

大丰实业 (603081.SH) 打通全产业链，转型文体旅产业赋能的平台型企业

2023年05月30日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

日期	2023/5/29
当前股价(元)	16.27
一年最高最低(元)	17.08/9.87
总市值(亿元)	66.65
流通市值(亿元)	65.72
总股本(亿股)	4.10
流通股本(亿股)	4.04
近3个月换手率(%)	72.53

● 大丰实业：国内领先的文体旅产业解决方案提供商

大丰实业以文体装备为主业，连续25年为央视春晚创制舞台系统，全国知名剧院、艺术中心等案例丰富。2022年累计获得专利933项。2017年开始，公司向拓展至数艺科技+旅游演艺+剧院运营领域，致力于成为集文体旅创新科技和文体旅赋能于一体的平台型企业。2023年为公司产业链多业务花开元年，预计公司2023-2025年营业收入39.8/48.4/56.6亿元，同比增长39.9%/21.7%/16.9%，归母净利润4.61/6.09/7.37亿元，同比增长60.7%/32.2%/20.9%，当前股价对应14.5/10.9/9.0倍PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业概况：文体产业“十四五”目标明确，文旅产业高质量发展

文体产业：2021年，我国各类文化设施数量合计超过5万个，体育产业总产出3.1万亿元，根据“十四五”规划，2025年前者将达到7.7万个，后者将达到5万亿元，空间广阔。**文旅产业：**2019年我国旅游演艺票房收入68亿元，6年CAGR 20.1%，增长迅速。沉浸式演艺是未来的产业升级方向，2018年市场规模4亿元，“又见”系列为代表，优质作品稀缺，政策推动下，未来有望实现高增长。

● 文体装备龙头地位稳固，数艺科技率先兑现，演艺和场馆运营打通全产业链

(1) 文旅装备：2022年11月疫情放开后，公司中标情况稳中向好，体现了公司优秀的业务拓展能力和应变能力，目前公司在手订单充足，预计2023年签约金额有望超过30亿元。**(2) 数艺科技：**是公司向文旅运营商转型的最快一环，2022年中免海口国际免税城主题中庭项目完成交付，订单金额2.33亿元，对公司业绩贡献显著。**(3) 文旅演艺：**切入文旅产业上游高附加值环节，《今夕共西溪》3月焕新回归，我们测算，常态化运营之下，有望达到年收入6468万元、净利润2248万元，2023年公司获得《流浪地球》小说IP独家版权，未来业绩弹性可期。**(4) 场馆运营：**向下打通文旅运营全产业链，与公司其他业务产生联动，参考保利和中演，我们测算，2023年有望实现收入1.5亿元、净利润0.14亿元。

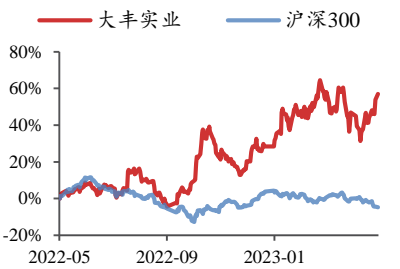
● **风险提示：**中标不及预期、疫情散发导致出行减少、场馆运营项目拓展受阻等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,959	2,842	3,978	4,840	5,658
YOY(%)	17.9	-3.9	39.9	21.7	16.9
归母净利润(百万元)	391	287	461	609	737
YOY(%)	24.6	-26.6	60.7	32.2	20.9
毛利率(%)	30.4	29.9	32.7	33.2	33.5
净利率(%)	13.2	10.1	11.6	12.6	13.0
ROE(%)	14.4	9.6	13.6	15.3	15.8
EPS(摊薄/元)	0.95	0.70	1.13	1.49	1.80
P/E(倍)	17.1	23.2	14.5	10.9	9.0
P/B(倍)	2.7	2.4	2.1	1.8	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、大丰实业：国内领先的文体旅产业解决方案提供商	5
1.1、打通全产业链，向为文体旅产业赋能的平台型企业转型	5
1.2、传统主业增长稳定，新业务盈利能力强	6
2、行业分析：文体旅产业共同迈向新的征程	8
2.1、文体产业：“十四五”发展目标明确，一带一路发展空间广阔	8
2.1.1、国内文体产业“十四五”发展目标明确	8
2.1.2、重视与一带一路沿线国家合作，文体装备海外发展空间广阔	10
2.2、文旅产业：高度景气&政策加持，新模式是未来发展的主旋律	11
2.2.1、文旅演艺：规模快速增长，市场集中度高	12
2.2.2、沉浸式演艺：政策推动快速发展，但优质演艺项目稀缺	13
2.2.3、数字艺术展示：文旅产业升级的重要抓手，政策支持力度大	15
2.3、剧院运营：市场规模超百亿，我国剧院普遍存在运营不足问题	16
3、公司：文旅装备+数艺科技+文旅运营/演艺，全面花开在即	19
3.1、文体装备：传统优势主业经营稳健	19
3.2、数艺科技：向文旅运营商转型的最快一环	23
3.3、文旅演艺：切入上游高盈利环节，实现资源变现	25
3.4、文体场馆运营：向下打通文旅运营全产业链	28
4、财务分析	33
5、盈利预测与估值	35
5.1、盈利预测	35
5.2、估值	36
6、风险提示	37
附：财务预测摘要	38

图表目录

图 1：大丰实业发展历史，深耕文体装备业务 30 余年，2017 年向文旅运营转型	5
图 2：公司股权结构稳定，丰华家族拥有绝对控制权（截至 2023Q1）	5
图 3：公司业务结构涵盖文旅产业全产业链	7
图 4：2012-2022 年，公司营业收入 CAGR 10.6%	7
图 5：2012-2022 年，公司归母净利润 CAGR 10.4%	7
图 6：公司费用率保持稳定	7
图 7：公司利润率较为优秀	7
图 8：公司文体装备业务营收占比较高	8
图 9：公司数艺科技业务利润率较高	8
图 10：2021 年我国各类文化设施超过 5 万个	8
图 11：2022 年我国文化艺术业固投完成额超 4000 亿元	8
图 12：2021 年我国舞台机械与自动控制系统市场规模达到 180.5 亿元	9
图 13：2021 年，我国体育产业总产出/增加值超万亿	9
图 14：2021 年，我国体育场地设施建设增加值达 236 亿	9
图 15：近年来体育场地设施建设增加值占比快速提升	10
图 16：近几年体育产业增加值占 GDP 比重在 0.9-1.3%	10

图 17: 我国对外承包工程新签合同中, 一带一路国家占比超过 50%	10
图 18: 我国非金融类对外投资中, 一带一路沿线国家占比逐年提升	10
图 19: 我国旅游行业收入长期保持 10% 以上增速	12
图 20: 近年来文旅专项债规模增长迅速	12
图 21: 2019 年, 我国旅游演艺票房收入 68.02 亿元	12
图 22: 长期以来, 旅游演艺市场份额较为集中	12
图 23: 2018 年主题公园旅游演艺票房收入占比 27%	13
图 24: 2018 年主题公园旅游演艺节目台数占比 15%	13
图 25: 沉浸式演艺呈现四大特征	13
图 26: 《又见平遥》/《知音号》是沉浸式演艺代表剧目	13
图 27: 44% 的沉浸式旅游演艺项目在 2018 年首演	14
图 28: 2018 年我国沉浸式演出票房收入份额占比	14
图 29: 2018、2019 年, 我国沉浸体验项目数量快速增长	15
图 30: 数字艺术展示应用场景多样	15
图 31: 2020-2022 年, 文化产业年均增速 6.4%	16
图 32: 2020-2022 年, 文化数字化行业年均增速 15.4%	16
图 33: 2014-2021 年我国剧场收入 CAGR 为 26.1%	17
图 34: 我国单剧场收入逐年提升	17
图 35: 全国专业剧院收入中政府补贴+场租占比较高	17
图 36: 广州大剧院细分收入占比	17
图 37: 江苏大剧院由大丰提供装备	19
图 38: 北京冬奥会雪花型火炬升降台由大丰提供装备	19
图 39: 公司研发费用投入高	20
图 40: 公司累计获得专利超过 900 项	20
图 41: 2022 年 11 月后大丰实业中标情况表现良好	20
图 42: 公司文体装备签约金额稳步增长, 确认收入进度加快	21
图 43: 公司目前海外收入占比较低	23
图 44: 公司海外业务毛利率较高	23
图 45: 公司数艺科技业务已有多个经典案例	23
图 46: 海口国际免税城外景&沉浸式主题中庭——AURA 天际密林	24
图 47: 2021 年, 海口国际免税城项目订单带动当年数艺科技签约金额高增	24
图 48: 《今夕共西溪》于 2023 年 3 月 18 日回归公演	25
图 49: 《今夕共西溪》转化率约 4.79%, 距离热门旅游城市有较大提升空间	25
图 50: 旅游演艺产业链示意图, 公司向上游演出创作方延伸	26
图 51: 国内著名旅游演艺项目净利率普遍较高	26
图 52: 公司部分拥有运营权的文体场馆分布	29
图 53: 公司运营义乌文化广场剧院期间数据表现亮眼	29
图 54: 2021 年义乌文化广场剧院票房收入下半年较多	30
图 55: 估算 2021 年义乌文化广场剧院票房收入、政府补贴收入占比 34.8%、35.2%	30
图 56: 保利文化、中演院线单剧院运营收入	31
图 57: 随场馆数量增加, 保利文化剧院管理业务税后净利率趋势性下降	31
图 58: 大丰实业毛利率偏低	33
图 59: 大丰实业净利率偏低	33
图 60: 大丰实业分费用率中等偏低	33
图 61: 大丰实业 ROE 中等	33

图 62: 大丰实业资产负债率较高	34
图 63: 大丰实业流动比率低	34
图 64: 疫情之前大丰实业应收账款周转天数高	34
图 65: 大丰实业存货周转天数中等	34
图 66: 大丰实业现金流和营收匹配	34
图 67: 大丰实业经营现金流净额与净利润匹配	34
表 1: 公司推出股权激励, 激发员工积极性	6
表 2: 2018-2021 年部分重点扶持项目, 包含较多文化场馆建设、文化演艺项目	11
表 3: 我国沉浸产业相关政策支持	14
表 4: 近几年政策推动文化数字化与数字艺术发展力度较大	16
表 5: 保利文化、中演院线是我国剧院运营行业主要参与者	18
表 6: 2022 年 11 月疫情政策放开以来, 公司中标情况表现良好	21
表 7: 2022.11-2023.4 期间公司有较多大额订单中标	21
表 8: 公司在一带一路国家已有较多项目经验	22
表 9: 《今夕共西溪》项目收入和净利润测算	27
表 10: 公司部分拥有运营权的文体场馆介绍	28
表 11: 公司在手 PPP 项目订单未来将会转化为场馆运营收入 (截至 2022 年 3 月末)	29
表 12: 2023 年 1 月-5 月公司为旗下剧院引入众多国内外优质剧目	30
表 13: 公司场馆运营业务收入和净利润测算	32
表 14: 大丰实业盈利预测表	36
表 15: 可比公司估值表	37

1、大丰实业：国内领先的文体旅产业解决方案提供商

1.1、打通全产业链，向为文体旅产业赋能的平台型企业转型

大丰实业致力于打造集文体旅创新科技和文体旅赋能于一体的平台型企业。大丰实业前身为余姚市视听器材厂，于1991年成立，最初主营电源接插件、配电箱、摄影器材等销售。**1993-1996年**，公司抓住我国电视产业发展机遇，业务转向组合玻璃舞台、公共座椅等影视设备。1996年，公司在活动看台、体育场馆座椅方面市场逐步扩大，同时在2004年承揽雅典奥运会7个主场馆，迈向全球。**2005-2010年**，大丰先后成立体育设备公司、设备维保公司、舞台设计公司，成为文体设施整体集成供应商。2013年，大丰文体创意及装备制造产业园落成，促进公司研发与智能制造实力全面提升。**2017年**，公司上市，同年成立大丰数艺科技公司、大丰文化传媒公司，业务拓展至数艺科技和文体场馆运营，开始向内容创意与运营领域转型。2021年5月1日，公司重点文旅演艺项目《今夕共西溪》在杭州西溪湿地公园首演，并于2023年3月全新升级回归，公司转型进入新阶段。

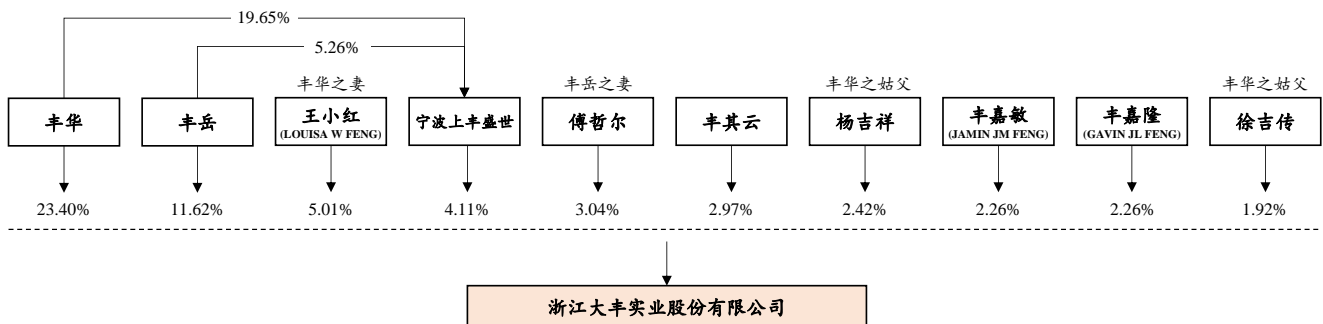
图1：大丰实业发展历史，深耕文体装备业务30余年，2017年向文旅运营转型

1991-1996：起步	1996-2005：成长	2005-2013：发展	2013-2017：开拓	2017-至今：新阶段
<ul style="list-style-type: none"> 1991年：丰勤租下几间简易厂房，创立余姚市视听器材厂，系大丰实业前身。 1994年：公司变更为电影电视设备公司，大丰转向玻璃舞台、公共座椅、活动看台产品，初获成就。 1995年：成立大丰建筑装饰工程公司。 	<ul style="list-style-type: none"> 1996年：大丰征地36000平米，建造38000平米厂房，开始生产体育场馆专用塑料座椅，产品被列入国家星火计划。 2001-2004年：先后成立大丰舞台设计院、大丰灯光音响设计院。 2004年：大丰承揽2004雅典奥运会7个主场馆装饰业务。 	<ul style="list-style-type: none"> 2003年：大丰征地133000平米，建造125000平米厂房，建设文体设施研发生产基地。 2005-2010年：先后成立大丰体育设备公司、大丰文体设施维保公司、大丰舞台设计公司。 	<ul style="list-style-type: none"> 2013年：大丰征地220000平米，规划建设350000平米的文体创意及装备制造产业园。 2017年：大丰实业上市。 	<ul style="list-style-type: none"> 2017年：成立大丰数艺科技公司、大丰文化传媒公司，向文旅运营商转型。 2019年：成立小丰文化公司，切入旅游演艺项目打造。 2021年：重磅演艺项目《今夕共西溪》首演。 2022年：大丰获得《流浪地球》小说独家版权。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

丰氏家族共同高效管理，股权结构稳定。公司第一大股东为丰华，直接和间接合计持股24.2%，实际控制人为丰华及其家属，股权结构稳定，丰华掌握公司控制权，主导经营决策，降低与管理层的沟通成本。

图2：公司股权结构稳定，丰华家族拥有绝对控制权（截至2023Q1）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

高行权股权激励，激发员工积极性。2021年9月，公司正式推出股权激励计划，激励对象覆盖高管及核心员工共96人，强化员工与公司的利益一致性，充分调动管理层与员工积极性。根据股权激励计划的业绩目标，若2023年能够达到100%解禁标准，则对应营业收入/净利润至

少为 43.4 亿元/5.0 亿元。

表1：公司推出股权激励，激发员工积极性

	姓名	授予数量（万股）	占股权激励限制性股票比例	占计划推出时总股本比例
股权激励 授予情况	杨金生-副总经理	18	2.25%	0.04%
	陈轶-副总经理	18	2.25%	0.04%
	孙玲玲-董事	14.4	1.80%	0.04%
	张进龙-财务总监	14.4	1.80%	0.04%
	谢文杰-董秘	14.4	1.80%	0.04%
	核心管理人员、核心技术 和业务人员等 91 人	651.6	81.45%	1.62%
	预留	69.2	8.65%	0.17%
	合计 96 人	800	100.00%	1.99%
业绩目标	第一个解禁期	以 2020 年扣非净利润(2.90 亿元)为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%(3.48 亿元)。		
	第二个解禁期	指标 1：以 2020 年营业收入(25.1 亿元)为基数，2022 年营业收入增长率为 10-20%/20-44%/44%+ 时，解禁 80%/90%/100%，对应 2022 年营收 28.5-30.1 亿元/30.1-36.1 亿元/36.1+亿元。 指标 2：以 2020 年扣非净利润(2.90 亿元)为基数，2022 年净利润增长率为 10-20%/20-44%/44%+ 时，解禁 80%/90%/100%。对应 2022 年净利润 3.2-3.5 亿元/3.5-4.2 亿元/4.2+亿元。		
	第三个解禁期	指标 1：以 2020 年营业收入(25.1 亿元)为基数，2023 年营业收入增长率 32-44%/44-72.8%/72.8%+ 时，解禁 80%/90%/100%，对应 2023 年营收 33.1-36.1 亿元/36.1-43.4 亿元/43.4+亿元。 指标 2：以 2023 年扣非净利润(2.90 亿元)为基数，2022 年净利润增长率为 32-44%/44-72.8%/72.8%+ 时，解禁 80%/90%/100%，对应 2023 年净利润 3.8-4.2 亿元/4.2-5.0 亿元/5.0+亿元。		

