



品牌+一体化服务+规模构建壁垒，数字文化展示独角兽

强烈推荐

乘风起航

2018.07.24

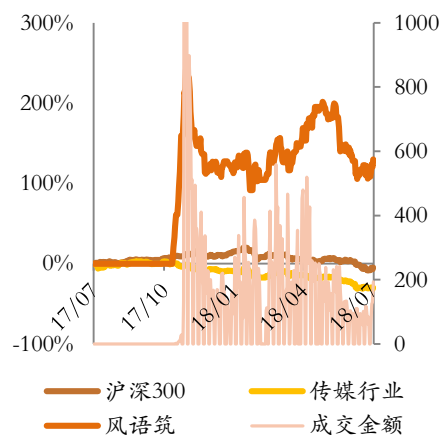
肖明亮(分析师)	叶锐(研究助理)
电话: 020-88832290	020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001	A1310117040003

传媒行业

投资逻辑:

- **5000 亿展览市场空间广阔，世博会催化数字文化展示行业爆发成长。** 2016 年全国会展行业总产值为 5331 亿元，同比增长 10.9% 成长稳定；数字创意产业的发展催生了数字文化展示行业，同时受益于世博会极大催化了该行业的成长，以 AR、VR、沙盘互动等展示手段为代表的声、光、智能展示工具极大的增加了展示行业的观赏性以及互动性。数字文化展示主流应用领域包括城市馆、园区馆、博物馆、园区馆等主题场馆，经测算我们保守估计有超过 1800 亿元的增量空间，同时考虑数字文化展示行业的可延展性强，有望从传统的 G 端延伸至 B 端客户，从长期来看行业规模有望进一步扩张。
- **数字文化展览行业独角兽迎爆发成长期，17 年订单金额增长 137%，47 亿在手订单足以支持两年业绩增长。** 公司主营业务是提供数字文化展示的整体解决方案，是行业规模最大、案例最多、品牌效应最好的龙头企业。公司立足品质，具有行业经验最丰富、规模最大设计团队，通过跨界创意设计+从创意到实施的一体化服务构建核心壁垒。17 年公司整体订单金额、订单数量、平均订单金额分别同比增长 137%、30%、83%；其中公司城市馆+园区馆订单市场份额从 15 年的 40% 提升至 17 年的 50%，均位居行业第一；截止 17 年年底公司在手订单 47 亿元（有 88 个在建订单，在建项目金额为 22 亿元），保守估计可以维持 2 年的业绩成长。我们看好公司通过品牌+一体化服务+规模优势构建核心壁垒，高速增长订单以及充足的订单储备为公司业绩增长带来坚实基础。
- **持股平台+股权激励团队利益绑定充分，现金充裕产业链整合准备充分。** 公司目前第三大股东励构投资为员工持股平台，同时公司发布 200 万股股权激励计划，行权价格为 26.96 元/股接近当前股价，解锁条件为以 17 年净利润为基数，18-20 年净利润增长不低于 15%/30%/45%，我们认为通过持股平台+股权激励有望深度绑定核心人才利益，驱动公司稳定成长。目前公司账上拥有超过 10 亿现金，公司先后参投洪泰酷娱基金锁定后续并购标的以及投资良晓科技切入 B 端展示市场完善产业布局。
- **盈利预测：**我们预计公司 2018-2020 年净利润为 2.67/4.04/5.76 亿元，对应 EPS 为 0.93/1.40/2.00 元/股，对应 PE 为 30/20/14 倍。考虑数字文化展示行业空间广阔，公司作为龙头有望凭借品牌+一体化服务+规模优势保持 50% 左右成长，结合行业可比公司以及 PEG 指标，我们给予公司 **18 年 40 倍 PE，对应仍有 33% 的空间。首次覆盖，给予强烈推荐评级。**
- **风险提示：**主题馆需求低于预期、原材料价格大幅上涨、产业政策变化。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
风语筑	12.2	-17.1	5.4
传媒行业	1.1	-15.3	-20.8
沪深 300	-2.3	-8.3	-17.7

基本资料

总市值(亿元)	81.2
总股本(亿股)	2.9
流通股比例	24.7%
资产负债率	53.2%
大股东	辛浩鹰
辛浩鹰和李晖	
为一致行动	61.34%
人，合计持股	

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1499.20	2046.38	2796.45	3766.13
同比(%)	22.16%	36.50%	36.65%	34.68%
归属母公司净利润	166.16	267.16	404.24	576.21
同比(%)	47.57%	60.79%	51.31%	42.54%
毛利率(%)	28.65%	29.77%	30.93%	31.60%
ROE(%)	17.83%	19.55%	25.17%	28.72%
每股收益(元)	0.58	0.93	1.40	2.00
P/E	24.10	29.98	19.81	13.90
P/B	3.10	5.55	4.53	3.57



投资亮点：

- **市场核心担忧：**公司过去主要依靠城市馆贡献营收成长，目前一二线城市基本渗透完毕，后续成长新存疑。**我们认为：**①截止 2016 年，省会城市、地级、县级形成区已建城市馆比例分别为 87.1%、67.07%、19.00%，我们认为随着各级政府对城市形象重视程度提升，地级以及县级城市将继续投资建设城市馆，潜在的增量规模超过 500 亿元，同时考虑一定的翻新周期，城市馆业务预计将保持稳定成长；②我们测算园区馆、博物馆、科技馆等主题馆潜在增量规模超过 1300 亿元，公司营收结构中各类主题馆占比同样在快速提升，此外公司积极开拓 B 端客户，从长期来看有望贡献业绩弹性；③公司主营建设的场馆作为文化娱乐的民生工程，对于市民来说将切实享受到文化娱乐的体验，对于城市来说可以提升城市形象，场馆需求有望长期持续。
- **核心看点：**
 - ①**行业空间广阔，数字文化展示行业处于高速成长期：**2016 年会展行业总产值超过 5000 亿元，YOY10%+；受世博会的催化，数字文化展示行业处于高速成长期，主流应用领域城市馆、主题馆、园区馆、博物馆等经过我们的测算具有超过 2000 亿的增量空间。
 - ②**行业龙头竞争优势显著：**公司作为行业龙头，在营收规模、品牌知名度、案例丰富度、人才储备度、员工利益绑定程度、一体化服务程度均有明显优势，有望实现强者恒强加速成长，在手订单足够支撑未来两年业绩成长，安全边际明确。
 - ③**横向纵向产业延伸完善布局：**公司传统以 G 端客户为主，目前逐渐获得 B 端订单，同时投资良晓科技布局 B 端商业展示领域；投资洪泰酷娱产业基金、战略牵手芒果互娱布局文娱产业，积极构建数字文化展示+文娱+商业消费场景生态共振成长。
- **核心假设：**
 - ①城市馆需求保持稳定增长，三四线城市馆建设积极推进；
 - ②园区馆、博物馆、科技馆等新兴主题馆以及 B 端商业馆需求保持高速增长；
 - ③上游原材料价格保持相对稳定；
 - ④纵使公司账上拥有 10 亿现金，我们暂不考虑外延预期。

公司营业收入拆分

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
城市馆	6.96	7.67	6.98	7.68	8.45	9.29
YOY		10.20%	-9.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率			22.38%	22.50%	22.50%	22.50%
主题馆	2.07	2.64	4.17	6.26	9.07	12.70
YOY		27.54%	57.95%	50.00%	45.00%	40.00%
毛利率			34.21%	34.50%	34.80%	35.00%
园区馆	1.03	1.86	3.52	5.98	9.57	14.36
YOY		80.58%	89.25%	70.00%	60.00%	50.00%
毛利率			32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
单项服务	0.13	0.10	0.32	0.54	0.87	1.31
YOY		-23.08%	220.00%	70.00%	60.00%	50.00%
毛利率			55.93%	56.00%	56.00%	56.00%

资料来源：公司公告、广证恒生



目录

目录	3
图表目录	4
1. 特色经营模式巩固龙头地位，励构投资绑定员工利益	6
1.1 展览展示行业龙头企业，采用特色经营理念和一体化运作模式	6
1.2 员工持股平台+股权激励，核心员工利益深度绑定	7
2. 展览行业空间广阔，数字创意技术注入活力	8
2.1 政策+精神文化需求利好规模扩张，区域布局特征显著	8
2.2 数字创意技术不断发展，世博会催化数字文化展示行业爆发	12
2.3 数字文化展示下游市场规模详拆：天花板 1800 亿元+，规模仍在不断扩张	15
2.3.1 城市馆：城市化率持续提升，拥有超 500 亿市场空间。	15
2.3.2 园区馆：园区种类丰富，市场规模估算超 280 亿。	15
2.3.3 博物馆：新增市场规模超过 800 亿元	16
2.3.4 科技馆：小型馆为主，西部地区发展潜力大，未来四年仍有百亿市场空间。	17
2.3.5 数字创意展示应用领域不断延伸，市场规模有望进一步扩大	17
3. 主题展馆资源丰富，竞争性+成长性彰显公司优势	18
3.1 主题展示馆类型多样，地域布局优势显著	18
3.2 竞争性：立足服务品质，规模优势强者恒强	20
3.3 成长性：订单爆发储备充足，入股良晓科技布局商业展示领域	25
4. 风险提示	26



图表目录

公司营业收入拆分	2
图表 1. 公司发展历程	6
图表 2. 公司营收和净利润保持稳定增长	6
图表 3. 公司毛利率增长较快	6
图表 4. 数字文化展示体验系统解决方案	7
图表 5. 多元化场馆营收占比逐年提升	7
图表 6. 风语筑股权结构集中	7
图表 7. 2010-2017 年全国展览数量增长	8
图表 8. 2010-2017 年全国展览面积扩大	8
图表 9. 2010-2016 年全国会展业总产值增加	8
图表 10. 2017 年华东、华北和华南地区展览数量和展览面积优势显著	8
图表 11. 国家和地方政策利好会展业发展	9
图表 12. 我国人均 GDP 逐年增长	10
图表 13. 2017 年我国城镇化率超过 58%	10
图表 14. 近年文化事业费支出比重有所增长	10
图表 15. 我国文化产业增加值持续扩大	10
图表 16. 文化服务业增加值增速在文化行业领先	11
图表 17. 17 年文化创意和设计服务营收增 8.60%	11
图表 18. 资源、能力要素与内外部条件共同驱动会展产业核心竞争力	12
图表 19. 展示行业展示技术演变	12
图表 20. 数字文化展示上下游客户类型丰富	13
图表 21. 数字媒体展示手段多元化	14
图表 22. 城市规划馆建设仍有较大市场空间	15
图表 23. 城市规划馆年均增长规模预测可达 45 亿元	15
图表 24. 多种特殊经济功能区域并存	16
图表 25. 园区馆估测拥有超 280 亿市场规模	16
图表 26. 博物馆数量逐年增长	17
图表 27. 我国博物馆覆盖率不断上升，同美国比仍有差距	17
图表 28. 博物馆 2017-2020 年预计拥有超 800 亿市场规模	17



图表 29.	科技馆 2017-2020 年预计新增超 300 百亿市场规模	17
图表 30.	城乡居民人均文教娱乐需求增长	18
图表 31.	5A 级旅游景区数量逐年攀升	18
图表 32.	风语筑展示馆遍布我国主要城市	18
图表 33.	成立以来公司作品获得诸多奖项	19
图表 34.	公司主要业务位于华东、华中和华北地区	20
图表 35.	主题馆项目收入确认方式	20
图表 36.	公司在城市馆和园区馆中标金额与中标份额逐年增长	21
图表 37.	2017 年城市馆和园区馆中标情况	21
图表 38.	可比公司营业收入对比	21
图表 39.	可比公司净利润对比	21
图表 40.	可比公司毛利率对比	22
图表 41.	可比公司销售费用率对比	22
图表 42.	可比管理费用率对比	22
图表 43.	可比公司财务费用率对比	22
图表 44.	可比公司员工人数对比	23
图表 45.	可比公司人均薪酬对比	23
图表 46.	风语筑研发支出高于同行	23
图表 47.	公司技术人员数量远超同行	23
图表 48.	预收账款/营业收入数据对比	24
图表 49.	应收账款/营业收入数据对比	24
图表 50.	预付账款/营业成本数据对比	24
图表 51.	前五名客户销售额	24
图表 52.	按预付对象归集的期末余额前五名的预付款情况	25
图表 53.	公司订单数量与金额高速增长	25
图表 54.	截止 2017 年 12 月 31 日公司在手订单情况	25
图表 55.	良晓科技商业展示作品	26

