

创源股份 (300703.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

跨境已扬帆，内销待花开

投资逻辑

公司文具出口代工起家，近年发力家庭运动健身跨境电商业务，于22年实际控制人转变为宁波国资委，并于2022-2024年完成为期三年共2.4亿元的利润对赌，23/24/25H1营收同比+3%/43%/20%，逐步走在从ToB转向ToC，从代工转向自主品牌（占比从20年15%提升到24年30%），从海外转向重点发力内销的道路上。

文教休闲基本盘企稳，供应链柔性支撑明确。该板块目前主要面向北美市场，23/24/25H1yoy分别0.57%/23.83%/3.15%，占比从20年的71%下降为25H1的56%；“宁波安徽双基地+越南产能”供应链为多品类、小批量、多批次订单形态提供柔性定制响应。后续来看，公司正在逐步发展PAPERAGE等自主品牌；产能端越南基地仍未满产；随着内销文创及IP业务的发展，毛利率有望进一步改善。运动健身品牌高速增长，官网转化+线下体验强化定价能力。子公司睿特菲成立于2014年，2024年营收增速接近140%，核心产品在亚马逊细分品类中排名靠前。公司当前重点发力官网直销渠道，2025年9月官网收入已超越亚马逊平台收入；4月首家美国线下体验店正式开业，逐步形成“多平台引流+线下体验+官网转化”的运营模式，有助于增强用户粘性与品牌定价权。

国内主要布局祈福、IP文创，处于初期阶段，期待后续突破。公司内销25H1占比仅1.7%，后续计划重点布局三大方向：一是祈福文创业务：旗下“锦福”品牌与五台山、北高峰第一财神庙合作文创已落地，目前积极与其他名寺接洽，该类产品凭借“传统文化认同+情绪价值”具备需求潜力；二是IP潮玩文创业务：已具备上游IP方（天络行）与下游渠道方（酷乐潮玩）资源积累，产品已进入500余家精品书店、潮玩连锁店及商超；三是AI玩具领域。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2025/2026/2027年公司实现营业收入22.8/27.6/34.0亿元，同比+17%/+21%/+23%；归母净利润分别为1.18/1.58/2.00亿元，同比增长10%/34%/27%，对应EPS为0.66/0.88/1.11元。考虑到公司有望依托宁波文旅投的股东资源，在IP开发、渠道整合与品牌推广方面获得一定的协同支持，推动国内市场拓展加速，叠加自有品牌与运动健身类产品的持续放量，公司整体增长动能相对明确。给予2026年36倍PE估值，对应目标价31.61元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

人民币汇率波动；海外市场政策与贸易环境变动；业务增长不及预期；原材料价格大幅波动的风险；行业竞争加剧。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.28元

目标价 (人民币)：31.61元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,359	1,939	2,275	2,762	3,401
营业收入增长率	3.04%	42.73%	17.28%	21.42%	23.13%
归母净利润(百万元)	77	108	118	158	200
归母净利润增长率	2.40%	40.65%	9.53%	33.91%	26.57%
摊薄每股收益(元)	0.425	0.598	0.655	0.878	1.111
每股经营性现金流净额	1.11	0.82	1.09	1.14	1.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.44%	12.15%	12.33%	15.02%	17.06%
P/E	26.42	23.85	36.93	27.57	21.79
P/B	2.49	2.90	4.55	4.14	3.72

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 从“制造代工”到“品牌与 IP”：一条新增长路径的布局	4
1.1 业务基石：以文具出口代工为传统基本盘	4
1.2 价值重估：有望成为逐步迈向品牌化与 IP 驱动的跨境消费品公司	5
2. 引擎拆解：增长从何而来？	8
2.1 基本盘：文教休闲稳健增长，供应链打造定制柔性能力	8
2.2 第二曲线：自主品牌 RITFIT 高增，市场拓展&私域体验为主要增长动力	10
2.3 第三曲线：祈福、IP 文创产品落地，期待后续内销突破	12
3 盈利预测与投资建议	15
3.1 盈利预测	15
3.2 投资建议	16
4 风险提示	16

图表目录

图表 1：文教休闲占比大，运动健身增长快	4
图表 2：运动健身板块同比高增（百万元）	4
图表 3：北美占公司总营收的 80%左右	5
图表 4：北美业务同比高增，内地增速回暖（百万元）	5
图表 5：公司的业务发展历程可根据公司经营重心和业务模式的演变分为三个阶段	6
图表 6：22 年后实控人变更为宁波国资委	6
图表 7：宁波国资委控股情况	6
图表 8：OBM 占比达 30%左右（亿元）	7
图表 9：OBM 同比高增（百万元）	7
图表 10：子公司睿特菲营业收入增速快（百万元）	7
图表 11：子公司睿特菲净利润增速快（百万元）	7
图表 12：公司渠道掌控力整体稳定	7
图表 13：中国“谷子经济”市场规模（亿元）	8
图表 14：创源旗下 TT 与“我是不白吃”合作	8
图表 15：文教休闲类产品是公司占比最高的业务	9
图表 16：硬皮行政笔记品类公司产品销量第一	10
图表 17：硬皮行政笔记亚马逊销量前五名（美元）	10
图表 18：公司文具类产品同比增速较快	10
图表 19：公司文教休闲类毛利率目前位于行业中等水平	10



图表 20: RitFit 主打龙门架/史密斯机产品.....	11
图表 21: RitFit 史密斯机亚马逊销售额排名前列.....	11
图表 22: RITFIT 官网同比高增 (万美元)	11
图表 23: 公司运动健身类业务毛利率高	11
图表 24: 品牌矩阵.....	12
图表 25: 线下体验店预约增强互动性	12
图表 26: “锦福”品牌已和五台山达成商业合作	13
图表 27: “锦福×五台山”联名新品发布	13
图表 28: 购买文创产品位于旅游购物偏好前列	13
图表 29: “体验文化”是重要的消费者旅游动机	13
图表 30: 宁波文旅旗下文化资源丰富	14
图表 31: 天络行正式获授敦煌博物馆 IP 授权总代理资格	14
图表 32: 创源股份上榜数字经济领域典型应用实践	14
图表 33: 公司收入预测拆分 (百万元)	15
图表 34: 可比公司估值对比	16



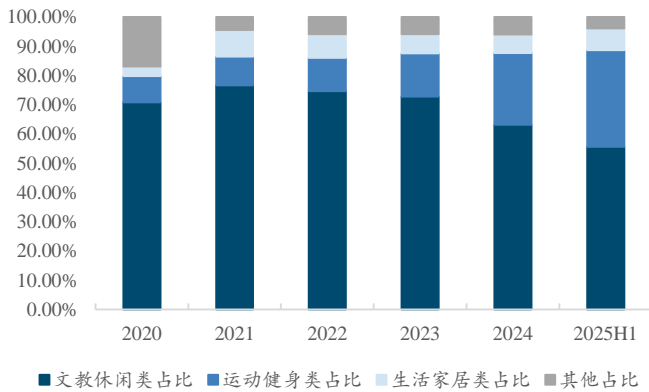
1. 从“制造代工”到“品牌与 IP”：一条新增长路径的布局

1.1 业务基石：以文具出口代工为传统基本盘

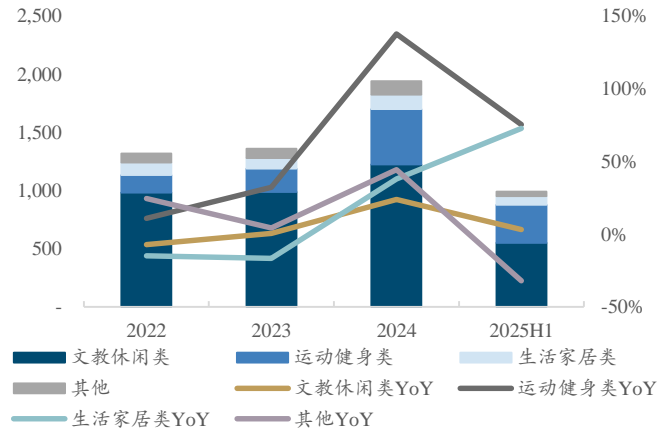
公司成立于 2001 年，初期产品及所涉行业范围仅为单一的纸制品类时尚文教、休闲文化用品，主要为 OEM 代工业务。2010 年，公司开始由 OEM 向 ODM 转型，2017 年创业板上市。经过多年拓展，公司目前主营三大业务（文教休闲/运动健身/生活家居），具备宁波/安徽/越南三大生产基地，睿特菲（专注于运动健身）、禾源（专注于生活家居）为主要子公司；