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：公司于 2021 年 9 月发布股权激励计划，并于 2022 年 10 月调整了业绩目标，表中业绩目标为调整后）

1.2、传统主业增长稳定，新业务盈利能力强

收入和利润同频稳定增长，疫后有望重回正轨。2012-2022 年营业收入 CAGR 为 10.6%，2022 年公司营业收入 28.42 亿元，同比-3.9%，归母净利润 2.87 亿元，同比-26.6%；2012-2022 年净利润 CAGR 为 10.4%，毛利率 29.9%，净利率 10.1%。2022 年因管理费用率提升以及坏账（信用减值损失）增加导致净利率有所下降，常态化年份公司净利率保持在 13% 左右。

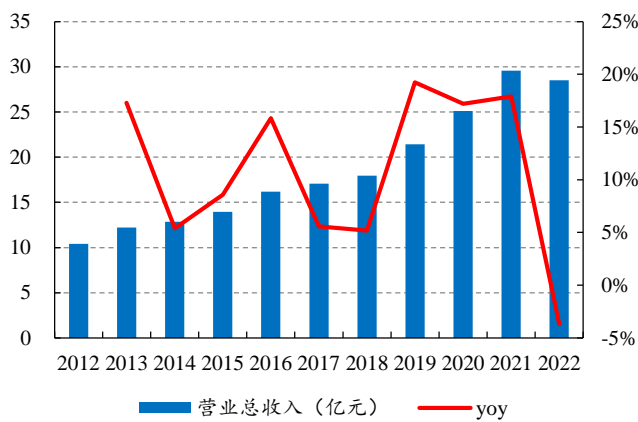
文体装备为基，向创意属性更强的文旅融合方向拓展。公司主营业务包括文体科技装备、数字艺术科技、轨道交通设备，并依托多年的文化产业资源积累，向文体场馆运营、演艺项目拓展。**分业务来看：**传统业务文体装备/轨交设备增长稳定，2018-2022 年营收 CAGR 分别为 8.03%/15.87%，2022 年占比分别为 77.9%、5.5%，毛利率分别为 29.1%、26.0%。内容创意属性更强的数艺科技业务利润率更高，2022 年毛利率为 36.6%，占比从 2021 年 6.1% 提升至 2022 年 14.1%。

图3: 公司业务结构涵盖文旅产业全产业链



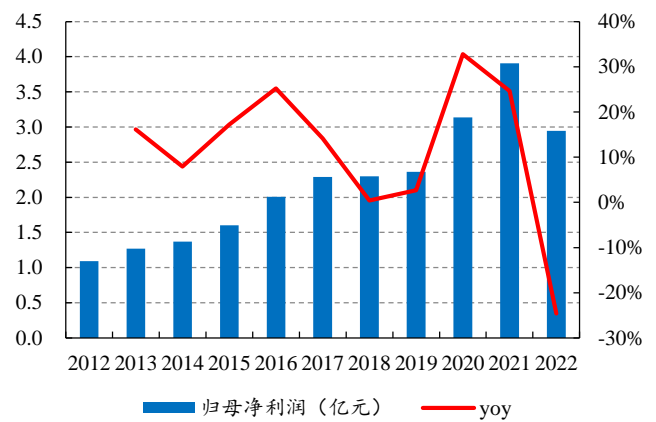
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图4: 2012-2022年, 公司营业收入 CAGR 10.6%



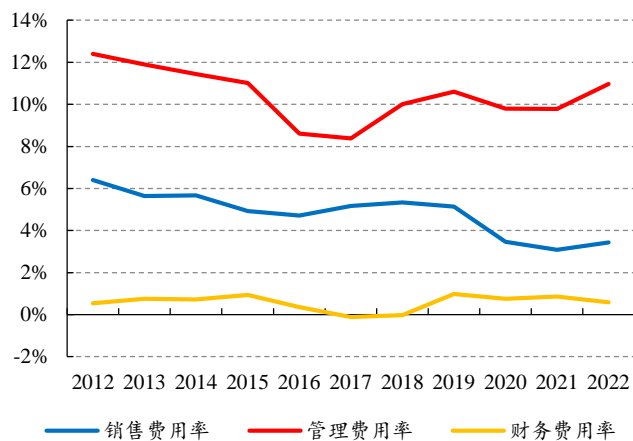
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2012-2022年, 公司归母净利润 CAGR 10.4%



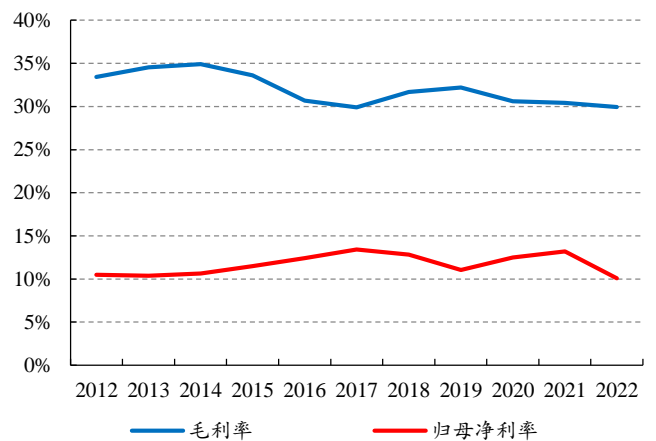
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 公司费用率保持稳定



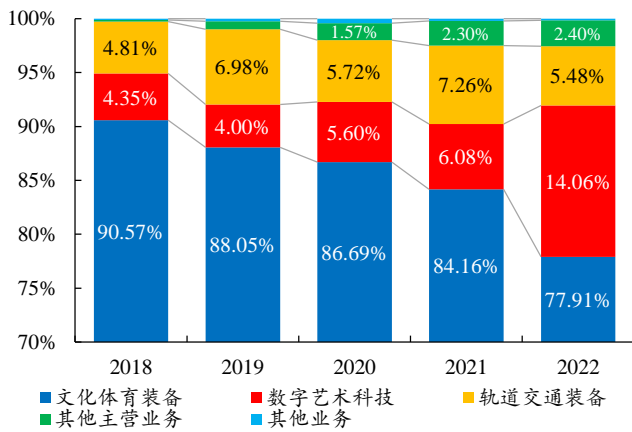
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 公司利润率较为优秀



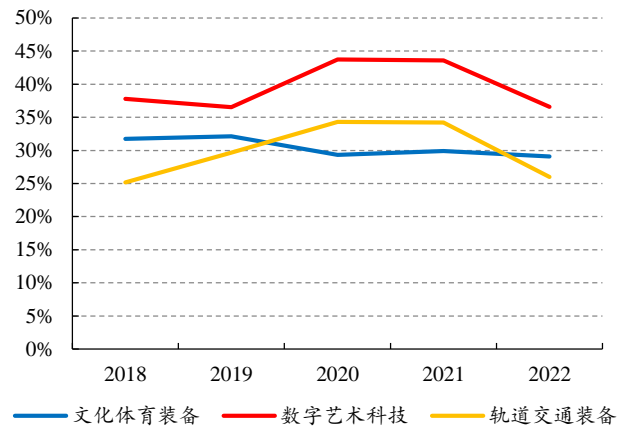
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8：公司文体装备业务营收占比较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：公司数艺科技业务利润率较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

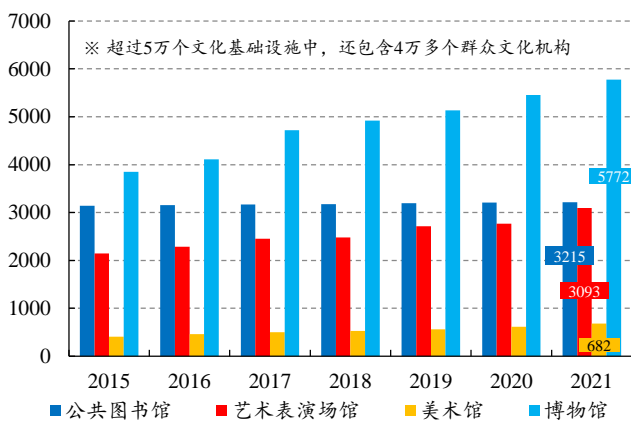
2、行业分析：文体旅产业共同迈向新的征程

2.1、文体产业：“十四五”发展目标明确，一带一路发展空间广阔

2.1.1、国内文体产业“十四五”发展目标明确

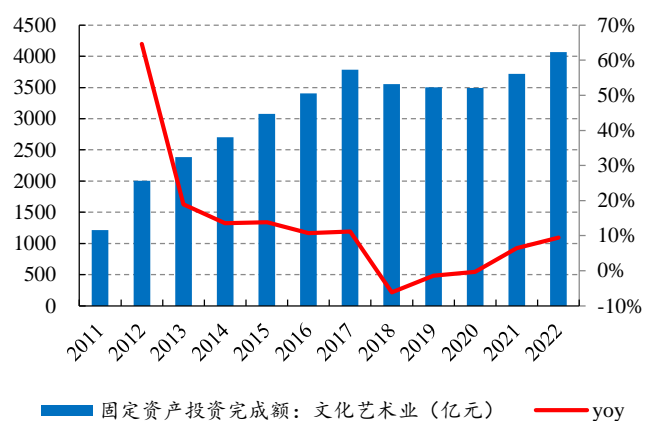
我国文化艺术产业蓬勃发展。根据国家统计局和文旅部，2021年，我国各类文化基础设施数量合计超过5万个，其中艺术表演场馆/博物馆3093/5772个，2015-2021年CAGR为6.31%/6.97%，增长较快。2022年，我国文化艺术业固定资产投资完成额达到4065亿元。文化产业承担着公共教育的重任，长期来看，文化产业是国民经济的刚需。根据《“十四五”文化和旅游发展规划》，预计2025年全国各类文化设施数量将达到7.7万个，文化设施年服务人次达到48亿。同时，根据智研咨询，2021年我国舞台机械与自动控制系统市场规模达到180.5亿元，2015-2021年CAGR为5.33%，预计场馆数量和投资规模的增长同时带来了装备需求的增长。

图10：2021年我国各类文化设施超过5万个

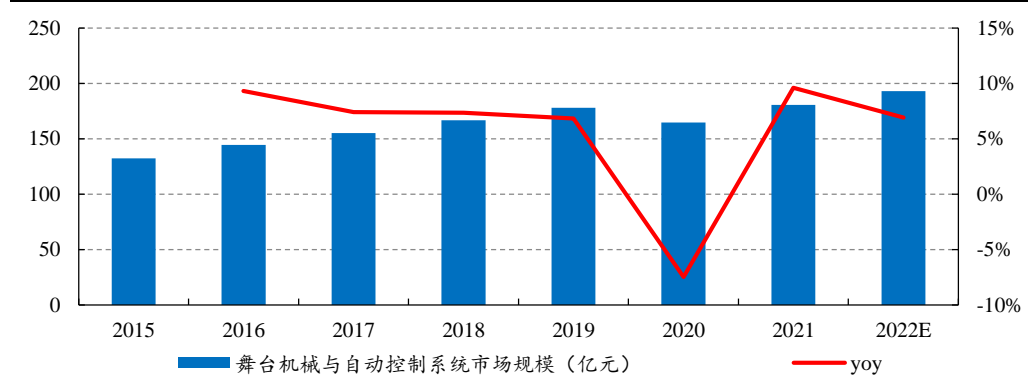


数据来源：文化和旅游部、国家统计局、开源证券研究所

图11：2022年我国文化艺术业固投完成额超4000亿元



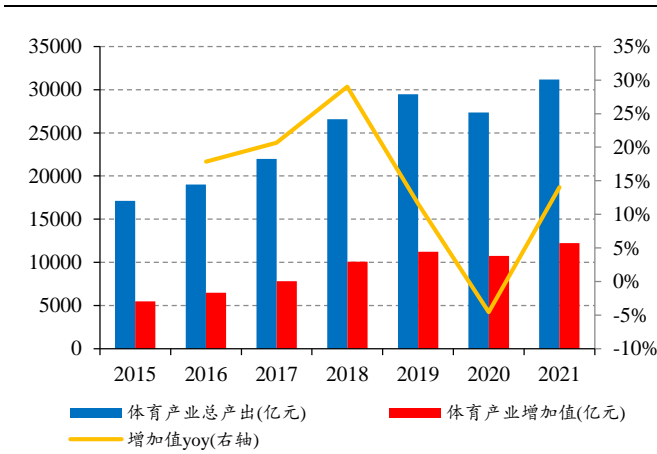
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图12：2021年我国舞台机械与自动控制系统市场规模达到180.5亿元


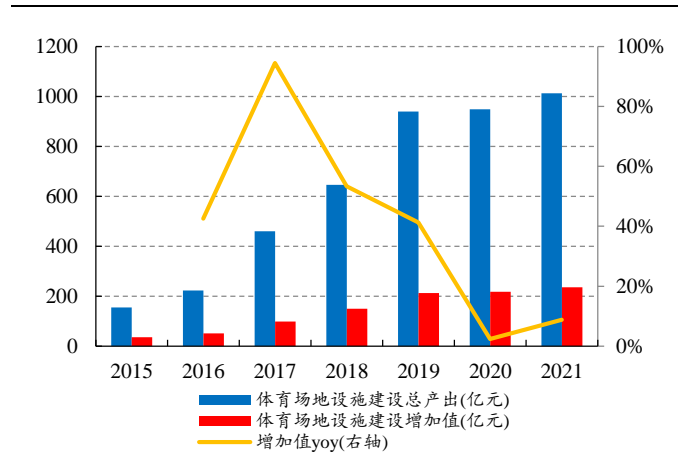
数据来源：智研咨询、开源证券研究所

我国体育产业场地设施建设行业空间容量大，年增加值超过200亿元。根据国家统计局，2021年，我国体育产业总产出3.1万亿元，增加值1.2万亿元，2015-2021年增加值CAGR为14.29%。其中，体育场地设施建设增加值达到236亿元，2015-2021年CAGR达到37.25%，随着体育场地建设增加值的快速增长，其在体育产业总增加值的占比也不断提升，2021年占比达到1.93%，已形成庞大的市场容量。

我国体育产业整体快速增长，有望为场地建设带来更大市场空间。根据中国体育用品联合会和央视网，目前我国人均体育场地面积仅2.41平方米，远低于日本（19平方米）和美国（16平方米）。根据《“十四五”体育发展规划》，至2025年，我国体育产业总产出将达到5万亿元，居民体育消费总规模将达到2.8万亿元，增加值占GDP比重达到2%。2019年，我国体育产业增加值占GDP比重达到1.26%，呈逐年增长的趋势，2020年后受疫情冲击有所下降，随着后疫情时代出行逐步恢复，体育行业需求逐步回暖，我国体育产业增加值GDP有望快速增长，体育场地建设有望获得更大的市场空间。

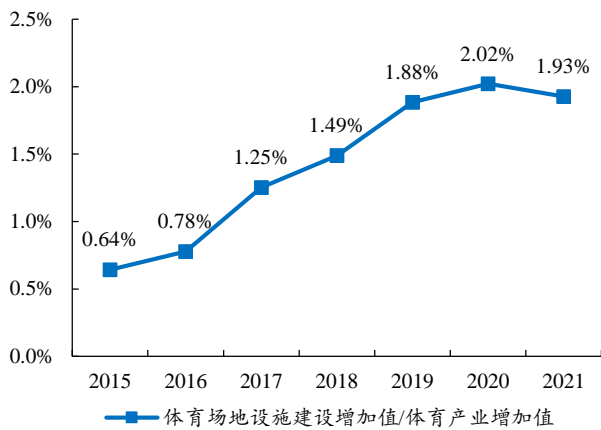
图13：2021年，我国体育产业总产出/增加值超万亿


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图14：2021年，我国体育场地设施建设增加值达236亿


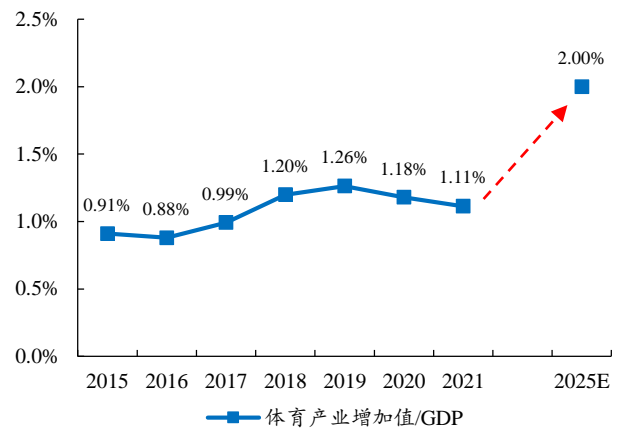
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图15: 近年来体育场地设施建设增加值占比快速提升



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图16: 近几年体育产业增加值占 GDP 比重在 0.9-1.3%

