

韵创文化 (839304)
主题互动娱乐体验服务提供商
基本数据

2017年6月21日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	300
流通股本(万股)	
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	1.32
PB(倍)	

财务指标

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(万元)	1602.32	4005.06	6161.38	8317.86	9981.44
净利润(万元)	99.87	117.40	184.76	278.27	447.66
毛利率(%)	28.85	18.26	21.24	22.82	23.59
净利率(%)	6.44	2.57	2.34	3.18	4.40
ROE(%)	78.88	34.84	33.98	42.30	44.41
EPS(元)	0.34	0.34	0.48	0.93	1.49

上海韵创文化发展股份有限公司主营业务是为客户提供主题互动娱乐体验服务,主要包括主题巡回巡展、舞台美术制作、亲子主题体验服务以及主题娱乐咨询服务。公司自成立以来服务于迪士尼等众多国际知名家庭娱乐品牌,具有较为丰富的家庭娱乐产业运作经验。公司是迪士尼大中华区地面娱乐合作伙伴。

公司长期为迪士尼、孩之宝等国际家庭娱乐品牌提供以迪士尼卡通巨星等卡通人物为代表的专业服装及动漫形象造型管理、互动演艺表演管理、培训与营运业务等服务。目前公司与迪士尼中国公司合作了超过五年的服装造型管理业务,配合其开展迪士尼主题巡回活动,获得了品牌的认可度和可信赖度,具有国际级卡通人物造型管理与营运的丰富经验。

公司下游行业主要为商业地产、文艺娱乐产业、早教行业、旅游产业、展览展示等行业,随着国家对文化产业的长期政策支持,国内外的家庭娱乐品牌商、商业地产、地方政府等都将加大文化娱乐领域的投入力度,该部分需求将保持长期、稳定且持续增长,下游需求的快速增长以及产业结构的升级也将推动文化艺术行业规模化、专业化方向发展。

盈利预测与估值

根据对行业状况及公司情况的分析,对公司进行盈利预测,预测公司2017、2018年归属于上市公司股东的净利润分别278.27万元和447.66万元,每股收益分别为0.93元和1.49元。

风险提示

资产负债率较高,客户集中度风险,关联采购依赖风险。

李菲菲

lifefei@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 主题互动娱乐体验服务提供商	2
■ 尚未开展股权激励，员工整体素质较高	4
■ 文化创意产业市场潜力巨大	5
■ 具有技术、人才及品牌授权优势	8
■ 各分项业务稳步增长，营收同比大增	10
■ 盈利预测及估值	11

图表目录

图表 1 公司举办的部分巡回巡展.....	2
图表 2 “史丢丢亲子体验主题馆”部分亲子体验项目	3
图表 3 公司 2016 年各业务板块营收占比.....	4
图表 4 公司股权结构.....	4
图表 5 公司员工结构.....	5
图表 6 公司员工学历结构.....	5
图表 7 我国文化及相关产业增加值稳步提升.....	6
图表 8 公司 2015 年和 2016 年各分项业务营收（万元）	10
图表 9 公司 2014 年以来营业收入、营业利润及净利润.....	11
图表 10 公司盈利预测.....	11

■ 风险分析

公司实际控制人及管理团队方面：

通过公开信息，未发现公司实际控制人及管理团队方面存在明显风险。

财务方面：

1、资产负债率较高

公司处于成长期，随着经营规模扩大，资产负债率较高。2016 年末公司资产负债率为 80.31%，且均为流动负债，流动比率和速动比率分别为 1.02 和 0.80，面临着一定偿债压力，未来公司可能采取股权融资的方式降低资产负债率。

公司业务及行业方面：

1、客户集中风险

2015 年度和 2016 年度，公司前五大客户的销售收入占公司营业收入的比例分别为 76.56%和 84.94%。其中 2015 年度和 2016 年度，上海国际主题乐园有限公司占公司总收入的比例分别是 51.69%、60.48%。公司来自主要客户的销售额占营业收入的比重较高，存在客户集中的风险。

