

文化演艺品牌优势突出，探索多元业务类型

——锋尚文化(300860)公司首次覆盖报告

报告要点：

● 立足创意设计，打造全产业链整体服务商

公司是国内文化创意产业龙头，业务涵盖大型文化演艺、文化旅游演艺、景观艺术照明、游戏与虚拟泛娱乐业务创意、设计及制作服务。参与过北京奥运会开闭幕式、韩国平昌冬奥会“北京 8 分钟”、G20 杭州峰会音乐会《最忆是杭州》以及多年央视春晚等国家级项目制作。在业内形成良好品牌效应，积累丰富的重大项目经验和优质客户资源，为后续市场开发、业务拓展提供强有力的竞争优势。

● 项目经验丰富造就品牌优势，积极拓展商业演出市场

以国家级项目丰富经验为背书，2022 年除了承办杭州第 19 届亚运会、北京 2022 年冬奥会和冬残奥会等大型国家级项目之外，公司进一步打开下沉市场，积极拓展面向头部电商平台、头部卫视跨年活动等商业演出市场，打造出可复制、可移植的品牌产品，增强客户来源的多元化，提高业务稳定性。

● 发挥跨界联动与资源整合优势，旅游演艺业务向 To C 端延伸

依托大型活动项目经验以及核心创意能力，公司积极拓展文化旅游演艺业务。文旅业务主要客户为 B 端的旅游景区，验收周期相对较长。为拓宽业务范围，稳定项目收益缩短回收期，公司于 20 年 7 月开始探索 C 端业务，成立合资公司打造上海天时、西安机空间项目。

● 加码虚拟演艺业务，探索数字化舞美

2021 年 2 月，公司成立子公司锋尚互娱，布局虚拟演艺生态。目前主要包括虚拟演艺云平台、虚拟艺人的制作和运营、虚拟演出规则以及虚拟现实体验馆四块业务。通过对虚幻引擎、实时渲染技术等技术布局，完成数字化内容和场景搭建，奠定虚拟演出制作的先发优势，有望后续带来业务增量。

● 投资建议与盈利预测

公司以创意设计为核心，利用丰富项目经验作为背书建立品牌优势，整合上下游资源，打造全产业链整体服务商。文化演艺业务方面进一步打开下沉市场，积极拓展商业演出市场。文旅演艺业务积极探索 To C 端业务，提高业务稳定性。随着疫情影响逐步减弱，公司在手项目订单逐渐恢复。我们预计公司 2021-2023 实现归母净利润 0.99/3.17/4.07 亿元，EPS0.73/2.31/2.97 元/股，对应 PE87x/27x/21x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

疫情反复风险、国家重大项目执行风险、高端创意人才不足、核心人员流失风险等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	912.13	983.90	474.45	1164.17	1501.82
收入同比(%)	59.26	7.87	-51.78	145.37	29.00
归母净利润(百万元)	253.83	260.50	99.30	316.70	406.85
归母净利润同比(%)	86.59	2.63	-61.88	218.94	28.47
ROE(%)	40.33	8.24	3.11	9.03	10.40
每股收益(元)	1.85	1.90	0.73	2.31	2.97
市盈率(P/E)	34.08	33.21	87.12	27.31	21.26

资料来源：Wind, 国元证券研究所

增持|首次推荐

基本数据

52 周最高/最低价(元): 149.9 / 38.25

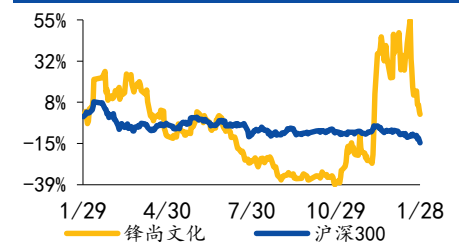
A 股流通股(百万股): 41.94

A 股总股本(百万股): 137.26

流通市值(百万元): 2649.39

总市值(百万元): 8670.85

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐

执业证书编号 S0020519080002

电话 021-51097188-2174

邮箱 lulu@gyzq.com.cn

目 录

1.公司简介：立足创意设计，打造全产业链整体服务商	4
2.财务分析：营收稳步增长，在手订单逐步恢复	7
3.行业分析：消费升级需求推动文化创意产业快速发展	12
3.1 文艺演出：文化服务需求提升，品牌企业头部效应显著	12
3.2 文化旅游演艺：居民需求逐渐转向深度游，主题公园形式占比上升	13
3.3 景观照明：市场规模达千亿，城镇化率提高推动行业增长	15
4.公司分析：品牌优势突出，探索多元业务类型	17
4.1 项目经验丰富造就品牌优势，积极拓展商业演出市场	17
4.2 发挥跨界联动与资源整合优势，旅游演艺业务向 To C 端延伸	20
4.3 加码虚拟演艺业务，探索数字化舞美	21
5.盈利预测与投资建议	22
6.风险提示	23

