

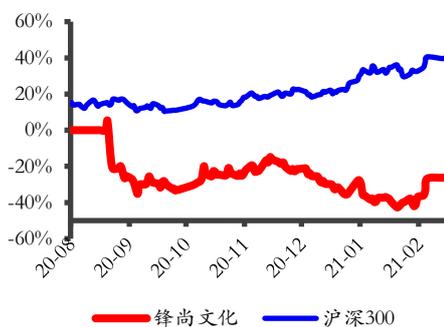


疫情影响大型文化演艺活动，文旅演艺业务逆势增长

投资评级：增持

报告日期：2021-02-23

行业指数与沪深300走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告：

《华安证券_公司深度_深度报告_锋尚文化：大型文化演艺龙头，纵横向业务扩张拓宽成长边界_2021-01-29》

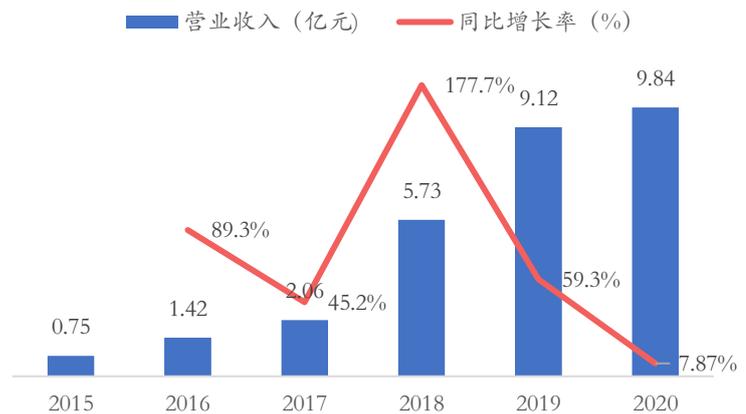
公司事件：

2021年2月22日，公司发布2020年年度报告。2020年，公司实现营业收入9.84亿元，同比增长7.87%；归母净利润2.61亿元，同比增长2.63%。

事件点评：

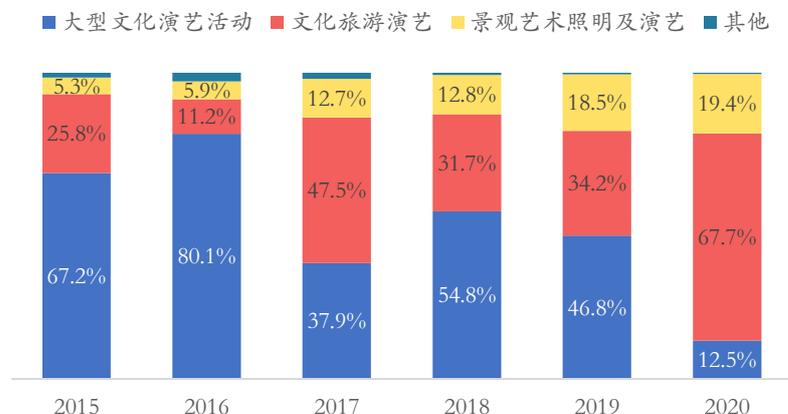
公司营业收入同比增长7.87%，增长主要来自于文化旅游演艺与景观艺术照明及演绎业务。公司2020年共实现营业收入9.84亿元，同比增长7.87%；归母净利润2.61亿元，同比增长2.63%。公司业绩增长主要来自于文化旅游演艺与景观艺术照明及演绎业务。

图表1 公司历年营业收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表2 公司历年收入构成（分业务）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

分业务来看：

1) 疫情影响下，大型文化演艺活动业务同比下降。公司 2020 年大型文化演艺活动业务实现营业收入 1.23 亿，同比下降-71.2%。受疫情影响，本应于 2020 年举办的福建晋江第 18 届世界中学生运动会开闭幕式和 2020 年迪拜世博会中国馆主题灯光展等国家级大型项目延期。因此，2020 年公司可确认收入的大型文化演艺活动项目数量及合同金额均大幅减少。虽然公司基于国家级项目经验，积极拓展商业市场，承接了《湖南卫视跨年演唱会》等商业演出项目，但由于商业项目金额相对较小，全年营业收入仍同比下降。