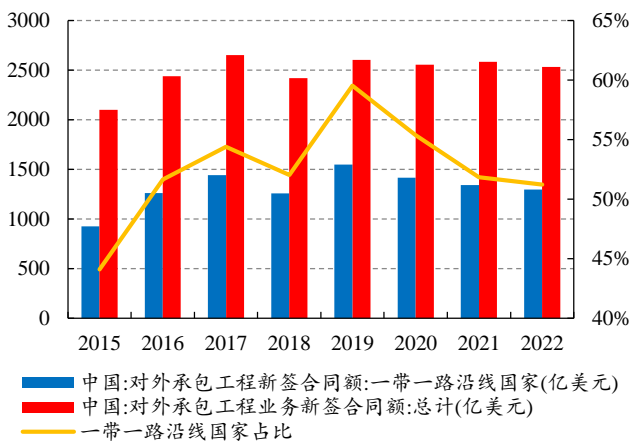


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

2.1.2、重视与一带一路沿线国家合作，文体装备海外发展空间广阔

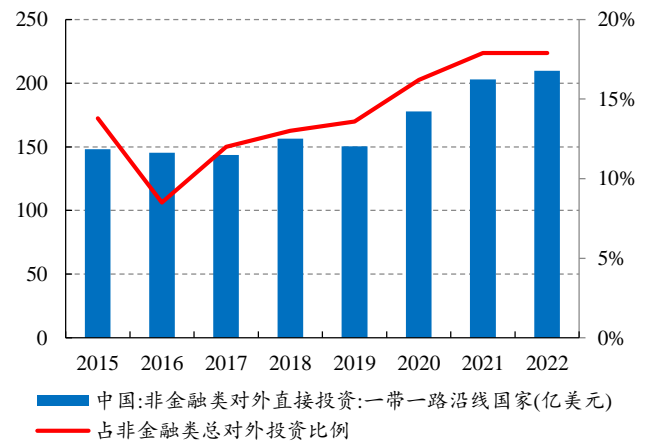
一带一路沿线国家的发展为我国建筑类企业和设备制造类企业带来广阔发展空间。根据商务部，2022 年，我国对外承包工程新签合同中，一带一路国家新签合同额 1296 亿美元，占比达到 51.2%，2015-2019 年占比提升趋势明显，疫情期间有所下滑。2022 年，我国非金融类对外投资中，一带一路沿线国家投资金额 2531 亿美元，占比 17.9%，近几年有明显的提升趋势。截至 2023 年 1 月 6 日，我国已和 151 个一带一路沿线国家签订合作文件，预计随着疫情影响减弱，以及一带一路倡议持续深化，我国与一带一路沿线国家的投资合作将会持续向好，为我国建筑类和设备制造类企业带来更广阔的发展空间。

图17: 我国对外承包工程新签合同中，一带一路国家占比超过 50%



数据来源: 商务部、开源证券研究所

图18: 我国非金融类对外投资中，一带一路沿线国家占比逐年提升



数据来源: 商务部、开源证券研究所

我国重视与一带一路沿线国家的文化合作，推动文体装备出口与场馆建设业务出海。截至 2019 年，我国与一带一路沿线国家共同打造了丝绸之路（敦煌）国际文化博览会、丝绸之路国际艺术节、海上丝绸之路国际艺术节等一批大型文化节会，

在沿线国家设立了 17 个中国文化中心，中外文化交流以文化场馆、文化节会为载体广泛落地于一带一路沿线国家。2018-2021 年，文旅部（2018 年为文化部）累计为 148 项一带一路国际合作重点项目进行了扶持，主要扶持方向包括拓展数字文旅产业合作、加强创意设计合作、推动旅游演艺合作、促进文化和旅游投资合作、建设文旅产业国际合作服务平台等，扶持方式包括投融资支持、搭建平台、宣传推广、开拓渠道、信息服务、人才培养等。具体来看，重点项目名单中主要包含文化演艺、文化场馆建设等项目类别，大丰的“舞台装备海外推广”项目（系大丰在菲律宾的 KINGDOME 综艺馆项目）和面向“一带一路”沿线国家和地区的文体场馆设施专业化设计及服务”曾入选文旅部 2018 年、2020 年重点项目名单。

表2：2018-2021 年部分重点扶持项目，包含较多文化场馆建设、文化演艺项目

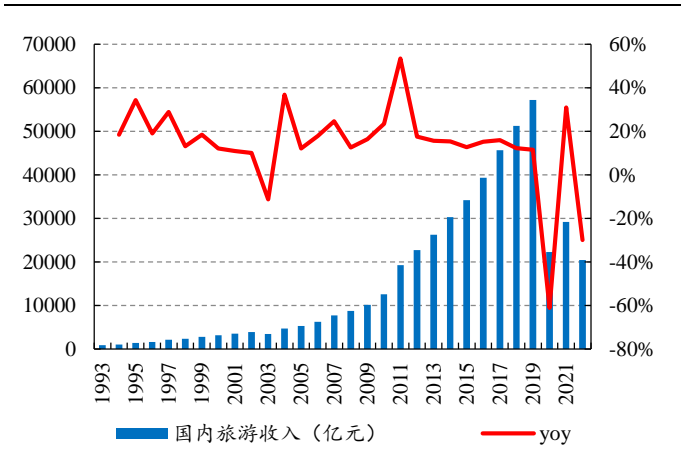
项目类型	项目名称	项目申报单位
文体装备	舞台装备海外推广	浙江大丰实业
场馆建设	“丝绸之路国际剧院联盟”剧院技术咨询服务计划	中国对外文化集团
演艺	澳大利亚传奇王国	宋城演艺
场馆建设	中哈霍尔果斯国际文化交流中心（中国文化馆）	霍尔果斯丝路长歌旅游文化有限公司
演艺	丝绸之路经济带精品剧目国内外巡回展演	吐鲁番欢乐盛典旅游文化有限公司
演艺	舞剧《大唐玄奘》	中国歌剧舞剧院
场馆建设	贝尔格莱德中国文化中心大厦项目	中国山东对外经济技术合作集团
场馆建设	360 度沉浸式动感飞行影院	大连博涛文化科技股份有限公司
演艺	越南《印象会安》主题公园文化旅游演出	广西演艺集团
场馆建设	中柬文化创意园	云南文化产业投资公司
演艺	越南五地大型文化旅游演艺项目	山水盛典
文体装备	一体化智造水舞秀文化装备的海外推广	杭州水秀文化集团
场馆建设	月亮船（沙特国家展示馆）	江苏江南环球港商业中心有限公司
数字艺术	《又见马六甲》创意显示项目	利亚德光电股份有限公司
数字艺术	“遇见中国”中国优秀数字媒体艺术展示推广	上海国际文化装备产业园管理有限公司
场馆建设	迪拜·丝路演艺文化产业园	新疆丝路龙田控股集团
场馆建设	面向“一带一路”沿线国家和地区的文体场馆设施专业化设计及服务	浙江大丰实业
数字艺术	光之交响·上元雅集国际彩灯节海外巡展项目	自贡海天文化股份有限公司

资料来源：文化和旅游部、开源证券研究所

2.2、文旅产业：高度景气&政策加持，新模式是未来发展的主旋律

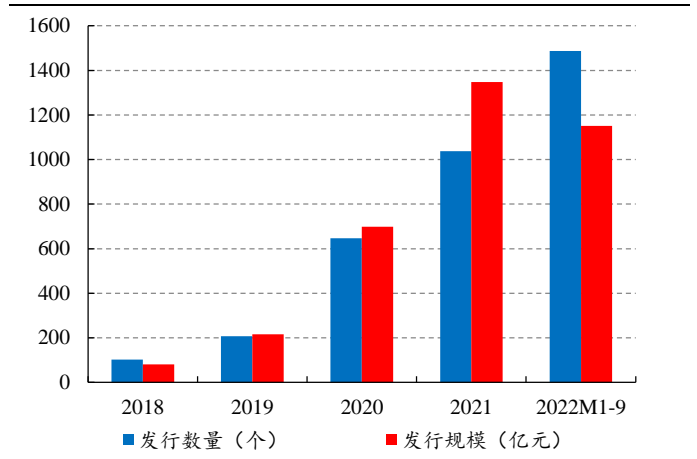
我国旅游行业景气度高。长期以来，我国旅游收入常年保持 10% 以上增速，2019 年规模突破 5 万亿元，景气度居高不下。2017 年以来，国家对旅游产业提出了更高的要求，支持发行文旅专项债，对优质旅游项目重点建设，文旅专项债发行规模增长迅速，2021 年发行规模达到 1348 亿元，资金层面的支持力度毋庸置疑。

图19：我国旅游行业收入长期保持10%以上增速



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图20：近年来文旅专项债规模增长迅速



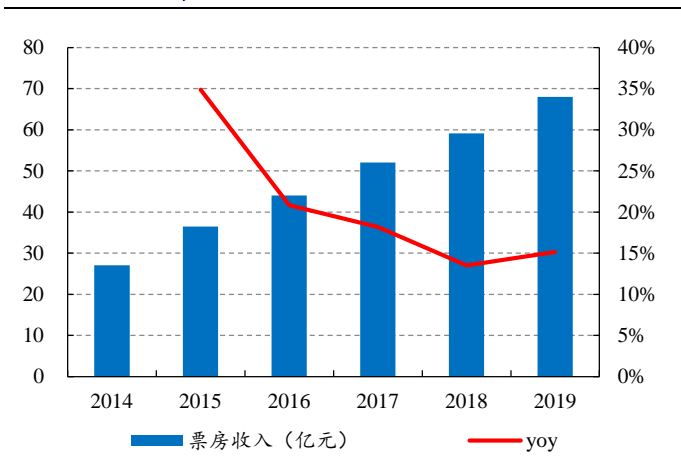
数据来源：专项债券信息网、开源证券研究所

2.2.1、文旅演艺：规模快速增长，市场集中度高

旅游演艺市场规模快速增长，集中度高，也反映出旅游演艺获得成功的难度大。根据道略演艺，2019年，我国旅游演艺票房收入68.02亿元，旅游演艺节目共340台，平均每台节目年收入2001万元，2013-2019年，票房收入CAGR 20.1%，快速增长，同时，根据新旅界、道略演艺，以千古情系列、印象系列、山水系列、长隆系列为代表，2021年，四大系列合计占据59%市场份额，集中度高，反映出目前我国优秀的旅游演艺项目稀缺，大部分项目难以获得可观的收入，能够实现盈利的旅游演艺项目仅占比20%左右。

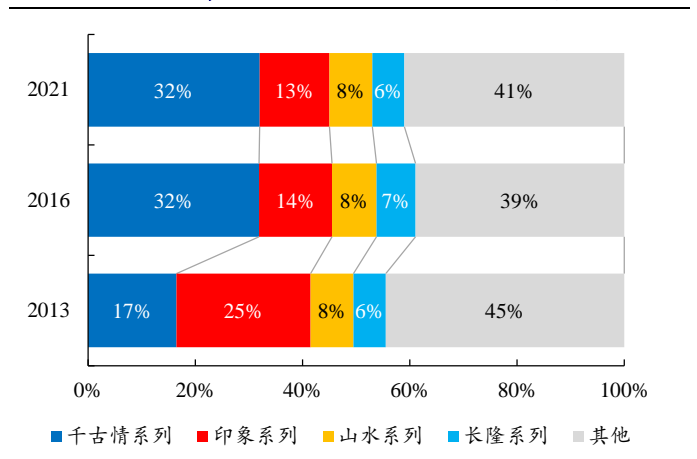
分类方面，旅游演艺形式包括剧场/主题公园/实景，2018年，票房收入占比47%/27%/26%，节目台数占比58%/15%/27%，主题公园以较少的节目台数贡献更多的票房收入。

图21：2019年，我国旅游演艺票房收入68.02亿元



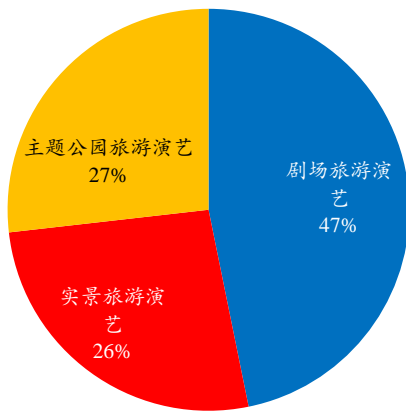
数据来源：道略演艺、开源证券研究所

图22：长期以来，旅游演艺市场份额较为集中



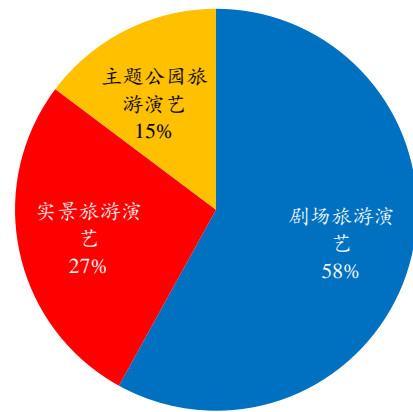
数据来源：新旅界、道略演艺、开源证券研究所

图23：2018年主题公园旅游演艺票房收入占比27%



数据来源：道略演艺、开源证券研究所

图24：2018年主题公园旅游演艺节目台数占比15%



数据来源：道略演艺、开源证券研究所

2.2.2、沉浸式演艺：政策推动快速发展，但优质演艺项目稀缺

沉浸式演艺打破了传统观演形式，与观众形成互动体验。沉浸式演艺包括四大特征：环境营造、互动性、多感官体验、角色扮演，代表项目包括观印象《又见平遥》、《印象刘三姐》、《知音号》、《百老汇》、《不眠之夜》等。

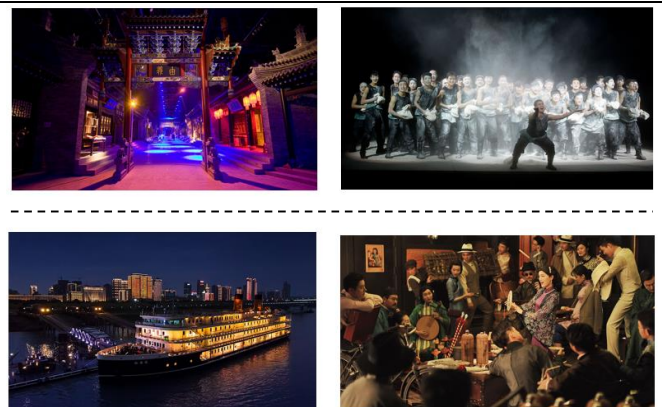
- **《又见平遥》**：于2013年问世，是我国沉浸式演艺的开端作品。《又见平遥》以山水实景的布景进入室内，将平遥古城与演出相融合，观众要在90分钟内步行穿过多个主题空间，且参与角色扮演，角色包括镖师的父亲、赵家的宾客等。
- **《知音号》**：于2016年落地演出，是长江首部漂移式多维体验剧。《知音号》的表演场地在“知音号”轮船上，船长120米，演出全程将载着观众在长江上游走，随着船体漂移，观众与演员会形成互动和角色扮演，无观众区和表演区之分，船上每个角落都是故事发生地。

图25：沉浸式演艺呈现四大特征

沉浸式演艺	
环境营造	通过环境氛围营造及演职人员表演还原故事真实场景，为游客打造“另一个时空”
互动性	没有固定舞台，游客可参与剧情的互动环节，获得差异化的个性体验感受。
多感官体验	灵活调动游客的五感，除了视觉、听觉外，还有嗅觉、味觉和触觉，让演出真实、立体地包围游客。
角色扮演	游客可以直接参与戏剧表演，成为剧中人，甚至推动剧情发展。

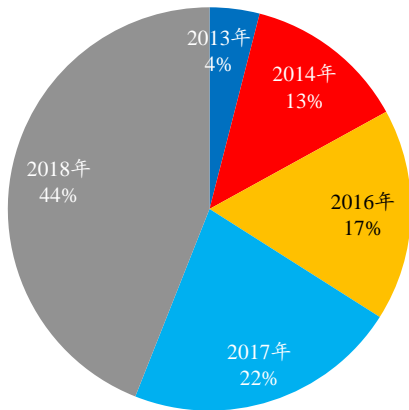
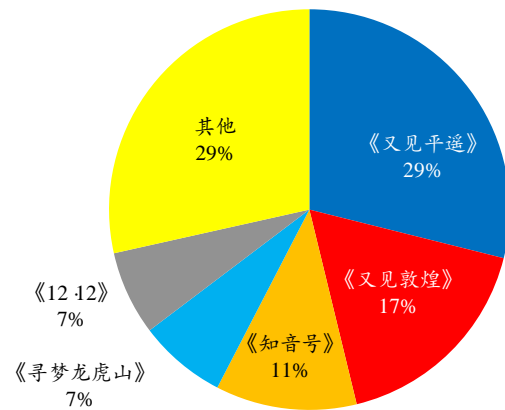
资料来源：道略演艺、开源证券研究所

图26：《又见平遥》/《知音号》是沉浸式演艺代表剧目



资料来源：观印象官网、开源证券研究所

我国沉浸式旅游演艺集中度高，优质项目稀缺。《又见平遥》是我国沉浸式旅游演艺的开端，其后多年里“又见”系列持续引领着沉浸式旅游演艺的发展，自 2013 年开始，我国沉浸式旅游演艺的发展呈逐年加速的趋势，2018 年新增 11 台演出，其中，44% 的沉浸式旅游演艺项目首演。根据道略演艺，2018 年，我国沉浸式演出票房收入规模 4 亿元，《又见平遥》和《又见敦煌》合计占据 46% 市场份额，一方面体现出市场集中度较高，另一方面，我国优质的沉浸式演艺项目较为稀缺。