若公司主要客户的经营情况、资信状况、业务模式发生变化或者关键客户流失，将在一定程度上影响公司的经营业绩。

2 关联采购依赖风险

2015 年度、2016 年度，前五名供应商采购金额占采购总额的比例分别为 71.05%、53.36%。其中，2015 年度、2016 年度，子公司韵创斐达向其少数股东之母公司 F&DScene Changes Ltd.的采购额分别占当期采购总额的 52.33%、38.65%，关联方采购占比较高。若未来公司不能及时完善自身团队建设，建立稳定的不同层级供应商合作关系以及掌握并提高舞美技术水平，将在一定程度上影响公司的经营业绩，存在关联采购依赖风险。

■ 主题互动娱乐体验服务提供商

上海韵创文化发展股份有限公司，成立于2007年2月，2016年10月挂牌新三板。公司的主营业务是为客户提供主题互动娱乐体验服务，主要包括主题巡回巡展、舞台美术制作、亲子主题体验服务以及主题娱乐咨询服务。公司自成立以来服务于迪士尼等众多国际知名家庭娱乐品牌，具有较为丰富的家庭娱乐产业运作经验。公司是迪士尼大中华区地面娱乐合作伙伴。

公司拥有独特的地面综合娱乐体验策划开发、管理与营运执行能力，利用家庭互动娱乐体验运作经验和资源，致力于为中国消费者带来最具价值的娱乐体验产品，构筑起娱乐体验经济的产业平台。

(1) 主题巡回巡展

公司为客户提供的主题巡回巡展服务主要包括主题巡回巡展产品及造型管理服务。

公司以“家庭娱乐和互动体验”为核心，通过取得迪士尼、皮克斯、漫威、变形金刚、Hello Kitty、大闹天宫等国内外形象的版权授权与合作，设计开发了“迪士尼欢乐博览”、“世界经典动漫巡礼”、“迪士尼90周年互动展”、“迪士尼星潮特展”一系列迪士尼等品牌概念的主题巡回产品包及室内嘉年华项目，包含了卡通人物造型陈列、多媒体演示、主题故事互动体验、场景重现、舞台表演及迪士尼卡通明星见面会等内容，帮助商业地产商、购物中心等商业合作客户在新店开业、年度庆典、主题假日活动等场合聚集人流、创造城市话题和热点效应，快速积聚人气，同时，也为参与活动的游客和观众群体提供娱乐互动体验，创造独特的娱乐体验与最具价值的消费者互动营销平台。

图表 1 公司举办的部分巡回巡展

序号	项目名称	项目内容	项目效果
1	“迪士尼星潮特展”产品包	“迪士尼星潮特展”将中国风与真正原汁原味的迪士尼文化特色相融合并进行了全新演绎。对《冰雪奇缘》、《星球大战》及《复仇者联盟》等卖座电影的经典场景进行复刻，并通过设计各种体验和互动游戏，使参观者近距离体验梦幻的童话世界。该活动已在天津、广州、武汉、西安等多个城市举办。	
2	“迪士尼欢乐博览”产品包	以寓教于乐的主题故事互动体验、迪士尼明星见面会、多媒体舞台演出等形式，一站式的展示了迪士尼旗下的所有品牌和人物，将米奇、小熊维尼、迪士尼公主、玩具总动员、赛车总动员、漫威和功夫小神龙这7大主题经典场景在超大室内场地里欢乐集结，为孩子们和家庭带来360度嘉年华式的超级娱乐体验。	
3	“迪士尼90周年互动展”产品包	迪士尼公司的90周年庆典，互动展充分浓缩了迪士尼的精彩作品、人物与精神，邀请了本地的著名艺术家创作迪士尼经典形象的重塑演绎，结合时尚元素传递给大家一个不一样的迪士尼世界。该活动已在杭州、成都、广州、北京、天津等多个城市举办。	
4	“上海迪士尼度假区乐园巡回”活动	主题巡展从2016年4月开始，陆续在上海、南京、杭州、青岛、北京五大城市展开。游客在迪士尼度假区开幕前，抢先体验“不只一日”的迪士尼神奇之旅。期间将在各大商场中庭通过主题陈列、多媒体演示、舞台表演及与迪士尼明星互动等多种形式，立体呈现上海迪士尼度假区的创意细节，为各年龄游客“点亮心中奇梦”。	

资料来源：公开转让说明书

公司长期为迪士尼、孩之宝等国际家庭娱乐品牌提供以迪士尼卡通巨星等卡通人物为代表的专业服装及动漫形象造型管理、互动演艺表演管理、培训与营运业务等服务。目前公司与迪士尼中国公司合作了超过五年的服装造型管理业务，配合其开展迪士尼主题巡回活动，获得了品牌的认可度和可信赖度，具有国际级卡通人物造型管理与营运的丰富经验。