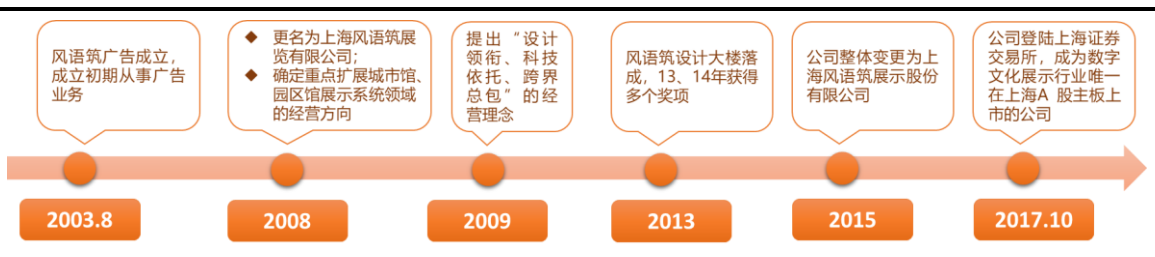
1. 特色经营模式巩固龙头地位，励构投资绑定员工

利益

1.1 展览展示行业龙头企业，采用特色经营理念和一体化运作模式

公司是中国展览展示行业龙头，17 年成功登陆 A 股市场。公司主营业务是提供数字文化展示的整体解决方案，是行业规模最大、案例最多、品牌效应最好的龙头企业，其产品与服务已经涵盖了城市馆、园区馆、博物馆、科技馆、企业馆、商业体验馆、旅游景区展示体验中心、会展、主题馆和综合展览馆等多种类型，公司成立于 2003 年，于 2017 年 10 月于上海 A 股主板上市。

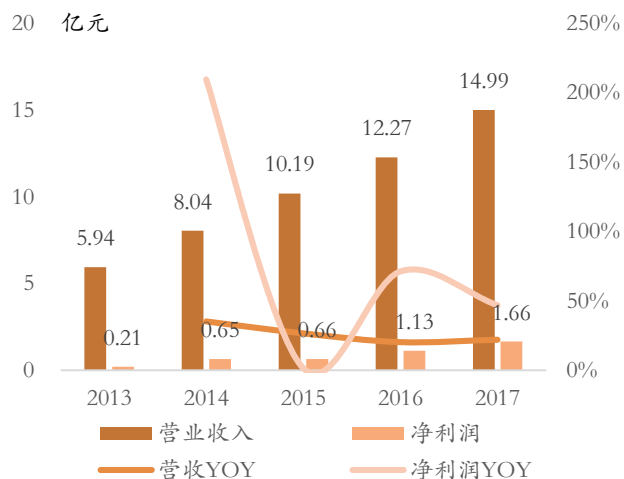
图表1. 公司发展历程



资料来源：公司招股书、广证恒生

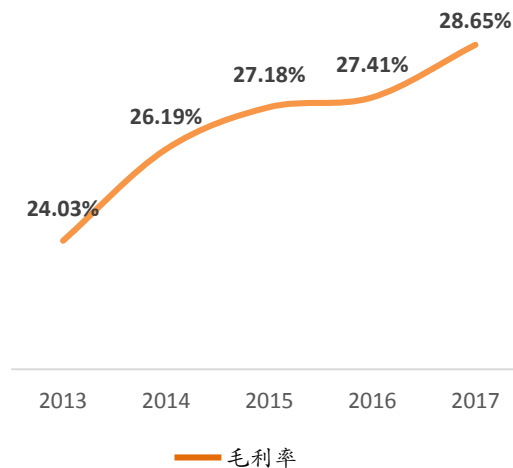
营收和净利润维持稳定增长，毛利率增速较快。公司 2017 年实现营业收入 14.99 亿元，同比增长 22.16%，实现净利润 1.66 亿元，同比增长 47.57%，毛利率达到 28.65%，维持稳定成长态势。

图表2. 公司营收和净利润保持稳定增长



资料来源：公司公告、广证恒生

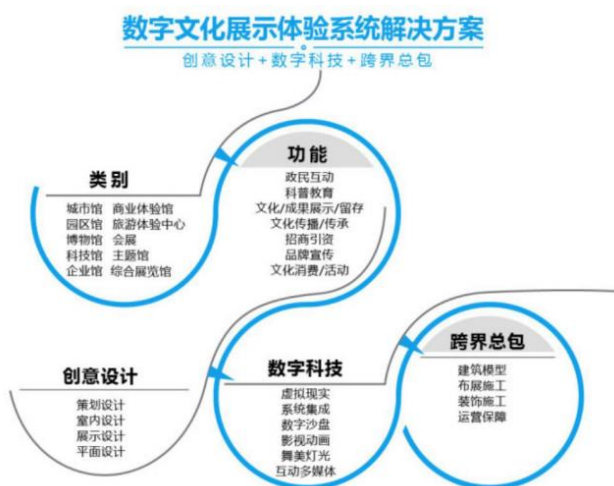
图表3. 公司毛利率增长较快



资料来源：公司公告、广证恒生

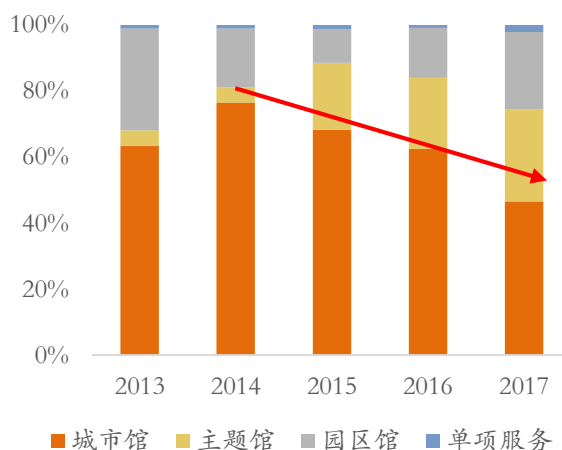
采用特色经营理念和一体化运作模式，多元化场馆营收占比逐年提升。公司在行业内较早的采用“设计领衔、科技依托、跨界总包”的经营理念，并在具体项目实施中运用一体化全程控制的运作模式，根据总体策划设计方案，以数字科技为依托，完成影视动画、多媒体集成、数字沙盘、其他数字科技应用等各項设计方案的制定与实施、基础装饰装修实施、全过程管理及质量控制。公司多元化场馆营收占比从 2014 年的 23% 逐渐提升至 2017 年的 53%，凸显多元化场馆贡献公司后续的业绩成长性。

图表4. 数字文化展示体验系统解决方案



资料来源：公司公告、广证恒生

图表5. 多元化场馆营收占比逐年提升

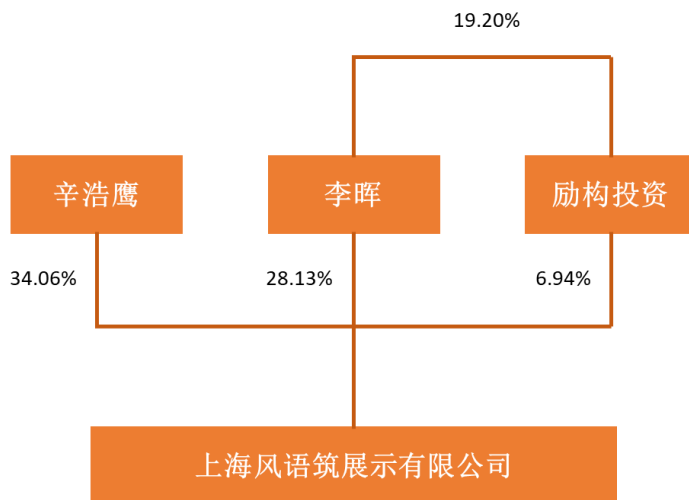


资料来源：公司公告、广证恒生

1.2 员工持股平台+股权激励，核心员工利益深度绑定

公司股权结构集中，励构投资深度绑定员工利益。公司控股股东、实际控制人辛浩鹰、李晖夫妇共直接持有公司 62.19%的股份，其中辛浩鹰持有公司 34.06%的股份，李晖直接持有公司 28.13%股份，并通过持有励构投资 19.20%股份间接持有公司部分股份，励构投资是公司于 2015 年设立的员工持股平台，目前为公司第三大股东，持有公司 6.94%股份。励构投资有效实现公司业绩与员工利益的深度捆绑，有助于充分调动中高层技术研发人员与管理人员的积极性。

图表6. 风语筑股权结构集中



资料来源：公司招股书、广证恒生

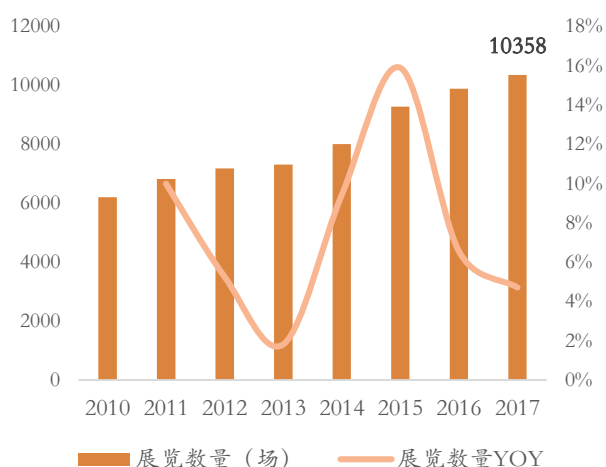
发行股权激励，进一步绑定利益。公司发行 197 万股的股权激励计划，行权价格为 26.97 元/股，接近当前股价，解锁条件为以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年净利润增长不低于 15%/30%/45%。我们认为通过发行股权激励有望进一步完善公司上下的利益绑定，驱动公司稳定成长。

2. 展览行业空间广阔，数字创意技术注入活力

2.1 政策+精神文化需求利好规模扩张，区域布局特征显著

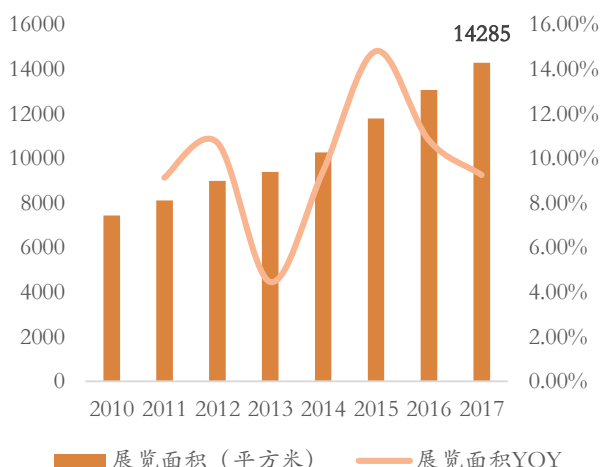
展览行业规模稳定增长，华南、华东、华北地区为主力。纵向来看，2010-2017 年我国展览数量与展览面积保持稳定增长态势，2017 年全国展览数量为 1.04 万场，展览面积为 1.43 万平方米。2010 年以来我国会展业总产值保持 8% 以上的增速，2016 年我国会展业总产值达到 5331 亿元，增长率为 10.99%。横向来看，在我国各省市中，华南、华东、华北地区展览数量和面积相对更高，2017 年，展览面积位于前十的省份展览数量合计占全国展览总数的 69.7%，展览面积合计占全国展览总面积的 71.8%，展览面积前十的省份中，有 2 个位于华南地区、3 个位于华东地区、2 个位于华北地区。

