之后略有下降 ..	22
图 40: 51%的健身人群偏好在家健身，高于选择健身房的人群比例	22
图 41: 40%健身人群拥有或有权访问家庭健身房，9%打算很快购买	22
图 42: 中国对美体育用品出口稳步提升，2019-2024 年 CAGR 约为 11%	23
图 43: 睿特菲 2023 年亚马逊实现收入 1847 万美元， 2019-2023 年 CAGR 为 49%	23
图 44: 睿特菲 2023 年官网独立站实现收入 876 万美元， 2020-2023 年 CAGR 为 44%	23
图 45: 睿特菲平均单个订单金额快速提升	23
图 46: 2023 年睿特菲官网销售占比 32%，逐步提升	23
图 47: 睿特菲主力产品以龙门架、倒蹬机等大型家用健身器材为主	24
图 48: 睿特菲向消费者提供打包式的家庭健身房解决方案，SKU 种类多元，配合场景化营	

销，精准把握消费者需求 25

表 1：创源股份逐步构建涵盖时尚文具、手工益智、社交情感等多元化产品矩阵，并拓展健身器材跨境电商 7

表 2：引进宁波文旅管理层，分工明确，实现资源赋能..... 12

表 3：研发方向上，以产品印刷处理技术和新产品创新为主..... 16

表 4：以史密斯机为例，睿特菲产品性价比较高，且整体质量稳定、功能多样.. 25

表 5：估值分析表 26

表 6：公司收入拆分..... 28

表 7：公司利润表 29

表 8：公司资产负债表 30

表 9：公司现金流量表 31

1. 主营文教用品出口，拓展跨境电商及 IP 文创业务

1.1 深耕文教用品研发制造，运营睿特菲实现第二成长曲线

深耕文教用品研发制造，拓展健身器材跨境电商实现第二成长曲线。创源股份 2001 年成立于宁波市，从事文教用品的研发、设计、生产、销售，以出口代工为主。凭借强大的研发设计能力和供应链管理优势，创源逐步构建了涵盖时尚文具、手工益智、社交情感等多元化产品矩阵，包括文具套装、笔记本、卡片信封、贴纸胶带、挂历、旗帜、收纳包等。2014 年创源通过运营子公司睿特菲 (Ritfit) 切入运动健身赛道，该业务自 2023 年起进入高速增长期。睿特菲以跨境电商模式为主，渠道包括亚马逊及自建官网，2024 年上半年营收同比增长 145%，成为第二增长曲线。2024 年以来创源通过“恋屿”、“The Daily Paper”、“三点三”等品牌的运营，从小红书等社媒平台积极切入国内文教用品市场，并凭借敦煌等知名 IP 的授权进军 IP 文创市场。

表 1：创源股份逐步构建涵盖时尚文具、手工益智、社交情感等多元化产品矩阵，并拓展健身器材跨境电商

产品类别	产品类别	产品样式
时尚文具类	桌历、桌机收纳盒、文具套装、文件夹、收纳袋、计划本套装、便签本、笔袋	
社交情感类	卡片信封、立体贺卡	
手工益智类	纸胶带、贴纸、漏字板、回形针书签、磁性笔插、磁铁书签、大贴纸本等	
生活家居类	挂历、多功能收纳盒、电脑收纳包、单肩包、旗帜、化妆包、网兜、瑜伽垫、购物袋等	
健身运动类	龙门架、蹦床、哑铃等	

资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司的发展历程可分为发展期（2001-2019年）、调整期（2020-2023年）、转型期（2024年至今）三个阶段：

1) 发展期（2001-2019年）：外贸代工起家，积累供应链经验。2001年6月任召国带着宁波进出口公司的外贸经验创立创源股份，以OEM模式为欧美工艺品零售商生产文创产品，客户包括Michaels、Hobby Lobby等，积累“小批量、多品种、多批次”的生产经验。2012-2019年公司收入CAGR为14%，归母净利润CAGR为42%，2019年收入、归母净利润分别达到9.3、1.2亿元。2019年公司为避免关税影响，开始建立越南生产基地。

2) 调整期（2020-2023年）：主业波动，睿特菲实现第二成长曲线。2018年公司通过子公司运营睿特菲，2020年实现1亿元营收，2023年增长至2亿元，为收入贡献增量，2020-2023年公司收入CAGR为8%。受疫情影响，运输成本高增、原材料涨价，2020、2021年公司归母净利润分别降低至0.5、0.1亿元。2022、2023年逐步恢复至0.7、0.8亿元，2020-2023年公司归母净利润CAGR为14%。

3) 转型期（2024年至今）：三轮驱动，进军国内IP文创市场。文创用品出口稳步发展，睿特菲保持快速增长，同时把握谷子经济风潮，进军国内IP文创市场。公司通过“恋屿”、“TDP”等品牌进驻线下各大书店和精品店，线上通过小红书等社媒平台扩大流量，并计划设立研究院，进一步洽谈新IP合作，实现内容、品类的扩张。

图 1：公司发展历程可分为发展期（2001-2019年）、调整期（2020-2023年）、转型期（2024年至今）



资料来源：公司官网、公司公告，申万宏源研究

文教出口代工业务、健身器材跨境电商双轮驱动，收入稳步增长。公司2023年实现收入13.6亿元，同比+3.0%，2012-2023年CAGR达12.7%，24Q1-3实现收入13.9亿元，同比+38.3%。**分产品看，以文教板块为主，运动健身占比快速提升。**公司主要分成三大业务板块，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，2024H1收入占比分别为文教板块64%（其中时尚文具类47%、手工益智类9%、社交情感类8%）、运动健身板块22%、生活家居板块5%，其中运动健身板块收入占比从2020年9%快速提升至24H1的22%。**分模式看，以代工为主，自主品牌占比快速提升。**24H1公司OEM、ODM、OBM收入分别占比47%、28%、23%，OEM和ODM主要为文教产品代工，OBM包括健身器材跨境电商和以内销为主的文教类自主品牌，OBM收入占比从2015年的1%提升至24H1的23%。**分区域看，以北美洲为主。**2023年北美洲收入和北美洲收入占比分别为%和%，基本保持稳定。

图 2: 2023 年公司实现收入 13.6 亿元, 2012-2023 年 CAGR 达 12.7%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

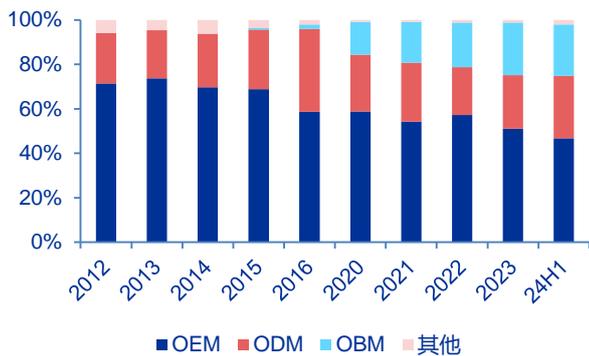
图 3: 分产品看, 以文教板块为主, 运动健身占比快速提升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 2020 年其他业务收入占比快速提升, 主要系公司新增卫生防疫类、生活家居类及纸张等物资贸易销售。

图 4: 分模式看, 以代工为主, 自主品牌占比快速提升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

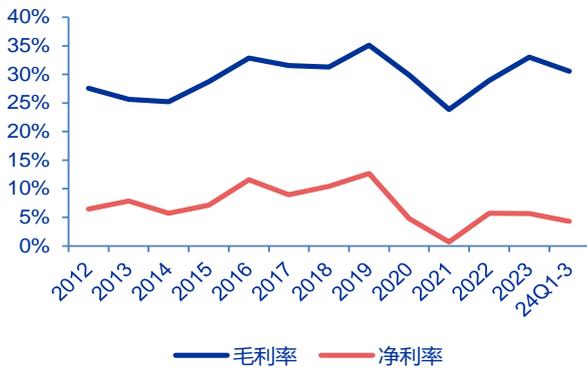
图 5: 分区域看, 以北美洲为主, 2023 年收入占比达 86%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