- 文教休闲（ToB）：定位“非标个性定制+敏捷迭代+柔性制造”，ODM/OEM 出口为主，核心客户为欧美品牌商/零售商，是公司重要的营收支柱和核心竞争力。2021-2025H1，文教休闲类收入分别实现 10.60/9.84/9.89/12.25/5.52 亿元，占总收入的 76.65%/74.61%/72.81%/63.17%/55.38%，同比分别+37.89%/-7.18%/+0.57%/+23.83%/+3.15%。
- 运动健身（ToC/跨境电商）：以睿特菲为平台，OBM 跨境电商为模式，亚马逊+官网销售额增长迅速，毛利率高，2021-2025H1，运动健身类产品收入分别实现 1.36/1.51/2.00/4.75/3.28 亿元，占总收入的 9.84%/11.46%/14.71%/24.51%/33.02%，同比增长 38.21%/10.98%/32.33%/137.72%/75.35%。截至目前，睿特菲以及运动健身类产品已成为公司业绩增长的主要驱动力之一。
- 生活家居（ToB/跨境电商探索）：子公司禾源纺织聚焦旗帜/家居用品，2021-2025H1，生活家居类产品收入分别实现 1.25/1.07/0.89/1.23/0.74 亿元，占总收入的 9.04%/8.08%/6.54%/6.32%/7.42%，同比分别 253.83%/-14.73%/-16.65%/37.90%/72.67%，整体占比不高，但公司着力推进生活家居特色业务，增强了整体产品布局的多元化。

图表1：文教休闲占比大，运动健身增长快



图表2：运动健身板块同比高增（百万元）



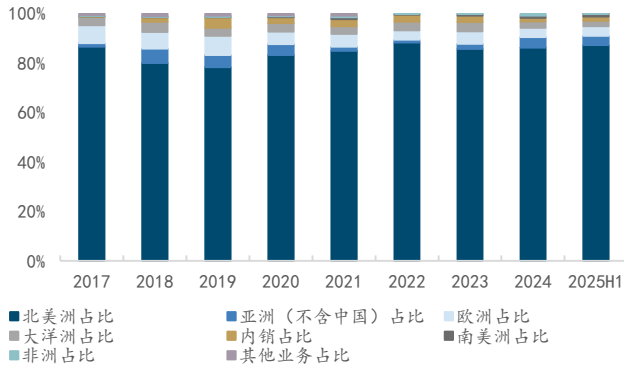
来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

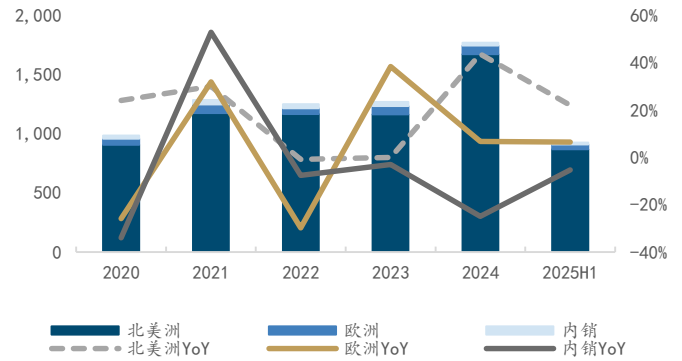
从区域角度看，北美市场是公司最主要的营收来源和业务增长支撑。2020-2025H1，公司在北美地区收入分别实现 9.04/11.74/11.64/11.63/16.70/8.68 亿元，占比分别达 83.19%/84.89%/88.24%/85.57%/86.11%/87.16%，同比分别+23.94%/+29.90%/-0.89%/-0.07%/+43.63%/+21.94%。



图表3: 北美占公司总营收的80%左右



图表4: 北美业务同比高增, 内地增速回暖 (百万元)



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

1.2 价值重估: 有望成为逐步迈向品牌化与 IP 驱动的跨境消费品公司

公司正通过“自有品牌建设+IP 内容孵化”的战略升级, 逐渐摆脱传统代工的低附加值路径依赖。其发展脉络清晰划分为三个阶段: 早期以 OEM 传统文具出口为主, 实现稳健的国际业务扩张, 依赖线下体验; 公共卫生事件期间依托柔性供应链调整产品结构, 发力符合大环境趋势的家用体育健身用品, 逐步抵御外部冲击; 当前则加速向 IP 驱动、发展内销的品牌化模式转型, 逐步获取品牌溢价与终端渠道控制力。

➤ 第一阶段: 稳定增长期 (2017-2019)

这一阶段为稳定增长期, 公司以出口文具和 ODM 业务为核心驱动力。凭借海外市场稳定的订单需求与成熟的供应链体系, 该阶段公司营收与利润率维持较高水平, 属于低风险、稳健增长的国际化扩张阶段。

➤ 第二阶段: 公共卫生事件冲击与修复 (2020-2022)

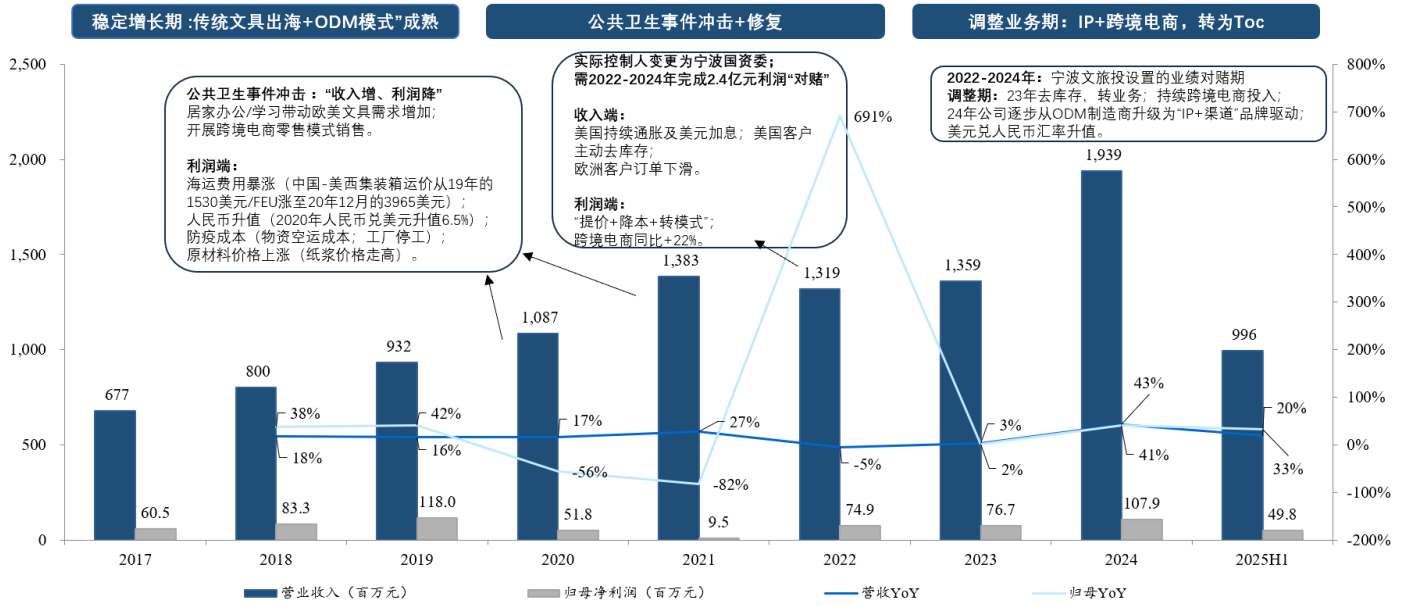
面临公共卫生事件带来的系统性冲击, 全球供应链受阻、运输与原材料成本攀升。尽管收入端仍实现增长, 利润端明显承压。公司迅速调整产品结构, 推动跨境电商与居家健身品类高增长, 传统文创产品也在疫后逐步复苏。22 年后公司实际控制人转变为宁波市国资委 (宁波文旅投), 为下一阶段成长蓄力。

➤ 第三阶段: 业务调整与转型 (2023 至今)

公司战略重心明确转向“IP 产品+跨境电商”, 逐步降低纯代工业务比重。通过自有品牌建设、AIGC 辅助的 IP 孵化与内容运营, 公司正从制造商升级为具备终端影响力的品牌商。这一转型有望构筑下一增长曲线, 提升盈利水平与市场天花板, 打开更广阔的成长空间。



