

2025 年 08 月 29 日

投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 28 日

收盘价（元）	32.20
一年内最高/最低（元）	57.68/10.40
总市值（百万元）	2,087.04
流通市值（百万元）	1,123.10
总股本（百万股）	64.82
资产负债率（%）	38.78
每股净资产（元/股）	6.14

资料来源：聚源数据

柏星龙(833075.BJ)

——从“设计包装服务商”到“IP 产品赋能者”，有望打造新的增长引擎

投资要点：

- **思考一：深耕创意包装十七年，如何打造业务布局？** 柏星龙是一家以创意设计为核心，为酒类、化妆品等中高端消费品领域提供品牌策略、包装设计、技术研发及生产交付的一体化解决方案提供商。自 2008 年成立以来，公司已发展成为“中国包装百强企业”，并屡次斩获联合国包装组织“世界之星”等国际设计大奖，印证其创意实力。公司创始人及核心管理团队具备深厚的专业背景，奠定了以创意为核心的企业文化。2024 年，在与古井贡酒等核心客户合作稳固的同时，与贵州茅台、洋河股份等客户的合作亦取得突破，带动公司营收增至 5.92 亿元。目前包装产品是公司主要营收来源，文创产品正在孵化过程，尚未形成规模化收入。
- **思考二：中国人均包装消费提升过程中，公司如何建立自身优势？** 我国包装行业规模已超万亿，其中白酒、化妆品、奢侈品珠宝等高端消费品市场规模扩容与结构调整，为创意包装带来广阔的品牌溢价空间。公司核心优势在于其四位一体化服务模式，该模式带来了高于同业的盈利能力，2024 年毛利率达 33.47%，高于可比公司。公司凭借系统化的创新引擎与前瞻性的 AI 技术布局，能够持续为客户提供高附加值的解决方案，构筑了强大的品牌背书与客户壁垒。我们认为，随着品牌方对包装设计的价值认知不断提升，柏星龙凭借其一體化的综合服务与已验证的客户服务能力，有望持续巩固其在高端创意包装领域的领先地位。
- **思考三：千亿文创增量市场，如何成功拓展第二增长曲线？** 随着国潮经济崛起，中国文创潮玩与 IP 衍生品市场正经历高速增长，2024 年 IP 衍生品市场规模已达 1742 亿元，为品牌 IP 化运营提供沃土。公司成立子公司“龙衍文创”布局文创 IP 赛道，并与日本合资公司“寿屋风正”达成独家战略合作，获得其丰富的 IP 资源。公司已初步探索从 B 端的品牌文创赋能，延伸至 C 端的自有 IP 孵化与 AI 陪伴式潮玩等创新产品，并已开设线上销售渠道。我们认为，文创 IP 业务有望成为公司新的增长引擎，公司可将其服务 B 端客户的创意设计与供应链能力，复用至 C 端文创产品的开发与运营，通过“B 端赋能+C 端创新”双轮驱动，有望打开长期成长空间，同时文创潮玩产品毛利率较高，若后续发展良好，有望增厚公司业绩。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.47、0.57 和 0.69 亿元，截至 8 月 28 日收盘价，对应 PE 为 44、37、30 倍，我们选取裕同科技、上海艾录、泡泡玛特、布鲁可作为可比公司。公司深耕创意包装十七年，以设计包装业务为稳定基本盘，同时切入文创赛道，我们看好其积极孵化自有 IP+合作运营第三方成熟 IP 的能力，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求波动风险、客户集中度较高风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、跨市场选择可比公司的风险、市场空间测算偏差的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	538	592	656	738	853
同比增长率（%）	10.28%	10.21%	10.77%	12.42%	15.60%
归母净利润（百万元）	46	41	47	57	69
同比增长率（%）	18.02%	-10.53%	13.94%	21.60%	20.77%
每股收益（元/股）	0.71	0.64	0.72	0.88	1.06
ROE（%）	11.42%	10.14%	11.19%	13.06%	15.02%
市盈率（P/E）	45.29	50.62	44.43	36.53	30.25

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.47、0.57 和 0.69 亿元，截至 8 月 28 日收盘价，对应 PE 为 44、37、30 倍，我们选取裕同科技、上海艾录、泡泡玛特、布鲁可作为可比公司。公司深耕创意包装十七年，以设计包装业务为稳定基本盘，同时切入文创赛道，我们看好其积极孵化自有 IP+合作运营第三方成熟 IP 的能力，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合公司设计包装稳步增长以及对于文创和原创 IP 业务潜力的积极预期，我们假设如下：

（1）包装产品：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +10.5%/+12.0%/+15.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 6.09/6.82/7.84 亿元；

（2）设计业务：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +10.0%/+15.0%/+18.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.41/0.48/0.56 亿元；

（3）文创业务：文创业务处于起步阶段，预计收入快速增长，假设 2026-2027 年营业收入同比 +100%/+100%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 200/400/800 万元。

投资逻辑要点

在创意包装行业，我们认为随着消费升级与品牌竞争加剧，包装的品牌赋能价值日益凸显。在中国超万亿的包装市场中，公司聚焦的白酒、化妆品、奢侈品等高端赛道具备成长性。公司凭借四位一体化服务模式，有效满足了贵州茅台、洋河股份等客户需求，其盈利能力持续优于同业，核心设计包装业务有望稳健增长。

在文创 IP 与潮玩赛道，公司有望迎来新的增量空间。根据灼识咨询数据，中国 IP 衍生品市场规模有望从 2024 年的 1,742 亿元增长至 2029 年的 3,357 亿元。公司通过成立“龙衍文创”并联手日本合资公司寿屋风正，已切入这一高增长赛道。若能成功将其服务 B 端客户所积累的创意和供应链能力，复用至 C 端 IP 衍生品的开发与运营，公司有望从“设计包装服务商”向“IP 产品赋能者”转型，进一步打开成长天花板。

核心风险提示

下游需求波动风险、客户集中度较高风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、跨市场选择可比公司的风险、市场空间测算偏差的风险

内容目录

1. 思考一：公司如何打造业务布局？	6
1.1. 业务情况：深耕创意包装十七年，多元化布局文创业务	6
1.2. 股权结构：实控人赵国义直接持有公司 35.5%股份	8
1.3. 研发创新：拥有超 150 项国际大奖和超 200 项专利，2024 年研发费用 yoy+6% ..	10
1.4. 募投项目：创意包装智能制造生产建设项目已验收转固	11
2. 思考二：公司在创意包装行业积累了什么？	12
2.1. 包装行业规模过万亿，创意设计或可驱动品牌溢价	12
2.2. 一体化服务能力+战略性布局 AI，公司已累计为超 3000 客户提供专业服务	17
3. 思考三：公司在文创潮玩行业做了哪些布局？	21
3.1. 2024 年全国规上文化企业营收增至 14.15 万亿元，文创潮玩浪潮正当时	21
3.2. 从 B 端赋能到 C 端创新，创立龙衍文创发展 IP 业务	29
4. 盈利预测与评级	33
5. 风险提示	34

图表目录

图表 1: 柏星龙创立至今已有 17 年	6
图表 2: 2024 年公司包装产品占总营收比重 93%	7
图表 3: 包装产品 and 设计业务毛利率趋势平稳	7
图表 4: 柏星龙近期产品案例一览	7
图表 5: 2025Q1 公司营收 0.98 亿元 (yoy-29.98%)	8
图表 6: 2025Q1 公司毛利率为 33.20%	8
图表 7: 2025Q1 归母净利润 290.19 万元 (yoy-78.07%)	8
图表 8: 2020-2024 年销售费用增加	8
图表 9: 柏星龙核心管理团队介绍	9
图表 10: 公司实际控制人为赵国义, 直接持有公司 35.49% 股份	9
图表 11: 研发费用投入不断增加, 但增速略放缓	10
图表 12: 柏星龙研发费用率处于可比公司中等偏上	10
图表 13: 屡获国际大奖, 展示公司创意设计实力	10
图表 14: 募投项目新增文创产品研发相关内容	11
图表 15: 2019-2023 中国包装行业规上企业营收均超万亿	12
图表 16: 中国人均包装消费量对比海外仍有增长空间	12
图表 17: 中国白酒销售收入稳步增长	13
图表 18: 中国白酒产量持续下降	13
图表 19: 部分酒企包装材料成本占营业收入约 10%	13
图表 20: 相关案例印证公司在不同酒类赛道的设计能力	14
图表 21: 中国化妆品零售额规模可观, 近年增速放缓	14
图表 22: 全球化妆品包装市场规模持续稳健增长	14
图表 23: 2024 年全球个人奢侈品市场同比小幅下滑	15
图表 24: 2025H1 中国限上金银珠宝零售额同比+11.3%	15
图表 25: 赋能化妆品与奢侈品品牌, 彰显多元设计实力	15
图表 26: 2020-2024 年茶叶产量 CAGR 为 6.25%	16
图表 27: 2018-2022 年茶叶礼盒市场规模双位数增长	16
图表 28: 赋能茶叶品牌, 展现深厚设计底蕴	16
图表 29: 柏星龙提供“一体化”综合服务, 获得更高的附加价值	17

图表 30: 柏星龙长期毛利率持续高于同业公司	18
图表 31: 头部客户结构持续优化	18
图表 32: 柏星龙拥有一套独特的流程化创意管理模式（即工业化设计模式）	18
图表 33: 融合数据资产与 AI 技术，赋能创意设计	19
图表 34: 柏星龙实现全国化与国际化布局	20
图表 35: 常见文创产品分类方式	21
图表 36: 文创产品的发展代际	21
图表 37: 中国文创产品行业产业链	22
图表 38: 规上文化企业营收持续向好，产业基本盘稳固	22
图表 39: 消费者购买文创产品主要受兴趣驱动	22
图表 40: 中国潮玩市场规模增速高于全球	23
图表 41: IP 衍生品行业已形成完整产业链	24
图表 42: 全球 IP 衍生品行业规模不断扩大	24
图表 43: 2024 年中国 IP 衍生品市场规模已达 1742 亿元	25
图表 44: 2025-2029 年中国谷子经济市场规模预计复合增速为 11.2%	25
图表 45: 吧唧和卡牌类产品为谷子的主要品类	26
图表 46: 2019-2024 年中国集换式卡牌市场规模 CAGR 为 56.6%	26
图表 47: 上海谷子线下零售终端数量最多（单位：家）	26
图表 48: 2024 年中国 IP 经济重点品牌情况	27
图表 49: 近年 IP 版权/设计与创意投融资事件减少	27
图表 50: 2024-2025 年潮玩行业主要投融资事件	28
图表 51: 国内外较知名潮玩和 IP 相关企业比较	28
图表 52: 哈尔滨文创冰箱贴案例	29
图表 53: AI 智能手机挂件为 IP “熊猫潘大” 形象	30
图表 54: 陪伴式 AI 玩偶为云朵形状	30
图表 55: 寿屋风正汇聚了强大的 IP 资源整合能力	30
图表 56: 寿屋从市场反馈到 IP 开发，形成一体化运营	31
图表 57: 自研+合作开发原创 IP	31
图表 58: 在小红书商店售卖 IP 产品，开拓 C 端市场	32
图表 59: 柏星龙主营业务营收预测	33
图表 60: 柏星龙可比公司估值表（截至 20250828）	33

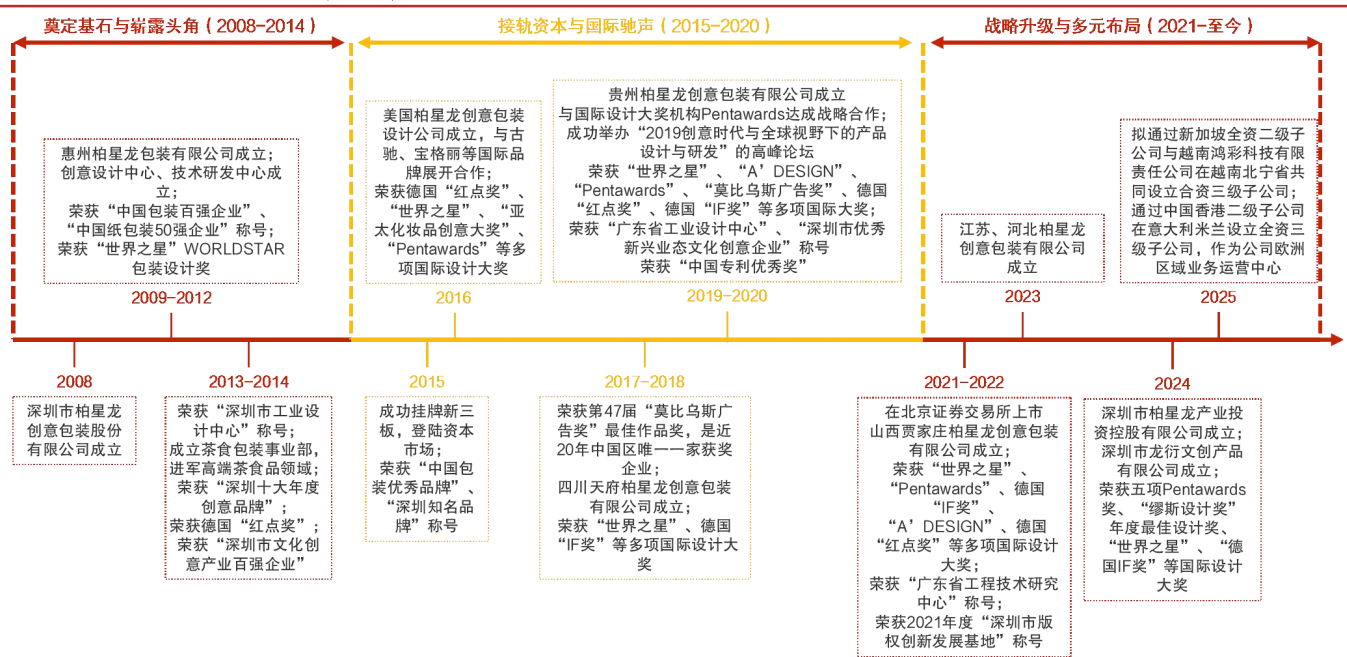
1. 思考一：公司如何打造业务布局？

1.1. 业务情况：深耕创意包装十七年，多元化布局文创业务

柏星龙创立于2008年，并于2022年12月14日在北京证券交易所上市。公司是一家专业从事中高端消费品包装产品设计、研发、生产、交付及品牌策略规划于一体的综合解决方案提供商，并依托深厚的创意设计能力，公司正积极拓展文创产品新赛道，形成“创意包装”与“文创产品”双翼发展模式。公司业务覆盖全国主要省份，并出口全球十多个国家和地区，沉淀了一批优质、稳定的国内外知名消费品客户群体，具有较强的市场竞争力与国际化、多领域横向拓宽、文创赛道多元化发展潜力。