图表目录

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：公司核心技术形成的营业收入及占比	6
图 4：2016-2021Q3 公司营业收入及增速	7
图 5：2016-2021Q3 公司归母净利润及增速	7
图 6：2016-2021H1 公司营业收入结构	8
图 7：公司营业成本构成（按类别）	8
图 8：公司营业成本构成（按业务）	8
图 9：公司毛利率与净利率情况	9
图 10：公司按业务类型分类的毛利率	9
图 11：公司费用率水平	10
图 12：公司应收账款及占营业收入比重	10
图 13：公司经营活动现金流情况	11
图 14：我国文化及相关产业增加值及占 GDP 比重	12
图 15：我国文化及相关产业增加值构成情况	12
图 16：我国艺术表演团体演出场次	12
图 17：我国艺术表演团体演出收入	12
图 18：全国艺术表演团体国内演出观众人次	13
图 19：国内旅游人数及旅游收入	14
图 20：中国旅游演艺票房收入情况	14
图 21：中国旅游演艺剧目数量情况	14
图 22：中国旅游演艺细分结构（按票房收入）	15
图 23：我国城镇人口及城镇化率	15
图 24：我国公园个数及面积	15

图 25: 我国景观照明市场规模	16
图 26: 公司按招投标和直接委托方式的项目收入 (亿元)	18
图 27: 公司各应用领域项目数量 (个)	18
图 28: 2020-2021 年湖南卫视跨年演唱会舞台	19
图 29: 2021 年京东 618“沸腾之夜”	19
图 30: 汉文化水上实景演艺《天汉传奇》	20
图 31: 陕西西安水舞光影秀《大唐追梦》	20
图 32: 与上海中心合作天时项目	21
图 33: 西安大唐不夜城入驻“机空间”项目	21
图 34: 锋尚互娱制作首个冬季冰雪运动 IP 虚拟音乐会	21
表 1: 公司主要高管	5
表 2: 核心技术人员的专业技术资质	6
表 3: 股权激励业绩考核目标	6
表 4: 承接重要项目一览	17
表 5: 2022 年各地部分重要体育赛事	19
表 6: 公司在手订单情况 (截止 2021.6.30)	20
表 7: 公司收入拆分表	22
表 8: 可比公司估值情况	23

1. 公司简介：立足创意设计，打造全产业链整体服务商

锋尚文化以创意设计为核心，提供全流程文艺创意服务。公司从2002年成立之初的舞台灯光设计服务不断延伸服务链条，逐步形成了特色鲜明的各类业务跨界联动发展的局面，业务范围涵盖大型文化演艺、文化旅游演艺、景观艺术照明、游戏与虚拟泛娱乐等多个领域的创意、设计及制作服务。公司凭借优秀的创意设计能力、丰富的重大项目经验、良好的市场声誉、强大的品牌影响力和全流程服务的经营模式，在保持高效执行力的同时不断从艺术上进行更深地探索和研究，逐步发展成为行业领先企业之一。

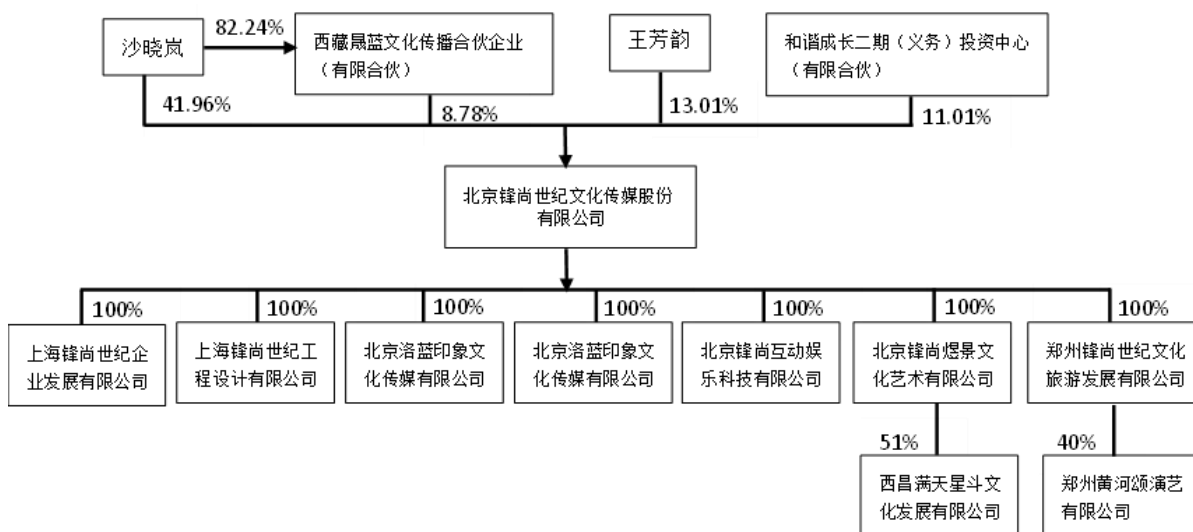
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、国元证券研究所

公司股权结构集中，实际控制人合计持股 **62.19%**。公司控股股东为创始人沙晓岚先生，直接持有 41.96% 的股份，通过员工持股平台西藏晟蓝间接持有公司 7.22% 股份，合计持有 49.18% 股份。王芳韵为沙晓岚妻子，直接持有公司 13.01% 股份。共计持有公司 62.19% 股份，是公司实际控制人，股权较为集中。第二大股东是 IDG 资本管理的基金“和谐成长二期”，持股 11.01%；员工持股平台西藏晟蓝持股 8.78%。

图 2：公司股权结构（截止 2021 年三季报）



资料来源：公司公告、国元证券研究所

核心骨干项目经验丰富，管理层业界背景资深。公司核心创意团队的丰富经验，以及管理团队深厚的专业背景，是公司保持市场竞争力的重要优势。公司所处文化创意行业是典型的知识密集型行业，核心的创意团队拥有高水平、专业化、创意设计能力突出的设计团队和经验丰富、技术精湛的制作团队。公司高管具有多年的行业专业背景和丰富的企业管理经验，对于行业发展水平和趋势有着深刻理解。