图表7. 2010-2017 年全国展览数量增长



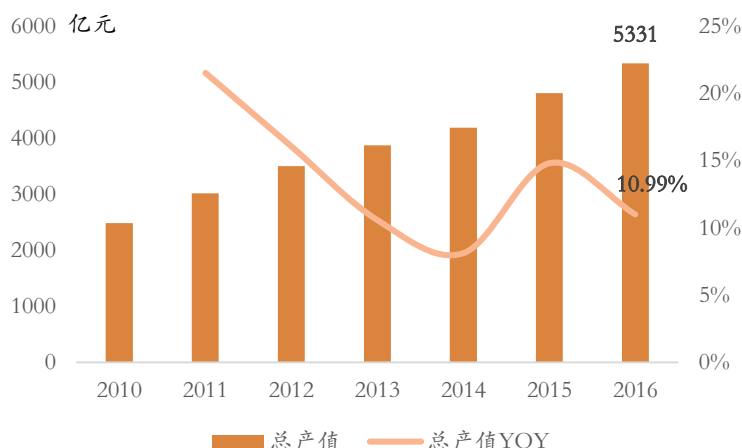
资料来源：商务部、广证恒生

图表8. 2010-2017 年全国展览面积扩大



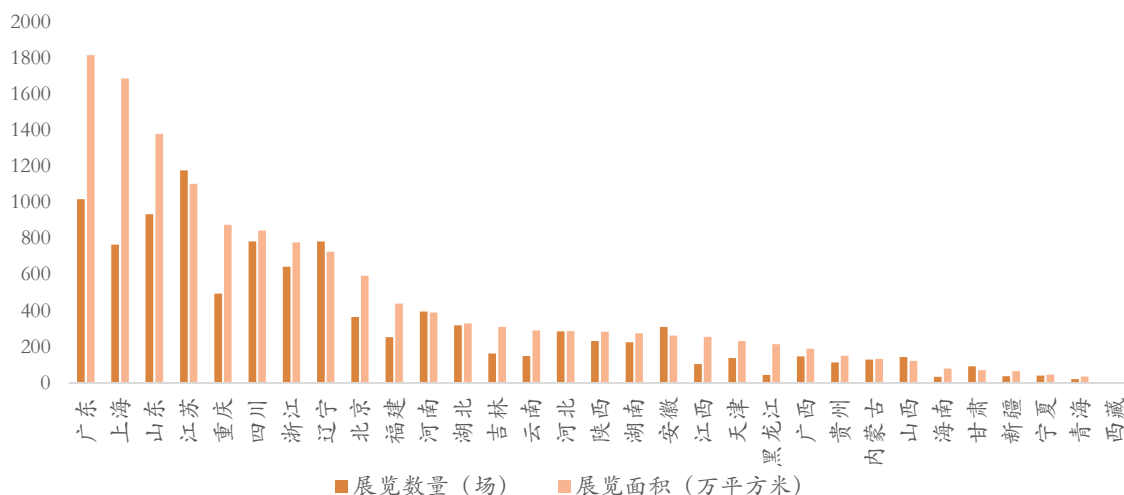
资料来源：商务部、广证恒生

图表9. 2010-2016 年全国会展业总产值增加



资料来源：商务部、广证恒生

图表10. 2017 年华东、华北和华南地区展览数量和展览面积优势显著



资料来源：《2017 年度中国展览数据统计报告》、广证恒生

国家和地方政策密集出台，展览行业面临良好政策环境。随着展览行业市场规模的不断扩大，其在现代服务业中的作用逐渐凸显。2015 年 3 月，国务院发布《国务院关于进一步促进展览业改革发展的若干意见》，首次全面系统地提出展览业发展的战略目标和主要任务，明确指出我国展览业已经成为构建现代市场体系和开放型经济体系的重要平台，对于改革管理体制、推动创新发展、优化市场环境、强化政策引导做出全面部署，随后，各地方政府部门也相继发布相关政策实施文件，行业面临良好的政策环境。2016 年，国家标准委、商务部联合发布《关于加强展览业标准化工作的指导意见》，提出了“互联网+展览业”、产业链融合发展、资源配置及运行、品牌与诚信体系建设、行业管理支撑等五大重点领域标准化工作，进一步规范会展业发展模式，推动了会展业与相关产业的协同发展。

图表11. 国家和地方政策利好会展业发展

发布日期	发布单位	主要政策	相关内容
2014 年	上海市文化创意产业推进领导小组办公室	《上海市促进文化创意产业发展财政扶持资金实施办法》	支持文化创意产业公共服务平台（包括文化创意产业园区）建设和推广应用，支持具有发展前景、导向意义、自主创新、拥有自主知识产权、优秀人才和人才团队的文化创意产业项目，以及确定需要重点支持的文化创意产业项目。
2015 年	国务院	《关于进一步促进展览业改革发展的若干意见》	这是国务院首次全面系统地提出展览业发展的战略目标和主要任务。意见强调，促进展览业改革发展，关键要坚持专业化、国际化、品牌化、信息化方向，培育壮大市场主体，到 2020 年，基本建成结构优化、功能完善、基础扎实、布局合理、发展均衡的展览业体系。
2016 年	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	在“十三五”时期经济社会发展的主要目标中提出：完善公共文化设施网络，加强基层文化服务能力建设。加快公共数字文化建设。加强文化产品、惠民服务与群众文化需求对接。加快发展现代文化产业，推进文化业态创新，大力发展创意文化产业，促进文化与信息、旅游、体育、金融等产业融合发展。
2016 年	国家标准委、商务部	《关于加强展览业标准化工作的指导意见》	明确了未来展览业标准化工作的总体要求、主要任务和保障措施，提出了“互联网+展览业”、产业链融合发展、资源配置及运行、品牌与诚信体系建设、行业管

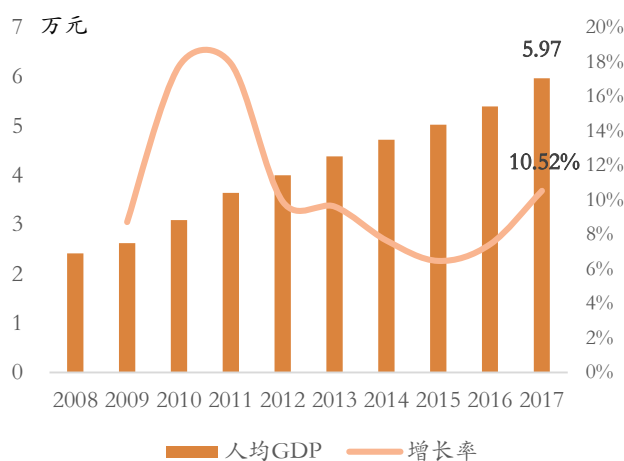


			理支撑等五大重点领域标准化工作,提出了标准化试点示范、标准实施效果评价等重要实施举措。
2017 年	商务部	《关于下达 2017 年流通行业标准项目计划的通知》	确定了 2017 年流通行业标准项目计划,批准了《展览企业信用评价规范》和《展览会项目信用评价规范》两项行业标准立项。

资料来源:公司公告、国务院、商务部、国家标准委、广证恒生

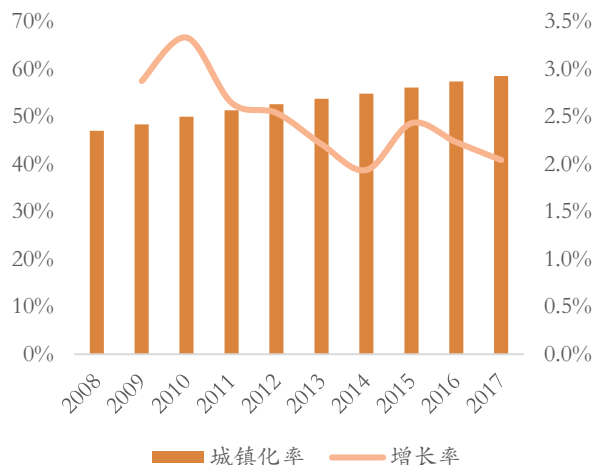
物质文明水平提升导致对精神文明需求提升。近年随着我国经济进入新常态, GDP 及人均 GDP 仍保持稳定增长态势, 2017 年我国人均 GDP 为 5.97 亿元, 同比增长 10.52%, 2008 年以来我国人均 GDP 保持 6% 以上的增速, 人民生活水平的不断提高必然导致其对高品质创意服务需求的增长。2017 年我国城镇化率已超过 58%, 基础设施和城市文化体系的建设是体现国家城镇化的重要标准。城市馆、博物馆、科技馆等大型文化主题展馆作为城市文化基础设施, 对展现城市形象, 体现城市未来发展方向, 提升人口文化水平发挥了重要作用。随着我国城镇化率的提高, 各省市对城市馆、博物馆、科技馆等展示系统的建设需求将会增长。

图表12. 我国人均 GDP 逐年增长



资料来源: 国家统计局、广证恒生

图表13. 2017 年我国城镇化率超过 58%

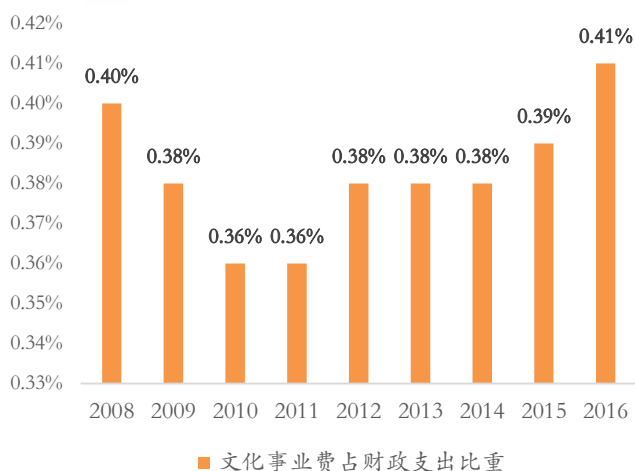


资料来源: 国家统计局、广证恒生

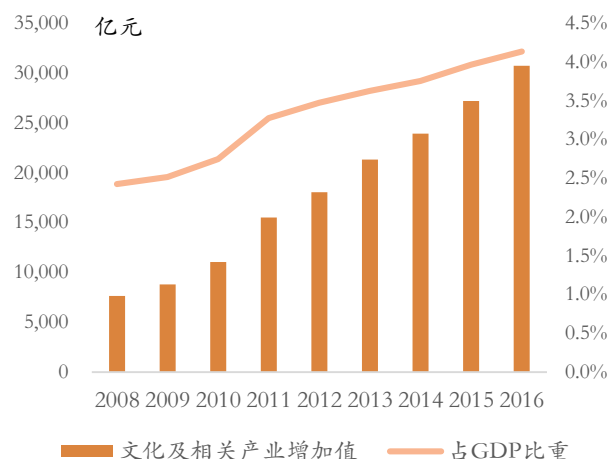
文化产业投资增长稳定, 占财政支出比例不断上升。文化产业保持近年我国文化事业费支出绝对额不断增长, 我国文化事业费占财政支出的比重稳定在 0.35%-0.40% 之间, 2012 年以来有小幅增长的趋势, 2016 年这一比重增长至 0.41%, 国家对文化产业的重视程度日益增加。我国文化及相关产业增加值不断扩大并在 2016 年达到 30785 亿元, 同比增长 13.0%, 其占 GDP 比重达到 4.14%, 同比增长 0.19%, 文化产业保持良好发展势头。2016 年我国文化服务业增加值为 16024 亿元, 同比增长 17.50%, 远高于行业整体水平, 2017 年我国文化创意和设计服务行业营业收入同比增长 8.60%, 文化创意产业未来发展前景广阔。