经过多年发展，公司已构建了完善的服务体系、优秀及高效的组织力和具有特色的商业模式，多次获得国际大奖，亦获得了多项荣誉资质，先后荣获“国家高新技术企业”“中国包装百强”“中国专利优秀奖”“广东省工程研究中心”“广东省工业设计中心”“深圳市工业设计中心”等一系列荣誉资质，持续增强公司在行业内的竞争实力与影响力。

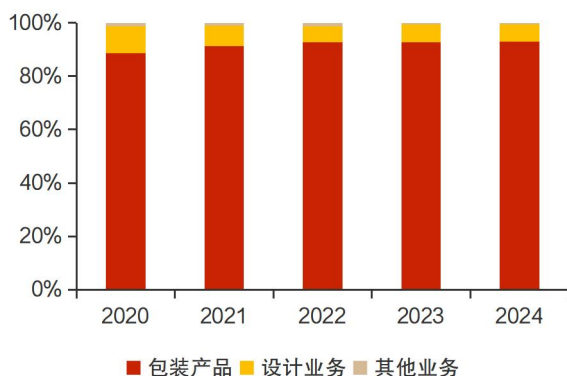
图表 1：柏星龙创立至今已有 17 年



资料来源：柏星龙官网、柏星龙年报、华源证券研究所

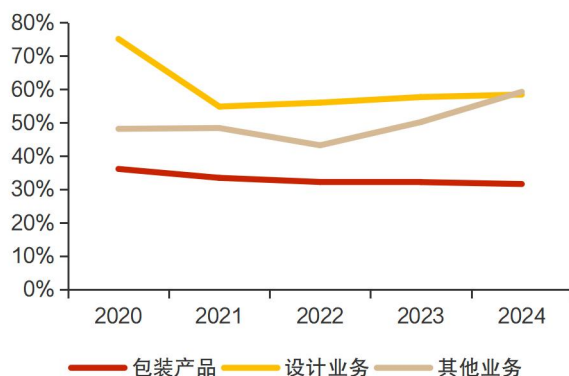
柏星龙主要产品包括包装产品（酒类、化妆品、茶食品）、设计业务等。目前包装产品是公司主要营收来源，2024年占总营收93.02%，营收增速为10.48%，毛利率31.59%（yoy-0.57pcts）。设计业务2024年收入占总营收6.36%，营收增速为6.54%，毛利率58.41%（yoy+0.75pcts）。其它业务2024年收入占总营收0.62%。文创产品赛道正在孵化过程，尚未形成规模化收入。

图表 2：2024 年公司包装产品占总营收比重 93%



资料来源：wind、华源证券研究所

图表 3：包装产品 and 设计业务毛利率趋势平稳



资料来源：wind、华源证券研究所

柏星龙的创意包装设计涵盖多个领域，例如酒类有茅台文旅系列礼盒，借传统节日、生肖等元素，融合文创美学；食品类如康比特蛋白棒，以清新风格适配轻潮营养定位；化妆品类像欧莱雅小蜜罐 PR 礼盒，借创意结构与金色调引爆社交；IP 文创类有云门酒业云宝 IP，以萌趣形象传递品牌；茶叶类含天之红陈香系列、八马靠谱青年等，前者传承茶文化，后者用青年文化打造新茶饮，用设计为各品类赋能。

图表 4：柏星龙近期产品案例一览



资料来源：柏星龙官方公众号、华源证券研究所

收入端：2021 年至 2024 年，公司营收分别为 4.26 亿元（yoy+51.15%）、4.87 亿元（yoy+14.33%）、5.38 亿元（yoy+10.28%）和 5.92 亿元（yoy+10.21%），营收保持持续增长，2025Q1 营业收入 0.98 亿元（yoy-29.98%）。其中，中国大陆地区营收由 2020 年的 2.18 亿元增长至 2024 年的 4.15 亿元，境外地区营收从 2020 年的 0.64 亿元增至 2024 年的 1.78 亿元。营收增长主要得益于市场深耕、客户拓展及境外业务贡献。

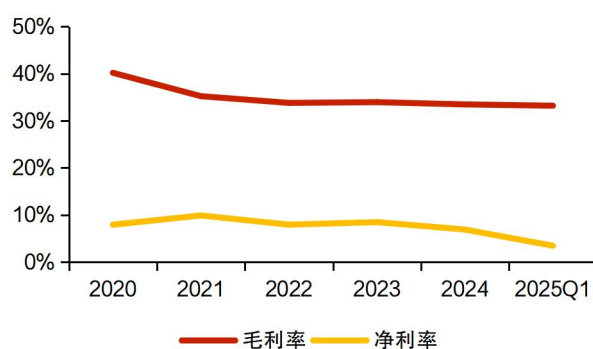
盈利能力端:2021 年至 2025Q1,公司毛利率分别为 35.22%、33.79%、33.95%、33.47%、33.20%, 净利润率则分别为 9.90%、7.94%、8.48%、6.92%、3.47%。整体毛利率和净利润率的下滑原因主要系市场竞争、原材料波动及募投项目折旧。

图表 5: 2025Q1 公司营收 0.98 亿元 (yoy-29.98%)



资料来源: wind、华源证券研究所

图表 6: 2025Q1 公司毛利率为 33.20%

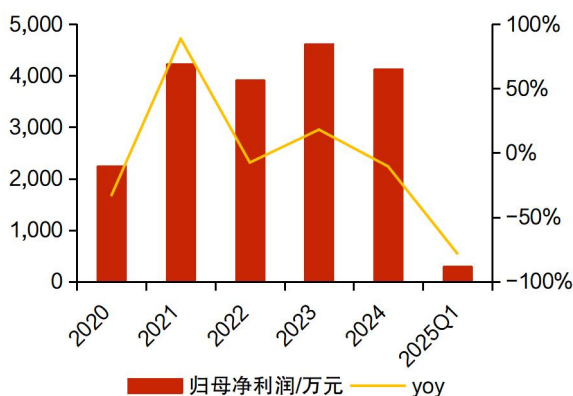


资料来源: wind、华源证券研究所

利润端:公司 2021 年至 2025Q1 归母净利润分别为 4222 万元 (yoy+88.63%)、3904.77 万元 (yoy-7.51%)、4608.43 万元 (yoy+18.04%)、4123.22 万元 (yoy-10.53%)、290.19 万元 (yoy-78.07%)。2022 年净利润下降是因为资产处置损失及信用减值; 2024 年净利润下滑受客户信用减值和募投项目折旧影响, 非经常性损益亦有波动。

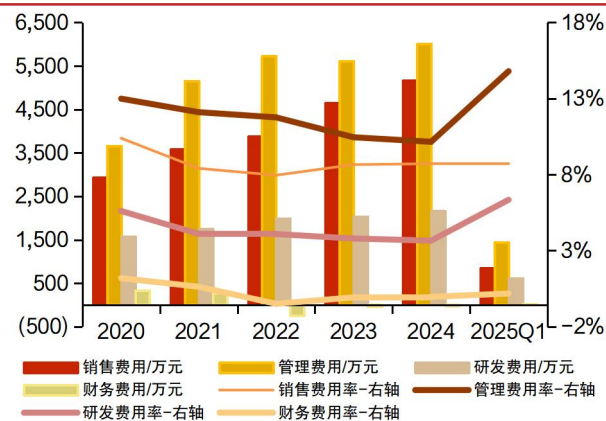
费用端:公司 2020 年至 2024 年, 销售费用率从 10.39%波动至 8.71%, 管理费用率从 12.99%降至 10.15%, 研发费用率从 5.60%降至 3.65%, 财务费用率则从 1.19%降至 -0.04%。2020-2024 年公司费用结构总体优化, 销售费用加大以拓宽市场; 研发费用逐年增加, 持续巩固核心竞争力。

图表 7: 2025Q1 归母净利润 290.19 万元 (yoy-78.07%)



资料来源: wind、华源证券研究所

图表 8: 2020-2024 年销售费用增加



资料来源: wind、华源证券研究所

1.2. 股权结构: 实控人赵国义直接持有公司 35.5%股份

柏星龙拥有一支经验丰富、专业能力较强的管理团队。董事长赵国义先生作为公司创始人, 全面负责公司战略规划与重大经营决策。副董事长、总经理赵国祥先生在营销及生产管

理方面具备深厚背景，推动公司业务发展。财务负责人黄木辉先生和董事会秘书黄海英女士则保障公司财务合规与信息披露透明。这支多学科背景、具备丰富行业经验的核心团队是公司持续稳健发展的重要支撑。

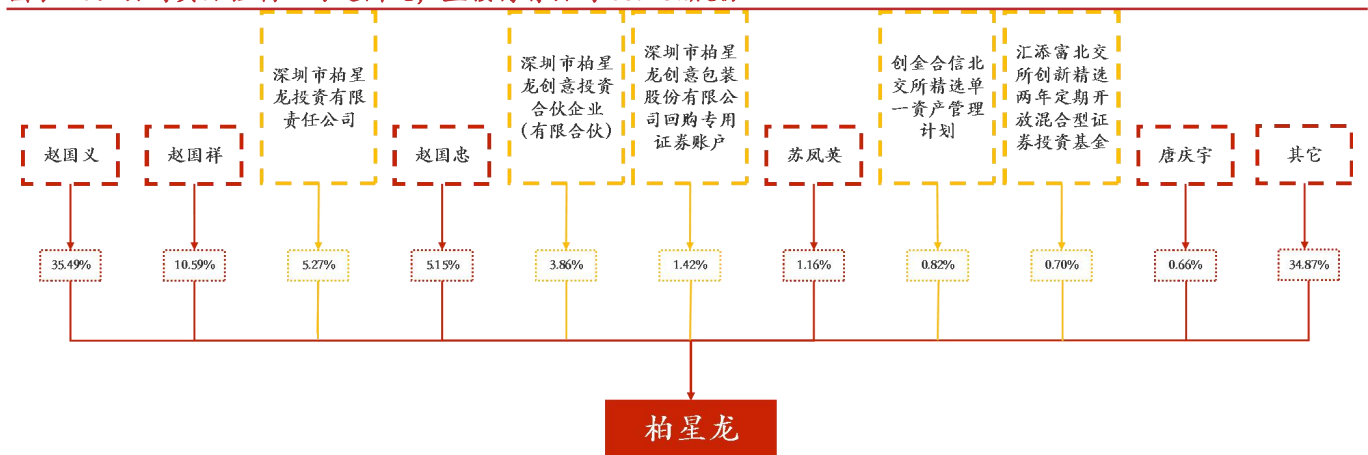
图表 9：柏星龙核心管理团队介绍

姓名	公司职务	简介
赵国义	董事长	1996 年 6 月至 2012 年 12 月，任深圳市柏星龙包装设计有限公司法定代表人、执行董事、总裁；2002 年 11 月至 2012 年 4 月，任深圳市柏星龙先锋印刷有限公司监事；2008 年 2 月至今，历任公司执行董事、董事长、总裁、法定代表人，现任公司董事长、法定代表人。
赵国祥	副董事长， 总经理	1996 年 10 月至 1997 年 5 月，任深圳市珠江经济广播电台编辑职务；1997 年 6 月至 1998 年 12 月，任哈尔滨足神药业有限公司销售员；1999 年 7 月至 2009 年 12 月，任深圳市柏星龙包装设计有限公司营销经理、营销总监；2002 年 11 月至 2009 年 12 月、2010 年 4 月至 2013 年 6 月，任深圳市柏星龙先锋印刷有限公司法定代表人、执行董事；2009 年 12 月至今，历任柏星龙有限及公司营销总监、董事、副总经理、副董事长、总经理，现任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司副董事长、总经理。
苏凤英	董事， 副总裁	1997 年 12 月至 1998 年 8 月，任深圳市秋娜美容美发器材有限公司会计；1998 年 9 月至 1999 年 7 月，深圳市鸿丰宝电子有限公司主管会计；1999 年 7 月至 2009 年 12 月，历任深圳市柏星龙包装设计有限公司财务经理、财务总监；2009 年 12 月至今，历任柏星龙有限及公司财务总监、董事会秘书、董事。现任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司董事、财务总监。
黄木辉	财务负责人	2000 年 7 月至 2004 年 8 月，任厦门广懋国际有限公司会计；2004 年 9 月至 2007 年 5 月，任深圳市思诺兰德服装发展有限公司财务主管；2007 年 6 月至 2011 年 3 月，任深圳市喜德年实业有限公司财务经理；2011 年 4 月至 2016 年 8 月，任深圳市欧润皮具有限公司财务经理；2016 年 9 月至 2023 年 5 月，历任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司财务经理，财务副总监。
黄海英	董事会秘书	2005 年 7 月至 2009 年 12 月，任深圳市柏星龙包装设计有限公司运营专员、总经理助理；2008 年 2 月至 2010 年 12 月，任柏星龙有限及公司监事、董事长助理；2011 年 1 月至 2016 年 3 月，任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司董事长助理、证券事务代表；2016 年 4 月至今任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司董事会秘书。

资料来源：iFinD、华源证券研究所

公司实际控制人为赵国义。根据公司 2025 年一季报，赵国义直接持有公司 35.49% 的股份，同时持有柏星龙投资和柏星龙创意投资的股份，柏星龙投资和柏星龙创意投资分别持有公司 5.27% 和 3.86% 的股份。公司实际控制人为赵国义，一致行动人为赵国祥和赵国忠，股东赵国义、赵国祥、赵国忠三人互为兄弟关系。