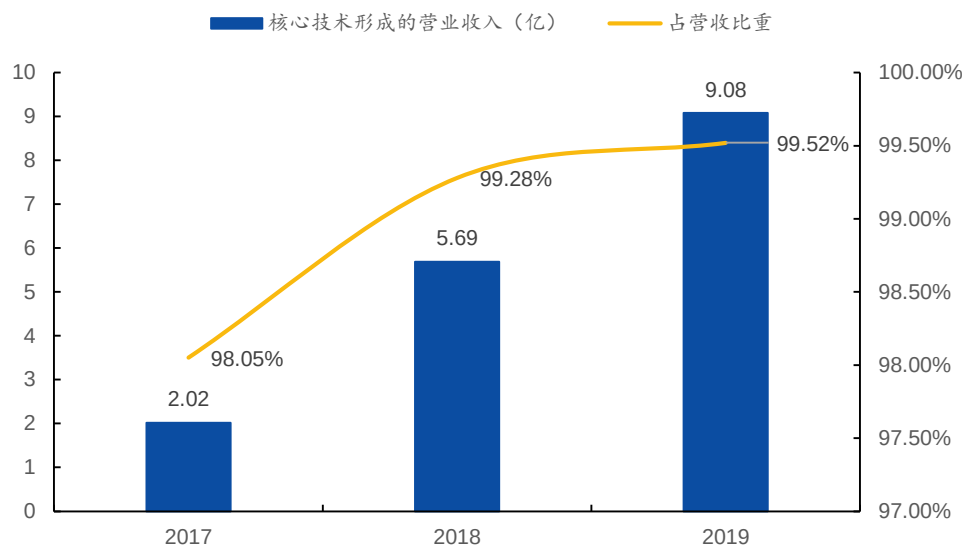
表 1：公司主要高管

高管	公司职务	履历
沙晓岚	董事长、总经理	历任中国人民解放军总政歌舞团灯光设计师，中国东方演艺集团有限公司一级舞美设计；现任文化传媒股份有限公司董事长、总经理。
于福申	董事、副总经理	历任北京歌剧舞剧院舞台灯光设计师；现任文化传媒股份有限公司董事、副总经理。
付肸	副总经理	历任二十一世纪不动产中国特许服务部总监，北京我爱我家房地产经纪有限公司特许加盟部总监，北京派格环球影视文化发展有限公司运营部总监，北京洋话连篇语言培训中心特许加盟部总监；现任文化传媒股份有限公司副总经理。
吴艳	副总经理	国家级大型活动资深制作人、导演，拥有多年国家级大型活动、展览展示活动创意策划、组织实施和管理经验。历任 2016 年 G20 杭州峰会文艺演出《最忆是杭州》核心主创，2018 年上海合作组织青岛峰会灯光焰火艺术表演《有朋自远方来》总统筹，2019 年庆祝中华人民共和国成立 70 周年电影音乐会《最好的时代》总导演；现任杭州 2022 年第 19 届亚运会开幕式制作人，第 4 届亚残运会开幕式总制作人，文化传媒股份有限公司副总经理。
李斌	副总经理	历任文化传媒股份有限公司舞美设计师、设计部总监；现任北京锋尚互动娱乐科技有限公司总经理，文化传媒股份有限公司副总经理。
杨学红	副总经理	国家一级人力资源师，历任北京派格泛在文化传媒有限公司副总经理，北京中联合超高清协同中心有限公司副总经理；现任文化传媒股份有限公司副总经理。
王雪晨	副总经理	历任北京王彦智照明设计有限公司照明设计师，北京良业照明技术有限公司照明工程师，东芝照明(北京)有限公司照明产品设计师，栋梁国际照明设计(北京)中心有限公司照明设计总监；现任文化传媒股份有限公司副总经理。
郑俊杰	副总经理	历任日本 TEICHIKUMEDIA GROUP 亚洲事业部亚洲首席监制，中巨嘉演国际文化传播(北京)有限公司投资人，真嵘洗平(北京)文化艺术中心投资人；现任文化传媒股份有限公司副总经理。
李勇	董事会秘书、财务总监	历任天健会计师事务所(特殊普通合伙)高级审计员，河南宝视达眼镜(连锁)有限公司财务总监，北京仁歌科技股份有限公司财务总监；现任文化传媒股份有限公司董事会秘书、财务总监。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

立足创意设计，以“人”为核心，创意人才构建竞争力。公司核心技术人员共 8 人，占公司员工总数的 3.23%，包括沙晓岚、于福申、马洁波、王雪晨、郑俊杰、罗璇、王邢磊、李永亮。截至 2020 年 12 月 31 日，参与公司研发工作的人员达到 237 人，占公司员工总数的 87.45%。

图 3：公司核心技术形成的营业收入及占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 2：核心技术人员的专业技术资质