图27：44%的沉浸式旅游演艺项目在 2018 年首演

图28：2018 年我国沉浸式演出票房收入份额占比


数据来源：道略演艺、开源证券研究所

数据来源：道略演艺、开源证券研究所

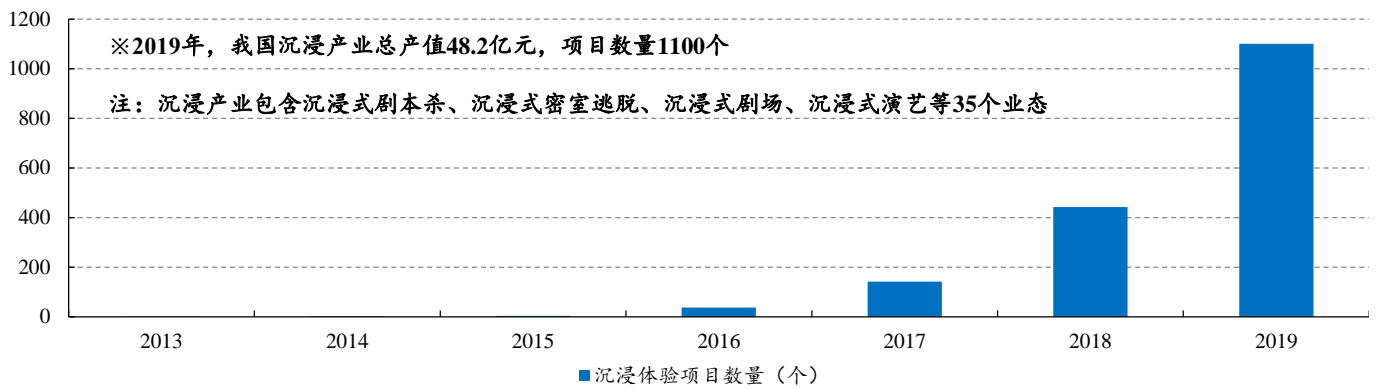
政策支持是推动我国沉浸产业发展的催化剂。2019 年，国务院发布《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，其中对于沉浸式旅游业态有重点提及，推动沉浸产业快速发展。根据 36 氪，70% 的国内沉浸娱乐 IP 都在 2018-2019 年左右诞生，根据幻境《2020 中国沉浸产业发展白皮书》，2018 年和 2019 年沉浸体验项目数量均大幅增长，2019 年达到 1100 个，总产值达到 48.2 亿元。根据《“十四五”文化产业发展规划》，我国将支持景区景点、主题公园、园区街区等，运用文化资源建成 100 个以上沉浸式体验项目，鼓励沉浸式体验与城市综合体、公共空间、旅游景区等相结合，未来沉浸式演艺业态将迎来新的发展机遇。

表3：我国沉浸产业相关政策支持

时间	政策	内容
2019 年 8 月	《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	促进文化、旅游与现代技术相互融合，发展基于 5G、超高清、增强现实、虚拟现实、人工智能等技术的 新一代沉浸式体验型文化和旅游消费内容 。
2021 年 6 月	《“十四五”文化产业发展规划》	沉浸式体验：支持文化文物单位、景区景点、主题公园、园区街区等运用文化资源开发 100 个以上沉浸式体验项目 ，丰富体验内容，提升创意水平，发展沉浸式演艺、沉浸式展览、沉浸式娱乐体验等业态， 鼓励沉浸式体验与城市综合体、公共空间、旅游景区等相结合 。

资料来源：国务院、文化和旅游部、开源证券研究所

图29：2018、2019年，我国沉浸体验项目数量快速增长

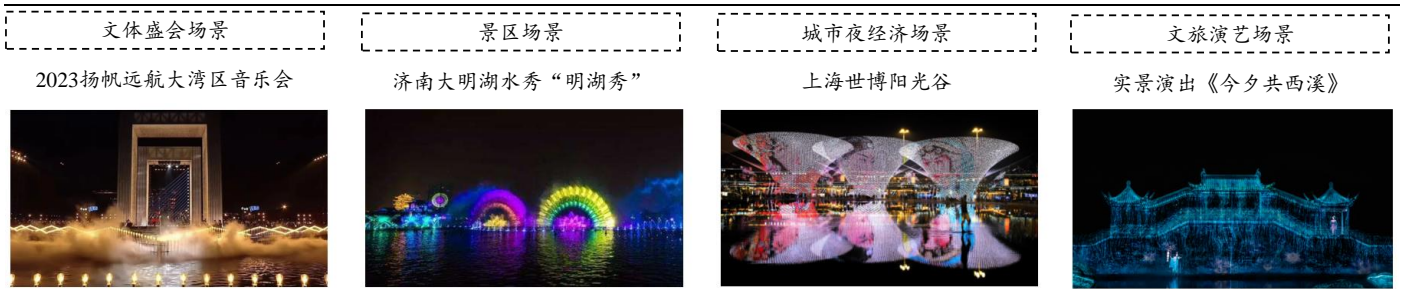


数据来源：幻境《2020中国沉浸产业发展白皮书》、开源证券研究所

2.2.3、数字艺术展示：文旅产业升级的重要抓手，政策支持力度大

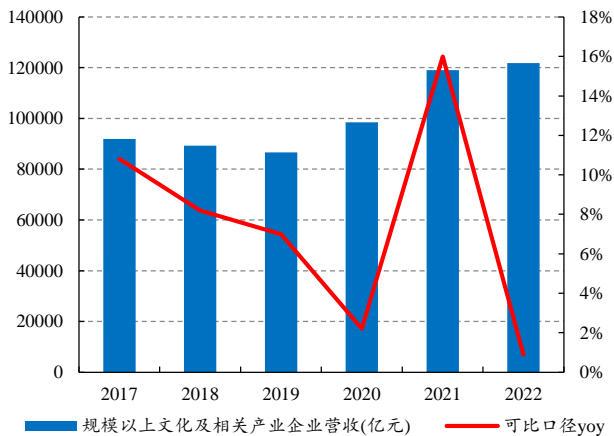
数字艺术是推动文旅产业升级的重要抓手。数字艺术展示以光影为核心展示形式，结合数字科技装备，应用AR/VR/全息、裸眼3D等技术，打造具有文化特色的光影展示。具体形式包括光影秀、全系互动投影、无人机表演等，应用场景包括城市夜经济、商业综合体、室内灯光展示、景区、文旅演艺、文体盛会等。数字艺术尤其受到年轻人青睐，已成为各地促进文旅产业复苏、推动产业升级的重要抓手。

图30：数字艺术展示应用场景多样

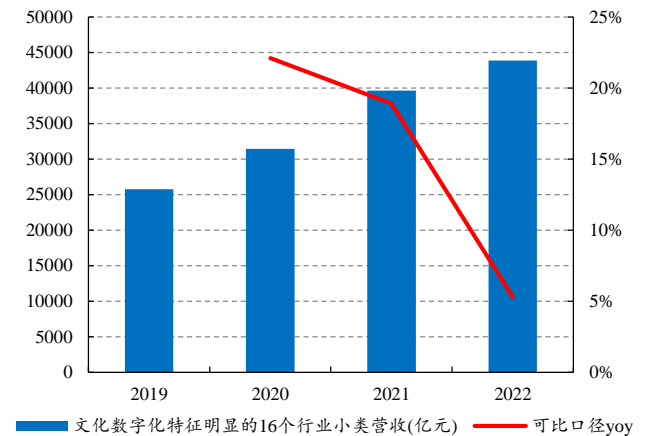


资料来源：数艺网、凤凰网、中新网、今夕共西溪公众号、开源证券研究所

文化数字化行业快速发展。根据国家统计局，2022年，规模以上文化及相关产业企业实现营收12万亿元，其中文化数字化特征较为明显的16个行业小类实现营收4.4万亿元，2020-2022年CAGR分别为6.4%、15.4%，文化数字化行业容量大，且近年来增速显著高于行业整体。

图31：2020-2022年，文化产业年均增速6.4%


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图32：2020-2022年，文化数字化行业年均增速15.4%


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

近几年政策推动文化数字化与数字艺术发展力度较大。从2020年提出“推动数字文化产业高质量发展”，到2021年将文化数字化战略写入“十四五”规划，再到后续不断提及的文化数字化、数字艺术发展目标，数字文化产业重要性不断凸显。根据《“十四五”文化产业发展规划》，我国将培育100个以上数字艺术体验场景、建设200个以上国家级夜间文化和旅游消费集聚区，在重点领域和场景扩大提升数字艺术展示产品应用，未来数字艺术市场空间将更加广阔。

根据文化和旅游部监测数据，截至2023年5月，全国已有二批243个国家级夜间文化和旅游消费集聚区，客流量为5212.2万人次，平均每个集聚区每夜为3.06万人次，已成为具有较强感召力的网红打卡地和时尚目的地。

表4：近几年政策推动文化数字化与数字艺术发展力度较大

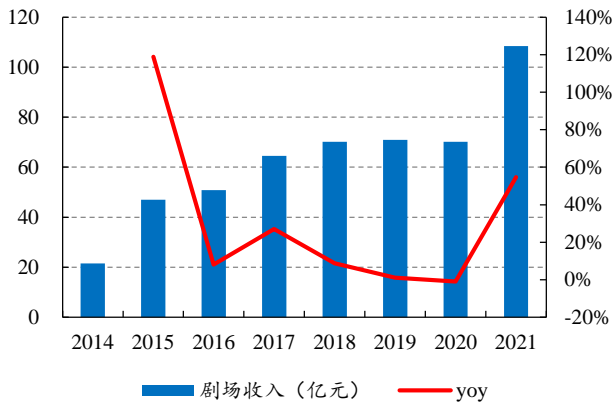
时间	政策	内容
2020年11月	《文化和旅游部关于推动数字文化产业高质量发展的意见》	打造5个具有区域影响力、引领数字文化产业发展的产业集群，建设200个具有示范带动作用的数字文化产业项目。
2021年3月	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	实施文化产业数字化战略，加快发展新型文化企业、文化业态、文化消费模式，壮大数字创意、网络视听、数字出版、数字娱乐、线上演播等产业。
2021年6月	《“十四五”文化产业发展规划》	培育100个以上数字艺术体验场景，在重点领域和场景扩大提升数字艺术展示产品应用。建设200个以上国家级夜间文化和旅游消费集聚区。
2022年5月	《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	五是发展数字化文化消费新场景，大力发展线上线下一体化、在线在场相结合的数字化文化新体验。
2022年10月	中国共产党第二十次全国代表大会	实施国家文化数字化战略，健全现代公共文化服务体系，创新实施文化惠民工程。

资料来源：中国政府网、文化和旅游部、中国人大网、开源证券研究所

2.3、剧院运营：市场规模超百亿，我国剧院普遍存在运营不足问题

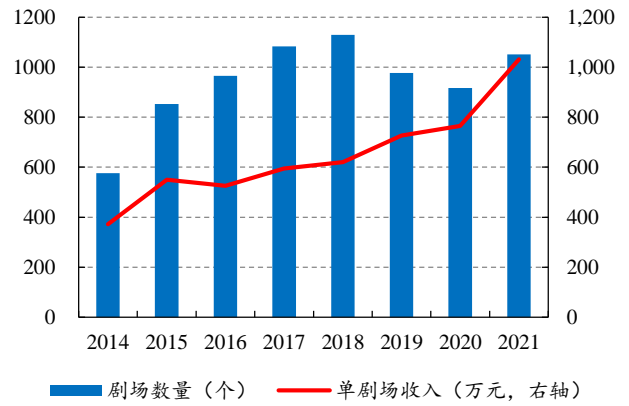
我国剧场收入规模超过100亿元，单剧场收入逐年增长。根据中国统计年鉴，2021年，我国剧场收入规模达到108.53亿元，在疫情阶段性恢复后出现大幅增长，2014-2021年CAGR达到26.1%，增长迅速。2021年我国剧场数量为1052个，单剧场收入达到1032万元，逐年增长。

图33: 2014-2021年我国剧场收入 CAGR 为 26.1%



数据来源: 中国统计年鉴、开源证券研究所

图34: 我国单剧场收入逐年提升

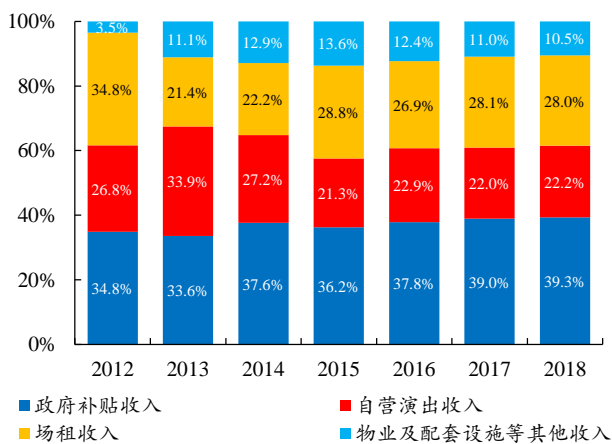


数据来源: 中国统计年鉴、开源证券研究所

我国剧院普遍存在运营能力不足的问题。我国大部分剧院运营方为各级政府或地方性剧院经营企业，规模小，缺乏优质剧目资源，不具备剧目自产能力，伴随着普遍的剧院管理能力不足、服务能力差等问题，导致荒废、闲置剧院增多，出现“空巢剧院”现象，恶性循环难以突破。体现在收入结构上，则是高度依赖政府补贴和场租，根据中国演出行业协会，2018年，全国专业剧场总收入中，政府补贴/场租收入占比 39.3%/28.0%，自营演出收入占比仅 22.2%。

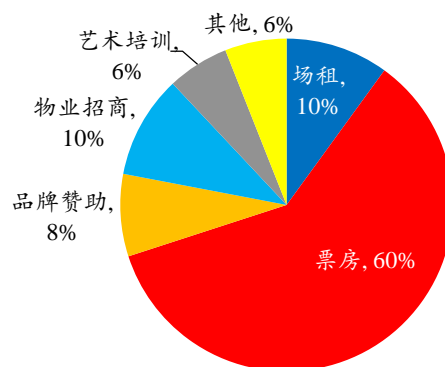
成功案例：自营能力强，广州大剧院实现年收入破亿元。根据中演汇，2019年，广州大剧院实现零政府补贴营业收入 1.8 亿元，连续 5 年收入破亿元。广州大剧院的成功在于多元化经营，体现为收入结构多元化，降低场租和政府补贴依赖，票房为主要收入来源，其中，自营及合作演出剧目占比达到 65%，直接或间接为剧院带来了 70% 以上的营收。广州大剧院于 2010 年开院，当年斥资 1300 万元改编制作的《图兰朵》大获成功，此后又联手罗马歌剧院、纽约大都会歌剧院等世界一流剧院及艺术家制作了《托斯卡》、《蝴蝶夫人》、《茶花女》、《卡门》，2018 年，广州大剧院自制歌剧《马可·波罗》首演，收获了良好的经济效益。强大的自创与联合创作能力为广州歌剧院带来了显著的收益。

图35: 全国专业剧院收入中政府补贴+场租占比较高



数据来源: 中国演出行业协会、开源证券研究所

图36: 广州大剧院细分收入占比



数据来源: 广东演出公众号、开源证券研究所

保利文化、中演院线是国内剧院运营的主要玩家。保利文化、中演院线分别成立于 2003 年、2010 年，是国内较早开展剧院院线化管理的公司，旗下所运营的剧院均能够实现较好的社会效益，且都有较为深厚的央企背景。大丰实业开展剧院运营业务较晚，但正在加快追赶，目前已成为国内排名靠前的直营剧院运营商。

表5：保利文化、中演院线是我国剧院运营行业主要参与者

公司	成立时间	大股东	收入规模	运营场馆数量
保利文化	2003 年	保利集团	2019 年 19.89 亿元	2019 年 68 家剧院
	(剧院管理业务)		2022 年 16.59 亿元	2022 年 76 家剧院
中演院线	2010 年	中国对外文化集团	2019 年 4.8 亿元	2019 年 16 家直营剧院
				2022 年 20 家直营剧院
大丰文化传媒	2017 年	大丰实业	-	2022 年 10 余家文体场馆

数据来源：保利文化公司公告、大丰文化传媒官网、中演院线官网、中国旅游新闻网、开源证券研究所

3、公司：文旅装备+数艺科技+文旅运营/演艺，全面花开在即

3.1、文体装备：传统优势主业经营稳健

公司文体装备业务行业领先，曾为大量下游知名客户提供核心装备支持。公司的文体装备：覆盖研发、生产、安装、维护全流程。文化科技装备方面，主要产品包括舞台机械及智能控制系统、灯音视频系统、声学装饰、伸缩活动看台、公共座椅。公司拥有 20 余年行业经验，已连续 25 年为央视春晚创制舞台系统，为全国知名大剧院、艺术中心、广电中心、会议会展等提供舞台装备支持，代表案例包括国家大剧院（合成剧场）、江苏大剧院、新中央电视台大剧院、上海世博演艺中心、G20 杭州峰会等。