图表14. 近年文化事业费支出比重有所增长

图表15. 我国文化产业增加值持续扩大

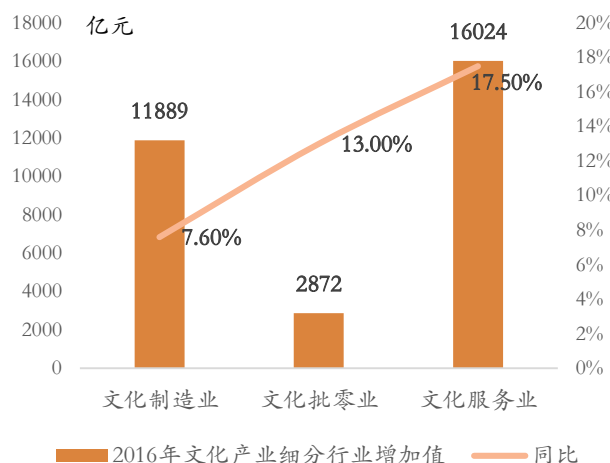


资料来源：中国文物统计年鉴、广证恒生



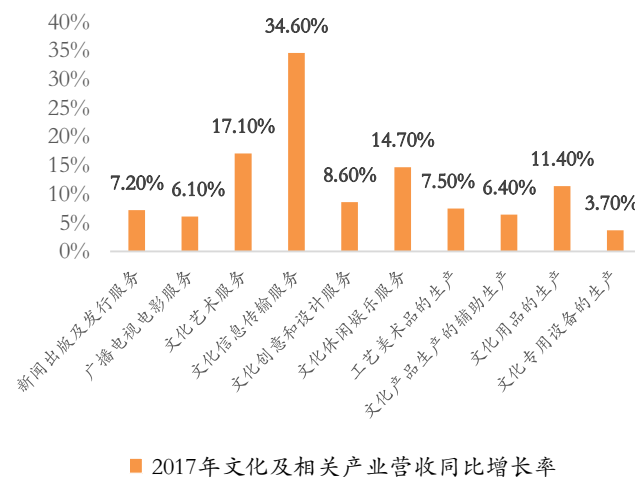
资料来源：国家统计局、广证恒生

图表16. 文化服务业增加值增速在文化行业领先



资料来源：WIND、广证恒生

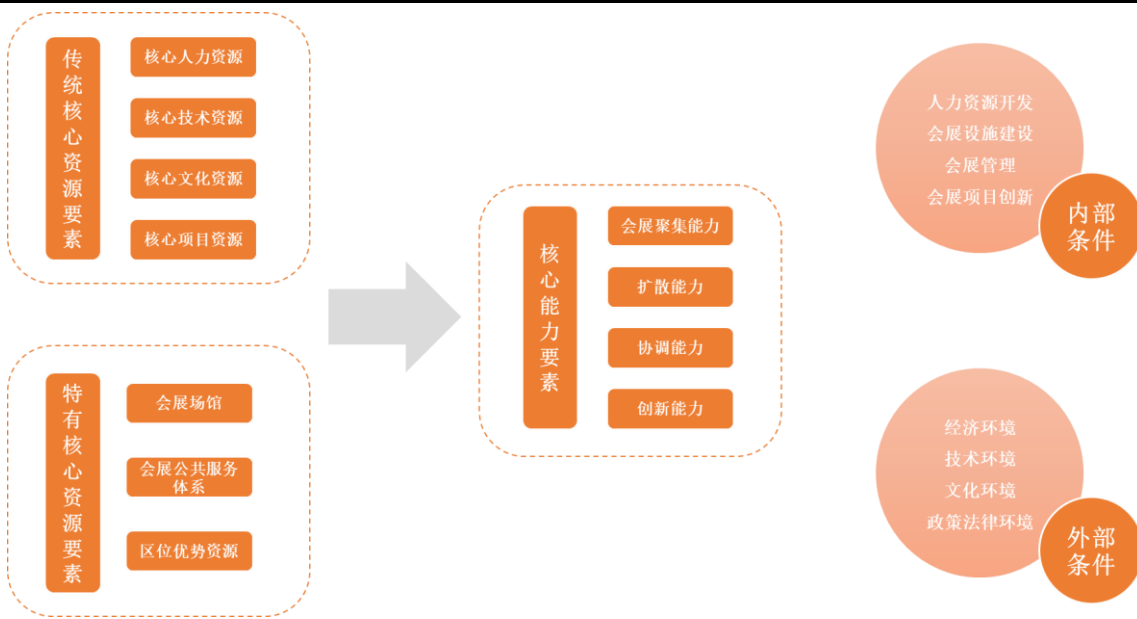
图表17. 17年文化创意和设计服务营收增8.60%



资料来源：WIND、广证恒生

会展产业核心竞争力：资源能力要素+内外部条件的共同驱动。会展产业核心竞争力的形成阶段主要包括资源整合阶段、产业联动阶段、后期跟进阶段三个部分，在这三个阶段形成过程中需要多个产业联动、厂商与观众等多个要素共同参与，同时，传统核心资源要素如核心人力资源、技术资源、文化资源、项目资源及会展产业特有核心资源要素会展场馆、会展公共服务体系、区位优势资源均发挥重要作用，在这些核心资源要素的基础上形成核心能力要素即会展聚集能力、扩散能力、协调能力、创新能力，在此过程中，内部条件和外部条件也对会展产业产生重要影响。

图表18. 资源、能力要素与内外部条件共同驱动会展产业核心竞争力



资料来源：中国知网、广证恒生

2.2 数字创意技术不断发展，世博会催化数字文化展示行业爆发

数字创意技术不断创新发展，世博会成为行业催化剂。数字文化展示行业起源于90年代初3D效果图的出现，当时主要被应用于房地产行业的建筑设计表现。90年代末随着三维动画的运用展示效果显著提高，数字文化展示应用领域更加广泛。2003年触摸屏的兴起使人机交互成为可能，2010年上海世博会后触摸屏得到更加广泛的应用。目前，随着虚拟现实技术、增强现实技术等的应用，数字文化展示行业有了新的发展动力。数字文化展示无论在内容和效果上都大大超越传统展示模式，在应用领域上也已经完全超越了传统展示的范畴。因数字图像内容制作成本相对比较高，目前主要还是应用于城市馆、博物馆、科技馆等大型场馆。作为展示的新模式，随着数字展示技术的发展和成本的降低，它将适用于更为广泛的行业和领域，展示的内容或将突破时间、空间、形态的局限，市场潜力大。

图表19. 展示行业展示技术演变



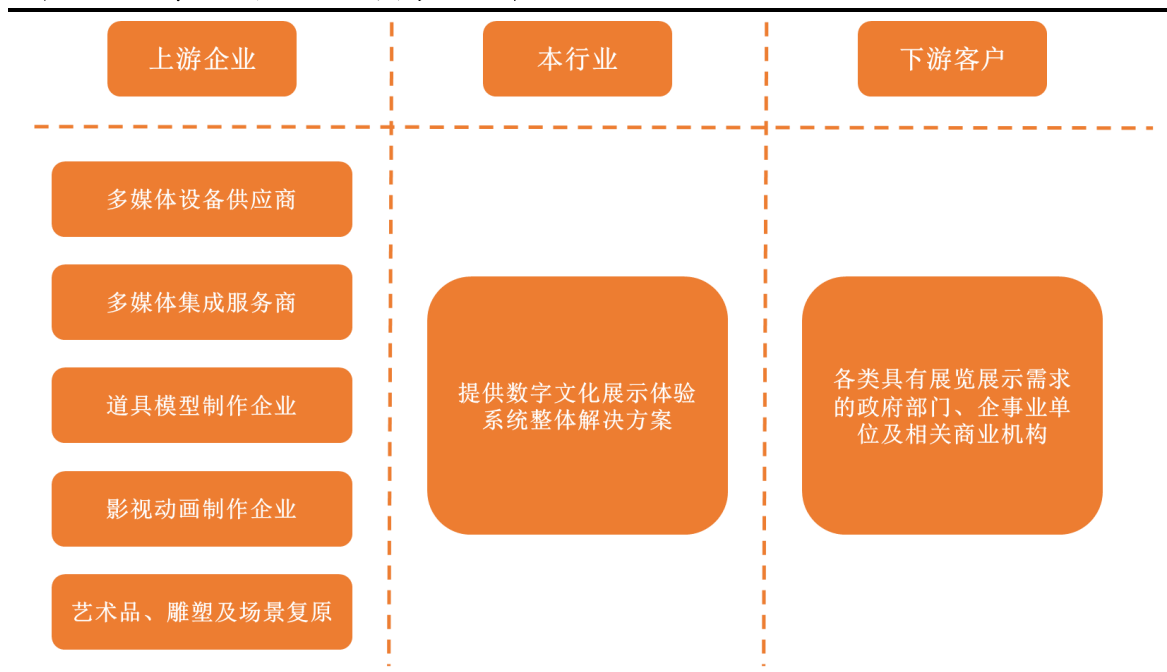
资料来源：公司招股书、广证恒生

产业链：上游硬件设备供应商竞争充分，下游G端&大B客户倾向采购综合实力强品牌好服务。上游



行业：多媒体供应商、影视动画制作企业产出丰富，市场充分竞争，为数字文化展示提供充足供应。下游行业：政府部门、企事业单位、商业机构选择投标企业时多会选择综合实力强、口碑良好的公司合作，数字文化展示领域龙头企业将率先受益，享受规模经济带来的较低营销成本。此外，随着计算机技术的发展，各企业对数字文化展示需求增长，数字文化展示企业将拥有更多种类的客户群体。

图表20. 数字文化展示上下游客户类型丰富



资料来源：公司招股书、广证恒生

数字媒体展示逐渐应用于展览行业，其实质为给定IP，通过数字创意的手段把IP呈现出来。国家《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》中，数字文化创意产业首次被纳入国家战略性新兴产业发展规划，成为与新一代信息技术、生物、高端制造、绿色低碳产业并列的五大新支柱产业之一。《规划》从创新数字文化创意技术和装备、丰富数字文化创意内容和形式、提升创新设计水平、推进相关产业融合发展4个方面明确了数字文化创意产业的整体布局和发展路径，并指出到2020年形成文化引领、技术先进、链条完整的数字创意产业发展格局，相关行业产值规模达到8万亿元，这意味着我国数字文化创意产业在未来将加速发展。在数字文化创意产业中，VR产业最具爆发潜力，到2020年全球VR市场规模将达到1200亿美元，未来年均复合增长率超过100%，2016年国内VR投资规模为49.8亿元，较上年投资规模增长128.4%，投资轮数增长196.7%。目前，数字多媒体技术已在展览行业中有所应用，但目前我国与发达国家的技术水平仍有一定差距，数字媒体创新类人才缺乏。未来我国展览行业将向多元、互动的模式转变，其中以信息技术为核心的虚拟技术、多媒体技术将成为展览展示行业的前沿核心技术，实现展览馆多功能的全方位复合，展览馆面积和数量也将持续提高。

图表21. 数字媒体展示手段多元化

数字展示手段	功能介绍	图示
穹幕投影技术	采用虚拟现实技术来制作 360 度球幕虚拟场景。其使用鱼眼投影对球面，特别是虚拟球体时产生立体沉浸效果。	
特效影片	特效影片通过影视领域的延伸和制作软件方面的各项技术，使观影者有身临其境的体验。	
数字沙盘	数字沙盘是通过声、光、电、图像、三维动画以及计算机程控技术，运用数字投影来实现，数字沙盘可以充分体现区位特点。	5 
互动技术	互动技术包括投影互动技术、视频互动技术和互动游戏。通过捕捉设备比如感应器等对参观者等进行捕捉拍摄，然后由影像分析系统分析，该动作数据结合实时影像互动系统，使参与者与屏幕之间产生紧密结合的互动效果。	
AR/VR 技术	电脑模拟产生的虚拟世界，提供使用者关于视觉、听觉、触觉等感官的模拟，让使用者如同身历其境一般。	