图表5: 公司的业务发展历程可根据公司经营重心和业务模式的演变分为三个阶段

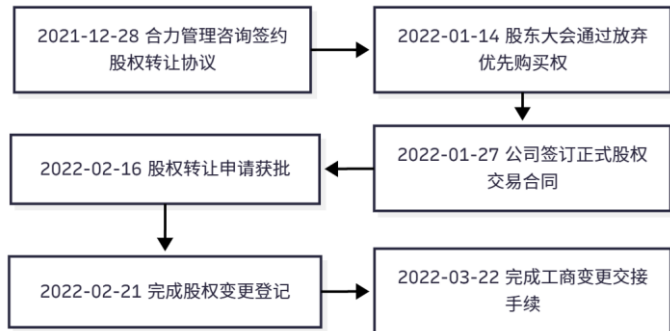


来源: iFind, 国金证券研究所

宁波市国资委目前为实控人, 文旅资源丰富。公司于2022年完成控制权变更, 其实际控制人由任召国先生变更为宁波市国资委。本次控制权转移通过股权协议转让方式实施, 并最终形成了“宁波市国资委—通商集团—宁波文旅会展集团—合力咨询—公司”的控制链条, 此次实控人变更是公司发展战略的一次关键调整。

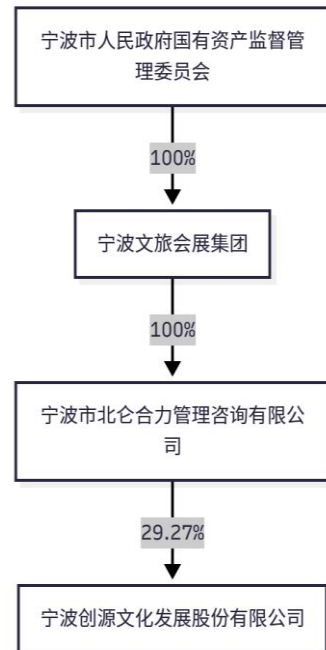
宁波文旅会展集团有限公司是宁波市人民政府直属的一级国有企业, 着力构建产业投资平台与金融资本平台“双平台”驱动, 文化、旅游、会展、体教、康养五大产业协同发展格局, 全力推动“文化+、旅游+、会展+、体育+”多产业多元化融合发展。

图表6: 22年后实控人变更为宁波国资委



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 宁波国资委控股情况



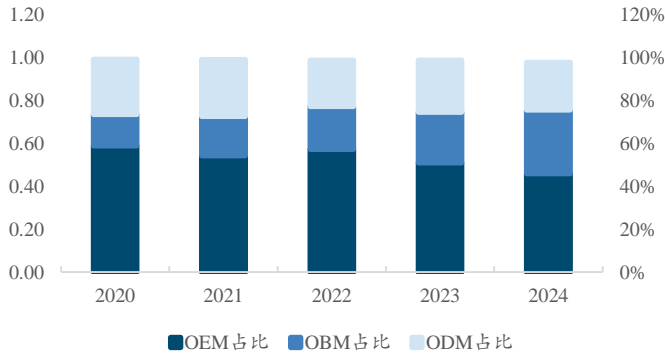
来源: 公司公告, 国金证券研究所



转变一：品牌化的转变

销售模式结构优化是公司价值提升的核心驱动。2024 年公司 OEM、ODM 与 OBM 业务收入占比分别约为 46%、22%和 30%，其中盈利弹性更优的 OBM 业务增速显著领先，占比持续扩大，反映出公司正从传统代工向高附加值品牌运营转型，持续改善整体盈利能力。

图表8: OBM 占比达 30%左右 (亿元)



图表9: OBM 同比高增 (百万元)

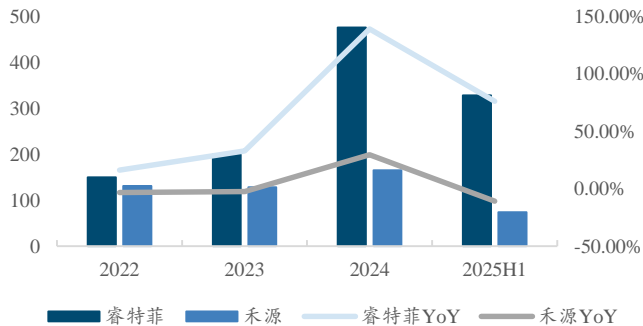


来源：公司公告，国金证券研究所

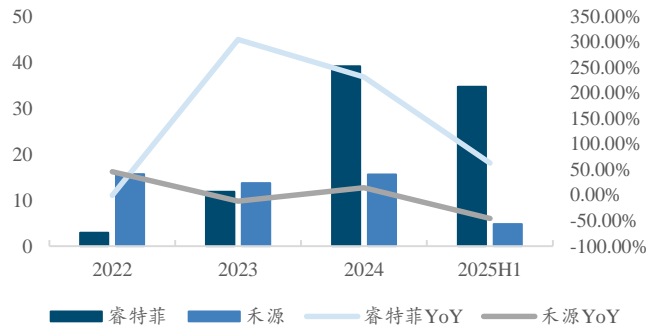
来源：公司公告，国金证券研究所

公司已成功验证从 0 到 1 的 DTC 品牌出海能力，旗下子公司睿特菲 (Ritfit) 在美国市场实现规模化运营。2025 年上半年跨境电商业务收入较上半年提升 59.03%，收入占比提升至 37.46%，表明公司在产品定义、成本控制、线上渠道运营及品牌建设方面已形成可复制的成功路径，其经验未来有望赋能国内 IP 业务拓展。

图表10: 子公司睿特菲营业收入增速快 (百万元)



图表11: 子公司睿特菲净利润增速快 (百万元)

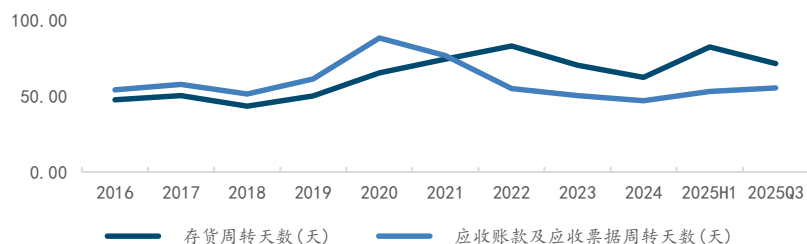


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司通过亚马逊与自有官网 Ritfit 直接触达终端消费者，转变传统的 B2B 外贸模式。该模式不仅带来品牌溢价，也使公司掌握一手用户数据与市场反馈，驱动业务逻辑从“制造端”向“品牌端”切换，打开长期成长空间。

图表12: 公司渠道掌控力整体稳定



来源：ifind，国金证券研究所



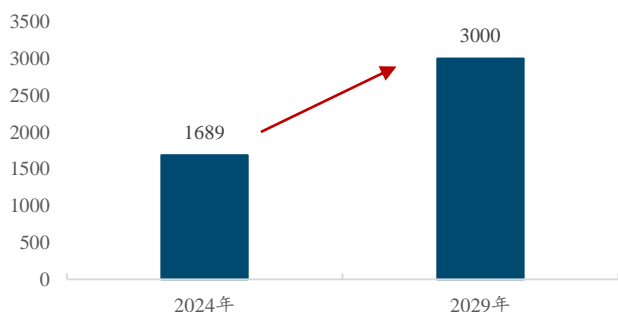
转变二：价值内核的转变

公司目前正在布局祈福、IP 文创等，内核转变为“创意驱动”而非“产能驱动”。公司的核心竞争力正从“柔性规模化生产”的硬实力，向“IP 运营与产品定义”的软实力延伸拓展。

柔性供应链与全球化产能是公司业务发展的坚实底座。公司已构建起“非标个性化定制+快速迭代开发+柔性制造交付”的复合型制造体系，通过宁波、安徽及越南三大生产基地的协同布局，不仅能高效响应小批量、多批次的差异化订单需求，更可利用越南产能有效规避贸易摩擦与关税风险，在不确定的国际环境中确保了供应链的稳定与成本竞争力。

在巩固其制造优势的基础上，公司通过“我是不白吃”IP、祈福文化等合作，借助大股东参股的天络行（拥有泰迪珍藏等 IP 资源），积极切入 IP 运营领域。这一战略转型旨在利用 IP 价值打开国内市场并提升产品附加值，从生产驱动迈向“制造+品牌”驱动的新成长阶段。

图表13：中国“谷子”经济¹市场规模（亿元）



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表14：创源旗下 TT 与“我是不白吃”合作



来源：公司公告，国金证券研究所

2.引擎拆解：增长从何而来？

公司以出口文具（ToB/ToC）+跨境电商（睿特菲，ToC）+国内文创（ToC）三条业务线实现内外联动。跨境电商（第二曲线）保持高景气与较高毛利率，2024 年跨境电商收入同比+81.22%，占比提升至约 29.7%；分产品看，运动健身类收入约 4.8 亿元、同比+138%，毛利率约 41.8%。睿特菲营收同比高增，自营官网占比快速提升，并在美国开出线下体验店，通过“官网+亚马逊+线下”多触点强化品牌心智与转化能力，保持增长韧性与现金流创造力。

同时，公司已经完成产品研究院的组织搭建，明确国内“IP+科技+文创”（第三曲线）方向，推进 IP 矩阵拓展与 AI 模块研发迭代（1.0 已出样，向 2.0 升级），并同步布局线上平台与 500+精品书店等线下渠道，为中长期品牌化与产品化打基础。

总体来看，公司有望以跨境电商现金流支撑国内品牌与研发投入；当国内品牌势能与消费者心智形成后，有望反哺海外业务的品牌背书与产品溢价能力，并通过全球渠道与产能网络实现规模化转化，形成增长闭环。

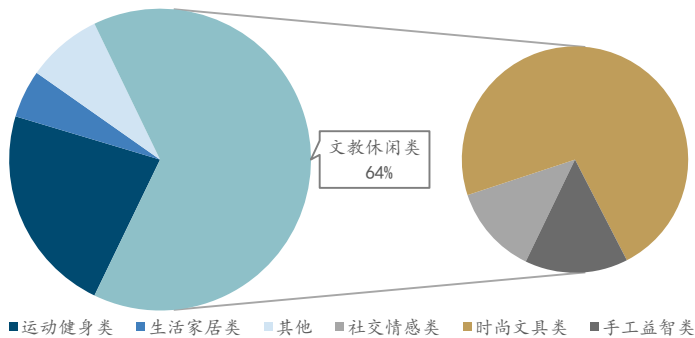
2.1 基本盘：文教休闲稳健增长，供应链打造定制柔性能力

公司以文教休闲类为主营业务，构建了宽阔且多元的产品矩阵，具体包括时尚文具类、社交情感类与手工益智类三大细分品类，形成了数量庞大的 SKU 池，既能满足 To B 大客户的定制化需求，也覆盖多样化零售/电商消费场景。2024 年，该板块收入占公司总收入 55.62%。

¹ “谷子”指以动漫、游戏、偶像等二次元文化 IP 衍生的周边商品，包括徽章、卡片、挂件、立牌等品类。



图表15: 文教休闲类产品是公司占比最高的业务



来源: iFind, 国金证券研究所, 注: 目前公司已经不再将文教休闲类的下属二级分类时尚文具类、手工益智类、社交情感类单独披露, 故本图及下述文字的相关内容采用 24H1 (最后一次以此口径披露) 数据。

时尚文具类: 是公司文教休闲板块的主营业务, 2024 年上半年占公司总营收 47%。该品类聚焦时尚、原创设计及办公/学习场景, 主打“高附加值、高颜值、高迭代”的全龄细分用户市场, 依托 PAPERAGE (海外)、the daily paper、恋屿等自有品牌, 布局北美、欧洲、日本等发达市场, 深耕出口 ODM/OEM 及自有品牌, 既满足 B 端客户定制需求, 也承接部分 C 端新兴消费。

B 端 ODM/OEM 上通过解决国际大客户个性化定制、短交期需求, 实现规模协同和稳定出货; C 端自有品牌在线上 (亚马逊、天猫、抖音等) 打造爆款单品, 利用社媒种草、达人开箱和文创联名, 持续吸引高粘性的年轻消费群体。

社交情感类: 主攻纸制品与礼赠品如贺卡、信封、邀请卡等, 着力于丰富社交场景和文化属性, 增强产品附加值。营销上依靠洞察各地文化节点 (如欧美圣诞、感恩、万圣等节庆), 精准开发主题设计和限量系列, 通过大客户 B 端定制 (礼品渠道)、电商礼品专区和社交网络传播, 实现情感共鸣与高复购。

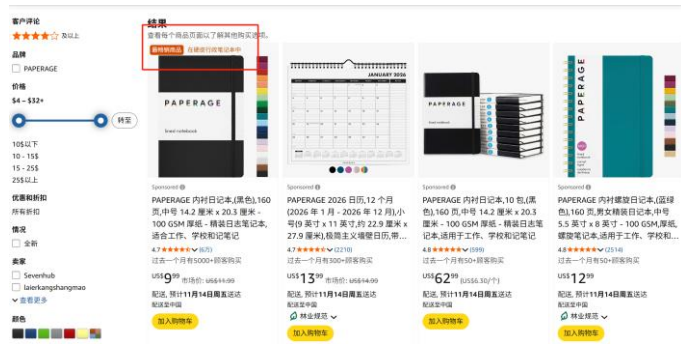
手工益智类: 覆盖贴纸、纸胶带、漏字板、书签等, 适合 DIY、手作与益智成长场景, 产品包括手工贴纸、拼图、剪贴册、益智文具等, 重点布局对创作和互动有需求的欧美、日韩、国内亲子和青少年市场。营销以“场景+兴趣”驱动, 积极参与国际大型玩具及文具展会, 进入学校、托育、兴趣班渠道渗透, 通过组合装、教育属性突出功能卖点。依托亚马逊、天猫国际、拼多多等电商渠道, 以及国内外内容型社交平台进行内容营销。

支撑这一传统业务长期稳健增长的是公司的供应链协同能力。公司已形成“国内双基地 (宁波、安徽) + 东南亚产能 (越南)”的协同供应链, 国内基地聚焦定制化开发、快速打样与柔性制造, 支撑大客户定制与 SKU 快迭代, 维持产品创意附加值与响应速度。越南生产基地自 2019 年投产后持续爬坡, 产能尚未饱和, 公司已在南部扩线并通过新加坡子公司完成北越新基地 ODI 备案。越南工厂后续会进行专线改造、机械化和智能化改造, 打造兼具效率、成本与柔性的全球化供应链体系, 使其基本盘业务在应对全球市场波动与差异化需求时, 具备了超越同业的强劲韧性与竞争优势。

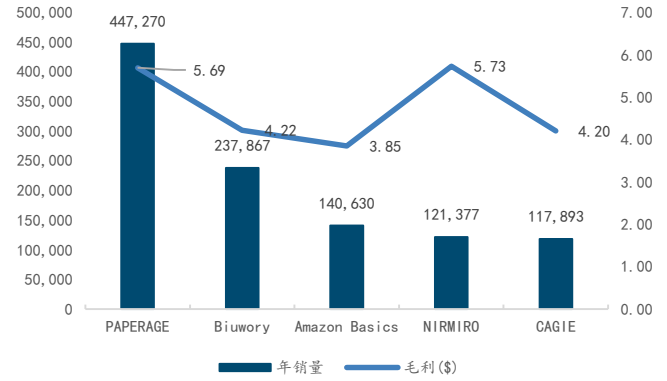
对于跨境业务来讲, 公司文教类产品已建立起领先的市场地位。公司旗下硬皮行政笔记销量位居亚马逊品类第一, 且 PAPERAGE 品牌同类产品年销量位于平台前五, 毛利持续处于行业高位, 其在海外市场具备一定的认可度与渠道竞争力。



图表16: 硬皮行政笔记品类公司产品销量第一



图表17: 硬皮行政笔记亚马逊销量前五名(美元)



来源: 亚马逊官网, 国金证券研究所

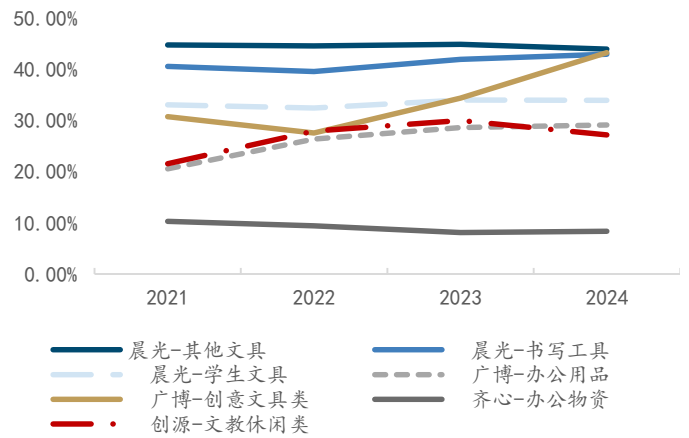
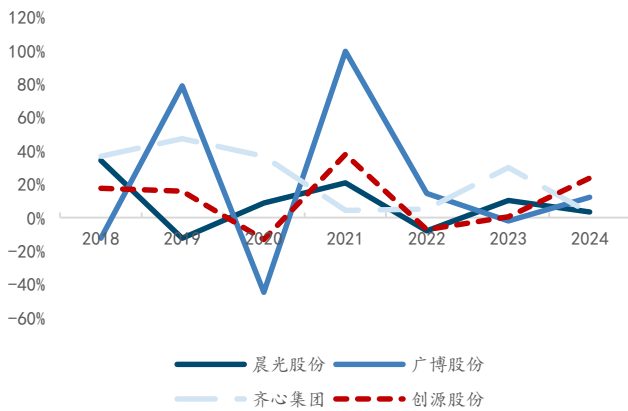
来源: Sorftime, 国金证券研究所

与国内文具同业相比, 公司文教休闲类产品毛利率具备显著提升空间。主要由于目前该类业务以欧美市场代工主导, 随着内销市场拓展和产品结构优化, 在供应链协同与成本控制加持下, 毛利率有望进一步攀升, 从而持续增强整体盈利能力和增长韧性。

2025 年公司正在重点拓展国内市场, 自有品牌 The Daily Paper 品牌影响力正在稳步提升, 公司将持续推动全球市场布局, 积极提升自主品牌知名度及市场份额。

图表18: 公司文具类产品同比增速较快

图表19: 公司文教休闲类毛利率目前位于行业中等水平



来源: iFind, 国金证券研究所, 注: 创源股份包含文教休闲类, 23 年及 23 年之前为社交情感类、时尚文具类、手工益智类加总; 晨光股份包含书写、学生、办公、其他文具类; 广博股份包含办公用品类; 齐心集团包含办公物资类。

来源: iFind, 国金证券研究所

2.2 第二曲线: 自主品牌RITFIT高增, 市场拓展&私域体验为主要增长动力

运动健身类业务目前已成为公司业绩增长的主要动力。该业务以子公司 Ritfit 为主体, 在过去三年间展现出最强的增长势头。2025 年上半年, 运动健身业务收入达 3.28 亿元, 同比高速增长 75.35%, 占比约 33%, 毛利率高达 43.37%, 显著高于其他业务分部。

该业务自营官网的显著增长, 验证了其品牌化运营与直接触达消费者 (DTC) 模式的巨大潜力。2024 年, Ritfit 美国市场总销售额达 6424 万美元。其中, 通过美国亚马逊平台的销售额为 4451.86 万美元, 同比增长 139.41%; 自营官网销售额达 1971.70 万美元, 增速高达 144.26%。该板块自 2014 年运作, 旗下多款产品在亚马逊同类产品销售中排名第一, 已经从单一卖健身器材的销售商已转型为客户打造家庭小型健身房的服务商, 在依托第三方平台流量红利的时候, 逐渐建立了高活跃度的品牌私域阵地, 为维持高毛利和品牌自主性奠定基础。25 年 5 月睿特菲启动 TikTok 运营, 现已跃居平台 Hardline 大类 TOP3 商家, 并登顶力量训练器械品类第一。



此外，睿特菲从 2022 年开始实施股权激励，大部分核心团队成员为股东。团队规模已接近 130 人，采用独立运营模式。

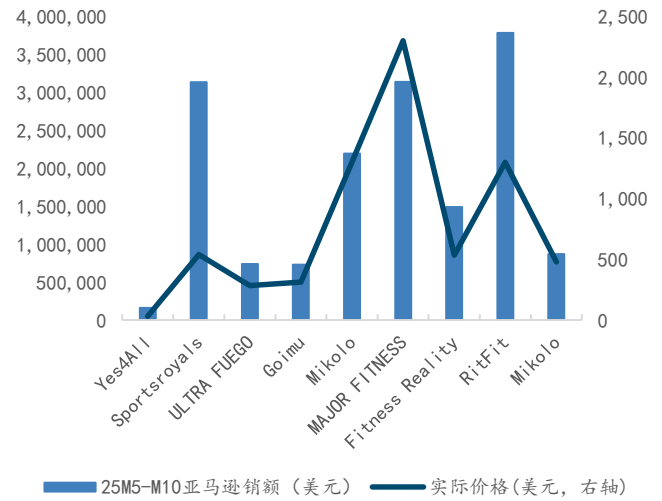
图表20: RitFit 主打龙门架/史密斯机产品

Shop our Must-Have Bestsellers

The gear everyone's talking about, perfect for any home gym.



图表21: RitFit 史密斯机亚马逊销售额排名前列



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：Sorftime，国金证券研究所

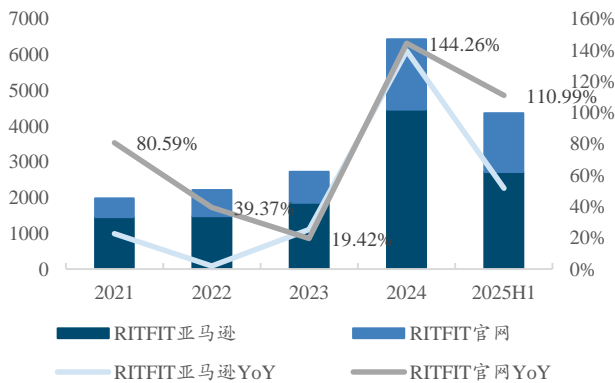
我们认为，该业务的未来增长点将围绕渠道的持续深化与市场拓展：

渠道深化方面，公司正通过“强化 DTC+布局线下体验”的组合策略，构建线上线下联动的全域营销生态。这一策略已初步显现：根据公司公告，2025 年单 9 月份睿特菲 (Ritfit) 自营官网收入已超越其在亚马逊平台收入，标志着其品牌直接触达用户的能力实现关键突破，在该领域的品牌效应与用户粘性显著提升。

线下体验店的落成也是策略实施的重要一环，其旨在通过场景化体验强化品牌认知并驱动销售转化。公司于 2025 年 4 月在美国大洛杉矶地区一个富裕、安全的郊区核心商业区，正式开设首家线下体验店。该选址交通便利、客流量大，精准定位注重生活品质的中产家庭客群。门店通过场景化产品陈列、实地体验结合网红视频直播等方式，建立品牌信任、丰富消费者互动，为线上渠道提供信任背书与流量反哺。

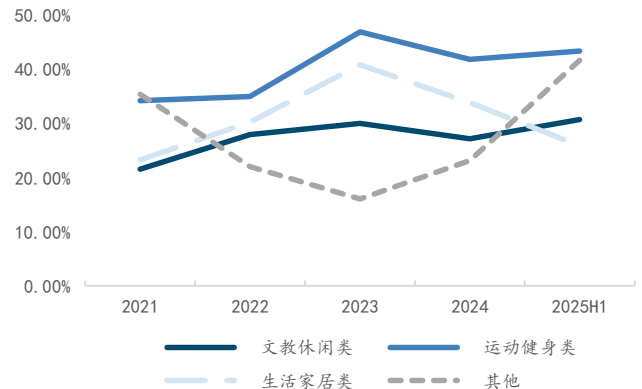
“线上 DTC 突破+线下体验深化”正形成协同闭环，共同提升品牌溢价与市场占有率。DTC 渠道的领先验证了品牌自主运营的潜力，而线下店则提供了不可替代的体验触点与本地化营销支点。两者互为补充，推动公司从纯线上渠道向立体化、沉浸式的全域营销网络升级，为持续获取高价值用户、巩固品牌地位并开拓新增量奠定了坚实基础。

图表22: RITFIT 官网同比高增 (万美元)



来源：公司公告，国金证券研究所

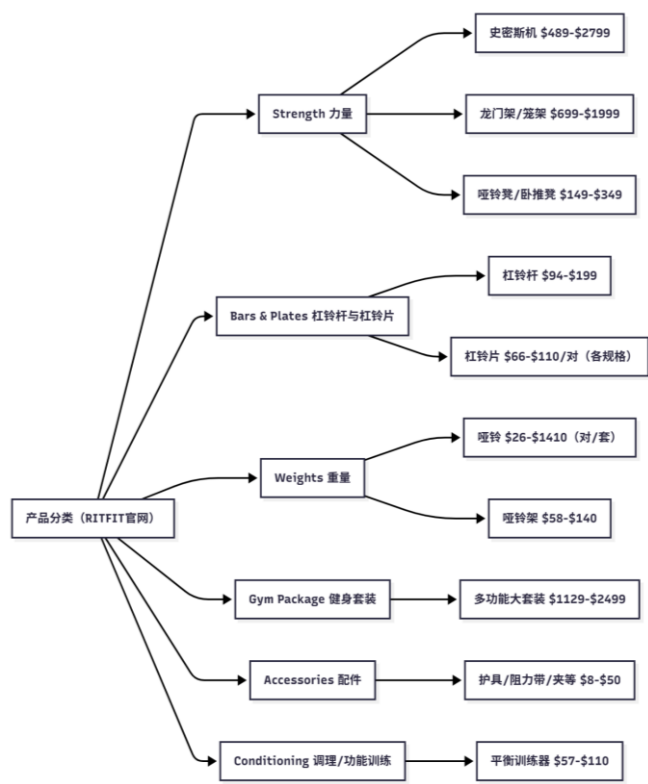
图表23: 公司运动健身类业务毛利率高



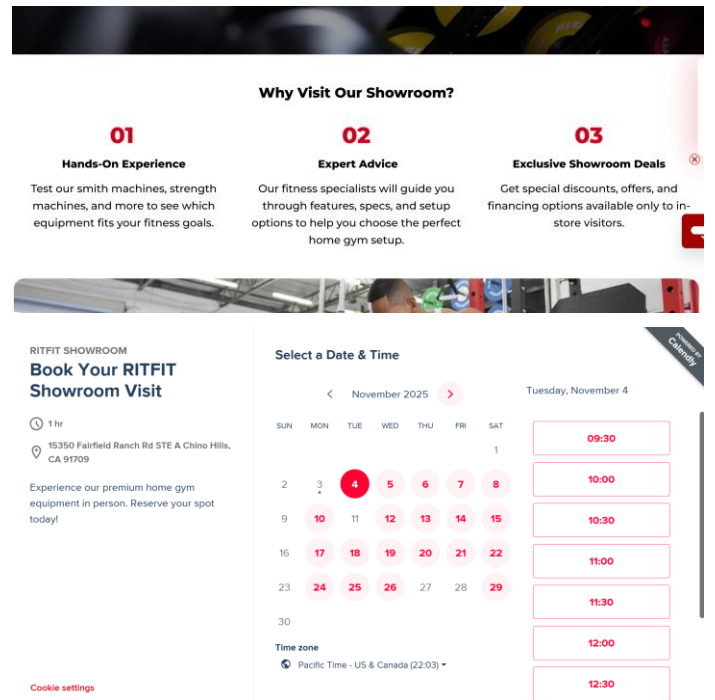
来源：公司公告，国金证券研究所，注：21-23 年的文教休闲类业务毛利率为社交情感类、时尚文具类、手工益智类业务加权



图表24: RITFIT 产品矩阵



图表25: 线下体验店预约增强互动性



来源: 公司官网, 国金证券研究所整理

来源: 公司官网, 国金证券研究所

市场拓展方面, 在持续精耕北美核心市场的基础上, 公司正系统性推进向欧洲、亚洲等国际市场的拓展。目前已成功开通德国亚马逊站点, 并计划全面启动欧洲市场销售。针对不同区域的消费者偏好与竞争环境, 公司预计采取产品与营销的本地化策略, 旨在精准捕捉全球家用健身市场持续增长的结构性的机遇, 以不断提升全球市场份额。

亚洲市场目前已取得初步验证, 展现出一定的拓展潜力。以日本市场为例, 睿特菲 (Rit fit) 2024 年营收较 2023 年实现翻倍增长, 这初步验证了其品牌与模式在北美以外市场的适应性。尽管目前收入基数相对较小, 但强劲的增长势头表明该区域有望成为未来重要的增长贡献点, 并为后续在其他市场的渗透提供了可参考的范本。

2.3 第三曲线: 祈福、IP 文创产品落地, 期待后续内销突破

公司国内业务 25H1 占比仅 1.7%, 期待内销有所突破。根据公司公告, 内销后续重点布局三大业务: IP 潮玩文创、祈福文创、AI 产品。公司于 2025 年初成立产品研究院, 汇集了平面设计、结构工程、AI 工程师等专业人才, 旨在加速孵化创新产品。公司研究院原本定位为集团整体服务, 现基于市场需求, 目前更多重心投向国内文创市场开拓, 研究院现有将近 40 人, 整体国内文创团队规模接近 100 人; 团队分工方面, 产品研究院包含各类设计、AI 相关人员, 品牌运营部门负责恋屿、the daily paper (TDP)、TIME TRACKE (TT)、锦福等 4 个品牌的同步运营。

1) 祈福文创业务:

祈福文创为公司内销当前优先投入的主赛道, 依托“名山景区+电商平台”的模式有望形成差异化与品牌势能, 实现产品化与销量转化。

公司推出祈福文创品牌“锦福”并与五台山、北高峰第一财神庙推出文创产品, 在京东平台首发; 其中“锦福×五台山”联名新品核心单品包括八大守护神手绳、灵运白塔旋转冰箱贴等, 形成“文化内核+场景化设计”的产品表达与渠道协同。

根据公司公告, 公司目前正在重点关注普陀山、灵隐寺等拥有深厚文化底蕴和影响力的名山景点, 并正努力寻求相关优质资源的合作机会。



图表26：“锦福”品牌已和五台山达成商业合作

图表27：“锦福X五台山”联名新品发布



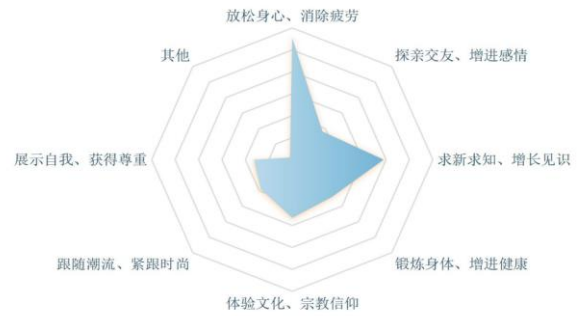
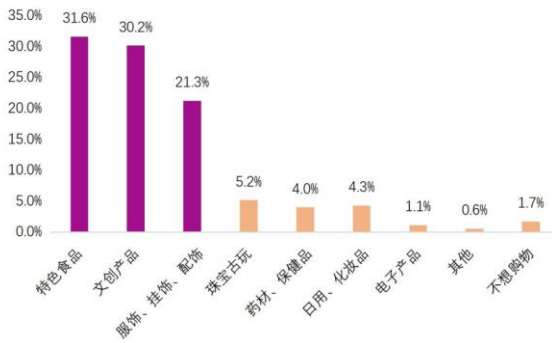
来源：京东官网，国金证券研究所

来源：锦福文创公众号，国金证券研究所

需求侧角度，祈福类产品在“传统文化认同+个性表达+情绪价值”驱动下具备高转化属性与复购潜力。女性消费与文旅场景高度共振，根据《她旅游：新时代女性旅游消费需求与行为特征研究》，81.4%的女性倾向购买目的地特色文创，主力客群集中在19-40岁一线/新一线/二线城市。

图表28：购买文创产品位于旅游购物偏好前列

图表29：“体验文化”是重要的消费者旅游动机



来源：《她旅游：新时代女性旅游消费需求与行为特征研究》，国金证券研究所

来源：《她旅游：新时代女性旅游消费需求与行为特征研究》，国金证券研究所

2) 潮玩文创业务

公司当前已完成 IP 首发与线下渠道铺设，具备持续迭代与放量的基础。

IP 资源方面，公司依托大股东宁波文旅集团的资源支持，有望整合优质文旅 IP 与渠道资源，为 IP 业务发展奠定坚实基础。该业务主要通过 2 个文创公司运营，宁波文创以线下渠道为主，杭州文创以线上渠道为主，打造公司 THE DAILY PAPER、恋屿等自主品牌，恋屿主要面向学生群体，the daily paper (TDP) 以都市时尚白领为主。

集团合作的天络行作为国内领先的 IP 授权商，汇集了众多国内外知名 IP，如泰迪珍藏、华纳兄弟探索旗下部分 IP、敦煌博物馆、秦始皇兵马俑与航天 CNSPACE 等。另外，公司较早即参股森雨文化、红隼互娱等内容企业，初步探索 IP 衍生开发路径。公司也曾投资过上海吾流文化，其出品的《陈情令》《山河令》系列衍生品销售额突破千万，验证了公司在 IP 商业化方向的判断与布局能力。尽管目前公司已不再持有吾流文化股权，但强化了公司对潮流 IP 产品开发与运营的理解，为后续 IP 业务拓展积累了宝贵经验。公司目前已公告拟作为合作方以自有资金 5000 万元参与设立“宁波黑蚁四号股权投资基金”。黑蚁资本在消费领域拥有深厚积累，本次合作有望依托其在新消费领域的洞察力把握投资窗口。

公司目前已成功落地多个具有市场影响力的 IP 联名项目，验证了其产品化能力。公司与知乎、敦煌博物馆分别推出“飞鸟集”知识文具及“敦煌文创”系列产品，将传统文化元素与现代设计语言相融合，实现文化价值向商业价值的转化。以 The Daily Paper 与敦煌联名的周计划礼盒为例，其终端零售价超过 120 元，展现出较强的溢价能力。公司以“TT”品

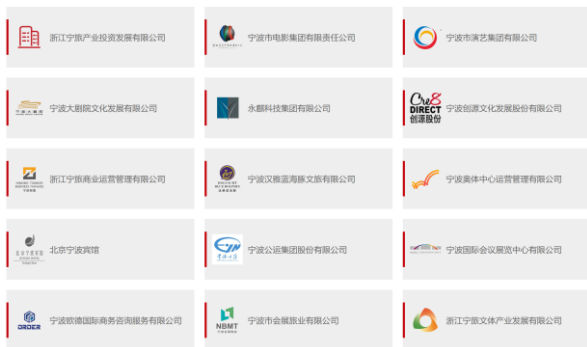


牌 2025 年 8 月与国民级动画 IP“我是不白吃”联名全球首发，依托其全网粉丝超 7,200 万、年播放量破 200 亿的影响力完成产品场景化落地，积累产品落地经验。

线下渠道方面，公司与酷乐潮玩等合作，已入驻的线下渠道包括五百多家精品书店、连锁潮玩店、连锁商超等，并且直接与潮玩店、精品书店等终端对接，未通过经销商销售。直面终端客户能更好获取消费者反馈，从而优化升级公司产品。

综上，公司凭借 IP 产品化与设计能力、股东资源等，已在 IP 衍生品领域建立起从内容到商品的闭环运营体系。未来通过持续孵化、投资或收购优质 IP，公司有望进一步强化产业链布局，提升在潮流文创市场的综合竞争力。

图表30：宁波文旅旗下文化资源丰富



图表31：天络行正式获授敦煌博物馆 IP 授权总代理资格



来源：宁波文旅集团官网，国金证券研究所

来源：天络行公众号，国金证券研究所

3) AI 玩具业务

AI 玩具业务尚在起步阶段。公司 AI 产品研发目前在推进中，AI 模块 1.0 版本已经完成，目前正在进行 2.0 版本的迭代升级。9 月 9 日，2025 年首批浙江省人工智能赋能制造业典型案例公布，公司凭借“AIGC 生图大模型技术推动文创产品设计研发实现海量创新”成功入选，成为宁波市唯一上榜的数字经济领域典型应用实践。公司从 2023 年开始启动 AIGC 平台项目，通过 AI 驱动的客户洞察构建动态客户画像，利用机器学习算法识别高价值潜在客户并预测需求偏好。在产品研发端，生成式 AI 可有效缩短创新开发周期，最终形成从精准获客到智能研发的闭环体系，推动企业向数据驱动的价值创造模式转型。

图表32：创源股份上榜数字经济领域典型应用实践

数字经济领域 (11个)			
1	杭州市	打造融合工业安全生产防护大模型的高效运维智能体，助力工业安全智能化转型	杭州宇泛智能科技股份有限公司
2	宁波市	AIGC生图大模型技术推动文创产品设计研发实现海量创新	宁波创源文化发展股份有限公司
3	湖州市	运用AI智能视觉设备实现电子元器件外观瑕疵检测智能化升级	湖州新江浩电子有限公司/深圳宇骏视觉智能科技有限公司
4	嘉兴市	应用人工智能技术推动晶圆传输实现超大规模智能调度	华芯(嘉兴)智能装备有限公司
5	嘉兴市	AI赋能电池片生产，实现硼扩制程工艺参数优化和均匀性提升	晶科能源(海宁)有限公司
6	嘉兴市	应用机器视觉深度学习技术推动编码器基圆调校与对位实现自动化工艺	浙江锐鹰传感技术股份有限公司
7	金华市	应用多模态AI检测技术推动锂电芯生产质检实现降本增效与质量升级	浙江锂电威能源科技有限公司

来源：公司公众号，国金证券研究所



3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

盈利预测主要围绕公司三大业务板块展开。我们预测公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 22.75/27.62/34.01 亿元，同比增长 17.3%/21.4%/23.1%。

从业务结构来看，分板块预测如下：

文教休闲类：作为公司的基本盘，出口文创业务预计稳健，25 年积极发力国内 IP 业务，对于整体结构升级、毛利提升，国内外协同有显著积极增量，我们预计 2025-2027 年收入分别为 13.48/15.50/18.60 亿元，同比增长 10%/15%/20%。盈利能力方面，25H1 该板块毛利率已回升至 30.71%，预计随着高毛利 IP 产品占比提升，2025-2027 年毛利率将稳定在 30%/31%/31%的水平。

运动健身类：此为当前业绩增长的核心引擎，表现远超其他板块。25H1 该业务收入同比大幅增长 75.4%至 3.28 亿元，营收占比已升至 32.9%，成为增长主驱动力。鉴于其强劲的放量趋势，我们预计 2025-2027 年收入分别为 7.75/10.46/13.60 亿元，同比增长 63%/35%/30%。毛利率方面，25H1 已体现优异水平，预计随着规模效应进一步释放，2025-2027 年毛利率将维持在 42%/43%/43%。

生活家居类：业务规模较小，预计增长稳健，IP 类产品的发展不知仅限于文具品类，多方位的布局预计小幅提高生活家居类产品毛利。我们预计 2025-2027 年收入分别为 1.35/1.48/1.63 亿元，同比增长 10%/10%/10%。该业务毛利率 25H1 为 25.87%，预计后续三年将保持在 26%/26%/26%。

公司在高增长的运动健身类业务/内销 IP 业务的驱动下，产品结构持续优化。我们预计 2025-2027 年公司综合毛利率分别为 35.30%/36.39%/36.48%，呈现稳步提升态势。

费用端：我们预计销售费用率 25-27 年分别为 13.6%/14.0%/14.3%，以支持自有品牌/IP 布局及国内拓展等战略性投入；管理费用率预计稳定在 9.9%；研发费用率 25-27 年分别为 2.7%/2.8%/2.8%，保障产品力的持续迭代。

综上，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.18/1.58/2.00 亿元，同比增长 9.5%/33.9%/26.6%，净利率分别为 5.2%/5.7%/5.9%。

图表33：公司收入预测拆分（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1318.67	1358.78	1939.39	2,274.61	2,761.75	3,400.67
YoY	-4.65%	3.04%	42.73%	17.28%	21.42%	23.13%
文教休闲类	983.81	989.42	1,225.20	1,347.72	1,549.88	1,859.85
YoY	-7.18%	0.57%	23.83%	10%	15%	20%
运动健身类	151.10	199.94	475.30	774.74	1,045.89	1,359.66
YoY	10.98%	32.33%	137.72%	63%	35%	30%
生活家居类	106.59	88.85	122.52	134.77	148.25	163.07
YoY	-14.73%	-16.65%	37.90%	10%	10%	10%
其他	61.76	64.01	99.33	101.32	103.34	105.41
yoy	25.83%	3.64%	55.18%	2%	2%	2%
其他业务	15.41	16.56	17.04	17.38	17.73	18.08
YoY	20.12%	7.48%	2.88%	2%	2%	2%
毛利率	28.94%	33.04%	31.26%	35.30%	36.39%	36.48%
其中：						
文教休闲类		30.0%	27.16%	30%	31%	31%
运动健身类	34.99%	46.92%	41.84%	42%	43%	43%
生活家居类	30.27%	40.82%	33.84%	26%	26%	26%
其他	22.03%	16.09%	23.16%	25%	25%	25%



其他业务收入	49.63%	69.00%	58.95%	59%	59%	59%
--------	--------	--------	--------	-----	-----	-----

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

3.2 投资建议

采用可比公司估值法，我们选取文具及办公用品行业中与公司主营业务相似的晨光股份、广博股份与齐心集团以及主营健身器材的英派斯作为可比公司。根据一致预期，上述公司2025-2027年平均PE分别为29/23/20倍。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.2/1.6/2.0亿元，按当前股价测算，对应PE分别为42/31/25倍。

考虑到公司有望依托宁波文旅投资资源，在IP开发、渠道拓展和品牌宣传方面获得一定支持，进一步拓展国内市场，另外在自有品牌、运动健身领域持续放量，总体增长动能充沛。我们给予公司2026年36倍P/E，对应目标价31.61元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值对比

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	总股本 (百万)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
					24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
603899.SH	晨光股份	12.0	3,113	257.2	14.0	14.0	15.5	17.3	18.4	18.3	16.6	14.9
002103.SZ	广博股份	9.9	869	52.9	1.5	1.9	2.4	3.0	34.8	28.3	22.0	17.8
002301.SZ	齐心集团	7.6	721	54.5	0.6	1.6	2.0	2.4	86.8	34.8	27.4	22.6
002899.SZ	英派斯	26.0	148	38.4	1.1	1.1	1.4	1.7	35.2	36.1	27.5	23.0
	平均值								43.8	29.4	23.4	19.6
	中位数								35.0	31.5	24.7	20.2
300703.SZ	创源股份	27.3	180	49.2	1.1	1.2	1.6	2.0	45.6	41.6	31.1	24.6

来源：iFind，国金证券研究所；股价基准日为2025年12月22日，晨光股份为国金证券研究所预测；广博股份、齐心集团、英派斯均采用ifind一致预期；归母净利润均为人民币

4 风险提示

人民币汇率波动风险：公司海外业务占比较高，若人民币对美元等主要结算货币出现大幅升值，可能直接侵蚀产品毛利率，并对以本币计价的汇兑损益产生负面影响，进而压缩净利润空间。

海外市场政策与贸易环境变动：欧美等主要出口市场若在文具、益智类产品的安全标准、环保认证或进口关税等方面提高门槛，可能增加公司合规与运营成本，影响订单交付与盈利能力。

业务增长不及预期：若公司主力产品线面临市场需求周期性回落、竞争加剧或渠道拓展不及预期等情况，可能导致整体收入增速放缓，影响盈利目标的实现。

原材料价格波动的风险：纸张、塑料等为主要产品成本构成，若大宗商品价格出现大幅上涨，将推高生产成本，若无法及时向下游传导，将对毛利率造成压力。

行业竞争持续加剧：①文教休闲类产品面临晨光股份等龙头企业的渠道与品牌竞争；②运动健身类/IP板块新玩家不断涌入，公司产品差异化与创新速度如不能持续保持，存在市场份额或毛利率被侵蚀的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,319	1,359	1,939	2,275	2,762	3,401
增长率		3.0%	42.7%	17.3%	21.4%	23.1%
主营业务成本	-937	-910	-1,333	-1,507	-1,793	-2,197
%销售收入	71.1%	67.0%	68.7%	66.3%	64.9%	64.6%
毛利	382	449	606	767	969	1,204
%销售收入	28.9%	33.0%	31.3%	33.7%	35.1%	35.4%
营业税金及附加	-13	-11	-12	-14	-19	-24
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
销售费用	-105	-144	-230	-309	-387	-486
%销售收入	8.0%	10.6%	11.8%	13.6%	14.0%	14.3%
管理费用	-131	-134	-166	-225	-273	-337
%销售收入	9.9%	9.9%	8.5%	9.9%	9.9%	9.9%
研发费用	-65	-68	-75	-61	-77	-95
%销售收入	4.9%	5.0%	3.9%	2.7%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	68	92	124	158	212	262
%销售收入	5.1%	6.8%	6.4%	7.0%	7.7%	7.7%
财务费用	24	15	30	-4	-5	-6
%销售收入	-1.8%	-1.1%	-1.5%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-12	-18	-18	-12	-16	-15
公允价值变动收益	4	-4	0	0	0	0
投资收益	-2	2	1	0	0	0
%税前利润	n.a	2.1%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%
营业利润	91	98	142	142	191	241
营业利润率	6.9%	7.2%	7.3%	6.3%	6.9%	7.1%
营业外收支	-1	2	1	0	0	0
税前利润	90	100	143	142	191	241
利润率	6.8%	7.4%	7.4%	6.3%	6.9%	7.1%
所得税	-9	-13	-13	-24	-32	-41
所得税率	10.0%	12.5%	9.1%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	81	88	130	118	158	200
少数股东损益	6	11	22	0	0	0
归属于母公司的净利润	75	77	108	118	158	200
净利率	5.7%	5.6%	5.6%	5.2%	5.7%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	81	88	130	118	158	200
少数股东损益	6	11	22	0	0	0
非现金支出	78	85	91	58	75	84
非经营收益	16	1	-31	11	12	14
营运资金变动	57	26	-42	10	-39	-50
经营活动现金净流	232	200	148	197	206	248
资本开支	-51	-68	-118	-115	-140	-123
投资	2	14	0	0	0	0
其他	1	3	2	0	0	0
投资活动现金净流	-48	-50	-117	-114	-140	-123
股权募资	1	2	0	0	0	0
债权募资	-42	11	128	6	82	124
其他	-15	-56	-61	-58	-76	-94
筹资活动现金净流	-57	-43	67	-52	7	30
现金净流量	138	115	126	31	73	155

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	322	421	561	587	656	809
应收款项	186	224	310	330	401	494
存货	173	182	278	277	316	379
其他流动资产	37	29	38	45	50	55
流动资产	718	856	1,187	1,240	1,424	1,738
%总资产	52.7%	57.4%	62.5%	61.4%	62.3%	65.5%
长期投资	72	108	121	124	126	131
固定资产	432	398	440	489	565	611
%总资产	31.8%	26.7%	23.2%	24.2%	24.7%	23.0%
无形资产	100	95	93	98	102	106
非流动资产	644	634	713	780	861	915
%总资产	47.3%	42.6%	37.5%	38.6%	37.7%	34.5%
资产总计	1,362	1,490	1,900	2,020	2,285	2,653
短期借款	199	138	327	207	239	313
应付款项	121	170	330	394	470	577
其他流动负债	68	71	83	67	82	101
流动负债	388	379	740	669	792	991
长期贷款	160	209	147	307	357	407
其他长期负债	18	46	60	21	18	16
负债	566	634	948	997	1,167	1,414
普通股股东权益	764	813	888	959	1,054	1,174
其中：股本	182	180	180	180	180	180
未分配利润	256	301	376	446	541	662
少数股东权益	32	43	64	64	64	64
负债股东权益合计	1,362	1,490	1,900	2,020	2,285	2,653

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.412	0.425	0.598	0.655	0.878	1.111
每股净资产	4.198	4.507	4.923	5.317	5.843	6.510
每股经营现金净流	1.274	1.106	0.821	1.094	1.143	1.377
每股股利	0.150	0.150	0.150	0.262	0.351	0.444
回报率						
净资产收益率	9.81%	9.44%	12.15%	12.33%	15.02%	17.06%
总资产收益率	5.50%	5.15%	5.68%	5.85%	6.93%	7.55%
投入资本收益率	5.26%	6.67%	7.82%	8.49%	10.20%	11.03%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.65%	3.04%	42.73%	17.28%	21.42%	23.13%
EBIT 增长率	119.65%	36.15%	33.94%	28.01%	33.94%	23.39%
净利润增长率	691.65%	2.40%	40.65%	9.53%	33.91%	26.57%
总资产增长率	-0.72%	9.41%	27.54%	6.32%	13.11%	16.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.6	50.9	47.5	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	83.8	71.2	63.0	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	46.1	48.3	48.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	117.6	96.8	64.2	72.1	65.5	57.0
偿债能力						
净负债/股东权益	4.01%	-8.70%	-9.08%	-7.10%	-5.35%	-7.19%
EBIT 利息保障倍数	-2.9	-6.1	-4.1	36.1	39.2	46.2
资产负债率	41.57%	42.55%	49.88%	49.35%	51.07%	53.31%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	s
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究