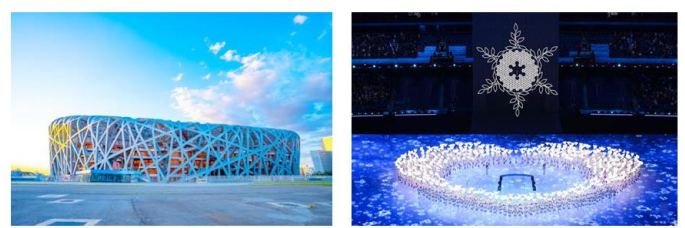
体育科技装备：公司产品包括场地工艺、智慧场馆控制系统、音响照明、看台、竞赛显示等设备，代表案例包括北京鸟巢体育场、杭州奥体中心、五棵松体育馆等，为奥运会、亚运会等重大体育赛事提供装备支持与策划方案。2022 年，公司为北京冬奥会打造了承载火炬升空的雪花型升降台，由公司自主研发的精密控制系统完美实现了冬奥会经典一幕。此外，根据大丰体育，公司已成为杭州亚运会官方供应商，为 46 个场馆中的 36 个提供集成解决方案和核心设备，占比 78.3%。

图37：江苏大剧院由大丰提供装备



资料来源：光影江苏

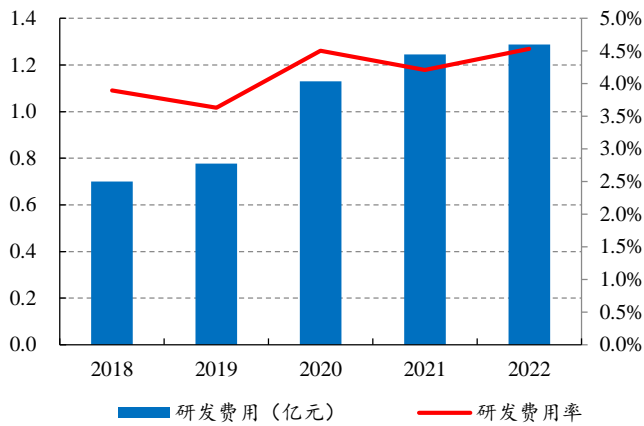
图38：北京冬奥会雪花型火炬升降台由大丰提供装备



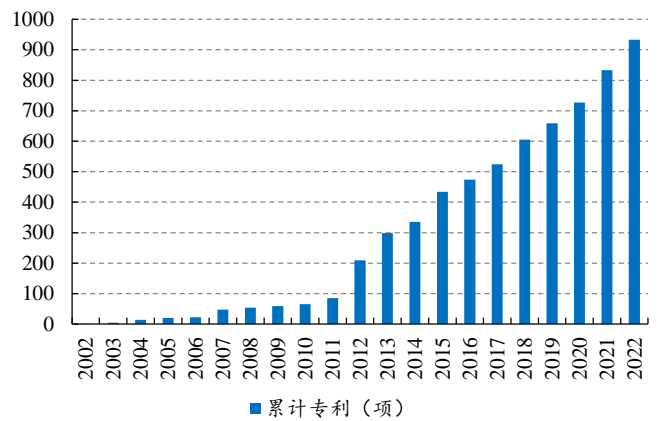
资料来源：人民网

公司具备技术研发优势。舞台机械设备的核心竞争要素在于智能控制系统，2001 年后，公司先后成立舞台设计院、灯光音响设计院等研发部门，后续建成大丰文体创意及装备制造产业园，通过 20 余年的积累，拥有了深厚的技术沉淀。2022 年，公司研发费用 1.29 亿元，研发费用率 4.53%，在全年业务交付与拓展受阻的情况下，公司依然积极投入研发，巩固技术优势。

根据企查查，截至 2022 年，公司累计获得专利 933 项，发明专利近 200 项。此外，公司核心控制系统是国内较早通过欧盟安全标准认证的舞台机械控制系统产品，虚拟现实舞台控制系统等项目列入国家火炬计划，技术国内领先。

图39：公司研发费用投入高


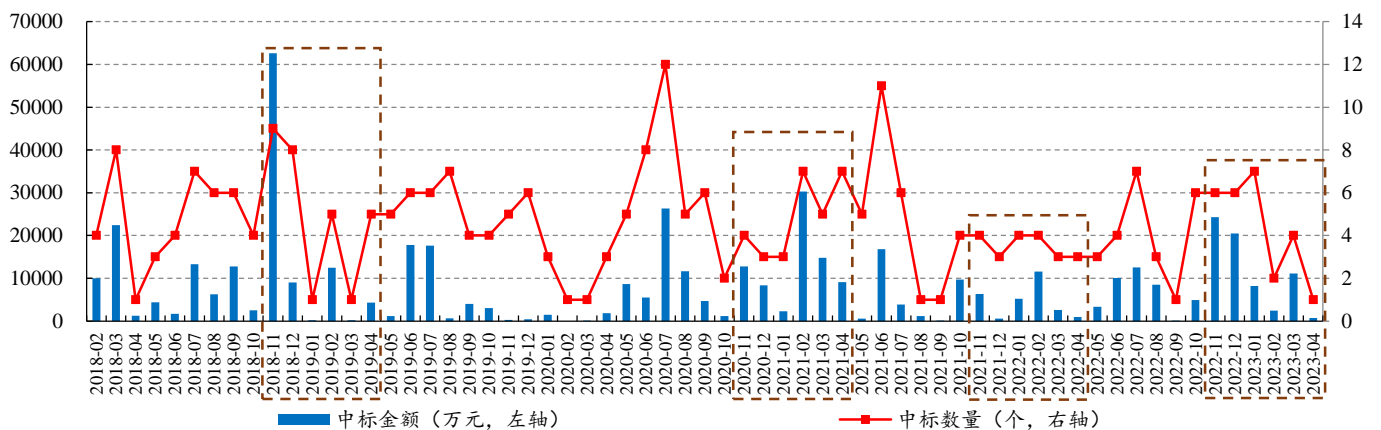
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：公司累计获得专利超过 900 项


数据来源：企查查、开源证券研究所

2022年11月疫情政策放开后，公司中标情况表现良好。从2022年11月-2023年4月的疫后修复周期维度看，公司累计中标6.72亿元/26个，中标金额比2021年11月-2022年4月增长147%，与2020年11月-2021年4月中标数量较为相近。综合来看，疫情之后公司中标情况表现较好，其中2022年11-12月公司的中标贡献较多，主要系疫情之后招标需求存在集中释放。

我们认为，目前公司中标情况稳中向好，体现了公司优秀的业务拓展能力，以及应对市场变化快速调整的能力，根据公司公告，2020-2021年文体装备签约金额超过25亿元，由于2022年受到疫情和市场环境影响，下游部分招标需求或被推迟到2023年，2023年签约金额有望超过30亿元。目前公司在手订单充足，是收入及现金流的“安全垫”。

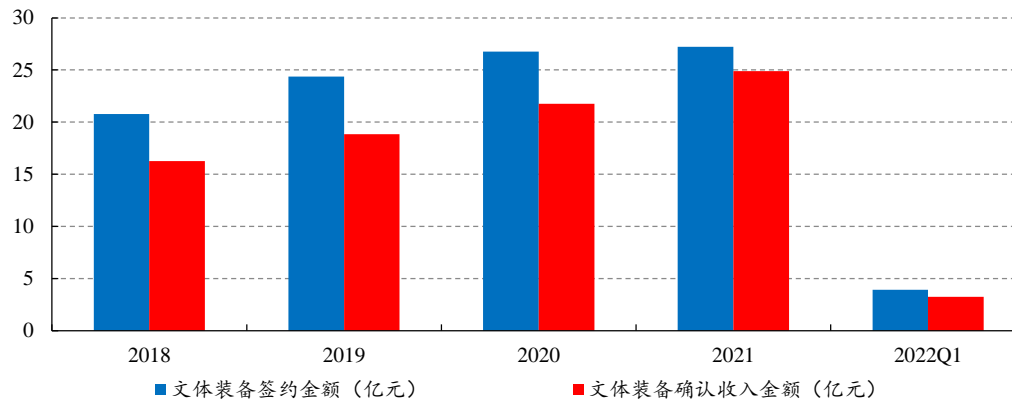
图41：2022年11月后大丰实业中标情况表现良好


数据来源：千里马招标网、开源证券研究所

表6：2022年11月疫情政策放开以来，公司中标情况表现良好

	中标金额 (万元)	中标金额同比	中标数量 (个)		中标金额 (万元)	中标金额同比	中标数量 (个)
2023年1-4月	22414.40	10.20%	14	2022年11月-2023年4月	67217.17	146.75%	26
2022年1-4月	20338.83	-63.99%	14	2021年11月-2022年4月	27241.01	-64.87%	21
2021年1-4月	56478.48	1557.06%	22	2020年11月-2021年4月	77544.79	1793.07%	29
2020年1-4月	3408.35	-80.11%	8	2019年11月-2020年4月	4096.24	-95.39%	19
2019年1-4月	17139.92	-	12	2018年11月-2019年4月	88825.47	-	29

数据来源：千里马招标网、开源证券研究所

图42：公司文体装备签约金额稳步增长，确认收入进度加快


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：2022.11-2023.4期间公司有较多大额订单中标

日期	中标金额(万元)	名称	甲方	地区
2023/3/22	4350.12	南浔长三角亲子乐园一期项目—南浔古镇东大街灯光秀夜游演绎采购	湖州南浔水晶科教文化发展有限公司	浙江-湖州
2023/3/15	5689.53	湛江文化中心及配套项目舞台机械采购安装工程	中国机械工业建设集团有限公司	广东-湛江
2023/1/6	4687.73	宝安区工人文化宫(工人(职工)服务中心)舞台三项采购及安装工程	中国建筑一局(集团)有限公司	广东-深圳
2022/12/30	8567.56	深圳大学艺术综合楼舞台机械灯光音视频采购与安装	深圳大学	广东-深圳
2022/12/14	5651.61	苍南大剧院建设工程舞台设备	苍南大剧院	浙江-温州
2022/12/2	4485.08	江西省恒立建工咨询有限公司关于江西省井冈山红色演艺建设项目演艺制作及演艺设备采购项目	井冈山旅游发展股份有限公司	江西-吉安
2022/11/29	4680.88	盐官音乐小镇-盐官古城旅游项目19-1#个人演唱会馆声学及舞台工程	海宁盐官古城旅游股份有限公司	云南-丽江
2022/11/25	5511.26	101文化综合体建设项目舞台设施、设备采购安装采购/标段	成都成华旧城改造投资有限责任公司	四川-成都
2022/11/24	10558.56	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工程	深圳市龙华区建筑工务署	广东-深圳

资料来源：千里马招标网、开源证券研究所

已布局一带一路区域多年，有望优先受益于当下深化合作背景。公司从20世纪90年代就已开始布局海外，目前已为俄罗斯、哈萨克斯坦、印度尼西亚、菲律宾、马来西亚、缅甸、印度等国家提供文体装备支持，2022年已成功运作雅加达文化艺术中心、菲律宾 kingdom 多功能综艺馆、赞比亚国际会议中心、俄罗斯项目等重点项目。公司是国内第一个获得德国 TUV 安全认证的舞台机械供应商，使公司在海外拓展更为顺畅，公司曾依靠该项认证在中国香港的项目竞争中获得优势。

表8：公司在一带一路国家已有较多项目经验

项目名称	洲别-国家	项目介绍
迪拜世博会中国馆	亚洲-阿联酋	占地4636平方米，是参展国家中超大型的展馆之一。由大丰承揽演艺厅大屏幕、观众席、等核心设备。此外，大丰还为迪拜世博会中国馆提供定制款座椅系统。
马来西亚苏丹·易卜拉欣体育场	亚洲-马来西亚	位于马来西亚柔佛州新山北端，由大丰提供办公楼玻璃幕墙、体育场铝板幕墙和座椅等系统。该项目建筑总面积约8万平方米，符合国际足协世界杯（FIFA）标准，可容纳约3.5万人。
柬埔寨国家体育场	亚洲-柬埔寨	柬埔寨体育场由中国提供1.6亿美元（约10亿人民币）援建，位于金边东北近郊，占地面积约16.22公顷，座椅系统由大丰提供。
菲律宾 KINGDOME 多功能综艺馆	亚洲-菲律宾	项目位于菲律宾达沃，是一个6万多座的多功能综艺馆，由大丰提供幕墙、座椅系统等整体集成解决方案。
菲律宾尼诺阿基诺体育场	亚洲-菲律宾	大丰为菲律宾东南亚运动会主体育场尼诺阿基诺体育场的羽毛球和网球馆提供灯光、看台和座椅系统。该场馆举办过跆拳道、举重比赛、NCAA和UAAP赛事、奥运会准备欢送仪式等重大活动。
马达加斯加国家体育场	非洲-马达加斯加	马达加斯加国家体育场项目由大丰提供座椅系统，主要分部分项工程采用中国标准设计、实施，并结合当地要求，应用部分欧标、美标及马国规范，是中国标准在海外推广的成功案例。
科特迪瓦体育场	非洲-科特迪瓦	科特迪瓦体育场为6万座甲级大型体育场，总建筑面积61250m ² ，包括一个符合国际标准的足球场和橄榄球场，一条包括8条曲线跑道和主席台侧10条直线跑道的田径场及其他功能性用房，其座椅系统由大丰提供。
F1越南站	亚洲-越南	越南F1赛道位于越南河内，是基于街道改建的半街道赛道，赛道全长5.565公里，拥有22个弯，其临时拼装看台和座椅系统由大丰提供。
刚果（布）新议会大厦	非洲-刚果（布）	项目选址在首都中心一带，总建筑面积为24408平方米，其中地上部分23997平方米，地下部分411平方米，其中国民议会会议厅可容纳500人，参议院会议厅可容纳300人。该项目的灯光、音视频、会议和座椅系统由大丰提供。
MotoGP印尼站	亚洲-印度尼西亚	2021年MotoGP新增印尼站赛事，其曼达利卡赛道预计能容纳15万人，临时拼装看台系统由大丰提供。
缅甸国家艺术剧院	亚洲-缅甸	位于缅甸仰光，始建于1990年，于2020年在不改变主体结构的情况下进行全面维修改造，其改建的舞台、灯光、音响和座椅系统均由大丰提供。缅甸国家艺术剧院作为缅甸最高级别剧院，是中缅两国友谊的象征。

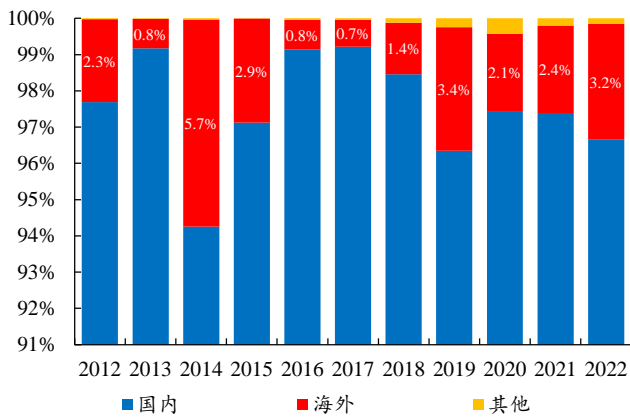
资料来源：大丰公众号、开源证券研究所

公司依托文体装备在国内的知名度，获得央国企信任，跟随央国企共同出海。

在一带一路战略中，基建是最主要发展方向，由于基建建设周期长、收益低、资金压力大，民营企业大多选择不做或跟随央国企来做。大丰依托在国内 ToG 端的文体装备行业多年口碑积累，公司能力能够获得央国企信任，从而在一带一路国家的业务上与央国企保持着长期良好的合作关系。如 2022 年 5 月交付的赞比亚国际会议中心，由中国江苏国际经济技术合作集团有限公司负责整体施工，由大丰提供舞台、座椅、会议桌等装备。此外，公司成立了海外业务板块，随着海外业务经验不断丰富，公司已逐步开始自行拓展海外业务。

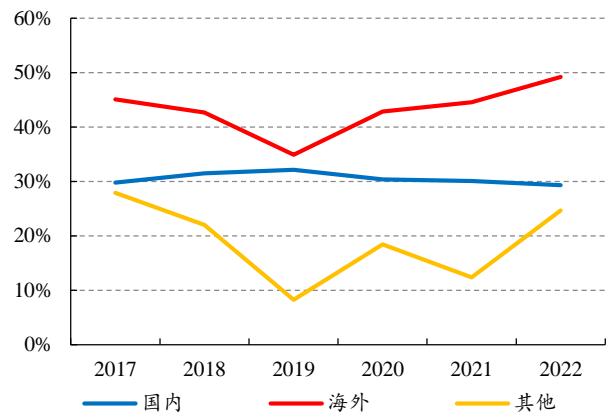
公司海外业务有望贡献更多业绩增量。公司的海外单体订单金额往往高于国内项目，如 2021 年 9 月 24 日，大丰与菲律宾 Kingdom of Jesus Christ 在深圳文博会上签订了 1.28 亿元项目订单，涉及菲律宾 KINGDOME 综艺馆的幕墙、舞台机械、灯音视频、座椅等整体集成方案，并且海外毛利率（40%+）普遍高于国内项目（30%左右），能够带来更可观的收入和利润。但由于运输设备和建筑材料时间长、以及海外施工效率等问题，海外项目的交付时间更长，单项目收入难以短时间集中释放。随着我国一带一路战略不断深化推进，公司已有较多的海外项目在谈判中，未来多项目并线推进，海外收入占比有望持续提升。

图43: 公司目前海外收入占比比较低



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图44: 公司海外业务毛利率较高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、数艺科技: 向文旅运营商转型的最快一环