(2) 舞台美术制作

公司的舞台美术制作主要是提供舞台布景和道具的设计、制作和维护服务。目前，舞台美术制作业务由子公司上海韵创斐达文化发展有限公司负责运营，并已获得了上海迪士尼乐园第一期的部分舞台美术制作项目。承接主题乐园的五个项目分别为 MMT 米奇会面帐篷、AITTarzan 探险岛、Parade 游行、Atmosphere 氛围和 EGP 林间剧场。

通过为上海迪士尼乐园的项目服务将帮助子公司韵创斐达扩大知名度，赢得市场口碑与品牌影响力，获得更多的业务机会。

(3) 亲子主题体验服务

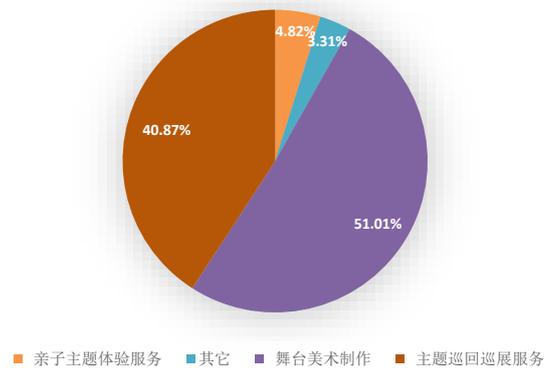
“史丢丢亲子体验主题馆”是公司以“定制优质亲子时光”为核心价值的家庭娱乐亲子体验项目。针对 2-6 岁年龄段的儿童家庭，在具有丰富的场景设计元素、梦幻的空间氛围，以及多元化色彩搭配的主题馆中，通过迪士尼品牌授权的专属 DIY 产品及哈佛多元教育理论，创造集早教、游乐、科普、美食等互动互补项目的一站式聚乐部模式，让孩子不仅可以学习知识、发掘潜能、提升创造力，更能满足孩子玩乐和探索的独特空间，改变传统幼教模式。让孩子们可以更自由的学习和成长，提供与众不同的家庭娱乐体验，使家长和孩子们在互动中更加亲密默契。

图表 2 “史丢丢亲子体验主题馆”部分亲子体验项目

体验项目名称	体验项目服务内容	体验项目图解
乐学派对	哈佛多元智能理论模板开发的独特派对，锻炼孩子社交、辨别、记忆、音律、语言和表达能力，结合不同派对主题，让孩子在玩乐中得以全面发展。	
手工作坊	设有 3D 手绘笔、木工塑性、热印成像等动手项目，培养孩子在实际操作过程中建立自我意识、调整情绪、培养专注力，动手动脑发展其自身智能，让孩子创想不仅仅停留在纸上。	
乐天乐地	释放孩子好动天性的同时，锻炼孩子平衡、协调、敏捷、力量、速度、灵活性，提升孩子运动潜能，发展其身体运动及人际交流智能。	
主题生日会	生日会已经成为父母社交的延伸，通过迪士尼 DIY 产品、主题场景、灯光、音乐等构架的特色生日会，让孩子们留下难忘记忆。	

资料来源：公开转让说明书

图表 3 公司 2016 年各业务板块营收占比



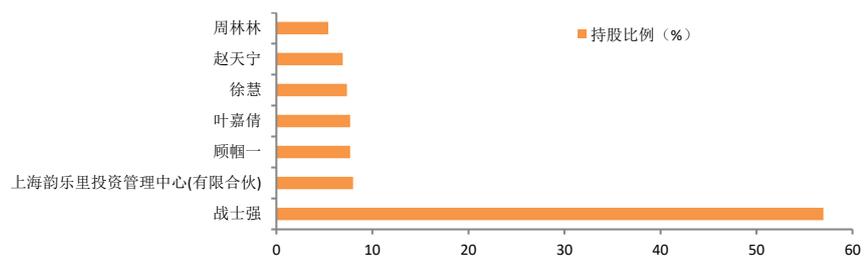
资料来源：公司 2016 年报

■ 尚未开展股权激励，员工整体素质较高

公司控股股东、实际控制人为占士强先生。直接持股比例 56.98%。战士强、叶嘉倩为夫妻关系，且两人签署了一致行动人协议；战士强持有韵乐里 61.92% 的股份，实际控制韵乐里。

