

大丰实业(603081)

报告日期: 2023年02月07日

舞台机械龙头，切入文创+运营打造文体旅平台公司

——大丰实业深度报告

投资要点

□ 舞台机械龙头转型文创及文旅运营，打造文体旅产业设施服务平台公司

公司为全球领先的文体旅产业综合方案解决商，已由单一的文体旅装备提供商发展为“文体旅创新科技”和“文体旅赋能服务”双轮驱动的平台型企业。在聚焦文化、体育、旅游等核心科技装备的同时；服务性收入占比持续提升，提供文体旅空间的策划、创意、智造、投资、运营服务。公司2021年加权ROE为16%，2017-2021年营收及归母净利润4年复合增长率为15%和14%，业绩稳健增长，盈利能力优异。

□ 行业空间：国内人均文化体育面积亟待提升，消费升级带动文体旅产业加速增长

2021年我国文化及相关产业增加值仅占GDP的4.5%，远小于2018年美国28%和日本20%左右的GDP占比。我国的文化、体育、旅游产业存在很大发展空间。2021年我国人均体育场地面积为2.4平方米，远小于美国人均16和日本人均19平方米。根据十四五规划要求，预计2025年全国各类文化设施数量达到7.7万，较2021年增长45%。国内体育产业规模达到5万亿，较2021年提升61%。

□ 核心逻辑：下游景气度回升+服务性收入占比提升，业绩估值提升空间广阔

下游景气度回升：稳增长目标下，国常会重点强调扩大内需和有效投资，并针对消费类设备的更新改造纳入再贷款和财政贴息支持范围。我们预计受益消费复苏及政策支持，2023年国内文化中心、大剧院、体育中心、主题乐园等文体旅场馆建设及招标有望回暖加速，公司下游文体产业景气度将大幅回升。

转型运营打开成长空间：公司通过文体旅设备+文体旅赋能服务双轮驱动，逐步向文体旅赋能延伸，服务性收入占比持续提升。公司新业务聚焦文体场馆、景区街区、全域旅游等内容策划运营服务。其中**场馆运营方面**，在手全国10余个文体场馆，总运营管理面积为67万m²，已成为全国直管管理面积最大的文化场馆运营商之一。**文旅融合方面**，通过《今夕共西溪》等项目切入文化演艺实业。**赛事运营方面**，牵头获得2022年到2024年杭州马拉松赛事运营权等。

□ 盈利预测及估值：未来三年净利润CAGR15%，给予“买入”评级

预计公司2022-2024年营收为29.9、35.6、43.2亿元，同比增长1%、19%、21%；归母净利润为3.3、4.8、5.9亿元，同比增长-16%、44%、24%，对应PE为18、12、10倍。公司传统业务结构升级，文创及运营业务将提升服务性收入，增厚利润空间。预计公司2023、2024年业绩加速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

文化及体育场馆新增建设和不及预期；文旅服务业务开拓不及预期；消费复苏不及预期

投资评级：买入(首次)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 何家恺

hejiakai@stocke.com.cn

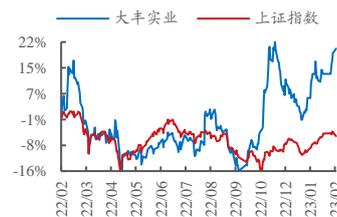
基本数据

收盘价 ¥14.18

总市值(百万元) 5,810.05

总股本(百万股) 409.74

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2959	2988	3560	4324
(+/-) (%)	18%	1.0%	19%	21%
归母净利润	391	330	476	589
(+/-) (%)	25%	-16%	44%	24%
每股收益(元)	0.96	0.81	1.16	1.44
P/E	15	18	12	10
ROE	16%	12%	15%	16%
PB	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2022-2024 年营收为 29.9、35.6 和 43.2 亿元，同比增长 1%、19% 和 21%；归母净利润为 3.3、4.8、5.9 亿元，同比增长-16%、44%、24%，对应 PE 为 18、12、10 倍。

公司为全球领先的文体旅产业综合方案解决商，已由单一的文体旅装备提供商发展为“文体旅创新科技”和“文体旅赋能服务”双轮驱动的平台型企业。**传统舞台机械设备**：受益下游景气度回升、政策支持和海外收入增加，预计将保持稳定增长态势。**数艺科技业务**：受益消费升级和民众对文创等泛娱乐文化需求快速增长，营收利润占比有望加速提升。**服务性收入方面**：文体场馆运营业务 2025 年有望实现 30 余个场馆运营，实现 6 亿+营收，收入占比持续提升。文化演艺及体育赛事运营也将受益疫后复苏。

预计公司 2023-2024 业绩增速为 44%、24%，传统业务结构升级，文创及运营业务将提升服务性收入，增厚利润空间，远期成长空间广阔。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 根据文旅部正式发布《“十四五”文化和旅游发展规划》，要求 2025 年全国各类文化设施数量达到 7.7 万，较 2021 年的 5.3 万个增长 45%。
- 2) 根据国务院发布《全民健身计划》指出，到 2025 年，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。新建或改扩建 2000 个以上体育公园、全民健身中心、公共体育场馆等健身场地设施，数字化升级改造 1000 个以上公共体育场馆。
- 3) 伴随防疫政策调整，国内消费及出行人数快速恢复至疫情前期水平。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为公司仍为传统舞台机械设备及集成企业，我们认为公司场馆运营及文旅业务已布局完善，已成为文体旅产业综合方案解决商，服务性收入占比将持续提升。

- 1) 市场担心公司主业舞台机械增长将放缓：我们认为公司在疫情期间新签订单、收入及利润仍呈现稳定增态势，体现出公司优异的管理经营能力。伴随国家政策支持及疫情放开，预计无论是下游招标数量还是公司项目交付速度都将大幅提升，此外海外业务也有望成为公司新时期发展的重要增长点。
- 2) 市场对公司数艺科技及运营业务存在低估：我们认为公司已由单一的文体旅装备提供商，发展为“文体旅装备”和“文体旅运营服务”双轮驱动的综合方案解决商。公司文体场馆运营、文旅演艺、体育赛事运营等服务性收入占比后续持续提升，盈利能力更高的数艺科技业务也保持高增长态势、我们认为公司新业务商业模式可以对标风语筑、锋尚文化及宋城演艺。公司数艺科技和文体场馆运营、文旅演艺两块业务的估值存在很大的提升空间。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 下游文体旅等场馆招标数量大幅回升；
- 2) 公司国内外重要合同签订；
- 3) 场馆运营及文旅演出业务收入、利润提升；
- 4) 文旅出行人数快速修复

● 投资风险

- 1) 文化及体育场馆新增建设和不及预期；
- 2) 文旅服务业务开拓不及预期；
- 3) 消费及旅游出行复苏不及预期

正文目录

1 集文、体、旅一体装备服务综合解决方案提供商	6
1.1 以高端制造能力为核心，纵向发展一体化解决方案.....	6
1.2 公司一致行动人持股 34%，各类子公司协同发展.....	6
1.3 提供集成解决方案，打造“创意策划+科技智造”业务模式.....	8
1.4 主营业务增长稳健，数艺业务及场馆运营前景广阔.....	9
2 行业分析：扩大内需+发力基建，推动文体旅产业扩容	12
2.1 文化产业：国内待建场馆众多，有望成为经济增长新动力.....	12
2.2 体育产业：人均体育面积亟需提升，行业发展风头正劲.....	14
2.3 文旅产业：受益消费复苏，旅游人数有望迎来大幅反弹.....	18
3 公司分析：打造集文体旅科技装备和赋能服务的平台型公司	20
3.1 文体科技装备：公司技术、品牌、资质优势显著.....	20
3.1.1 产业链概况：经验资源丰富，已建立全产业链的业务布局.....	20
3.1.2 竞争格局：公司龙头地位突出，产业链集成能力是破局关键.....	20
3.1.3 竞争优势：深耕行业数十年，整体解决方案全国领先.....	21
3.2 数艺科技：“创意策划”+“技术增强”引领文旅呈现方式.....	23
3.2.1 数艺科技：应有场景广阔，打造数字化特色呈现方式.....	23
3.2.2 数艺科技典型案例：海口国际免税城中庭.....	24
3.3 文体场馆运营：发挥平台优势转型运营，服务性收入占比持续提升.....	25
3.3.1 场馆运营渐入佳境，在手项目已达 15 个.....	25
3.3.2 依托运营经验，横向拓展文旅演艺及赛事运营.....	27
3.4 轨交设备：实施名配角战略，拓宽产品矩阵.....	28
3.4.1 轨交行业：2022 年累计轨交线路超 1 万公里，5 年 CAGR15%.....	28
3.4.2 轨交装备业务：以内装为基础，发展轨道座椅、铁路装备.....	28
4 核心逻辑：景气度回升+转型运营，业绩估值有望双提升	30
4.1 转型运营：服务性收入占比提升，商业模式对标风语筑、锋尚文化、宋城演艺.....	31
4.2 下游景气度回升：受益政策支持+消费复苏，新签订单有望加速.....	34
5 盈利预测及估值	36
5.1 盈利预测：预计公司 2022-2024 净利润复合增速为 15%.....	36
5.2 投资建议：看好公司 ROE 及服务性收入占比提升，给予“买入”评级.....	38
6 风险提示	39

图表目录

图 1: 公司 1991 年成立, 至今发展已超 30 年	6
图 2: 公司实控人为一致行动人丰华及其配偶子女, 合计持股比例近 60%	7
图 3: 公司业务贯穿行业纵深, 创意策划+科技智造引领创新业务模式	8
图 4: 公司项目经营主要分为五个环节	8
图 5: 2021 年公司收入 29 亿元, 2017-2021 年 CAGR15%	9
图 6: 文体装备收入占比最高约 85%	9
图 7: 公司营业成本上升, 伴随营收增速同比增长	9
图 8: 图主业文体装备成本占比为 85%	9
图 9: 2021 年归母净利 3.9 亿元, 2017-2021 年 CAGR14%	10
图 10: 2017 年上市以来净利率稳定在 13%	10
图 11: 公司整体毛利率约 30%, 毛利净利率水平较为稳定	10
图 12: 数艺科技板块毛利率最高达 44%	10
图 13: 公司营运能力增强, 现金周转速度显著提升	11
图 14: 应收账款周转率约为 2, 存货周转率高达 7 次	11
图 15: 自 2019 年公司 ROE 触底反弹至 16%	11
图 16: 2021 资产负债率上升带动 ROE 增长至 16%	11
图 17: 2021 年国内文化产业增加值占 GDP 比重为 4.6%	12
图 18: 2018 年中国及发达国家文化产业占 GDP 比重	12
图 19: 全国文化产业表演艺术演出场次也逐步复苏	13
图 20: 全各类文化场馆细分数量情况 (单位: 个)	13
图 21: 全国人均文化设施建筑面积逐步提升	13
图 22: 强基建引领文化产业发展	13
图 23: 泛文化娱乐市场 2017-2021 年年 CAGR24%	14
图 24: 我国 2021 年体育产业总规模达到 31175 亿元	14
图 25: 体育产业总规模占国内生产总值比重持续提升	14
图 26: 中国人均体育场地面积较美日等国家仍有巨大空间	15
图 27: 2021 年中国体育场馆运营规模达 1800 亿, 2025 年有望达 3500 亿元	18
图 28: 2011-2021 年全国人均文化和旅游事业费稳步提升	18
图 29: 2011-2021 年全国文化和旅游事业费占财政总支出比重	18
图 30: 2021 国内旅游总人次 32.5 亿, 同比增长 13%	19
图 31: 公司产业链上下游情况	20
图 32: 公司承接各类场馆建设	21
图 33: 海口国际免税城“AURA 天际秘林主题中庭”(内部)	25
图 34: 海口国际免税城“AURA 天际秘林主题中庭”(外观)	25
图 35: 公司在浙江省内已有 8 处运营项目	26
图 36: 义乌大剧院公司运营后各项经营指标大幅提升	26
图 37: 《今夕共西溪》演出	28
图 38: 井冈山·星火燎原	28
图 39: 集文旅科技装备与运营服务为一体, 业绩估值有望双提升	30
图 40: 风语筑-广州市城市规划展览中心	31
图 41: 风语筑-苏州高新区规划展览馆	31
图 42: 风语筑收入结构及增速	32

图 43: 风语筑 ROE 及 PE (TTM)	32
图 44: 2022 年北京冬奥会开闭幕式创意制作	32
图 45: 2021 年上海中心全新光影科技互动沉浸式演绎天时	32
图 46: 锋尚文化在手订单	33
图 47: 锋尚文化收入及结构拆分	33
图 48: 锋尚文化盈利能力	33
图 49: 锋尚文化 ROE 及 PE (TTM)	33
图 50: 宋城千古情	34
图 51: 大丰今夕共西溪项目	34
图 52: 宋城演艺收入结构及增速	34
图 53: 宋城演艺 ROE 及 PE (TTM)	34
图 54: 受疫情影响公司总资产周转率有所下滑	35
图 55: 2022Q1-Q3 公司 ROE 水平	35
表 1: 公司全资子公司业务范围涉及国内外设备制造、文体科技设备、数艺科技以及轨道交通	7
表 2: “十三五”与“十四五”期间针对体育基础设施建设具体目标	15
表 3: “十四五规划”期间各省市体育产业计划目标	16
表 4: 全国各地支持体育产业发展的相关政策	16
表 5: 我国表演艺术行业稳步发展	19
表 6: 文体设备领域公司集中度高, 未来发展趋势是产业链集成能力	21
表 7: 公司主营业务包括智能舞台、灯音设备、智能系统、高端装饰以及活动看台	22
表 8: 公司数艺科技项目应用案例	23
表 9: 公司主要中标及运营中的文化场馆项目	26
表 10: 公司牵头中标 2022-2024 杭州马拉松赛事运营权	28
表 11: 公司轨道交通业务包括高铁列车、城轨列车、城际列车、磁悬浮列车与观光列车	29
表 12: 公司文化体育装备、数艺科技、场馆运营业务占比情况	31
表 13: 公司各业务营收预测	38
表 14: 公司 2022-2024 年业绩符合增速为 15%	39
表附录: 三大报表预测值	40