数艺科技是公司向文旅创意领域转型的切入点。2017年, 公司成立大丰数艺科技子公司, 开展数艺科技业务, 是大丰实业向文旅创意领域转型的切入点。公司的数艺科技运用AR、VR、MR、全息、裸眼3D等前沿技术, 为客户提供创意、导演、建设、运营等整体解决方案, 聚焦于城市文化综合体、夜间经济、景区文旅融合等场景应用。

中免海口国际免税城主题中庭项目顺利完成, 是公司在文旅新消费场景的重大突破。2021年11月, 公司中标中免集团海口国际免税城主题中庭施工项目, 2022年10月对外开放, 项目周期约1年。该项目中标订单总金额2.33亿元, 占比2021年公司营业总收入7.87%, 超过当年公司数艺科技业务总营收, 对公司的业绩贡献显著。

图45: 公司数艺科技业务已有多个经典案例



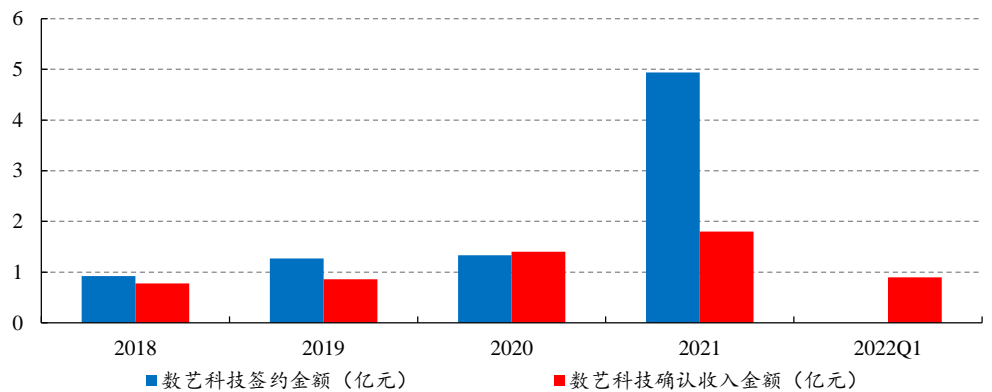
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图46：海口国际免税城外景&沉浸式主题中庭——AURA 天际密林



资料来源：央广网、新华社、数艺网

图47：2021年，海口国际免税城项目订单带动当年数艺科技签约金额高增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司优势一：能够依托文体装备业务，能够涵盖数艺科技项目全产业链，贯穿项目全周期。前期，公司的创意团队能够深挖地方历史人文底蕴和旅游资源，做好项目顶层设计；中期，依托公司文体装备优势主业，从设计到落地，为客户提供整体的创意解决方案；后期，公司深耕多年，积累了大量的文艺演出、大型活动的业务经验，拥有完善的售后服务网络体系，可以为客户提供全方位售后支持。

公司优势二：前瞻布局 AI 技术，赋能文化内容创意。公司已在全球 AI 交互式展项、智能导览、AI 生成艺术品、沉浸式体验空间、智能化控制系统等场景前瞻布局并应用了 AI 相关技术，具体类型包括：(1) NLP（自然语言处理）是作为语音识别交互的展项、智能导览的主要算法，在安顺山里江南石头阵展项中有所应用。(2) GAN（对抗网络）与 VAE（深度学习模型）为 AI 艺术生成的主要算法，在杭州文博会临展动漫生成中有所应用。(3) 图形渲染和计算机视觉为沉浸式体验空间的主要算法，在海口免税城中庭区域有所应用等。

我们认为，公司的数艺科技业务以内容创意为主，相比传统业务，数艺科技更偏上游高附加值环节，盈利能力更强。目前该业务已有重大项目落地，AI 技术赋能

内容创意已实现落地应用，是公司从项目制转型文旅运营商的最快一环，依托公司业务优势，未来有望实现更多重大项目拓展，带动公司整体盈利能力提升。

3.3、文旅演艺：切入上游高盈利环节，实现资源变现

《今夕共西溪》：目前公司最具看点的文旅演艺作品。2019年，公司成立小丰文化，斥资1.5亿元打造了大型实景演艺《今夕共西溪》，于2021年五一首演，2022年由于疫情演出受限，公司借机做了调整升级，并于2023年3月18日回归公演。《今夕共西溪》演出将文化艺术、湿地景色与科技融为一体，深入挖掘钱塘望族洪氏宋韵文化故事，以双动线、沉浸式演艺的形式，讲述了洪皓出使金国15年，与妻子沈氏相隔千里却又相互守望的故事。

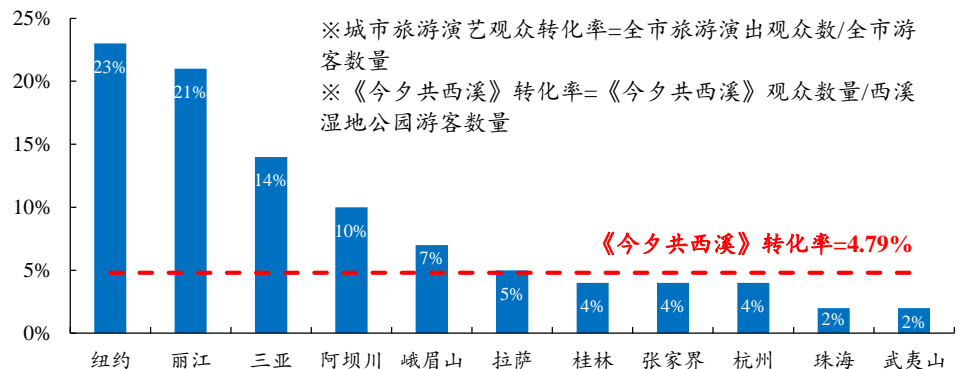
图48：《今夕共西溪》于2023年3月18日回归公演



资料来源：今夕共西溪公众号

杭州有庞大的客流基础，《今夕共西溪》观众转化率亦有提升空间。客流量方面，我国旅游城市的旅游演艺观众转化率普遍较低，则旅游演艺的票房需要所在城市有庞大的客流基础来支撑，2019年，杭州全年接待游客人次20276万人，西溪湿地公园游客占比约2.88%，达到584.7万人，为《今夕共西溪》提供了较好的流量基础。旅游演艺观众转化率方面，参考道略演艺2014年数据，我国热门旅游城市中，转化率较高的为丽江（21%）和三亚（14%），桂林、张家界、武夷山等均不及5%。我们按照《今夕共西溪》70%上座率假设、250天演出天数假设，目前每天观众数量上限为1600人，以2019年西溪湿地公园游客数量（584.7万人）为基数，测算得《今夕共西溪》观众转化率为4.79%，距离丽江、三亚以及旅游演艺行业较为成熟的纽约（23%）有较大的提升空间。未来公司会通过每天演出场次从2场增至3场、与西溪湿地公园联合出售演出票+门票等方式，观众转化率有望进一步提升。

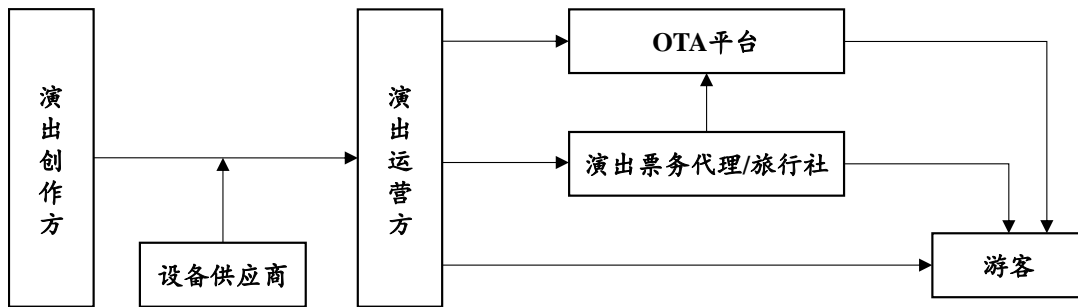
图49：《今夕共西溪》转化率约4.79%，距离热门旅游城市有较大提升空间



数据来源：道略演艺、开源证券研究所

旅游演艺全产业链布局，最大化降本提效。公司切入演出创作环节，向上游核心环节延伸，实现全产业链打通，在《今夕共西溪》的打造中，公司的文体装备、数艺科技均参与其中。相较于只参与单一环节的竞争对手，大丰能够实现更强的成本控制，以及最大程度提升产业链上下游之间的沟通效率。

图50：旅游演艺产业链示意图，公司向上游演出创作方延伸

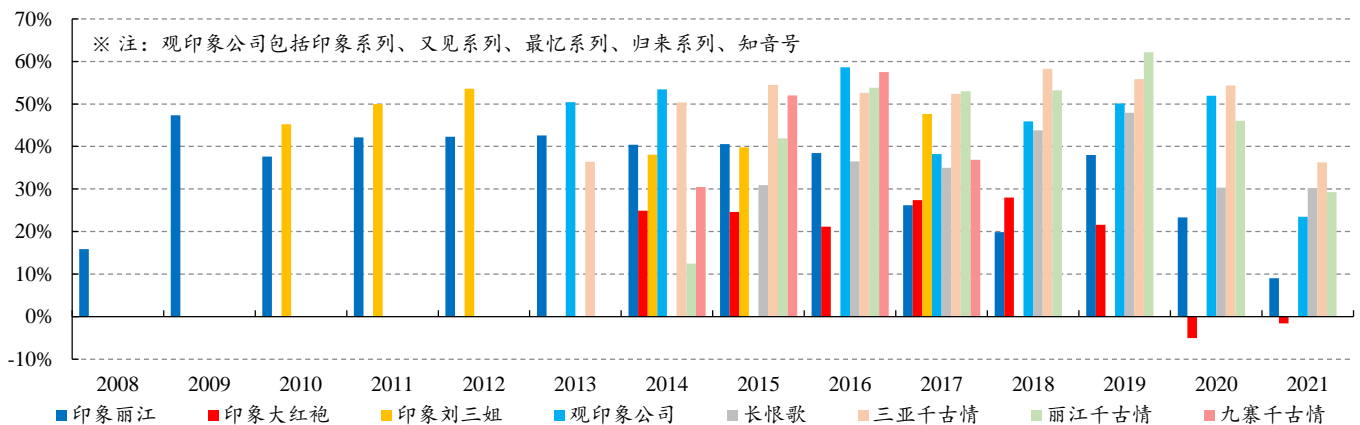


资料来源：公司公告、开源证券研究所

创作是项目拓展的核心环节，公司的装备和数艺科技业务协同性强。演艺项目的核心环节在于创作，导演团队是项目能否落地的重要因素，公司和国内知名导演均有合作，《今夕共西溪》是大丰与知名导演黄辉¹共同打造。在演艺项目的群演招募、项目运营、市场营销等环节较为标准化，可复制性强。**视效和沉浸式体验方面，公司的文体装备和数艺科技业务能够提供有力支持。**

演艺项目附加值高，盈利能力强。相较于公司文体装备业务的项目制，演艺业务利润率高、现金流稳定、净利润变现快。公司通过传统业务多年的文化产业资源积累，向文旅产业高附加值环节切入是实现资源变现的方式。

图51：国内著名旅游演艺项目净利率普遍较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

¹ 黄辉：北京冬奥会闭幕式执行导演、杭州 2022 亚运会视觉导演

《今夕共西溪》盈利能力测算

收入方面：（1）考虑到实景演艺项目受到天气变化、单场容量以及淡旺季等因素影响，我们假设常态化年份保持 70% 的上座率、年均演出 350 场。（2）《今夕共西溪》除演出表演外还包括周边小吃等零售业态，我们假设常态化客单价构成为门票 280 元+周边消费 50 元，合计 330 元/人。

利润方面：（1）按照大丰设备入股 1.1 亿元，每年折旧 3000 万元。（2）假设项目运营所需员工数量 80 人，月工资 7500 元，合计职工薪酬 720 万元。（3）假设年销售费用约 300 万元，其他费用约 200 万元。

综上，我们认为，2023 年，《今夕共西溪》项目处爬坡期，热度高、利润低，全年有望实现收入 5638 万元、净利润 2388 万元。未来常态化运营之下，有望达到年均收入 6468 万元、净利润 3218 万元。参考三亚千古情、丽江千古情、九寨千古情三个旅游演艺项目的爬坡期情况，我们预计，《今夕共西溪》项目有望在项目运营第三年达到稳态的净利率。

表9：《今夕共西溪》项目收入和净利润测算

	2023E 收入	常态化年均收入
单场人数上限（人）	800	800
上座率	90%	70%
单场演出观众数（人）	720	560
门票价（元/人）	230	280
周边消费客单价（元/人）	60	50
总客单价（元/人）	290	330
单场收入（万元）	20.88	18.48
全年场次（场）	300	350
全年收入（万元）	6264	6468
	2023E 成本项	常态化成本项
折旧摊销（万元）	3000	3000
演员及其他员工人数（人）	80	80
月工资（元/人·月）	7500	7500
职工薪酬（万元）	720	720
年均销售费用（万元）	300	300
年均其他费用（万元）	200	200
	2023E 利润	常态化年均利润
净利润（万元）	2044	2248
净利率	32.63%	34.76%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

《流浪地球》：公司获得独家 IP 授权，未来业绩弹性可期。2023 年 4 月，公司宣布获得顶流 IP《流浪地球》小说版权独家授权，将以实景娱乐、舞台剧、沉浸式演艺等形式呈现，预计在 2024 年落地。根据北京中影，2019 年《流浪地球》电影上

映后，官方授权开发了 100 多个品类的 IP 衍生品，市场规模达到 8 亿。根据新京报，2023 年《流浪地球 2》上映后，官方授权的周边衍生品 9 天内众筹金额达 1.2 亿元，充分体现了《流浪地球》系列电影所带动的 IP 价值。参考 2016 年 6 月面市的《三体》舞台剧，虽然口碑表现并不亮眼，但凭借《三体》IP 强大的号召力，制作成本仅 1000 万的舞台剧，实现了 2017 年票房近 5000 万元、3 年内票房破亿的成就。我们认为，《流浪地球》IP 拥有国内最顶尖的流量基础，未来 IP 的落地有望成为公司演艺业务的新增长点。

3.4、文体场馆运营：向下打通文旅运营全产业链

公司场馆运营业务已有项目成功落地。2017 年，公司成立大丰文化传媒子公司，公司目前拥有 10 余个文体场馆运营权，多数为剧院，共 15 个观众厅，14000 个座位，管理面积 67 万平方米，是全国直营管理面积最大的文化场馆运营商之一。剧院运营收入模式为场租+票房+政府补贴+周边商业+艺术培训，目前义乌文化广场剧院在该模式下运营表现优秀，公司运营期间，义乌文化广场剧院场均上座率 69%，较未入驻期间增长 40%，年均举办艺术活动和演出 200 场，未来有望将成功经验向外复制。

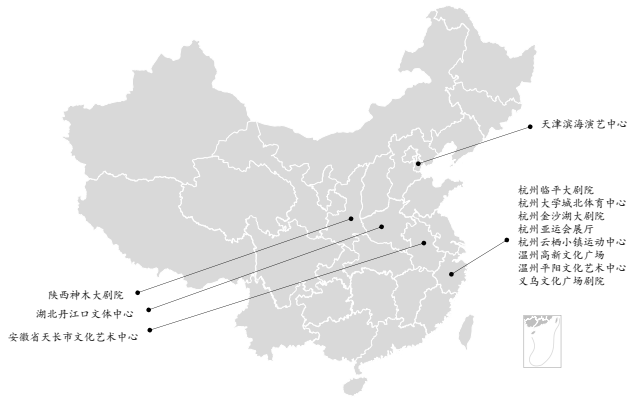
大额在手订单有望转化营收。(1) 2021 年，大丰文化传媒中标杭州金沙湖大剧院运营项目，订单金额 8000 万元，金沙湖大剧院总建筑面积 4.4 万平方米，拥有 1365 座大剧场+500 座多功能剧场。(2) 2022 年，公司中标温州高新文化广场运营项目，订单金额 1.1 亿元，场馆总建筑面积 7.95 万平方米，拥有 1200 座大剧场+300 座多功能厅。金沙湖大剧院已于 2023 年五一期间正式启用，温州高新文化广场也将在年内对外开放，两大重点项目有望在 2023 年贡献营收。

表10：公司部分拥有运营权的文体场馆介绍

场馆名称	场馆介绍
杭州临平大剧院	建筑高 39.6 米，总用地面积 79.4 亩，总建筑面积 8.3 万平米，分为地下一层和地上六层。大剧院分为 1200 座大剧场、500 座小剧场与展览中心。大丰文化传媒联合北京保利剧院管理有限公司共同运营管理。
杭州金沙湖大剧院	总用地面积 31889 平米，总建筑面积 44141.9 平米，地上建筑面积 30064.5 平米，地下室 14077.4 平米。大剧场 1365 座，多功能剧场 500 座。2021 年，大丰中标该场馆运营项目，订单金额 8000 万元，由大丰文化传媒联合战略合作伙伴浙江演艺集团有限公司共同运营。
杭州大学城北体育中心	总用地面积约 1.8 万平方米，总建筑面积约 3 万平方米，其中地上约 1.9 万平方米。由主体育馆、攀岩馆以及室外运动场组成，主馆涵盖篮球馆、网球中心、综合健身等功能。其中，攀岩馆为杭州市最大、最高的攀岩馆。
杭州亚运会展厅	杭州奥体中心体育场地下一层，管理区域总面积约 6100 平米，其中开放展区建筑面积约 5400 平米，办公用房面积约 200 平米，藏品库房面积约 500 平米。设置“亚运与杭州”“亚运与亚洲”“亚运与未来”三个主题参观展区，是全面展示杭州亚运会筹办工作和浙江省共同富裕标志成果的“重要窗口”。
温州高新文化广场	总建筑面积 79516 平米，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。2022 年，大丰中标该场馆运营服务项目，订单金额 1.1 亿元。
温州平阳文化艺术中心	位于昆阳镇城东规划新区中心，毗邻县便民服务中心和城东公园。项目总用地面积 234585.6 平米，总建筑面积 185471 平米，总投资估算约 170777 万元。
义乌文化广场剧院	义乌文化广场是目前义乌市内最新、功能最全、实施最完善的大型城市文体地标性建筑，总投资 5.5 亿元。观众厅分为上下两层，可容纳 819 名观众。
天津滨海艺术中心	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，场馆相继上演过中央歌剧院歌剧《图兰朵》、《茶花女》；俄罗斯国家芭蕾舞剧院芭蕾舞剧《天鹅湖》；奥地利《维也纳皇家交响乐团新年音乐会》、天津人艺话剧《雷雨》等精品佳作，获得了社会广泛的赞誉和观众的普遍认可。