姓名	加入年份	专业技术资质
沙晓岚	2002	一级舞美设计、一级/高级照明设计师
于福申	2002	高级舞美总监、高级舞台灯光师、一级舞台美术设计、一级项目经理
马洁波	2002	高级舞美总监、高级舞台灯光师、一级项目经理
李永亮	2008	舞台灯光师、专业灯光技术人员
王雪晨	2011	高级舞台灯光师、一级项目经理、专业灯光项目经理、专业灯光技术人员
郑俊杰	2016	一级项目经理、专业音响项目经理、专业音响技术人员
罗璇	2017	舞美总监、舞台灯光师、一级舞美灯光师、二级项目经理、专业灯光项目经理
王邢磊	2017	专业灯光项目经理、专业灯光技术人员

资料来源：公司公告，国元证券研究所

完善激励机制，绑定核心技术人才。公司在 2021 年 10 月 23 日发布股权激励，激励对象主要包括高级管理人员（6 名）和核心技术人员（75 名）共 81 人，拟授予权益总计不超过 220 万股，约占公司股本总额的 1.61%，授予价格为 26.63 元/股。业绩考核目标为 2022-2024 年公司净利润分别不低于 3/4/5 亿元，彰显长期业绩信心。

表 3：股权激励业绩考核目标

解除限售期	对应考核年度	年度净利润绝对值	
		目标值	触发值
第一个解除限售期	2022	3.00 亿	2.40 亿
第二个解除限售期	2023	4.00 亿	3.20 亿
第三个解除限售期	2024	5.00 亿	4.00 亿

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 财务分析：营收稳步增长，在手订单逐步恢复

公司营业收入持续增长，21 年受疫情影响营收增速放缓，在手订单数随疫情影响减弱逐步恢复。2016-2020 年，公司营业收入由 1.42 亿元增长到 2020 年 9.83 亿元，年复合增速达 62.23%。2021 年前三季度，实现 3.15 亿元营业收入，同比下降 61.96%，主要由于公司在项目结束后一次性进行收入确认，而项目周期平均在 12-18 个月左右，因为 2020 年疫情影响到企业接订单，进而影响 2021 年的收入确认。随着疫情影响逐步减弱，公司在手项目订单逐渐恢复。截止 2021 年 6 月 30 日，公司在手订单总计 9.29 亿元，多数将在 22 年逐步完成确认，为公司后续业绩增长提供保障。

营收快速增长推动归母净利润同步提升。归母净利润从 2016 年的 3504 万元增加至 2020 年的 2.6 亿元，年复合增速达 65.13%。2021 年前三季度，公司归母净利润 9931 万元，同比下降 51.29%。公司作为高端演艺行业龙头，主要面向的演艺市场和旅游市场虽受疫情短期冲击，但公司前期在手项目仍正常进行，而且随着疫情进一步好转，下游产业需求也有望逐步恢复，后续项目的签订也将慢慢步入正轨，未来长期成长空间可期。

图 4：2016-2021Q3 公司营业收入及增速

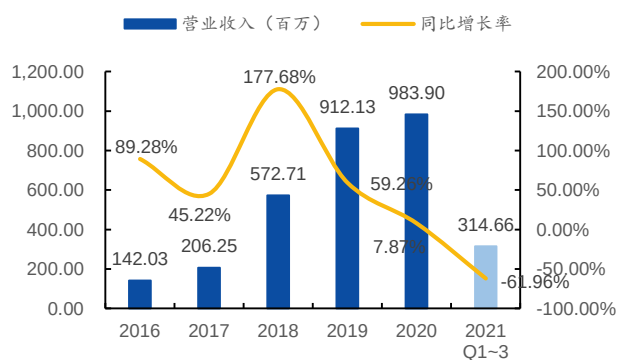
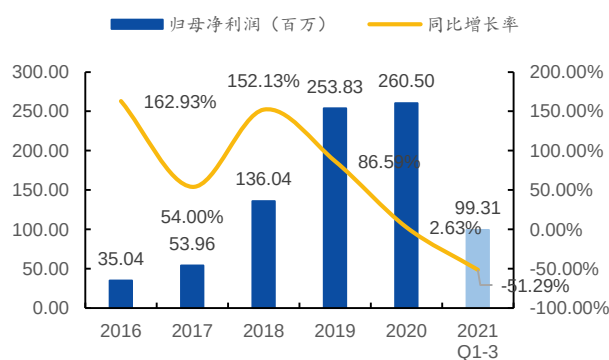