1 集文、体、旅一体装备服务综合解决方案提供商

1.1 以高端制造能力为核心，纵向发展一体化解决方案

公司成立逾 30 年，成为文、体、旅产业纵向集成化解决方案提供商。公司拥有文化科技装备、体育科技装备、数艺科技装备、文旅赋能和轨交五大业务板块。凭借在智造领域的多年资源累积，公司积极向文体旅产业链上下游拓展，开启了从高端智造向内容创意和运营服务延伸的产业创新升级之路。

公司拥有一系列专业技术中心并获得多项国家级荣誉。拥有国家企业技术中心、国家级工业设计中心等。是国家文化和科技融合示范基地、国家制造业单项冠军示范企业、国家文化出口重点企业、国家文化产业示范基地、国家体育产业示范单位、国家重点高新技术企业；多次获得詹天佑奖、鲁班奖、浙江制造品牌、浙江省政府质量奖提名奖等多项荣誉。

公司前身余姚市视听器材厂 1991 年成立，至今大丰实业成立逾 30 载。期间经历初创阶段（1991-1993）成立余姚市视听器材厂；起步阶段（1993-1996）变更成立余姚市电影电视设备公司，成立浙江大丰建筑装饰公司；成长阶段（1996-2005）成立大丰舞台灯光音响设计院，扩展文体产业；发展阶段（2005-2013）成为文体设施整体集成供应，成立大丰体育设备、大丰文体设施维保、大丰舞台设计；开拓阶段（2013-至今）规划建设大丰文体创意及装备制造产业园，且公司于 2017 年主板上市，成为文体装备第一主板上市企业。

图1：公司 1991 年成立，至今发展已超 30 年



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

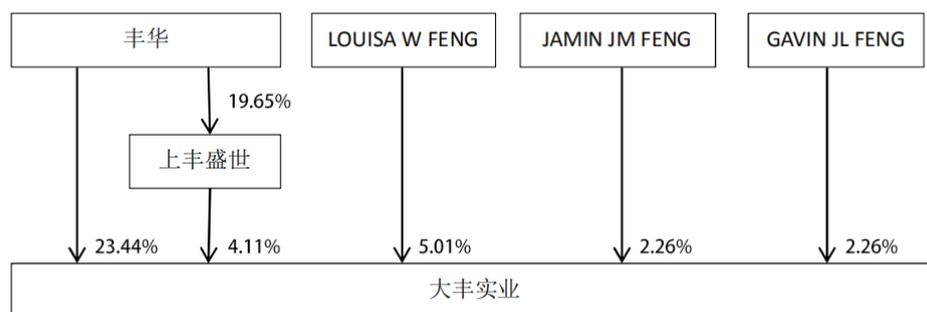
1.2 公司一致行动人持股 34%，各类子公司协同发展

公司股权结构集中，一致行动人及亲属持股比例超 50%。截至 2022 年三季度，公司实际控制人为一致行动人丰华、LOUISA WFENG、GAVIN JLFENG、JAMIN JM FENG，其中 LOUISA WFENG 为丰华的配偶，GAVIN JLFENG、JAMIN JM FENG 为丰华与 LOUISA WFENG 的儿子。上述一致行动人共直接持有大丰实业的 32.97% 的股份，通过上丰盛世间接持有大丰实业 0.81% 的股份，通过直接和间接的方式合计持有大丰实业 33.78% 的股份。公司实际控制人近三年内未发生变化。其余前十名股东均为一致行动人亲属，共计持股比例约 60%。

公司董事长丰华深耕演艺设备行业逾 20 载。丰华一直担任公司的董事长、总经理；其曾就职于余姚建筑设计院、宁波大丰装饰工程有限公司；曾荣获浙江省宣传文化系统“五

个一批”人才，是中宣部“四个一批”人才，中国舞台美术年度人物，中国演艺设备行业突出贡献人物，文化新浙商，科技新浙商等荣誉。

图2: 公司实控人为一致行动人丰华及其配偶子女，合计持股比例近 60%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司各类子公司分工明确，协同发展。负责文体科技装备及维修的子公司有：大丰舞台（文化科技装备）、香港大丰（文体科技装备）、大丰体育（体育科技装备）及大丰维保（文体装备维护）。负责声学工程、装饰的是：大丰装饰。负责数艺科技的是：大丰数艺。负责剧院运营、剧院经纪、活动策划的是大丰传媒。负责剧院运营及教育培训的是杭州丰马。负责建筑工程的是宁波启鸿。负责轨道交通装备有海内外子公司：大丰轨交、新加坡大丰交通等。

表 1: 公司全资子公司业务范围涉及国内外设备制造、文体科技设备、数艺科技以及轨道交通

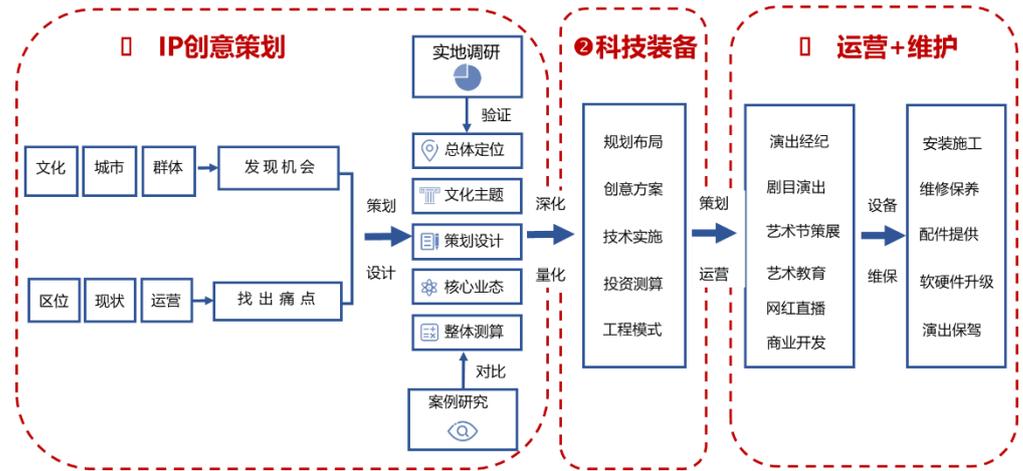
子公司	直接持股 (%)	间接持股 (%)	业务内容
大丰装饰	100	-	声学工程、装饰
大丰体育	100	-	体育科技装备
大丰舞台	100	-	文化科技装备
大丰维保	100	-	文体装备维护
大丰轨交	77.77	13.89	轨道交通装备
四明湖	90	-	PPP 项目管理
宁海大丰	90	-	PPP 项目管理
大丰传媒	100	-	剧院运营、剧院经纪、活动策划
香港大丰	100	-	文体科技装备
大丰数艺	100	-	数字艺术科技
松阳大丰	100	-	PPP 项目管理
宁波启鸿	100	-	建筑工程等
丹江口大丰	85	-	PPP 项目管理
杭州丰马	-	100	剧院运营及教育培训
新加坡大丰控股	100	-	文化科技装备
新加坡大丰交通	-	100	轨道交通装备

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 提供集成解决方案，打造“创意策划+科技智造”业务模式

公司为行业整体纵向集合解决方案商。成立至今已超 30 年，成长为集文体旅创新科技和文体旅赋能服务于一体的平台企业。近年来，公司积极向文体旅产业链上下游拓展，开启了从高端智造向内容创意和运营服务延伸的产业创新升级之路。随着产业链逐渐完善，公司已打造了创意、科技、数字、运营四大业务平台，各平台业务纵横联合、高效融合，探索文体旅产业与数字经济相结合的创新型业务，进一步提升产业链高度。

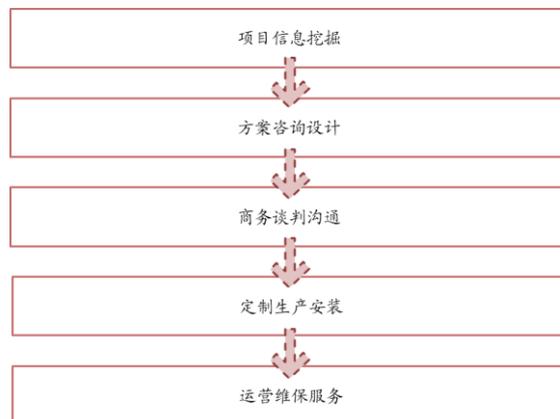
图3：公司业务贯穿行业纵深，创意策划+科技智造引领创新业务模式



资料来源：公司宣传册，浙商证券研究所

公司经营模式从项目挖掘开始，其次进行方案咨询设计，再沟通谈判招投标，中标后进行定制生产，最后提供运营维保服务。公司主要客户面向政府及相关行业，大部分项目具有较强的个性化需求。因此，需要具备快速挖掘整合用户需求，提供创意策划方案和技术实现方案，并快速进行产品定制设计、生产安装及调试的整体交付与运营能力。目前，公司已经建立了完整的业务服务体系，尤其具备国家重大文体旅项目的紧急交付能力和运营保障能力。

图4：公司项目经营主要分为五个环节



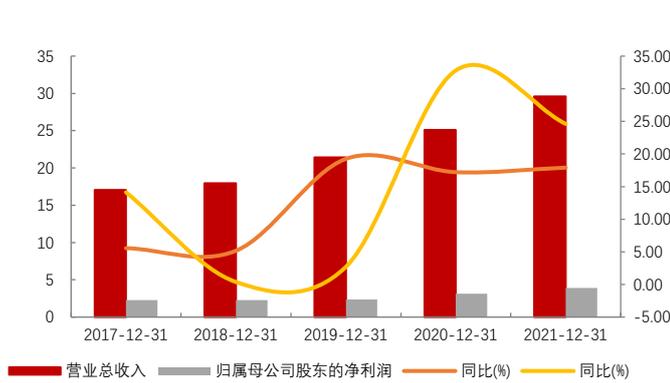
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4 主营业务增长稳健，数艺业务及场馆运营前景广阔

公司2021年营收29.6亿元，同比增长18%，自上市以来2017-2021年CAGR为15%。近五年公司营收规模从17亿元增长至30亿元，五年分别同比增长6%、5%、19%、17%及18%。

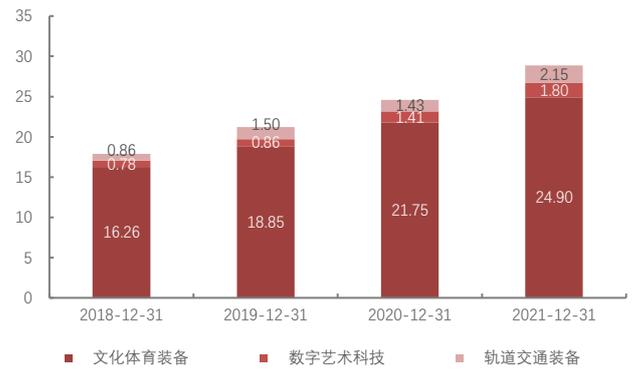
公司营收分三大板块，文体装备、数字艺术科技以及轨道交通设备。近三年，文体设备板块同比增长16%、15%、14%；数艺科技板块同比增长10%、64%、28%；轨道交通业务同比增长74%、-5%、50%，后续伴随前期已经签订的订单确认收入以及数艺板块疫情后复苏，公司业务有望放量。

图5：2021年公司收入29亿元，2017-2021年CAGR15%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

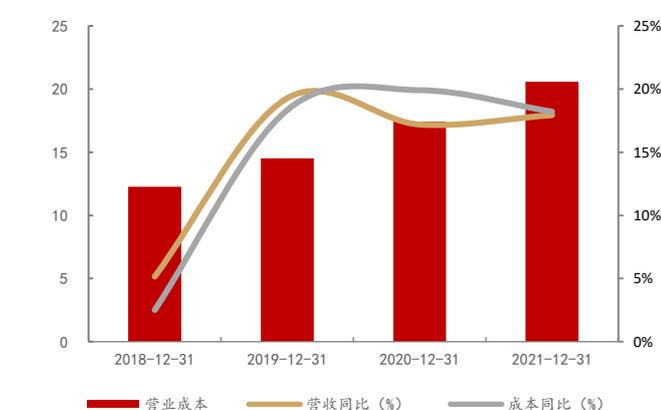
图6：文体装备收入占比最高约85%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

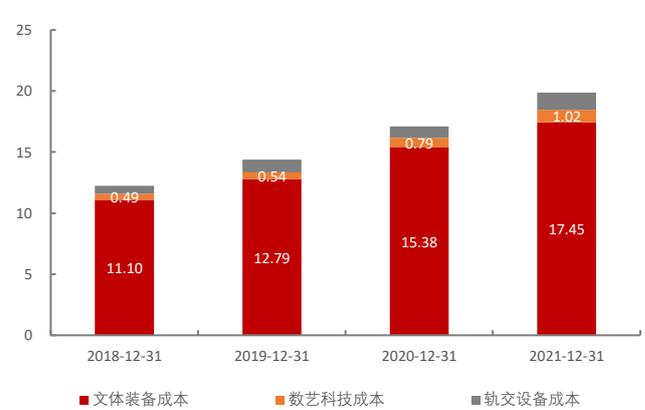
疫情背景下，公司营收及盈利能力皆稳定增长，助力新业务拓展。近三年，公司营业成本分别为15亿元、17亿元及21亿元，同比增长18%、20%与18%，其中文体设备板块成本同比增长15%、20%、13%；数艺科技板块成本同比增长10%、46%与29%；轨道交通板块成本同比增长62%、-10%与50%。近三年成本增速与营收增速保持同步，公司业务稳步增长。其中数艺科技板块投入增长较大，未来将有能力持续满足市场对于文旅数字艺术发展的需求。