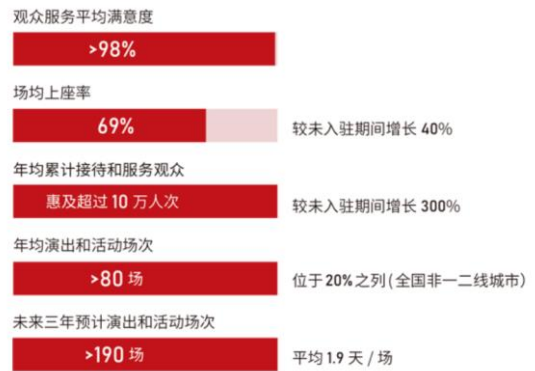
资料来源：大丰文化传媒官网、大丰公众号、钱江晚报、上海市宁波商会、开源证券研究所

图52: 公司部分拥有运营权的文体场馆分布



资料来源: 公司官网、公司公告、大丰公众号、开源证券研究所

图53: 公司运营义乌文化广场剧院期间数据表现亮眼



资料来源: 大丰文化传媒公众号

与文体装备业务的联动，带动大丰剧院运营业务的项目拓展。例如，大丰和保利联合中标的余杭大剧院²是公司“建管合一”的大型地标性剧场，2022年公司中标温州高新文化广场1.1亿元运营服务项目，是在2021年中标该剧院舞台、灯光、音响、座椅等工程项目之后，再次践行“建管合一”运营模式。此外，公司在手的PPP项目订单，均是建设+运营的模式。我们认为，公司以舞台设备工程带动剧院运营项目的中标，是大丰在剧院运营项目拓展方面的独特优势。

表11: 公司在手PPP项目订单未来将会转化为场馆运营收入(截至2022年3月末)

项目名称	总投资(亿元)	已投资(亿元)	持股比例	建设期+运营期(年)	可带动建安合同额(亿元)	回报机制	预计完成时间
宁海县文化综合体PPP项目之浙江潘天寿艺术中心配套商业区等综合性文化设施建设工程	4.75	2.4	90%	3+10	1.17	政府付费+使用者付费	2023年12月
宁海县文化综合体PPP项目之浙江宁海大剧院建设工程	4.37	1.5	90%	3+12	2.83	政府付费+使用者付费	2023年12月
湖北丹江口市文体中心PPP项目	4.86	4.28	85%	2+12	2.16	政府付费+使用者付费	2022年9月
松阳县全民健身中心工程PPP项目	6.18	4.01	100%	2.5+16	1.4	政府付费+使用者付费	2023年12月
泌阳县文化艺术中心	2.97	1.75	95%	2+13	2.36	政府付费+使用者付费	2022年9月
天长市文化艺术中心	6.58	5.67	88%	2+10	2.69	政府付费+使用者付费	2022年10月
平阳县文化中心	4.28	2.61	90.29%	1+14	3.86	政府付费+使用者付费	2022年8月
合计	33.99	22.22	-	-	16.47	-	-

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

大丰剧院运营业务的可持续，核心在于多年积累的资源优势与运营能力。剧院运营的核心在于被“使用”，相对应的“空巢剧院”是对空间资源的浪费。场租和演出都是被“使用”的方式，而后者必然回报率更高。大丰深耕文化产业多年，依靠为客户提供设备解决方案积累了大量的产业资源，公司和国内知名导演均有密切合作，有能力实现优质剧目的自产自销，《今夕共西溪》的成功打造即是最直观的体现。此外，公司在海外引进优质剧目方面形成了成熟的运作体系，已和国外多个知名剧院建立合作关系，并依靠大丰的院线化管理，能够有效摊低国外优质剧目的高额引

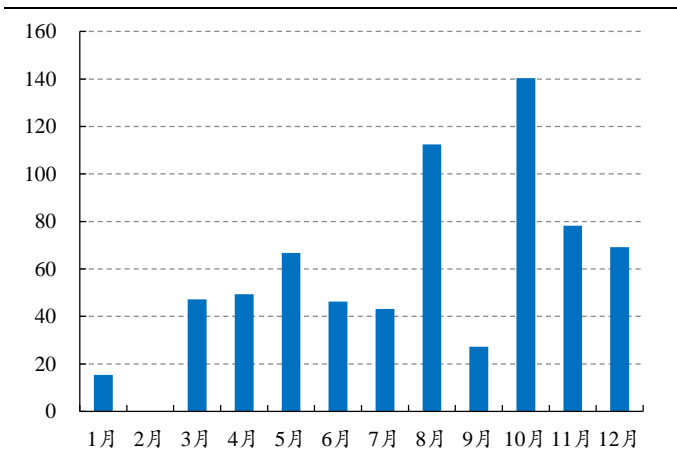
² 2021年6月，余杭大剧院更名为临平大剧院

进成本。

公司运营的义乌文化广场剧院已实现较为合理的收入结构。参考保利剧院往年单剧院收入在 2000-2500 万元之间（图 56），根据中演协，往年场租+其他服务收入占全国专业剧场收入 30-40%（图 35），考虑到义乌文化广场剧院 2021 年统计票房收入占比较高，假设 2021 年义乌文化广场剧院收入 2000 万元，并假设场租+服务收入占比 30%，按照当年所有剧目的均价与上座率中性假设（上座率假设 65%）计算，2021 年义乌文化广场剧院票房收入 695.81 万元，占比 34.8%，政府补贴收入 35.2%。

优质剧目票价高、但上座率不会相应降低，贡献更多票房收入。高票价剧目往往对应的是国内外知名演艺剧目，但上座率往往不高于低票价剧目，所以高票价剧目贡献更多票房收入。以义乌文化广场剧院为例，2021 年，最高票价为 380 元及以上的剧目合计票房收入 258.69 万元，占比总票房收入 37%，而这些剧目数量占比仅 18%。

图54：2021年义乌文化广场剧院票房收入下半年较多



数据来源：义乌文化广场剧院公众号、开源证券研究所

图55：估算 2021 年义乌文化广场剧院票房收入、政府补贴收入占比 34.8%、35.2%

	收入 (万元)	占比
剧院收入 (假设全年收入 2000 万元)	2000.00	100.0%
票房收入 (按统计计算所得)	695.81	34.8%
政府补贴收入 (按其他项差额所得)	704.19	35.2%
场租+服务收入 (假设占比 30%)	600.00	30.0%

数据来源：义乌文化广场剧院公众号、开源证券研究所

公司拥有国内外优质剧目资源，对剧院的票房营收形成有力支撑。公司拥有遍布全球的演出内容采购渠道，在欧、美、日、韩等 18 个国家和地区直采剧目，独家引进占比 20% 以上。具体来看，公司在运营的剧院中，不乏知名艺术家/艺术团体的优质剧目，如金星自导自演的舞台剧《日出》、百老汇经典音乐剧《剧院魅影》、国内热门儿童剧《冰雪女王 II 艾莎的魔法奇缘》等。

表12：2023年1月-5月公司为旗下剧院引入众多国内外优质剧目

引进剧目	剧目归属者	剧目/剧目归属者介绍	时长	门票价格	
金沙湖大剧院	中国交响乐团音乐会	中国交响乐团	国家级艺术团	90 分钟	80-880 元
	脱口秀《爽》	北京脱口秀俱乐部	成立于 2010 年，国内首家脱口秀俱乐部	70 分钟	88-138 元
	戏剧《狂人日记》	克里斯蒂安·陆帕	第十三届“欧洲剧场奖”终身成就奖获得者	280 分钟	80-880 元
	舞台剧《日出》	金星	著名艺术家	180 分钟	80-880 元

引进剧目	剧目归属者	剧目/剧目归属者介绍	时长	门票价格	
舞台剧《孔雀》	杨丽萍	著名舞蹈家	120分钟	80-1080元	
音乐剧《剧院魅影》	安德鲁·劳埃德·韦伯	当今世界上最令人瞩目的音乐剧作曲家之一，多次奥斯卡、格莱美获奖，该剧已在百老汇、伦敦西区演出数十年	155分钟	80-1280元	
义乌文化广场 剧院	单口喜剧《失控》	子寅	《脱口秀大会4》卡司、《奇葩说7》18强	90分钟	118-168元
互动亲子科学剧《物理秀》	David Maiullo	罗格斯大学物理实验教学20年，该剧已被知名制作人 Eric Krebs 引入百老汇演出数年	100分钟	80-260元	
实景互动戏剧《非遗奇妙游》	大丰文化	大丰实业自制剧目	90分钟	168元	
戏剧《月亮光光》&《抱枕人》	生白剧场	剧目为乌镇戏剧节最佳戏剧奖作品	95分钟	80-180元	
临平大剧院	芭蕾舞剧《卡拉马佐夫兄弟》	艾夫曼芭蕾舞团	获俄罗斯政府授予的俄罗斯艺术团体最高荣誉“国家艺术团”	90分钟	50元
歌剧《爱之甘醇》	多尼采蒂	十九世纪意大利著名歌剧作曲家，该剧引入国内后曾于国家大剧院演出	143分钟	50元	
舞台剧《乌龙山伯爵》	开心麻花	国内著名演艺公司	120分钟	50-480元	
音乐剧《I LOVE YOU》	上海话剧艺术中心&百老汇	百老汇经典爱情音乐剧	135分钟	50-480元	
儿童剧《冰雪女王II艾莎的魔法奇缘》	国内著名导演团队	国内最热门儿童剧IP之一	95分钟	50-480元	
舞蹈诗剧《只此青绿》	中国东方艺术集团	国家级演艺文化集团	100分钟	80-880元	
话剧《白鹿原》	陕西人艺&陈忠实	著名艺术团体&著名作家	195分钟	100-880元	

资料来源：各剧院购票平台、开源证券研究所

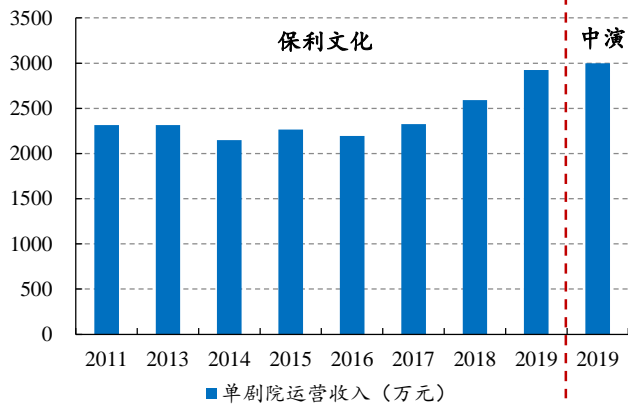
文体场馆运营业务盈利能力测算

场馆数量方面，2023年，公司贡献营收的场馆（包括剧院和体育场管）数量5个左右。收入方面，参考保利文化和中演院线，2019年保利文化单场馆运营收入2926万元，2011-2019年平均值2385万元，2019年中演院线单场馆运营收入3000万元。净利率方面，2010-2019年，保利文化剧院管理业务税后净利率处于2.5-6.0%区间。我们假设：（1）公司拥有运营权的场馆将逐步投入运营，且随着公共基础设施建设恢复常态，未来公司会通过建管合一和外拓的方式获取更多订单；（2）2022年单场馆收入2500万元左右；（3）考虑到大丰发挥民企优势，场馆运营业务更加精简高效，且保利文化作为央企，公共事业属性更强，我们给予大丰更高的净利率水平。

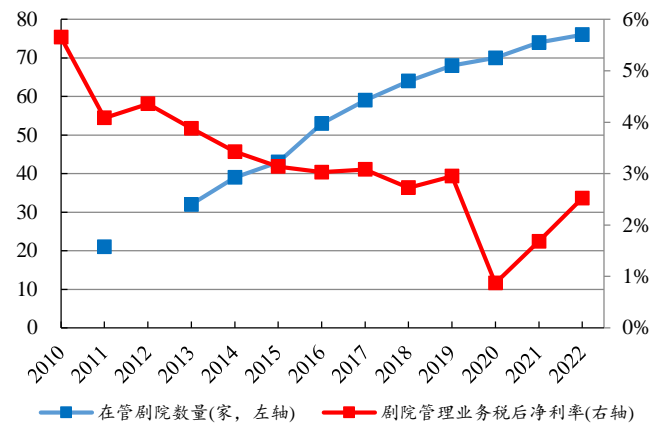
综上，我们预计，2023年，公司的文体场馆运营业务有望贡献1.5亿元营业收入、0.14亿元净利润，未来的业绩贡献稳步提升。

图56：保利文化、中演院线单剧院运营收入

图57：随场馆数量增加，保利文化剧院管理业务税后净



数据来源：保利文化公司公告、中国旅游报、开源证券研究所

利率趋势性下降


数据来源：保利文化公司公告、开源证券研究所

表13：公司场馆运营业务收入和净利润测算

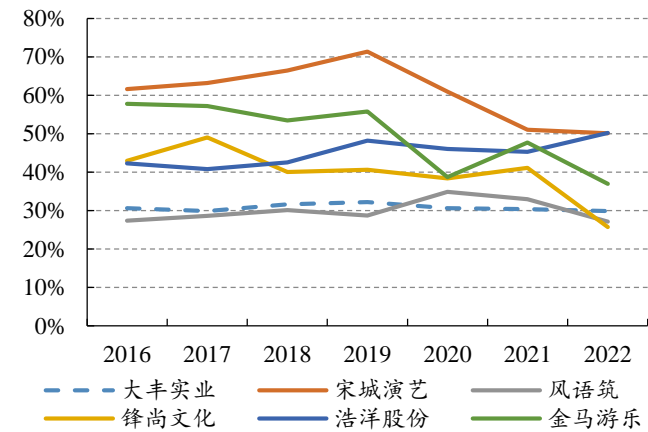
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
在运营场馆数量(个)	6	11	18	25	32	39
每年新增(个)		5	7	7	7	7
单场馆运营收入(万元)	2500	2500	2500	2500	2500	2500
场馆运营总收入(亿元)	1.50	2.75	4.50	6.25	8.00	9.75
yoy		83.3%	63.6%	38.9%	28.0%	21.9%
净利率	9.0%	8.9%	8.8%	8.7%	8.6%	8.5%
净利率变化		-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
净利润(亿元)	0.14	0.24	0.40	0.54	0.69	0.83
yoy		81.3%	61.8%	37.3%	26.5%	20.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、财务分析

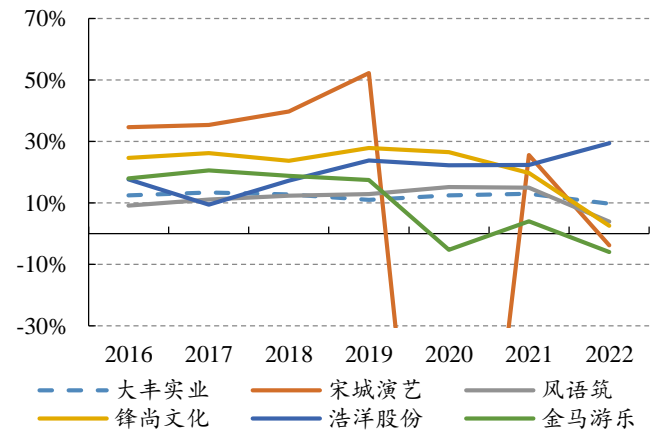
盈利能力方面，大丰实业毛利率和净利率偏低。对比可比公司，大丰实业主营业务的机械设备+工程属性较强，数艺科技等新业务占比较小，总体利润率低于数字艺术业务为主的风语筑、锋尚文化，以及出口为主的浩洋股份等。费用率方面，大丰实业规模优势摊低折旧成本，费用率低于同属设备供应商的金马游乐、浩洋股份。

图58：大丰实业毛利率偏低



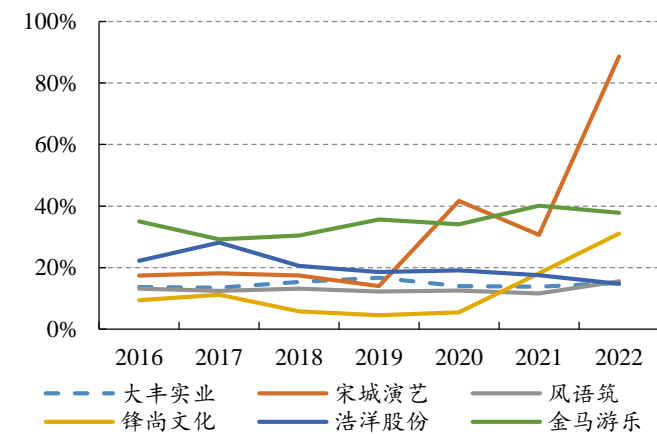
数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：大丰实业净利率偏低