图表 10：公司实际控制人为赵国义，直接持有公司 35.49% 股份

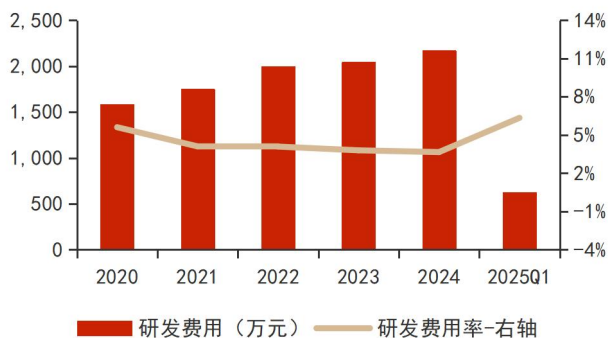


资料来源：柏星龙 2025 年一季报、华源证券研究所

1.3. 研发创新：拥有超 150 项国际大奖和超 200 项专利，2024 年研发费用 yoy+6%

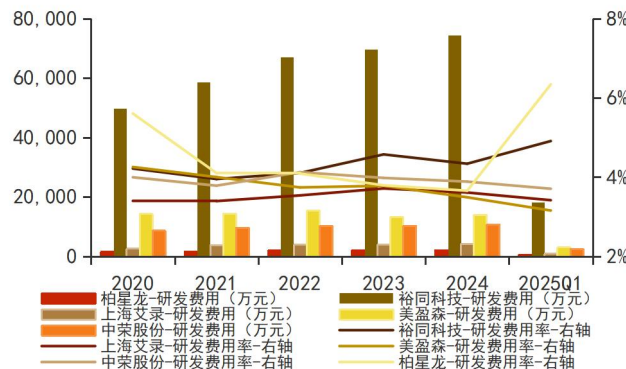
持续的研发投入是公司保持创意与技术领先的保障。柏星龙的研发投入呈现稳步增长的态势。公司的研发费用从 2020 年的 1580 万元增长至 2024 年的 2165 万元，研发费用率基本维持在 3.5% 以上，体现了公司在研发创新上持续且稳定的投入。在文创行业，消费者对产品的创意性、趣味性以及设计感提出了更高的要求，柏星龙的研发并非局限于单一的材料或技术，而是围绕“创意落地”展开，将前瞻性的设计理念与可行的量产工艺相结合。公司的持续研发投入，使其能够在材料应用、结构设计、防伪技术等方面不断创新，这不仅构成了其核心技术壁垒，也是其能够满足头部客户要求、保持高附加值业务模式的关键所在。截至 2024 年末，公司累计获得授权专利 212 项，其中发明专利 15 项。

图表 11：研发费用投入不断增加，但增速略放缓



资料来源：wind、华源证券研究所

图表 12：柏星龙研发费用率处于可比公司中等偏上



资料来源：wind、华源证券研究所

公司的创意设计能力和专业水平，获得了全球权威设计与包装奖项的持续认可。根据柏星龙创意公众号，在 2023 年至 2025 年一季度期间，公司累计斩获包括德国 iF 设计大奖、世界之星包装奖 (WorldStar)、Pentawards 以及 MUSE 缪斯设计奖在内的数十个国际知名奖项。并且，公司还在“茅台 MBD 文创设计专项赛”中获奖，这表明其设计能力已获得下游头部客户的肯定。

根据柏星龙创意公众号，2025 年 7 月 3-4 日，公司应邀参加 LVMH 集团于巴黎总部举办的“Les Journées Partenaires”闭门活动。本次活动 LVMH 集团仅定向邀请全球 40 家视觉陈列与礼品艺术领域的核心供应商，其中受邀的供应商中仅 4 家是中国企业。柏星龙凭借奢侈品礼品设计、环保创新及整体解决方案交付上的卓越能力，成为此次参会中国内地唯一礼品类供应商。这种获得国际和产业双重认可的专业能力，是公司吸引并服务于高端品牌客户、维持其高附加值业务模式的基石。

图表 13：屡获国际大奖，展示公司创意设计实力

发布日期	奖项名称	名次
2025-04-10	德国 iF 设计大奖(iF Design Award)	5 个设计奖
2025-01-17	世界之星包装奖(WorldStar Packaging Awards)	4 个包装设计奖
2024-10-28	Pentawards	1 个 KURZ 最佳装饰运用奖 2 个金奖、1 个银奖、1 个铜奖
2024-06-18	世界之星包装奖(WorldStar Packaging Awards)	2 个包装设计奖
2024-05-09	MUSE 缪斯设计奖(MUSE Design Awards)	1 个最高奖

(年度最佳设计奖)		
2024-04-03	MUSE 缪斯设计奖(MUSE Design Awards)	11 个奖项 (5 个铂金奖、4 个金奖、2 银奖)
2024-03-28	德国 iF 设计大奖(iF Design Award)	2 个设计奖
2024-01-30	世界之星包装奖(WorldStar Packaging Awards)	2 个包装设计奖
2024-01-15	茅台 MBD 文创设计专项赛	团队组美作奖、个人组美韵奖
2023-12-21	中国之星设计奖	包装之星-杰出贡献奖
2023-11-20	Pentawards	1 个铜奖
2023-04-17	德国 iF 设计大奖(iF Design Award)	3 个设计奖
2022-04-22	A' Design Award & Competition	1 个金奖、1 个银奖、2 个铜奖
2021-10-03	Pentawards	1 个金奖
2021-01-13	世界之星包装奖(WorldStar Packaging Awards)	9 个设计奖

资料来源：柏星龙创意公众号、华源证券研究所 注：未完全列举公司所获奖项

1.4. 募投项目：创意包装智能制造生产建设项目已验收转固

柏星龙通过募集资金积极推进两大核心募投项目，旨在优化产能布局并驱动创新发展。其中，惠州柏星龙创意包装智能制造生产建设项目作为公司重要的生产基地，主体工程在 2024 年度内验转固，该项目建成或将增强公司包装产品的交付核心竞争力，通过自动化与智能化标准，提升生产效率和规模优势，有效支撑公司业务发展。另一募投项目，变更为“文创产品研发与创意技术研发中心建设项目”，在原有创意设计与技术研发中心建设项目基础上，持续推进符合市场趋势的研发项目建设，并结合市场需求动态演变及技术迭代升级趋势，对一部分研发项目内容进行优化与提升，以进一步加强公司在创意设计与技术研发领域的优势。同时，根据公司的战略定位，新增文创产品研发内容。

图表 14：募投项目新增文创产品研发相关内容

序号	项目名称	调整后投资总额(万元)	募集资金累计投入进度(截至 2025Q1)	项目达到预定可使用状态日期
1	惠州柏星龙包装有限公司创意包装智能制造生产建设项目	11181.99	100.88%	2025/12/31
2	文创产品研发与创意技术研发中心建设项目	2000	-	变更后项目延长 18 个月
合计		13181.99	-	-

资料来源：柏星龙公告、华源证券研究所

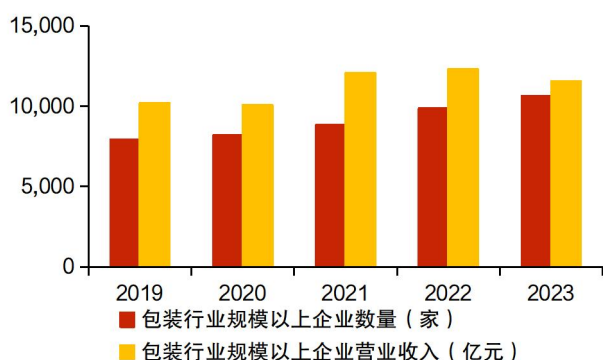
2. 思考二：公司在创意包装行业积累了什么？

2.1. 包装行业规模过万亿，创意设计或可驱动品牌溢价

包装行业体量较大，但近年总收入有所波动，市场竞争或将加剧。根据历年中国包装联合会发布的《中国包装行业年度运行报告》，中国包装行业规模以上企业数量从 2019 年的 7916 家持续增长至 2023 年的 10632 家，市场参与者数量稳步增加。然而，行业规模以上企业总营业收入呈现波动，在 2022 年达到 1.23 万亿元后，于 2023 年回落至 1.15 万亿元。企业数量的增加与总收入的波动并存，可能预示着行业竞争正日趋激烈，通过提升创意设计能力、优化产品结构、绑定优质客户来获取更高附加值，或许将成为建立竞争优势的关键。

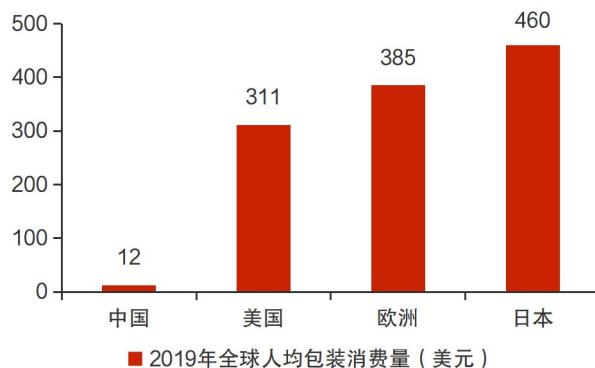
对标海外成熟市场，中国人均包装消费量仍有可观的增长空间。根据柏星龙招股书、智研咨询，2019 年中国人均包装消费量为 12 美元，而同期美国的数据为 311 美元，欧洲为 385 美元，日本为 460 美元，表明国内市场尚未饱和，仍具备增长空间。随着消费升级的持续深化，国内人均包装支出向发达经济体靠拢，或将为行业带来潜在的增量空间。

图表 15：2019-2023 中国包装行业规上企业营收均超万亿



资料来源：历年《中国包装行业年度运行报告》、中国包装联合会、华源证券研究所

图表 16：中国人均包装消费量对比海外有仍有增长空间

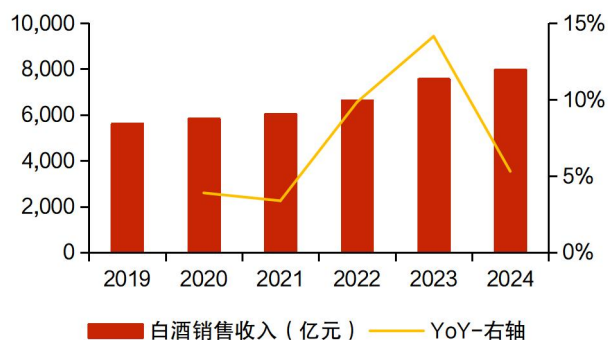


资料来源：柏星龙招股说明书、智研咨询、华源证券研究所

➤ 酒类饮品

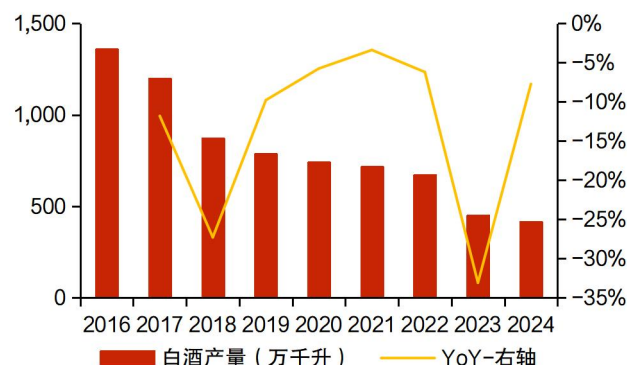
白酒行业整体销售收入稳步增长，已步入品牌集中+分级竞争时代。根据公司年报，白酒行业历经“产量为王—渠道为王—品牌为王”的演进后，已步入品牌集中+分级竞争时代。供给侧减速使厂商端库存在多数名优酒企内部基本受控，但渠道端压力依旧较高，中国酒业协会数据显示，超过 60% 经销商库存同比增加，逾 40% 库存产品出现价格倒挂，因此去库存仍是主旋律，同时也存在消费需求弱复苏导致出清进度慢于预期。在消费偏好“高性价比+理性宴席”主导下，动销前三价格带为 300-500 元、100-300 元及 100 元以下。尽管如此，头部酒企凭借深厚历史与资金优势仍保持稳健；而腰部酒企依托直播电商与区域渠道的灵活渗透，在高端放缓的缝隙中以性价比突围，不过直播平台低价竞争亦带来价格体系失序风险。与此同时，低度化、果味化新品保持 25% 以上复合增速，预计 2025 年市场规模有望达 743 亿元。综合来看，酒类行业主要矛盾已由“供给过剩”转向“渠道去化+需求温和”，企业想要突破仅靠单点渠道或促销已难奏效，更考验品牌投入的持续性与执行精细度。

图表 17：中国白酒销售收入稳步增长



资料来源：国家统计局、勤策消费研究、华源证券研究所

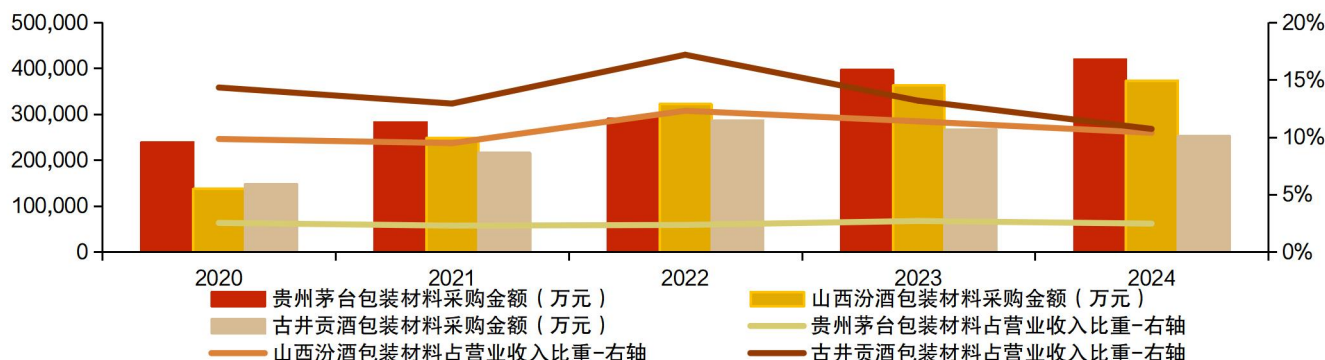
图表 18：中国白酒产量持续下降



资料来源：勤策消费研究、国家统计局、华源证券研究所

白酒包装作为白酒产品的关键组成部分，对产品销售与品牌定位起着至关重要的作用，其价值在销售收入中也占有显著比重。根据贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒等白酒上市公司的年报数据，其包装材料成本占销售收入的比例存在差异：贵州茅台近年来该比例稳定在 2.5% 左右；山西汾酒多数年份超过 10%；而古井贡酒部分年份甚至可达 17% 以上。若以 10% 的包装成本占营收比重进行估算，结合 2024 年中国白酒行业 7964 亿元的销售收入，可测算出仅白酒包装市场的规模约为 796 亿元，是酒类包装中规模较大、价值较高的细分市场。