战士强先生，1972 年 4 月出生，无境外永久居住权，上海工艺美术学校室内设计专业专科学历。1992 年 7 月至 1996 年 1 月，先后就职于上影影视中心和上影张江传播商务有限公司，分别担任美术指导和广告部经理；1996 年 1 月至 1998 年 5 月，就职于人民日报诺贝广告有限公司，担任客户总监；1998 年 6 月至 2003 年 4 月，就职于上海东誉广告有限公司，担任总经理；2003 年 5 月 2016 年 3 月份，就职于上海韵创广告有限公司，担任总经理；2016 年 4 月至今，任股份公司董事长兼总经理。

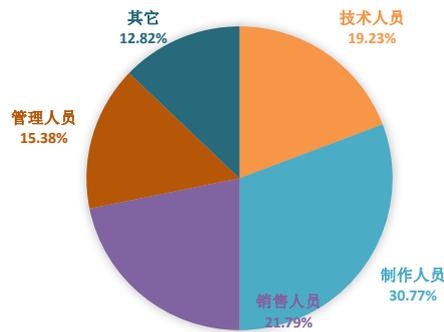
图表 4 公司股权结构



资料来源：公开转让说明书

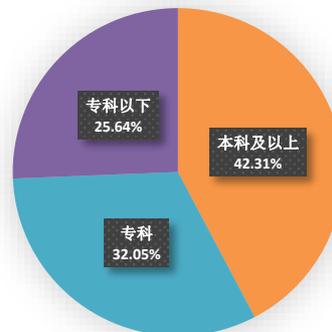
截止 2016 年年底，公司共有员工 78 人，包括技术人员、制作人员、销售人员、管理人员等。42.31% 具有大学本科及以上学历，员工整体素质较高，公司尚未开展股权激励。

图表 5 公司员工结构



资料来源：2016 年报

图表 6 公司员工学历结构



资料来源：2016 年报

■ 文化创意产业市场潜力巨大

● 文化创意产业已成为国民经济支柱性产业

文化创意产业（Cultural and Creative Industries），是一种在经济全球化背景下产生的以创造力为核心的新兴产业，强调一种主体文化或文化因素依靠个人（团队）通过技术、创意和产业化的方式开发、营销知识产权的行业。文化创意产业主要包括广播影视、动漫、音像、传媒、视觉艺术、表演艺术、工艺与设计、雕塑、环境艺术、广告装潢、服装设计、软件和计算机服务等方面的创意群体。

文化创意产业具有强融合性特征。文化创意产业作为一种新兴的产业，它是经济、文化、技术等相互融合的产物，具有高度的融合性、较强的渗透性和辐射力，为发展新兴产业及其关联产业提供了良好条件。文化创意产业在带动相关产业的发展、推动区域经济发展的同时，还可以辐射到社会的各个方面，全面提升人民群众的文化素质。

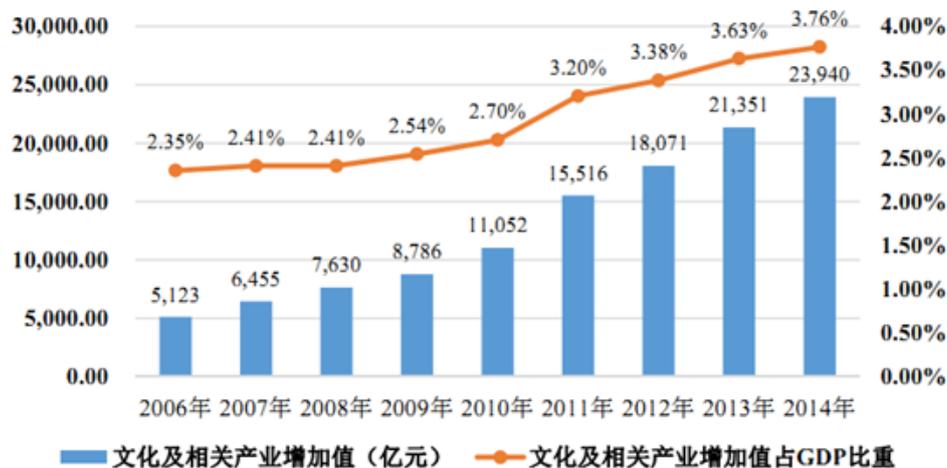
由于文化创意产业的高附加值、可持续发展性、大容量的就业机会和高于国民经济的增速等而受到越来越多国家的重视，并成为越来越多国家和地区的发展方略，不少国家更提出了“文化立国”、“文化强国”的战略，文化创意产业因此成为 21 世纪世界经济中最具活力的行业之一。