图7：公司营业成本上升，伴随营收增速同比增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

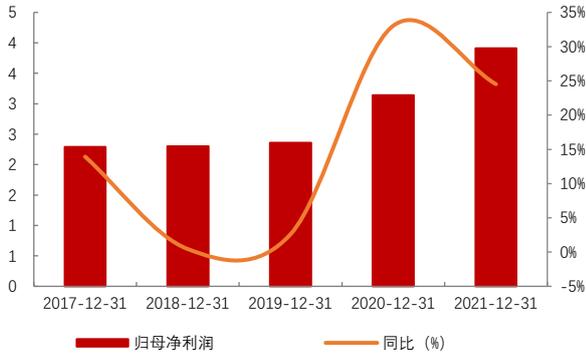
图8：图主业文体装备成本占比为85%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2021年疫情期间克服不利因素，实现归母净利3.9亿元，同比增长25%，净利率13%。公司近五年归母净利率保持在13%利润中枢附近。近五年，公司归母净利润分别为2.3亿元、2.3亿元、2.4亿元、3.1亿元及3.91亿元，同比增长14%、0%、3%、33%及25%，五年复合增速14%。

图9：2021年归母净利3.9亿元，2017-2021年CAGR14%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

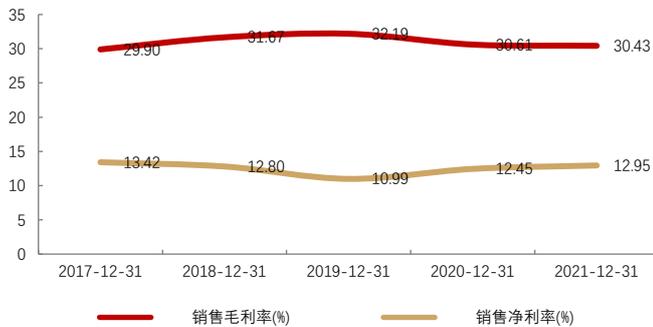
图10：2017年上市以来净利率稳定在13%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

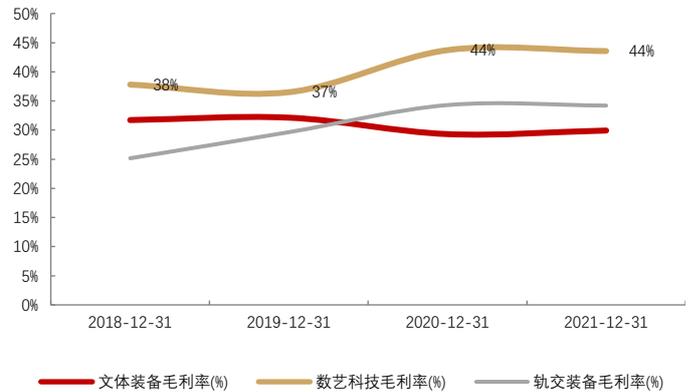
公司整体毛利率约30%，数艺科技板块毛利率最高超40%。2019-2021年公司毛利率分别为32%、31%、30%，公司业务持续增加，近几年毛利率保持稳定。未来将逐步提高市占率，做好客户服务，为后续业务打下坚实基础。

图11：公司整体毛利率约30%，毛利净利率水平较为稳定



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

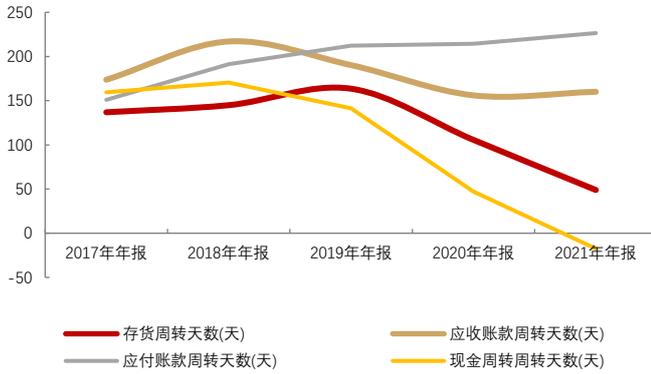
图12：数艺科技板块毛利率最高达44%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

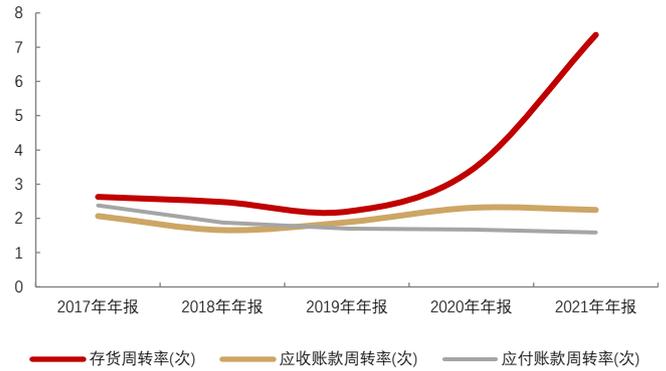
公司业务话语权逐步增强，应收与存货周转速度显著提升，应付账款周转速度减缓。公司不断优化交付配置，交付速度与存货周转速度都屡创新高。未来公司继续优化人员配置、交付管理、扩展业务至下游场馆运营等，有望进一步提升周转周期。同时，公司对于上游客户应付账款账期不断加长，公司议价能力不断提升。

图13: 公司营运能力增强, 现金周转速度显著提升



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

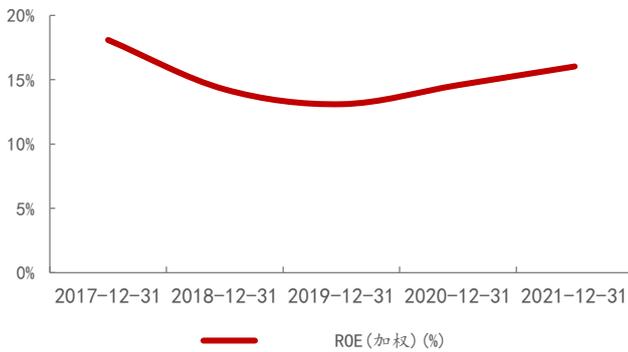
图14: 应收账款周转率约为2, 存货周转率高达7次



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

2019年-2021年公司 ROE 上升至 16%，得益于公司各项指标均稳步增长。2017-2019年公司 ROE 水平下降主要是由于资产负债率的下降。公司积极克服疫情带来的不利因素，市场扩展，公司营收水平扩大、盈利水平稳步提升，公司 ROE 水平上升至 16%。

图15: 自 2019 年公司 ROE 触底反弹至 16%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图16: 2021 资产负债率上升带动 ROE 增长至 16%



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所 (黑体字为 2021 年数据, 红体字为 2022 年数据)

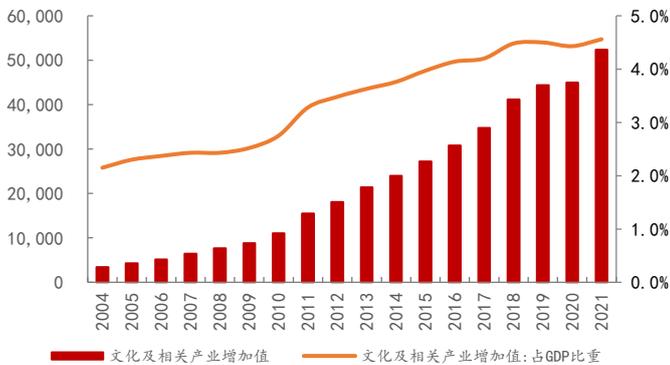
2 行业分析：扩大内需+发力基建，推动文体旅产业扩容

文化产业受益人均收入、消费能力提升及国家政策支持，有望持续蓬勃发展。2021 年中国文化及相关产业增加值达到 52385 亿元，同比增长 17%，占 GDP 的比重为 4.6%，比上年提高 0.13 个百分点。2011-2021 年国内文化及相关产业增加值 CAGR 约为 38%，增长迅速。

欧美发达国家文化产业占 GDP 比重普遍超 15%，对比国内目前仍不足 5%。文化产业占比高的国家中，2018 年中国文化产业增加值占 GDP 份额为 4.3%，而美国是 28%左右，日本不到 20%，欧洲平均在 10%-15%之间，韩国高于 15%。

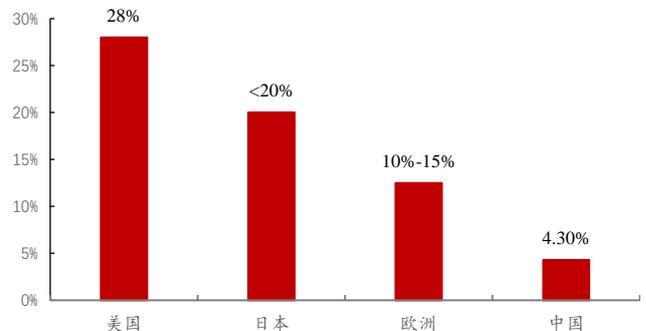
日本文化产业规模在 2000 年超过日本汽车工业的产值。韩国文化创意产业出口每增加 100 美元，就会带动 412 美元的韩国商品出口增长，被称为“四倍效应”。和发达国家欧美日对比，我国的文化产业发展空间仍然十分广阔。

图17：2021 年国内文化产业增加值占 GDP 比重为 4.6%



资料来源：文旅部、浙商证券研究所

图18：2018 年中国及发达国家文化产业占 GDP 比重



资料来源：商务部、浙商证券研究所

2.1 文化产业：国内待建场馆众多，有望成为经济增长新动力

“十三五”期间国内文化和旅游产业逐步迈上新台阶，2011-2021 年全国文艺演出场次 CAGR 为 4.2%。根据文旅部的《2021 年文化和旅游发展统计公报》显示，2021 年末，全国共有艺术表演场馆 3093 个，比上年末增加 323 个；观众坐席数 253.4 万个，同比增长 34.9%。全年艺术表演场馆共演映 107.0 万场，比上年增长 82%；观众 11209.2 万人次，同比增长 84.8%。

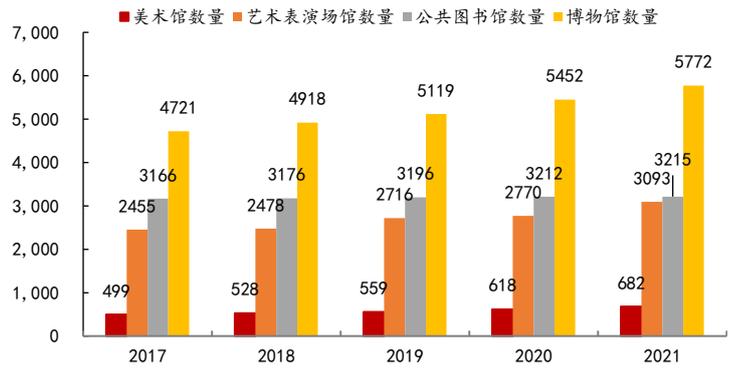
“十四五”期间文化设施及文化场馆的发展空间大。根据文化和旅游部的《“十四五”文化产业发展规划》，预计到 2025 年全国各类文化设施数量（公共图书馆、文化馆站、美术馆、博物馆、艺术演出场所）达到 7.7 万，文化设施年服务人次达到 48 亿次。“十四五”期间国家提出 7 方面主要任务。要求大力支持发展旅游演艺、国家文化公园、博物馆、图书馆、版图馆等各类项目，此类泛文化场馆的普及将成为未来五年文化产业建设的主旋律。

图19: 全国文化产业表演艺术演出场次也逐步复苏



资料来源: 文旅部、浙商证券研究所

图20: 全各类文化场馆细分数量情况(单位: 个)



资料来源: 文旅部、浙商证券研究所

人均文化设施建筑面积逐步提升, 待建及更新文化设施数量众多, 市场潜力仍大。2021年全国平均每万人群众文化设施建筑面积352.1平方米, 同比增长6.3%。全国3218个行政区, 目前仍有大量区县未建设大型文化场馆和准型体育场馆。

文化产业带动经济增长, 我们认为扩大内需和加强基础建设有望成为2023年经济发展的重点方向。根据国家统计局数据, 截至2022年11月, 我国文化艺术业务固定资产投资完成额累计同比为12.4%, 2022年下半年受疫情反复影响有所回落。预计2023年国家将加大对文化艺术相关基础设施领域的投资支持, 文体旅产业链有望从中受益, 尤其是以公司为代表的提供文体设施以及配套场馆运营的公司。

以日本等发达国家经济发展历程为例, 预计后续文化产业有望成为带动经济增长的重要力量。1990~2001年的日本经济, 经历了10年的经济停滞增长, 低景气状态。但日本文化产业却继续保持了高速增长态势, 成为日本经济效益最好的产业。1995~2002年日本的文化产业增长率为58%, 同期名义GDP增长率为-0.5%。

图21: 全国人均文化设施建筑面积逐步提升



资料来源: wind、国家统计局、浙商证券研究所

图22: 强基建引领文化产业发展

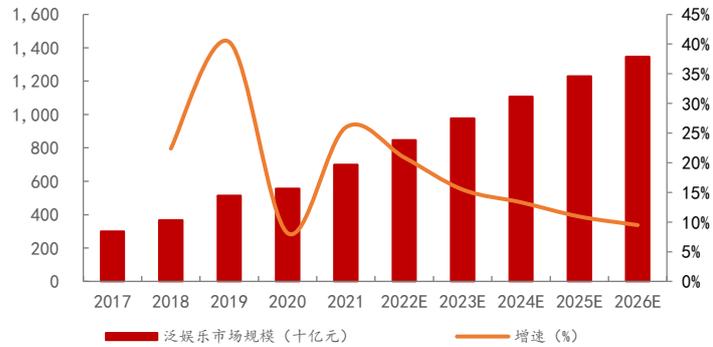


资料来源: wind、国家统计局、浙商证券研究所

泛娱乐文体空间兴起, 文化体育装备市场扩容, 2017-2021年CAGR达24%。根据弗若斯特沙利文测算: 受益于中国居民文化娱乐内容人均支出增长的推动, 泛文化娱乐产业市场规模由2017年2992亿元增长至2021年约7003亿元, 年复合增长率约24%。

泛文化娱乐市场未来趋势重在以 IP 为核心的发展策略。以 IP 为核心发展，优势在于高质量的 IP 以及高质量的 IP 运营能力。我们认为未来泛文化娱乐市场将以 IP 为核心，吸引更多的受众群体，行业内市场参与者竞争力也应向此方向提高自己竞争力，实现商业价值的最大化。因此，未来开发更多高质量 IP 将有望成为主流策略发展战略。