图表 19：部分酒企包装材料成本占营业收入约 10%



资料来源：贵州茅台年报、古井贡酒年报、山西汾酒年报、华源证券研究所

公司设计能力全面，能为不同酒类客户提供定制化创意方案。公司已经累计为茅台、洋河、古井、牛栏山、贵州珍酒、酒鬼酒、泸州老窖、伊力特、会稽山、威龙、汾酒、五粮液，12 家上市酒企提供创意设计服务。例如在白酒领域：为茅台和古井贡酒等品牌打造了端午文创礼盒，将传统节日文化与高端品牌形象进行了深度融合；黄酒领域：为会稽山的“一日一熏”气泡黄酒进行创新设计，以“爽”字作为核心视觉符号，精准切合了年轻消费者的情绪需求；啤酒领域：为新兴消费品牌海伦司的奶啤产品，提供了以粉嫩色调和卡通牛为核心元素的设计方案，塑造产品的年轻化与亲和力。我们认为，公司通过“品牌升级、渠道赋能、产品创新”为客户赋能，以及以头部酒企客户作为背书，未来有望形成示范效应，更好的拓展酒类包装设计市场。

图表 20：相关案例印证公司在不同酒类赛道的设计能力

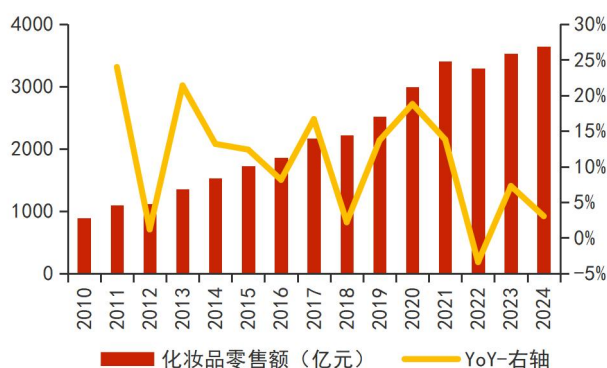


资料来源：柏星龙创意公众号、柏星龙官网、华源证券研究所

➤ 化妆品及精品（奢侈品、珠宝等）

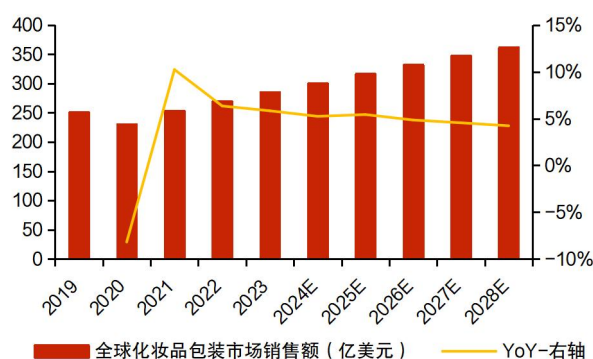
国内化妆品市场增速放缓，国货崛起重塑行业格局。根据国家统计局数据，中国化妆品零售额从 2010 年的 888.4 亿元增至 2024 年的 3640 亿元，体量可观。但从增速看，在 2020 年（YoY+18.78%）和 2021 年（YoY+13.79%）的快速增长后，2022 年为负增长，2023 年增速则回暖至 7.27%。从全球化妆品包装市场看，需求依然稳健，根据洞见研报数据显示，全球化妆品包装市场销售额预计将从 2023 年的 285.6 亿美元，以约 4.9% 的年均增速，持续增长至 2028 年的 362.1 亿美元。以抖音为代表的社交电商加速了国货品牌的崛起，对现有国际品牌格局构成了挑战。这种变化或为能快速响应新品牌、新渠道、新营销需求的创意包装企业带来结构性的发展机会。

图表 21：中国化妆品零售额规模可观，近年增速放缓



资料来源：wind、国家统计局、华源证券研究所

图表 22：全球化妆品包装市场规模持续稳健增长

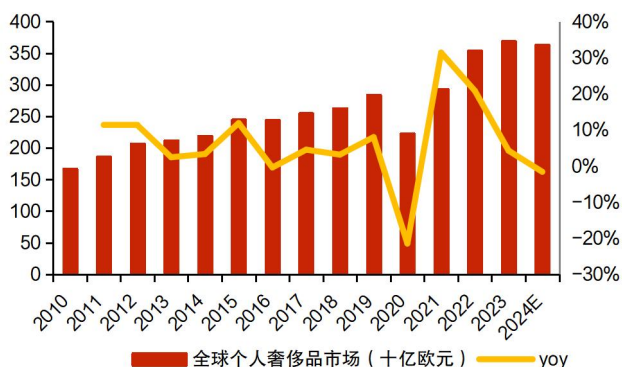


资料来源：洞见研报行业前沿公众号、华源证券研究所

根据公司年报，面对“增速趋缓、结构分化、体验升级、绿色合规”并存的高端消费格局，国际奢侈品整体维持温和扩张、消费理性化与体验化并重的转向，根据贝恩咨询数据，

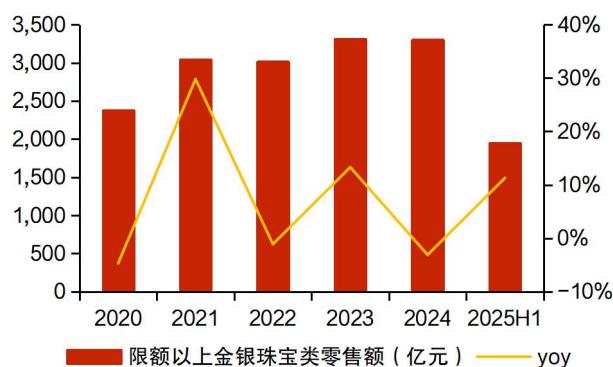
全球个人奢侈品销售小幅回调，品牌更倚重线下沉浸场景和数字互动来稳固高净值客群；而“资产安全+国潮情感”双轮驱动中国珠宝金饰市场，年轻消费者贡献逾三分之一销售，老铺黄金凭足金与直播模式实现超百亿元增长并屡现排队抢购现象，凸显当代“悦己+保值”需求。2025 年上半年，中国限额以上金银珠宝零售额达 1948 亿元，同比增长 11.3%。

图表 23：2024 年全球个人奢侈品市场同比小幅下滑



资料来源：贝恩咨询、华源证券研究所

图表 24：2025H1 中国限上金银珠宝零售额同比+11.3%



资料来源：wind、国家统计局、华源证券研究所

公司设计能力获化妆品领域与奢侈品领域品牌认可。1) 在化妆品领域，覆盖了从国际品牌到新锐国货的不同客户需求，比如服务国际品牌：为欧莱雅集团旗下的高端系列，如小蜜罐系列、黑钻松露系列，提供了多款礼盒包装设计，满足了对品牌调性、奢华感和工艺细节的要求；赋能国货品牌：为国内新锐品牌瑗尔博士设计了中秋月饼礼盒，将传统节日元素与品牌科技护肤的理念相结合；同时也为彩妆品牌卡婷打造了以《山海经》为主题的系列礼盒，深度挖掘了中国传统文化 IP 的商业价值。2) 在奢侈品领域，为多家顶级珠宝品牌提供了富有创意的包装解决方案，比如为周大生品牌，以莫奈名画《睡莲：清晨》为概念，设计了一款充满艺术气息的中秋礼盒；为周生生品牌，巧妙运用年度流行色“长春花蓝”，并结合魔方形式，打造了“520 魔方礼盒”。我们认为，公司凭借“策略洞察-创意设计-工程转化-全球交付”的一体化体系，可将国际高标准的可持续包装及快速打样能力同时应用于高端美妆、奢侈品与珠宝礼盒方案，为客户实现从功能成分讲述到情感价值叙事的升级。

图表 25：赋能化妆品与奢侈品品牌，彰显多元设计实力

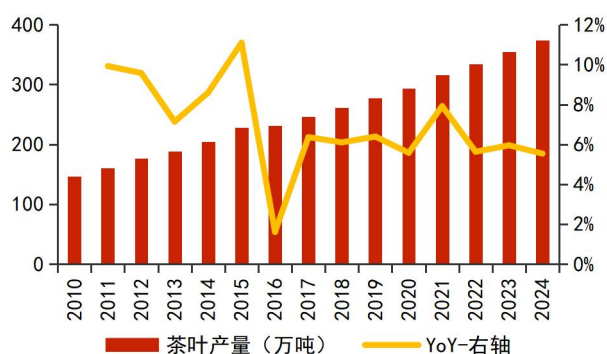


资料来源：柏星龙创意公众号、柏星龙官网、华源证券研究所

茶叶市场

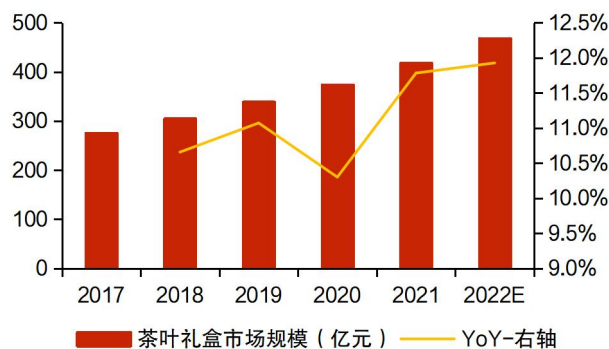
茶叶市场稳健增长，其中礼盒细分市场展现出更强劲的增长动力。从产业基本盘看，中国茶叶总产量从 2020 年的 293.2 万吨稳步增长至 2024 年的 373.7 万吨，期间年复合增长率为 6.25%，展现出良好的增长韧性。同时，中国茶叶礼盒市场规模从 2017 年的 276 亿元或增长至 2022 年约 468 亿元，复合增速为 11.2%。茶叶礼盒市场的快速增长，反映出茶叶消费的升级趋势，向具备社交、礼品和文化的属性消费转型，包装在这一转型中作为提升产品附加值、满足礼赠需求的角色。

图表 26：2020-2024 年茶叶产量 CAGR 为 6.25%



资料来源：wind、国家统计局、华源证券研究所

图表 27：2018-2022 年茶叶礼盒市场规模双位数增长



资料来源：观研报告网、华源证券研究所

公司设计能力深厚，能为传统茶品牌与非遗文化提供创意方案。公司在茶行业的设计实践，成功覆盖了从传统品牌年轻化到文创概念产品化的不同需求，比如为八马茶业进行系统性设计，为其传统礼盒注入以“马”为主题的视觉符号，以及其独特的侧拉悬窗盒型设计，不仅吸引年轻消费者，也提升了产品的日常使用便利性；为西湖龙井设计了“新西湖十景”主题礼盒，将地域文化与产品深度绑定，提升了产品的文化附加值；以“胶卷”记录宋朝茶百戏，设计了“影像茶戏”系列，将“记录百戏、传承非遗”的文化概念与茶叶产品巧妙结合，赋予产品独特的收藏与叙事价值。我们认为，公司通过“文化赋能、内容加速、绿色升级”一体化动作，或将在茶饮与食品广阔市场中持续积蓄动能。

图表 28：赋能茶叶品牌，展现深厚设计底蕴



资料来源：柏星龙创意公众号、柏星龙官网、华源证券研究所

2.2. 一体化服务能力+战略性布局AI,公司已累计为超3000客户提供专业服务

一体化服务能力是柏星龙的核心护城河与高毛利的基石。柏星龙公司以创意设计为核心业务驱动，为客户提供市场调研、品牌架构梳理及体系搭建、产品线梳理及产品内外包装设计、品牌推广建议及终端生动化等品牌策略规划与创意设计服务，助力客户快速推出符合市场需求的新产品或维持老产品的市场竞争力。品牌策略规划和创意设计是公司业务的起点，通过助力客户新产品开发与老产品的迭代升级，公司获得创意设计服务收入。凭借优秀的创意设计能力和突出的产品制造实力，公司进一步获得创意包装产品销售收入。公司并非单纯的包装生产商，而是以创意设计为核心，为客户提供“品牌策略规划、创意设计、技术研发、产品交付”四位一体专业化综合服务，因此享有更高的附加值与客户黏性。

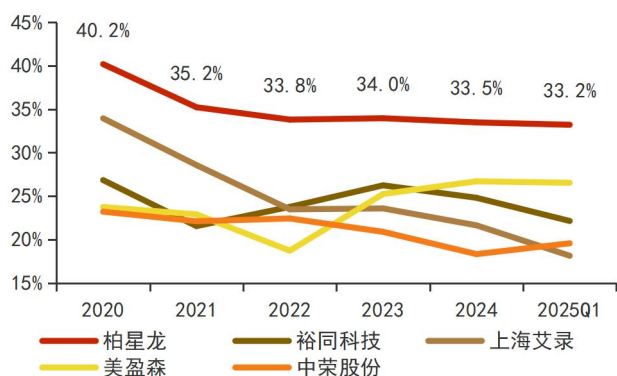
图表 29：柏星龙提供“一体化”综合服务，获得更高的附加价值



资料来源：柏星龙年报、华源证券研究所

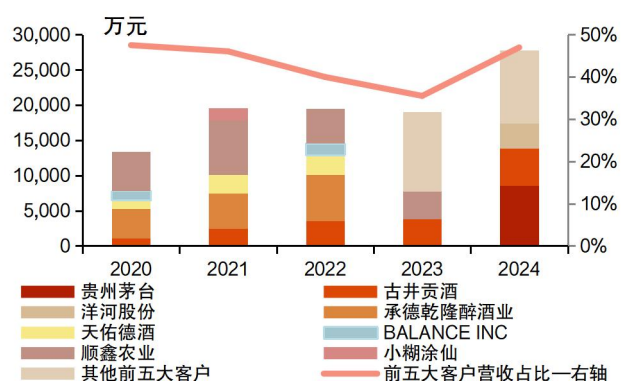
一体化综合服务的成果，体现为领先的毛利率与不断优化的头部客户结构。公司一体化服务带来的高附加值，体现在两个方面：第一，在过去五年中，公司的毛利率持续高于同业可比公司。第二，公司的头部客户结构在动态中持续优化，在维持与古井贡酒等核心客户长期合作的同时，与贵州茅台、洋河股份等行业头部客户的合作在 2024 年取得突破，贵州茅台、洋河股份销售额提升并首次进入了前五大客户名单。