图 5：2016-2021Q3 公司归母净利润及增速

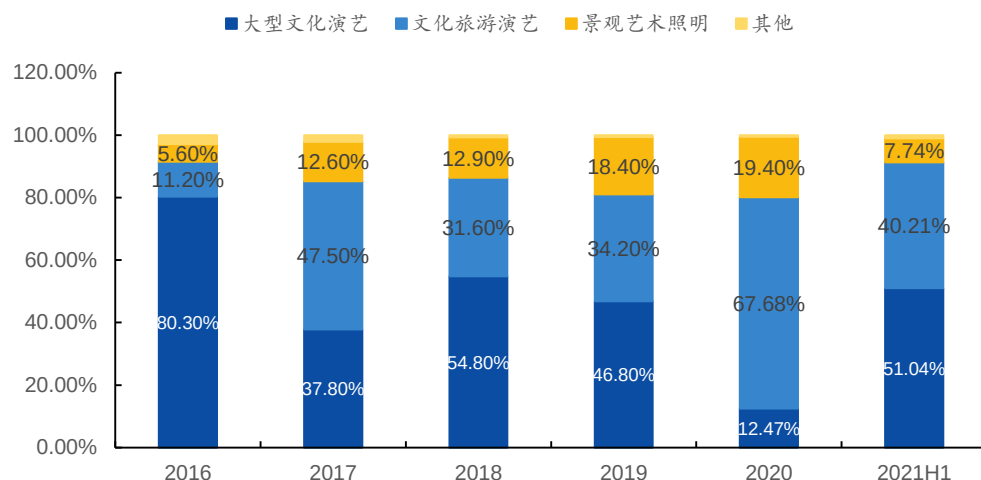


资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

收入拆分来看，大型演艺活动基本为主要营收来源，文化旅游业务快速发展。大型文化演艺是公司主要营收来源，2016-2019 年占比分别为 80.3%/37.80%/54.80%，20 年由于新冠疫情影响项目数量下降导致营收占比短期下滑，2021 前三季度逐步恢复。2017 年开始，文旅演艺收入占比持续增长，公司承接多项文化旅游演艺，例如晋阳湖水上实景演艺《如梦晋阳》、西安大唐芙蓉园景演出《大唐追梦》、无锡灵山小镇·拈花湾《禅行》、大型诗词文化实景演艺《归来三峡》等，至 2020 年文化旅游演艺收入占比高达 67.68%。公司的景观艺术照明及演绎业务随着城市楼体灯光秀的快速推广与扩张，收入占比从 2016 年的 5.90% 增长至 2020 年的 19.40%。2022 年，公司承接了冬奥会、亚运会开幕式等大型文艺演出项目，并持续发力文旅业务 C 端业务，新铺设了上海中心大厦天灯以及西安大唐不夜城机空间等新项目。

图 6：2016-2021H1 公司营业收入结构

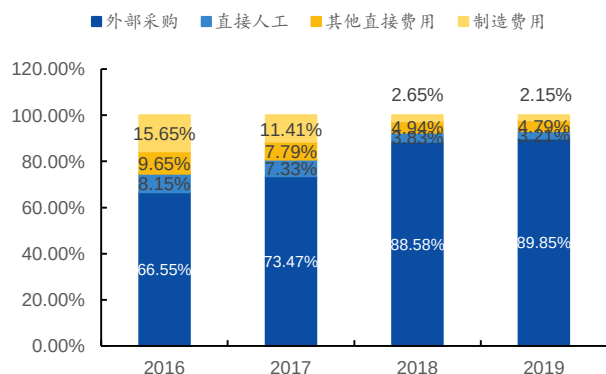


资料来源：wind，国元证券研究所

从成本类别看，公司的主营成本中外部采购成本占比高。公司大型项目数量及金额不断增加，而大型项目在执行过程中需要采购大量设备并将部分业务外包，公司外部采购金额及占比逐步提高，外部采购成本从 2016 年 0.52 亿元占总成本 66.55% 增加至 2019 年 4.85 亿元占总成本 89.85%。主要原因系 2016-2019 年公司进行经营战略调整，放弃部分中小型项目，业务重心逐步向大型演艺项目转移。一方面，由于大型项目对演艺设备要求较高，专业演艺设备外部采购金额随之提升；另一方面，由于大型项目执行过程复杂，为提高经营效率，公司选择将资源集中于创意设计及其制作等利润率较高核心业务上，将舞台搭建、服装道具制作等附加值不高的非核心业务外包。

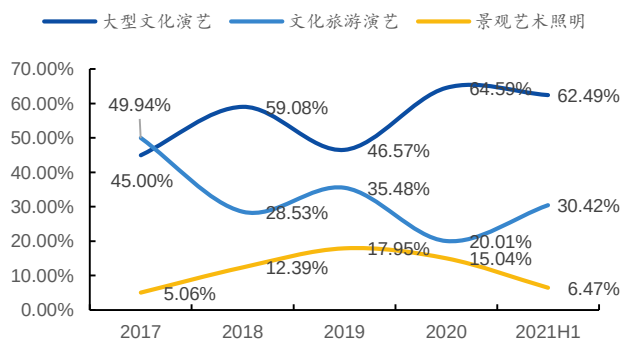
成本按业务分类来看，公司成本结构变化波动较大，其中大型文艺演艺的成本占比最高。2019-2021 年，大型文化演艺板块的成本占比大幅增加，而文化旅游演艺的成本占比降至 20% 左右，景观照明成本占比有小幅下降。2020 年受疫情冲击，文化旅游演艺活动数量显著减少，而国家级的大型项目仍在缓步推进，带来成本占比的提升。

图 7：公司营业成本构成（按类别）



资料来源：wind，国元证券研究所

图 8：公司营业成本构成（按业务）

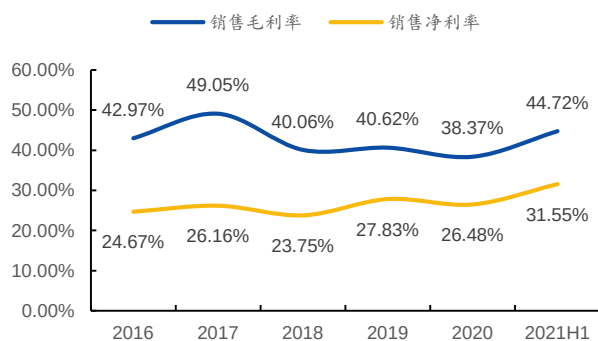


资料来源：wind，国元证券研究所

公司核心的创意设计业务附加值较高，毛利率与净利率一直保持在较高水平。2016-2020 年，公司整体毛利率保持在 40% 左右，2021 年前三季度的毛利率达到 44.72%。一方面，受疫情影响延期的项目，基本在 2021 年完成收尾并确认收入；另一方面，公司在大型文化演艺板块和文化旅游演艺板块都在积极转型，to B 端的商业文艺演出和 to C 端的合资公司运营模式都提升了企业的盈利能力。此外，在优秀的创意设计能力以及强大的品牌影响力使得公司在产业链上下游拥有较强的议价能力，帮助公司保持较高的毛利率。

