

推荐（首次）

大丰实业：低估值文旅装备龙头，转型中的“小宋城”

银河证券研究院 社服团队

分析师：顾熹闽

分析师登记编码：S0130522070001

2023年4月20日

• 国内文体装备龙头，业绩增长稳健

公司为国内领先的文体旅科技综合服务商，主营业务全面涵盖文旅产业链上下游（文体装备、数字艺术科技、文旅项目及场馆运营）。其中，公司为国内文体装备龙头，服务项目遍及全球100多个国家，国内标杆项目包括央视春晚舞台系统、北京冬奥会主火炬、杭州亚运会场馆设备、海口国际免税城主题中庭等。公司历史财务增长稳健，2016-2021年收入由16.1亿增长至29.6亿，CAGR~13%；归母净利润由2.0亿增长至3.9亿，CAGR~15%。

• 文体旅产业需求旺盛，市场空间广阔

受益于疫情管控放开，文旅体行业复苏趋势确定。一方面是服务业PMI快速提升至近三年新高、居民出游人次回升；另一方面，我国文旅体设施建设亦将回归正轨。根据文旅部《“十四五”文化和旅游发展规划》，到2025年，全国各类文化设施数量达到7.7万，文化设施年服务人次达到48亿，政府和企业对于文旅项目的投资力度加大，有望为场馆建设和运营提供广阔空间。此外，随着VR/AR、人工智能等科技发展，以及居民对文旅体产品的品质要求提升，文旅项目着更具有沉浸感、科技感、互动性的方向发展，相关技术服务商、运营商有望受益。

• 公司看点：文旅科技龙头，赋能文化运营转型

公司自2017年起向文旅服务运营转型，依托在文旅领域深厚的项目资源、科技应用、内容创作能力积累，介入剧院运营+旅游/城市演艺等领域，有望进一步优化当前收入结构，打开长期成长空间。其中，公司已打造《今夕共西溪》旅游演艺项目，同时亦获国内顶级科幻IP《流浪地球》在泛文旅领域的授权，提供新的增量看点。在场馆运营方面，受益于地方政府对剧院运营存市场化需求，公司已承接国内多地剧院运营，未来有望对标保利文化，实现托管剧院的稳步增长。

• 盈利预测与估值：

预计2022-2024年归母净利润2.4亿、4.8亿、5.7亿，对应PE各为23X、14X、12X，我们认为当前公司市值仅体现文体装备业务估值，未来伴随公司数字艺术科技、文旅项目运营收入、利润占比增加，估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济及消费复苏弱于预期；疫情二次传播风险；文旅项目爬坡进展低于预期。

一、公司概况：

国内老牌文体装备龙头，积极拓展文旅体运营

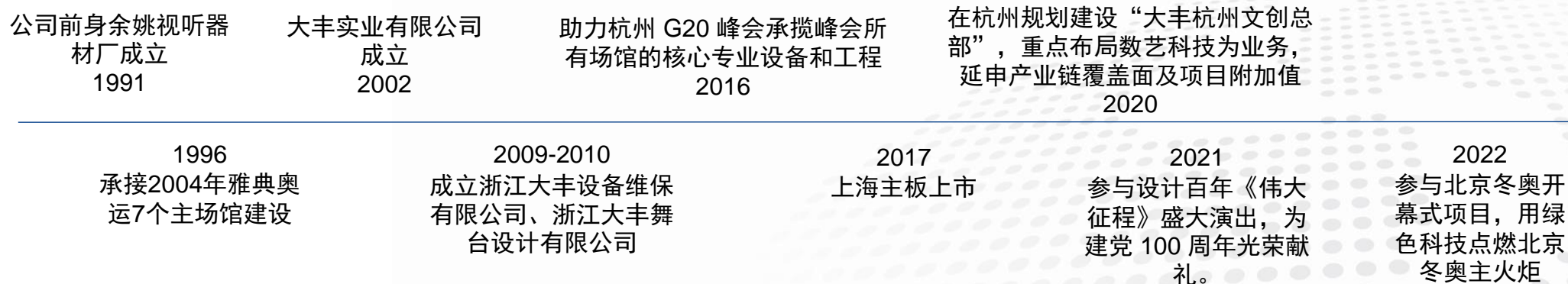
1.1 国内老牌文体装备龙头，积极拓展文旅体运营

• 公司概况：国内老牌文体装备龙头，积极拓展文旅体运营项目

公司为专业从事文体科技装备、数字艺术科技、轨道交通装备等业务的高科技企业，是国内第一家可生产自主全自动可伸缩活动看台的公司，拥有行业领先的创意、研发、试制、生产和检测基地（或研究院），综合实力雄厚。

尤其在智能舞台领域，通过多年品牌服务积累和技术创新沉淀，公司已发展成为全球领先的文体旅产业整体集成方案解决商，国内市场份额领先。

图：公司历史沿革



资料来源：公司官网，银河证券研究院

1.2 股权结构及公司治理

• 股权结构：员工股权激励已在推进，整体股权结构不断优化

公司股权目前集中于创始人家族内部成员：公司实际控制人为一致行动人丰华、王小红（LOUISA W FENG）、丰嘉隆（GAVIN JL FENG）、丰嘉敏（JAMIN JM FENG），其中王小红为丰华的配偶，丰嘉隆、丰嘉敏为丰华与王小红的儿子，四人持股比例33.78%。公司第二大股东丰岳与丰华是兄弟关系，持有公司13.65%股份，其余家族成员持股比例11.63%。

股权激励：2021年第一次临时股东大会，授予杨金生、陈轶、孙玲玲等 96 名限制性股票激励对象限制性股票，共计 730.80 万股（不含预留部分），每股发行价格5.95元。

表：公司前十大股东持股比例

前十大股东	持股比例	职务
丰华	23.86%	董事长、总经理
丰岳	13.89%	副董事长、副总经理
LOUISA W FENG	5.1%	-
宁波上丰盛世投资合伙企业	4.19%	-
丰其云	3.27%	副总经理
傅哲尔	3.1%	-
杨吉祥	2.74%	-
徐吉传	2.66%	-
JAMIN JM FENG	2.3%	-
GAVIN JL FENG	2.3%	-

资料来源：公司公告，银河证券研究院

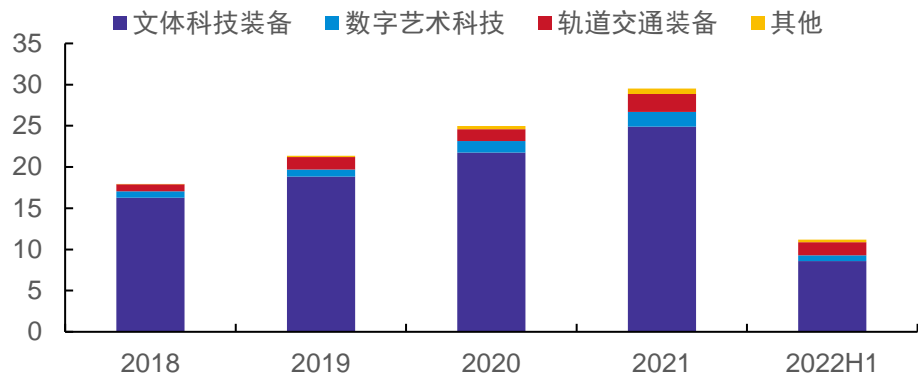
表：公司2021-2023年股权激励计划

考核期	业绩考核目标	对应归母净利润
2021年	以2020年扣除非经常性损益后的净利润为基数，2021年净利润增长率不低于20%	3.48亿
2022年	以2020年扣除非经常性损益后的净利润为基数，2022年净利润增长率不低于44%	4.18亿
2023年	以2020年扣除非经常性损益后的净利润为基数，2023年净利润增长率不低于72.8%	5.01亿