图表 30：柏星龙长期毛利率持续高于同业公司



资料来源：wind、华源证券研究所

图表 31：头部客户结构持续优化



资料来源：wind、华源证券研究所

系统化的创新引擎，是公司创意能力领先的核心保障。公司的持续创新能力，并非依赖于少数设计师，而是建立在一套系统化的创新机制之上。该体系由创始人文化、数据库和工业化设计模式三大支柱构成。首先，创始人赵国义先生构建公司商业模式、创新经营模式，奠定了以创意为核心的企业文化。其次，公司建立了“市场需求库及创意素材库”，为设计团队提供源源不断的灵感和市场依据。最后，公司打造了一套“工业化设计模式”，实现了不依赖单一设计师完成作品输出，分工协作、批量设计，保障公司持续、稳定地为业界输出高品质的设计作品。正是这个系统化的创新引擎，驱动着旗下的“万象高端工作室”与“Best Attract”等专业团队，能够持续地产出获得国际大奖和客户认可的优秀作品，构筑了公司难以被复制的创意壁垒。

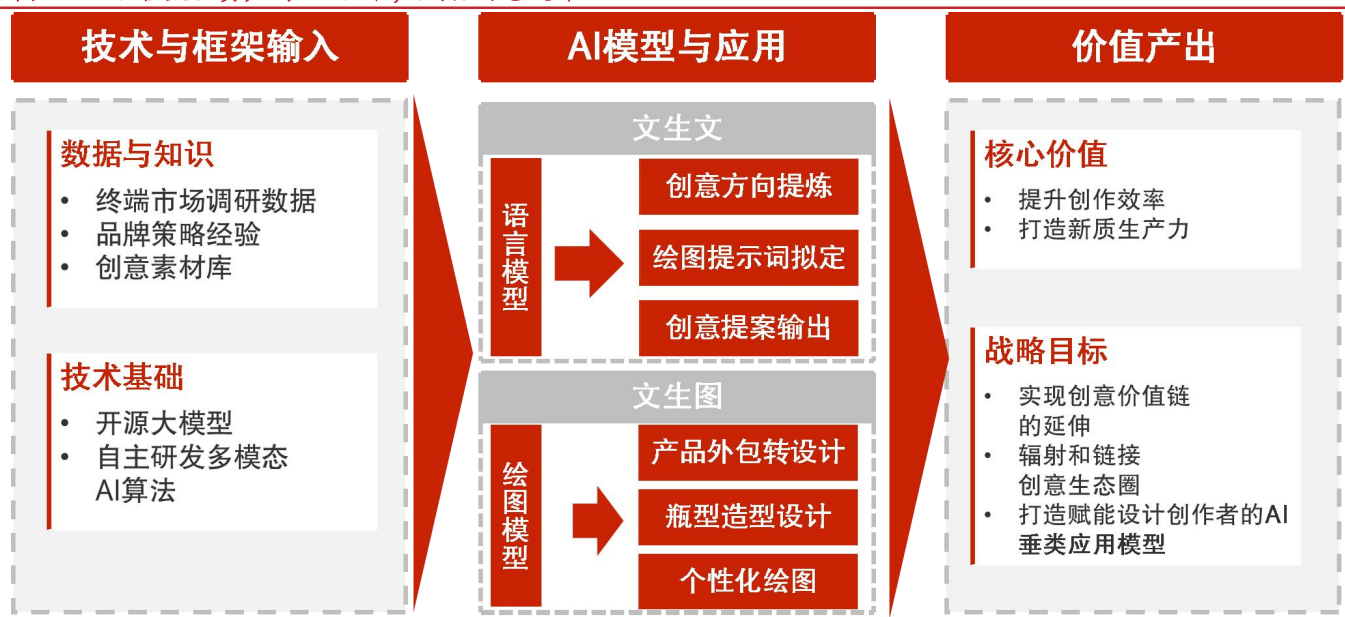
图表 32：柏星龙拥有一套独特的流程化创意管理模式（即工业化设计模式）



资料来源：柏星龙年报、柏星龙官网、华源证券研究所

公司布局 AI 以赋能创意设计，提高创作效率。根据柏星龙公司 2024 年年报，公司在创意设计软件运用中已实现基础的文生文、文生图功能，其中自主研发的多模态 AI 大模型算法已完成国家网信办的算法备案。在绘图模型方面，通过开源模型叠加公司优质素材开展微调训练，以及对创意设计软件的融合标签体系能力训练，验证了产品外包装、瓶型造型等创意产品的个性化绘图效果；在语言模型方面，公司通过数字员工建设，进一步提升了创意设计工作中对创意方向提炼、绘图提示词拟定、创意提案输出的创作效率。针对公司核心驱动的创意设计业务，公司期望打造多模态 AI 创意模型实现创意价值链的延伸，将公司沉淀多年的终端市场调研数据、品牌策略经验、创意素材库通过 AI 打造出公司特有的新质生产力，进而辐射和链接创意生态圈，打造出赋能于创意设计创作者的 AI 垂类应用模型。

图表 33：融合数据资产与 AI 技术，赋能创意设计



资料来源：柏星龙年报、华源证券研究所

公司前瞻性全国化布局，旨在深度绑定核心白酒产区的头部客户。根据公司 2024 年年报，除了以深圳为总部和创意中心外，公司拥有 5 大生产基地，分别为中心工厂惠州柏星龙、贴近客户服务的贵州柏星龙、山西贾家庄柏星龙、河北柏星龙、江苏柏星龙。同时，公司在美国设立子公司以拓展海外市场。此外，通过在深圳设立产业投资和文创产品公司，积极探索新业务模式。通过在核心白酒产区设立分支机构，公司能够快速响应客户需求，提供零距离的设计打样和生产配套服务；深度理解地域文化，为其打造更具地方特色的包装产品；降低沟通与物流成本，提升服务效率。这种模式增强了与核心客户的合作粘性，是公司能够持续获得头部酒企订单的重要保障，也为其未来在各大产区进一步拓展业务打下了坚实基础。

不断开发国际供应链，全面提高海外市场响应速度。根据公司公告，公司于 2025 年 3 月 18 日公告，通过深圳市柏星龙产业投资控股有限公司在新加坡设立了全资二级子公司，主要定位为公司境外投资的通道公司，并作为公司进一步开发新加坡周边国家区域市场的销售服务中心。公司于 2025 年 7 月 18 日公告，拟通过该新加坡全资二级子公司与越南鸿彩科技有限责任公司在越南北宁省共同设立合资三级子公司（公司持股 51.00%）。合资公司将在越南建立创意包装生产基地，满足和提升公司海外业务的产品生产交付能力，并充分发挥区域

资源和双方专业优势，进一步拓展国际市场业务，为公司全球化战略实施提供有力支撑。公司于 2025 年 7 月 22 日公告，通过子公司深圳市柏星龙产业投资控股有限公司在中国香港设立全资二级子公司，定位为公司境外投资的通道公司，并作为公司开拓国际区域市场的销售服务中心。同时，公司通过中国香港二级子公司在意大利米兰设立全资三级子公司，该子公司将作为公司欧洲区域业务运营中心，并利用中国香港、米兰的区位优势提升公司品牌国际认知度。

图表 34：柏星龙实现全国化与国际化布局



资料来源：柏星龙创意微信公众号、华源证券研究所

3. 思考三：公司在文创潮玩行业做了哪些布局？

3.1. 2024 年全国规上文化企业营收增至 14.15 万亿元，文创潮玩浪潮正当时

➤ 文创产品

文创产品是指以文化和创意为核心，结合艺术、科技等元素的商品或服务。根据 Mob 研究院，文创产品通常依托文化资源，兼具独特性、艺术性、实用性和市场价值，涵盖设计、制造、营销等各个环节，能够传递和表达某种文化价值观念、历史记忆、审美理念等内涵。

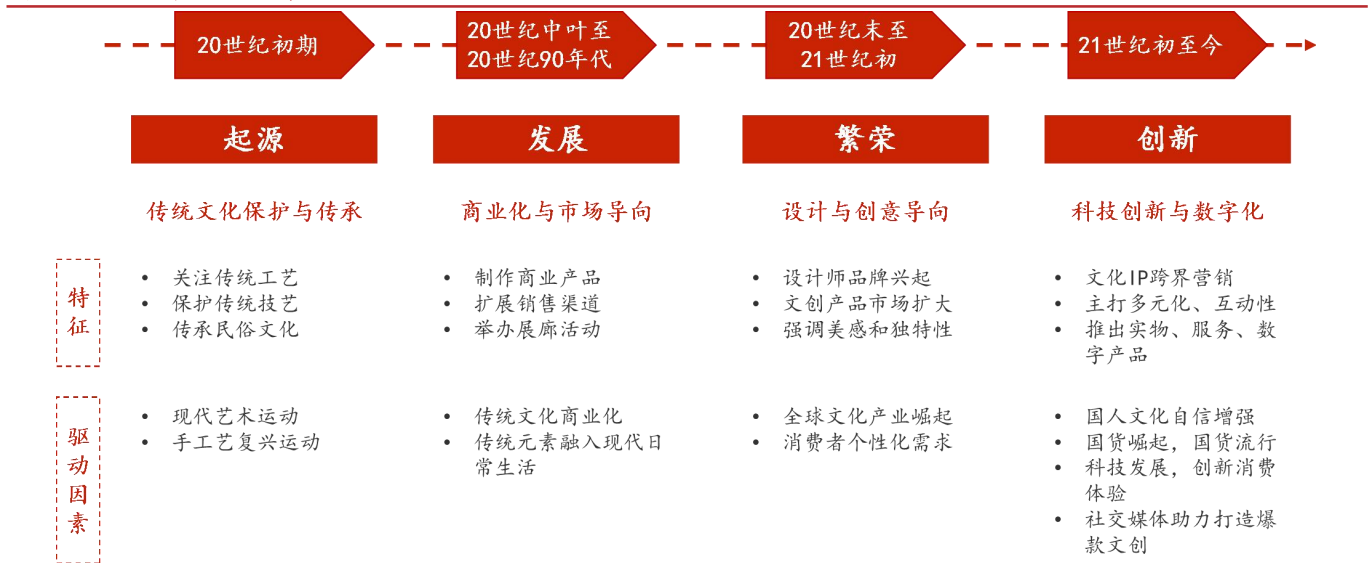
图表 35：常见文创产品分类方式

常见文创产品分类方式				
按内容分类	按形态分类	按用途分类	按市场定位分类	按产业领域分类
• 传统文化类 非遗工艺品、传统画作、传统音乐 • 现代文化类 电影、音乐、游戏、动漫 • 地域文化类 民俗文化、地方特色产品	• 实物产品 文具、首饰、服饰、家具 • 数字产品 电子书、电子游戏、虚拟现实产品、数字艺术作品 • 服务类产品 旅游体验、文化活动	• 装饰类 壁画、雕塑、花瓶 • 功能类 文具、家居、电子产品 • 教育类 文化教育产品、儿童玩具 • 礼品类 纪念品、定制礼品	• 大众消费类 实用性、价格合理 • 高端奢华类 高品质、高价值	• 旅游类 • 游戏类 • 影视类 • 教育类

资料来源：Mob 研究院、华源证券研究所

文创产品发展代际清晰，已迈入科技创新与数字化阶段。根据 Mob 研究院，文创产品的发展历程可划分为四个阶段：起源（传统文化保护与传承）、发展（商业化与市场导向）、繁荣（设计与创意导向）和创新（科技创新与数字化）。文创产品正在成为人们生活的一部分，其发展代际呈现出从保护传统文化到商业化、艺术化再到数字化的发展态势，直观反映了社会经济和技术发展的趋势和需求。在 21 世纪初至今的创新阶段，国人文化自信增强、国货崛起、科技发展以及社交媒体的助力成为其核心驱动因素。

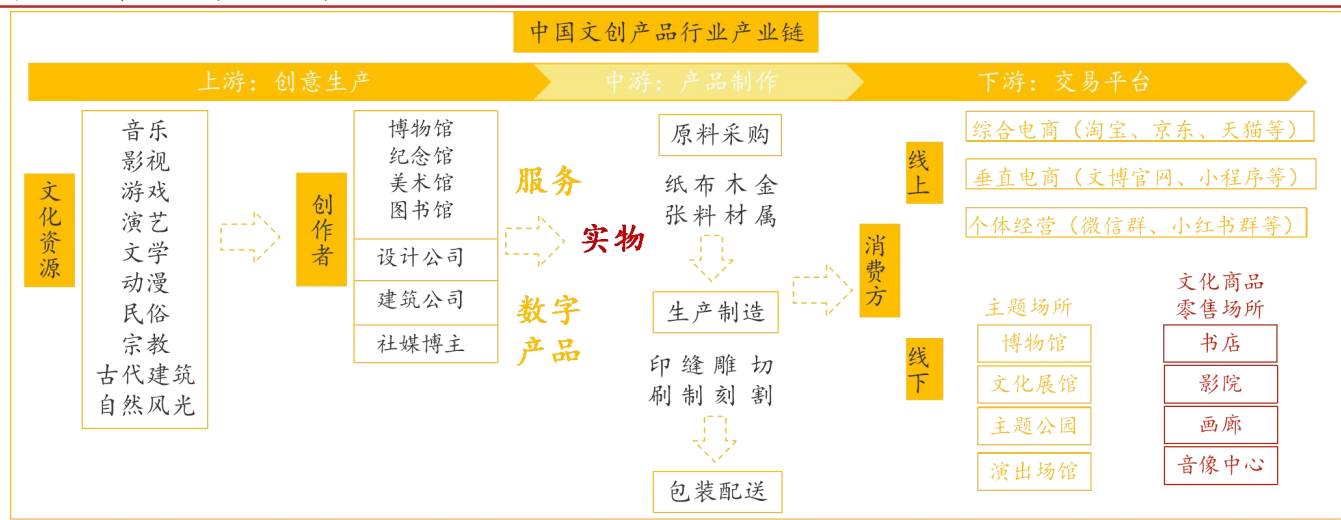
图表 36：文创产品的发展代际



资料来源：Mob 研究院、华源证券研究所

文创产业链条完整，中游的包装设计是连接创意的关键。根据 Mob 研究院，中国文创产品行业产业链清晰，上游为文化资源和创作者，中游为产品制作，下游为交易平台。文创产业链的上游是核心的文化资源，包括博物馆、美术馆等提供的文化素材，以及艺术家、设计师等创作者的智力成果。中游负责将上游的创意进行产品化，其中生产商负责实体制造，而包装设计公司则负责产品的视觉呈现和商品化。下游通过线上线下渠道触达最终消费者。在整个链条中，包装设计扮演了将无形的文化创意转化为有形商品的关键角色。

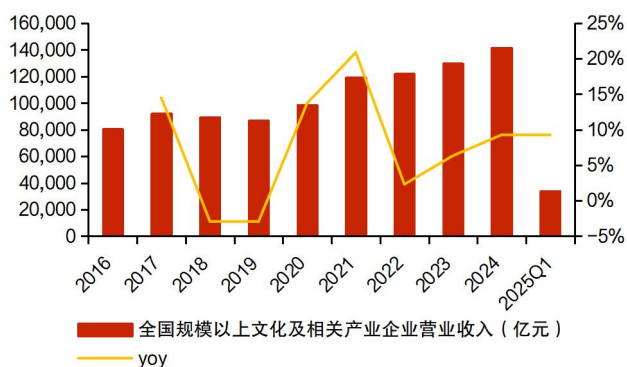
图表 37：中国文创产品行业产业链



资料来源：Mob 研究院、艾媒咨询、华源证券研究所

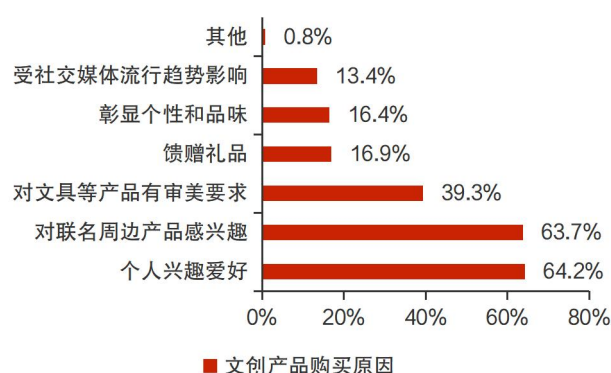
文化产业规模持续增长，消费由兴趣与情感价值驱动。根据国家统计局，全国规模以上文化企业的营业收入从 2019 年的 8.7 万亿元增至 2024 年的 14.15 万亿元，产业基本盘稳健。根据 Mob 研究院报告数据，在消费端，购买文创产品的两大首要原因是“个人兴趣爱好”（64.2%）和“对联名周边产品感兴趣”（63.7%）。文创产品消费主要由消费者兴趣驱动，而情绪和文化价值、设计感以及纪念意义是最能促进消费者购买的爽点。

图表 38：规上文化企业营收持续向好，产业基本盘稳固



资料来源：wind、国家统计局、华源证券研究所

图表 39：消费者购买文创产品主要受兴趣驱动

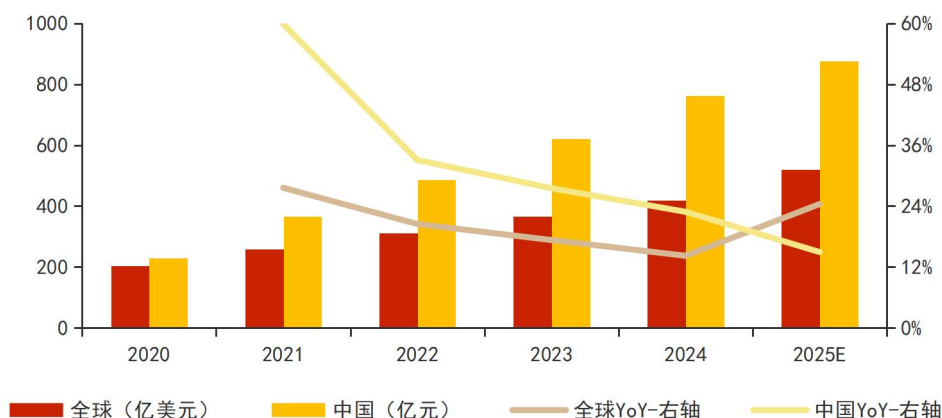


资料来源：Mob 研究院、华源证券研究所

➤ IP 衍生品和谷子经济

中国潮玩市场高速扩张，其增速显著领先全球。根据中商产业研究院报告，中国潮玩市场规模预计从 2020 年的 229 亿元增长至 2024 年的 763 亿元，四年间复合年增长率高达 35.11%。同期全球潮玩市场的复合年增长率约为 19.79%，中国市场的增速高于全球平均水平。

图表 40：中国潮玩市场规模增速高于全球

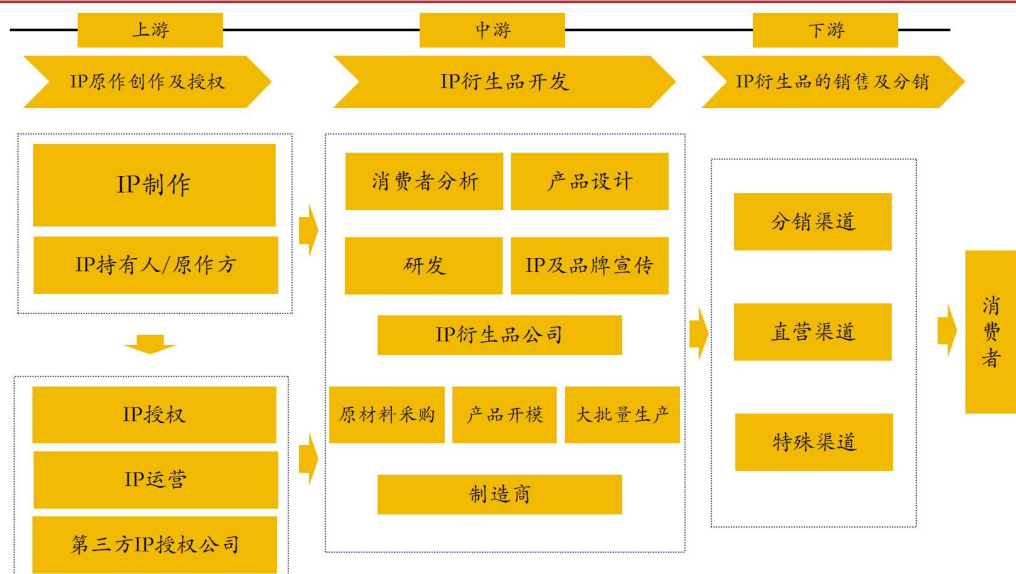


资料来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院、华源证券研究所

IP 是潮玩产业的价值核心。IP 衍生品是指基于漫画、小说、影视、动画、游戏、艺术家形象等娱乐作品中的角色、场景、故事情节而生产实物商品。IP 衍生品能够为粉丝带来更高的情绪价值，并进一步建立其与 IP 原作之间的联系，从而丰富人们的精神和娱乐生活。越来越多的消费者选择通过收藏相关产品来表达其对于 IP 原作的热爱。IP 衍生品的主要品类包括 IP 玩具、IP 服装及其他 IP 衍生品，如集换式卡牌、家居用品、日用品等，其中 IP 玩具是 IP 衍生品市场中较大的细分品类。

IP 衍生品行业已具备完整的产业链。根据乐自天成公司招股书，产业链包含上游、中游和下游主要市场活动，上游是 IP 原作的创作与授权，参与者为 IP 拥有人/原作方及第三方 IP 授权公司，他们凭借高辨识度、有深厚文化内涵和广泛粉丝基础的 IP，通过收取定额授权费或销售分成与 IP 衍生品公司合作；中游是 IP 衍生品的开发，参与者为 IP 衍生品公司和制造商，IP 衍生品公司负责设计符合粉丝喜好、能传达原作 IP 神韵的产品，还会与知名设计师和艺术家跨界合作，并不断提升研发、质量管控能力和消费者口碑以建立自身品牌，产品设计完成后由自有生产设施或第三方生产企业生产；下游是 IP 衍生品的销售及分销，通过分销渠道、直营渠道及博物馆、乐园等特殊渠道将产品销售给消费者。

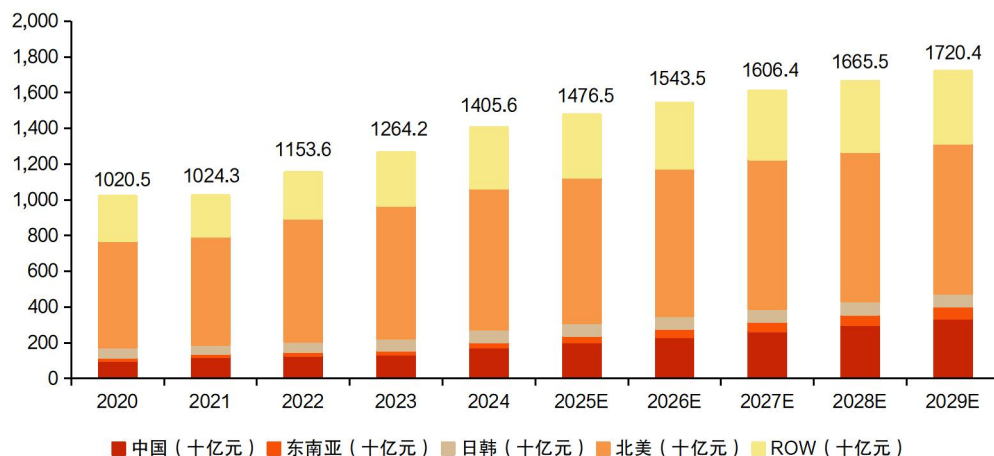
图表 41：IP 衍生品行业已形成完整产业链



资料来源：灼识咨询、乐自天成招股书、华源证券研究所

在文化娱乐产业蓬勃发展的带动下，IP 作品及 IP 衍生品的消费者群体不断扩大。根据乐自天成招股书，目前消费者需求日益多元化，带动 IP 衍生产品更加丰富，以 GMV 计，全球 IP 衍生品的市场规模从 2020 年的 10205 亿元增长至 2024 年 14056 亿元，2020 年至 2024 年期间的复合年增长率为 8.3%，并预计于 2029 年进一步增长至 17204 亿元，2024 年至 2029 年期间的复合年增长率为 4.1%。

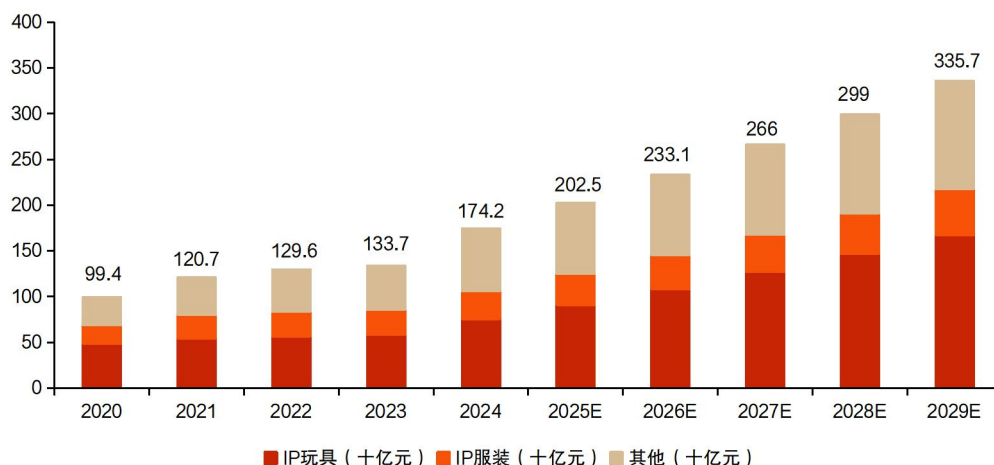
图表 42：全球 IP 衍生品行业规模不断扩大



资料来源：国际授权业协会、灼识咨询、乐自天成招股书、华源证券研究所

中国 IP 衍生品市场增长潜力较大。根据乐自天成招股书，中国国民可支配收入逐步提高，广受欢迎的新晋 IP 涌现，中国消费者对于 IP 衍生品的消费意愿上升。以 GMV 计算，中国 IP 衍生品的市场规模从 2020 年的人民币 994 亿元增长至 2024 年 1,742 亿元，复合年增长率为 15.1%，并预计将进一步在 2029 年达到人民币 3,357 亿元，2024 年至 2029 年期间的复合年增长率为 14.0%。

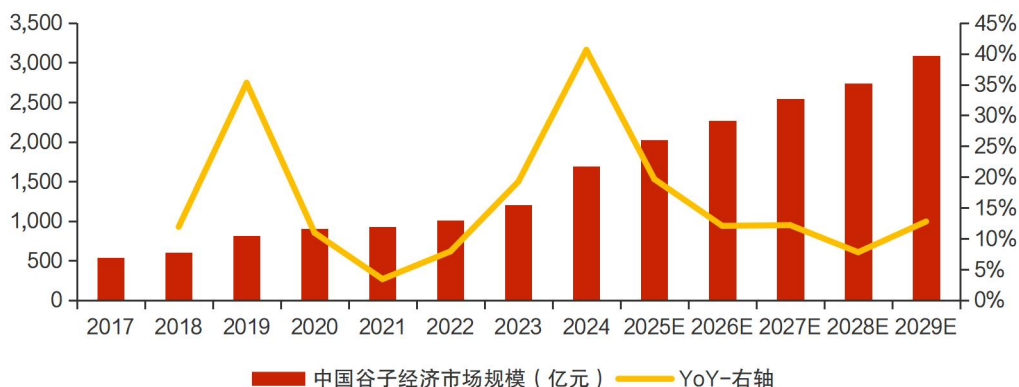
图表 43：2024 年中国 IP 衍生品市场规模已达 1742 亿元



资料来源：国家统计局、灼识咨询、乐自天成招股书、华源证券研究所

以“谷子”为代表的圈层经济展现强大的消费潜力，由核心粉丝情感驱动。根据艾媒咨询数据，中国谷子经济市场规模持续扩大，从 2017 年的 537 亿元稳步增长至 2024 年的 1689 亿元。随着泛二次元生态及周边衍生市场的发展，预计 2029 年整体市场规模有望达 3089 亿元。IP 的核心是能够吸引并沉淀流量的优质内容，通过多内容形态的共生，实现 IP 价值的放大与变现。而“谷子”的消费本质，是用户对 IP 角色情感的投射，这种消费模式决定了消费者对产品（包括包装）的细节还原度、设计创新性和品质感有更高的要求，愿意为满足其情感需求的产品支付更高溢价，从而驱动整个产业链向精品化、高附加值方向发展。