图23: 泛文化娱乐市场 2017-2021 年年 CAGR24%



资料来源：弗若斯特沙利文、乐华娱乐招股书、浙商证券研究所

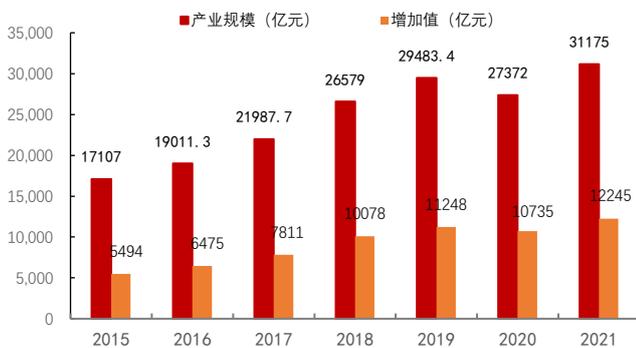
2.2 体育产业：人均体育面积亟需提升，行业发展风头正劲

体育健身产业风头正劲，预计到 2025 年中国体育产业规模将达到 5 万亿元。伴随居民消费能力提升和对健康的日益重视，体育产业已成为有活力、拉动型的朝阳产业。十四五规划要求 2025 年我国体育产业总规模达到 5 万亿元，产业增加值占国内生产总值比重达到 2%，居民体育消费总规模超过 2.8 万亿元，从业人员超过 800 万人。

2021 年全国体育产业总规模达 3.1 万亿元，2015-2021 年复合增速为 11%。国家统计局数据显示，2021 年全国体育产业总规模为 31175 亿元，增加值为 12245 亿元。体育产业总产出相交 2020 年同比增长 13.9%。2015-2020 年，中国体育消费市场稳步增长。

对比发达国家体育产业规模，我国仍有很大提升空间。我国体育产业总产值占 GDP 比重逐年增加，2012 年体育产业总产值占比仅为 0.6%，2019 年已增长至 1.1%，但距离发达国家普遍 2%-3% 的 GDP 占比仍有很大成长空间。

图24: 我国 2021 年体育产业总规模达到 31175 亿元



资料来源：wind、国家统计局、浙商证券研究所

图25: 体育产业总规模占国内生产总值比重持续提升



资料来源：wind、国家统计局、浙商证券研究所

根据体育产业“十四五”规划要求：人均体育场地面积要从 2020 年底的 2.2 平方米增加到 2.6 平方米，经常参加体育锻炼人数比例要从 2020 年底的 37.2% 增长到 38.5%。十三五期间，我国体育基础设施增幅显著，已提前达成人均体育场地面积目标。

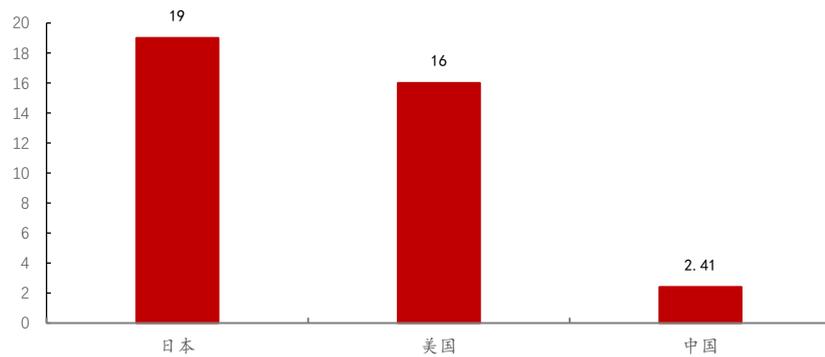
表 2: “十三五”与“十四五”期间针对体育基础设施建设具体目标

指标	人均体育场地面积	全民健身活动中心
“十三五”	1.8 平方米	新建县级全民健身活动中心 500 个、乡镇健身设施 15000 个、城市社区多功能运动场 10000 个
“十四五”	2.6 平方米	支持新建或改扩建 2000 个以上体育公园、全民健身中心、公共体育场、健身步道、户外运动公共服务设施等

资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

我国人均体育技术设施水平，相较发达国家仍有显著提升空间。尽管我国人均体育场地面积逐年递增，但仍远低于美日等发达国家。截至 2021 年底，我国人均体育场地面积为 2.4 平方米，而世界发达国家的人均场地平均水平约为 7 平方米左右，中国人均场地面积尚有 4.8 平方米左右的差距。同美国、日本的差距则更为明显，美国人均体育场地面积约 16 平方米，日本为 19 平方米。国内体育场地建设仍有很大的发展潜力。

图 26: 中国人均体育场地面积较美日等国家仍有巨大空间



资料来源：wind、国家统计局、浙商证券研究所

“十四五”规划推动全国范围各省市体育产业建设，提升人均体育运动面积。已多个全国重点城市为例：北京市预计人均体育场地达到 2.8 平方米；上海要求体育产值总规模 2025 年比 2022 年翻一番，人均场地面积达 2.6 平方米；江西省要求人均体育场地面积达到 2.6 平方米；山东省要求届时人均体育场地面积达到 2.7 平方米。

表 3: “十四五规划”期间各省市体育产业计划目标

城市	计划目标
北京市	构建高水平全民健身公共服务体系，到 2025 年全市经常参与体育锻炼的人数比例达到 53%；补足群众身边健身运动场地设施短板，人均体育场地面积达到 2.82 平方米以上，每万人拥有足球场地数量达到 1.25 块。
上海市	到 2025 年基本建成全球著名体育城市，体育产业总规模比 2020 年翻一番，体育产业增加值占全市 GDP 的比重达 2%左右；年度重大体育赛事经济影响达 200 亿元左右；拥有一批国际体育组织办事机构和体育跨国公司地区总部；经常参加体育锻炼人数比例达到 46%以上，人均场地面积达到 2.6 平方米左右。
江西省	到 2025 年，人民群众的体育健身意识、素养和体质健康水平持续提高，更高水平的全民健身公共服务体系进一步完善，人均体育场地面积达到 2.6 平方米，经常参加锻炼人数比例达到 38.5%，每万人拥有足球场地数达到 0.9 块。
山东省	全民健身公共服务体系进一步完善，经常参加体育锻炼人数比例达到 42%以上；人均体育场地面积达到 2.7 平方米以上；体育产业规模保持全国领先，达到 6000 亿元以上，增加值占全省 GDP 的比重接近 2%。

资料来源：政府官网、浙商证券研究所整理

各地相关政策进一步扩充体育场馆装备市场空间。《全民健身计划（2021-2025 年）》将体育场地设施建设摆在突出位置，为体育装备市场带来新的机遇。《京张体育文化旅游带建设规划》规划了大型赛事后场馆的运营方向，将凸显未来场馆运营的重要性。

同时国内城市积极承办国际、洲际各大单项赛事与综合性运动会，新场馆建设、老旧场馆改造，对体育场馆装备的需求也将增多。关于全民健身、农村体育、户外运动与体育促进消费紧密挂钩，将进一步扩体育场馆装备的市场空间。

表 4: 全国各地支持体育产业发展的相关政策

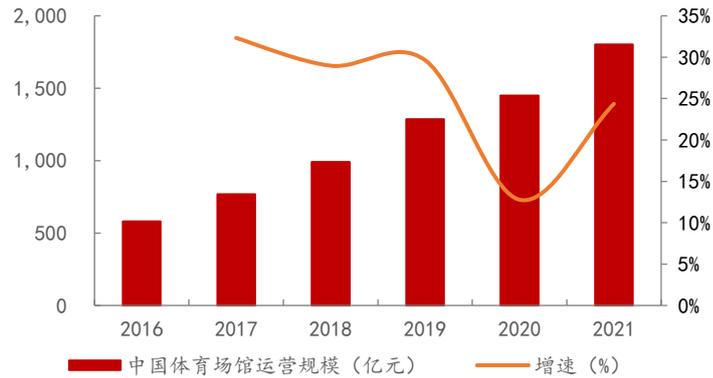
主题	政策名称	时间	内容
关于体育产业市场规模	《国务院关于加强发展体育产业，促进体育消费的若干意见》	2014 年	提出了非常明确的经济指标，到 2025 年我国体育市场规模将达到 5 万亿元
关于全民健身	《全民健身计划（2021-2025 年）》	2018 年	将体育场地设施建设摆在突出位置，为体育装备市场带来新的机遇。
关于体育文化旅游建设	《京张体育文化旅游带建设规划》	2022 年	《规划》明确了 5 个发展定位，即奥运场馆赛后利用国际典范、国际冰雪运动与休闲旅游胜地、全民健身公共服务体系建设示范区、体育文化旅游产业融合发展样板、京津冀绿色发展示范区，并在此基础上提出了 2025 年和 2035 年的建设目标。

关于全民健身	《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	2022 年	《意见》指出，到 2025 年，更高水平的全民健身公共服务体系基本建立， 人均体育场地面积达到 2.6 平方米，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5% ；到 2035 年，与社会主义现代化国家相适应的全民健身公共服务体系全面建立，经常参加体育锻炼人数比例达到 45%以上
关于农村体育	《关于推进“十四五”农民体育高质量发展的指导意见》	2022 年	《意见》提出，到 2025 年，农村青年普遍掌握 1-2 项运动技能， 农村人均体育场地面积接近全国平均水平 ；农民体育健身赛事模式不断创新，乡村社会体育指导员培养培训力度持续加大。
关于体育促消费	《关于体育助力稳经济促消费激活活力的工作方案》	2022 年	从加大助企纾困力度和加大体育产品供给两个维度提出落实纾困政策、减免相关费用、加快资金执行、优化政府采购、降低融资成本、加大示范支持、 加大赛事供给 、丰富健身活动、吸引群众参与、推动场馆开放、优化体育彩票品种结构、加快投资建设、深化融合发展、 促进体育消费、带动体育就业 等 15 条共 42 项具体举措
关于户外运动产业	《户外运动产业发展规划（2022-2025 年）》	2022 年	提出了优化户外运动产业发展环境、完善户外运动产业发展布局、优化户外运动产业结构、丰富户外运动产品供给、 释放户外运动消费潜力 、强化户外运动服务支持等任务

资料来源：政府官网、浙商证券研究所整理

随着体育场馆的基建完善，体育场馆运营将成为发展趋势。假如以《国务院关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见》要求，到 2025 年我国体育市场规模达到 5 万亿元预计，以美国体育产业结构中体育场馆运营占 7% 计算，届时预计我国场馆运营市场规模将达到 3500 亿元。随着我国体育产业结构的不断优化，大众健身场馆的增加，市场化运营挖掘出更大消费需求，场馆运营服务在体育产业中的占比有望进一步增加。

图27： 2021年中国体育场馆运营规模达1800亿，2025年有望达3500亿元



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

2.3 文旅产业：受益消费复苏，旅游人数有望迎来大幅反弹

文旅事业费占财政总支出比不断提升，2021年占比达0.46%。2021年全国文化和旅游事业费1132.9亿元，比上年增加44.6亿元，增长4.1%；全国人均文化和旅游事业费80.2元，比上年增加3.1元，增长4%。文化和旅游事业费占财政总支出的比重为0.46%，比上年提高0.02个百分点。随着疫情后线下接触式消费复苏，我们认为文旅事业费占财政支出比例将会不断提升。

图28： 2011-2021年全国人均文化和旅游事业费稳步提升



资料来源：文旅部、浙商证券研究所

图29： 2011-2021年全国文化和旅游事业费占财政总支出比重



资料来源：文旅部、浙商证券研究所

根据文旅部数据，2021年，国内旅游总人次32.5亿，同比增长12.8%。国内旅游收入（旅游总消费）2.9亿元，同比增长31%（恢复到2019年收入的51%）。我们预计伴随疫情防控政策调整，旅游人次及旅游收入将会迅速回升至疫情前水平，且旅游新产品新业态将成为旅游业复苏重要抓手。

图30: 2021 国内旅游总人次 32.5 亿, 同比增长 13%



资料来源: 文旅部、浙商证券研究所

以创意设计为核心, 拥有大型国事文化演出活动丰富经验的公司将成为稀缺资源。旅游演艺的体量不断增加, 同质化严重, 很多文旅产品都是经典作品形式上的再创作。创意设计成为竞争优势核心。我们认为全新概念文旅演艺产品具有超越性、颠覆性, 随着旅游市场的复苏, 同时拥有设施打造以及创意设计能力的经验丰富公司将脱颖而出。

表 5: 我国表演艺术行业稳步发展

规划	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全国艺术表演团体演出收入 (亿元)	93.93	120.86	147.68	152.27	126.78	86.63	112.99
全国艺术表演团体观众人次 (亿人次)	9.58	11.81	12.47	11.76	12.3	8.93	9.28
全国艺术表演团体演出场次 (万场)	210.78	230.6	293.57	312.46	296.8	225.61	232.53
全国艺术表演团体从业人员 (万人)	30.18	33.29	40.3	41.64	41.25	43.69	45.33
全国艺术表演团体数量 (个)	10787	12301	15742	17123	17795	17581	18370

资料来源: 《中华人民共和国文化和旅游部 2021 年文化和旅游发展统计公报》、浙商证券研究所

3 公司分析：打造集文体旅科技装备和赋能服务的平台型公司

公司已发展为“文体旅创新科技”和“文体旅赋能服务”双轮驱动的平台型企业。核心业务包括：智能舞台、座椅、灯音工程等核心产品的研发、智造与安装；为高端智能文体场馆（含智慧物联网和数字平台）、文体旅城市核心地标、泛文体综合体（多馆合一）的咨询规划、投资与建设运营等行业整体解决方案；文体旅产业策划咨询、特色文体活动（文化节、艺术节和赛事）、品牌 IP 策划推广、文化大数据及运营等服务。

3.1 文体科技装备：公司技术、品牌、资质优势显著

公司传统业务为文体科技设备，重点参与文化体育场馆建设中的各个环节设备，贡献营收比重超 80%。我们预计受益疫后线下接触式场景的恢复以及下游文体场馆新建需求带动，文体科技装备业务将迎来需求带动下的稳定增长。

3.1.1 产业链概况：经验资源丰富，已建立全产业链的业务布局

公司已经建立了全产业链的业务布局以及完备的业务体系。具备文化、体育和旅游行业的策划、创意、智造、投资、运营全产业链、全生命周期优势，能为客户提供完整的行业解决方案，减少内部沟通成本，提升响应速度，确保创意和艺术的完美落地，在重大项目或紧急项目的保障方面具有明显的竞争优势。