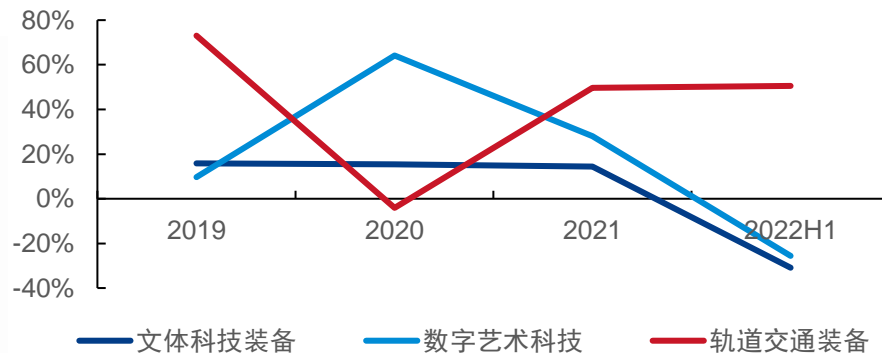
资料来源：公司公告，银河证券研究院

1.3 财务概况：文体装备增长稳健，新业务处于放量阶段

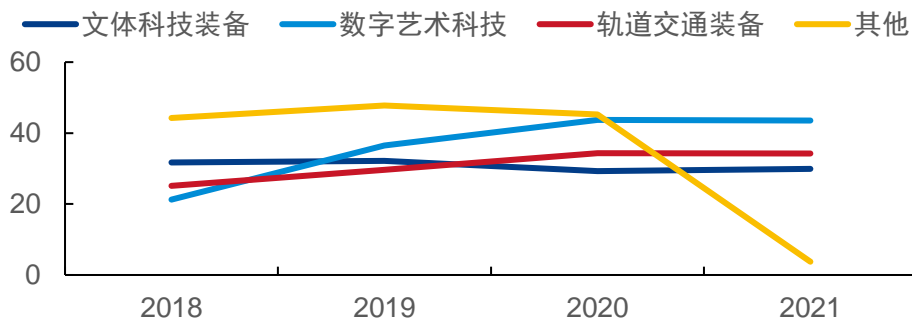
图：公司历年营收结构（亿元）



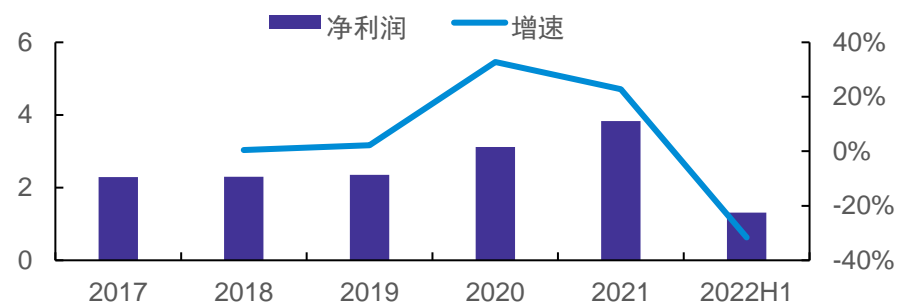
图：分业务收入增速（文旅业务体量较小，增速无参考意义，故未列示）



图：公司各业务毛利率变化



图：归母净利及增速变化（亿元）



资料来源：公司公告，银河证券研究院

二、行业分析： 文体旅产业需求旺盛，市场空间广阔

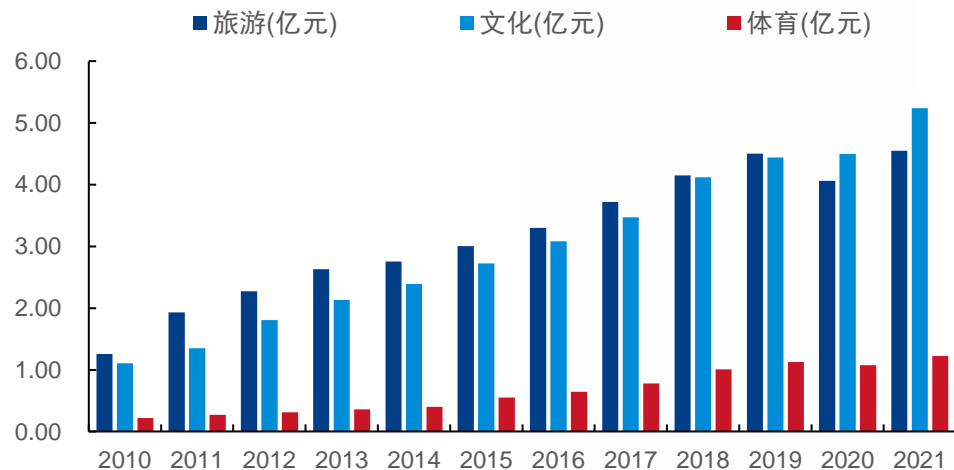


2.1 文体旅产业需求旺盛，市场空间广阔

• 文体设备：产业需求旺盛，疫情管控放开后下游需求快速回升

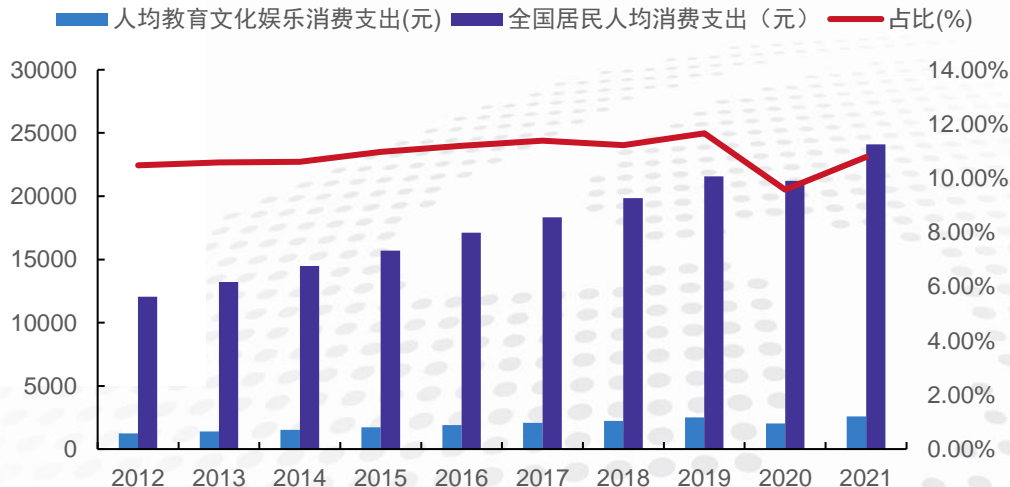
文旅体市场需求稳步增长。据国家统计局，2010-2021年我国旅游、文化、体育相关产业增加值分别由1.3万亿增长4.5万亿元，CAGR约为10.90%、1.1万亿增长至5.2万亿，CAGR约为13.82%、0.2万亿增长至1.2万亿，CAGR约为16.10%；2012-2021年全国人均教育、文化和娱乐消费支出由1262元增长至2599元，CAGR约为7.49%，占总支出比例由10.47%增长至10.78%。