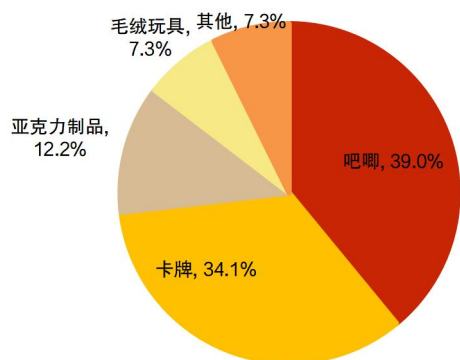
图表 44：2025-2029 年中国谷子经济市场规模预计复合增速为 11.2%



资料来源：艾媒咨询、华源证券研究所

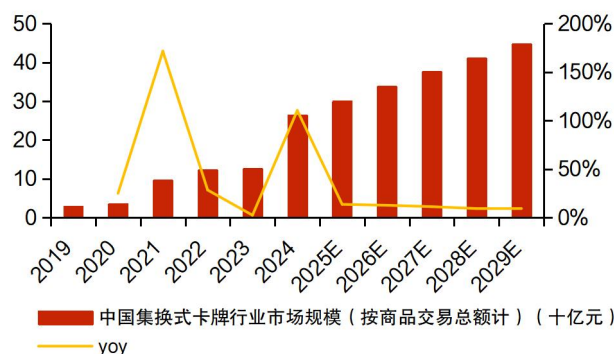
根据艺恩数据，吧唧及卡牌类产品占据谷子经济主导地位，作为核心品类合计贡献约 70%-80% 的市场份额。根据卡游招股书，按商品交易总额计，中国集换式卡牌行业的市场规模由 2019 年的 28 亿元大幅增加至 2024 年的 263 亿元，复合年增长率为 56.6%，预计 2029 年将达到 446 亿元，2024 年至 2029 年复合年增长率为 11.1%。集换式卡牌行业于 2023 年因公共卫生事件而受到暂时影响。日本和美国等发达国家的集换式卡牌行业已有多年的发展史，与此等国家的消费者相比，中国集换式卡牌方面的人均支出较低，行业具有较大增长潜质。

图表 45：吧唧和卡牌类产品为谷子的主要品类



资料来源：艺恩数据、华源证券研究所

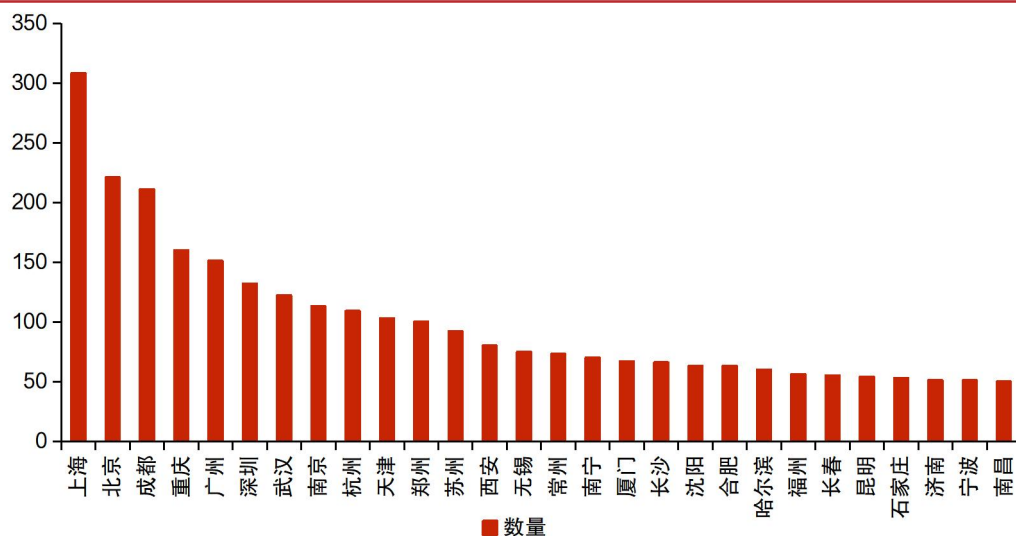
图表 46：2019-2024 年中国集换式卡牌市场规模 CAGR 为 56.6%



资料来源：灼识咨询、卡游招股书、华源证券研究所

当前谷子消费已形成线上线下融合的多元化渠道格局。线上以电商平台为主，线下涵盖专业谷子店、动漫展会、文创集合店及潮玩专卖店等多种形态。根据商启咨询，以上海百联 ZX 创趣场、北京嘻番里、成都天府红、武汉 X118 等为代表的主题商业综合体，通过构建二次元街区、IP 快闪空间及谷子专门店等新兴业态，形成强引流效应的消费聚集地，并带动周边零售网络扩展。各城市谷子线下零售终端店中，上海（308 家）、北京（221 家）、成都（211 家）三大城市领跑全国市场。

图表 47：上海谷子线下零售终端数量最多（单位：家）



资料来源：商启咨询、华源证券研究所 注：数据截至 2025 年 1 月

目前中国 IP 经济呈现多元化竞争格局。根据智研咨询、赢商大数据信息，泡泡玛特以潮玩零售+盲盒订阅制领跑，卡游、阅文好物依托国际/国潮 IP 矩阵构筑壁垒。此外，秋子谷子店、魔力玛特等主题店通过中古市场策略、锁盒机制创新突围；Goodslove、HEYZAKKA 黑扎卡则探索“餐饮+场景”、“三坑+二次元”跨界模式，行业正加速向技术赋能、出海布局、生态闭环方向进化。

图表 48：2024 年中国 IP 经济重点品牌情况

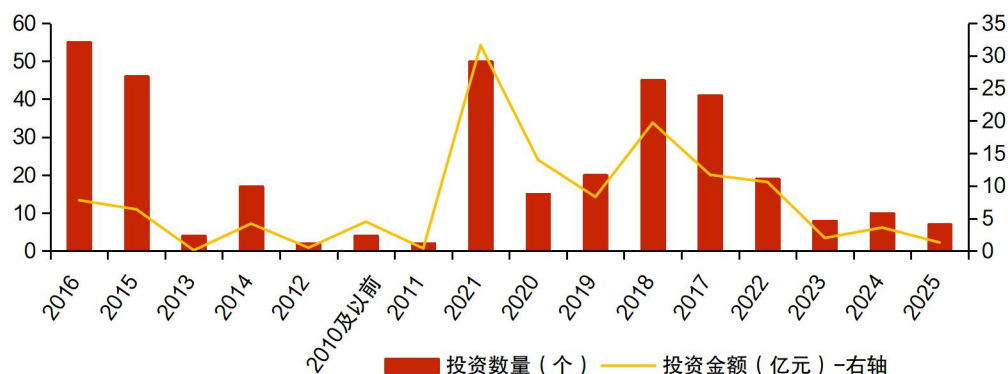
品牌名称	业态	创立时间	门店规模	核心 IP 特色
头号玩家	综合体验店	2018	50+家	全品类 ACG 衍生品
泡泡玛特	潮玩零售	2010	400+家	IP 孵化+盲盒营销
Goodslove	潮玩零售	2021	15 家	联名主题咖啡
卡游	卡牌专营	2003	20+家	游戏王+宝可梦正版卡牌
广博股份	文创转型	1992	30+专柜	文创转型+联名爆款
Cosmepro	特色服饰	2019	30+家	专注水制服，风格多元
熊之工作室	特色服饰	2014	9 家	软妹风+洛丽塔
Sanrio 三丽鸥	礼品玩具	1960	30+家	HelloKitty/美乐蒂
BERRY.Q 痛包社	箱包皮具	2019	4 家	专卖痛包，主打回忆杀
秋子谷子店 KYOKO	IP 主题店	2019	40+家	凭借“5 元起的中古谷子”出圈
次元无极	IP 主题店	2022	10+家	ACGN 全品类
独角星 COMIC	礼品玩具	2023	10+家	国产游戏 IP
HEYZAKKA 黑扎咔	IP 主题店	2024	30+家	三坑文化+二次元
气球暖暖星	IP 主题店	2016	10 家	徽章+色纸装饰方案
樱抢拾 GOODS	IP 主题店	2023	20+家	耽美向 IP
阅文好物	礼品玩具	2020	30+家	阅文集团旗下的 IP 衍生产品厂牌
歪瓜出品	礼品玩具	2014	3 家	创意周边
栗订	礼品玩具	2021	线上为主	主营国内广播剧衍生品
森罗万象	礼品玩具	2019	4 家	游戏王+宝可梦卡牌
魔力玛特	IP 主题店	2022	10+家	盲盒锁盒机制

资料来源：智研咨询、赢商大数据、华源证券研究所

➤ 资本市场潮玩和 IP 市场情况

从一级市场来看，根据 IT 桔子、娱乐资本论公众号数据，国内潮玩行业投融资事件的高峰发生在 2015-2018 年。泡泡玛特在 2016 年推出 Molly 第一代星座盲盒，为很多爱好者打开了新世界的大门。同一时期，文娱行业也高速发展，明星扎堆开潮牌店，“潮牌”、“潮玩”文化开始形成。52TOYS 母公司乐自天成的 A 轮融资，也发生在 2018 年。

图表 49：近年 IP 版权/设计与创意投融资事件减少



资料来源：IT 桔子、娱乐资本论公众号、华源证券研究所

根据娱乐资本论公众号、IT 桔子，从 2021 年的 C 轮融资到 2025 年的 C+轮融资，乐自天成以新增注册资本计算的估值均保持在 42 亿左右，2024 年乐自天成的营收为 6.3 亿元。而量子之歌以 2.35 亿人民币获取熠起文化 61%的股权，如果不考虑股份支付，对应估值为 3.9 亿人民币。

图表 50：2024-2025 年潮玩行业主要投融资事件

被投资方	主要业务	时间	轮次
杰森娱乐	IP 版权运营、影视及动漫内容投资、IP 衍生品设计开发生产销售等，集卡社母公司	2025 年 6 月	战略投资
乐自天成	52TOYS 母公司	2025 年 5 月	C+轮
寻物鲸	文创潮玩交易平台	2025 年 3 月	Pre-A 轮
熠起文化	Letsvan 始终专注于全球艺术家的 IP 孵化、运营、版权商业化以及潮玩文化的推广与销售	2025 年 3 月	并购
第二人生	潮玩 3D 打印解决方案提供商	2025 年 2 月	A 轮
元气玛特	手办潮玩电商平台	2025 年 1 月	C 轮
熠起文化	Letsvan 始终专注于全球艺术家的 IP 孵化、运营、版权商业化以及潮玩文化的推广与销售	2025 年 1 月	A 轮
Hitcard 潮玩卡	卡牌潮流文化品牌	2024 年 10 月	战略投资
昱家良品	动漫影视 IP 授权高品质模型雕像设计与生产	2024 年 9 月	A 轮
Hitcard 潮玩卡	卡牌潮流文化品牌	2024 年 7 月	战略投资
潘多玛特	以自主研发的潮玩 IP 为核心，致力于搭建、设计、开发并销售一系列潮流商品	2024 年 3 月	天使轮
肆玖科技	家用 DIY 刻字机耗材与 DIY 机器品牌化出海	2024 年 2 月	A+轮

资料来源：IT 桔子、娱乐资本论公众号、华源证券研究所

我们选取国内外较知名的已上市和拟上市的潮玩和 IP 相关企业：泡泡玛特（港交所上市）、布鲁可（港交所上市）、卡游（拟港交所上市）、乐自天成（拟港交所上市），以及日本上市企业万代南宫梦、三丽鸥和寿屋的财务指标做比较，国内企业泡泡玛特、布鲁可和卡游 2022-2024 年营收复合增速超过 50%，增长迅速；日企三丽鸥 2022-2024 年营收复合增速也超过 30%，这四家公司毛利率水平较高，处于 50%-76%之间。

图表 51：国内外较知名潮玩和 IP 相关企业比较

公司	主要业务	2024 年营收/亿元	2022-2024 年营收 CAGR	2024 年(经调整)净利润/万元	2024 年毛利率/%	2024 年(经调整)净利率/%
泡泡玛特	公司建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。公司目前主要 IP 有 THE MONSTERS、MOLLY、SKULLPANDA 和 CRYBABY。	130.38	67.4%	340,316.20	66.79	26.10
布鲁可	公司是中国拼搭角色类玩具的领导者。公司通过 500 多个的专利布局，原创 IP 能力和与约 50 个知名 IP 的非独家合作关系，为消费者提供好而不贵的泛拼搭角色类玩具产品，主要有新世纪福音战士、初音未来、奥特曼、变形金刚、英雄无限及假面骑士等产品系列。	22.41	162.4%	58,458.80	52.60	26.09
卡游	公司是中国集换式卡牌领域的开拓者，同时引入人偶、集换式卡牌收藏册、徽章、贴纸和亚克力立牌等其他产品类别。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已与 43 个 IP 合作伙伴合作，公司主要有奥特曼、三国、火影忍者、小马宝莉等系列产品。	100.57	56.0%	446,610.00	67.27	44.41
乐自天成	公司是中国领先的 IP 玩具公司，截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有超过 100 个自有及授权 IP。公司主要有蜡笔小新、猫和老鼠、Nook、Sleep、Lilith 及 CiCiLu 等系列产品。	6.30	16.7%	3,201.30	39.92	5.08
万代南宫梦	成立于 2005 年，公司不仅负责家用游戏等的企划、开发、销售，同时负责玩具、卡牌、角色商品、生活用品等制造和销售，有高达、龙珠、海贼王、假面骑士等 IP。	601.74	12.0%	626,696.09	39.89	10.41

三 丽 鸥	成立于 1960 年，从事社交礼品、贺卡、书籍和视频软件的策划和版权管理业务，主题公园业务部门涉及主题公园运营以及音乐剧和其他演出的策划。主要角色有 Hello Kitty、美乐蒂、酷洛米、大耳狗、布丁狗、玉桂狗、大宝、巧克猫等。	70.23	41.3%	202,261.81	75.84	28.80
寿 屋	成立于 1953 年，主要业务是针对以人形玩具、模型、杂货为中心的兴趣类商品，展开企划、制作、销售、服务活动。主要有机甲少女、骨装机兵、星球大战、原神等作品角色为原型的产品。	7.94	7.0%	5,349.78	31.69	6.74

资料来源：wind、iFinD、各公司年报、华源证券研究所

注：万代南梦宫和三丽鸥表中 2024 年数据周期为 2024.4.1-2025.3.31，寿屋为 2023.7.1-2024.6.30；2022 年数据以此类推

3.2. 从 B 端赋能到 C 端创新，创立龙衍文创发展 IP 业务

公司文创板块正在逐步发展中。从客户类型来看，公司文创业务包含 B 端和 C 端两个方向。在 B 端文创方面，公司近年来已与多家消费品牌开展合作，打造出一批具有代表性的文创礼盒、礼品，B 端文创已成为推动公司业务增长的重要补充。基于 B 端文创的实践经验和供应链能力，公司于 2024 年设立龙衍文创，开始探索 C 端文创业务。目前 C 端文创仍处于起步阶段，公司已设立专门的研发与设计团队，聚焦年轻消费场景与潮玩机制，自主孵化面向 C 端的原创 IP，将通过小批量柔性生产与市场成熟渠道测试市场。**龙衍文创以“有趣治愈+IP 价值”为双驱动力，致力为 Z 世代消费者炼造有温度的创意潮玩，目前已陆续在微信小店、小红书商城等线上平台启动了面向 C 端的销售渠道。**

公司依托深厚的创意设计能力，与地方文旅合作打造文创 IP 产品。2024 年柏星龙与龙粤文化达成合作，公司深度挖掘文化 IP 的精神内核，以优秀的创意策略输出结合生动的数字化表达，共同赋能哈尔滨文创产业，助力打造智能化、体验化和沉浸化的全新时尚文创单品。公司有望赋能更多地方文旅，延续在冰雪经济与地方文旅项目中的成功经验，通过“文化故事梳理—IP 视觉体系—多形态文创产品—全域营销”，把地方品牌或消费品牌的核心符号升级为可运营的 IP，并利用既有的供应链和快速打样能力，快速落地盲盒、公仔、卡牌等衍生品，形成“文旅流量→文创产品→IP 资产”的闭环生态。

图表 52：哈尔滨文创冰箱贴案例



资料来源：柏星龙官方公众号、华源证券研究所

龙衍文创开发 AI 陪伴式潮玩，结合 AI 智能性与文创创意性。现代生活的加速节奏与无处不在的压力，使得人们的孤独情绪日益蔓延。在此背景下，AI 陪伴产品凭借其情感识别、多元交互等尖端科技，精准捕捉并满足了人类深层的情感渴求。龙衍文创推出了 AI 陪聊电子宠物手机挂件，采用了龙衍文创与寿屋风正共创的原创 IP “熊猫潘大” 形象。该 AI 宠物具备语音聊天、NFC 碰一碰社交、触感反馈及模拟真实宠物养成的成长系统等功能。并且，还开发了治愈系云朵陪伴式 AI 玩偶，让玩偶说话，拉满情绪价值。

图表 53：AI 智能手机挂件为 IP “熊猫潘大” 形象



资料来源：龙衍文创微信公众号、华源证券研究所

图表 54：陪伴式 AI 玩偶为云朵形状



资料来源：龙衍文创微信公众号、华源证券研究所

2024 年 9 月，龙衍文创与寿屋风正达成了“IP+文创”方向的独家战略合作。寿屋风正（深圳）是中日合资的中方控股企业，与日本上市公司寿屋株式会社携手，共同开拓中国市场。寿屋在 IP 全产业链运营方面拥有超过 70 年的深厚经验，此次合作以 C 端为核心，覆盖了从 IP 获取、运营、孵化到产品设计、生产及销售的全方位环节。未来，龙衍文创与寿屋风正或将展开深度交流与合作，用双方优势共同开拓 IP+文创的建立和产业运营，助力更多产品向高附加值的文化商品转型，并在地方文旅、景区、企业、联名商品等领域的业务场景落地，实现 IP 文创产业创新的价值转化。

图表 55：寿屋风正汇聚了强大的 IP 资源整合能力



资料来源：龙衍文创微信公众号、华源证券研究所

寿屋综合实力强大，原创与授权 IP 的双线并举。寿屋核心竞争力由四大支柱构成，分别是原创 IP 孵化：成功打造了“机甲少女 (Frame Arms Girl)”等自有 IP 系列；授权 IP 合作：

图表 56：寿屋从市场反馈到 IP 开发，形成一体化运营



龙衍文创积极开发原创潮玩 IP。公司与寿屋风正共创原创潮玩 IP 潘大，它是来自潘多多星球的机器熊猫，原本是潘多多星球上的高科技机器人，围绕此 IP，龙衍文创已设计出打工人、抽象、奥运场景等多个系列形象。此外，公司已规划在后续上线名为“独眼星球 Cyclopia”的 IP 系列产品。该 IP 由公司负责设计、生产及销售，标志着公司在 IP 产业链中的角色，正从被授权方，向深度参与 IP 设计、产品开发和市场运营等方向发展。

The image displays a series of 20 cartoon illustrations of a panda character, categorized into three distinct themes:

- 打工人类系 (Worker Series):** This series features the panda in various work-related outfits and tools. The top row shows the panda in a blue uniform with a headlamp, an orange uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, and a blue uniform with a headlamp. The bottom row shows the panda in a blue uniform with a headlamp, an orange uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, and a blue uniform with a headlamp.
- 抽象系列 (Abstract Series):** This series features the panda in various abstract poses and outfits. The top row shows the panda in a blue uniform with a headlamp, an orange uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, and a blue uniform with a headlamp. The bottom row shows the panda in a blue uniform with a headlamp, an orange uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, and a blue uniform with a headlamp.
- 奥运场景系列 (Olympic Venue Series):** This series features the panda in various Olympic-themed settings. The top row shows the panda in a blue uniform with a headlamp, an orange uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, and a blue uniform with a headlamp. The bottom row shows the panda in a blue uniform with a headlamp, an orange uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, a blue uniform with a headlamp, and a blue uniform with a headlamp.

第 31 页 / 共 36 页

龙衍文创在小红书商店已形成“经典授权 IP+自有 IP”的产品矩阵。公司正以小红书官方店铺面向 C 端消费者，积极布局其文创 IP 产品线。目前，店铺内已上架销售的产品，均为市场验证度较高、粉丝基础较大的 IP 系列，包括国产动画代表《时光代理人》，以及国际知名 IP 三丽鸥系列、宝可梦系列和迪士尼系列。通过运营全球知名 IP 产品，公司不仅能快速切入市场、获取稳定流量，且能借此向市场和消费者展示其优秀的创意设计和产品实现能力，为未来运营自有 IP 打下基础。

图表 58：在小红书商店售卖 IP 产品，开拓 C 端市场



资料来源：龙衍文创官方小红书号、华源证券研究所

柏星龙还拥有自有品牌 IP《柏叔聊品牌》。公司利用自有品牌 IP，总结柏星龙沉淀多年的品牌打造方法论，凭借丰富的经验和敏锐的洞察，不断输出柏星龙独家品牌观点，增强行业影响力。李东锋为品牌策略总监、深圳罗湖区精英人才、柏叔聊品牌制作人，拥有 17 年以上（7 年品牌战略咨询，4 年白酒营销咨询，3 年广告媒体咨询）品牌策略经验，服务过茅台、五粮液、郎酒、习酒、国台、钓鱼台、舍得、汾阳王、全兴等上百家企业，亲自服务 200 个品牌项目。

4. 盈利预测与评级

结合公司设计包装稳步增长以及对于文创和原创 IP 业务潜力的积极预期,我们假设如下:

(1) **包装产品**: 预计收入稳步增长, 假设 2025-2027 年营业收入同比 +10.5%/+12.0%/+15.0%, 测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 6.09/6.82/7.84 亿元;

(2) **设计业务**: 预计收入稳步增长, 假设 2025-2027 年营业收入同比 +10.0%/+15.0%/+18.0%, 测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.41/0.48/0.56 亿元;

(3) **文创业务**: 文创业务处于起步阶段, 预计收入快速增长, 假设 2026-2027 年营业收入同比+100%/+100%, 测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 200/400/800 万元。

图表 59: 柏星龙主营业务营收预测

	2025E	2026E	2027E
包装产品 (万元)	60,891.49	68,198.47	78,428.24
yoy	10.50%	12.00%	15.00%
设计业务 (万元)	4,142.34	4,763.69	5,621.15
yoy	10.00%	15.00%	18.00%
文创业务 (万元)	200.00	400.00	800.00
yoy		100.00%	100.00%

资料来源: 公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.47、0.57 和 0.69 亿元, 截至 8 月 28 日收盘价, 对应 PE 为 44、37、30 倍, 我们选取裕同科技、上海艾录、泡泡玛特、布鲁可作为可比公司。公司深耕创意包装十七年, 以设计包装业务为稳定基本盘, 同时切入文创赛道, 我们看好其积极孵化自有 IP+合作运营第三方成熟 IP 的能力, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 60: 柏星龙可比公司估值表 (截至 20250828)

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
裕同科技	002831.SZ	26.48	243.75	1.82	2.05	2.30	14.6	12.9	11.5
上海艾录	301062.SZ	8.56	37.00	0.17	0.20	0.25	51.0	42.1	33.9
泡泡玛特	9992.HK	296.07	3,976.05	7.18	10.35	13.48	41.2	28.6	22.0
布鲁可	0325.HK	94.55	235.67	3.63	5.31	7.15	26.0	17.8	13.2
均值							33.2	25.4	20.2
柏星龙	833075.BJ	32.2	20.87	0.72	0.88	1.06	44.4	36.5	30.3

资料来源: wind、华源证券研究所 注: 可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期, 泡泡玛特、布鲁可收盘价、总市值均调整为人民币计价, 对应汇率取 1 港元=0.9127 人民币; 柏星龙盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

下游需求波动风险：公司的主要客户集中在酒类、化妆品等消费行业，其景气度与宏观经济、居民可支配收入及消费偏好等因素密切相关。如果未来宏观经济出现较大波动，或下游白酒、化妆品等行业的消费需求出现疲软，可能会对公司的订单量和经营业绩产生不利影响。

客户集中度较高风险：根据公司历史财报数据，公司对前五大客户的销售收入占比较高，客户集中度处在较高水平。虽然这些头部客户多为行业头部企业，合作关系较为稳定，但如果未来个别核心客户的经营状况发生重大不利变化，或其采购策略发生调整，减少对公司的采购，将可能对公司的经营业绩稳定性带来一定风险。

原材料价格波动风险：公司生产所需的主要原材料包括特种纸、白卡纸、灰板纸等。这些原材料在公司生产成本中占比较高。如果未来纸张等大宗商品价格因市场供需关系、环保政策等因素出现大幅上涨，而公司无法及时、有效地将成本上涨的压力传导至下游客户，则公司的主营业务毛利率存在下滑的风险。

市场竞争加剧风险：公司所处的创意包装行业市场参与者众多，竞争较为激烈。虽然公司凭借一体化服务能力和创意设计优势在高端市场占据了有利地位，但如果未来市场竞争进一步加剧，例如出现激烈的价格竞争，或有新的竞争者进入高端领域，可能会对公司的市场份额、订单价格及盈利能力造成压力。

跨市场选择可比公司的风险：柏星龙为 A 股上市公司，可比公司中泡泡玛特、布鲁可为港股上市公司，两地市场会计披露准则、市场环境、监管政策存在差异，可能带来估值偏差。

市场空间测算偏差的风险：报告中的市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	184	174	182	195
应收票据及账款	127	142	158	172
预付账款	5	5	6	6
其他应收款	6	7	8	23
存货	38	43	49	55
其他流动资产	2	2	2	3
流动资产总计	362	373	405	454
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	257	251	259	262
在建工程	5	24	20	19
无形资产	14	13	12	11
长期待摊费用	2	0	1	1
其他非流动资产	17	17	18	20
非流动资产合计	296	305	310	314
资产总计	657	678	715	769
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	133	147	164	189
其他流动负债	67	68	78	95
流动负债合计	200	215	242	283
长期借款	41	33	25	17
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	44	36	29	20
负债合计	244	251	271	303
股本	65	65	65	65
资本公积	139	139	140	142
留存收益	203	216	233	253
归属母公司权益	406	420	437	459
少数股东权益	7	7	7	6
股东权益合计	414	427	444	465
负债和股东权益合计	657	678	715	769

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	41	43	52	63
折旧与摊销	25	31	33	37
财务费用	0	1	1	0
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	12	-7	4	4
其他经营现金流	16	5	5	5
经营性现金净流量	93	72	93	108
投资性现金净流量	-64	-40	-36	-37
筹资性现金净流量	-28	-42	-49	-58
现金流量净额	2	-10	8	13

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	592	656	738	853
营业成本	394	434	485	558
税金及附加	3	3	4	4
销售费用	52	58	65	77
管理费用	60	67	75	88
研发费用	22	24	27	31
财务费用	0	1	1	0
资产减值损失	-5	-5	-6	-6
信用减值损失	-14	-13	-13	-13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	1	0	1	2
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	5	5	5	5
营业利润	49	56	68	82
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	49	56	68	82
所得税	8	9	11	13
净利润	41	47	57	68
少数股东损益	0	0	0	-1
归属母公司股东净利润	41	47	57	69
EPS(元)	0.64	0.72	0.88	1.06

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	10.21%	10.77%	12.42%	15.60%
营业利润增长率	-6.84%	14.18%	21.37%	20.58%
归母净利润增长率	-10.53%	13.94%	21.60%	20.77%
经营现金流增长率	12.15%	-22.73%	30.14%	15.18%
盈利能力				
毛利率	33.47%	33.86%	34.24%	34.56%
净利率	6.92%	7.10%	7.68%	8.02%
ROE	10.14%	11.19%	13.06%	15.02%
ROA	6.27%	6.93%	7.99%	8.97%
估值倍数				
P/E	50.62	44.43	36.53	30.25
P/S	3.52	3.18	2.83	2.45
P/B	5.13	4.97	4.77	4.54
股息率	1.44%	1.60%	1.95%	2.35%
EV/EBITDA	23	23	20	17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。