资料来源：公司招股书、广证恒生

2.3 数字文化展示下游市场规模详拆：天花板 1800 亿元+，规模仍在不断扩张

2.3.1 城市馆：城市化率持续提升，拥有超 500 亿市场空间。

2017 年，我国城镇化率已达到 58.52%，根据 2016 年政府工作报告，我国将在 2020 年将城镇化率提高至 60%，目前我国城镇化率水平较发达国家 80% 的平均水平仍有较大差距，我国城市化的推进将带动市民消费需求和城市基础设施建设需求的增长，城市馆作为城市的特有名片，随着城镇化率的提高有较大市场空间。2016 年，我国各省市城市规划馆已建馆占比分别达到省级行政区 87.10%、地级行政区 67.07%、县级行政区 19.00%，县级行政区未建馆比例较高，2016 年各级省市单项投资额分别为 10000/5000/2000 万元。以此单项投资额计算，预测城市规划馆未建馆的市场规模为 521.2 亿元。再次 2017/2018 年假设省级和地级行政区每年新增城市馆数量保持不变，县级行政区城市馆数量以 100% 的增速增长，则预计 2017/2018 年增加城市馆的市场规模为 45/73 亿元。

图表22. 城市规划馆建设仍有较大市场空间

序号	分类	行政区数量		已建馆个数			未建馆个数			已建馆占比	单项投资额参考（万元）
	年份	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2016	
1	省级行政区	31	31	28	27	27	3	4	4	87.10%	10000
2	地级行政区	338	334	169	190	224	169	148	110	67.07%	5000
3	县级行政区	2528	2853	436	472	542	2092	2056	2311	19.00%	2000
											5212000

资料来源：中国采招网、广证恒生

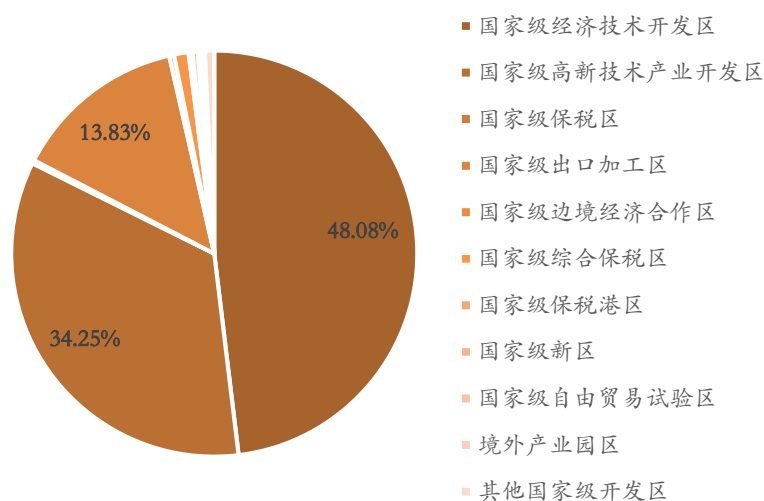
图表23. 城市规划馆年均增长规模预测可达 45 亿元

序号	分类	新增数量					单项投资额参考（万元）
	年份	2001-2014 年均	2015	2016	2017E	2018E	
1	省级行政区	2	0	0	0	0	10000
2	地级行政区	12	21	34	34	34	5000
3	县级行政区	31	36	70	140	280	2000
5	合计	48	72	137	174	314	450000/730000

资料来源：中国产业信息网、广证恒生

2.3.2 园区馆：园区种类丰富，市场规模估算超 280 亿。

截至 2018 年 3 月，我国共有国家级开发区 552 家（包括经开区 219 家、高新区 156 家、海关特别监管区 135 家、边境/跨境经济合作区 19 家、其他类型开发区 23 家）、省级开发区 1991 家，形成了多种特殊经济功能区域并存、多项政策并存、多种形态并存、多种体制机制并存的状态。园区种类的丰富使各区域政府对具备展示园区建设成果、发展规划及宣传教育等功能为一体的园区馆需求增长，园区馆市场空间巨大。假设我国国家级开发区园区馆单项投资额为 1500 万元，省级开发区单项投资额为 1000 万元，则估测我国园区馆的市场规模为 281.9 亿元。

图表24. 多种特殊经济功能区域并存


资料来源：国家统计局、广证恒生

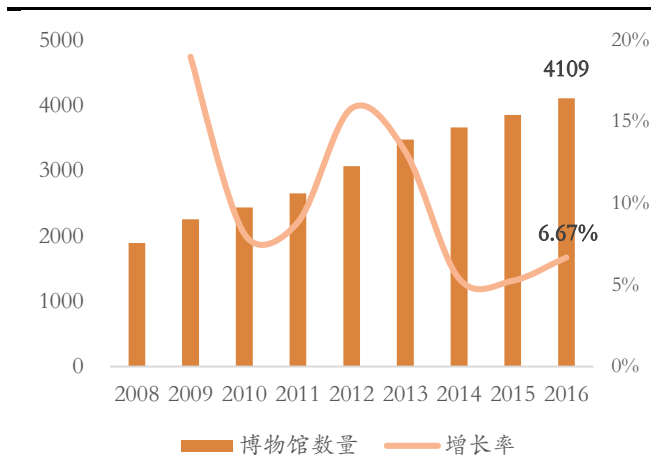
图表25. 园区馆估测拥有超 280 亿市场规模

序号	分类	数量	单项投资额参考 (万元)
1	国家级开发区	552	1500
2	省级开发区	1991	1000
			2819000

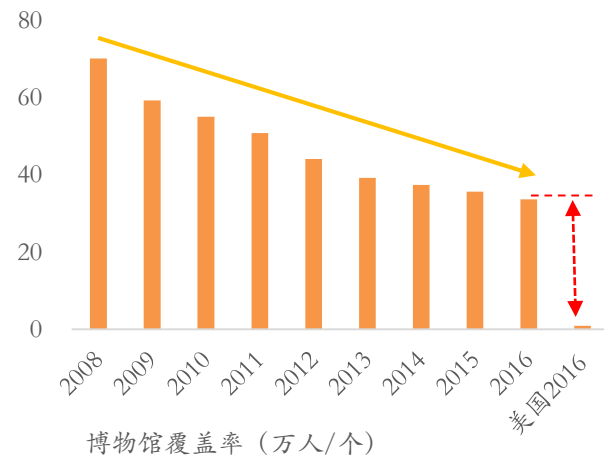
资料来源：国家统计局、广证恒生

2.3.3 博物馆：新增市场规模超过 800 亿元

我国博物馆数量逐步增长，截至 2016 年末博物馆数量达到 4109 家，增长率近 7%，博物馆覆盖率 2008 年的每 70.5 万人拥有 1 个博物馆增长至 2016 年的每 33.65 万人 1 个博物馆。由根据《博物馆事业中长期发展规划纲要（2011-2020 年）》，到 2020 年，我国博物馆公共文化服务人群覆盖率将达到 25 万人拥有 1 个博物馆，民办博物馆占全国博物馆比例将逐步达到 20%。目前我国博物馆覆盖率与美国相比仍有一定差距，据测算，2016 年美国博物馆覆盖率达到每 0.92 万人拥有 1 个博物馆，我国博物馆市场仍有较大发展空间。根据博物馆布展行业内企业估算，新建中小型博物馆展陈系统投资为 5000-6000 万元，大中型馆及以上的展陈系统投资一般在 1 亿元以上，根据国家卫生计生委《“十三五”全国计划生育发展事业规划》预测，预计到 2020 年中国人口数量达到 14.2 亿，同时根据《博物馆事业中长期发展规划纲要（2011-2020 年）》每 25 万人拥有 1 个博物馆的目标，到 2020 年博物馆数量将增加至 5720 座，则 2017-2020 年我国博物馆数量将增加 1611 座，假设新建博物馆为中小博物馆，则其 2017-2020 年新增规模为 805.5-966.6 亿元，每年新增规模可达到 201.375-241.65 亿元。

图表26. 博物馆数量逐年增长


资料来源：国家统计局、广证恒生

图表27. 我国博物馆覆盖率不断上升，同美国比仍有差距


资料来源：国家统计局、互联网资料整理、广证恒生

图表28. 博物馆 2017-2020 年预计拥有超 800 亿市场规模

2016 年覆盖率	2020 年目标覆盖率	2020 年人口数 (预测)	单项投资额 参考 (万元)	新增规模测算 (亿元)
33.65 万人/座	25 万人/座	14.2 亿	5000-6000	805.5-966.6

资料来源：《博物馆事业中长期发展规划纲要（2011-2020 年）》、广证恒生

2.3.4 科技馆：小型馆为主，西部地区发展潜力大，未来四年仍有百亿市场空间。

近年我国科技馆总量保持增长，东中部地区科技馆数量接近饱和占比有所降低，西部地区科技馆数量增长迅速，科技馆占比有所提高，且我国科技馆以小型馆为主，占科技馆总量的 80% 以上。根据《中国科普统计》数据，2016 年全国科普经费筹集额为 151.98 亿元，同比增长 7.63%，2016 年全国共有科普场馆 1893 个，同比增长 10.73%，其中科技馆 473 个，科学技术类博物馆 920 个，分别比 2015 年增加 29 个和 106 个，全国平均每 99.26 万人拥有 1 个科普场馆。根据《“十三五”国家科普和创新文化建设规划》，“十三五”期间我国科目场馆覆盖率目标为每 60 万人拥有一个科普场馆，根据《国家人口发展规划（2016—2030 年）》，我国 2020 年人口数量将增长至 14.2 亿人，则我国未来四年应新建 474 个科普场馆，根据《科技馆建设标准》，小型科技馆建设面积要求为 5000-8000 平方米，假设我国 2017-2020 年投入建设的均为小型科技馆，每平方米科技馆投资额为 1.5 万元，则估算我国新建科普场馆未来 4 年新增市场规模 355.50-568.80 亿元，年均新增市场规模为 88.88-142.20 亿元。

图表29. 科技馆 2017-2020 年预计新增超 300 亿市场规模

2016 年覆盖率	2020 年目标覆盖率	2020 年人口数 (预测)	小型科技馆面积 (平方米)	每平方米投资额 (万元)	新增规模测算 (亿元)
99.26 万人/座	60 万人/座	14.2 亿	5000-8000	1.5	355.50-568.80

资料来源：《中国科普统计》、《“十三五”国家科普和创新文化建设规划》、广证恒生

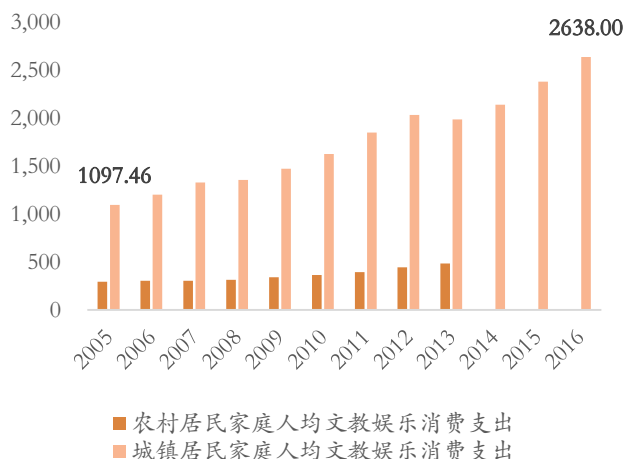
2.3.5 数字创意展示应用领域不断延伸，市场规模有望进一步扩大

企业馆、商业体验馆、旅游景区、主题展览馆潜在需求巨大，市场规模不断扩张。我国城镇居民人均文教娱乐支出由 2005 年的 1097.46 元增长至 2638 元，农村居民文教娱乐支出在 2014 年以后未被统计，但可看出呈上涨趋势，我国城乡居民文教娱乐需求的增长为具备体验形式的商业及文化展览馆提供了发展机遇，此外，随着民众生活水平的提高，我国旅游业发展速度较快，5A 级旅游景区数量逐年攀升，相应将增



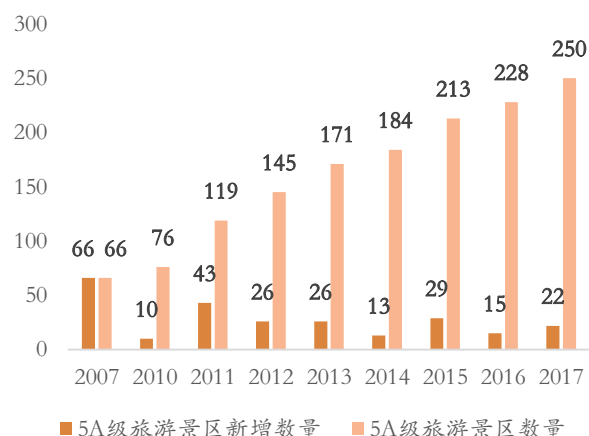
加旅游景区体验中心的需求。

图表30. 城乡居民人均文教娱乐需求增长



资料来源：公司公告、广证恒生

图表31. 5A级旅游景区数量逐年攀升



资料来源：公司公告、国家统计局、广证恒生

3.主题展馆资源丰富，竞争性+成长性彰显公司优势

3.1 主题展示馆类型多样，地域布局优势显著

跨界整合行业资源（项目总部），主题展示馆类型丰富斩获多项大奖。公司将策划创意、空间装饰、互动科技、软件开发、数字 CG、影视制作、系统集成、舞美灯光、平面设计、建筑模型等行业进行跨界整合，打造中国展览展示行业设计施工全产业链模式。截至目前，公司已打造超过 400 余座主题展示馆，包括 17 个省会馆、城市馆、博物馆、科技馆、园区馆、企业馆、纪念馆等各类型主题空间。同时，公司助力华为、中车等大型企业布局一带一路，为各行业企业进行积极的品牌推广。公司凭借强大的实力成功取得中国展览工程设计施工一级资质，作品多次被时代建筑、室内《id+c》等专业媒体竞相报道，先后获得金堂奖、筑巢奖、中国建筑学会室内设计分会年度大奖、中国室内装饰设计协会奖、艾特奖等多个奖项。

图表32. 风语筑展示馆遍布我国主要城市



资料来源：公司招股书、广证恒生



图表33. 成立以来公司作品获得诸多奖项

作品名称	荣誉名称	获取时间	授予单位
风语筑展览设计大楼	2013 现代装饰国际传媒年度办公空间	2013 年	现代装饰国际传媒奖评委会
	2013 年度金堂奖优秀办公空间	2013 年	广州国际设计周、金堂奖组委会
	上海金外滩奖创新设计奖	2014 年	金外滩奖组委会
	2014 年中国建筑装饰协会筑巢奖提名奖（银奖）	2014 年	中国建筑装饰协会
苏州高新区规划展示馆	2013 年度金堂奖优秀公共空间	2013 年	广州国际设计周、金堂奖组委会
	2014 年中国建筑装饰协会筑巢奖提名奖（银奖）	2014 年	中国建筑装饰协会
福州城市发展展示馆	2014 年度金堂奖优秀空间	2014 年	广州国际设计周、金堂奖组委会
	2014 现代装饰国际传媒年度展示空间	2014 年	现代装饰传媒集团
	2015CIDA 中国室内设计文化空间奖	2015 年	中国室内装饰协会
	2015 艾特奖入围奖	2015 年	艾特奖组委会
兰州城市规划展览馆	2015 年中国建筑学会室内设计 CIID 学会铜奖	2015 年	中国建筑学会室内设计分会
	2015CIDA 中国室内设计文化空间奖	2015 年	中国室内装饰协会
	2014-2015 年度华鼎奖展陈空间类一等奖	2015 年	中国建筑装饰协会
	2015 艾特奖入围奖	2015 年	艾特奖组委会
	2016 第八届中国照明应用设计大赛上海赛区展示空间单项一等奖	2016 年	中国建筑装饰协会
烟台经济开发区城市展示中心	2014-2015 年度华鼎奖展陈空间类二等奖	2015 年	中国建筑装饰协会
	2015 艾特奖入围奖	2015 年	艾特奖组委会
上海中心大厦观光体验厅	2016 金堂奖年度优秀展示空间设计	2016 年	广州国际设计周、金堂奖组委会
	2016 金堂奖年度最佳空间设计		

资料来源：公司公告、广证恒生

立足华东地区地域，全国范围业务延伸。公司总部位于经济发展水平较高的华东地区，客户对展览馆建设的需求高，华东地区为公司主要营收来源，2017 年华东地区业务营收金额达 6.75 亿元，占总营收的 45.01%。此外，公司在巩固华东地区业务优势的基础上，近年来也在加大对其他地区的业务布局，持续扩大公司在全国范围内的业务范围。



图表34. 公司主要业务位于华东、华中和华北地区

	2014 年度		2015 年度			2016 年度			2017 年度		
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	增长率 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	增长率 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	增长率 (%)
华东	45,994.17	57.20	48,197.42	47.31	4.79	43,167.11	35.17	-10.44	67,473.22	45.01	56.31
华中	12,662.95	15.75	20,743.58	20.36	63.81	23,373.53	19.05	12.68	21,491.23	14.34	-8.05
华北	9,820.24	12.21	12,054.97	11.83	22.76	5,668.99	4.62	-52.97	28,577.52	19.06	404.10
华南	2,050.07	2.55	3,753.78	3.68	83.10	9,144.99	7.45	143.62	12,029.43	8.02	31.54
西北	2,738.82	3.41	7,780.98	7.64	184.10	17,133.62	13.96	120.20	7,748.21	5.17	-54.78
西南	7,123.87	8.86	9,348.63	9.18	31.23	12,678.80	10.33	35.62	5,227.70	3.49	-58.77
东北	24.53	0.03	-	-	-	11,556.31	9.42	-	7,372.59	4.92	-36.20
合计	80,414.65	100	101,879.3	100	26.69	122,723.34	100	20.46	149,919.9	100	22.16

资料来源：公司公告、广证恒生

收入确认方式：待项目合同签订之后，客户一般先付合同款的 10-20%，该部分款项确认预收账款；待项目设计施工完成，开始试运营后，客户继续按合同打款，公司按合同扣除质保金确认营业收入；待质保期过后确认最后收入。

图表35. 主题馆项目收入确认方式

项目	时间节点	结算进度	会计处理
第一阶段	签订合同	支付合同价款的 10%-20%	公司确认预收账款
第二阶段	项目实施	根据合同约定的 实施进度支付相 应价款	
第三阶段	项目试运营		公司确认营业收入
第四阶段	项目验收	支付至合同价款 的 50%-80%	-
第五阶段	项目决算	支付至合同价款 的 90%-95%	公司根据决算价格与 原合同价格的差异调 整收入
第六阶段	质保期满	支付剩余 5%- 10%的合同价款	公司确认营业收入

资料来源：公司公告、广证恒生

3.2 竞争性：立足服务品质，规模优势强者恒强

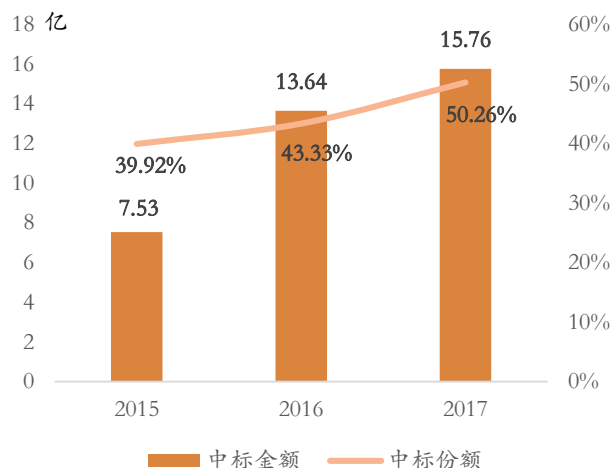
立足品质：跨界创意设计+从创意到实施的一体化全程控制运作服务优势。公司坚持以设计师负责制为原则，打造了一支拥有丰富创意设计经验、专业的数字技术知识和深刻文化底蕴的复合型人才队伍，曾被中国建筑装饰协会评为 2014 年度优秀设计师团队和 2012-2013 年度十大最具影响力设计机构。公司在多年行业实践中保持开放的创意理念积极进行创意试验，并结合项目特色开发新创意和技术应用。同时，公司已出版了三部行业专著，并将公司的跨界创意实践进行了总结。公司拥有建筑装饰工程设计专项甲级、建筑装修装饰工程专业承包一级等行业内顶级资质证书。公司采用“设计领衔、科技依托、跨界总包”的经营理念，在具体项目实施中运用一体化全程控制的运作模式为客户提供整体解决方案，为各类空间展示需求场景提供数字文化展示体验系统。公司已构建起涵盖策划、设计、实施和维护服务的完整数字文化展



示体验业务链体系。

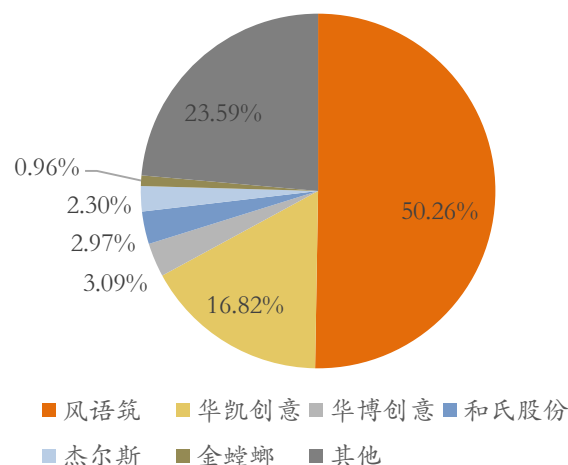
公司 2015-2017 年城市馆+园区馆订单金额与订单份额均位居行业第一。2015-2017 年，公司中标金额由 7.53 亿元增长至 15.76 亿元，中标市场份额由 39.93% 增长至 50.26%，公司龙头企业的地位与行业内的口碑及高品质的服务为其中标提供了一定的保障，已成为打造中国最多城市馆成功案例的公司之一。

图表36. 公司在城市馆和园区馆中标金额与中标份额逐年增长



资料来源：公司公告、广证恒生

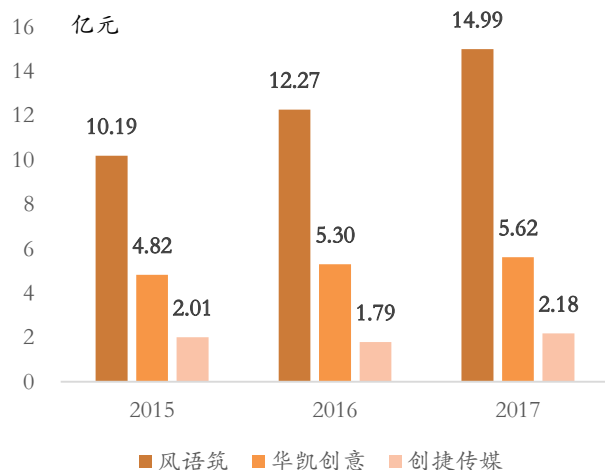
图表37. 2017 年城市馆和园区馆中标情况



资料来源：公司公告、广证恒生

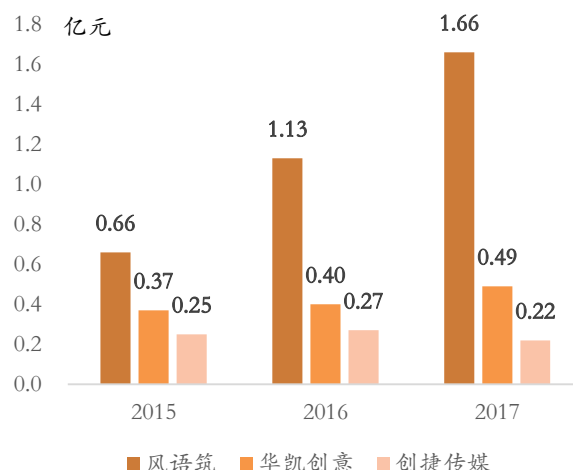
规模远超同业平均水平，期间费用率渐趋平稳。风语筑 2017 年营业收入与净利润分别为 14.99 亿元、1.66 亿元，营业收入和净利润增长率分别达到 22.17%、46.90%，远高于行业平均水平，体现了公司在行业内的龙头地位。公司毛利率有逐年提高的趋势，但公司毛利率较行业平均水平低，这主要是各公司对质保金的收入确认原则不同所致。风语筑在项目达到可交付状态时将合同总价扣除质保金后确认收入，上述质保金在公司收到相应价款时再确认收入。而华凯创意根据完工百分比法根据项目进度将合同总价分别确认为收入，创捷传媒在展馆完工并办妥竣工验收和交付手续时按合同金额确认收入。由于一般质保金约占合同总价的 5%-10%，导致公司毛利率相应比行业平均值略低。公司销售费用率、管理费用率、财务费用率均处于行业较低水平，公司销售费用率提高的原因因为经营规模持续上升导致相关差旅费、广告宣传费、业务招待费、销售人员奖金以及售后服务费等相应增加，公司管理费用率、财务费用率逐渐趋于平稳。