未来参与产业链上游的规划、创意、节目制作与下游的场馆运营、经纪、票务等，是公司未来发展的方向与必由之路。以演艺秀的舞台为例，从前期的规划设计开始，到导演组的创意，到舞美的设计实现，到后期的演出、调试、改造与维护，公司都深入参与、提供有力的技术与创新支持，公司在此过程中也积累了异常丰富的人脉资源与合作伙伴。

图31：公司产业链上下游情况



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

3.1.2 竞争格局：公司龙头地位突出，产业链集成能力是破局关键

公司行业龙头地位突出，提供行业领先的文体科技设备和完整的产业链集成能力。文体设施产业集中度相对较高，演艺设备对系统性、完整性、安全性要求较高，主营业务收入或资产规模排名较前的企业，大多具备研发设计与系统集成能力较强或劳动密集型产品生产规模较大的特点。文体设备产业未来发展趋势强调企业的技术能力与产业链集成能力。公司集创意设计、制造安装与交付运营于一体，企业竞争力不断增强。

表 6: 文体设备领域公司集中度高, 未来发展趋势是产业链集成能力

企业名称	成立时间	主营业务	经典案例
浙江大丰实业股份有限公司	1991 年	“设计+制造+安装+售后”业务经营模式, 主营业务包括智能舞台、建筑声学工程、公共装饰、座椅看台	央视春晚、国家体育场-鸟巢、杭州金沙湖大剧院、今夕共西溪
北京北特圣迪科技发展有限公司	2004 年	舞台机械工程、舞台灯光工程、舞台音响工程、音视频工程、水效工程等)、电视演播工程、军工类项目、开合屋顶、其他非标机电工程	冬奥会、冬残奥、秦文化演艺馆
北京东方舞台科技有限公司	2004 年	剧院舞台工艺设计、非标设备研究开发、加工制造、系统集成、安装调试直至剧院专项售后维保的完整产业链	国家大剧院、重庆大剧院、无锡灵山梵宫、北京天桥演艺中心、新疆大剧院
甘肃工大舞台技术工程有限公司	1978 年	在剧场舞台设计咨询、舞台机械、灯光、音响、幕布、背景音乐等舞台系列工程建设方面经验丰富	敦煌大剧院、解放军歌剧院、长春国际会展中心
浙江舞台设计研究院有限公司	1971 年	承接灯光、音响、机械、电影、投影、空调、会议、舞台地板整体技术工程的设计、安装、调试。	北京人民大会堂、中国戏曲学院

资料来源: 招股说明书、公司官网、浙商证券研究所

3.1.3 竞争优势: 深耕行业数十年, 整体解决方案全国领先

公司文体设施设备主要涉及泛文化场馆, 拥有各大主会场、剧场建设的实战经验。公司提供的解决方案包括智能舞台、灯音视频、智能系统、高端装饰、活动看台以及公共座椅。经典案例包括央视春晚(连续 24 年)、新中央电视台大剧院, G20 杭州峰会、上海世博会、迪拜世博会、世界互联网大会以及中国前 20 大剧院的 16 座。

公司研发专业优势深厚, 核心设备基本来自自主研发。公司核心业务主要为智能舞台、灯光系统、会议系统以及座椅看台, 其中仅灯光为对外采购, 其余均为自主研发。公司研发能力位居行业一流, 整体累计专利超 1000 项、发明专利 190 项。

图 32: 公司承接各类场馆建设



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

公司文体装备业务主要包括：**智能舞台、灯音系统、智能系统、高端装饰、活动看台以及公共座椅。**

智能舞台方面：自主研发的以柔性齿条升降装置为代表的几十项核心技术，打破国际垄断，开启智能舞台升降技术的国产化之路。

灯音视频系统方面：集先进的灯具、音响、视频系统于一体，采用了国际上流行的安全模式，实现超百个灯光音响工程的完美交付。

智能系统方面：拥有自主研发的舞台专用的运动控制系统，是国内舞台行业唯一获得TUV认证的符合 SIL3 标准的安全控制系统，比国内现行系统更可靠、更安全。

高端装饰方面：主要为声学装饰与幕墙装饰，声学装饰拥有领先的音质涉及，幕墙装饰包括单元式、石材、玻璃、铝合金幕墙等，集幕墙设计、生产制作、施工安装于一体。

活动看台方面：拥有数十个品种，被列入国家火炬计划。看台伸展时呈阶梯形，回缩后占极少空间，实现一馆多用。适用于电视台演播室、多功能厅、体育场馆等场所

公共座椅方面：拥有 7 大系列，600 多个品种，广泛用于大剧院、演播厅、音乐厅、报告厅等场所。

表 7: 公司主营业务包括智能舞台、灯音设备、智能系统、高端装饰以及活动看台

产品	图示	设备构成	技术特色	经典案例
智能舞台		台上设备、台下设备、控制系统、舞台地板和舞台幕布	<p>国际首创：柔性齿条升降系统、整体履带行走反声罩等。</p> <p>国内首创：万向智能车转台系统、于 5G 频段的无线遥控轨道飞行器、4D 动感科幻体感椅系统、大型 LED 移动屏系统等</p> <p>其他先进技术：水中安全防护技术、超便携式移动单点吊机、超大型多维度组合活动看台等。</p>	广西文化艺术中心、江苏大剧院、陕西大剧院、海峡文化艺术中心
灯音视频		灯光系统、音响系统、视频系统	灯光控制台支持 WYSIWYG 软件，使灯光师将演出现程序事先作预案；	长沙梅溪湖国际文化艺术中心、河南文化艺术中心、江苏大剧院、浙江音乐学院
智能系统		操作层、控制层以及驱动层	<p>自主研发 DAFENG STACON 是国内首家舞台控制系统获得国际权威机构 TUV 颁发的 SIL3 安全认证；</p> <p>国内首创激光导航无线万向车台控制技术、演出效果呈现总控技术、6 自由度机械臂控制系统等；</p> <p>国内首套空间轨迹特技飞行控制系统；</p>	
高端装饰		声学装饰以及幕墙装饰	具有国家建筑装修装饰工程专业承包一级资质、建筑装饰专项工程设计甲级资质、建筑幕墙工程设计与施工一级资质。	延安大剧院、贵州凉都大剧院、宁波文化广场大剧院
活动看台		座椅、伸缩台、安全防护装置、床架	自研可伸缩活动看台，中间接力轮与 PLC 控制；现代 WIFI 技术无线控制技术；活动看台横向、万向移动功能。	吉林全民健身中心、广州体育馆、上海船厂剧院
公共座椅			美学设计、工学设计、安全设计、环保设计、功能设计、视线设计、力学设计、声学设计	非盟会议中心、海峡文化艺术中心、江苏大剧院、杭州奥体中心

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

3.2 数艺科技：“创意策划”+“技术增强”引领文旅呈现方式

在《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》中国家明确提出“推动文化数字化装备的规模化生产和应用”，公司拥有首屈一指的声光电业务，配合一流机械设备，在数艺科技发展方向拥有良好基础布局。

公司打造了“策划创意+设计建设+运营管理”的全产业生态链，通过业内极具经验的创意策划团队，运用 AR、VR、MR 等技术手段，打造沉浸式演艺空间与画面。依靠强大的技术优势、创意深化能力和行业整合落地能力，实现国际顶级艺术创想与国内文商旅场景革新的深度对话。

3.2.1 数艺科技：应有场景广阔，打造数字化特色呈现方式

数艺科技业务由公司全资子公司-浙江大丰数艺科技进行运营。主要运用增强现实（AR）、虚拟现实（VR）、混合现实（MR）、全息、裸眼 3D、智能、光影、音效、互动等国际前沿手段，为客户提供策划、创意、导演、设计、建设、运营、管理、管理等整体集成解决方案和专业化定制式服务。经典案例包括：雅加达亚运会闭幕式“杭州时间”、冬奥会开闭幕式、无锡拈花湾动态雕塑、杭州《今夕共西溪》等。

数艺科技业务重点在于结合地区人文文化与城市景观打造数字化呈现方式。通过展演打造城市 IP、重构升级城市夜间经济以及景区文旅融合：

1、文化综合体与城市光影文化提升。挖掘城市文化价值、探寻空间驱动力量建设城市创新地标，实现空间与业态的完美融合。通过展演融合的模式突破以往策展形式，创造沉浸式新型文化综合体。经典案例：中免海口免税城主题中庭项目。

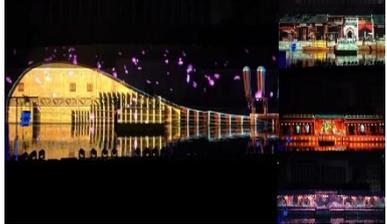
2、历史文化街区复兴与夜间经济。科技赋能+运营管理升级，打破传统城市亮化的工程设计，通过空间创意和业态创新，实现多业态融合，重构产业经济生态。

3、景区提升与文化小镇开发。转变传统线性思路，升级为“运营前置-策划设计-工程深化-建设实施”的矩阵式提升建设模式。强调实景演艺、影视视觉艺术、装置艺术、综合水景、互动体验、特效等手段的综合创新能力。经典案例：室内全息演艺宁海《十里红妆》项目。

其他典型案例还有：北京冬奥会主火炬、雅加达亚运会闭幕式“杭州时间”、无锡拈花湾动态雕塑、临安苕溪光影秀、厦门星际酒吧、厦门“白鹭水秀”、济南“大明湖秀”等。

表 8：公司数艺科技项目应用案例

经典案例	项目时间	项目特色	图示
厦门海沧湖白鹭水秀 —亚洲最大水幕投影秀	2017 年	180*80 米震撼的水幕投影效果，48 台顶级投影机。投影视频充分结合海沧湖的滨海特色，以喷泉为主，水幕和焰火配合表演	
雅加达亚运会—“杭州时间”智能舞屏	2018 年	“会跳舞的机器人”基于人工智能独创的仿生控制系统，开创了 4 节机械臂的多轴联动机器人技术，通过 3D 动画模拟驱动 54 个轴运行的空间控制曲线，实时呈现“所见即所得”的效果	

厦门星际酒吧	2018年	通过多媒体机械组合舞台，多维化演绎出“椭圆星系”、“星云穿梭”、“战舰降临”三个震撼场面	
“意象凤城”泰州盐税博物馆—裸眼 3D 投影秀	2018年	以泰州盐税博物馆为载体，运用先进的裸眼 3D 手法，打造台州特色夜游景观	
济南大明湖水秀	2018年	水秀场地，40 层楼高的喷泉，表演场景由灯光、古船、浮台、烟火、水幕、喷泉、纱幕等营造，打造出穿越古今的“泉城夜宴”	
国庆 70 周年大典浙江彩车	2019年	智能机械、AI 控制、声学设计、光导纤维等新技术、新工艺的运用，将传统非物质文化遗产的彩车工艺和现代科学技术紧密结合	
印象南京·雅颂金陵—南京中华门光影秀	2019年	以技术手段搭建新的成像载体，复原城墙门楼，将投影秀的优势和特点最大化	
无锡“拈花一笑”	2020年	核心景观雕塑“拈花一笑”由 8 根形态各异的空间 S 曲线柱配合平均分布的 45 个花片在平面内平移旋转组成一个 18 米高的人体造型动态雕塑	

资料来源：公司官网、浙商证券研究院

3.2.2 数艺科技典型案例：海口国际免税城中庭

2022 年 10 月 28 日，公司数艺科技协助打造的首个文商旅综合体中的数字秘境-海口国际免税城主题中庭奇幻开幕。

海口国际免税城，是以“免税+文旅”双轮驱动旅游零售综合体。作为全球最大的单体免税店，目前已有超过 800 个国际国内知名品牌入驻，通过综合性免税购物与度假型商业街区的有机组合，旨在打造中国商业项目的新标杆、世界旅游零售的新名片。

海口免税城“AURA 天际秘林主题中庭”项目主要包括主题中庭装置（地面树、百合树冠、悬浮叶冠、光明之树、屏幕主题、月亮桥、树鹿、主题柱、地面座椅、复杂扶壁树、主题座椅、飞天梯等）的结构、包装、灯光、音视频及媒体交互等专业的深化设计、加工、制作、供应及安装，是目前国内多专业交错融合先驱实践者。

项目采用声、光、电等元素，从感官互动、自然生态、大比例雕塑、多媒体演出四个部分层层推进故事叙述并振奋体验者的感官，最终呈现出美轮美奂的沉浸式演艺。公司作为全球领先的文体旅产业整体集成方案解决商，依靠强大的技术优势、创意深化能力和行业整合落地能力，运用多种高科技手段，引领商业消费场景的蜕变性转型。

图33: 海口国际免税城“ Aura 天际秘林主题中庭”(内部)



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图34: 海口国际免税城“ Aura 天际秘林主题中庭”(外观)



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

3.3 文体场馆运营: 发挥平台优势转型运营, 服务性收入占比持续提升

文化场馆运营逐步走向市场化运营方式。文化场馆一般是由政府相关部门投建与运营, 主要具有公益性质。但由于官方性质的投建与运营存在建设与管理分离的问题, 导致文化场馆缺乏自己的独有优势, 当地性、人文性都没有充分体现, 专业运营能力不足导致场馆的发展不充分, 目前市场化的文化场馆运营方式占比逐渐提升。

公司依靠自身优势积极转型, 切入运营端。公司利用在文体旅行业的创意-策划-设计-智造-投资-运营的全产业链和全生命周期优势, 积极整合产业资源和客户资源。依托公司的技术创新、管理体系和品牌业绩优势, 在重点区域积极推动 EPC+O (建设+运营) 的业务模式。

3.3.1 场馆运营渐入佳境, 在手项目已达 15 个

子公司大丰文化传媒成立于 2017 年, 专注以剧院为核心的文化综合体的综合运营管理模式。打造前期规划、剧场设计、剧场装修, 剧场运营, 剧目内容五位一体管理模式, 依托剧院平台, 打造剧目演出、艺术节策展、艺术教育、艺术商业开发的全产业链公司。

公司目前在运营的文体和旅游类项目已达 15 个, 预计未来两年内新开业项目超过 30 个。公司集策划、创意、智造、投资、运营于一体, 为城市提供充满创意的文体旅整体解决方案, 深度发掘当地文化底蕴, 提升城市品位和影响力, 促进高质量可持续发展。我们认为公司具备丰富的运营管理服务经验, 通过承接多个场馆的运营, 发挥资源和规模优势, 实现各个场馆展演内容联动、营销联动, 降本增效, 打造爆款 IP。

图35: 公司在浙江省内已有 8 处运营项目



资料来源: 公司公众号、浙商证券研究所

图36: 义乌大剧院公司运营后各项经营指标大幅提升



资料来源: 公司公众号、浙商证券研究所

场馆运营在手项目充足, 接连中标管理运营大单。公司 2021 年成功中标杭州金沙湖大剧院约 8000 万元运营服务。2022 年 6 月继 2021 年中标温州高新文化广场舞舞台集成项目后。又中标该项目 1.1 亿元的运营服务。2022 年 12 月, 最新中标杭州亚运会展厅运营管理服务项目。目前中标运营项目包括: 杭州金沙湖大剧院、义乌文化广场剧院、温州平阳文化艺术中心、天津滨海演艺中心、杭州亚运会展厅等。

截止 2022 年 6 月, 公司在浙江省内已有 8 处面向消费者的文旅运营项目。未来, 公司将继续以城市为单位, 积极拓展城市公共文体旅地标的运营权, 实现场馆联动、营销联动、宣传联动、内容联动的矩阵效应。

公司运营赋能后实现高投入回报比, 以义乌大剧院为例:义乌文化广场剧院通过公司的运营赋能年均举办各类演出和艺术活动近 200 场, 增幅逐年提升。年均累计接待和服务观众 10 万余人次, 较未入驻期间增长 300%; 场均上座率达 69%, 较未入驻期间增长 40%; 观众服务满意度平均达 98% 以上。公司管理运营后, 义乌文化广场剧院已能与一线城市剧院比肩, 成为国内演出和活动年均达到 200 场以上的剧院之一, 服务质量和社会反响远超平均值。

表 9: 公司主要中标及运营中的文化场馆项目

经典案例	项目简介	合同金额
杭州金沙湖大剧院	剧院总建筑面积 44141 m ² , 其中大剧场 1365 座、多功能厅 500 座、商业 3000 m ² 。是浙江省规格和档次最高、功能最齐全的文化表演中心之一。	~8000 万
义乌文化广场剧院	近 900 座的中大综合型剧场; 配备摄影棚、化妆间、排练厅及商业等配套设施。年均累计接待和服务观众 10 万余人次, 较未入驻期间增长 300%; 场均上座率达 69%, 较未入驻期间增长 40%; 观众服务满意度平均达 98% 以上。	

温州平阳文化艺术中心

全国前十大最具影响力、浙江省内规模第二的文化综合体。管理面积超过 18 万 m²。内含 1230 座大剧院、13000 m²全民健身中心、图书馆、科技馆、博物馆、青少年活动中心、商业广场等公共业态。



温州高新文化广场

温州高新文化广场，总建筑面积 79516 平方米，包含 1200 座大剧院、300 座多功能厅的文化中心、青少年教育学习的活动中心和集卫生服务、商业、社区文化活动用房等功能于一体的社区配套中心。

合同金额 1.125 亿元



天津滨海演艺中心

天津滨海演艺中心，建筑面积 2.4 万平方米，场馆内分别设计了 1031 座的歌剧厅和 304 座多功能实验剧场，各项技术设施先进完备。



杭州临平大剧院

临平大剧院是浙江省规模最大、功能最全、设施最完善、建设标准定位最高的大型公益性文化建筑之一，建筑高 39.6 米，总用地面积 79.4 亩，分为 1200 座大剧场、500 座小剧场。



杭州亚运会展厅

位于杭州奥体中心体育场地下一层，亚运会展厅管理区域总面积约 6100 m²，其中开放展区建筑面积约 5400 m²，办公用房面积约 200 m²，藏品库房面积约 500 m²。



资料来源：公司公众号、公司官网、浙商证券研究所

3.3.2 依托运营经验，横向拓展文旅演艺及赛事运营

子公司丰云文旅投资专注文旅融合运营服务，打造了一系列经典景区夜游剧目。主要业务包括：文旅项目（文旅小镇、运动康养小镇、田园综合体、全域旅游）整合开发运营服务；文化演艺项目创意制作运营服务；城市和景区数艺科技（夜游）项目创意制作集成服务；文旅衍生产品研发营销四大板块。**经典案例：今夕共西溪、井冈山·星火燎原。**

2022 年 5 月，公司投资 1.5 亿元打造《今夕共西溪》文旅演出，在杭州西溪湿地国家公园洪园景区拉开序幕。《今夕共西溪》是杭州西溪国家湿地公园建成以来投资最大的文旅融合项目。该项目在巧妙借用湿地合理利用区的自然实景基础上，通过行为艺术、音乐、歌曲、舞蹈、吟诵、戏剧等艺术融合表演形式，再以艺术灯光、全息音响系统、喷泉、雾森、全息投影、仿真技术、多媒体控制等高科技呈现形式，将西溪的美、人文的雅、科技的炫完美融合，为观众呈现一场具有国内创新标杆意义的江南美学浸润大戏。

图37: 《今夕共西溪》演出



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图38: 井冈山·星火燎原



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

体育赛事运营也逐渐成为新的发展机遇。大丰牵头联合体获得2022-2024杭州马拉松赛事运营权, 作为赛事运营方发挥“马拉松+”“+马拉松”的赋能效应, 充分挖掘并利用杭城独特的资源禀赋、深厚文化底蕴和领先的产业优势, 探索城市文化与体育赛事之间的最佳契合点, 向跑者和赛事参与者提供有特色、有内核的城市马拉松赛事。

表 10: 公司牵头中标 2022-2024 杭州马拉松赛事运营权

经典案例	项目简介
<p>2022-2024 杭州马拉松赛事运营权</p> 	<p>经公开招标, 大丰作为牵头单位联合浙江广电交旅传媒、赛格智美, 以联合体方式获得 2022 年到 2024 年杭州马拉松赛事运营权。</p>

资料来源: 公司公众号、浙商证券研究所

3.4 轨交设备: 实施名配角战略, 拓宽产品矩阵

3.4.1 轨交行业: 2022 年累计轨交线路超 1 万公里, 5 年 CAGR15%

根据中国城市轨道交通协会数据: 2022 年中国内地累计轨道交通线路达到 10292 公里 (其中: 地铁 8013 公里, 占比 78%), 新增城轨交通运营线路长度 1085 公里。2022 年累计轨道交通运营长度较 2017 年底的 5033 公里增长 105%, 2017-2022 五年复合增速为 15%。

2022 年国内地共计新增运营线路 25 条, 新开后通段或既有线路的延伸段 25 段, 新开通运营车站 622 座。我国城轨智能化发展也迈出了重要的步伐, 实现了“十四五”城轨行业高质量发展的良好开局。

3.4.2 轨交装备业务: 以内装为基础, 发展轨道座椅、铁路装备

子公司大丰轨道交通装备专注轨道交通行业的配套装备业务。浙江大丰轨道交通装备有限公司是中国轨道交通行业新兴的装备研发制造企业, 是浙江省规模大, 实力强的轨道车辆整体内饰、座椅生产企业。公司年配套能力 2000 辆车, 公司生产规模, 装备实力, 研发能力以及试验检测能力, 均处于行业领先地位。

轨道交通装备业务为城轨、城际、高铁、普铁车辆配套、轨道工艺设备、旅游观光车提供设计研发、系统集成产品和服务。公司轨道交通装备以内装为基础，以轨道座椅、铁路装备为重点发展方向，与中车长客、四方、浦镇、株机、唐客、大连机车，以及阿尔斯通、庞巴迪建立了长期的战略合作关系，坚定不移的实施名配角战略。

目前公司已承接 CRH 动车，宁波、杭州、广州、武汉、重庆、昆明、贵阳等地铁，长沙磁悬浮，以及印度、巴西、阿根廷、菲律宾等国内外轨道交通项目。

表 11: 公司轨道交通业务包括高铁列车、城轨列车、城际列车、磁悬浮列车与观光列车

种类	承接项目	
	CRH 动车	海外高铁
高铁列车		
城轨列车	宁波地铁 2 号线、3 号线 	杭州地铁 1 号线、2 号线 
城际列车	CRH 城际列车 	城际列车设备 
磁悬浮列车	凤凰磁悬浮列车 	长沙磁悬浮列车 
观光列车	丽江旅游观光有轨电车 	

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

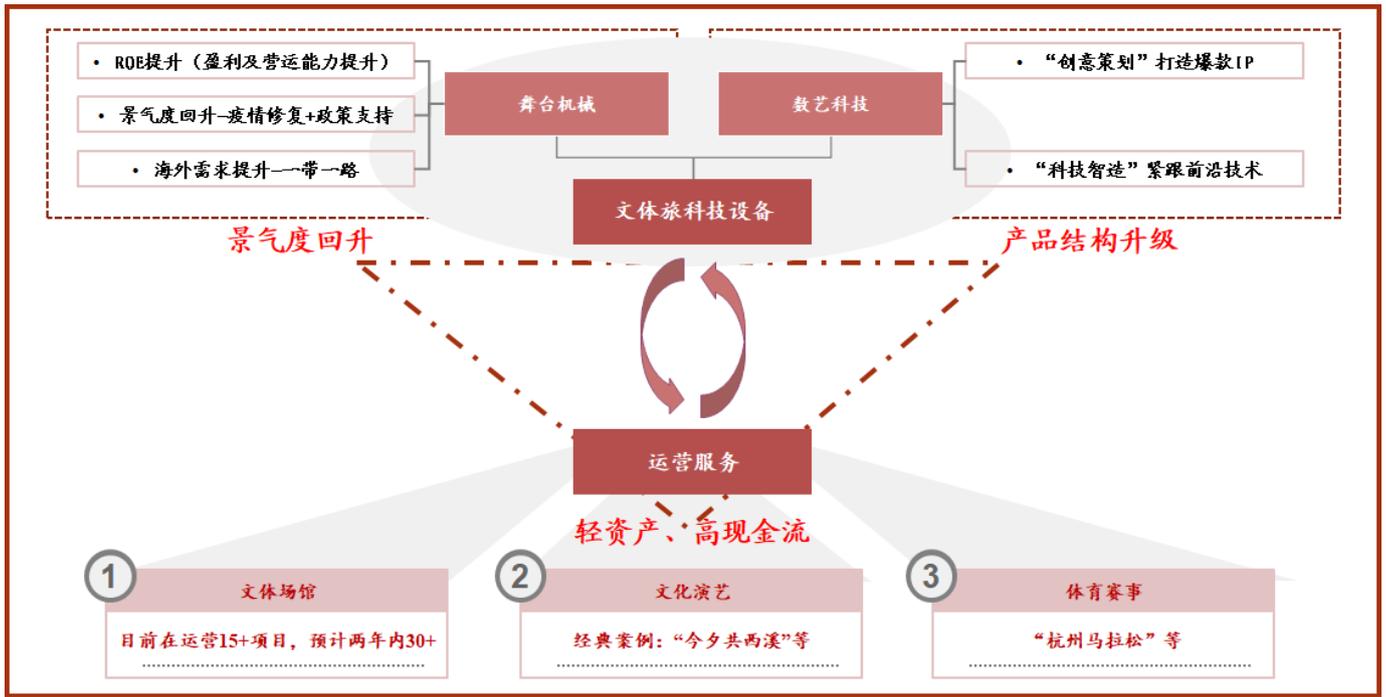
4 核心逻辑：景气度回升+转型运营，业绩估值有望双提升

我们认为 2023 年公司有望迎来业绩修复和估值提升的戴维斯双击机会。

业绩修复：我们预计公司 2023 年新增订单、营业收入及 ROE 水平相较 2022 年都将有较大幅度改善：1) 传统主业有望受益政策支持+下游景气度回升带来的新订单增长。2) 人货恢复正常流动后，场馆建设进度加快和施工成本降低，带来的盈利能力和营运能力提升。3) 盈利能力更强的数艺科技业务收入占比有望加速。4) 场馆运营及文旅演出业务受益消费复苏和出行人数恢复，业绩有望大幅改善。5) 海外业务伴随国家“一带一路”走出去战略有望提升。

估值提升：公司已由单一的文体旅装备提供商，发展为“文体旅装备”和“文体旅运营服务”双轮驱动的文体旅产业综合方案解决商。文体场馆运营、维保，文旅演出、体育赛事运营等服务性收入占比持续提升。预计 2023 年公司文化场馆运营业务带来的服务性收入占比有望提升至总营收的 5%，毛利润占比提升至整体毛利润的 6%，到 2025 年收入占比持续提升至 12%，毛利润占比提升至 15%。此外公司盈利能力较高的数艺科技业务预计将保持高增长态势，并且新设展览展示团队，进一步布局城市文化数字化体验空间业务。预计 2023 年公司数艺科技业务营收占比有望提升至总营收的 16%，毛利润占比提升至整体毛利润的 21%，到 2025 年收入占比持续提升至 18%，毛利润占比提升至 22%。

图39：集文体旅科技装备与运营服务为一体，业绩估值有望双提升



资料来源：浙商证券研究所

我们认为公司数艺科技商业模式可以对标风语筑及锋尚文化；文旅演出及场馆运营业务可对标宋城演艺。公司数艺科技和文体场馆运营、文旅演出两块业务的估值存在很大的提升空间。