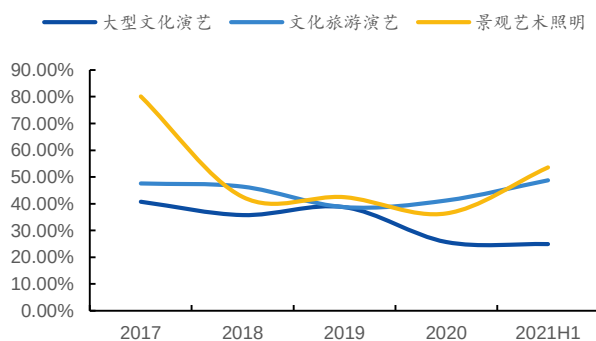
分业务来看，大型文化演艺毛利率略有下降，文旅演艺业务毛利率有所提升。由于不同客户主体议价能力以及不同项目具体内容的差异，导致各业务毛利率有所差异。2017-2019 年，公司不同板块的毛利率逐渐趋于稳定，净利率亦保持稳定。后续受疫情影响，毛利率出现波动，主要体现在景观艺术照明以及文化旅游演艺毛利率显著升高，大型文化演艺毛利率下降。主要原因系承接的一些国家重大项目耗费人力、物力较多，导致毛利率下降；而文化旅游演艺板块重点拓展了 to C 端的业务，减少了外部采购较多的 to B 端的项目，毛利率上升。

图 9：公司毛利率与净利率情况



资料来源：wind，国元证券研究所

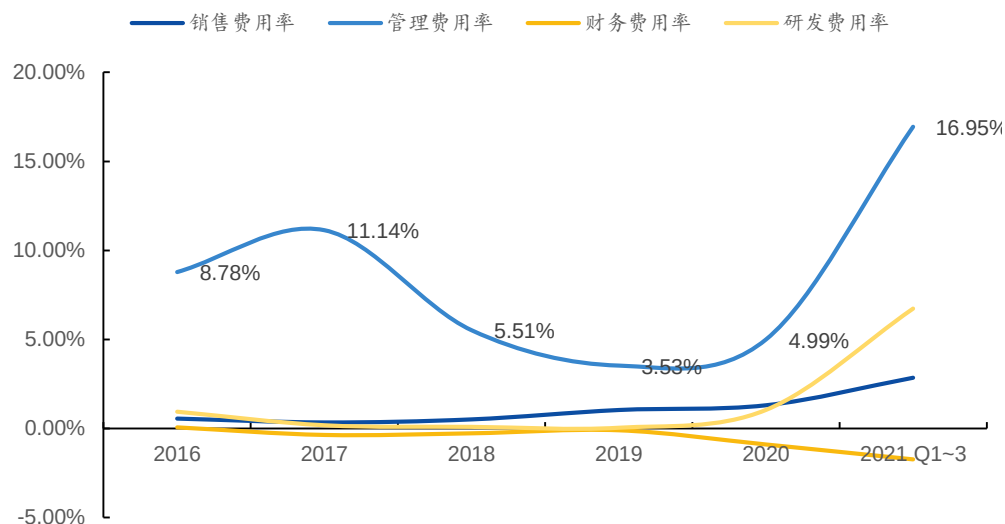
图 10：公司按业务类型分类的毛利率



资料来源：wind，国元证券研究所

管理费用占比较高，管理费用率与研发费用率呈上升趋势。公司大部分业务为轻资产运作，管理费用占比超过 60%，主要来自于员工工资及福利，公司扩大经营规模同时优化费用管控，2016-2020 年管理费用率呈现下降。公司的销售费用率从 2016 年的 0.57% 增至 2020 年的 1.31%，但始终保持在较低水平，主要原因系公司市场竞争优势较大，得益于公司品牌影响力，对于项目的议价能力较强，因此销售费用中主要来源于项目调研与投标服务费的占比较低。2020 年以来，公司越发注重创意设计，主要为客户提供创意、设计及制作这类轻资产服务，研发投入有明显提升，研发投入费用率相应上升，而且增速较快。

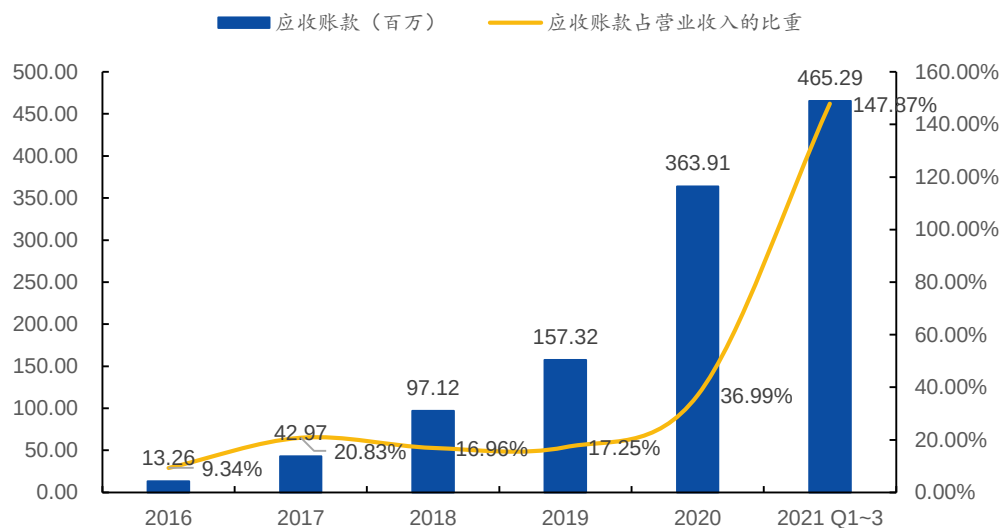
图 11：公司费用率水平



资料来源：wind，国元证券研究所

疫情前公司应收账款余额相对较小，占营业收入的比例相对较低，20年后受疫情影响，部分下游客户经营压力较大，应收账款明显增多。大型文化演艺业务回款相对稳定，一方面，公司客户多为政府和国有企业等，资金实力较强且信誉较高受疫情影响；另一方面，大型文化演艺多是一次性项目，有具体截止日期，进一步减少坏账风险，有效提高回款率。公司的应收账款更多来自文化旅游演艺板块，主要由于公司转移的是设备和创意的所有权，文化旅游演艺通常不是一次性项目，没有明确的截止日期，甲方会在验收环节的要求更多、更严格，存在不断整改的过程，回款周期会被拉长。

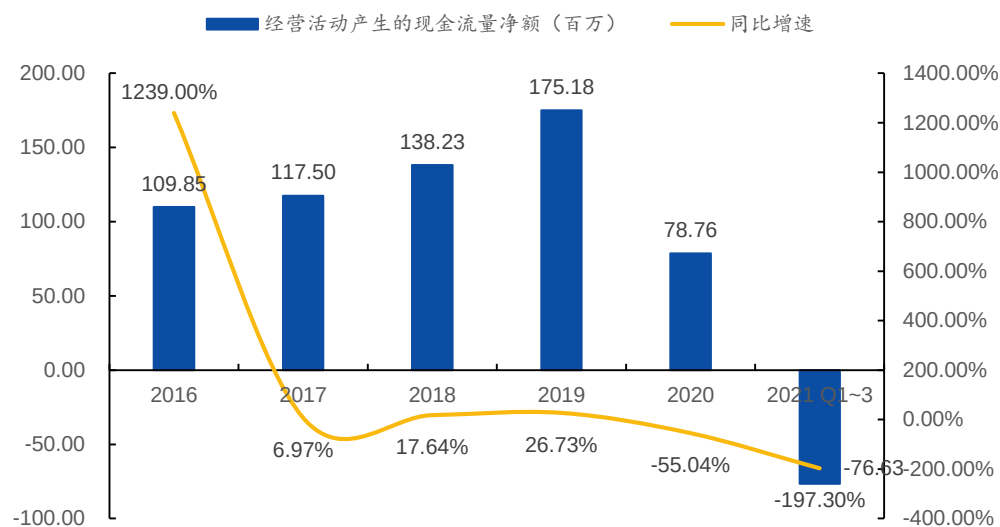
图 12：公司应收账款及占营业收入比重



资料来源：wind，国元证券研究所

疫情前公司经营性活动产生的现金流相对充裕，拓展商业文艺演出以及文旅 C 端业务，有望后续改善现金流情况。2016-2019 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.1 亿元、1.175 亿元、1.382 亿元、1.752 亿元，占净利润的比例分别为 313.52%、217.77%、101.61%、69.01%，体现出公司良好的盈利质量以及经营活动创造现金流的能力。后来受疫情冲击，经营活动产生的现金流量净额短期下滑，但公司在 2022 年有多项国家级大型演出，以及多个商业文艺演出项目，同时公司在文化旅游演艺板块拓展了 to C 端的项目，进一步优化业务结构，未来经营活动产生的现金流量情况或将有所好转。