图：文体、旅游相关产业增加值（亿元）



资料来源：国家统计局，银河证券研究院

图：教育、文化和娱乐人均消费支出



资料来源：国家统计局，银河证券研究院

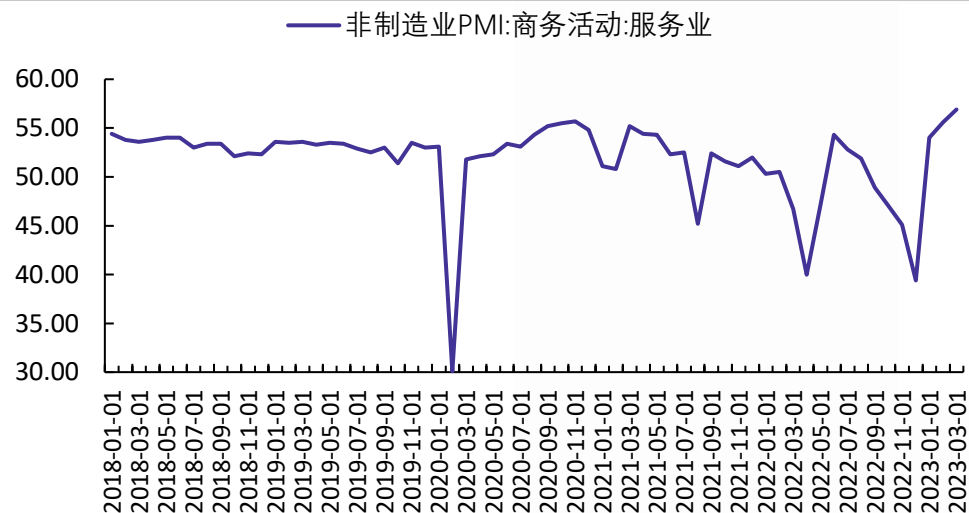
2.2 文体旅产业需求旺盛，市场空间广阔

• 文体设备：产业需求旺盛，疫情管控放开后下游需求快速回升

疫情管控放开和推动文旅行业需求重回景气区间。1-3月，全国各地旅游复苏势头旺盛，服务业PMI自2023年1月起已恢复至50荣枯线之上，3月PMI创历史新高。

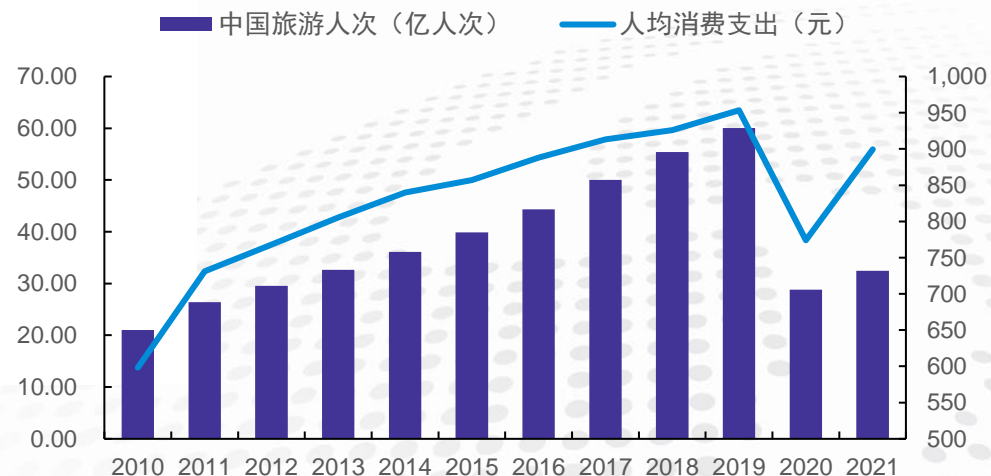
中长期看，中国旅游市场人次和消费能力仍将持续增长。2010-2019年国内旅游业收入已达5.7万亿元，旅游总人数超60亿人次，人均旅游消费支出稳步增长。

图：中国服务业PMI指数



资料来源：国家统计局，银河证券研究院

图：2010-2021年中国旅游人次和人均旅游消费支出



资料来源：国家统计局，银河证券研究院

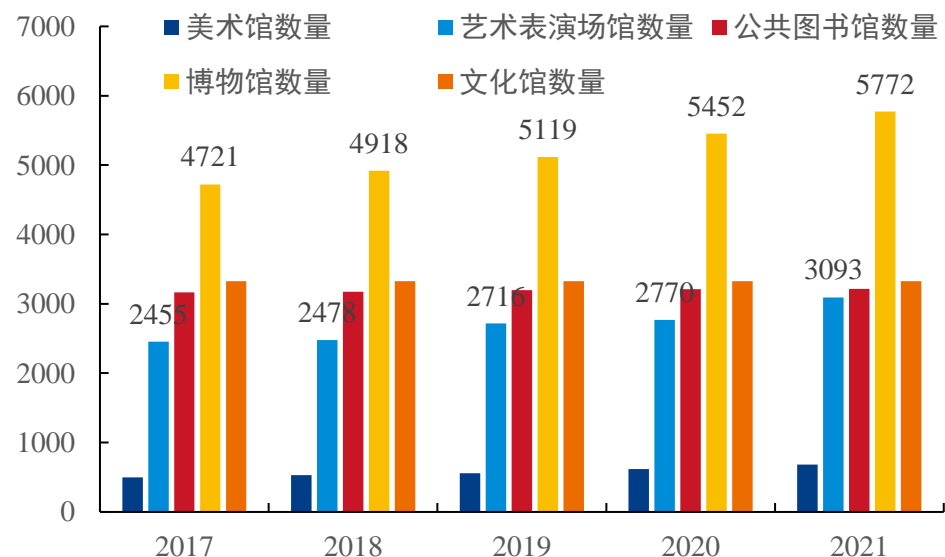
2.3 文体旅产业需求旺盛，市场空间广阔

十四五期间国家文旅项目建设持续推进，文体装备市场需求充沛

文旅产业对拉动内需有重要意义。文旅项目建设及发展，对地方促就业和经济有明显溢出作用，2019年我国旅游业直接、间接就业人数占总就业 10.3%，对当年GDP综合贡献的11%。伴随扩内需为2023年中央经济工作任务之首，我们认为，扩大文体旅产业规模有望成为扩内需的重要抓手，叠加疫情文体行业中受损严重，疫后复苏弹性大。

“十四五”期间，政策扶持文旅体场馆设施建设。根据文旅部《“十四五”文化产业发展规划》2021-2025 年全国各类文化设施数量需要（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 万个，2021年约为1.7万个。

图：2017-2021年全国各类文化设施数量（个）



资料来源：Wind，银河证券研究院

省份	各地文体设施及体育场馆建设要求
江西	到2025年，全省国有县（区）级综合博物馆和专题博物馆达到100个，力争博物馆年观众人次超过5000万。
浙江	大力推进标志性重大文化设施建设，重点打造国家版本馆杭州分馆、之江文化中心、浙江音乐厅新馆、良渚古城遗址公园等一批新时代文化地标。
北京	构建高水平全民健身公共服务体系，到2025年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	建成上海图书馆东馆、上海博物馆东馆等一批重大文化设施建设；人均体育场地面积达到2.6平方米左右
四川	推动市县级公共图书馆、文化馆补短板、强弱项。高质量建设乡镇综合文化体、幸福美丽新村文化院坝、乡镇数字电影院、农家书屋等基层文化服务阵地。
山东	人均体育场地面积达到2.7平方米以上；
发改委	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，重点推进文旅休闲消费提质升级，丰富特色文化旅游产品，推动重点城市加快文化休闲街区、艺术街区、特色书店、剧场群、文化娱乐场所群等建设，

资料来源：发改委，各地政府官网，银河证券研究院

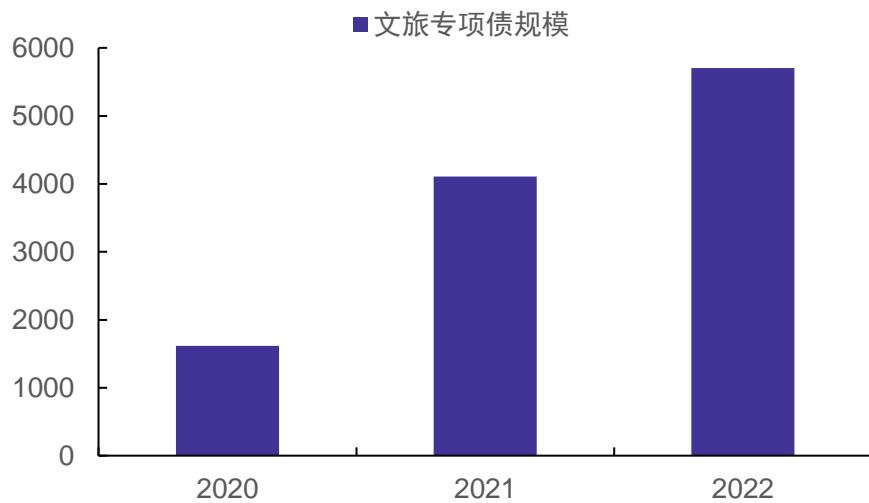
2.4 文体旅产业需求旺盛，市场空间广阔

• 文旅建设专项资金充沛，财政贴息政策助力企业行稳致远

文旅专项债资金充沛，确保地方文旅项目正常推进。2017-2021年文化旅游体育与传媒支出占地方公共财政预算支出比例稳定在1.7%-1.9%，此外我国地方文旅专项债规模已由2020年的1616亿元提升至2022年5704亿元，为文旅项目的开发落地提供重要支撑。