进入新世纪以来，许多国家和城市都高度重视文化创意产业，制定并实施一系列发展战略和政策，文化创意产业在区域经济与社会发展中的引领作用，已成为世界各国和地区政府的共识。全世界的创意经济每天创造 220 亿美元的产值，并以每年 5% 左右的速度递增。据联合国统计，文化创意产业占全球 GDP 的 7%，并以每年 10% 的速度在增长，大大高于全球 GDP 的增长速度。在一些发达国家增长速度更快，美国每年增长达 14%，英国为 12%。文化创意产业作为世界经济增长的新动力，引领着全球未来经济的发展，已成为世界经济发展新潮流和众多国家的战略选择。

我国文化产业总体起步晚，市场发育度低，没有健全的文化产业人才培养、流动和奖励机制。但是随着文化体制改革的深入推进，合格文化市场主体数量不断增多，社会各方面投入文化产业的热情高涨，各项扶持政策不断出台，我国文化产业正进入发展的黄金期，文化产业增加值逐年提升。

2011 年，文化产业总产值超过 3.9 万亿元，占 GDP 比重超过 3%²。据《中国文化产业年度发展报告（2013）》数据显示，文化及相关产业 2012 年增加值达到了 18,071 亿元，占 GDP 比重 3.48%。2013 年我国文化产业增加值为 21,351 亿元，与 GDP 的比重为 3.63%，经国家统计局核算，2014 年全国文化及相关产业增加值 23,940 亿元，比上年增长 12.1%（未扣除价格因素），比同期 GDP 现价增速高 3.9 个百分点；占 GDP 的比重为 3.76%，比上年提高 0.13 个百分点。核算数据表明，文化及相关产业在稳增长、调结构中发挥了积极作用。

图表 7 我国文化及相关产业增加值稳步提升



资料来源：公开转让说明书

● 文化消费重视程度显著提高，体验经济逐步崛起

近年来，随着人们收入水平的不断提高和物质生活质量的逐步改善，城乡居民越来越重视文化生活，城乡居民人均文化消费逐年增长，文化消费占消费支出的比重整体上呈现提高趋势。据统计，2014 年城镇居民、农村居民人均年度文化消费支出分别达到 2142.30 元和 859.50 元，比 2010 年分别增长 31.62% 和 134.38%，年均分别增长 7.28% 和 25.94%，自 1995 年以来，城镇居民、农村居民人均年度文化消费支出一直呈现逐年递增趋势，文化消费越来越受重视。

研究显示，当人均 GDP 超过 3000 美元的时候，文化消费会快速增长，而当人均 GDP 接近或超过 5000 美元时，文化消费则会进入“井喷时代”。按国家统计局数据，2012 年，中国人均 GDP 已经超过 6000 美元，这意味着中国的文化消费已经进入“井喷时代”。

在全世界范围内，文化娱乐业已成为发展最快的产业，欧美国家在娱乐文化主导的体验产业方面大大领先其他国家，无论是迪士尼乐园、环球影城都日趋丰富着娱乐文化市场。与之相比，我国的文化、娱乐经济作为第三产业经济虽受到了相当的重视，经过多年的发展已经具备了体验式经济发展的基础，但才刚刚起步。

随着人们休闲时间和可支配收入的增加，对娱乐文化的需求将更加旺盛，国内市场需要体验式娱乐的加入。体验经济的核心是消费与生产的合一，以消费者作为价值创造的主体，如何让文化和其他产业相结合，改变缺乏互动的状态和混搭不同的产业元素，让营销搭载电影、电视、音乐、动漫、游戏、现场演出和娱乐场所这七大娱乐载体，这就需要挖掘商业项目的体验价值。

近年来，许多商业地产、购物中心开始引入特色、有主题性质的娱乐文化业态，通过与消费者直接的体验、互动来增加自身的差异感以更有效的聚集人气。目前主要的体验型商业可分为游乐类体验、儿童育乐类体验、文化艺术娱乐体验、电影娱乐类体验、运动健康型等形式。

随着文化娱乐产业的发展，经济增长带动了文化消费和产业结构升级，体验式娱乐也将有着迅速的发展。文化创意产业融合旅游、演艺、亲子、动漫、影视传媒等更多业态，实现多业态并存、相辅相成的产业融合将成为发展趋势。

● 舞美设计制作行业的发展趋势

舞台美术是戏剧和其他舞台演出的一个重要组成部分，包括布景、灯光、化妆、服装、效果、道具等，其任务是根据剧本的内容和演出要求，在统一的艺术构思中运用多种造型艺术手段，创造出剧中环境和角色的外部形象，渲染舞台气氛。随着各种演出技术条件的日趋完善，新技术和新材料的运用，使舞台美术表现出形式多样化和个性化的发展趋势，它的艺术作用也逐渐加强，艺术创作的价值和品位也愈来愈高。在现代的戏剧演出中，舞台美术成了决定和左右演出艺术形式重要的甚至是决定性的因素。在演出中它起到了丰富、补充和加强人物形象塑造，深化主题思想的作用，为表演者创造特定的环境，为演出提供更好的表现力。

舞台美术设计的下游主要为舞台剧场、剧院、文化场馆、大型文化活动主办方等，在整个产业链中处于主导地位，决定行业的投资规模，对行业的发展具有较大牵引和拉动作用。据中国演出行业协会的《2015 年中国演出市场年度报告》显示，2015 年全国专业剧场演出 8.41 万场；演艺场馆演出 47.58 万场，旅游演出 5.52 万场，舞美企业非演出活动设备租赁及服务收入 4.59 亿元，比 2014 年上升 6.50%。

目前国家大力支持文化产业，出台了一系列支持性政策文件；随着国家宏观经济的持续快速发展，居民可支配收入的稳定增长和消费观念的不断升级，人们逐步提出了更高的个性化需求和有偏好的文化娱乐要求，文艺娱乐活动、

体育赛事、文艺演出市场的良好发展，也将进一步鼓励和支持舞美设计市场的发展。随着文化演艺产业的不断发展，演出场所的新建和文艺表演团体新创或新编剧目的增加，将拉动建筑、设计行业、服装、道具制作、灯光、音箱等行业的经济增长，也是舞台美术设计行业能够得到持续繁荣的物质保障。

● 我国儿童娱乐产业起步晚，市场空间巨大

相对于成人产业，我国儿童娱乐产业起步较晚，发展并不充分，强势品牌少，仍处于从制造到品牌经营、从粗放型发展到完善供应链管理和提升消费体验以抢占市场份额的初级阶段。

目前，我国儿童娱乐行业的经营模式主要分为纯玩游乐场、电玩中心及教玩一体店三大经营模式。纯玩游乐场以经营蹦床、滑梯、海洋球、攀爬设备等游乐设备为主；电玩中心以经营电子游戏机类游乐设施为主；教玩一体店将早教模式与乐园模式相结合，以儿童手工制作、职业体验等娱乐方式为主。

从整个行业的运行状况看呈现以下特征：

一是行业发展迅速，品牌集中度低。随着国民整体消费水平的提升，越来越多的人开始接受儿童娱乐事业，儿童娱乐机构数量日益攀升。但同时国内儿童娱乐机构品牌化经营程度不高，品牌集中度较低，大部分儿童娱乐机构规模较小，能够打动消费者的第一品牌尚未形成。

二是市场缺乏有效的行业监管。儿童娱乐行业市场大，但门槛较低。我国尚未将儿童娱乐机构纳入监管范围，儿童娱乐机构是否应具有相应的资质、提供的产品是否符合安全及卫生标准，娱乐的环境是否存在安全隐患等问题，都缺乏有效的监督管理。

三是从业人员素质有待提高。儿童娱乐行业服务的对象主要为儿童，需要具备一定的儿童心理学、教育学、美术绘画等基础知识。目前儿童娱乐行业从业人员大多数是经过短期培训改行而来，人才缺口较大，专业素质不高，难以满足儿童娱乐工作要求和市场需求。

2016年，我国全面放开二胎政策。根据中信证券婴童产业专题报告预测，二胎政策落地后，全国每年新增出生人口100-200万人，预计2020年儿童人口数量达2.61亿人。

随着新生婴儿潮的到来，我国新生儿数量将显著增加，将极大刺激儿童娱乐市场的增长。高端品牌因较强的市场竞争能力和对优质服务的持续提供，最终会在家长和孩子中形成良好的市场口碑，并逐步渗透各级市场。

中国儿童产业研究中心调查显示，80%的家庭儿童支出占家庭支出的30%-50%，孩子的消费已经成为家庭消费的最大支出之一。随着经济发展，家庭可支配收入的提高，我国儿童娱乐行业拥有巨大的发展空间。

■ 具有技术、人才及品牌授权优势

● 核心团队具有丰富从业经验

优秀的文化创意人才需要在活动策划、创意设计、布展实施、现场执行管

理能力、项目的运作经营等方面具备较高的专业素质，多专业的复合型人才的稀缺是限制文化创意发展的重要因素之一。因此，专业人才齐全的团队是进入该行业的一大壁垒。

公司核心管理人员皆从业多年，具有长期从事于文化、演艺、家庭娱乐体验、亲子等领域的资深经历，在深耕行业的过程中积累了大量的客户资源，公司组建了一支熟知中国市场的本土化活动策划和创意营运团队，凭借丰富行业经验、创意设计和运营执行能力，使公司具备“主题娱乐”创意营运的综合能力，在市场的长期发展中所形成的良好口碑和品牌形象，具有较强的市场竞争力。

● 具有多个国际品牌授权

迪士尼等国际娱乐品牌对于服务供应商的选择，有严格的审核制度。以迪士尼授权为例，目前迪士尼全球有 3000 多家授权商，销售超过 10 万种与迪士尼卡通形象有关的产品。进入中国市场 20 余年以来，迪士尼在中国内地也已拥有了 100 多家授权经营商。

迪士尼对授权商有着严格的筛选标准，至少要同时满足两个条件：其一，在制造、经销或零售方面至少拥有 5 年经验；其二，在相关专业产品方面具有 5 年或以上行业经验。授权商与迪士尼的合作，从授权产品开发到储备再到销售，要经历一个很长的过程。迪士尼对产品生产的审批程序非常严格，每年会对授权商的工厂进行 1 到 2 次验证。此外，迪士尼还会考察授权商的销售平台和渠道，如达不到要求也会取消资格。严格的标准，保证了迪士尼授权产品的质量及品牌形象的同时，也导致供应商进入行业获取品牌授权的门槛比较高。

公司凭借其在项目创意设计上的优势、优秀的项目运营能力、项目成功运作经验、对品牌文化认知及合作理念、团队专业度、资源背景等多方面的综合表现，获得迪士尼、皮克斯、漫威、变形金刚、HelloKitty、大闹天宫等国内外形象的版权授权，特别是迪士尼集团的超强品牌号召力、成熟、全方位、具有强大渗透性的品牌影响力及公司与迪士尼集团的长期、稳定、良好的合作关系有助于促进公司的业务发展。

● 具备口碑及精品项目的实际运作经验，客户资源丰富

随着我国文化产业的发展，文化创意行业在项目的设计上向着品牌化、精品化的路线发展，客户在主题巡回巡展、舞台制作等项目上选择供应商时，更加看重企业过往的业绩和多年形成的项目运作经验，特别是在历史业绩、大型项目经验、口碑项目、项目管理能力、项目人员资格、资金实力等方面制订了较高的入围条件，通常只有行业内的少数优秀且具有口碑精品项目的企业才能获得承接大型项目的资格。

公司在业内经营多年，在长期为迪士尼、孩子宝、三丽鸥等国际领先的家庭娱乐品牌公司提供卡通人偶造型的制作与互动表演管理的过程中，积累了极为丰富的经验，拥有稳定的国际品牌合作资源，以及更多业务的合作机会。特别是公司作为迪士尼集团大中华区产业链延伸的重要合作伙伴，已与其保持了多年合作关系，具有较为丰富的家庭娱乐产业运作经验，深得迪士尼集团信赖。

● 公司所处行业下游需求旺盛

公司的上游行业主要是展品展具制作、舞台道具制作以及场地搭建制做等供应商所在的制作行业。上游行业市场的发展变化，将对主题巡展、舞美制作行业有直接影响，这些行业的进入门槛较低且竞争壁垒较小，上游行业的变动不会对本行业造成较大影响。下游行业主要为商业地产业、文艺娱乐产业、早教行业、旅游产业、展览展示等行业，随着国家对文化产业的长期政策支持，国内外的家庭娱乐品牌商、商业地产、地方政府等都将加大文化娱乐领域的投入力度，该部分需求将保持长期、稳定且持续的增长，下游需求的快速增长以及产业结构的升级也将推动文化艺术行业规模化、专业化方向发展。

■ 各分项业务稳步增长，营收同比大增

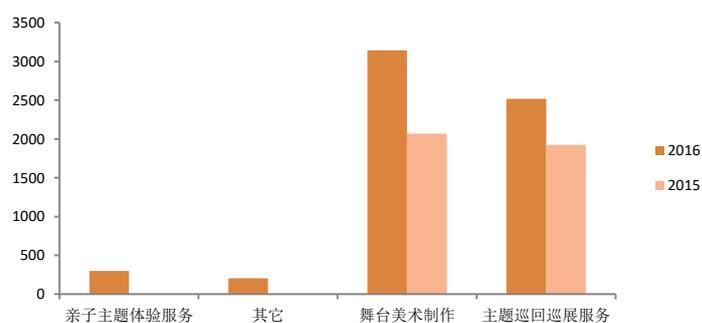
公司各分项业务都取得了良好增长。

1、舞台美术制作：子公司韵创斐达于 2015 年承接了上海迪士尼主题乐园一期的五个舞台布景设计和道具制作项目，项目体量较大，随着 2016 年上海迪士尼主题乐园项目的完工，并满足了收入确认条件，确认了营业收入，使得公司该分项营业收入同比增长了 51.8%。

2、主题巡回巡展服务收入：报告期内营运人员开拓业务，销售收入同比增长 30.70%。

3、亲子主题体验服务：子公司史丢丢开业时间为 2015 年 12 月，营业时间较短，2016 年度史丢丢不断开拓亲子娱乐主题体验服务，销售收入同比增长 3,890.45%。

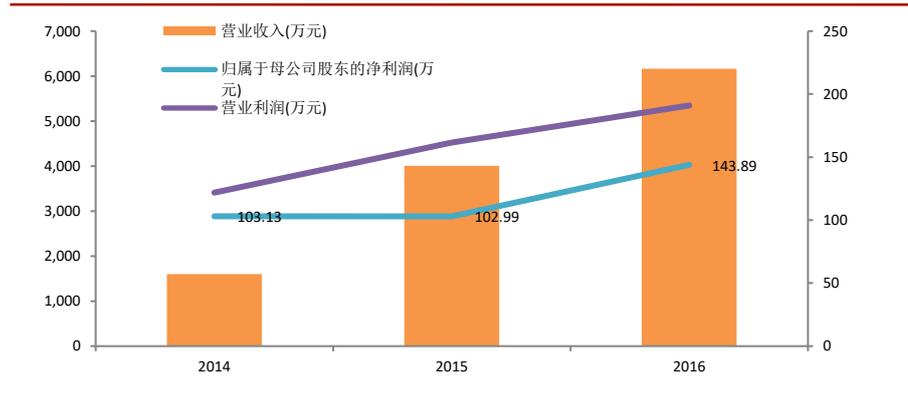
图表 8 公司 2015 年和 2016 年各分项业务营收（万元）



资料来源：Chocie

公司 2016 年营业收入仍较 2015 年同期取得了较大增长。报告期内，公司实现营业收入 61,613,787.25 元，较去年增长 53.84%。实现归属于母公司股东净利润 143.89 万元，同比增长 39.71%。

图表 9 公司 2014 年以来营业收入、营业利润及净利润



资料来源：Chocie

■ 盈利预测及估值

根据对行业状况及公司情况的分析, 对公司进行盈利预测, 预测公司 2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别 278.27 万元和 447.66 万元, 每股收益分别为 0.93 元和 1.49 元。

图表 10 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(万元)	1602.32	4005.06	6161.38	8317.86	9981.44
净利润(万元)	99.87	117.40	184.76	278.27	447.66
毛利率(%)	28.85	18.26	21.24	22.82	23.59
净利率(%)	6.44	2.57	2.34	3.18	4.40
ROE(%)	78.88	34.84	33.98	42.30	44.41
EPS(元)	0.34	0.34	0.48	0.93	1.49

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15% 以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