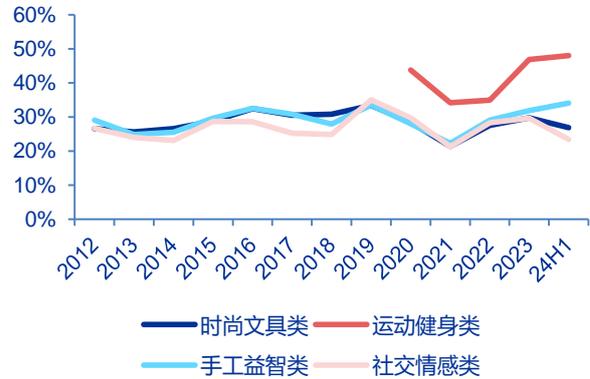
利润率保持平稳, 运动健身及 OBM 业务有望进一步提升毛利率。 2023 年公司实现毛利率 33.0%, 同比提升 4.1pct, 主因运动健身类及 OBM 业务占比提升; 24Q1-3 毛利率 30.6%, 同比下降 0.7pct。分产品看, 24H1 时尚文具类、手工益智类、情感社交类、运动健身类毛利率分别为 26.9%/34.1%/23.5%/48.1%; 分模式看, 24H1 OEM、ODM、OBM 毛利率分别为 24.3%/28.1%/47.5%; 分区域看, 2023 年北美洲和其他地区毛利率分别为 33.7%/29.4%。未来随着运动健身及 OBM 业务收入占比提升, 有望进一步推动毛利率上行。

图 6：2023 年公司实现毛利率 33.0%，同比提升 4.1pct



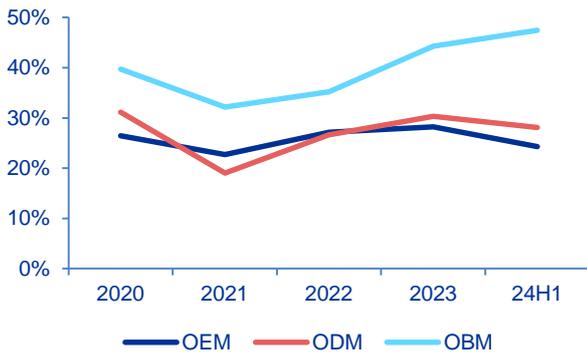
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：分产品看，24H1 时尚文具类、手工益智类、情感社交类、运动健身类毛利率分别为 26.9%/34.1%/23.5%/48.1%



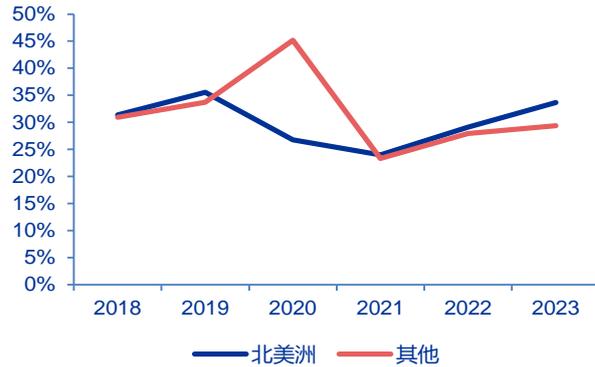
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：分模式看，24H1 OEM、ODM、OBM 毛利率分别为 24.3%/28.1%/47.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：分区域看，2023 年北美洲和其他地区毛利率分别为 33.7%/29.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

发力国内市场，销售费用率略有提升。2023 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.6%/9.9%/5.0%/-1.1%，期间费用率 24.4%，同比+3.4pct。24Q1-3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 11.2%/9.4%/3.3%/-0.2%，期间费用率 23.6%，同比+1.1pct。期间费用率的提升主要系发力国内市场，加大营销投入。2023 年公司实现归母净利润 0.8 亿元，同比+2.4%，归母净利率 5.6%，同比持平。根据业绩预告，2024 年公司实现归母净利润 1.0-1.3 亿元，同比增长 30.3%-62.9%，按照中枢计算，2024 年实现归母净利润 1.1 亿元，2012-2024 年归母净利润 CAGR 为 14.0%。

图 10: 发力国内市场, 销售费用率略有提升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 11: 按照业绩预告中枢, 2024 年实现归母净利润 1.1 亿元, 2012-2024 年 CAGR 为 14.0%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 2024 年数据为业绩预告归母净利润中枢。

1.2 宁波文旅入股, 赋能 IP 文创业务

宁波文旅入股, 赋能国内市场 IP 文创业务。2021 年 12 月创源股份控股股东宁波北仑合力管理咨询(后更名“浙江宁旅企业管理有限公司”)向宁波市文化旅游投资集团有限公司(宁波文旅投,后更名“宁波文旅会展集团有限公司”)转让股权。宁波文旅投是宁波市政府下属的国有企业,宁波市国有资产管理委员会间接持有 100% 的股权。转让间接涉及的创源股份股权比例为 28.88%,对价为 8.09 亿元。转让后,宁波文旅投的实际控制人宁波市人民政府国有资产监督管理委员会成为创源股份实际控制人。创源股份创始人任召国卸任总裁,由宁波文旅派驻的叶晋盛接任,推动公司战略转型。**宁波文旅入股后,带来文旅产业链资源支持,有望从 IP、渠道、品牌价值、产业链整合等方面对创源股份国内业务进行全面赋能。**

图 12: 宁波文旅入股, 截至 2025 年 3 月 18 日, 持股 29.3%, 宁波国资委为实际控制人



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

引进宁波文旅管理层，分工明确，实现资源赋能。总经理叶晋盛在文创资源整合运作方面经验丰富，目前主要负责引入外部资源进行国内 IP 文创市场拓展。董事长任召国继续参与公司决策，把握整体战略规划，其余板块管理团队仍以原班人马为主。

表 2：引进宁波文旅管理层，分工明确，实现资源赋能

姓名	职务	出生年份	简介
任召国	董事长	1964	男，中国国籍，研究生学历，高级经济师。历任宁波成路纸品制造有限公司（宁波创源文化发展股份有限公司前身）总经理，副董事长，董事长；现任宁波创源文化发展股份有限公司董事长。
叶晋盛	总裁	1978	男，中国国籍，本科学历，中级经济师，历任宁波城建投资控股有限公司投资发展部经理助理，宁波富达股份有限公司董事，产业发展部经理，资产审计部经理；现任宁波市文化金融服务中心有限公司董事长，宁波市北仑合力管理咨询有限公司执行董事，宁波创源文化发展股份有限公司董事，总裁。
王先羽	副总裁	1980	男，中国国籍，高级品牌管理师，高级人力资源管理师。历任宁波成路纸品制造有限公司（宁波创源文化发展股份有限公司前身）人事企管部经理，行政总监，任宁波纸器时代文化发展股份有限公司运营经理，宁波创源文化发展股份有限公司副总经理；现任宁波创源文化发展股份有限公司副总裁。
秦再明	副总裁	1980	男，中国国籍，中级审计师，本科学历。历任宁波创源文化发展股份有限公司审计部经理，总监，监事会主席；现任杭州创源文创文化发展有限公司董事长。
王桂强	副总裁	1980	男，中国国籍，本科学历。历任宁波成路纸品制造有限公司人事企管部经理，产品工程部经理，总经理助理，物流总监，副总经理，总经理等职，宁波创源文化发展股份有限公司副董事长，总经理；现任宁波创源文化发展股份有限公司董事，副总裁。
杜俊伟	财务总监	1980	男，中国国籍，注册会计师，本科学历。历任宁波柯力传感科技股份有限公司财务经理等，宁波创源文化发展股份有限公司高级财务经理；现任宁波创源文化发展股份有限公司财务总监。
赵雅	董事会秘书	1980	女，中国国籍，本科学历，中级会计师，中级经济师。历任宁波成路纸品制造有限公司（宁波创源文化发展股份有限公司前身）成本会计等，宁波创源文化发展股份有限公司证券事务部经理，证券事务代表；现任宁波创源文化发展股份有限公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 文教用品出口：稳健基石业务，生产研发优势明显

2.1 行业：平稳增长，品类升级、场景变革带来增量

全球文教用品市场稳步增长，品类升级、办公场景变革带来增量。根据美国商业分析平台 Fortune Business Insights，2024 年全球文教办公用品市场规模达 1584 亿美元（含文具、教育用品、办公耗材及设备），预计 2030 年将增至 2385 亿美元，2024-2032 年 CAGR 达 5.2%。主要驱动力来自于：1) **文具产品升级**，传统本册需求向“功能+美学”迭代，对设计、审美能力提出更高要求，推动品类升级；2) **办公场景变革**：远程办公常态化，催生轻量化办公文具（笔记本、桌面收纳）及智能设备（数位板、电子白板）需求。根据 QYResearch 和 Fortune Business Insights，**区域分布上**，2023 年北美、亚太、欧洲分别占比 27%、28%、32%；**品类格局上**，2024 年纸质文具、书写工具、创意文具分别占比 37%、29%、14%；**应用场景上**，2024 年办公场所占比 39%，学校占比 47%。美国文教用品市场预计每年小个位数增长，在 2030 年达到 379 亿美元，市场格局相对分散，主要玩家包括 Staples、Office Depot、3M、Pilot Corporation 等。

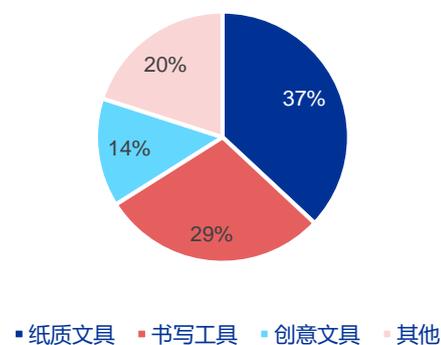
图 13: 2024 年全球文教办公用品市场规模达 1584 亿美元，2024-2030 年 CAGR 达 5.2%



资料来源：Fortune Business Insights (美国商业分析平台)，申万宏源研究

图 15: 区域分布上，2023 年北美、亚太、欧洲分别占比 27%、28%、32%

图 14: 品类格局上，2024 年纸质文具、书写工具、创意文具分别占比 37%、29%、14%



资料来源：Fortune Business Insights (美国商业分析平台)，申万宏源研究

图 16: 应用场景上，2024 年办公场所占比 39%，学校占比 47%



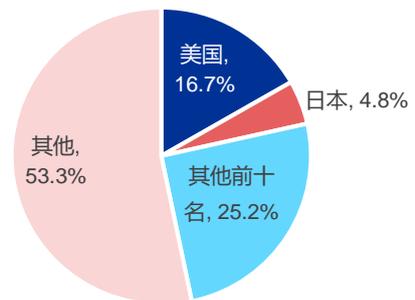
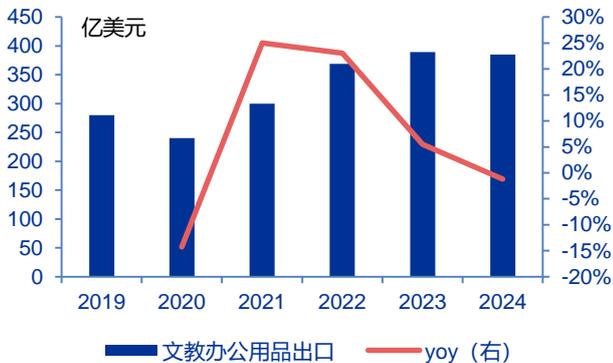
资料来源: QYResearch (美国商业分析平台), 申万宏源研究

资料来源: Fortune Business Insights (美国商业分析平台), 申万宏源研究

中国文教产品出口平稳增长, 美国为第一大出口国, 占比 17%。中国文教产品出口平稳增长, 根据中国文教体育用品协会, 2024 年中国文教办公用品出口额为 385 亿美元, 2019-2024 年 CAGR 约为 7%。地区分布上, 美国、日本、马来西亚、澳大利亚、英国、越南、新加坡、德国、墨西哥、俄罗斯为前十大出口国, 其中美国、日本、其他前十名分别占比约 17%、5%、25%。品类分布上, 学生文具类、办公用品类、纸品本册类、美术画材类分别占比 62%、56%、17%、5% (品类上有重合)。

图 17: 2024 年中国文教办公用品出口额为 385 亿美元, 2019-2024 年 CAGR 约为 7%

图 18: 美国、日本、其他前十名分别占比约 17%、5%、25%



资料来源: 中国文教体育用品协会, 申万宏源研究
注: 2019、2020、2021 年是根据披露数据图表的估算值。

资料来源: 中国文教体育用品协会, 申万宏源研究

2.2 公司: 稳健发展, 研发设计及供应链把控能力优异

文教用品出口业务稳健发展, 研发设计优势明显支撑增长。公司 2023 年实现文教用品出口收入 9.9 亿元, 同比增长 1%, 2014-2023 年 CAGR 达 9%, 保持稳健发展态势。公司在研发设计方面具备明显优势, 支持其实现快速行业的增速。24Q1-3 公司研发费用 0.5 亿元, 研发费用率 .% , 远高于行业平均水平。在研发方向上, 以产品印刷处理技术和新

产品创新为主，产品印刷处理技术如金葱粉移印胶膜技术、等离子表面处理印花工艺的研发等，提高生产效率和产品质量、有效优化成本，新产品创新如软线圈笔记本、可弹钢琴笔记本、可解压文具、DIY 文具等，有效增强竞争力，带动销售。另外，设立子公司美国智源，在国内以 OBM 方式进行采购，通过海外亚马逊平台店铺 PAPERAGE 销售，并组建海外设计研发团队，有效地实时掌握美国本土消费市场需求的变化，实现产品快速、准确的更新迭代。2023 年美国智源销售额 1503 万美元，2020-2023 年 CAGR 达 46%。

图 19：公司 2023 年实现文教用品出口收入 9.9 亿元，同比增长 1%，2014-2023 年 CAGR 达 9%



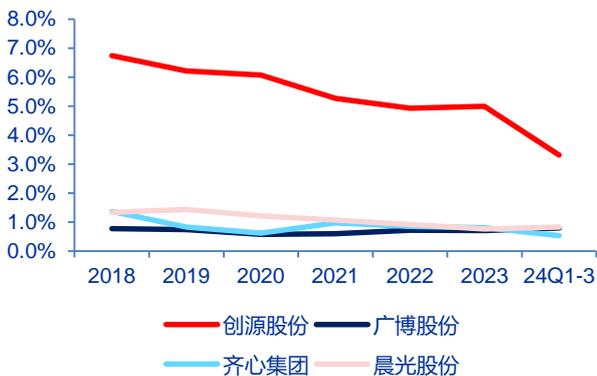
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：24Q1-3 公司研发费用 0.5 亿元，研发费用率 3.3%



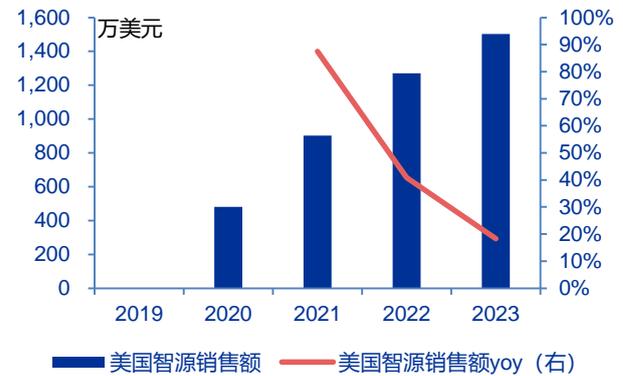
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：公司研发费用率远高于同行



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：2023 年美国智源销售额 1503 万美元，2020-2023 年 CAGR 达 46%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

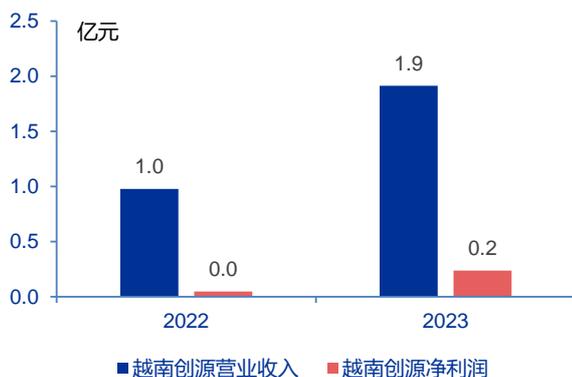
注：2019 年销售额 0.7 万美元。

表 3：研发方向上，以产品印刷处理技术和新产品创新为主

主要研发项目	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
金葱粉移印胶膜技术	开发一种金葱粉移印膜加工，使加工得到的金葱粉移印膜可满足个性化定制、少量加工，而且成本大幅下降，一张有金葱粉膜，消费者可通过此耗材，通过简单加热，便可将 PET 上的粉转印到图层上以达成金葱粉 DIY 移印效果，无需专用设备，就能实现的实现少量化加工的关键技术。	a、采用 13 丝厚度的单面带硅油 PET 片，PET 片硅油的剥离强度 ≥ 230 ，单位为 (N/M) b、300 目网目，3 层感光层，刮板硬度为 75°的硅胶板	缩短文创产品的研发周期，优化产品成本，有效增强公司竞争力。
异形内页自动走纸关键工艺研发	研发异形纸张在机器上自动走纸，方便设备自动作业已成为提升生产效率的突破点。	a、打破常规直线定位，通过异形模具在自动走纸时实现卡点定位 b、使用自动上料，走纸，冲孔，收纸装置，实现异形冲孔自动化	预计提升现有效率，大幅提升工作效率。
软线圈笔记本的研发	通过高弹性聚烯烃树脂原料，对线圈材质进行研究改进与纸品巧妙融合；使其柔软有韧性、书写不伤手、触感好。拓展了公司的销售广度，获得客人更多的订单。	a、对柔软线圈，实验其柔软和韧性最佳效果。 b、对供墨调节滑动机构和输送机构实现对纸板压印的技术，达到印刷时供墨便捷；	
可弹钢琴的笔记本技术开发	将发声装置技术以及触摸感应技术与纸品巧妙的融合，实现其独特的设计理念和新颖的使用功能，拓展了公司的销售广度，获得客人更多的订单。	a、产品表面通过包覆纸张，布料或薄膜等材料，达到可印刷和涂鸦效果，使得产品更加美观，趣味性更加强，可塑性能好； b、控制逻辑单纯，可靠性好。 c、减少在生产过程中不良率，产品具有良好的稳定性和安全性，从而降低整个产品成本。 d、采用供墨的纸板压印的印刷技术，使得印刷时供墨更为精确、充分、便捷，使得产品更加饱满，具有极强立体感的竞争优势。	提高产品生产质量，有效增强公司竞争力。
可解压文具的研发	将硅胶解压产品与文具巧妙的融合，使其拥有特殊的外观以及新颖的解压功能，拓展了公司的产品功能，获得客人更多的订单。	文具产品上的硅胶解压在正常使用1000次。	
益智 DIY 文具产品结构工艺的研发	通过对不同封面材质的研究，使 DIY 装饰配件与封面可结合，合为一种商品，既有 DIY 的独特性，又具书写功能，与市场需求结合，发挥公司主打产品优势，提升公司新的市场占有率。	a、采用供墨的纸板压印的印刷技术，使得印刷时供墨更为精确、充分、便捷，使得产品更加饱满，具有极强立体感的竞争优势。 b、研究各个封面材质（灰板/白卡/亚克力/PP/软硅胶等）适用工艺，使得不同材质的产品具有独特性的优势。 c、材料结合中，避免不兼容性。解决硅胶封面在模压/打洞过程中不光滑，不脱模的问题。保证产品具有良好的稳定性和安全性。	
等离子表面处理印花工艺的研发	等离子表面改性技术被誉为“绿色”加工技术，备受人们的极大重视。低温等离子体处理纺织材料，可改变纤维表面化学结构和形态，但其穿透材料表面最深不过 10 μm ，有的处理厚度仅 10 纳米左右，约 99.8% 的本体仍然完好地保存下来，因此经处理后纤维的化学与物理性能无显著变化，而其染色性能却能得到明显改善。	a、等离子表面处理印花工艺方案研究及设计； b、加工方式设计及工艺优化； c、等离子表面改性技术及染色性能进行研究测定。	此项目研发成功后，提高产品生产质量，减少客户投诉，进一步开拓了国际市场，提高了企业的市场竞争力和经济效益。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

供应链能力突出，数字化建设提升效率，全球化布局降低关税扰动。公司在国内拥有宁波、安徽双生产及出口基地，具备成熟的生产经验，产线灵活，能够满足海内外客户的多样化需求。在产品非标准化、结构复杂的情况下，可以实现十天左右打样试制、三十天大货交付，响应速度快，生产效率高有助于公司更好满足客户的个性化需求，提升客户满意度。另外，公司在东南亚布局了越南生产基地，2023 年开始逐步产能爬坡，能够快速响应，实现在线接单，同时降低关税扰动。

图 23：2023 年越南创源产能逐步爬坡


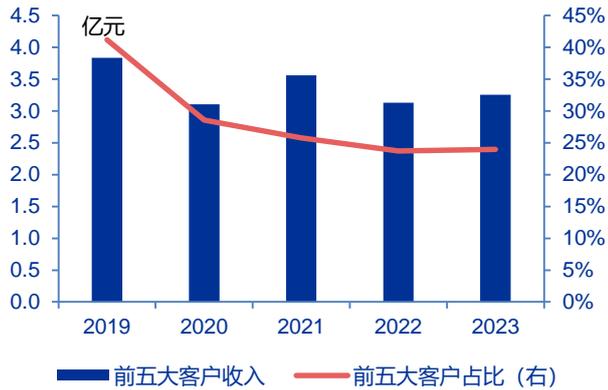
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：公司产线能够实现十天左右打样试制、三十天大货交付


资料来源：公司官网，申万宏源研究

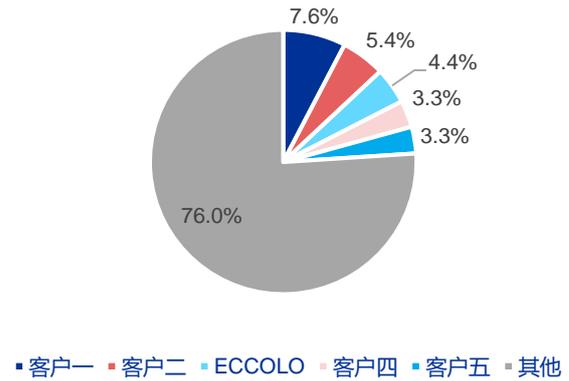
逐步降低大客户依赖，前五大客户占比降低。公司主要下游客户包括 Me&My Big Ideas、沃尔玛、塔吉特、Michaels 等大品牌 and 零售商，随着新客户开发加速，前五大客户收入占比逐步降低，2023 年前五大客户收入 3.3 亿元，占比 24.0%，较 2019 年降低 17.2pct。新开拓客户逐步放量，如 Eccolo 是 2016 年开拓的新客户，2023 年成为第三大客户。

图 25：2023 年前五大客户占比 24.0%，较 2019 年降低 17.2pct



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：Eccolo 是 2016 年开拓的新客户，2023 年成为第三大客户



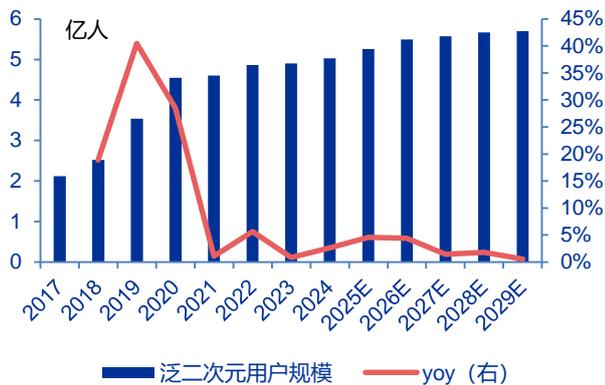
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. IP 文创：乘谷子经济之风，发力国内市场，打开想象空间

3.1 行业：谷子经济爆发，IP 成消费者购买决策重要因素

谷子经济快速发展，围绕 IP 打造文创产品。谷子，源于英文“goods”的音译，泛指二次元周边，指的是由漫画、动画、游戏等领域版权作品衍生出来的周边产品，包括徽章（吧唧）、海报、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等。根据艾媒咨询调研，2024 年谷子经济市场规模约为 1689 亿元，同比提升 41%，预计到 2029 年达到 3089 亿元，2017-2029 年 CAGR 约为 16%。主要驱动力为中国泛二次元用户规模扩容及该群体的购买力提升，2024 年泛二次元用户达 5.03 亿人，预计 2029 年将达 5.70 亿人。谷子经济产业链上游为 IP 开发与运营环节，涉及 IP 的孵化、授权、商业化落地等，IP 资源是产业链核心；中游则是谷子生产环节，生产商根据上游提供的 IP 素材和设计要求，将 IP 元素转化为具体的周边产品；下游则是终端流通渠道，包括线上线下店铺。

图 27: 2024 年泛二次元用户达 5.03 亿人, 预计 2029 年将达 5.70 亿人



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

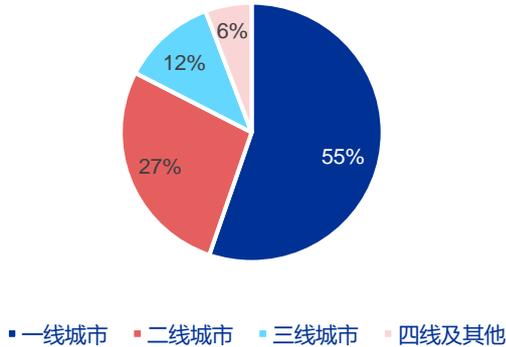
图 28: 谷子经济市场规模快速提升, 预计 2029 年达 3089 亿元, 2017-2029 年 CAGR 约为 16%



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

谷子经济消费人群集中在一二线城市，对情绪价值付费意愿强，国漫 IP 成谷子经济重要内容源头。根据艾媒咨询，谷子经济的消费人群集中在一二线城市，一线城市占比 55%，二线城市占比 27%，一二线城市消费水平更高，消费者更愿意为情绪价值付费。另外，动漫是谷子经济核心内容源头，上世纪九十年代，日本在经济增长停滞期，漫画、游戏成为青年精神消费主流，《火影忍者》《海贼王》《名侦探柯南》等 IP 广为流传，国内消费者开始主动购买日本动漫相关的周边商品，形成谷子文化雏形。随着中国本土动漫 IP 崛起，国内消费者开始逐渐转移到基于国产动漫 IP 的周边商品，国漫 IP 成谷子经济重要内容源头，如哪吒、大鱼海棠等。根据艾媒咨询，在观看动漫/漫画的人群中，89%的人愿意购买谷子，82%的人购买过谷子。

图 29: 谷子经济的消费人群集中在一二线城市



资料来源: 艾媒咨询, 申万宏源研究

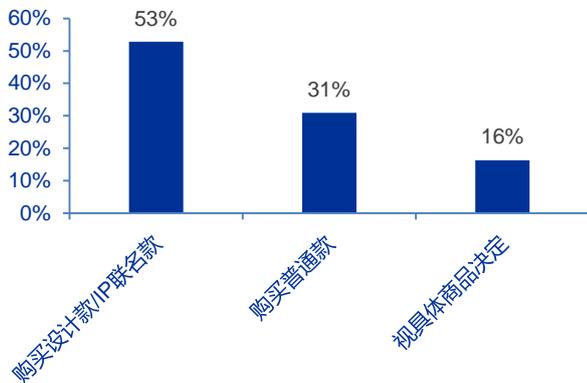
图 30: 淘天 2023 年度 IP 价值榜 (动漫影视类)

排名	较2022年	IP	持有者
2	不变	奥特曼	万代旗下
10	上升	变形金刚	孩之宝等
20	下降	大鱼海棠	彼岸天文化
31	上升	小黄人	环球影业等
33	上升	火影忍者	万代等
39	下降	超级飞侠	奥飞娱乐
44	下降	蝙蝠侠	华纳兄弟
48	上升	奶龙	第七印象文化

资料来源: 艾媒咨询, 申万宏源研究

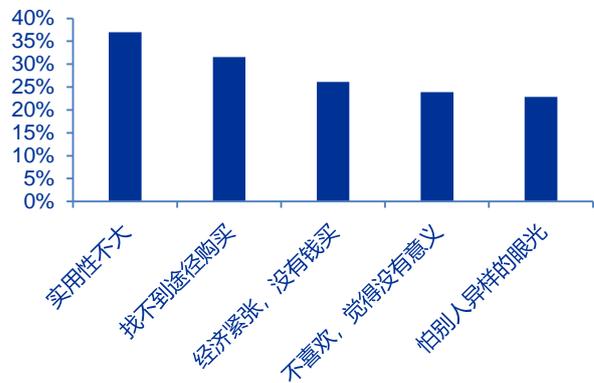
新青年消费群体在购买日用品时倾向于 IP 联名款, 但谷子产品实用性不足抑制了部分消费需求。根据艾媒咨询, 2024 年中国新青年消费者有 53% 更愿意购买设计款或者 IP 联名款的生活日用品, 远高于倾向普通款的比例。同时, 在二次元群体中, 未购买过谷子商品的人群有 37% 认为谷子商品实用性不大, 目前市场上谷子主要以收藏、展示为主, 实用性的进一步提升有望提高谷子产品的渗透率。