促消费+财政贴息政策，为文旅项目正常开工提供政策支持。2022年10月27日国常会明确将消费类设备更新改造纳入再贷款和财政贴息支持范围，有利于消费设备类企业解决资金资本、提升投资信心。

图：2020-2022年国家文旅专项债规模（亿元）



资料来源：Wind，银河证券研究院

图：“十四五”期间国内文旅产业支持政策梳理

政策名称	政策要点
《国常会推动促消费政策》	促进消费恢复成为经济主拉动力。扩大以工代赈以促就业增收带消费， 将消费类设备更新改造纳入再贷款和财政贴息支持范围。
《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。到2035年，建成物理分布、逻辑关联、快速链接、高效搜索、全面共享、重点集成的国家文化大数据体系，中华文化全景呈现，中华文化数字化成果全民共享。
《“十四五”文化和旅游发展规划》	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。
《全民健身计划（2021—2025年）》	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，补齐5000个以上乡镇（街道）全民健身场地器材”。

资料来源：国务院，银河证券研究院

文体旅产业需求旺盛，市场空间广阔

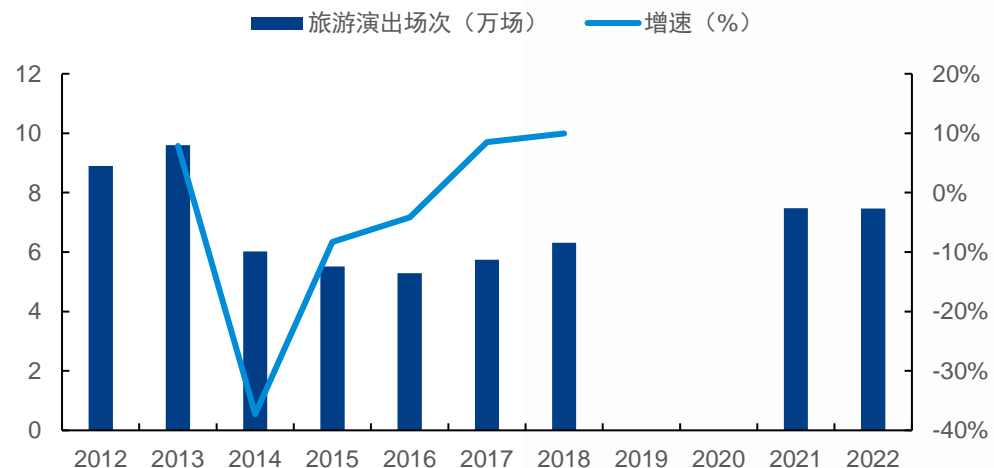
• 旅游演艺、主题公园行业疫后有望重拾增长

中国旅游演艺市场增长迅猛，疫后有望迎接复苏。我国旅游演艺市场在2015-2019年保持较快增长，票房收入从36.45亿元增长至73.79亿元，CAGR为15%，2020-2021年受疫情影响观演人次下跌至疫情前水平。当前伴随国内疫情管控解除，我们判断国内旅游演艺市场即将迎接复苏：

(1) 2023年春节国内旅游市场快速复苏：23年春节国内旅游实现收入3758亿元，恢复至2019年的73.1%；国内旅游3.08亿人次，恢复至2019年的88.6%；

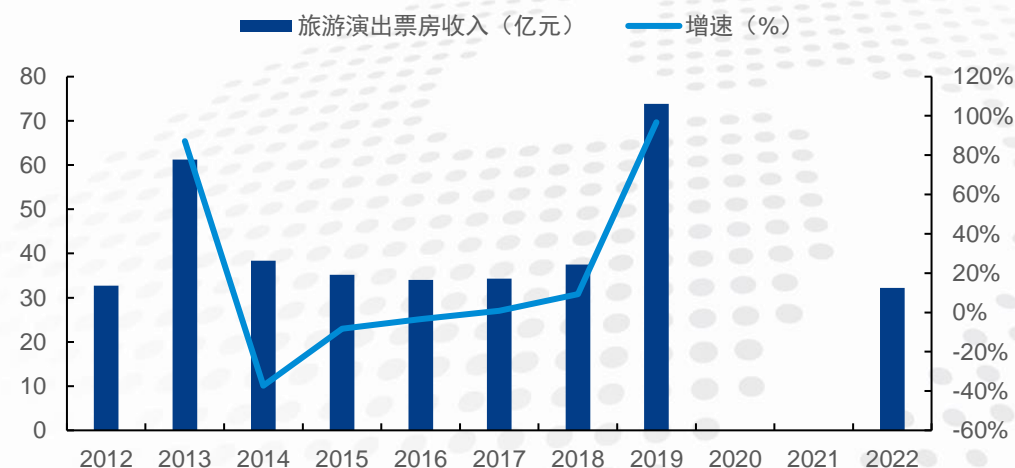
(2) Q1国内多个景区已恢复至或超过2019年水平，其中天目湖、峨眉山、黄山等部分头部景区游客量均已超过2019年水平。

图：全国历年旅游演出场次及增速



资料来源：演艺协会，银河证券研究院

图：全国历年旅游演出票房及增速



资料来源：演艺协会，银河证券研究院

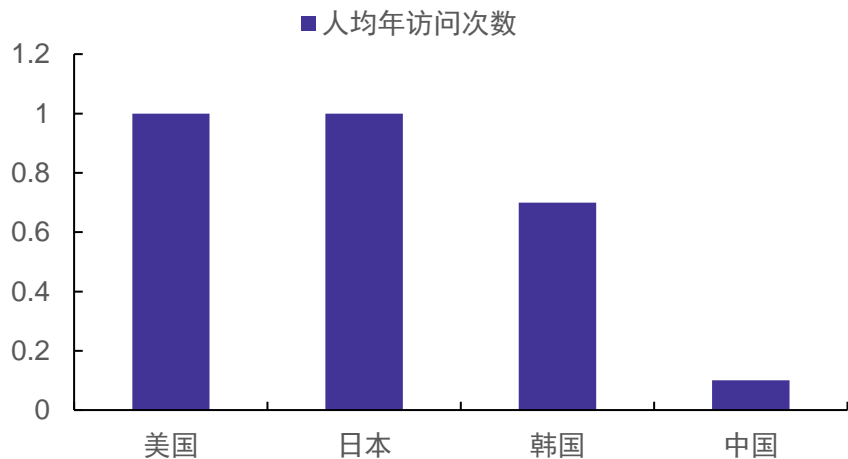
文体旅产业需求旺盛，市场空间广阔

• 旅游演艺、主题公园市场疫后有望重拾较快增长

中国主题公园市场广阔。据AECOM&TEA的统计数据，尽管面临复杂的市场环境，2014-2019年我国主题公园市场规模稳步增长，2019年规模已达到469.97亿元，2020年受疫情影响降至289.03亿元，2021年恢复至355亿元。2021年我国主题公园平均游客量大约恢复至疫情前的50%-55%，大致相当于此前2014-2015年的水平。

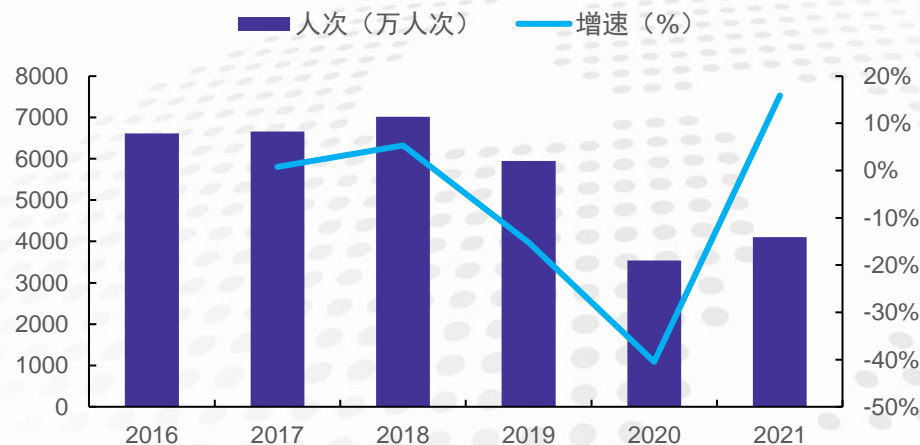
热门主题公园疫后复苏快，强IP仍是主题公园行业在后疫情时代胜出的重要因素。据去哪儿大数据显示，2023年元旦以来，全国主题公园的门票预订量环比上月增长6.6倍，同比增长近2倍。其中，热门主题公园的预订量增长最为明显，北京环球度假区、上海海昌海洋公园、广州长隆旅游度假区等自带IP的主题公园门票预订量则较上月同期分别增长超19倍、16倍和23倍。

图：美、日、韩、中四国居民人均访问主题公园次数（次）



资料来源：AECOM&TEA，银河证券研究院

图：2016-2021年中国主题公园旅游人次



资料来源：AECOM&TEA，银河证券研究院

三、公司看点： 文旅科技龙头，赋能文化运营转型

3.1 文体装备主业市场地位领先

• 公司为文体装备行业龙头，技术+品牌优势领先

舞台设备市场地位领先。公司文体设备包括智能舞台（主要）、智能座椅、灯音工程、数字场馆等核心产品的研发、智造与安装，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。

公司设备主要服务于国内知名项目，彰显龙头实力。公司连续24年服务于央视春晚，此外公司亦全面参与北京冬奥会、杭州亚运会等大型赛事活动，为其提供集成解决方案或核心设备。场馆代表项目包括鸟巢体育场、国家大剧院、上海世博演艺中心等。

图：公司文体设备代表性项目



资料来源：公司官网，银河证券研究院

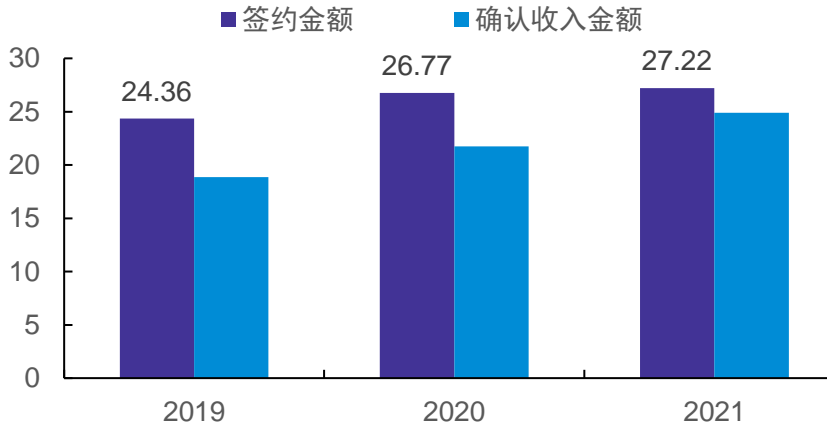
3.1 文体装备主业市场地位领先

- 文体设备行业龙头，技术+品牌优势领先**

公司历史上文体装备业务增长稳健，主要受益文旅体行业需求增长。受益于中国文旅产业的持续增长，公司文体装备营收由2012年的10亿增长至2021年的25亿，CAGR约9.6%。

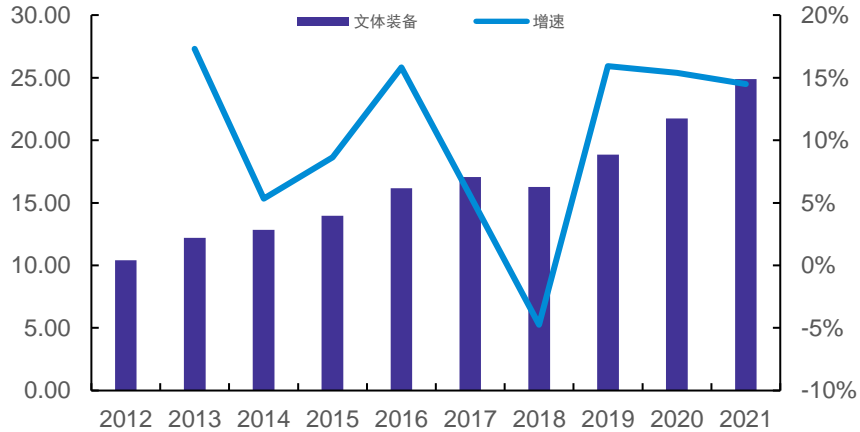
在手订单项目充沛，支撑未来业绩稳健增长。公司文体装备市场竞争优势领先，订单获取能力强劲，2019-2021年在手订单为24.36、26.77、27.22亿元，逐年保持增长。参考第三方招标网数据，2023Q1公司已公开的新签中标金额同比增长超30%，考虑公司项目周期在6-18个月逐步结算，预计2023-2024年文体装备收入有望继续保持稳健增长。

图：公司文体装备历年在手订单及确认情况（亿元）



资料来源：公司公告，银河证券研究院

图：公司文体装备历年收入变化（亿元）



资料来源：公司公告，银河证券研究院

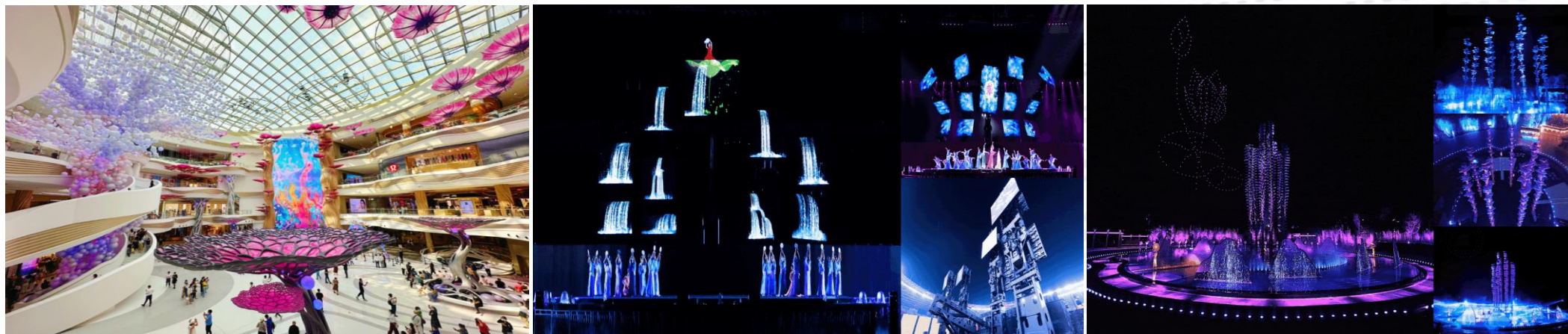
3.2 拓展文旅科技，赋能文化运营转型

• 数艺科技：科技赋能，横向拓宽市场空间

依托文体装备品牌优势，拓展数字艺术科技创新。借助大丰文体科技装备品牌优势，公司于2017年成立数字艺术科技子公司，结合影视视觉艺术、装置艺术、综合水景、声光电技术、虚拟现实等多种技术手段，主要承接各地展览展示、城市文化中心、文旅演艺等场景的文化数字化改造升级需求。

数艺科技子公司成立以来，已承接众多标志性案例。1) 景区提质改造：主要项目包括厦门“白鹭水秀”、韩城水秀“黄河魂”、济南“大明湖秀”、临安苕溪光影秀、无锡拈花湾动态雕塑、宁海《十里红妆》等；2) 城市综合体：中免海口免税城“天际秘林”中庭等。3) 文体赛事：北京冬奥会主火炬、雅加达亚运会闭幕式“杭州时间”等；4) 沉浸式体验：青岛《伊甸园》等。

图：公司数艺科技代表性项目



海口免税城中庭“天际森林”项目

雅加达亚运会—“杭州时间”智能舞屏项目

无锡“拈花一笑”

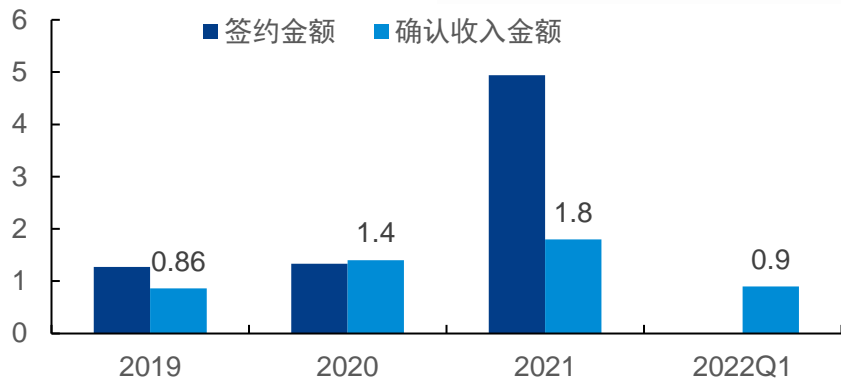
资料来源：公司官网，银河证券研究院

3.2 拓展文旅科技，赋能文化运营转型

• 数艺科技：科技赋能，横向拓宽市场空间

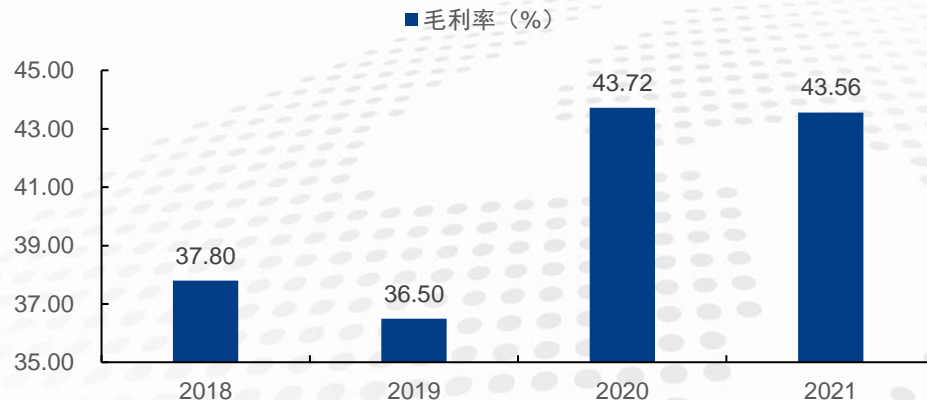
数艺科技业务已进入放量增长阶段，毛利率显著好于文体科技装备。公司数字艺术科技业务主要是为客户提供文化创意策划、产品、服务与系统解决方案，业务模式更轻且附加值高，因此整体毛利率较文体装备业务更高。2018-2021年公司数艺科技毛利率各为37.8%、36.5%、43.7%、43.6%，毛利率逐步提升，主要与公司承接更多大型旅游演艺及商业综合体业务有关。

图：公司数艺科技历年在手订单及确认情况（亿元）



资料来源：公司公告，银河证券研究院

图：公司数艺科技历年毛利率



资料来源：公司公告，银河证券研究院

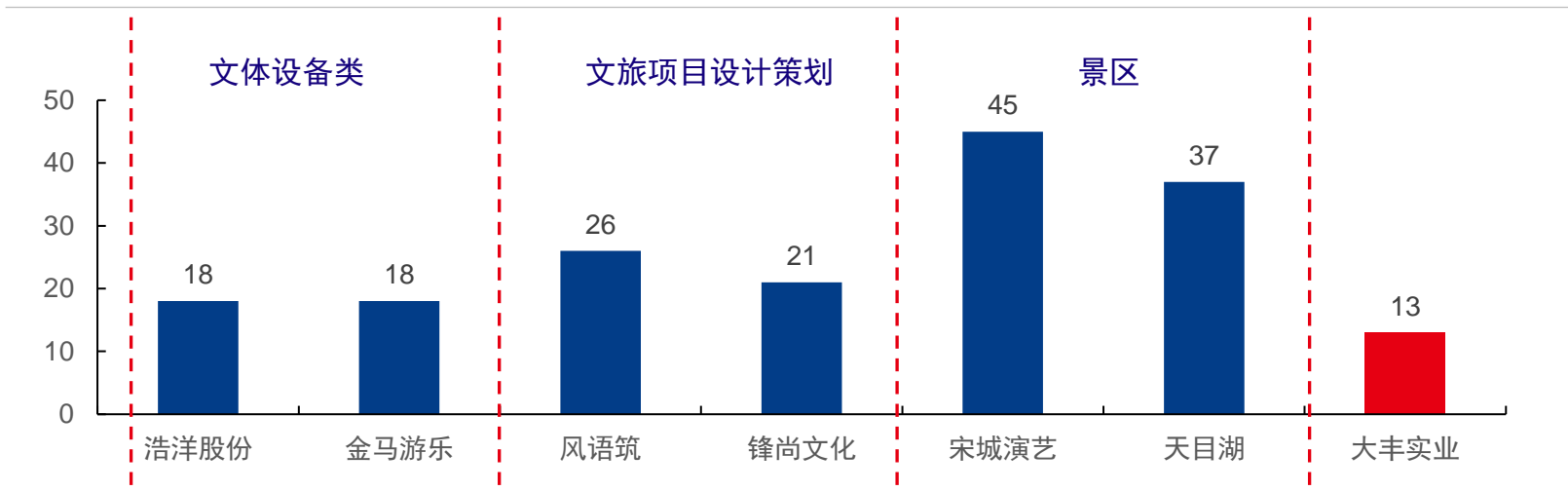
3.3 依托主业优势，向文化运营转型

- 进入战略发展新阶段，沿文体科技装备优势向产业链下游转型升级

公司目前已开启商业模式转型升级，业务向附加值更高的文旅产业链下游延伸。基于文体装备主业品牌优势，公司依托大丰文化多年积累开启向产业链下游转型升级步伐，目前主要包括：（1）以义乌大剧院为代表的文体场馆运营；（2）以《今夕共西溪》为代表的文旅项目运营。

相较于传统文体装备及数艺科技，文旅下游运营项目商业模式更佳：1) 收入持续性：项目运营的收入持续性更好，能够突破产能限制，带动收入阶梯式提升；2) 业绩弹性：运营端具有更大经营杠杆，运营得当可以撬动更大的收入和利润空间；3) 模式可复制性：文化场馆运营和文旅科技融合的商业模式在得到验证后，可以进行品牌化拓张。从相关上市公司估值看，运营业务市场给予了更高估值。

图：文旅体产业链上市公司2023年一致预期PE（倍）



资料来源：Wind，银河证券研究院

3.3 依托主业优势，向文化运营转型

- 核心变化一：发力旅游演艺，未来有望复制扩张

公司依托文体装备+数艺科技创意设计优势，携手西溪管委会投资 1.5 亿元打造沉浸式旅游演艺项目《今夕共西溪》。该项目 2021年“五一”开始运营，后因疫情影响暂停改造，并于2023年3月18日正式重新开演，目前为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，大丰实业持有项目72.5%股权。

图：《今夕共西溪》演出实拍图及项目选址



资料来源：公司微信公众号，银河证券研究院

3.3 依托主业优势，向文化运营转型

核心变化一：发力旅游演艺，未来有望向外复制扩张

项目获入选杭州市宋韵杭式生活体验基地，产品力+多方推广有力保障项目成功。《今夕共西溪》是以“钱塘望族”洪氏家族历史为蓝本改编的夜间沉浸式实景演出，此外公司正积极新增宋韵集市、景区微演艺、国风游戏等内容，补充白天产能空闲。营销推广方面，除充分利用抖音、小红书等新兴渠道，项目亦入选杭州市体验宋韵杭市生活新基地，得到官方宣传推广。

财务测算：成熟期单体项目利润贡献有望接近1亿。基于当前产品形态，我们测算乐观情景下《今夕共西溪》项目年营收有望超过1亿元，净利率受益于项目无土地租金/摊销费用，预计在上座率较为理想状态下有望超过40%。

表：《今夕共西溪》旅游演艺项目财务模型

财务模型	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
经营指标假设						
座位数（个）	1000	1000	1000	1000	1000	1000
单场上座率	70%	80%	90%	90%	90%	90%
客单价（门票+二消）	300	315	331	347	365	383
日均收入（平均1天2场演出）	56	67	79	83	88	92
营业天数	250	250	250	250	250	250
收入（亿）	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7
YOY		20%	18%	5%	5%	5%
营业成本(设备折旧+人工水电)（亿）	0.29	0.29	0.29	0.29	0.05	0.05
毛利率	72%	77%	81%	81%	97%	97%
期间费用+营业税金（亿）	12%	12%	12%	12%	12%	12%
营业利润（亿）	0.6	0.8	1.0	1.1	1.4	1.5
净利润（亿）	0.5	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1
净利润率	45%	49%	51%	52%	64%	64%
归母净利润（亿）	0.34	0.45	0.55	0.59	0.76	0.80

资料来源：银河证券研究院测算

3.3 依托主业优势，向文化运营转型

- 核心变化一：发力旅游演艺，未来有望向外复制扩张**

获国内顶级IP《流浪地球》授权，未来可通过多种文旅项目形式进行变现。根据公司微信公众号，基于大丰在文体旅领域的全产业链竞争优势，公司获《流浪地球》小说独家授权，未来公司将通过实景娱乐、舞台剧、沉浸式演艺等多种呈现形式，将《流浪地球》搬至线下，为观众打造一场硬核科幻之旅。

联手衢州城投、王延松团队打造沉浸式戏剧《浸梦水亭门》。该项目总投资约为2亿元，采用EPC（+0）模式，涵盖策划创意、设计研发、建设调试、运营全产业链服务，是大丰作为全球领先的文体产业整体方案解决商的体现，也是大丰又一次担当演艺类项目EPC（+0）单位，以资源整合者平台搭建者的身份整合行业内的优质资源为项目服务。剧场外，大丰也联合多项知名IP，联合运营“浸梦水亭门”系列。

图：流浪地球授权公司IP运营权宣传图



图：《浸梦水亭门》宣传图



3.3 依托主业优势，向文化运营转型

核心变化二：剧院运营模式跑通，未来有望承接各地托管需求

以剧院为核心的泛文化场馆运营，有望受益下游场馆运营需求增长。我国文化场馆多为官方投建、运营，各地方政府管理能力的参差不齐，为市场化的场馆运营服务提供契机。公司依托文体旅行业的全产业链运营优势+资源和品牌积累，目前已接手全国10+个文体场馆项目委托运营，运营管理面积达到约 75 万m²，成为全国直营管理面积最大的文化场馆运营商之一。

图：公司剧院运营项目概览

已运营项目	项目概况				
杭州金沙湖大剧院	剧院总建筑面积 44141 m ² ，其中大剧场1500座、多功能厅500座、商业3000m 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。				
义乌文化广场剧院	近900座的中大综合型剧场，年均举办各类演出和艺术活动150余场次，累计接待和服务观众10万余人次。公司接管后，接待人次较未入驻期间增长300%，场均上座率达66%，较未入驻期间增长40%；观众服务满意度平均达98%以上。义乌文化广场剧院已成为国内演出和活动年均达到80场以上的剧院之一，场次远超全国平均值。				
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m ² 。内含1230座大剧院、13000m ² 全民健身中心、图书馆、科技馆、博物馆、规划馆、行政审批中心、妇女儿童活动中心、青少年活动中心、商业广场等公共业态				
天津滨海演艺中心	项目占地面积12万平方米，总建筑面积31.2万平方米，包括“三馆、两中心、一廊”，“三馆”为滨海美术馆、滨海科技馆、滨海图书馆；“两中心”为滨海演艺中心、市民活动中心；“一廊”为文化长廊。				
杭州临平大剧院	总建筑面积约3.9万m ² ，含1316座大剧场，500座小剧场，年演出和活动200余场，接待观众20万人次以上。				

杭州临平大剧院：总建筑面积约3.9万m²，含1316座大剧场，500座小剧场，年演出和活动200余场，接待观众20万人次以上。

丹江口文体中心：总建筑面积约3万m²，含1080座大剧场，325座小剧场，并有体育馆、图书馆、文化馆等。

神木大剧院：剧院总建筑面积3.2万m²。其中剧院1128座，电影院为585座，同时涵盖了电影院、展厅、配套商业等多种类型和需求设施。

温州高新文化广场：总建筑面积约7.95万m²，含1200座大剧院，300座多功能厅，并有活动中心和集卫生服务、商业、社区文化适用房等。

宁海文化艺术中心：剧院总建筑面积约5.2万m²，包括潘天寿艺术中心和宁海大剧院（1200座大剧院，600座多功能厅）。

泌阳文体中心：项目总规划面积约200亩，剧院建筑总面积6.4万m²。项目包含群艺馆、文化馆、地质馆、科技馆、图书馆、档案馆、人防工程、大剧院、电影院等9大设施。

天长文体中心：剧院总建筑面积约6.6万m²，含大剧院（1200座）、文化馆、博物馆、美术馆等。

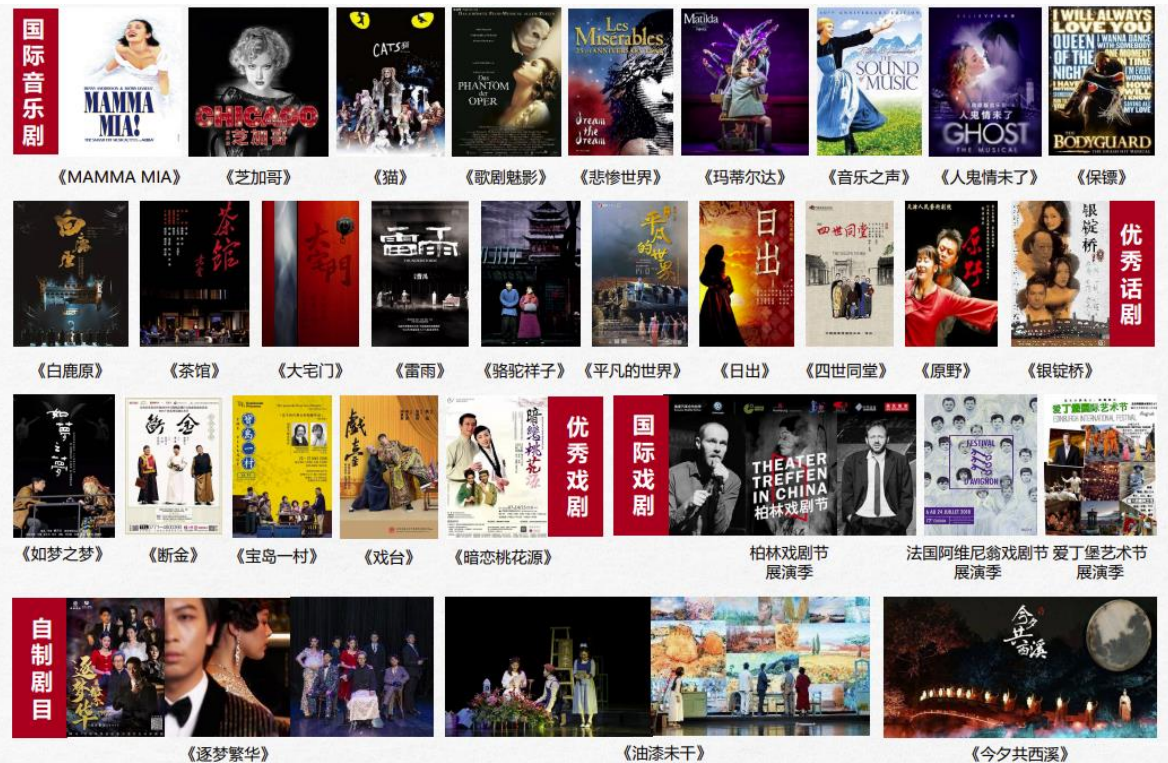
松阳全民健身中心：项目含体育场、体育馆、游泳馆、室外健身广场、训练场用地面积约15万m²，建筑面积约6万m²。

3.3 依托主业优势，向文化运营转型

核心变化二：剧院运营模式跑通，未来有望承接各地托管需求

商业模式已跑通，后端运营提供业绩支撑。公司剧院运营收入来源较多，包括票务收入、商业租赁等多种模式，同时鉴于各地剧院还承担较多公益角色，政府补贴预计也将为公司保持剧院管理团队良性运转提供帮助。参考保利文化单剧院收入2925万/年，结合大丰主要承接经济发达地区剧院，我们估算大丰单剧院收入或有望达到3000万/年，净利率约10%。

图：公司剧院运营项目概览



图：公司剧院运营收入测算

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
场馆数量 (个)	5	11	21	31	41	51
单馆营收 (万)	3000	3000	3000	3000	3000	3000
净利率	10%	10%	10%	10%	10%	10%
净利润 (万)	1500	3300	6600	9300	12300	15300

四、投资建议

4.1 盈利预测

• 业务拆分：文体装备主业稳健增长，高附加值业务占比有望上升

公司核心看点在于：（1）文体装备主业受益于疫情解除+十四五文旅发展规划，下游行业景气度回归驱动订单增长；（2）依托文体装备优势，向下游高附加值的运营服务转型升级，推动盈利能力提升。基于以上逻辑，我们对公司各类型业务收入进行拆分：

（1）文体科技装备：受益于十四五文旅发展规划，以及公司当前在手订单情况，我们预计2022-2025年文体科技装备业务增速各为30%/10%/10%。

（2）数字艺术科技：下游应用领域较文体装备更宽，且部分与文体科技装备配套，我们预计2022-2025年数字艺术科技业务增速各为30%/30%/30%。

（3）轨道交通装备：轨道交通装备业务体量较小，我们谨慎假设2022-2025年轨道交通装备业务增速各为10%/10%/5%。

（4）文旅项目及场馆运营：我们预计受益于旅游市场复苏，公司文旅项目及剧场运营将恢复正常，我们盈利预测仅考虑《今夕共西溪》+每年新增的剧院托管两项，预计2023-2025年收入增速各为190%/74%/43%。

表：公司营业收入拆分

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
文体科技装备	21.8	24.9	20.0	26.0	28.6	31.46
同比	15.38%	14.48%	-19.68%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	32.1%	29.3%	29.9%	31.0%	31.0%	31.0%
数字艺术科技	0.9	1.4	1.8	4.0	5.2	6.8
同比	63.95%	27.66%	122.22%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	36.5%	43.7%	43.6%	43.6%	43.6%	43.6%
轨交设备	1.43	2.15	1.61	1.77	1.95	2.04
同比		50.35%	-25.12%	9.94%	10.17%	4.62%
毛利率	43.7%	43.6%	42%	43%	43%	43%
文旅项目及场馆运营	0.4	0.7	1.5	4.4	7.6	10.8
同比		75.0%	114.3%	190.0%	73.8%	42.7%
毛利率	45.2%	3.8%	35%	45%	47%	49%

4.2 可比公司估值与投资建议

• 盈利预测与估值

综合前文拆分测算，我们预计公司2023-2025年归母净利4.7亿、5.6亿、6.5亿，对应PE各为14X、12X、10X。参考公司各项业务对标的已上市公司估值情况，我们认为当前公司市值仅体现文体装备业务估值，未来伴随公司数字艺术科技、文旅运营收入、利润占比增加，估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表：可比公司估值

行业	公司	EPS (元)				PE (倍)			
		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
景区	宋城演艺	0.12	0.03	0.36	0.54	119	507	44	29
	天目湖	0.28	0.15	0.86	1.10	64	202	35	28
文旅设备	金马游乐	0.21	0.18	0.93	1.12	136	90	17	15
	浩洋股份	1.61	4.87	6.20	7.81	50	23	18	14
数艺设计	风语筑	1.04	0.65	0.81	1.03	26	123	25	20
	锋尚文化	0.67	0.53	2.79	3.36	126	107	20	17
	大丰实业	0.96	0.73	1.23	1.53	14	17	13	11

资料来源：Wind一致预测，银河证券研究院

五、风险提示

五、风险提示

(1) 宏观经济及消费复苏弱于预期。宏观经济复苏强弱将对居民收入预期产生影响，并进一步影响消费意愿。当前宏观经济整体仍处弱复苏状态，若未来。

(2) 疫情二次反复风险。若新冠疫情再次反弹，或对居民出行意愿和能力产生较大影响，同时对公司工程交付、收入结算进度产生负面影响。

(3) 公司新业务成长不及预期。文旅市场竞争较为激烈，若公司在产品设计、渠道推广营销等领域未能适时因应市场需求，或存在项目爬坡不及预期的风险。

附录:

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4219.89	3466.81	5654.41	5076.20
现金	1190.44	866.36	1588.95	1620.41
应收账款	1557.08	819.14	2208.80	1260.79
其它应收款	57.78	46.14	97.52	59.19
预付账款	54.18	45.20	60.68	67.58
存货	309.54	730.10	378.82	780.19
其他	1050.87	959.87	1319.65	1288.04
非流动资产	2898.24	2976.25	3066.92	3177.50
长期投资	6.29	8.39	8.97	9.73
固定资产	279.05	267.12	250.55	245.76
无形资产	145.07	154.02	154.86	157.20
其他	2467.83	2546.72	2652.54	2764.80
资产总计	7118.13	6443.06	8721.32	8253.70
流动负债	2612.52	1724.69	3525.72	2486.97
短期借款	228.30	301.41	374.51	422.40
应付账款	1264.96	542.55	1837.73	866.97
其他	1119.26	880.73	1313.48	1197.61
非流动负债	1848.33	1848.33	1848.33	1848.33
长期借款	1246.01	1246.01	1246.01	1246.01
其他	602.32	602.32	602.32	602.32
负债合计	4460.85	3573.02	5374.05	4335.30
少数股东权益	43.61	43.61	43.61	43.61
归属母公司股东权益	2613.67	2826.43	3303.66	3874.79
负债和股东权益	7118.13	6443.06	8721.32	8253.70

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-357.72	-137.61	845.70	206.29
净利润	383.24	294.58	477.85	571.12
折旧摊销	51.66	39.30	41.57	46.35
财务费用	24.37	60.43	63.36	65.78
投资损失	-11.65	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-840.79	-531.93	262.91	-476.96
其它	35.45	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-286.37	-117.31	-132.24	-156.93
资本支出	-237.24	-97.28	-107.87	-140.37
长期投资	-77.10	-20.03	-24.38	-16.55
其他	27.97	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	949.26	-69.15	9.13	-17.90
短期借款	-2.56	73.11	73.11	47.88
长期借款	1008.65	0.00	0.00	0.00
其他	-56.83	-142.25	-63.98	-65.78
现金净增加额	304.59	-324.07	722.58	31.46

附录:

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2958.56	2571.80	3413.98	3869.88
营业成本	2058.33	1764.26	2297.09	2587.35
营业税金及附加	19.42	12.86	17.07	19.35
营业费用	91.11	128.59	136.56	154.80
管理费用	164.81	180.03	218.49	247.67
财务费用	25.70	36.63	46.03	34.00
资产减值损失	3.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	459.76	346.57	562.18	671.91
营业外收入	1.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	457.10	346.57	562.18	671.91
所得税	73.85	51.99	84.33	100.79
净利润	383.24	294.58	477.85	571.12
少数股东损益	-7.63	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	390.87	294.58	477.85	571.12
EBITDA	520.60	422.50	649.79	752.26
EPS (元)	0.95	0.72	1.17	1.39

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17.91%	-13.07%	32.75%	13.35%
营业利润	25.41%	-24.62%	62.21%	19.52%
归属母公司净利润	24.61%	-24.63%	62.21%	19.52%
毛利率	30.43%	31.40%	32.72%	33.14%
净利率	13.21%	11.45%	14.00%	14.76%
ROE	14.95%	10.42%	14.46%	14.74%
ROIC	8.25%	6.45%	9.23%	9.65%
资产负债率	62.67%	55.46%	61.62%	52.53%
净负债比率	167.87%	124.49%	160.55%	110.64%
流动比率	1.62	2.01	1.60	2.04
速动比率	1.27	1.28	1.25	1.39
总资产周转率	0.42	0.40	0.39	0.47
应收帐款周转率	1.90	3.14	1.55	3.07
应付帐款周转率	2.34	4.74	1.86	4.46
每股收益	0.95	0.72	1.17	1.39
每股经营现金	-0.87	-0.34	2.06	0.50
每股净资产	6.38	6.90	8.07	9.46
P/E	17.42	23.11	14.25	11.92
P/B	2.60	2.41	2.06	1.76
EV/EBITDA	12.47	19.23	11.50	9.96
PS	2.30	2.64	1.99	1.76

银河社服团队介绍

顾熹闽, 社会服务业首席分析师, 同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究, 曾任职于海通证券、民生证券、国联证券, 2022年7月加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。