表 12: 公司文化体育装备、数艺科技、场馆运营业务占比情况

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
文化体育装备	收入(百万元)	1626	1885	2175	2490	2365	2649	3020	3473
	毛利率(%)	32%	32%	29%	30%	28%	30%	31%	32%
	收入占比(%)	91%	88%	87%	84%	79%	74%	70%	65%
	毛利占比(%)	91%	88%	83%	83%	77%	68%	63%	58%
数艺科技	收入(百万元)	78	86	141	180	396	554	748	973
	毛利率(%)	38	37	44	44	43%	44%	44%	44%
	收入占比(%)	4%	4%	6%	6%	13%	16%	17%	18%
	毛利占比(%)	5%	5%	8%	9%	19%	21%	25%	22%
场馆运营及文旅演出	收入(百万元)	3	15	39	68	70	161	322	612
	毛利率(%)	44	48	45	4	-17%	46%	46%	47%
	收入占比(%)	0.1%	0.7%	1.6%	2.3%	2.4%	4.5%	7.5%	11.5%
	毛利占比(%)	0.2%	1.1%	2.3%	0.3%	-1.3%	6.2%	10.0%	15.0%
总收入(百万元)	1795	2141	2509	2959	2988	3560	4323	5314	
整体毛利润(百万元)	450	569	689	768	879	1185	1491	1896	

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4.1 转型运营: 服务性收入占比提升, 商业模式对标风语筑、锋尚文化、宋城演艺

风语筑为中国数字科技应用领域龙头企业。致力于数字新媒体技术研发及数字内容生产、分发与管理。依托公司强大的创意、设计和内容制作能力, 结合长年积累的CG特效、人机交互、裸眼3D、全息影像、5G云XR、AI人工智能、大数据可视化等关键技术手段, 公司的产品及系统广泛应用于政务服务、城市文化体验、数字展示、文化旅游、广电MCN、新零售体验及数字艺术消费等众多领域。力争成为全球新媒体数字科技的超前引领者及优质数字内容全渠道服务商。

图40: 风语筑-广州市城市规划展览中心



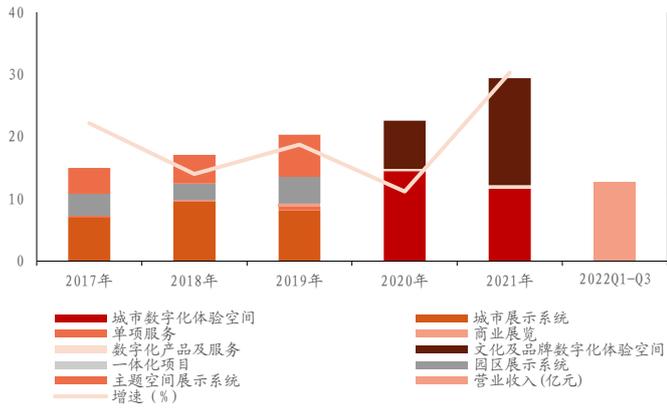
资料来源: 风语筑官网、浙商证券研究所

图41: 风语筑-苏州高新区规划展览馆



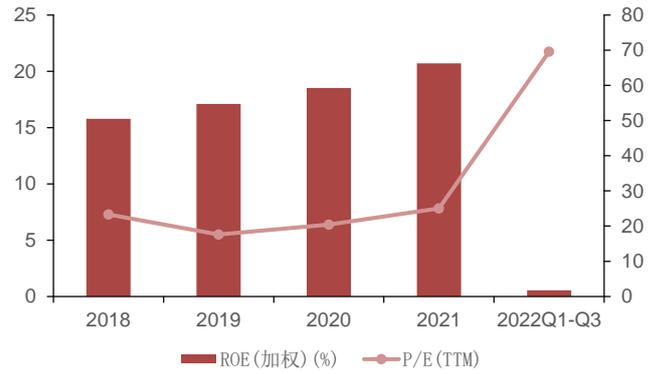
资料来源: 风语筑官网、浙商证券研究所

图42: 风语筑收入结构及增速



资料来源: 风语筑公司公告、浙商证券研究所

图43: 风语筑 ROE 及 PE (TTM)

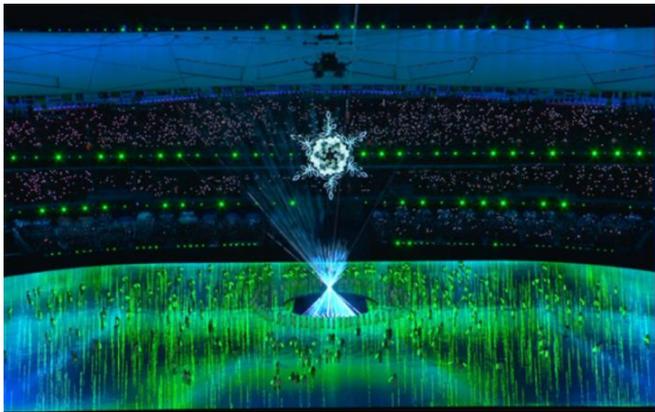


资料来源: 风语筑公司公告、浙商证券研究所

锋尚文化是以创意设计为核心的专业文化创意企业，主营业务涵盖文化演艺、创新文旅、互娱科技三大领域。主要从事：1) 国内外文化演艺活动的策划、艺术创意设计、制作；2) 剧院演出场所灯光音响工程设计、制作、器材租赁等业务；其中包括国家级大型活动灯光工程、地标性景观灯光秀、大型项目水秀灯光秀、舞台演出灯光设计和制作、器材租赁等。

基于母公司锋尚设计院+锋尚规划院的创意孵化载体，以演出、文旅、互娱、商务拓展、工程管理五大事业部为核心支撑，形成“五部二院”协同式业务体系，实现项目从投资招商、战略规划、创意设计、制作施工到运营维保的全域式、一体化经营模式。

图44: 2022年北京冬奥会开闭幕式创意制作



资料来源: 锋尚文化官网、浙商证券研究所

图45: 2021年上海中心全新光影科技互动沉浸式演绎天时



资料来源: 锋尚文化官网、浙商证券研究所

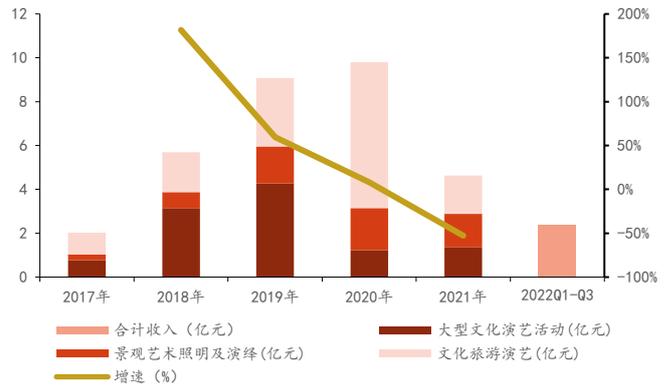
截止2022年6月，锋尚中标和签约北京2022年冬奥会开闭幕式、上海跨年晚会、陕西省运会、甘肃省运会等重大项目合同额累计1.97亿元，总计在手订单8.3亿元。2022年7月，中标“咪咕公司2022年世界杯音乐盛典项目”，负责整体内容创意设计、制作、虚拟空间场景/人物形象制作、负云观演体验以及游戏内容制作等。

图46: 锋尚文化在手订单

	金额(万元)	项目周期
大型文化演艺	55,302.72	约 6-12 个月
文化旅游演艺	2,916.50	约 12-24 个月
景观艺术照明	24,475.76	约 12-24 个月
合计	82,694.98	

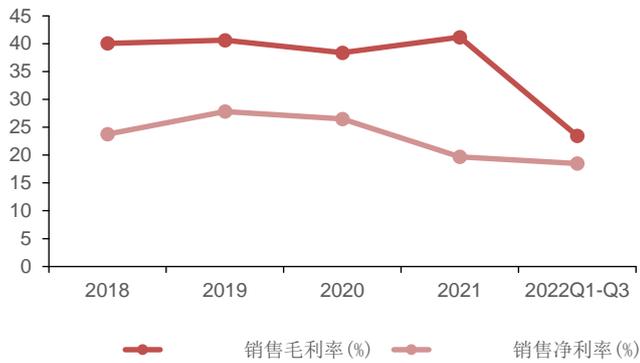
资料来源: 锋尚文化公告、浙商证券研究所

图47: 锋尚文化收入及结构拆分



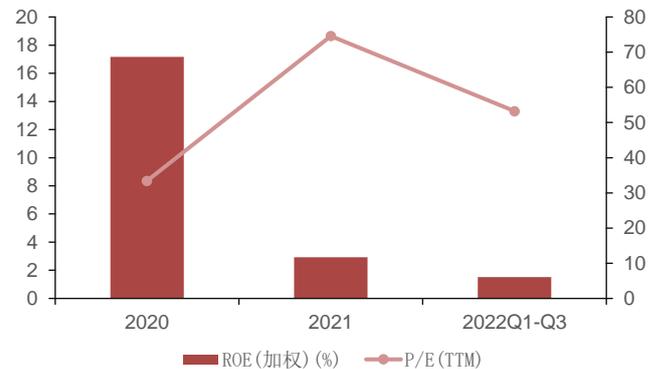
资料来源: 锋尚文化公告、浙商证券研究所

图48: 锋尚文化盈利能力



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图49: 锋尚文化 ROE 及 PE (TTM)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

宋城演艺为全球主题公园集团十强企业，主营业务包括现场演艺和旅游服务业务。

现场演艺业务: 独创“主题公园+文化演艺”的经营模式，依托“宋城”和“千古情”两大品牌，以主题公园等特定场景为载体，提供以多种演艺剧目为核心的优质文旅产品。已经开业的项目包括杭州宋城、三亚、丽江、九寨、桂林、上海等千古情景区等，并储备了一批在建待建项目。

旅游服务业务: 包括轻资产输出业务和网络票务销售业务。轻资产输出由公司向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务，收取一揽子服务费用及受托经营管理费，已经开业运营的轻资产输出项目有炭河古城、宜春明月千古情景区和郑州黄帝千古情景区。

图50: 宋城千古情



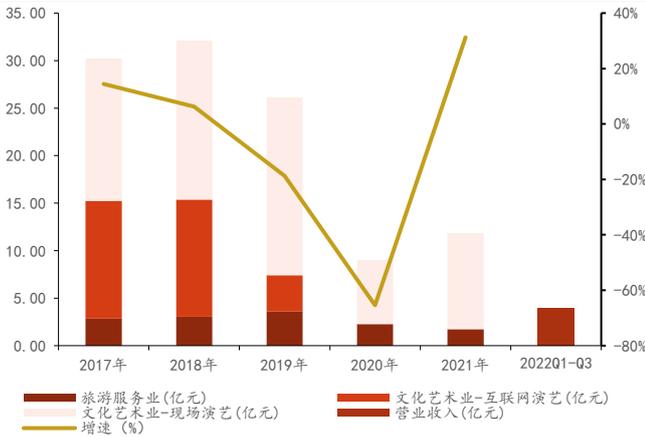
资料来源: 宋城演艺官网、浙商证券研究所

图51: 大丰今夕共西溪项目



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图52: 宋城演艺收入结构及增速



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图53: 宋城演艺 ROE 及 PE (TTM)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

4.2 下游景气度回升: 受益政策支持+消费复苏, 新签订单有望加速

伴随疫情防控政策放开, 我们判断公司下游景气度将受益消费复苏及国家政策支持大幅回升。公司下游的文化、体育等文体旅场馆建设作为人民群众基本的公共服务设施, 既满足人民群众日益增长的文化消费需求, 又对固定增产投资拉动 GDP 增长有着积极的正向作用, 预计在“十四五期间”文体旅场馆新增建设仍具备很大提升空间。

政策层面, 国务院印发的《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》明确强调 2035 年国内消费和投资规模再上新台阶, 基本公共服务实现均等化, 全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展等目标:

一、消费领域积极发展服务消费:

1) 扩大文化和旅游消费。推进优质文化资源开发, 推动中华优秀传统文化创造性转化、创新性发展。鼓励文化文物单位扩大优质文化产品和服务供给。大力发展度假休闲旅游。拓展多样化、个性化、定制化旅游产品和服务。

2) 促进群众体育消费。深入实施全民健身战略,建设国家步道体系,推动体育公园建设。以足球、篮球等职业体育为抓手,提升体育赛事活动质量和消费者观感、体验度,促进竞赛表演产业扩容升级。发展在线健身、线上赛事等新业态等。

二、投资领域强调推进重点领域补短板投资:

1) 完善社会民生基础设施。提升县级公共文化设施水平,加强广播电视传输覆盖等设施建设。加快高品质、各具特色的旅游景区、度假区、休闲街区建设。提升体育场地设施水平,持续改善群众身边健身设施。

公司 2022 年 12 月中标 1.05 亿深圳龙华区图书馆、群艺馆、大剧院项目舞台机械、灯光、音响设备采购及安装项目。我们判断 2022 年前三季度受疫情影响耽搁的各类文体招标项目有望重启和加速推进。

图54: 受疫情影响公司总资产周转率有所下滑



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图55: 2022Q1-Q3 公司 ROE 水平



资料来源: Wind、浙商证券研究所

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测：预计公司 2022-2024 净利润复合增速为 15%

关键假设

收入端：

- 1) 传统文化体育装备业务：**2021 年我国文化及相关产业增加值仅占 GDP 的 4.5%，远小于 2018 年美国 28% 和日本 20% 左右的 GDP 占比。2021 年我国人均体育场地面积为 2.4 平方米，远小于美国人均 16 和日本人均 19 平方米。我国人均文化、体育场馆面积亟待提升，国内文体场馆建设仍存在很大发展空间。预计 2023 年受益国家针对内需及基建政策，国内文化及体育场馆新增建设和招标数有望提升。公司文化体育装备业务有望受益政策支持、海外业务拓展、疫情解封后行业下游景气度回升带来的新订单增长而增长。综上我们预计公司传统文化体育装备业务 2022-2024 年三年营业收入增速为-5%、12%、14%。
- 2) 数艺科技业务：**近年来伴随人均消费水平提高和对民众对文旅景观设计的更高要求，城市更新与城市文化综合体升级、城市型文旅融合与夜间经济打造、景区文旅融合及提升需求不断增长。公司数字艺术科技业务为城市、全域旅游、景区特色小镇提供形象升级、文化光影秀、沉浸式艺术空间等文化创意系统解决方案。引领城市文化复兴，促进消费升级，致力于成为全球文化体验方式与文化消费新业态的创领者。国内目前各地景区升级、城市更新、商业综合体改造项目众多，行业呈高速发展。2022 年公司数艺科技新设展览展示团队，布局城市文化数字化体验空间业务，目前国内展览展示行业正在发展期，总产值保持较快增长，有着巨大的潜在市场业务。2022 年 10 月，公司于 2021 年 11 月中标的 2.33 亿海口市国际免税城主题中庭项目开业，我们认为公司后续更多订单及项目有望落地。综上我们预计公司数艺科技业务 2022-2024 年三年营业收入增速为 120%、40%、35%。
- 3) 文体场馆运营及文旅融合业务：**公司逐步向文体旅赋能延伸，锤炼泛文体场馆、景区街区、全域旅游与城市形象塑造的策划运营能力，布局长期稳定的服务型收入。实现由文体旅科技装备整体解决方案解决商向集文体旅创新科技和赋能服务合一的平台企业转变。公司采用文体旅创新科技+文体旅赋能服务的双轮驱动模式，目前在手已有 15 处文体场馆运营及文化旅游项目，截止 2022 年上半年公司在浙江省内已有 8 处面向消费者的文旅运营项目，预计未来 2 年将有 30 出文体场馆运营项目落地。未来，公司将继续以城市为单位，积极拓展城市公共文体旅地标的运营权。预计疫情解封人流回复后，剧院场馆、文化演出等门票收入及其他服务收入将大幅回升。参考公司在手项目落地运营节奏及后续新签项目增量，我们预计公司文体场馆运营及文旅融合业务 2022-2024 年三年营业收入增速为 3%、130%、100%。
- 4) 轨道交通装备业务：**国内轨道交通建设近年来维持中高速增长态势。根据中国城市轨道交通协会信息，2022 年中国内地累计轨道交通线路达到 10292 公里（其中：地铁 8013 公里，占比 78%），新增城轨交通运营线路长度 1085 公里。2022 年累计轨道交通运营长度较 2017 年底的 5033 公里增长 105%，2017-2022 五年复合增速为 15%。公司与中车长客、阿尔斯通、庞巴迪等建立了长期的战略合作关系，预计后续将保持高速增长态势。综上我们预计公司轨交装备业务 2022-2024 年三年营业收入增速为-30%、25%、20%。

盈利能力：

- 1) **文化体育装备业务:** 公司传统文化体育装备业务毛利率保持稳定, 我们预计 a) 疫情解封后, 设备施工、安装、调试进程有望加速, 毛利率预计将修复至疫情前水平; b) 随着公司市占率提升以及海外业务扩张规模效应进一步凸显。公司文化体育设备业务的毛利率将呈现稳中略升的态势。预计公司文化体育装备业务 2022-2024 三年毛利率为 28.4%、30.4%、31.6%, 同比提升-1.5pct、1pct、1.2pct。
- 2) **数艺科技业务:** 公司数艺科技业务近年来增长迅速, 下游新增及改造需求众多。公司在为城市、全域旅游、景区特色小镇提供形象升级、文化光影秀、沉浸式艺术空间等文化创意系统解决方案之外布局展览展示团队。我们预计伴随公司平台化搭建逐步升入, 依靠公司强大的技术优势、创意深化能力和行业整合落地能力, 毛利率将稳步提升。预计公司数艺科技业务 2022-2024 三年毛利率为 42.3%、43.5%、43.7%, 同比提升-1.2pct、0.2pct、0.2pct。
- 3) **文体场馆运营及文旅融合业务:** 文体场馆运营及文旅演艺业务整体盈利能力近年来受疫情影响较大。2022 年受出行旅游人数锐减影响, 预计公司文旅业务盈利能力收到冲击, 文体场馆运营门票及其他业务盈利能力也因为人流下降有所影响。预计伴随消费复苏和出行人数回升至疫情前水平, 公司场馆运营和文旅演艺业务盈利能力将大幅回升。场馆运营方面公司通过义务大剧院等场馆的运营已经积累深厚的运营经验, 预计公司未来 2 年将有 30 余个文体场馆运营项目落地。在剧目采购、剧院包装、项目推广和标准化的物业服务、场务服务、技术服务等方面可以发挥统一运营的管理和规模化优势。预计公司文体场馆运营及文旅融合业务 2022-2024 三年毛利率为-16.8%、45.7%、46.2%, 同比提升-20.6pct、62.5pct、0.5pct。
- 4) **轨道交通装备业务:** 公司轨道交通装备业务以内装为基础, 以轨道座椅、铁路装备为重点发展方向, 与中车长客、四方、浦镇、株机、唐客、大连机车, 以及阿尔斯通、庞巴迪建立了长期的战略合作关系, 坚定不移的实施名配角战略。预计后续毛利率仍将维持稳定态势, 2022-2024 三年毛利率为 33.3%、34.3%、34.6%, 同比提升-0.9pct、1.0pct、0.3pct。

综上所述我们预计 2022-2024 年公司整体营将达到 29.9、35.6 和 43.2 亿元, 同比增长 1%、19% 和 22%; 整体毛利率为 29.4%、33.3%和 34.5%。

表 13: 公司各业务营收预测

业务	分类	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
文化体育装备	收入(亿元)	16.3	18.8	21.8	24.9	23.7	26.5	30.2
	增速(%)	/	16%	15%	14%	-5%	12%	14%
	毛利率(%)	32%	32%	29%	30%	28%	30%	31%
数字艺术科技	收入(亿元)	0.8	0.9	1.4	1.8	4.0	5.5	7.5
	增速(%)	/	10%	64%	28%	120%	40%	35%
	毛利率(%)	38%	37%	44%	44%	42%	44%	44%
场馆运营及文旅演艺	收入(亿元)	0.0	0.2	0.4	0.7	0.7	1.6	3.2
	增速(%)	/	495%	154%	73%	3%	130%	100%
	毛利率(%)	44%	48%	45%	4%	-17%	46%	46%
轨道交通装备	收入(亿元)	0.9	1.5	1.4	2.1	1.5	1.9	2.3
	增速(%)	/	73%	-4%	50%	-30%	25%	20%
	毛利率(%)	25%	30%	34%	34%	33%	34%	35%
其他业务	收入(亿元)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	增速(%)	/	137%	105%	-45%	5%	10%	10%
	毛利率(%)	22%	8%	18%	12%	12%	12%	12%
合计	收入(亿元)	18.0	21.4	25.1	29.6	29.9	35.6	43.2
	增速(%)	33%	19%	17%	18%	1%	19%	22%
	毛利率(%)	32%	32%	31%	30%	29%	33%	35%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2 投资建议: 看好公司 ROE 及服务性收入占比提升, 给予“买入”评级

我们预计公司 2022-2024 年营收为 29.9、35.6 和 43.2 亿元, 同比增长 1%、19% 和 21%; 归母净利润为 3.3、4.8、5.9 亿元, 同比增长-16%、44%、24%, 对应 PE 为 18、12、10 倍。

公司为全球领先的文体旅产业综合方案解决商, 已由单一的文体旅装备提供商发展为“文体旅创新科技”和“文体旅赋能服务”双轮驱动的平台型企业。传统舞台机械设备及集成业务受益下游景气度回升、政策支持和海外收入增加, 预计将保持稳定增长态势。数艺科技业务受益消费升级和民众对文创等泛娱乐文化需求快速增长, 营收利润占比有望加速提升。服务性收入方面: 文体场馆运营业务 2025 年有望实现 30 余个场馆运营, 实现 6 亿+收入。文化演艺及体育赛事运营也将受益疫后复苏业绩大幅修复。

我们采用分部估值法: 1) 参考浩洋股份、金马游乐等消费类设备平均估值, 给予公司 2023 年传统舞台机械及集成设备 15 倍 PE, 合理市值约为 50 亿。2) 参考风语筑及锋尚文化等具备文化传媒属性公司平均估值, 给予公司 2023 年数艺科技业务 25 倍 PE, 合理市值约为 20 亿。3) 参考宋城演艺等文化运营类公司估值, 给予公司 2023 年文体场馆运营及文化演艺业务 40 倍 PE, 合理市值约 12 亿。综上采用分部估值法公司 2023 年合理市值约为 82 亿。伴随公司新业务-数艺科技板块及文体场馆运营和文旅演出等服务类收入占比持续提升, 公司潜在成长空间十分广阔。

预计公司 2022-2024 年营收为 29.9、35.6 和 43.2 亿元, 同比增长 1%、19% 和 21%; 归母净利润为 3.3、4.8、5.9 亿元, 同比增长-16%、44%、24%, 对应 PE 为 18、12、10 倍。

公司传统业务结构升级，文创及运营业务将提升服务性收入，增厚利润空间，远期成长空间广阔。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14: 公司 2022-2024 年业绩符合增速为 15%

公司名称	证券代码	归母净利润 (亿元)				PE				加权 ROE(2021)	PB (LF)
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
风语筑	603466.SH	4.4	1.4	3.9	4.9	20	63	22	18	21	4.2
锋尚文化	300860.SZ	0.9	0.7	3.9	4.7	80	99	19	16	3	2.3
平均值		2.7	1.1	3.9	4.8	50	81	21	17	12	3.2
宋城演艺	300144.SZ	3.2	1.1	9.2	13.7	121	341	42	28	4	5.2
平均值		3.2	1.1	9.2	13.7	121	341	42	28	4	5.2
金马游乐	300756.SZ	0.2	0.3	1.3	1.6	110	92	18	15	2	2.1
浩洋股份	300833.SZ	1.4	4.1	5.2	6.6	58	19	15	12	8	3.8
平均值		0.8	2.2	3.3	4.1	84	56	16	13	5	2.9
大丰实业	603081.SH	3.9	3.3	4.8	5.9	14	18	12	10	16	2.2

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 大丰实业为浙商机械预测, 其余公司为 Wind 一致预期, 截止 2023 年 2 月 6 日收盘)

6 风险提示

- 1) 文化体育场馆新增建设不及预期:** 公司主业为文化体育场馆内智能舞台、灯音系统、智能系统、高端装饰、活动看台以及公共座椅等集成装备。如果文化体育场馆新增建设较少, 则将对公司新增订单和收入的持续性产生影响。
- 2) 公司新业务开拓不及预期:** 公司新业务为数艺科技和文化场馆运营业务。数艺科技业务增长较快, 盈利能力较高。场馆运营业务未来有望带来持续性现金流, 改善公司收入结构。若公司数艺科技和文化场馆运营业务开拓不及预期则会影响公司盈利能力和估值水平。
- 3) 文化旅游复苏不及预期:** 公司文化场馆运营业务和文旅演艺业务受消费出行人次影响大。若疫情放开后文化旅游业复苏不及预期则会影响剧院和旅游项目的门票收入及其他服务性收入, 导致公司文化场馆运营和文旅演艺业务收入利润不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4220	5181	5558	6275
现金	1190	2340	2468	2629
交易性金融资产	414	0	0	0
应收账款	1578	1506	1775	2240
其它应收款	58	70	78	94
预付账款	54	54	63	74
存货	310	581	451	581
其他	616	630	723	657
非流动资产	2898	2005	2297	2510
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	6	7	6	6
固定资产	279	302	325	365
无形资产	145	149	144	141
在建工程	176	187	210	237
其他	2292	1361	1612	1760
资产总计	7118	7186	7855	8785
流动负债	2613	2409	2666	3081
短期借款	228	180	213	207
应付款项	1514	1435	1610	1978
预收账款	0	0	0	0
其他	870	793	843	896
非流动负债	1848	1814	1823	1828
长期借款	1246	1246	1246	1246
其他	602	568	577	582
负债合计	4461	4223	4490	4909
少数股东权益	44	41	35	28
归属母公司股东权	2614	2923	3330	3848
负债和股东权益	7118	7186	7855	8785

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(358)	985	294	389
净利润	383	327	471	582
折旧摊销	43	23	26	28
财务费用	26	90	80	79
投资损失	(12)	(11)	(11)	(11)
营运资金变动	1231	(501)	(138)	151
其它	(2029)	1056	(133)	(438)
投资活动现金流	(286)	376	(64)	(80)
资本支出	(150)	(49)	(62)	(87)
长期投资	3	12	(9)	2
其他	(139)	412	8	5
筹资活动现金流	949	(211)	(103)	(148)
短期借款	(3)	(48)	33	(6)
长期借款	1009	0	0	0
其他	(57)	(163)	(135)	(142)
现金净增加额	305	1150	128	161

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2959	2988	3560	4324
营业成本	2058	2109	2375	2833
营业税金及附加	19	22	25	30
营业费用	91	117	160	208
管理费用	165	191	256	333
研发费用	125	131	153	182
财务费用	26	90	80	79
资产减值损失	41	(33)	(24)	(6)
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	12	11	11	11
其他经营收益	13	13	12	13
营业利润	460	387	559	691
营业外收支	(3)	(2)	(2)	(2)
利润总额	457	385	557	689
所得税	74	58	86	107
净利润	383	327	471	582
少数股东损益	(8)	(3)	(5)	(8)
归属母公司净利润	391	330	476	589
EBITDA	569	497	662	794
EPS (最新摊薄)	0.96	0.81	1.16	1.44

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	17.91%	0.99%	19.13%	21.47%
营业利润	25.41%	(15.87%)	44.58%	23.52%
归属母公司净利润	24.61%	(15.52%)	44.28%	23.71%
获利能力				
毛利率	30.43%	29.43%	33.28%	34.47%
净利率	12.95%	10.95%	13.24%	13.45%
ROE	15.70%	11.75%	15.05%	16.28%
ROIC	10.59%	9.21%	11.15%	12.10%
偿债能力				
资产负债率	62.67%	58.76%	57.15%	55.88%
净负债比率	34.13%	34.24%	33.06%	30.23%
流动比率	1.62	2.15	2.08	2.04
速动比率	1.50	1.91	1.92	1.85
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.42	0.47	0.52
应收账款周转率	2.28	1.98	2.26	2.25
应付账款周转率	1.86	1.71	1.84	1.87
每股指标(元)				
每股收益	0.96	0.81	1.16	1.44
每股经营现金	(0.87)	2.41	0.72	0.95
每股净资产	6.39	7.15	8.14	9.41
估值比率				
P/E	14.84	17.57	12.18	9.84
P/B	2.22	1.98	1.74	1.51
EV/EBITDA	9.77	9.96	7.35	5.91

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>