图 31: 2024 年中国新青年消费者有 53% 更愿意购买设计款或者 IP 联名款的生活日用品



资料来源: 艾媒咨询, 申万宏源研究

图 32: 在二次元群体中, 未购买过谷子商品的人群有 37% 认为谷子商品实用性不大



资料来源: 艾媒咨询, 申万宏源研究

3.2 公司: 凭借精品文创生产优势, 进军 IP 文创市场, 增长可期

公司把握谷子经济机遇, 发力国内市场。2024 年公司开始发力国内 IP 业务, 以多种形式推进, 包括与宁波文旅会展集团旗下的 IP 授权公司合作、外部对接 IP 资源、建立产业研究院自创 IP。目前公司已确立合作敦煌、知乎 IP, 并且持续推进与宁波文旅会展旗下参股公司天络行进行合作, 天络行旗下有加菲猫、泰迪珍藏等 IP, 以及华纳兄弟旗下部分 IP,

敦煌 IP 正是由天络行授权。公司围绕敦煌 IP 制作了年历手账本、口袋车线本、随身本等精美文创产品，兼具实用性与美观，受到市场广泛好评。

图 33：公司围绕敦煌 IP 制作了年历手账本、口袋车线本、随身本等精美文创产品，兼具实用性与美观



资料来源：天猫，申万宏源研究

依托多年出口经验，公司在高附加值的精品文创生产、研发领域具备优势，叠加 IP 赋能和品牌化，有望实现国内市场的突破。公司通过出口代工，在高附加值的精品文创生产、研发领域积累充足经验，实现供应链的快速反应和高质量交付，为国内文创业务打下坚实的基础。目前公司聚焦在 IP 搜寻、品牌建设和产品深化上：IP 搜寻上，公司正在搭建产品研究院，进行 IP 的开发，并依托宁波文旅平台资源寻找大型 IP 合作；品牌建设上，公司旗下 TDP（面向都市时尚白领）、恋屿（面向学生市场）、三点三（新建创意生活礼品品牌）在小红书开设运营账号，线下已入驻 500 多家精品书店及潮玩店铺，积极参与各类文创展会，提升品牌知名度；产品深化上，公司坚守精品文创道路，持续迭代更新产品，并研发 AI 玩具等新品类。公司以生产端供应链优势为基础，延伸上游 IP 开发产业链环节，发力国内文创市场，打开成长空间，有望实现突破。

图 34：恋屿品牌开设小红书账户，情绪台历、减肥手账本等产品广受好评



资料来源：小红书，申万宏源研究

图 35：新建创意生活礼品品牌三点三主打慢回弹等产品



资料来源：小红书，申万宏源研究

4. 健身器材跨境电商：以高性价比和场景化营销实现高增

4.1 行业：美国家用健身器材行业高增，体现强粘性

健康问题和积极政策持续推动健身器材用品市场规模稳步增长。根据 Statista (美国数据统计平台) 2024 年全球健身器材市场规模达 467 亿美元, 预计 2029 年达到 627 亿美元, 2019-2029 年 CAGR 达 6%。其中 2024 年美国健身器材市场规模约为 57 亿美元, 占比约 12%。由于食品加工等问题, 全球肥胖问题日益严重。根据世界肥胖联合会, 全球高 BMI 成年人数量将达到近 33 亿, 占成年人口 54%。严重的健康问题将刺激消费者提高在健身上的投入。另外, 美国《运动即医疗法案》、中国《全民健身计划 2025》等政策也将推动建设设施投资的增加。

图 36: 2024 年全球健身器材市场规模达 467 亿美元, 预计 2029 年达到 627 亿美元



资料来源: Statista (美国数据统计平台), 申万宏源研究

图 37: 2024 年美国健身器材市场规模约为 57 亿美元, 预计 2029 年达到 71 亿美元

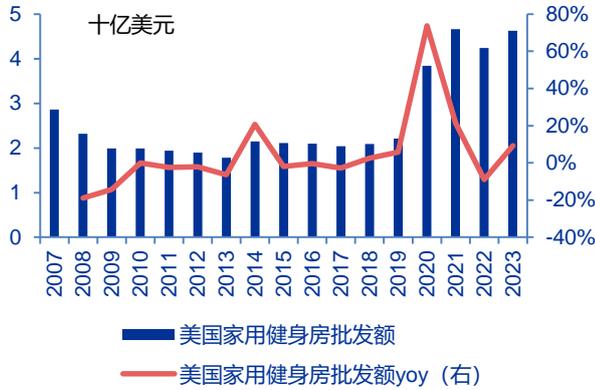


资料来源: Statista (美国数据统计平台), 申万宏源研究

疫情导致美国消费者形成家庭健身习惯，家用健身房销售额快速提升并体现强粘性。

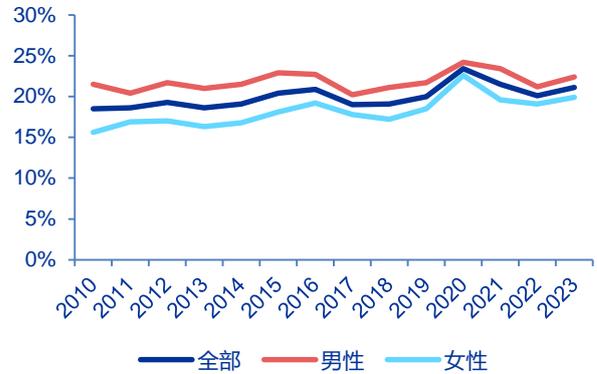
根据 Statista (美国数据统计平台), 疫情期间美国消费者养成在家健身习惯, 家用健身房批发额从 2019 年 22 亿美元快速提升至 2021 年 47 亿美元, 并且在放开管控后仍维持强粘性, 虽然每天从事体育运动的人口比例略有下降, 但是家用健身房批发额仍然保持 40 亿美元以上规模, 2019-2023 年 CAGR 达 20%。根据 2023 年 Statista 的消费者调研, 51% 的健身人群偏好在家健身, 高于选择健身房的人群比例, 且 40% 健身人群拥有或有权访问家庭健身房, 9% 计划很快购买家庭健身房。

图 38：疫情期间美国消费者养成在家健身习惯，家用健身房批发额快速提升，并体现强粘性



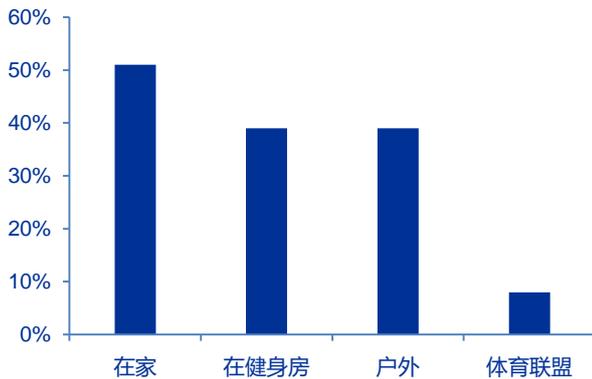
资料来源：Statista (美国数据统计平台)，申万宏源研究

图 39：美国每天从事体育运动的人口比例在疫情期间达到高峰，之后略有下降



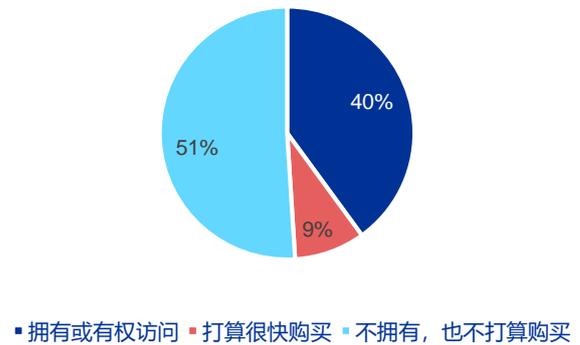
资料来源：Statista (美国数据统计平台)，申万宏源研究

图 40：51%的健身人群偏好在家健身，高于选择健身房的人群比例



资料来源：Statista (美国数据统计平台)，申万宏源研究

图 41：40%健身人群拥有或有权访问家庭健身房，9%打算很快购买

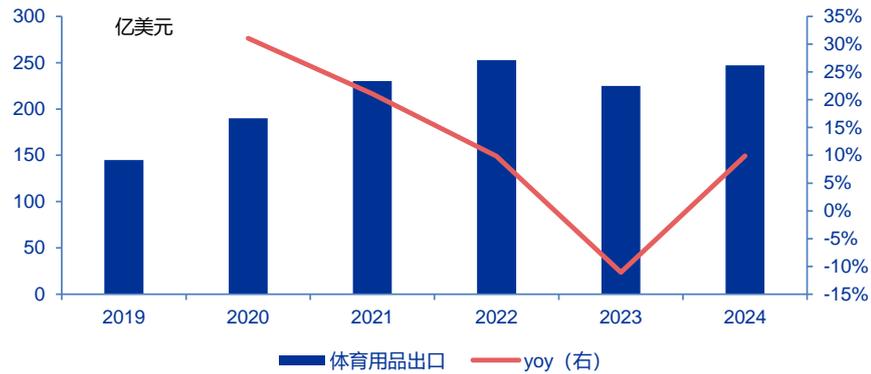


资料来源：Statista (美国数据统计平台)，申万宏源研究

注：有权访问指在亲戚朋友家使用家庭健身房。

受益于健身器材行业快速扩容，中国对美体育用品出口稳步提升。根据海关总署数据，2024 年中国体育用品出口规模约为 247 亿美元，同比增长 10%，2019-2024 年 CAGR 约为 11%，实现双位数的高增。

图 42: 中国对美体育用品出口稳步提升, 2019-2024 年 CAGR 约为 11%



资料来源: 海关数据, 申万宏源研究

4.2 公司: 主打高性价比优势和场景化营销, 实现高增

睿特菲 2020 年以来销售额实现爆发, 大件产品占比逐步提升。伴随着美国家用健身器材市场快速扩容, 公司旗下健身器材跨境电商睿特菲 2020 年销售额开始高增, 2023 年实现总销售额 2722 万美元, 同比提升 23%, 2019-2023 年 CAGR 约为 65%。2023 年亚马逊实现收入 1847 万美元, 同比提升 25%, 2019-2023 年 CAGR 为 49%, 2020 年开始自建官网 (独立站), 2023 年实现收入 876 万美元, 2020-2023 年 CAGR 为 44%。官网销售占比 32% 且稳步提升, 有助于节省投流费用、提升利润率。睿特菲产品结构中龙门架等大件产品占比逐步提升, 平均单个订单金额从 2020 年 52 美元逐步提升至 2023 年 144 美元, 体现产品力进一步深化。

图 43: 睿特菲 2023 年亚马逊实现收入 1847 万美元, 2019-2023 年 CAGR 为 49%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

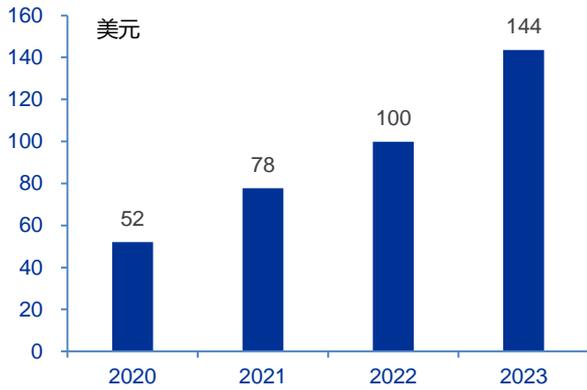
图 44: 睿特菲 2023 年官网独立站实现收入 876 万美元, 2020-2023 年 CAGR 为 44%



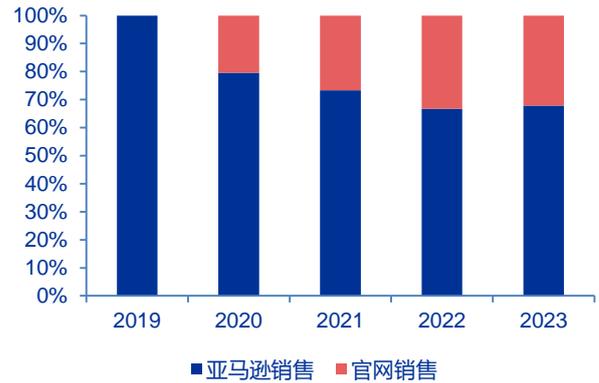
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 45: 睿特菲平均单个订单金额快速提升

图 46: 2023 年睿特菲官网销售占比 32%, 逐步提升

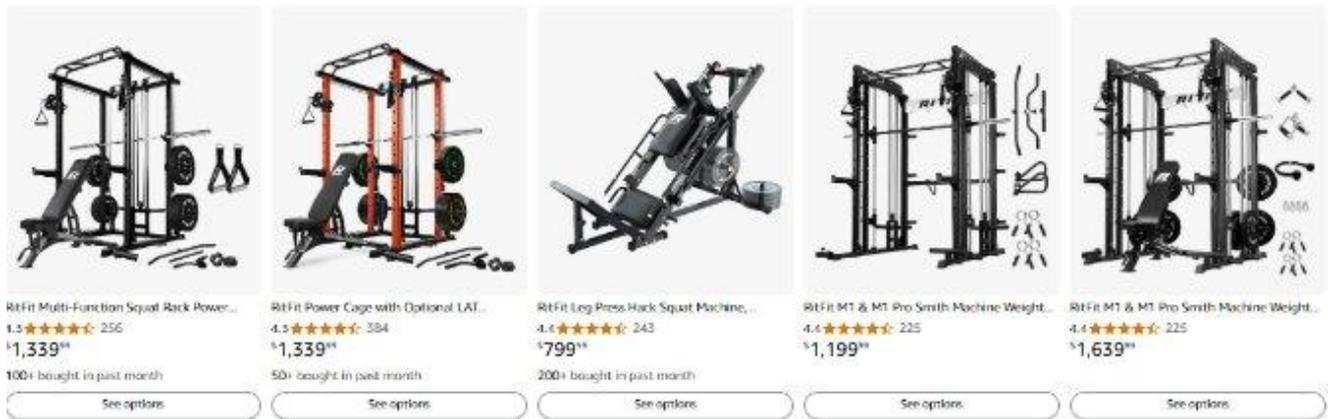


资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

睿特菲主打性价比优势，配合场景化营销，契合消费者需求。睿特菲主力产品以龙门架、倒蹬机等大件家用健身器材为主，根据美国健身器材评测网站 Garage Gym Reviews，与同行业相比，睿特菲产品性价比较高，且整体质量稳定、功能多样。另外，睿特菲向消费者提供打包式的家庭健身房解决方案，SKU 种类多元，配合场景化营销，精准把握消费者需求，实现销售额的快速提升。

图 47：睿特菲主力产品以龙门架、倒蹬机等大型家用健身器材为主


资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 4：以史密斯机为例，睿特菲产品性价比较高，且整体质量稳定、功能多样

	Ritfit	Titan Fitness	Force USA G3	Bolt Fitness Supply Storm	Major Fitness
价格	599美元	1699美元	1,999 美元	1,395 美元	1,399 美元
大小	45.3 英寸 (宽) x 44 英寸 (深) x 82 英寸 (高)	75 英寸 (宽) x 54 英寸 (深) x 86 英寸 (高)	78 英寸 (宽) x 60.5 英寸 (深) x 87 英寸 (高)	85 英寸长 x 31 英寸宽 x 94 英寸高	79.5 英寸 (宽) x 72.8 英寸 (深) x 84.7 英寸 (高)
重量	140磅	260 磅	未披露	未披露	324 磅
起始承重	14磅	45 磅	35磅	55磅	未披露
承重能力	440磅	600 磅	772磅	未披露	265磅
质保期限	3年	1 年	框架永久、活动部件10年、附件1年	框架永久、活动部件10年、附件5年	1年
特点	最具有性价比	耐用、平稳	大量多功能性	适合狭小空间	同时可以进行自由重量训练

资料来源：Garage Gym Reviews（美国健身器材评测网站），申万宏源研究

图 48：睿特菲向消费者提供打包式的家庭健身房解决方案，SKU 种类多元，配合场景化营销，精准把握消费者需求


资料来源：公司官网，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

文教用品：1) ODM&OEM：文教用品出口代工稳步增长，假设 2024-2026 年 ODM&OEM 收入增速均为 5%，毛利率稳定在 26%；**2) OBM：**考虑到公司战略转型，国内 IP 文创业务有望高增，假设 2024-2026 年 OBM 收入增速分别为 5%/5%/10%；受国内市场竞争压力较大，但公司设计创新和供应链能力突出，能够较好控制成本，利润率具备韧性，假设 2024-2026 年毛利率稳定在 36%，较 2023 年略有下滑。

体育用品：睿特菲把握美国家用健身器材快速扩容趋势，以高性价比及场景化营销稳步提升市占率，实现高增，假设 2024-2026 年收入增速分别为 150%/80%/50%，产品结构逐步优化，龙门架等大型设备占比提升，假设 2024-2026 年毛利率逐步提升，分别为 48%/49%/50%。

生活家居和其他：该板块业务保持稳定，假设 2024-2026 年收入增速均为 5%，毛利率稳定在 30%。

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 17.2/21.8/27.0 亿元，分别同比 +26.4%/+26.8%/+23.9%；预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.1/1.4/1.7 亿元，分别同比+43.5%/+24.7%/+26.9%。

5.2 估值分析

创源股份主要业务为文教产品出口和健身器材跨境电商，未来拓展国内 IP 文创业务有望实现高增。公司文教产品出口作为稳健成长基石，并凭借多年在高附加值的精品文创生产、研发领域积累的优势，借助宁波文旅资源赋能，进军国内 IP 文创市场，打开成长空间。同时，公司把握美国家用健身房市场高增趋势，以高性价比和场景化营销将健身器材跨境电商打造成第二增长曲线。我们选取广博股份和英派斯作为可比公司，广博股份从事文创产品的生产和销售，部分出口，英派斯从事运动健身器材的生产和销售，以出口为主。我们预计公司 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.1/1.4/1.7 亿元，对应 2024-2026 年 PE 分别 25/20/16 倍，我们给予公司 2025 年可比公司 25xPE，对应目标市值 34 亿元，向上空间 25%，给予“买入”评级。

表 5：估值分析表

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE			2024-2026 CAGR	PEG
		2025/3/29	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E				
002103.SZ	广博股份	51	1.44	1.88	2.42	35	27	21	30%	1.2		
002899.SZ	英派斯	33	1.16	1.49	1.92	29	22	17	29%	1.0		
	平均值					32	25	19		1.1		
300703.SZ	创源股份	27	1.10	1.37	1.74	25	20	16	26%	1.0		

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：广博股份、英派斯归母净利润预期均为 Wind 一致预期。

风险提示

关税风险。公司出口业务产能布局以宁波、安徽、越南基地为主，如特朗普政府继续向中国加征关税，或对越南加征关税，公司出口业务将受到不利影响。

国内 IP 文创市场竞争激烈。国内文创市场竞争激烈，中小企业产品同质化、价格较低，如产品差异化能力不足，可能会卷入价格战。

附表

表 6: 公司收入拆分

单位: 亿元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、文教用品							
收入	7.7	10.6	9.8	9.9	10.4	10.9	11.5
收入yoy	-13%	38%	-7%	1%	5%	5%	6%
占比	71%	77%	75%	73%	60%	50%	43%
毛利率	29%	22%	28%	30%	27%	27%	27%
按销售模式拆分:							
1) OBM							
收入	0.6	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3	1.5
收入yoy		93%	-3%	6%	5%	5%	10%
占比	6%	9%	9%	9%	7%	6%	5%
毛利率	33%	30%	35%	40%	36%	36%	36%
2) ODM&OEM							
收入	7.1	9.4	8.7	8.7	9.1	9.6	10.1
收入yoy		33%	-8%	0%	5%	5%	5%
占比	65%	68%	66%	64%	53%	44%	37%
毛利率	28%	21%	27%	29%	26%	26%	26%
2、体育用品							
收入	1.0	1.4	1.5	2.0	5.0	9.0	13.5
收入yoy		37%	11%	32%	150%	80%	50%
占比	9%	10%	11%	15%	29%	41%	50%
毛利率	44%	34%	35%	47%	48%	49%	50%
3、生活家居&其他							
收入	2.2	1.9	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0
收入yoy	356%	-15%	-2%	-8%	5%	5%	5%
占比	20%	14%	14%	13%	10%	9%	7%
毛利率	28%	30%	29%	34%	30%	30%	30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 7: 公司利润表

单位: 百万元 (人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,319	1,359	1,780	2,178	2,698
营业收入	1,319	1,359	1,780	2,178	2,698
营业总成本	1,227	1,251	1,640	1,986	2,440
营业成本	937	910	1,183	1,384	1,650
税金及附加	13	11	14	17	21
销售费用	105	144	205	272	356
管理费用	131	134	178	229	297
研发费用	65	68	62	87	121
财务费用	-24	-15	-1	-3	-5
其他收益	10	11	11	11	11
投资收益	-2	2	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	-4	0	0	0
信用减值损失	0	-4	0	0	0
资产减值损失	-12	-14	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	91	98	153	205	271
营业外收支	-1	2	0	0	0
利润总额	90	100	153	205	271
所得税	9	13	21	28	38
净利润	81	88	132	177	234
少数股东损益	6	11	22	40	59
归属于母公司所有者的净	75	77	110	137	174

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 8: 公司资产负债表

单位: 百万元 (人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	718	856	1,090	1,285	1,553
现金及等价物	327	421	597	711	873
应收款项	203	239	264	317	387
存货净额	173	182	215	243	280
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	16	14	14	14	14
长期投资	42	29	29	29	29
固定资产	432	398	452	496	530
无形资产及其他资产	173	207	207	207	207
资产总计	1,366	1,490	1,778	2,017	2,319
流动负债	388	379	512	562	629
短期借款	199	138	200	200	200
应付款项	170	225	296	346	413
其它流动负债	19	16	16	16	16
非流动负债	181	255	305	355	405
负债合计	570	634	817	917	1,034
股本	182	180	180	180	180
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	281	283	283	283	283
其他综合收益	-8	-9	-9	-9	-9
盈余公积	53	58	65	75	87
未分配利润	256	301	376	466	580
少数股东权益	32	43	65	105	164
股东权益	796	856	961	1,100	1,285
负债和股东权益合计	1,366	1,490	1,778	2,017	2,319

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 9: 公司现金流量表

单位: 百万元 (人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	81	88	132	177	234
加: 折旧摊销减值	64	69	46	56	66
财务费用	17	-5	-1	-3	-5
非经营损失	-1	5	-2	-2	-2
营运资本变动	57	26	12	-30	-40
其它	14	16	0	0	0
经营活动现金流	232	200	187	197	252
资本开支	51	68	100	100	100
其它投资现金流	3	18	2	2	2
投资活动现金流	-48	-50	-98	-98	-98
吸收投资	1	2	0	0	0
负债净变化	-42	11	112	50	50
支付股利、利息	29	39	27	39	48
其它融资现金流	14	-17	1	3	5
融资活动现金流	-57	-43	87	14	7
净现金流	138	115	176	114	162

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。