图表38. 可比公司营业收入对比



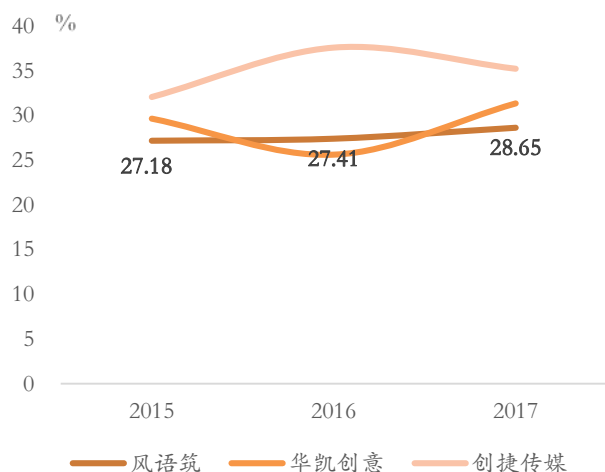
资料来源：各公司公告、广证恒生

图表39. 可比公司净利润对比



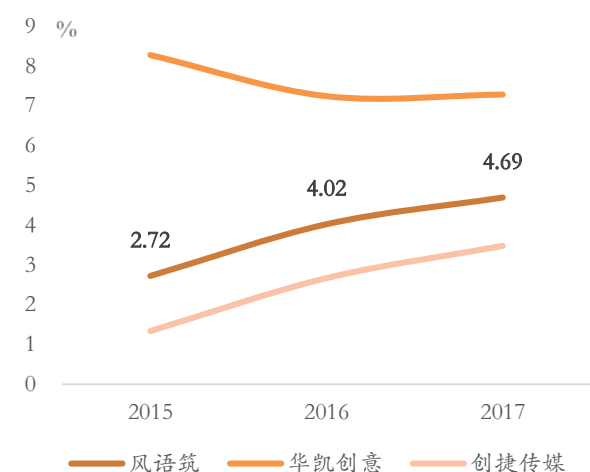
资料来源：各公司公告、广证恒生

图表40. 可比公司毛利率对比



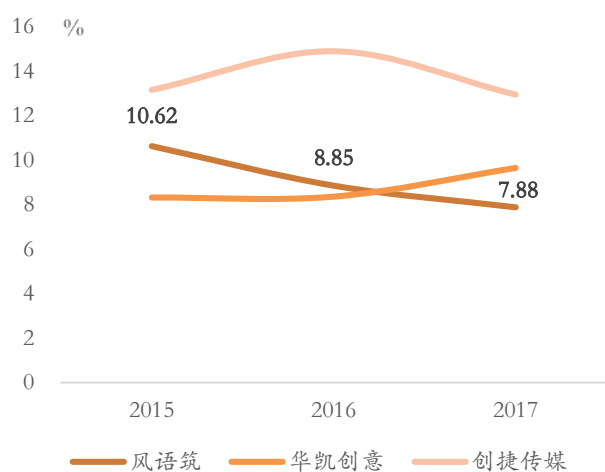
资料来源: 各公司公告、广证恒生

图表41. 可比公司销售费用率对比



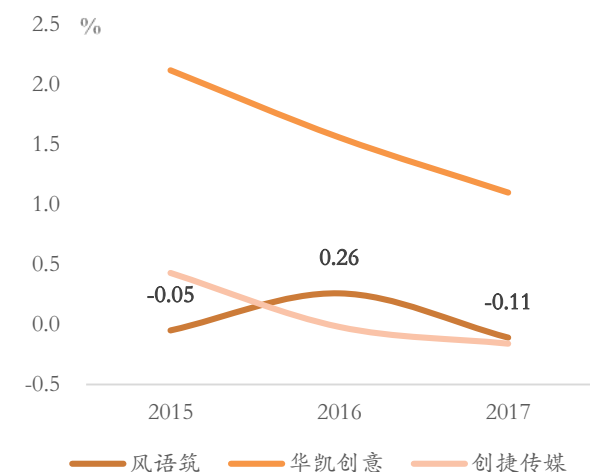
资料来源: 各公司公告、广证恒生

图表42. 可比管理费用率对比



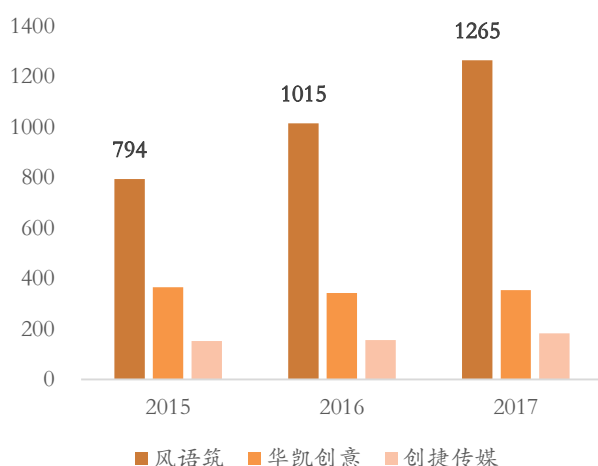
资料来源: 各公司公告、广证恒生

图表43. 可比公司财务费用率对比

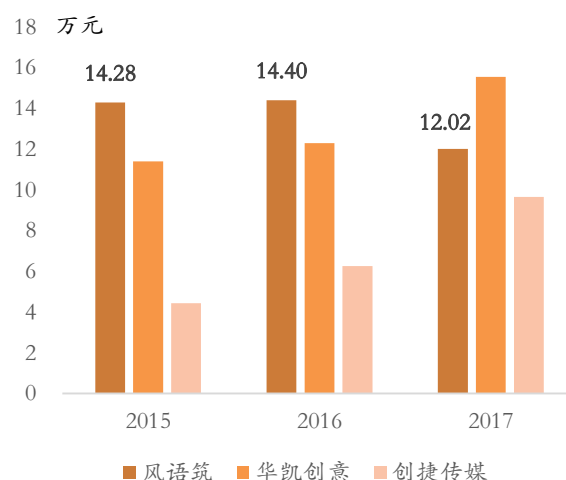


资料来源: 各公司公告、广证恒生

员工人数与人均薪酬相对较高, 员工持股平台激励充分, 锁定优质人才。风语筑员工人数与同行业公司相比有显著优势, 2017 年公司员工人数达到 1265 人, 同比增长 24.63%, 员工人数增速高于同业其他公司。2015-2016 年, 风语筑员工薪酬人均居行业可比公司首位, 2017 年有所下降, 主要是由于公司 2017 年新增部分销售售后部人员及生产人员其工资水平相对较低导致, 去掉此部分因素我们认为公司平均薪酬仍维持行业较高水平。

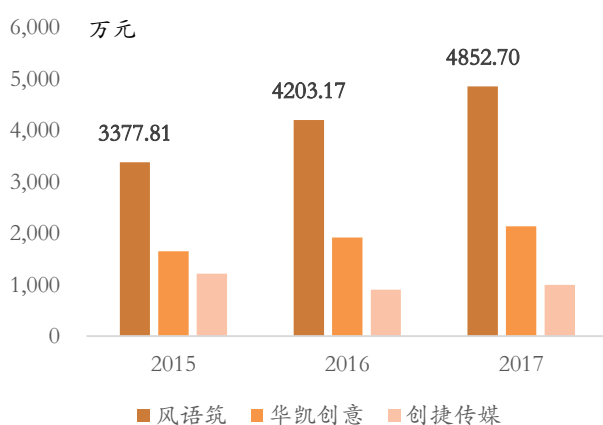
图表44. 可比公司员工人数对比


资料来源：各公司公告、广证恒生

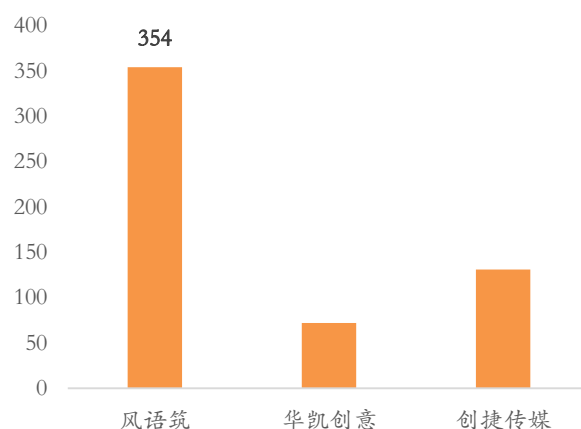
图表45. 可比公司人均薪酬对比


资料来源：各公司公告、广证恒生

风语筑重视软硬件技术开发，研发支出及技术人员数量均超同行平均水平。风语筑 2017 年研发支出为 4852.70 万元，同业华凯创意及创捷传媒研发支出均低于 3000 万元。风语筑 2017 年技术人员数量为 354 人，而华凯创意及创捷传媒技术人员均为 150 人以下。公司的研发投入为公司维持行业龙头地位和保持公司成长动力均有优势。

图表46. 风语筑研发支出高于同行


资料来源：公司公告、广证恒生

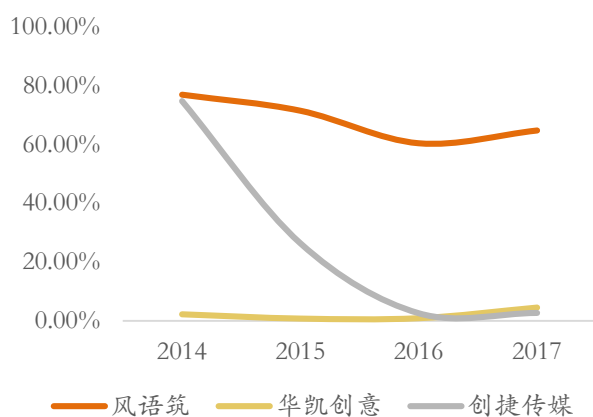
图表47. 公司技术人员数量远超同行


资料来源：公司公告、广证恒生

对上下游占款优势显著，龙头议价能力明显强者恒强。从预收款占营收占比来看，公司近几年维持在 64% 以上，远高于行业平均水平；从应收账款比例来看，整个行业均处于上升趋势，公司在今年应收账款管控能力优势逐渐显现。从预付看占营业成本来看，公司近几年维持在极位水平并远低于行业平均，凸显公司对上下游议价能力。

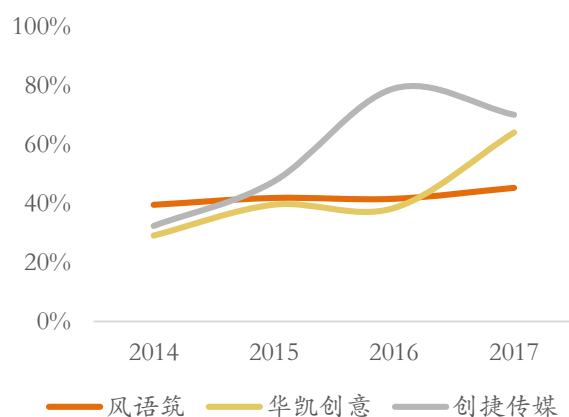


图表48. 预收账款/营业收入数据对比



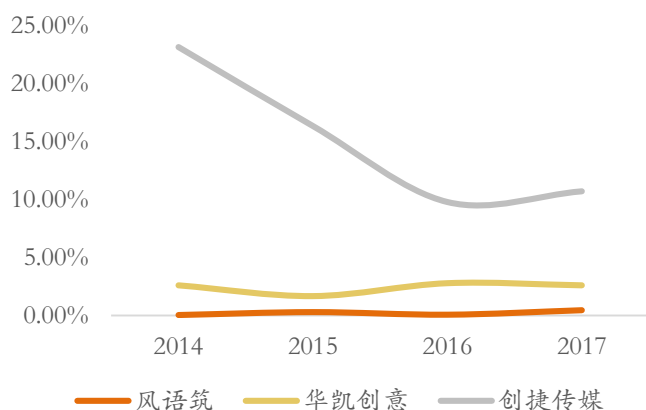
资料来源：公司公告、广证恒生

图表49. 应收账款/营业收入数据对比



资料来源：公司公告、广证恒生

图表50. 预付账款/营业成本数据对比



资料来源：公司公告、广证恒生

图表51. 前五名客户销售额

序号	客户名称	销售额 (亿元)	占年度销售总额比例(%)
1	第一名	1.39	9.25
2	第二名	1.22	8.16
3	第三名	0.72	4.77
4	第四名	0.68	4.56
5	第五名	0.59	3.92
	合计	4.60	30.66

资料来源：公司公告、广证恒生

图表52. 按预付对象归集的期末余额前五名的预付款情况

单位名称	与本公司关系	期末余额 (万元)	时间	未结算原因	占预付款项 期末余额的 比例 (%)
上海呈晨贸易有限公司	非关联方	339.74	1 年以内	尚未最终结算	71.57
深圳南利装饰公司股份公司	非关联方	62.06	1 年以内	尚未最终结算	13.07
中盛隆国际招标 (北京) 有限公司	非关联方	16.42	1 年以内	尚未最终结算	3.46
考迪迅 (上海) 建筑设计咨询有限公司	非关联方	14.15	1 年以内	尚未最终结算	2.98
上海双手建筑工程有限公司	非关联方	7.84	1 年以内	尚未最终结算	1.65
合计		440.21			92.73

资料来源: 公司公告、广证恒生

3.3 成长性: 订单爆发储备充足, 入股良晓科技布局商业展示领域

2017 年主营业务中标金额、数量、平均单价均大幅增长, 47 亿订单在手足够支撑公司 2 两年业绩成长。公司 2017 年中标金额合计 36.58 亿元, 同比增长 137.38%, 中标项目 92 个, 同比增长 29.58%, 平均中标金额为 4000 万元, 同比增长 83.19%。主营业务结构中城市展示系统和单项服务中标占比有所下降, 园区展示系统和主题空间展示系统中占比有所上升, 但四项业务中标金额绝对值均有增长。截至 2017 年 12 月 31 日, 公司拥有在手订单 47.32 亿元, 公司在手订单充足, 表明公司下游客户需求充足以及公司在行业内较强的竞争力。

图表53. 公司订单数量与金额高速增长

产品类型	2017 年		2016 年		YOY
	金额-亿元	占比%	金额-亿元	占比%	
城市展示系统	15.75	43.04	7.68	49.83	105.08%
园区展示系统	10.37	28.36	3.5	22.73	196.29%
主题空间展示系统	10.29	28.12	4.12	26.73	149.76%
单项服务	0.17	0.48	0.11	0.71	54.55%
合计中标金额	36.58	100	15.41	100	137.38%
合计中标数量	92		71		29.58%
平均中标金额	0.40		0.22		83.19%

资料来源: 公司公告、广证恒生

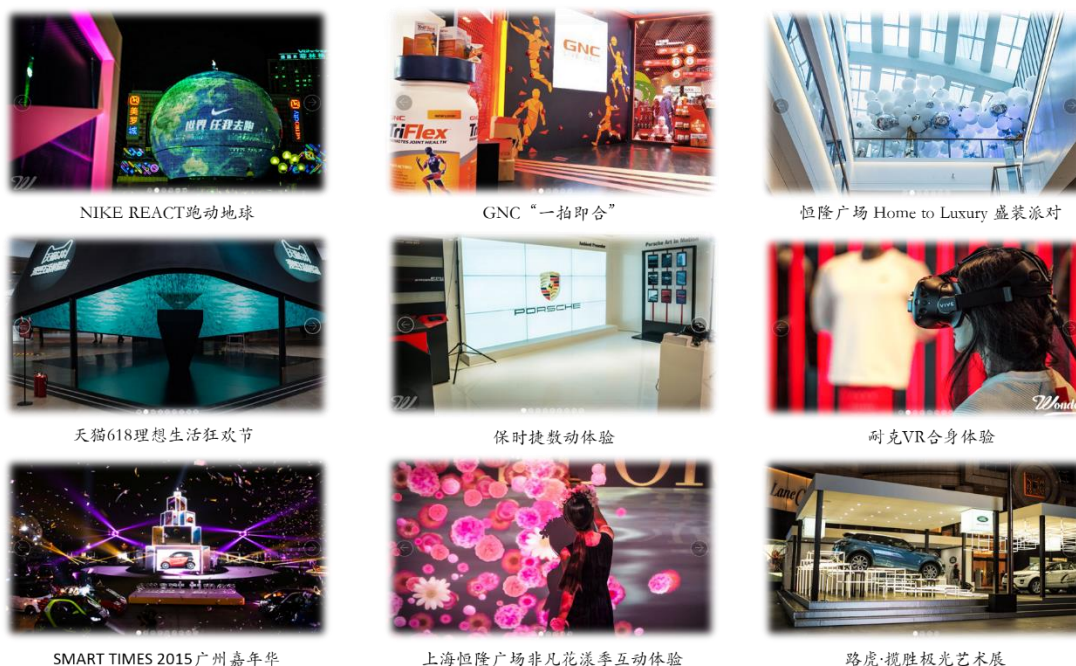
图表54. 截止 2017 年 12 月 31 日公司在手订单情况

类型	数量	金额 (亿元)
已中标未签合同订单	22	9.21
已签合同未开工订单	57	16.74
在建订单	88	21.37
合计	167	47.32

资料来源: 公司公告、广证恒生

入股良晓科技布局 B 端商业展示。公司 5 月 11 日发布公告，以自有资金 3000 万元人民币获得良晓科技 30% 的股权，良晓科技承诺 18/19/20 年净利润分别不低于 850/980/1170 万元。良晓科技主要提供 2B 端的数字艺术展示服务，其旗下的 Wonderlabs 工作室拥有一线运动品牌耐克、轻奢品牌轩尼诗、豪车品牌保时捷、时尚服装品牌优衣库等众多优质客户资源。目前，数字文化展示体验系统及多媒体互动技术在商业零售场景的应用还处在发展初期，公司本次入股良晓科技是公司在 B 端布局、切入商业展示领域和新零售领域的重要举措，有助于公司拓展业务范围增厚业绩。

图表55. 良晓科技商业展示作品



资料来源：良晓科技官网、广证恒生

2000 万元参投洪泰酷娱基金，提前锁定优质并购标的。公司目前现金流充裕，账上拥有超过 10 亿元现金，具有较强的外延布局基础。公司以 2000 万元参投洪泰酷娱基金，有利于公司充分利用该基金专业高效的团队，以及该团队在文娱行业中积累的丰富的投资、整合经验，深度挖掘大文化、泛娱乐产业链中的投资机会；有助于公司借助该基金的资金、品牌及社会资源优势，为公司的战略性拓展及延伸培育和储备优质的并购项目标的，进而进一步完善公司在科技文创领域中的产业布局；有利于公司与该基金投资的优质的科技、文创公司进行文娱技术应用的积极探索和对接，充分发掘公司优质创意设计、先进互动技术在科技创新及文化创意领域中的应用机会。

4. 风险提示

- 主题馆需求低于预期、
- 上游原材料价格大幅上涨、
- 产业政策变化、
- 应收账款大幅提升，回款压力大幅增加



盈利预测模型：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2460	2821	3602	4600	营业收入	1499	2046	2796	3766
现金	933	1063	1510	2113	营业成本	1070	1437	1932	2576
应收账款	680	880	1202	1619	营业税金及附加	14	26	31	45
其它应收款	39	37	35	37	营业费用	70	92	126	169
预付账款	5	3	4	3	管理费用	118	168	229	309
存货	700	672	686	679	财务费用	-2	-16	-22	-32
其他	103	167	164	149	资产减值损失	49	41	45	43
非流动资产	296	286	282	273	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	8	10	12
固定资产	214	198	182	167	营业利润	185	306	466	668
无形资产	25	33	34	36	营业外收入	10	9	9	9
其他	57	56	66	70	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2756	3108	3884	4873	利润总额	195	314	475	677
流动负债	1466	1708	2200	2758	所得税	29	47	70	100
短期借款	0	0	0	0	净利润	166	267	404	576
应付账款	360	330	345	338	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1105	1378	1855	2421	归属母公司净利润	166	267	404	576
非流动负债	0	-43	-85	-128	EBITDA	200	316	471	662
长期借款	0	-43	-86	-128	EPS（摊薄）	0.58	0.93	1.40	2.00
其他	0	0	0	0					
负债合计	1466	1666	2115	2630	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	144	288	288	288	成长能力				
资本公积	860	716	716	716	营业收入增长率	22.2%	36.5%	36.7%	34.7%
留存收益	287	439	766	1240	营业利润增长率	48.9%	65.0%	52.5%	43.3%
归属母公司股东权益	1290	1442	1770	2243	归属于母公司净利润增长率	47.6%	60.8%	51.3%	42.5%
负债和股东权益	2756	3108	3884	4873	获利能力				
					毛利率	28.7%	29.8%	30.9%	31.6%
现金流量表					净利率	11.1%	13.1%	14.5%	15.3%
单位:百万元					ROE	17.8%	19.6%	25.2%	28.7%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	12.0%	18.0%	22.8%	25.9%
经营活动现金流	242	269	539	709	偿债能力				
净利润	166	267	404	576	资产负债率	53.2%	53.6%	54.4%	54.0%
折旧摊销	18	18	18	18	净负债比率	0.00%	-2.23%	-3.82%	-4.75%
财务费用	-2	-16	-22	-32	流动比率	1.68	1.65	1.64	1.67
投资损失	-5	-8	-10	-12	速动比率	1.20	1.26	1.33	1.42
营运资金变动	27	-0	153	157	营运能力				
其它	37	8	-4	2	总资产周转率	0.67	0.70	0.80	0.86
投资活动现金流	100	-2	6	8	应收账款周转率	2.52	2.62	2.69	2.67
资本支出	-15	-1	-0	-0	应付账款周转率	3.24	4.16	5.72	7.55
长期投资	-1	-0	0	0					
其他	117	-1	6	8	每股指标（元）				
筹资活动现金流	497	-136	-98	-114	每股收益(最新摊薄)	0.58	0.93	1.40	2.00
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.68	0.93	1.87	2.46
长期借款	-43	-43	-43	-43	每股净资产(最新摊薄)	8.96	5.01	6.14	7.79
普通股增加	36	144	0	0	估值比率				
资本公积金增加	515	-144	0	0	P/E	24.10	29.98	19.81	13.90
其他	-11	-94	-55	-71	P/B	3.10	5.55	4.53	3.57
现金净增加额	839	130	447	602	EV/EBITDA	13.57	21.88	13.64	8.71



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。