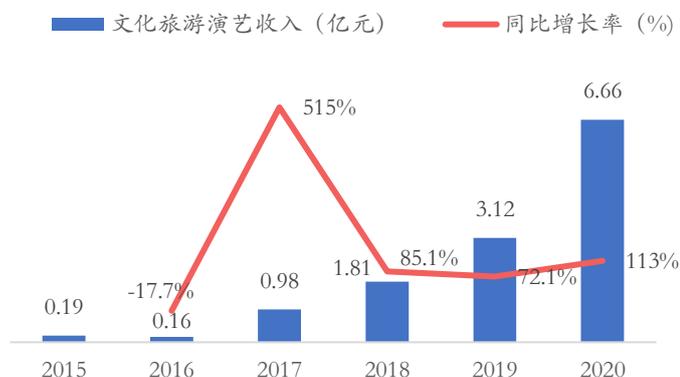
图表 3 公司大型文化演艺活动收入及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2) 文化旅游演艺业务高增 113% 成增长主力。2020 年公司文化旅游演艺业务收入 6.66 亿元，同比增长 113%，占总营收比重从 34.2% 提升至 67.7%，是公司营业收入增长的主要驱动力。一方面，报告期内多个大型项目确认收入，包括陕西汉中实景演艺《天汉传奇》、情景史诗剧《梦回巴国》和陕西西安水舞光影秀《大唐追梦》等大型文化旅游演艺项目，其合同金额均在 5000 万元以上，是营收增长的主要驱动力。另一方面，由于较多景区在疫情期间进行文旅演艺项目升级改造，公司承接的文旅演艺项目数量整体显著增长。

图表 4 公司文化旅游演艺收入及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3) 高端项目推动下,景观艺术照明及演绎业务稳定增长。2020 年公司景观艺术照明及演绎业务收入 1.91 亿元,同比增长 13.5%,占总营收比重从 18.5%提升至 19.4%。报告期内,公司完成了太原市长风商务区内河景观提升、南通市紫琅公园紫琅湖光影水秀等项目,其合同金额均接近亿元级别。高端项目大金额合同的推动下,公司景观艺术照明及演绎业务保持稳定增长。

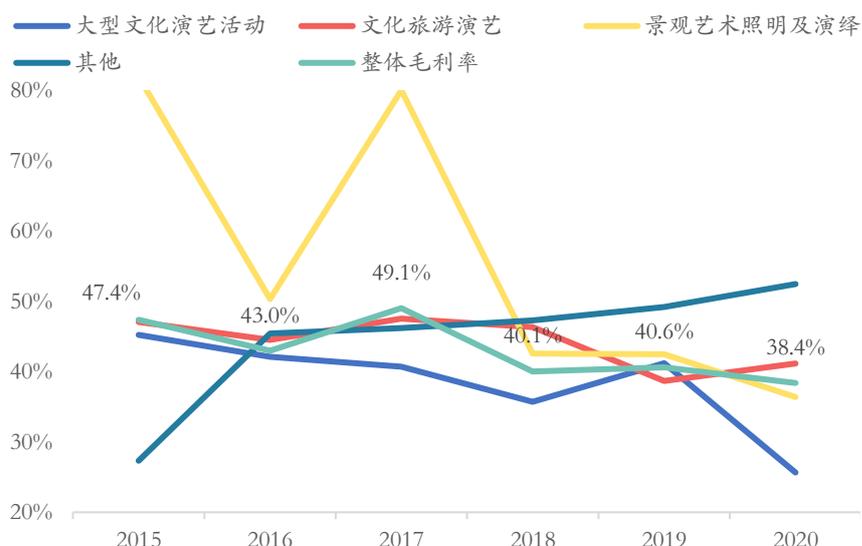
图表 5 公司景观艺术照明及演绎收入及同比增长率



资料来源:公司公告,华安证券研究所

公司毛利率同比略降,主要由收入与成本确认进度差异所致。公司 2020 年毛利率为 38.4%,同比减少 2.2 个百分点。毛利率下滑主要系大型文化演艺活动业务收入与成本确认进度差异所致。根据公司收入确认方法,公司的项目会在整体执行完成后依据合同金额一次性确认收入(不按项目流程分步确认收入)。2020 年,由于第 18 届世界中学生运动会开闭幕式等多个国家级大型文化演艺活动项目延期,公司未对其进行收入确认,而项目对应的部分成本已经确认。因此导致 2020 年公司整体毛利率偏低。

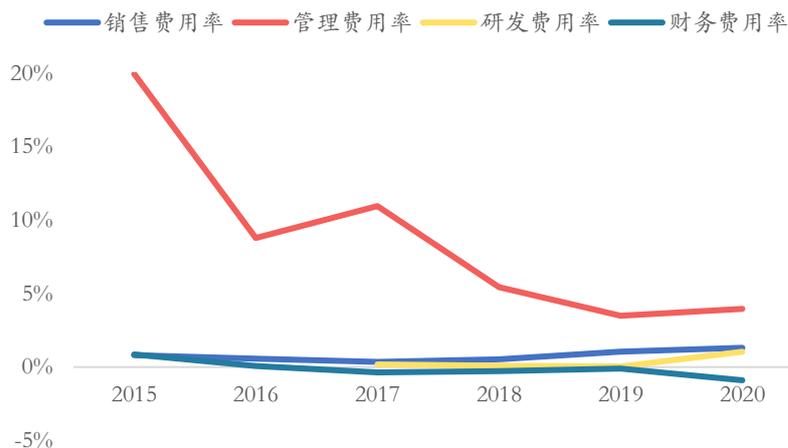
图表 6 公司历年毛利率水平



资料来源:公司公告,华安证券研究所

公司整体费用保持较低水平，其中研发投入显著增加。由于公司经营模式特性，整体费用率为 5.4%，维持在较低水平。期间费用为 0.53 亿元，同比上升 30.3%。分类来看，管理费用仍为主要构成，同比上升 22.1%，主要系团队扩张导致的职工薪酬增加所致。销售费用 0.13 亿元，同比上升 35.2%，主要系公司于 2020 年 8 月成立销售部门，在口碑效应的基础上进一步扩大市场份额。研发费用 0.10 亿元，同比大幅增长 2737%，主要系公司在疫情期间加大研发力度、增设 6 个研发项目所致，表明公司通过研发投入推动技术、服务创新的目标。

图表 7 公司历年费用率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

盈利预测

我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 15.6/20.4/26.7 亿元，同比增长 58.2%/30.8%/31.1%，归母净利润分别为 4.31/5.63/7.38 亿元，同比增长 65.3%/30.8%/31.1%。

核心假设：

1) **大型文化演艺活动业务**：受疫情影响，本应于 2020 年举办的第 18 届中学生运动会、迪拜世博会中国馆主体灯光展等大型项目延期至 2021 年。随着疫情对于项目进度的影响逐渐放缓，在建党 100 周年、北京冬奥会等重要活动的推动下，公司有望迎来项目大年。此外，在公司项目收入确认进度恢复常态后，毛利率有望修复，预计在 2021 年后保持 40% 的稳定水平。因此，我们预计公司 2021-2023 年大型文化演艺活动收入分别为 2.24/3.27/4.77 亿元，同比增速分别为 82.8%/45.9%/45.9%。同时预计 2021-2023 年大型文化演艺活动毛利率稳定在 40%。

2) **景观艺术照明及演绎业务**：在景观照明市场转型升级的趋势下，公司作为高端市场的先行者，有望受益于行业集中度提升。2021 年后，在大型项目数量和单一合同金额同步增长的推动下，预计营收将保持稳定增长。此外，由于公司已完成从小型项目前期策划到大型项目全流程制作服务的战略调整，毛利率预计将保持在稳定水平。因此，我们预计公司 2021-2023 年景观

艺术照明及演绎收入分别为 2.63/3.50/4.65 亿元，同比增速分别为 -37.8%/33.0%/33.0%。同时预计 2021-2023 年景观照明及演绎毛利率稳定在 40%。

3) 文化旅游演艺业务：上游制作业务：2021 年起，随着旅游业复苏，景区投资有望增加，带动公司文化旅游演艺业务稳健增长。同时毛利率预计保持在稳定水平。**下游运营业务：**2020 年，公司参与成立郑州黄河颂演艺公司，进军文化旅游演艺 to C 市场，预计于 2021 年 6-7 月正式启动“黄河颂”项目。基于优质旅游资源及文创优势，公司有望在文化旅游演艺领域打造优质品牌，到 2022 年市占率预计可达 3%。2021-2023 年，公司文旅运营项目预计处于运作前期，在轻资产模式下，其营收主要来自于一揽子服务费，毛利率预计保持在 40%。因此，我们预计公司 2021-2023 年文化旅游演艺收入分别为 10.6/13.5/17.2 亿元，同比增速分别为 59.9%/27.2%/27.2%。同时预计 2021-2023 年文化旅游演艺毛利率稳定在 40%。

投资建议：

公司是国内大型文化演艺行业龙头，传统优势业务以大型文化演艺活动为主，纵向业务拓展实现全流程覆盖后，营收稳定增长且确定性较强。通过横向拓展业务广度，公司布局高端景观照明及文化旅游演艺市场。未来有望凭借创意设计能力及优质客户资源，建立高端景观照明市场先发优势，同时持续发力文化旅游演艺 to C 业务，扩宽公司未来的成长边界。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 15.6/20.4/26.7 亿元，同比增长 58.2%/30.8%/31.1%，归母净利润分别为 4.31/5.63/7.38 亿元，同比增长 65.3%/30.8%/31.1%。对应 PE 分别为 22.73X/17.38X/13.26X。维持“增持”评级。

风险提示：

1) 国内疫情反复的风险；2) 国家重大项目执行风险；3) 高端创意人才不足的风险。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	984	1557	2036	2670
收入同比 (%)	7.9%	58.2%	30.8%	31.1%
归属母公司净利润	261	431	563	738
归母净利润同比 (%)	2.6%	65.3%	30.8%	31.1%
毛利率 (%)	38.4%	40.0%	40.0%	40.0%
ROE (%)	8.2%	12.0%	13.6%	15.1%
每股收益 (元)	3.61	5.97	7.81	10.24
P/E	36.16	22.73	17.38	13.26
P/B	2.98	2.72	2.35	2.00
EV/EBITDA	26.26	16.43	11.89	8.32

资料来源：Wind，华安证券研究所（Wind 数据截至 2021/02/23 收盘）

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3464	4359	5080	6085
现金	816	1350	1818	2488
应收账款	364	421	585	789
其他应收款	6	4	7	10
预付账款	10	17	21	28
存货	76	378	442	539
其他流动资产	2193	2187	2207	2231
非流动资产	99	112	125	136
长期投资	4	4	4	4
固定资产	41	54	65	73
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	54	54	56	58
资产总计	3563	4471	5205	6221
流动负债	393	870	1041	1319
短期借款	0	0	0	0
应付账款	145	227	297	389
其他流动负债	248	642	744	930
非流动负债	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	401	878	1049	1327
少数股东权益	0	0	0	0
股本	72	72	72	72
资本公积	2374	2374	2374	2374
留存收益	716	1147	1710	2448
归属母公司股东权益	3162	3593	4156	4894
负债和股东权益	3563	4471	5205	6221

现金流量表

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	63	507	426	608
净利润	261	431	563	738
折旧摊销	15	-7	-11	-15
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-20	-32	-42	-55
营运资金变动	-182	117	-82	-57
其他经营现金流	432	313	644	794
投资活动现金流	-2108	28	42	62
资本支出	-5	-5	-1	6
长期投资	-2124	0	0	0
其他投资现金流	20	32	42	55
筹资活动现金流	2278	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	18	0	0	0
资本公积增加	2254	0	0	0
其他筹资现金流	5	0	0	0
现金净增加额	248	535	468	670

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	984	1557	2036	2670
营业成本	606	933	1221	1601
营业税金及附加	3	4	6	7
销售费用	13	20	27	35
管理费用	39	61	80	105
财务费用	-9	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资净收益	20	32	42	55
营业利润	338	569	744	975
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	344	569	744	975
所得税	84	138	181	237
净利润	261	431	563	738
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	261	431	563	738
EBITDA	328	513	670	877
EPS (元)	3.61	5.97	7.81	10.24

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	7.9%	58.2%	30.8%	31.1%
营业利润	-1.6%	68.2%	30.8%	31.1%
归属于母公司净利润	2.6%	65.3%	30.8%	31.1%
获利能力				
毛利率 (%)	38.4%	40.0%	40.0%	40.0%
净利率 (%)	26.5%	27.7%	27.7%	27.6%
ROE (%)	8.2%	12.0%	13.6%	15.1%
ROIC (%)	7.5%	11.0%	12.4%	13.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.3%	19.6%	20.2%	21.3%
净负债比率 (%)	12.7%	24.4%	25.2%	27.1%
流动比率	8.82	5.01	4.88	4.61
速动比率	8.49	4.52	4.39	4.13
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.35	0.39	0.43
应收账款周转率	2.70	3.69	3.48	3.38
应付账款周转率	4.17	4.10	4.11	4.12
每股指标 (元)				
每股收益	3.61	5.97	7.81	10.24
每股经营现金流薄)	0.87	7.03	5.91	8.44
每股净资产	43.87	49.85	57.66	67.90
估值比率				
P/E	36.16	22.73	17.38	13.26
P/B	2.98	2.72	2.35	2.00
EV/EBITDA	26.26	16.43	11.89	8.32

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

姚天航，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020年加入华安证券研究所。

郑磊，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。