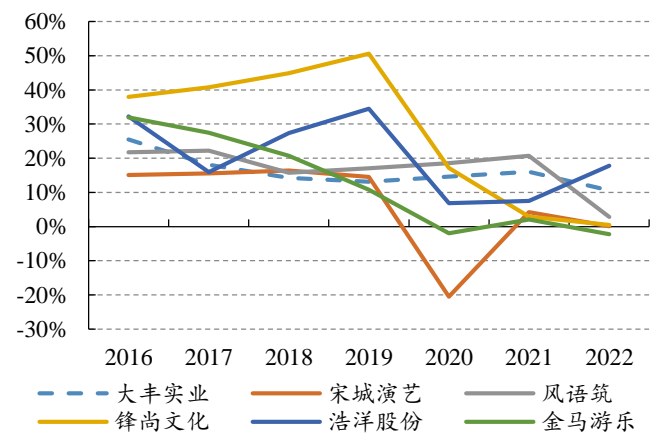
数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：大丰实业分费用率中等偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

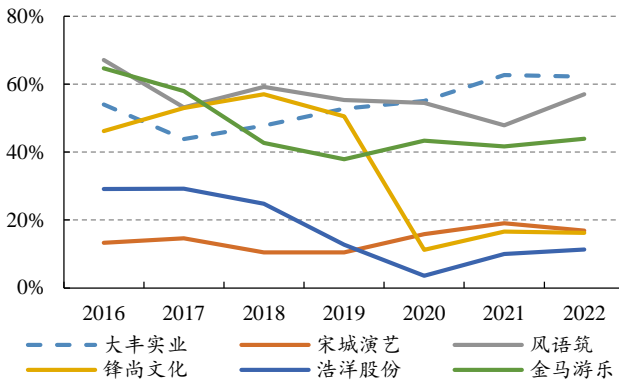
图61：大丰实业 ROE 中等



数据来源：Wind、开源证券研究所

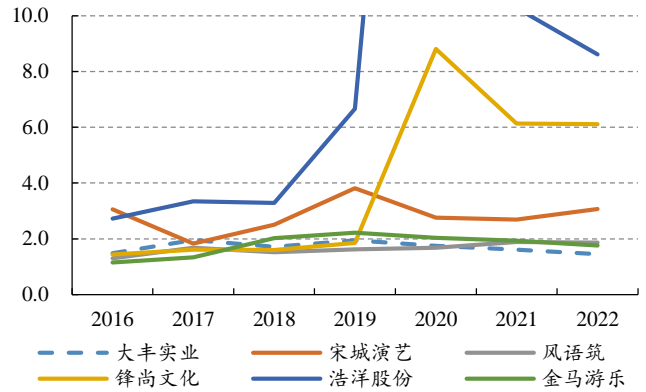
资本结构方面，大丰实业项目制属性强，周转较为刚性。行业整体资产负债结构较好，偿债压力低，资产负债率整体低于 60%，流动比率整体高于 1.5。对比可比公司，由于大丰实业主营业务项目制属性强，交付周期较为刚性，周转更慢。

图62：大丰实业资产负债率较高



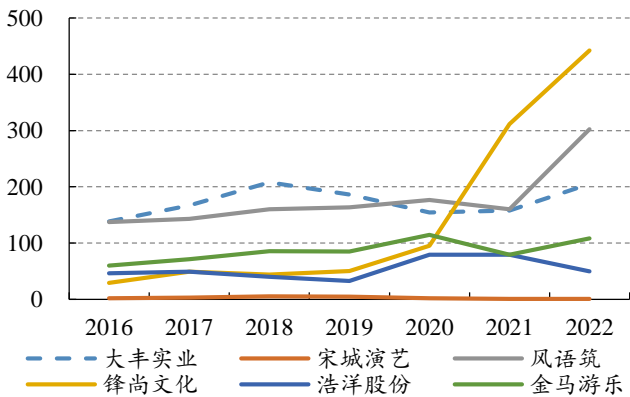
数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：大丰实业流动比率低



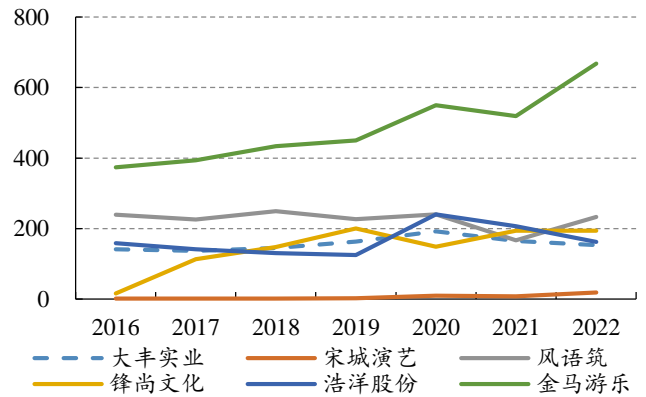
数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：疫情之前大丰实业应收账款周转天数高



数据来源：Wind、开源证券研究所

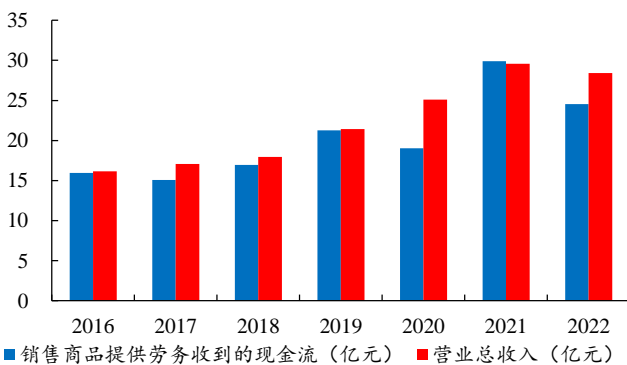
图65：大丰实业存货周转天数中等



数据来源：Wind、开源证券研究所

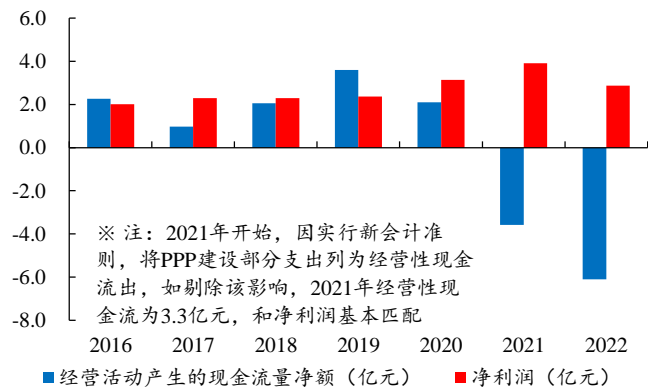
现金流方面，与营收、净利润较为匹配，回款较好。大丰实业销售现金流与营业总收入较为匹配，近两年经营性现金流净额为负数，主因2021年开始实行新会计准则，将PPP建设部分支出列为经营性现金流出，如剔除该影响，2021年经营性现金流为3.3亿元，和净利润基本匹配，虽是项目制业务，但因客户多为G端，公司回款情况较好。

图66：大丰实业现金流和营收匹配



数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：大丰实业经营现金流净额与净利润匹配



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与估值

5.1、盈利预测

盈利预测假设：

文体装备：公司客户以G端为主，订单向收入转化确定性强，交付周期0.5-1.5年。参考目前公司中标情况，我们认为，公司传统业务经营稳健，龙头地位稳固，2022年下游部分被压制的需求会在2023年释放。我们预计，2023-2025年文体装备业务收入贡献为29.90亿元、34.38亿元、37.82亿元，增速为35%、15%、10%。

数艺科技：公司向文旅运营商转型的最快一环，是偏向产业链上游创意环节的业务，相比传统业务，附加值更高。2022年中免海口国际免税城2.33亿元大额订单完成交付，彰显公司实力。我们认为，公司已有大额订单项目落地，以此为背书，未来有望实现更多重大项目拓展。我们预计，2023-2025年数艺科技业务收入贡献为5.99亿元、8.39亿元、10.91亿元，增速为50%、40%、30%。

轨交设备：营收与利润较为稳定，未来有望保持平稳增长。我们预计，2023-2025年轨交设备业务收入贡献为1.71亿元、1.88亿元、2.07亿元，增速为10%、10%、10%。

文体场馆运营：以剧院运营为核心，目前公司拥有10余个文体场馆的运营权，其中6个左右已能够贡献运营收入。我们认为，公司的剧院运营能够与传统业务实现联动，依靠传统业务多年资源积累形成竞争优势，与行业龙头实现错位竞争。近两年公司先后中标大额剧院运营订单，彰显公司实力。我们预计，公司将持续获得新订单，2023-2025年文体场馆运营业务收入贡献为1.50亿元、2.75亿元、4.50亿元，2024-2025年增速为83.3%、63.6%。

演艺：2023年3月《今夕共西溪》焕新回归，目前热度高、口碑好，在出行限制解除后，景区人流将持续恢复。按照测算，常态化年份下，《今夕共西溪》有望贡献年均收入6468万元/净利润2248万元。此外，同年4月，公司宣布获得热门科幻IP《流浪地球》小说版权独家授权，预计2024年将以舞台剧、沉浸式演艺等形式线下演出，参考《流浪地球》电影周边的火热程度，以及舞台剧《三体》在票房上的成功，我们认为，《流浪地球》IP有望成为公司演艺业务新的看点。我们预计，2023-2025年演艺业务收入贡献为0.63亿元、0.94亿元、1.22亿元，2024-2025年增速为50.0%、30.0%。

综上，我们预计，2023-2025年公司有望实现营业收入39.78亿元、48.40亿元、56.58亿元，同比增长39.9%、21.7%、16.9%。

表14：大丰实业盈利预测表

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	21.41	25.09	29.59	28.42	39.78	48.40	56.58	65.84
yoy	19.2%	17.2%	17.9%	-3.9%	39.9%	21.7%	16.9%	16.4%
毛利率	32.19%	30.61%	30.43%	29.92%	32.72%	33.17%	33.53%	33.89%
文体装备（亿元）	18.85	21.75	24.90	22.15	29.90	34.38	37.82	41.60
yoy	15.9%	15.4%	14.5%	-11.1%	35.0%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	32.13%	29.31%	29.92%	29.08%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
数艺科技（亿元）	0.86	1.41	1.80	4.00	5.99	8.39	10.91	14.18
yoy	9.7%	64.1%	28.1%	122.0%	50.0%	40.0%	30.0%	30.0%
毛利率	36.50%	43.72%	43.56%	36.58%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
轨道交通装备（亿元）	1.50	1.43	2.15	1.56	1.71	1.88	2.07	2.28
yoy	73.1%	-4.1%	49.7%	-27.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	29.64%	34.29%	34.21%	26.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
文体场馆运营（亿元）					1.50	2.75	4.50	6.25
yoy						83.33%	63.64%	38.89%
毛利率					30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
演艺（亿元）					0.63	0.94	1.22	1.47
yoy						50.0%	30.0%	20.0%
毛利率					60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
其他业务（亿元）	0.05	0.11	0.06	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07
yoy	137.0%	104.5%	-44.8%	-24.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	8.22%	18.42%	12.37%	22.74%	22.74%	22.74%	22.74%	22.74%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值

我们采用分部估值法，对公司各业务板块进行价值测算。

文体装备：参考同属文体娱乐设备供应商的浩洋股份、金马游乐，具有建筑+制造属性，可比公司平均估值在 15-20x PE。

数艺科技：参考业务相近锋尚文化、风语筑，可比公司平均估值在 20-25x PE

轨交设备：由于轨交设备业务性质、盈利能力与文体装备业务相似，估值可参考大丰实业文体装备业务。

文体场馆运营：鉴于该业务盈利能力优秀、现金流稳定、具备消费属性，估值应高于文体装备业务。

演艺：参考宋城演艺，合理估值约 35x 左右。

综上，我们认为，大丰实业各业务板块估值都或多或少低于行业平均，未来公司整体估值有提升空间。

表15：可比公司估值表

日期	2023/5/29	股价	总市值	EPS					
证券代码	证券简称	(元)	(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300144.SZ	宋城演艺	12.60	329	0.37	0.54	0.66	33.6	23.2	19.2
300860.SZ	锋尚文化	60.60	83	2.90	3.56	4.07	20.9	17.0	14.9
603466.SH	风语筑	14.19	85	0.68	0.85	1.02	21.0	16.7	13.9
300833.SZ	浩洋股份	108.41	91	5.94	7.60	9.71	18.2	14.3	11.2
300756.SZ	金马游乐	18.21	26	0.83	1.09	1.36	21.9	16.7	-
平均值							23.1	17.6	14.8
603081.SH	大丰实业	16.27	67	1.13	1.49	1.80	14.5	10.9	9.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：宋城演艺、锋尚文化、风语筑、浩洋股份、金马游乐 EPS、PE 为 Wind 一致预测）

投资建议：2023 年为公司产业链多业务花开元年，预计公司 2023-2025 年营业收入 39.8/48.4/56.6 亿元，同比增长 39.9%/21.7%/16.9%，归母净利润 4.61/6.09/7.37 亿元，同比增长 60.7%/32.2%/20.9%，当前股价对应 14.5/10.9/9.0 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

6、风险提示

中标不及预期、疫情散发导致出行减少、场馆运营项目拓展受阻等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4220	3931	3560	3713	4628
现金	1190	787	1392	1677	1946
应收票据及应收账款	1578	1711	0	0	0
其他应收款	58	55	103	89	135
预付账款	54	32	89	59	114
存货	310	234	496	387	640
其他流动资产	1030	1112	1480	1502	1793
非流动资产	2898	3728	3629	3906	3923
长期投资	6	8	9	10	12
固定资产	279	271	471	609	718
无形资产	145	140	140	134	128
其他非流动资产	2468	3310	3008	3153	3066
资产总计	7118	7659	7189	7619	8551
流动负债	2613	2714	2252	2384	3077
短期借款	228	352	1014	1121	1739
应付票据及应付账款	1514	1526	0	0	0
其他流动负债	870	835	1238	1263	1338
非流动负债	1848	2050	1588	1335	902
长期借款	1810	2018	1556	1304	870
其他非流动负债	38	32	32	32	32
负债合计	4461	4764	3840	3720	3979
少数股东权益	44	43	36	25	9
股本	409	410	410	410	410
资本公积	525	549	549	549	549
留存收益	1603	1808	2193	2709	3340
归属母公司股东权益	2614	2853	3313	3875	4563
负债和股东权益	7118	7659	7189	7619	8551

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-358	-610	185	787	296
净利润	383	278	454	598	721
折旧摊销	43	55	52	74	94
财务费用	26	17	54	49	48
投资损失	-12	-9	-11	-11	-11
营运资金变动	-846	-1059	-401	31	-610
其他经营现金流	48	109	37	45	54
投资活动现金流	-286	-60	-20	-298	-118
资本支出	238	169	258	197	186
长期投资	-77	78	-1	-1	-1
其他投资现金流	28	31	239	-99	70
筹资活动现金流	949	262	-275	-311	-527
短期借款	-3	124	662	107	619
长期借款	1031	208	-462	-252	-434
普通股增加	7	1	0	0	0
资本公积增加	42	24	0	0	0
其他筹资现金流	-128	-94	-475	-165	-712
现金净增加额	305	-408	-110	178	-349

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2959	2842	3978	4840	5658
营业成本	2058	1992	2676	3234	3761
营业税金及附加	19	17	28	35	41
营业费用	91	98	204	248	290
管理费用	165	183	290	353	413
研发费用	125	129	180	219	256
财务费用	26	17	54	49	48
资产减值损失	3	-13	0	-23	-26
其他收益	13	20	15	15	16
公允价值变动收益	1	4	3	3	3
投资净收益	12	9	11	11	11
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	460	333	534	704	848
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	4	8	0	0	0
利润总额	457	326	534	704	848
所得税	74	49	80	106	127
净利润	383	278	454	598	721
少数股东损益	-8	-9	-7	-11	-16
归属母公司净利润	391	287	461	609	737
EBITDA	587	499	660	851	1018
EPS(元)	0.95	0.70	1.13	1.49	1.80

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.9	-3.9	39.9	21.7	16.9
营业利润(%)	25.4	-27.6	60.4	31.8	20.5
归属于母公司净利润(%)	24.6	-26.6	60.7	32.2	20.9
获利能力					
毛利率(%)	30.4	29.9	32.7	33.2	33.5
净利率(%)	13.2	10.1	11.6	12.6	13.0
ROE(%)	14.4	9.6	13.6	15.3	15.8
ROIC(%)	9.7	7.1	8.2	9.8	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	62.7	62.2	53.4	48.8	46.5
净负债比率(%)	34.3	58.8	47.5	30.8	24.4
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.6	1.5
速动比率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	2.3	1.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.9	1.5	4.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.95	0.70	1.13	1.49	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.87	-1.49	0.45	1.92	0.72
每股净资产(最新摊薄)	6.09	6.67	7.80	9.17	10.85
估值比率					
P/E	17.1	23.2	14.5	10.9	9.0
P/B	2.7	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	12.3	16.3	12.1	8.9	7.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn