

创源文化 (300703.SZ)

天地人和，站在历史极佳成长窗口

前言：公司所处文化创意商品行业市场空间巨大，行业边界广阔，客户本身经营品类众多，创源公司亦具备较强新品研发及供应链整合能力，“老客户新品类”的扩张模式更易获得成效；同时公司现阶段财务空间大，账面可用现金充裕，可为公司扩张品类和市场提供资金和资源支持。我们将创源公司定义为“供给驱动需求”型商业个体，内生员工驱动力成为公司不断创造供给的动力来源，公司上市前后多次股权激励绑定上下员工核心利益，让我们相信，公司当下正处在历史性的最佳成长窗口期。

海阔凭鱼跃，市场广阔任驰骋。全球市场增长稳定，无惧疫情等不利因素扰动。全球爱好与文具市场规模与电商销售规模持续增长，在北美主要市场中，美国家庭对手工制作参与度高，投入时间和单月消费仍有增长空间。从历史经验和现实数据来看，行业整体受疫情冲击和经济下行影响较小。**海外市场稳定广阔，可为公司输送充足养分。**以 Michaels 为首的北美市场大客户品类丰富、业绩稳定。公司能从“老客户新品类”中谋求北美新的增长空间。其他海外市场发展成熟条件相似，北美扩张模式可迁移复用。疫情带来的全新消费趋势也为公司提供了多元发展的可能。

马壮金鞍促，财务充裕促扩张。公司账面上现金充足，草广粮多，具备可持续发展的财务基础。在不摊薄股东权益的情况下，账面现金 4.66 亿元，我们预计若全部投入生产运营，能为公司每年带来约 1.26 亿的净利润，公司拥有强大的造血能力。营业总收入逐年增长，主营业务毛利率稳中有升，净利率表现良好，盈利能力十分亮眼，经营表现领先同业。运营效率仍有提升潜力。现金流状况健康且良好，常年保持正向的经营性现金流，连续三年实现账面现金净增加，现金可带来的收益最大值的边界仍在外扩，为未来增长提供了坚实的保障。

根坚枝亦骄，激励充分聚人心。公司内部存在文化认同与激励政策的双轮驱动。员工归属感强，认同感高，员工主观能动性较强，加之研发投入大，研发能力强，既为高毛利提供了坚实支撑，也使其具备了新品类研发拓展能力，与供应链统筹能力共同构筑起了竞争壁垒，能落实“老客户新品类”的扩张策略。完善的信息系统架构能够支持非标产品标准化生产，实现快速交付。

广阔的市场，充裕的财务空间，以及多年积淀的产品研发及供应链整合能力，加之激励机制夯实内部奋发向上动力，我们认为公司有望在未来三年开启加速成长征程，预计公司 2020-2022 年总收入为 12.72/16.01/19.48 亿元，同期 EPS 为 0.77/1.00/1.26 元，当前股价对应 PE 为 15.9X/12.3X/9.8X，维持“买入”评级。考虑到公司 2021 年归母净利润 1.82 亿元，给予 27X 目标 PE，对应 50 亿元目标市值，给予目标价 27 元/股。

风险提示：海外疫情持续蔓延，新产品开发不及预期，需求恢复不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	800	932	1,272	1,601	1,948
增长率 yoy (%)	18.1	16.4	36.6	25.8	21.7
归母净利润 (百万元)	83	118	141	182	230
增长率 yoy (%)	37.6	41.7	19.1	29.7	26.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.46	0.65	0.77	1.00	1.26
净资产收益率 (%)	12.8	16.3	17.3	19.6	20.9
P/E (倍)	26.9	19.0	15.9	12.3	9.8
P/B (倍)	3.5	3.1	2.8	2.4	2.1

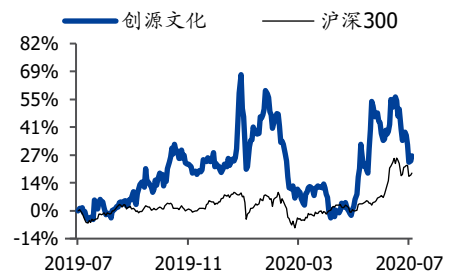
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	买入
最新收盘价	12.28
总市值(百万元)	2,241.24
总股本(百万股)	182.51
其中自由流通股(%)	56.05
30 日日均成交量(百万股)	4.90

股价走势



作者

分析师 严大林

执业证书编号: S0680519100001

邮箱: yandalin@gszq.com

研究助理 马远方

邮箱: mayuanfang@gszq.com

研究助理 黄莎

邮箱: huangsha@gszq.com

相关研究

- 1、《创源文化 (300703.SZ): 品类拓展持续进行，市场边界不断扩大》2020-07-28
- 2、《创源文化 (300703.SZ): 二季度收入同比大幅增长，利润环比大幅改善》2020-07-13
- 3、《创源文化 (300703.SZ): 锐意进取迈向新征程，控股股东增持彰显成长信心》2020-06-02



内容目录

一、海阔凭鱼跃：市场条件良好，成长空间充足.....	5
1.1 全球市场增长稳定，无惧疫情等不利因素扰动.....	5
1.1.1 文创市场规模与电商销售规模持续增长.....	5
1.1.2 美国家庭对手工制作参与度高，投入时间和单月消费仍有增长空间.....	5
1.1.3 行业整体受疫情和经济下行影响较小.....	6
1.2 市场广阔品类多，创源作为空间大.....	8
1.2.1 以 Michaels 为首的北美市场大客户拥有品类丰富、业绩稳定的特征.....	9
1.2.2 老客户的多品类特征，使创源拥有“老客户新品类”的现实扩张路径.....	9
1.2.3 其他海外市场条件相似，北美扩张模式可迁移复用.....	10
1.3 疫情催化，欧美兴起多种全新消费趋势，创源卡位“家庭健身”.....	11
1.3.1 居家办公健身、绿色环保出行、卫生健康等，成为全新消费趋势.....	11
二、马壮金鞍促：财务表现优异，长期增长可期.....	14
2.1 稳扎稳打，拥有强大造血能力.....	14
2.1.1 账上资金充裕，运营效率具备提升潜力.....	14
2.1.2 盈利能力十分亮眼.....	15
2.1.3 经营表现领先同业.....	15
2.1.4 现金流状况健康且良好.....	16
2.2 草广粮多，根基稳固未来可期.....	17
2.2.1 具备可持续发展的财务基础.....	17
三、根坚枝亦骄：强内生增长动力，助力业务扩张.....	18
3.1 创源文化以何维持高毛利并实现品类扩张？.....	18
3.1.1 创源文化研发投入大，研发能力强，为高毛利提供坚实支撑.....	18
3.1.2 新品类研发拓展能力以及供应链统筹能力共同构筑竞争壁垒.....	19
3.2 信息系统架构完善，具备核心竞争力.....	20
3.2.1 信息系统架构支持非标产品标准化生产，构建起业务护城河.....	20
3.3 文化认同与激励政策双轮驱动.....	21
3.3.1 员工归属感强，认同感高，愿意与公司共同发展.....	21
3.3.2 有效的激励政策形成强大驱动力.....	21
投资建议：市场空间、财务基础与自身能力兼备，维持推荐.....	22
风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 全球爱好与文具市场规模预估.....	5
图表 2: 全球爱好与文具电商销售规模（包含乐器与汽车零件配饰）.....	5
图表 3: 受访者从事爱好活动周均时长分布（2016）.....	6
图表 4: 受访者从事爱好活动周均支出（2016）.....	6
图表 5: Michaels 分产品营收情况（百万美元）.....	6
图表 6: 疫情爆发后主要零售品类搜索增长情况（%）.....	7
图表 7: 美国经济衰退期间 PCE 表现（2000-2002）.....	7
图表 8: 美国经济衰退期间 PCE 表现（2007-2010）.....	8
图表 9: 前五大客户销售额占销售总额比例高.....	9
图表 10: 2019 年度北美市场贡献 79% 的营收.....	9
图表 11: Michaels 运营门店变化情况（年末）.....	9

图表 12: Michaels 毛利率与净利率情况 (%)	9
图表 13: 创源文化国外市场销售全流程示意	10
图表 14: 创源文化大客户名单	11
图表 15: 创源文化主营业务各地区毛利率情况	11
图表 16: 乐歌股份股价走势图 (元) (2019 年 12 月至今)	12
图表 17: 乐歌股份 2020 上半年业绩对比情况 (万元)	12
图表 18: 英科医疗股价走势图 (元) (2019 年 12 月至今)	12
图表 19: 英科医疗 2020 上半年业绩对比情况 (万元)	12
图表 20: 信隆健康股价走势图 (元) (2019 年 12 月至今)	13
图表 21: 信隆健康 2020 上半年业绩对比情况 (万元)	13
图表 22: 亚马逊平台上 RitFit 相关产品评分	13
图表 23: 创源文化资产结构变化	14
图表 24: 创源文化存货周转率情况	14
图表 25: 创源文化应收账款周转率情况	14
图表 26: 创源文化营业总收入与增长情况	15
图表 27: 各地区毛利率情况 (%)	15
图表 28: 创源文化毛利率与净利率情况	15
图表 29: 各经营模式销量占比	15
图表 30: 可比公司毛利率	16
图表 31: 可比公司净利率	16
图表 32: 可比公司费用率	16
图表 33: 创源文化现金流及净利润增长倍数 (以 2012 年为基准)	17
图表 34: 历年经营性现金流净额持续正流入 (万元)	17
图表 35: 经营性现金流净额/归母净利润	17
图表 36: 账面现金可带来的理论收益测算表	18
图表 37: 创源文化现金及现金等价物净增加额	18
图表 38: 创源文化历年研发人员数量及其占比	19
图表 39: 创源文化历年研发投入及其占总营收比例	19
图表 40: 创源文化历年专利情况	19
图表 41: 可比公司研发费用占总营收比例	19
图表 42: 创源文化历年研发的新产品数量	20
图表 43: 创源文化信息系统一览	20
图表 44: 上市前创源文化管理层及员工持股股东情况	21
图表 45: 创源文化对研发人员的特别激励	21
图表 46: 2019 年股票期权与限制性股票激励计划总览	22

一、海阔凭鱼跃：市场条件良好，成长空间充足

1.1 全球市场增长稳定，无惧疫情等不利因素扰动

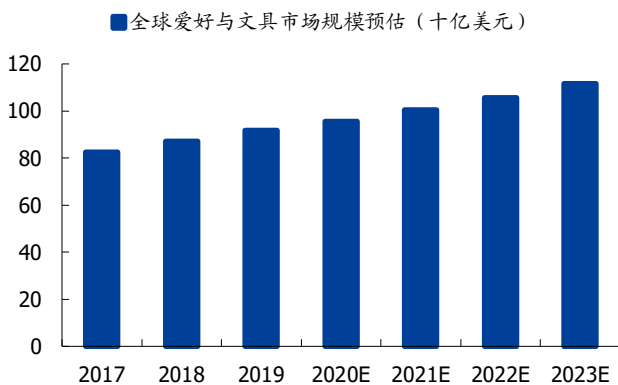
全球爱好与文具市场规模与电商销售规模持续增长，行业整体受疫情和经济下行影响较小。创源文化主打时尚文教、休闲文化用品，集设计、生产、销售为一体，致力于为品牌商、零售商、消费者提供有竞争力的高附加值创意产品及服务，其核心产品矩阵包括三大类：时尚文具类、手工益智类、社交情感类，属于爱好与文具范畴。

1.1.1 文创市场规模与电商销售规模持续增长

从终端市场来看，全球爱好与文具市场规模预估经大致测算可实现 **5.19%** 的年复合增长率，**2023 年** 全球整个爱好与文具市场的规模将达到 **1,117.5 亿美元**。其中市场调研机构 Value Market Research 认为全球手工艺品市场会以年复合增长率 5.5% 的比率增长，Persistence Market Research 认为书写工具市场会以 3.3% (CAGR) 的速率增长，Statistia 认为乐器市场会以 6.7% 的速率增长。

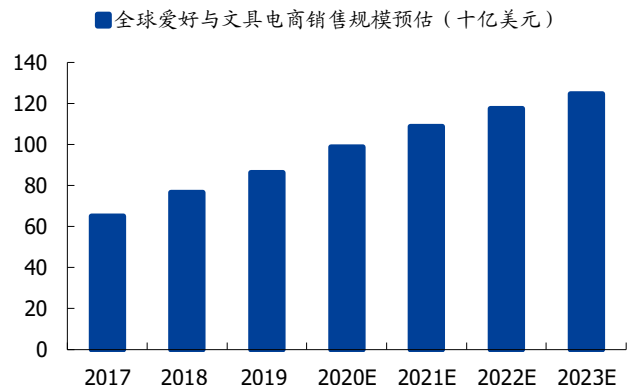
数据提供商 Statistia 预测全球爱好与文具行业（乐器、相片冲印材料、办公用品、文具、手工艺品、汽车零件配饰等）电商销售规模会以复合年增长率 **10.4%** 的速率增长，高于市场规模的增速。电商平台正在成为文化创意类产品的快速增长新渠道。

图表 1: 全球爱好与文具市场规模预估



资料来源: Value Market Research, Statistia, 国盛证券研究所

图表 2: 全球爱好与文具电商销售规模 (包含乐器与汽车零件配饰)



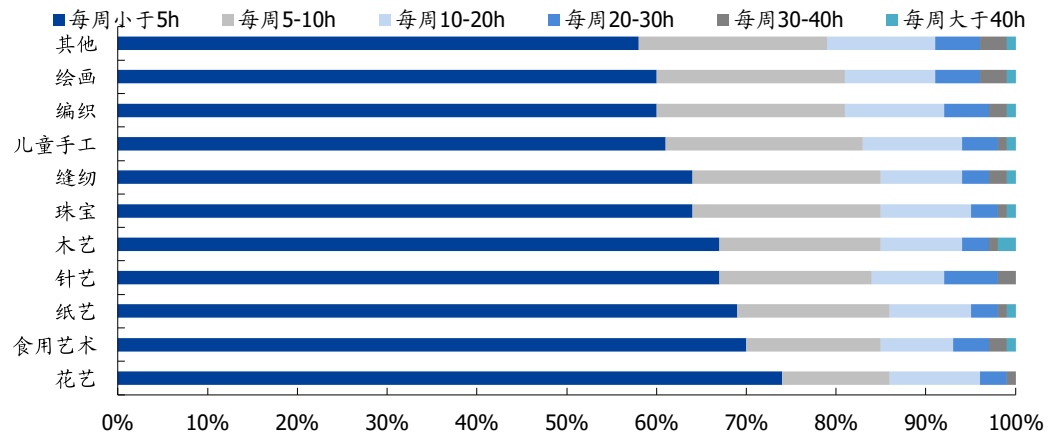
资料来源: Persistence Market Research, Statistia, 国盛证券研究所

1.1.2 美国家庭对手工制作参与度高，投入时间和单月消费仍有增长空间

美国家庭对手工制作参与度高，结合整体参与度提升的趋势来看，绘画与纸艺活动的参与度和单周花费已具备一定规模但仍有提高的空间。根据美国创意产业协会 (AFCI) 在 2016 年的调查，过去 12 个月参与过手工制作的美国家庭占全美家庭总数的 **63%**，相比 2010 年的 **56%** 上升了 **7%**。

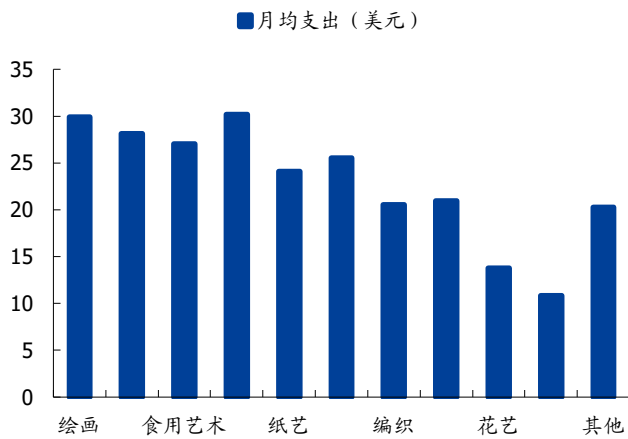
参与调查者在绘画与纸艺活动上的月均开支为 29.90 美元与 24.07 美元。对绘画来说，有 60% 的受访者表示他们在这一爱好上单周花费的时间小于 5 小时，但也有 19% 的受访者花费 10 小时以上；对于纸艺来说，有 69% 的受访者表示他们在这一爱好上单周花费的时间小于 5 小时，但也有 14% 的受访者花费 10 小时以上从事这一爱好。

图表 3: 受访者从事爱好活动周均时长分布 (2016)



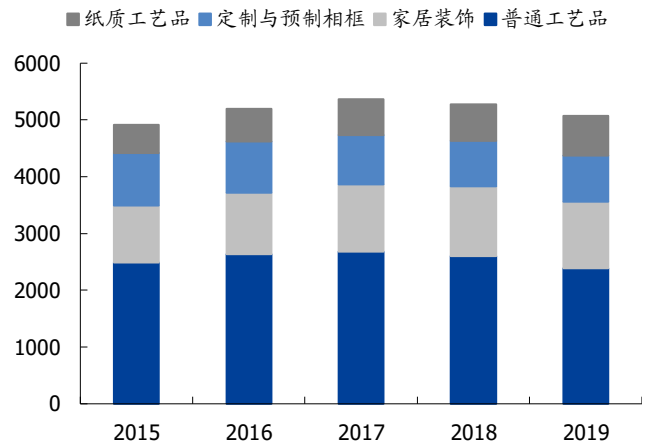
资料来源: Association For Creative Industries, 国盛证券研究所

图表 4: 受访者从事爱好活动周均支出 (2016)



资料来源: Association For Creative Industries, 国盛证券研究所

图表 5: Michaels 分产品营收情况 (百万美元)

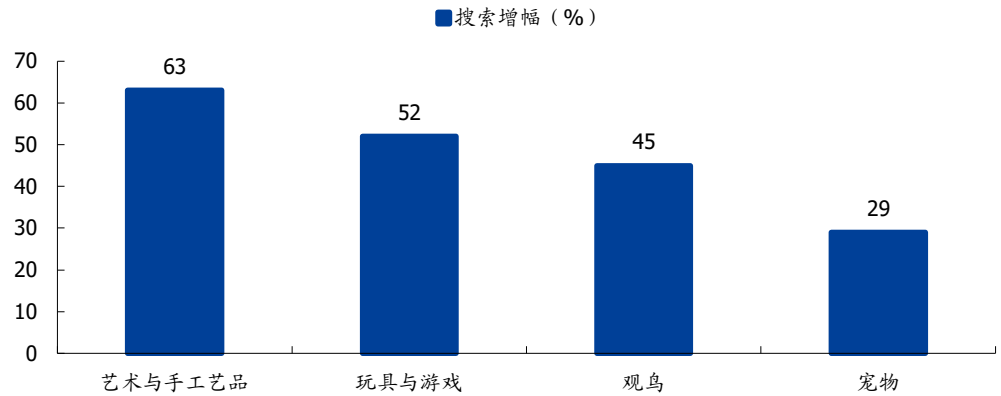


资料来源: MIK Annual Report, 国盛证券研究所

1.1.3 行业整体受疫情和经济下行影响较小

行业整体受疫情影响较小。据微软广告团队研究显示, 新冠肺炎疫情在北美爆发后 (3月14日后), 零售品类中艺术、设计与手工艺品 (Art, Crafts & Design) 相关的搜索量比疫情前上升了 63%, 是爱好与休闲 (Hobbies & Leisure) 大类中上升最快的品类。

图表 6: 疫情爆发后主要零售品类搜索增长情况 (%)



资料来源: Microsoft Advertising, 国盛证券研究所

历史经验表明, 当经济下行时, 行业整体不会受到太大的负面冲击。美国人口普查局的数据显示, 在美 2001 年和 2009 年的经济萧条中, 游戏、玩具与爱好 (Games, Toys, and Hobbies) 这一品类的 PCE 数据分别上涨了 2.2% 和 0.1%, 相对其他品类表现不俗。

图表 7: 美国经济衰退期间 PCE 表现 (2000-2002)

	2000	2001	2002	
PCE	7.70%	4.50%	3.90%	
PCE (除食品与能源外)	6.40%	3.20%	4.10%	
好	外带食品饮料	4.90%	4.40%	2.00%
	家用装置	7.80%	4.90%	5.30%
	个护产品	6.30%	3.70%	3.00%
	家庭或园艺用工具	4.30%	3.10%	2.70%
	游戏, 玩具与爱好	5.30%	2.20%	3.90%
较好	电视	11.60%	5.70%	7.20%
	博彩	8.60%	3.60%	5.80%
	美妆/香氛/沐浴/美甲	5.00%	0.70%	1.60%
	餐饮	7.20%	3.90%	4.20%
差	娱乐产品与交通工具	9.50%	1.80%	4.20%
	家具	10.30%	2.70%	4.70%
	汽车零配件 (除轮胎)	3.10%	-3.00%	0.80%
	服饰鞋履	3.60%	-1.00%	0.40%
	个人电脑	6.30%	-5.40%	4.30%
	旅店	11.50%	-7.40%	1.90%
	公共交通	11.80%	-6.80%	-4.60%
	航空客运	13.80%	-12.70%	-5.80%

资料来源: U.S Census Bureau, 国盛证券研究所

图表 8: 美国经济衰退期间 PCE 表现 (2007-2010)

	2007	2008	2009	2010
PCE	4.80%	2.80%	-1.30%	3.50%
PCE (除食品与能源外)	2.90%	-3.50%	-3.70%	3.50%
好				
外带食品饮料	5.30%	4.30%	0.50%	1.80%
餐饮	4.80%	2.90%	-0.90%	3.40%
游戏, 玩具与爱好	3.60%	4.00%	0.10%	4.20%
较好				
个护产品	5.50%	3.10%	-0.20%	4.10%
美妆/香氛/沐浴/美甲	5.90%	-0.30%	-3.10%	3.50%
服饰鞋履	1.10%	-1.90%	-4.10%	4.10%
差				
摩托车与零配件	1.50%	-14.30%	-6.20%	8.60%
汽车零配件 (除轮胎)	5.00%	-5.10%	-7.10%	6.00%
电视	7.80%	-1.30%	-12.50%	-4.50%
家具	0.60%	-10.50%	-11.80%	1.20%
家用装置	0.00%	-6.80%	-9.70%	1.10%
家庭或园艺用工具	-5.60%	0.20%	-5.40%	5.00%
花卉与种子	1.70%	-5.00%	-9.90%	1.90%
个人电脑	5.60%	-1.50%	-4.20%	6.80%
航空客运	3.70%	6.50%	-5.20%	7.40%
旅店	8.40%	3.30%	-8.20%	4.70%

资料来源: U.S Census Bureau, 国盛证券研究所

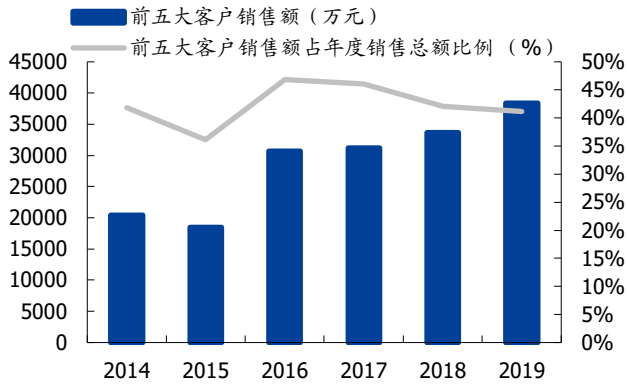
1.2 市场广阔品类多, 创源作为空间大

创源文化 **95%** 以上的主营业务收入来自海外市场, 其中 **2019** 年北美市场贡献了 **80%** 左右的营收, 是创源文化最主要的市场。美国家庭对手工制作参与度高, 投入时间和单月消费仍有增长空间, 而以 Michaels 为首的专业零售商品类丰富, 业绩稳定。创源文化以直销为主, 主要客户是品牌商与零售商。公司实施大客户战略, 前五大客户的销售收入合计占比达 **40%** 以上。

“老客户新品类”: 多年稳定良好的供应合作使创源文化在大客户群体中树立了良好的口碑和能力认同, 当前已经具备在老客户中做新品类延展的基础。

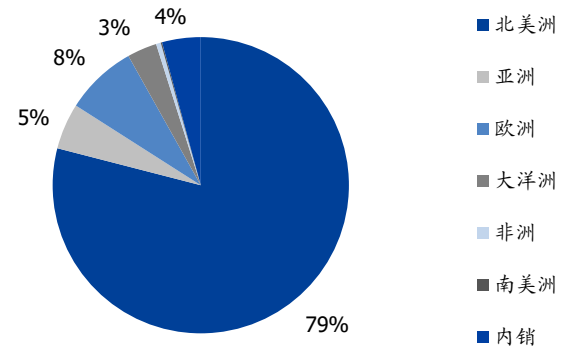
“老模式, 新市场”: 与此同时北美的成功经验也能够在文创市场同样发达的欧洲、澳洲和东北亚地区得到延展。

图表 9: 前五大客户销售额占销售总额比例高



资料来源: 创源文化招股说明书, 创源文化年报, 国盛证券研究所

图表 10: 2019 年度北美市场贡献 79% 的营收



资料来源: 创源文化招股说明书, 创源文化年报, 国盛证券研究所

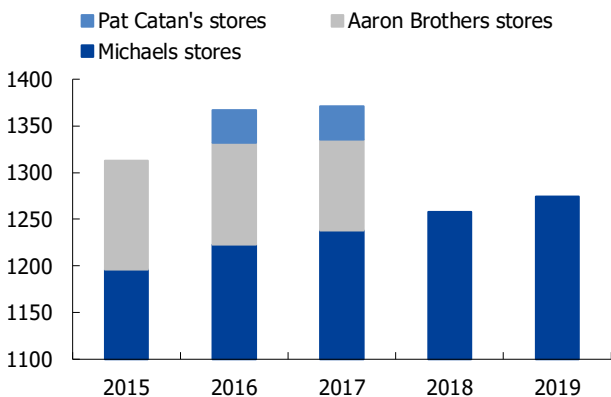
1.2.1 以 Michaels 为首的北美市场大客户拥有品类丰富、业绩稳定的特征

Michaels 是全美最大的手工艺品连锁零售商, 也是创源文化前五大客户之一。它不仅在北美负有盛名, 在全球品牌影响力排行中也位列第 177 位(以 2017 财年业绩为依据)。截至 2018 财年末, 每家 Michaels store 保有约 45,000 个 SKU, 其中包含季节性商品。同时期的沃尔玛超市每家店铺保有约 142,000 个 SKU, 也即 Michaels store 作为一家专业零售商, 其 SKU 数能够达到全品类超市的 32% 左右, 这是非常可观的。Michaels 主营产品共四大类, 分别是普通工艺品, 家居装饰, 定制与预制相框和纸质工艺品。纸质工艺品销售额占比由 2015 年的 10% 提升至 2019 年的 14%。

2019 年 Michaels 实现总营收 50.72 亿美元, 比上年下降 3.8%, 这是由于战略调整所致, 其在 2018 年关停了旗下 Pat Catan's 与 Aaron Brothers 的门店, 影响延续到了 2019 年。Michaels 在 2019 年底总共拥有 1274 间店铺, 全部是 Michaels stores。Michaels stores 的扩张步伐稳健, 年新增店铺数在 15 家以上, 占 Michaels stores 运营门店的 1.2% 以上。

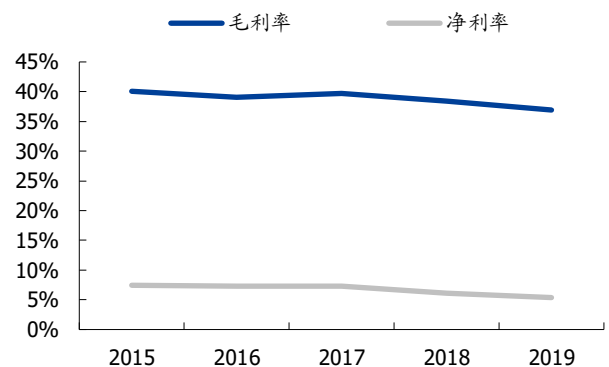
从盈利能力来看, Michaels 的毛利率维持在 36% 以上, 净利率在 2017 年之前都在 7% 以上, 近两年受毛利率下滑与利息费用上升所累有所下降。

图表 11: Michaels 运营门店变化情况 (年末)



资料来源: MIK Annual Report, 国盛证券研究所

图表 12: Michaels 毛利率与净利率情况 (%)



资料来源: MIK Annual Report, 国盛证券研究所

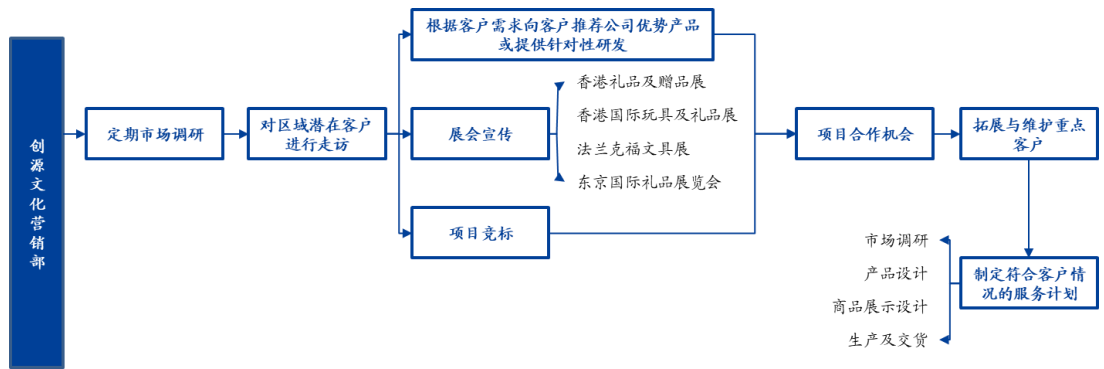
1.2.2 老客户的多品类特征, 使创源拥有“老客户新品类”的现实扩张路径

创源文化未来发展重点在与大客户加深合作。创源文化一贯采取大客户策略, 重视重点

客户的拓展与维护，致力于提供全方位服务。公司 ODM 业务比重进一步提高证明客户对创源文化本身的设计与研发能力表示认可，未来品类扩张合作深化的可能性大。创源文化面对品牌商和渠道商客户采取直销形式，拓客方式既包含对潜在客户一对一“陌拜”进行针对性推荐，也包括展会宣传与传统的竞标。

创源文化可从纸质工艺品跨入其他材质工艺品生产，在老客户中发展新品类，那么公司的营收还将更上一层楼，成长空间充足。以北美最大专业零售商 Michaels 为例，目前纸质工艺品业务只占其业务总量的 14%，占比最高的是一般工艺品，达 47%。

图表 13: 创源文化国外市场销售全流程示意



资料来源：创源文化年报，国盛证券研究所

1.2.3 其他海外市场条件相似，北美扩张模式可迁移复用

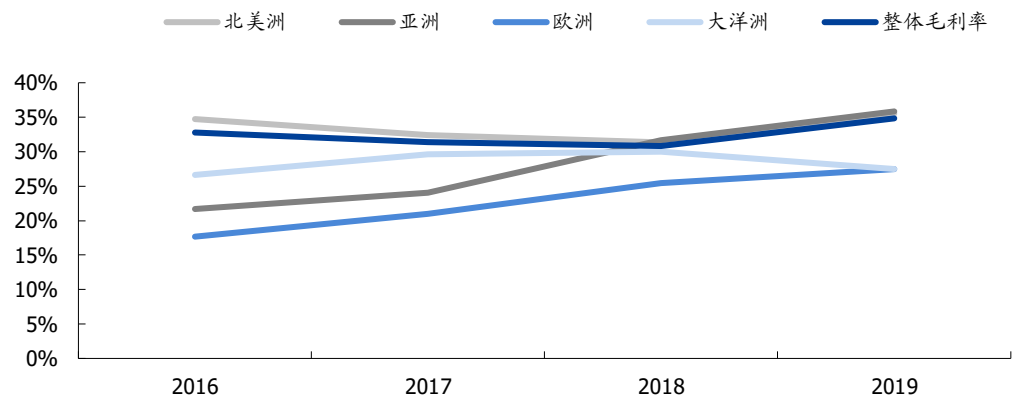
除去北美市场，创源文化在其他条件相似的成熟市场（大洋洲地区、欧洲地区与亚洲地区）的销售也呈现大客户为主、毛利率高的特征，因此在北美适用扩张模式可迁移复用。创源文化的大客户中，UK Greetings 来自英国。UK Greetings 是英国领先的贺卡零售品牌商，共有 18 个产品线，与著名 IP 漫威、星球大战、迪士尼等均有合作。创源文化主营业务在这些成熟市场一样能做到高毛利率，欧洲市场的毛利率一路上扬，和整体毛利率的变动趋势一致，亚洲市场更是在 2018 年和 2019 年毛利率水平提升至和整体毛利率相当的程度。毛利率的提升说明创源文化为客户提供的产品可替代性在降低，拥有客户所看重的研发能力。

图表 14: 创源文化大客户名单

序号	企业名称	企业介绍
1	Michaels	于 1962 年在美国成立，系美国最大的工艺品零售商，拥有 Recollections, Studio Decor, Bead Landing, Creatology, Ashland, Celebrate It, Art Minds, Artist’s Loft, Craft Smart and Loops & Threads 等品牌，在美国和加拿大开设有 1,300 家左右门店，年销售额约 47.38 亿美元。
2	Hobby Lobby	于 1977 年在美国成立，系美国第二大工艺品零售商。在美国 41 个州开设有 600 家左右门店，年销售额约 37 亿美元。
3	Trends International	于 2001 年在加拿大成立，系知名的动漫衍生品分销商，主营学生用贴纸、挂历、海报、包装纸等。在美国设有分公司，同时建设有多层次分销网络。
4	American Crafts	于 1984 年在美国成立，系美国手工剪贴行业中最具创新能力的企业之一，主营手工剪贴类纸制工艺品、卡片及派对用品等。拥有 Bazzillbasics、Becky Higgins、Imaginisc、Heidiswapp、Pebble 等品牌。
5	DCWW	于 2006 年在美国成立，系美国剪贴类行业领先品牌之一。
6	Wal-Mart	于 1945 年在美国成立，世界上最大的连锁零售企业，在全球 28 个国家开设了超过 10000 家商场，拥有 Great Value、Mainstays、Simply Basic 等 69 个品牌。
7	UK Greetings	于 1906 年在英国成立，英国最大的卡片及社交情感类产品零售商，20 世纪 80 年代被美国著名的社交礼品公司 American Greetings 收购。
8	Office depot&office max	于 1986 年在美国成立，系全球知名的办公文具零售商，2013 年与办公文具零售商 Office Max 合并，在 57 个国家经营约 2000 家门店，年销售额约 160.96 亿美元。
9	Me&My Big Ideas, Inc.	于 1999 年美国成立，系美国手工剪贴行业中最具创新能力的企业之一，主营手工剪贴类纸制工艺品、计划本、贴纸等工艺组件。拥有 The Happy Planner、Me And My Big Ideas 等品牌。

资料来源：创源文化招股说明书，国盛证券研究所

图表 15: 创源文化主营业务各地区毛利率情况



资料来源：创源文化年报，国盛证券研究所

1.3 疫情催化，欧美兴起多种全新消费趋势，创源卡位“家庭健身”

1.3.1 居家办公健身、绿色环保出行、卫生健康等成为全新消费趋势

健康与居家成为此次新冠肺炎疫情中不可忽视的新的消费关键词。疫情中被要求控制社

交距离的人们主动或被动地形成了一些新的习惯，从而带动了新领域的消费增长。

居家办公：居家办公成为许多人在办公室无法开放下的首选，而办公需要有好的工作环境，因此乐歌股份家庭办公领域的智能升降台产品销量迅速上升。

家庭健身：除此之外，家用运动器材市场也迎来了新的春天并日渐被传统运动品牌所看重，如加拿大瑜伽服饰品牌 lululemon 近日就宣布了对家庭健身公司 Mirror 的收购计划。

卫生健康：疫情推动了人们卫生健康意识的增强，健康耗材如医用手套的销量因此迅速增长（英科医疗）。

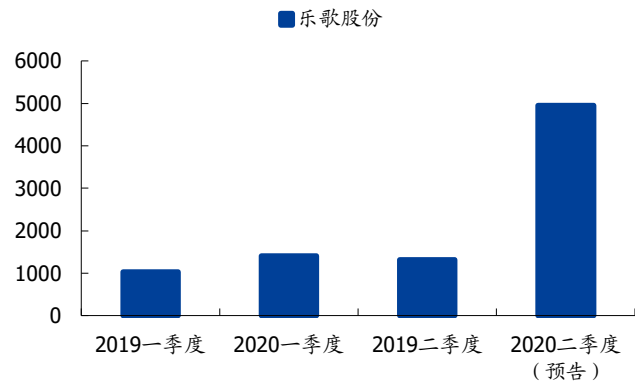
环保出行：在公共出行领域，兼具健康灵活和自动控制社交距离两个特性的自行车、电动车与电动滑板等交通工具备受民众青睐，故而海外自行车配件以及电踏车配件的供应商（信隆健康和八方股份）业绩喜人。

图表 16: 乐歌股份股价走势图 (元) (2019 年 12 月至今)



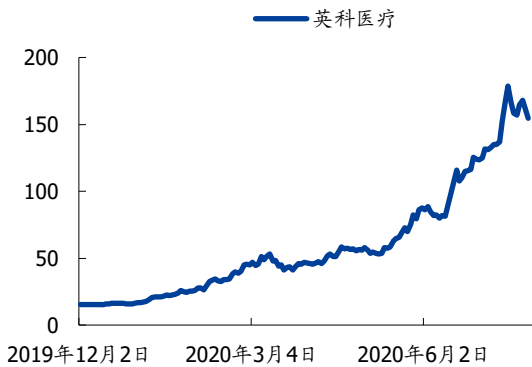
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 乐歌股份 2020 上半年业绩对比情况 (万元)



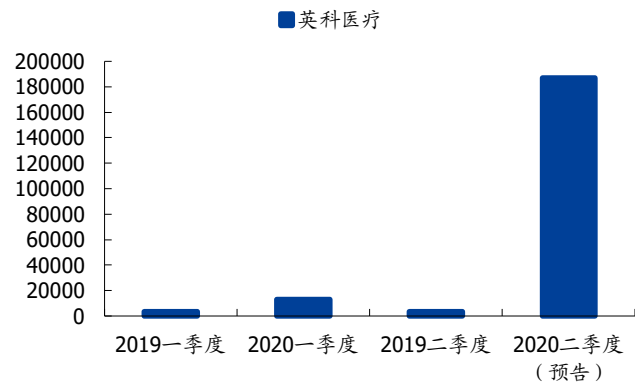
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 英科医疗股价走势图 (元) (2019 年 12 月至今)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 英科医疗 2020 上半年业绩对比情况 (万元)



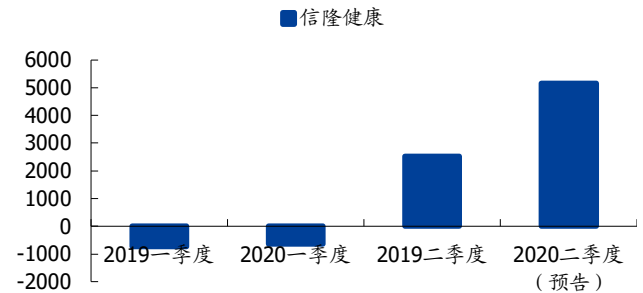
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 信隆健康股价走势图(元)(2019年12月至今)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 信隆健康 2020 上半年业绩对比情况(万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

创源文化以其优异的创新力顺应家庭健身趋势,切入家用健身器材市场,开发多款产品。目前公司在北美通过亚马逊售卖有 RitFit 健身器材,提供 19 种产品,在美亚网站上的用户评分均在 4 分以上,用户反馈良好。公司 2020 年上半年报告显示,公司健身器材品类同比增长超过 2 倍。

健身习惯的改变是长期的,因此家庭健身趋势在疫情过后仍有望延续, RitFit 或可成为创源文化未来业绩增长的重要来源。

图表 22: 亚马逊平台上 RitFit 相关产品评分

产品名称	价格区间	评分	打分人数	评论数
健身护踝带	\$6.85	4.7	229	134
单阻力健身带	\$14.95	4.6	826	282
6 寸举重腰带	\$14.99 - \$21.99	4.5	1273	515
6 寸举重腰带 (粉/红迷彩)	\$13.99 - \$22.99	4.5	189	78
带衬垫的踝带	\$18.98	4.5	120	45
举重带+护腕	\$12.98	4.6	426	225
2000 磅运动稳定球	\$199.00	4.4	72	50
护膝	\$14.98	4.3	252	133
4 寸举重腰带	\$15.99 - \$18.99	4.3	137	73
20"腕带	\$8.99 - \$9.99	4.3	87	41
普拉提环	\$24.45	4.3	65	24
体重抵抗训练器套件	\$79.99	4.6	13	9
举重带+护腕 (迷彩)	\$13.98	4.3	36	11
举重带+护腕	\$12.98	4.4	73	33
可调式加重背心	\$44.99 - \$59.99	4.2	56	25
升级版 7 块杠铃深蹲垫套装	\$17.99	4.6	18	14
多功能腹部训练器	\$29.99	4.6	8	7
壁挂式/天花板悬挂式支架/吊带	\$16.98 - \$28.99	4.5	152	108
超级支撑举重腰带	\$20.99 - \$23.99	4.3	55	28
负重腰带	\$23.58	4.3	12	7
花生按摩球	\$13.99			

资料来源: 亚马逊, 国盛证券研究所

二、马壮金鞍促：财务表现优异，长期增长可期

2.1 稳扎稳打，拥有强大造血能力

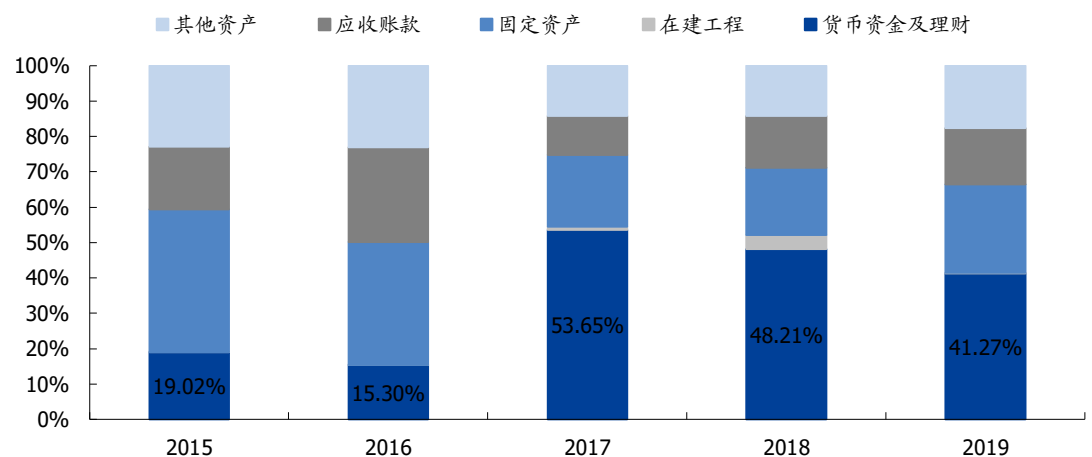
2.1.1 账上资金充裕，运营效率具备提升潜力

创源文化经营效率及增长潜力空间较大。公司于2017年IPO后，募投项目有序建设，国内安徽+宁波双生产基地运作成熟，越南基地组建多条本册、卡片生产线，这些生产线具有区位、自然资源、关税及所得税等优势。

创源文化账上资金充裕，历年来均维持在15%左右。伴随募投项目有序投产，产能规模效应逐步体现，公司报表质量仍有持续改善动力。

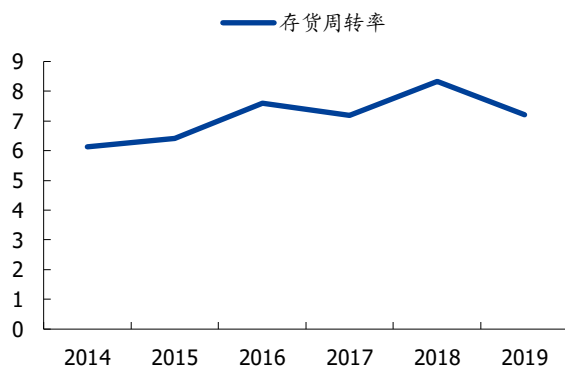
创源文化应收账款周转率在2019年出现了下滑，但其应收账款敞口风险具备有效管控。公司向中国出口信用保险公司办理中国出口信用保险，以规避和防范应收账款未能及时回收风险，同时通过开展无追索应收账款保理业务，实现提前收款加快资金回笼，有效规避信用风险。创源文化存货周转率下滑系原材料增加所致。

图表 23：创源文化资产结构变化



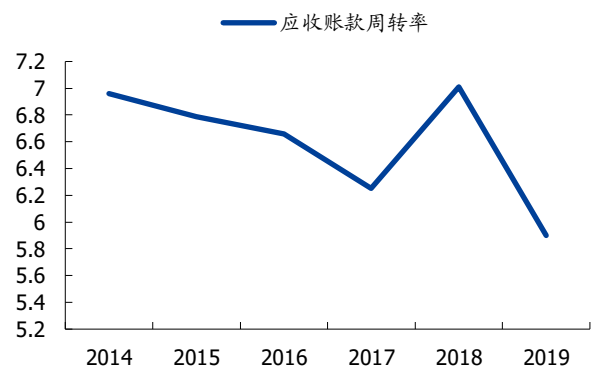
资料来源：创源文化招股说明书，创源文化年报，国盛证券研究所

图表 24：创源文化存货周转率情况



资料来源：创源文化招股说明书，创源文化年报，国盛证券研究所

图表 25：创源文化应收账款周转率情况



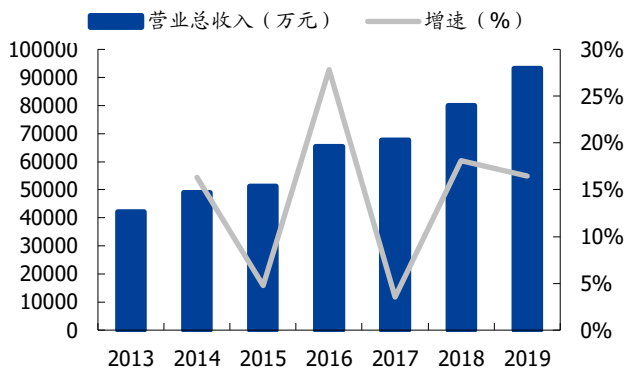
资料来源：创源文化招股说明书，创源文化年报，国盛证券研究所

2.1.2 盈利能力十分亮眼

创源文化营业总收入逐年增长，2019年的增速为16.44%。若以2014年为基础，则CAGR达到13.79%。分地区来看，最为主要的北美市场保持了正的增长率，每年贡献的营收比例相对稳定。

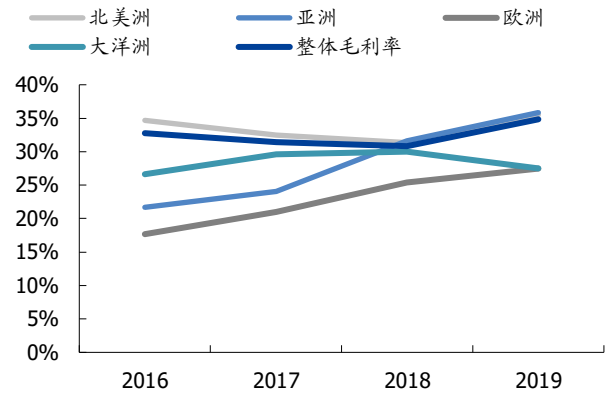
创源文化主营业务的毛利率近年来稳中有升，从2016年的25.21%提升至2019年的34.83%。从2014年开始，创源文化毛利较高的ODM业务占比提高，抬升了整体的毛利率。分产品来看，毛利率最稳定的是时尚文具类，分地区来看，北美市场的毛利率较高且稳定，亚洲市场近两年的毛利率有所提升，可以做到与北美市场持平甚至略高。创源文化净利率表现良好，已由2014年的5.70%提升至2019年的12.60%。

图表 26: 创源文化营业总收入与增长情况



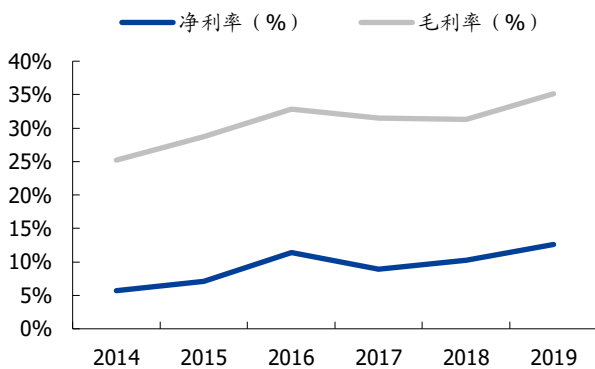
资料来源: 创源文化招股说明书, 创源文化年报, 国盛证券研究所

图表 27: 各地区毛利率情况 (%)



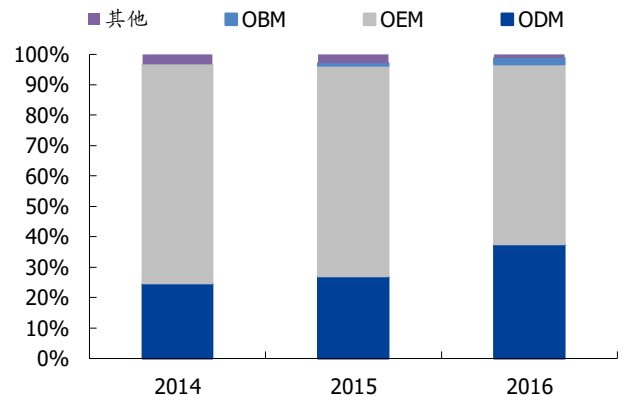
资料来源: 创源文化招股说明书, 创源文化年报, 国盛证券研究所

图表 28: 创源文化毛利率与净利率情况



资料来源: 创源文化招股说明书, 创源文化年报, 国盛证券研究所

图表 29: 各经营模式销量占比



资料来源: 创源文化招股说明书, 创源文化年报, 国盛证券研究所

2.1.3 经营表现领先同业

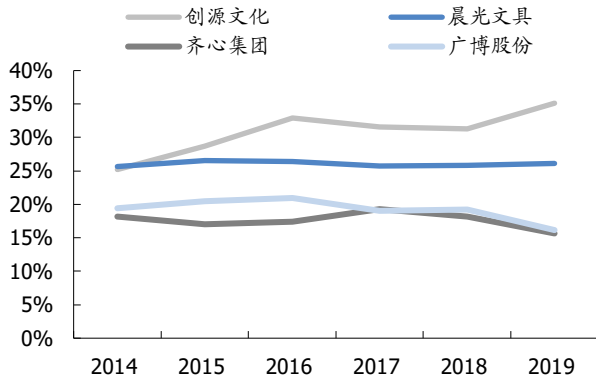
创源文化的毛利率在2019年达到了35.13%，保持了对可比公司（晨光文具、齐心集团与广博股份）的一贯优势。

创源文化的净利率表现同样良好，连续两年实现增长，在2019年达到12.6%。比晨光文具高出2.94%，摆脱了与晨光文具之间胶着的局势。（广博股份在2018年净利率为-33.10%，在此不纳入考量。）

创源文化的费用率在可比公司中相对较高。2019年公司费用率提升3.48%，主要来自

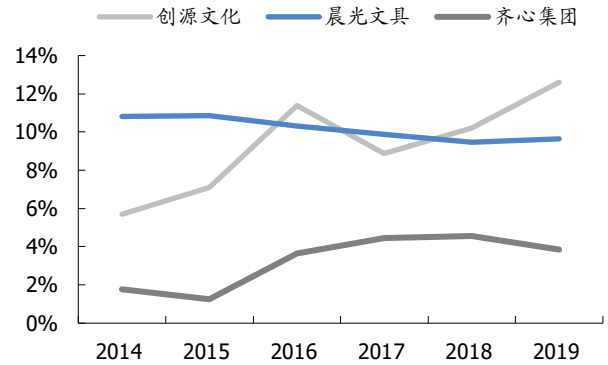
于管理费用中工资及咨询费用拉动，而管理费用也是公司三费中的主要组成部分。相比之下，晨光文具、齐心集团、广博股份这三家公司费用结构以销售费用为主。（2019年销售费用率分别为8.80%/6.65%/9.60%。）

图表 30: 可比公司毛利率



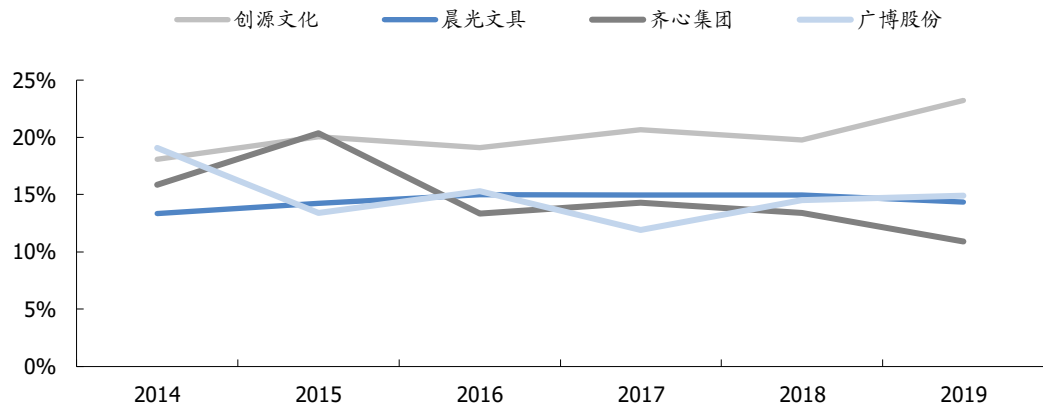
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 可比公司净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 可比公司费用率

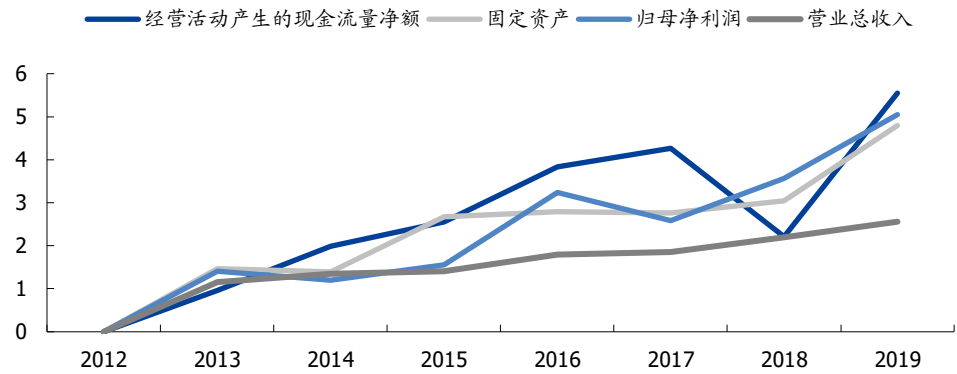


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.1.4 现金流状况健康且良好

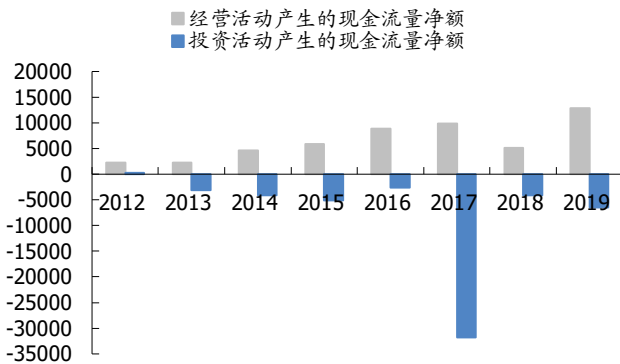
创源文化常年保持正向的经营性现金流，经营性现金流入只有少数几年低于归母净利润，收入现金含量高。现金流、利润增长速度高于资产扩张，长时间维度下增长质量优异。以 2012 年为基准，创源文化经营活动产生的现金流净额和归母净利润增长倍数分别为 5.55 倍和 5.05 倍，固定资产及营业总收入增长倍数分别为 4.80 倍及 2.56 倍，现金流及利润增长高于固定资产扩张，盈利规模扩张速度高于资产扩张速度。

图表 33: 创源文化现金流及净利润增长倍数 (以 2012 年为基准)



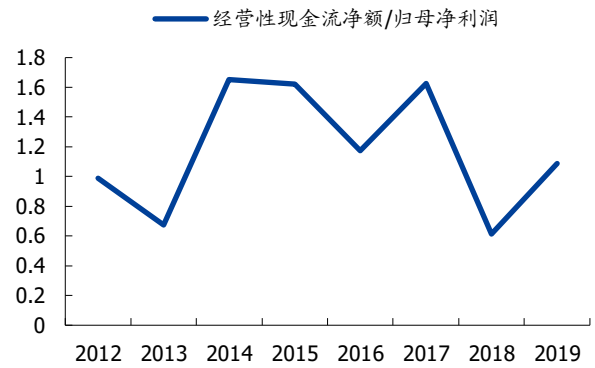
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 历年经营性现金流净额持续正流入 (万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 经营性现金流净额/归母净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 草广粮多, 根基稳固未来可期

2.2.1 具备可持续发展的财务基础

创源文化账面上现金充足, 截至 2019 年底, 货币资金及理财达到 4.66 亿元, 2019 年创源文化的净利率为 12.60%, 总资产周转率为 0.90, 资产负债率为 36.22%, ROE 为 17.41%, 假定财务杠杆不变, 4.66 亿全部投入现有生产经营, 我们预计有望为公司创造 0.81 亿业绩增量。

假定财务杠杆变为 2016 年底(上市之前)的 59.79%, 在不摊薄现有股东权益的基础上, 我们预计有望为公司贡献 1.32 亿业绩增量。

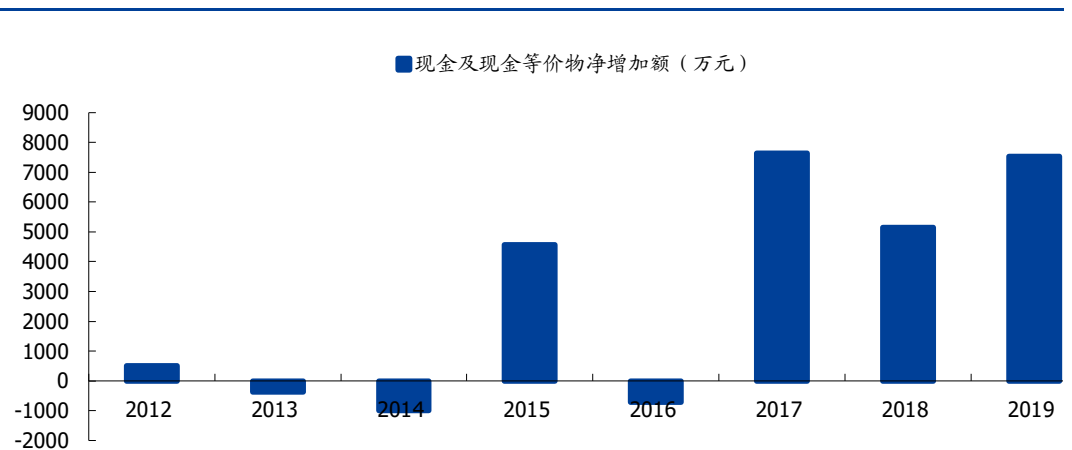
创源文化 2019 年实现的净利润为 1.17 亿元, 对比可知, 创源文化现有的财务状况足以支撑其净利润持续增长。创源文化连续三年实现账面现金净增加, 说明理论上现金可带来的收益最大值的边界仍在外扩, 为未来增长提供了坚实的保障。

图表 36: 账面现金可带来的理论收益测算表

	2016	2019
净利润/营业总收入 (%)	11.40	12.60
总资产周转率 (次)	1.51	0.90
资产负债率 (%)	59.79	36.22
权益乘数	2.49	1.57
净资产收益率 (%)	47.38	17.41
货币资金及理财 (万元)	-	46,594.41
财务杠杆不变时的理论收益 (万元)	8,112.09	
有望达到的理论收益 (万元)	13,156.68	

资料来源: U.S Census Bureau, 国盛证券研究所

图表 37: 创源文化现金及现金等价物净增加额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、根坚枝亦骄: 强内生增长动力, 助力业务扩张

3.1 创源文化以何维持高毛利并实现品类扩张?

3.1.1 创源文化研发投入大, 研发能力强, 为高毛利提供坚实支撑

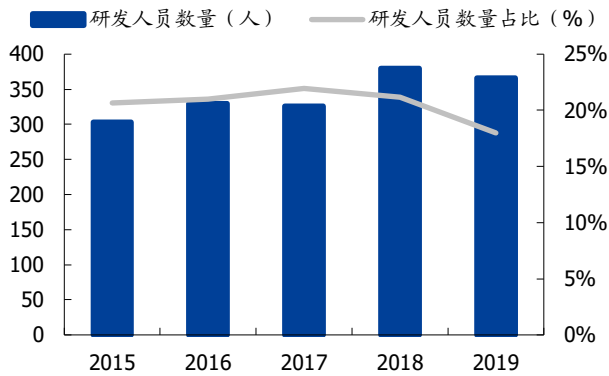
创源文化在研发上持续发力, 研发人员占比常年维持在 **15%以上**。研发投入金额在绝对值上逐年递增, 占总营收比例维持在 5%以上。

创源文化的持续投入带来了专利数的不断增长。截至 2019 年底, 创源文化共拥有专利 271 件, 其中发明专利 21 件, 实用新型专利 193 件, 外观设计 57 件。

创源文化在同行业中研发投入表现不俗。可比公司的研发费用占总营收比例基本都在 2% 以下, 2019 年创源文化的研发费用占比为 6.27%, 比其余三家中最高的晨光文具要高出 4.83%, 足见其研发投入决心。

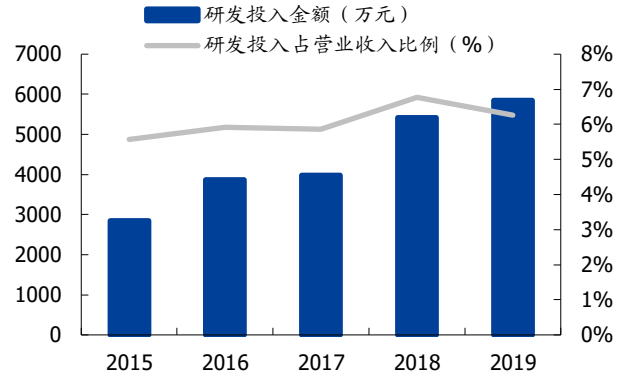
创源文化对研发的高投入符合其产品、服务和生产差异化的战略定位, 是其相关产品毛利率高于同行并能不断攀升的原动力。

图表 38: 创源文化历年研发人员数量及其占比



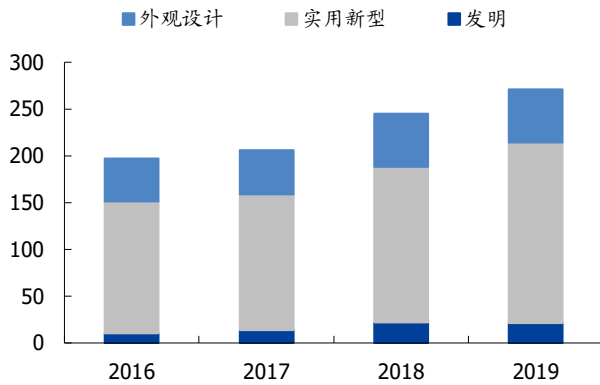
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 创源文化历年研发投入及其占总营收比例



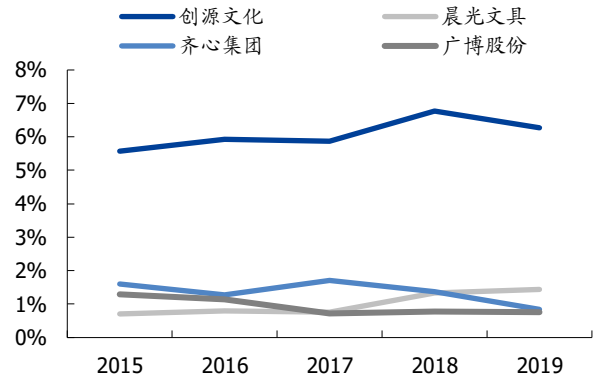
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 创源文化历年专利情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 可比公司研发费用占总营收比例



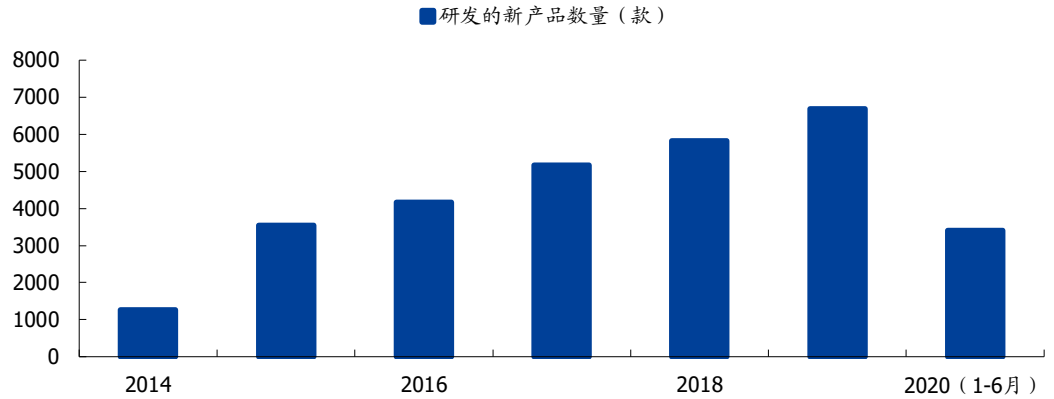
资料来源: 创源文化招股说明书, 创源文化年报, 晨光文具年报, 齐心集团年报, 广博股份年报, 国盛证券研究所

3.1.2 新品类研发拓展能力以及供应链统筹能力共同构筑竞争壁垒

创源文化具备新品类研发拓展的能力。严谨的管控流程保证了产品开发、质量、工艺方面的稳定性和一致性, 研发中心下明确的分工能够保证实现快速打样、柔性生产, 实现对特殊订单做出快速反应, 最终为行业客户提供更大的价值。

创源文化现有的研发能力可制成其从以纸制品为主向大文创扩域, 将创意附着在其他载体上, 如开发塑料、纺织类、环保可再生材料等新材料产品, 开发箱包类产品市场等。目前公司还在北美通过亚马逊售卖有 RitFit 健身器材, 瞄准家用健身器材这一新市场。公司持续积累的生产研发能力以及供应链统筹能力, 能做到短时间内产品试制打样, 快速种类迭代, 及时交付, 从而形成竞争壁垒。

图表 42: 创源文化历年研发的新产品数量



资料来源: 创源文化招股说明书, 创源文化年报, 国盛证券研究所

3.2 信息系统架构完善, 具备核心竞争力

3.2.1 信息系统架构支持非标产品标准化生产, 构建起业务护城河

创源文化具有相对完善的信息系统, 多年来深耕信息化建设, 提高了公司的核心竞争力。目前创源文化推行实施了 MES、CRM、ERP、SRM 等系统, 2019 年又引入了 SAP 项目, 即企业管理解决方案。引入 SAP 项目后, 集团内形成了高效的办公网络, 缩短了业务流程周转时间, 为柔性精益生产和个性化定制打下坚实基础。

创源文化在未来将持续发力信息化建设, 通过信息化项目实现公司管理水平全面提升、通过数字化转型优化业务流程, 降低管理成本, 支撑“小批量、多品种、多批次”定制化生产和快速交付, 破解创意含量较高的产品对厂商生产交付能力的巨大考验, 形成天然业务护城河。

图表 43: 创源文化信息系统一览

		上市前	2017	2018	2019
智能制造自动化系统 (MES)	面向制造企业车间执行层的生产信息化管理系统, 实时采集车间数据, 通过同步物流和信息流, 提高物料在厂内流转的效率, 能与柔性生产线紧密衔接, 实现设计成果的产业化。	√	√	√	√
客户关系管理系统 (CRM) ——“畅想外贸业务管理系统”	应用 CRM 系统与市场营销端接轨, 捕捉市场信息。	√	√	√	√
企业资源计划系统 (ERP) ——“金蝶 K/3”	与生产的数字化集成系统, 实现生产的高度柔性化。	√	√	√	√
供应链关系管理系统 (SRM)	可实现多维的集团化采购管控, 基础资料规范, 高效移动协同, 透明管理, 阳光采购。			√	√
企业管理解决方案 (SAP)	开展企业管理解决方案 (SAP) 项目, 旨在尽快融合业务流程, 甚至重塑公司的各个流程, 保证信息及时传递, 提高工作效率。				√

资料来源: 创源文化招股说明书, 创源文化年报, 国盛证券研究所

3.3 文化认同与激励政策双轮驱动

3.3.1 员工归属感强，认同感高，愿意与公司共同发展

创源文化倡导管理的“人性化与个性化”，注重营造柔性生产文化氛围。员工的主观能动性与创造性被唤起，提高了管理与生产效率。

在中基层各岗位主观能动性强的情况下，创源文化以其完备的业务系统框架规划和明确的业务目标、清晰的激励机制，为员工提供了发挥的空间。

3.3.2 有效的激励政策形成强大驱动力

创源文化在上市之前于2004年和2013年分别引入了关键管理层持股的合力咨询与员工持股的合富汇、合博汇成为公司股东。此举是为建立健全公司长期、有效的激励约束机制，完善公司薪酬考核体系，不仅覆盖了关键管理层，还覆盖有如车间主任、总设计师这样的骨干员工。

2019年创源文化实施了股票期权与限制性股票激励计划，高度绑定员工与公司利益。创源文化向160名符合条件的激励对象（含公司董事、高级管理人员及其他骨干员工）首次授予255.04万份股票期权和255.04万股限制性股票，行权价格为9.66元/股，授予价格为4.83元/股。

创源文化高度重视研发，在研发人员间除原有工作绩效奖励制度外另推行特殊激励政策。激励政策落实到位。股权激励目标被分解到每个员工的月度任务中，经营分析例会以周与月为单位定期召开，按时跟踪进度，汇报原因。

图表 44: 上市前创源文化管理层及员工持股股东情况

激励对象	引入时间	股东名称	持股员工
管理层	2004	合力咨询	14名公司核心管理人员
员工	2013	合富汇	33名公司员工
员工	2013	合博汇	37名公司员工

资料来源：创源文化招股说明书，创源文化年报，国盛证券研究所

图表 45: 创源文化对研发人员的特别激励

激励对象	颁布时间	政策名称	具体内容
研发人员	2012	《研发人员绩效考核管理制度》	在研发流程的各个阶段均设置了相应的奖励标准，对达到标准的员工实行现金奖励，并对有特殊贡献的技术人员给予特殊奖励。
研发人员	2016	《外部设计赛事奖励办法》	鼓励公司研发设计人员参与国际国内等外部赛事，增强公司研发设计、研发创新等软实力，特对参赛表现突出的员工给予激励。

资料来源：创源文化招股说明书，创源文化年报，国盛证券研究所

图表 46: 2019 年股票期权与限制性股票激励计划总览

2019 年股票期权与限制性股票激励计划					
拟授予激励对象权益	单位	标的股票种类	股本总额	单位	占总股本比例
总计					
610.08	万份	人民币 A 股普通股	18,000.00	万股	3.39%
首次授予 (2019 年 8 月 16 日)	单位	占本激励计划拟授出权益总数	股本总额	单位	占总股本比例
510.08	万份	83.61%	18,000.00	万股	2.83%
预留	单位	占本激励计划拟授出权益总数	股本总额	单位	占总股本比例
100	万份	16.39%	18,000.00	万股	0.56%

资料来源: 2019 年股票期权与限制性股票激励计划。国盛证券研究所

投资建议: 市场空间、财务基础与自身能力兼备, 维持推荐

市场条件良好, 成长空间充足, 创源文化能从“老客户新品类”中谋求新增长。全球市场增长稳定, 无惧疫情等不利因素扰动。以 Michaels 为首的北美市场大客户品类丰富、业绩稳定。其他海外市场发展成熟条件相似, 北美扩张模式可迁移复用。创源文化账面上现金充足, 草广粮多, 具备可持续发展的财务基础。公司拥有强大的造血能力, 经营表现领先同业, 运营效率具备提升潜力, 现金流状况健康且良好。在不摊薄股东权益的情况下, 账面现金 4.66 亿元若全部投入生产经营, 预计能为公司带来 1.32 亿元业绩增量。而且创源文化连续三年实现账面现金净增加, 说明理论上现金可带来的收益最大值的边界仍在外扩, 为未来增长提供了坚实的保障。创源文化自身情况能满足“老客户新品类”的扩张策略落实。公司研发投入大, 研发能力强, 信息系统架构完善, 能够支持非标产品标准化生产, 实现快速交付。同时以 RitFit 切入家用健身器材市场以顺应家庭健康新趋势, 或成为公司业绩增长的重要来源。公司内部存在文化认同与激励政策的双轮驱动。员工归属感强, 认同感高, 愿意与公司共同发展。

预计公司 2020-2022 年总收入为 12.72/16.01/19.48 亿元, 同期 EPS 为 0.77/1.00/1.26 元, 当前股价对应 PE 为 15.9X/12.3X/9.8X, 维持“买入”评级。考虑到公司 2021 年归母净利润 1.82 亿元, 给予 27X 目标 PE, 对应 50 亿元目标市值, 给予目标价 27 元/股。

风险提示

海外疫情持续蔓延。公司 95% 以上的主营业务收入来自海外市场, 新冠疫情下海外市场客流面临一定压力, 影响订单情况。

新产品开发不及预期。公司未来增长依靠为老客户提供更多新品类产品, 若开发情况不及预期将影响与客户之间的关系从而影响收入增长。

需求恢复不及预期。若在公司销售旺季订单量仍持续面临压力, 则年度业绩将整体受到影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com