图 13：公司经营活动现金流情况



资料来源：wind，国元证券研究所

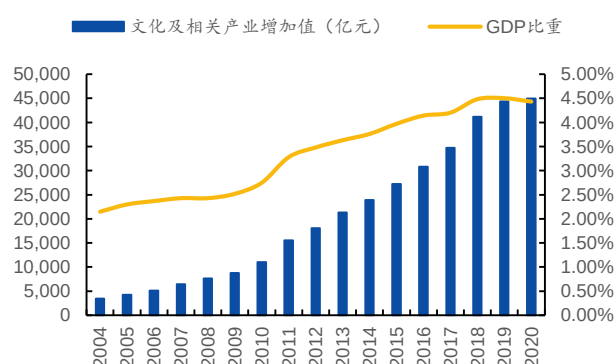
3.行业分析：消费升级需求推动文化创意产业快速发展

3.1 文艺演出：文化服务需求提升，品牌企业头部效应显著

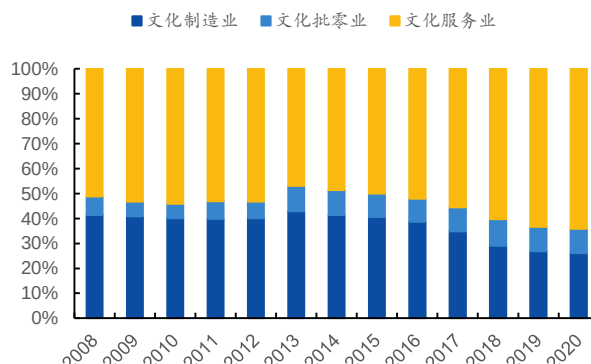
20 年我国文化及相关产业增加值提升至 44945 亿元，呈现逐年稳步上升，其中文化服务业占比达到 64.2%。随着经济快速发展，居民消费结构逐步升级，从以“物质消费”为主转向以“精神文化消费”为主，促进文化创意产业的快速发展。2010-2020 年，我国文化及相关产业增加值从 11052 亿元增长至 44945 亿元，年均复合增长率达到 15.06%，占 GDP 比重由 2.75% 增长至 4.43%。从文化产业类型看，20 年文化服务业占比为 64.2%，近年来远高于文化制造业和文化批零业，并且占比逐步扩大。

图 14：我国文化及相关产业增加值及占 GDP 比重

图 15：我国文化及相关产业增加值构成情况



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

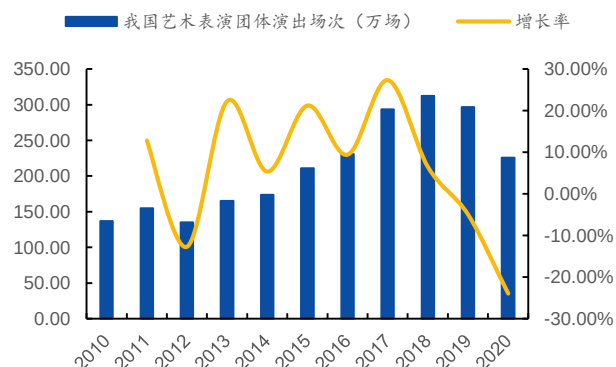


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

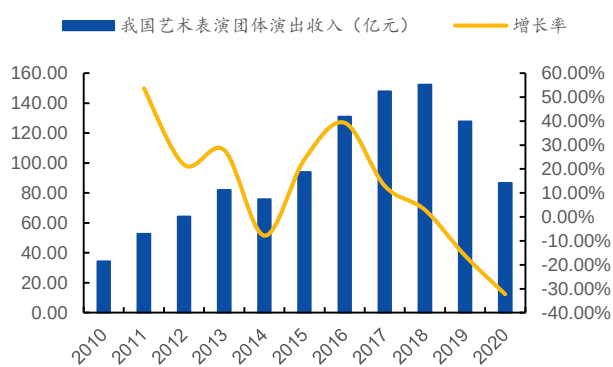
我国艺术表演团体演出场次、演出收入及观众人次稳步增长，19 年后有所下滑。近年来我国演出市场整体发展态势良好，专业场所演出、大型场馆演唱会、实景旅游演出等各类演出活动的规模和数量保持稳步增长。2010-2019 年，我国艺术表演团体演出场次由 137.15 万场增长至 296.80 万场，CAGR 为 8.96%，演出收入由 34.27 亿元增长至 127.77 亿元，CAGR 为 15.74%。从观众人次来看，2011-2019，我国演出观众人次由 7.46 亿增长至 12.30 亿次，CAGR 为 6.45%

图 16：我国艺术表演团体演出场次

图 17：我国艺术表演团体演出收入

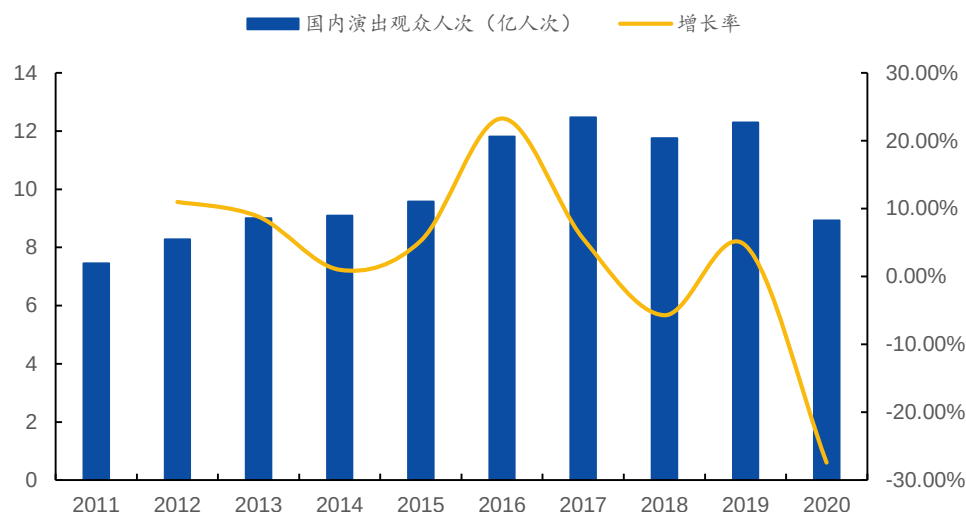


资料来源：文旅部统计公报，国元证券研究所



资料来源：文旅部统计公报，国元证券研究所

图 18：全国艺术表演团体国内演出观众人次



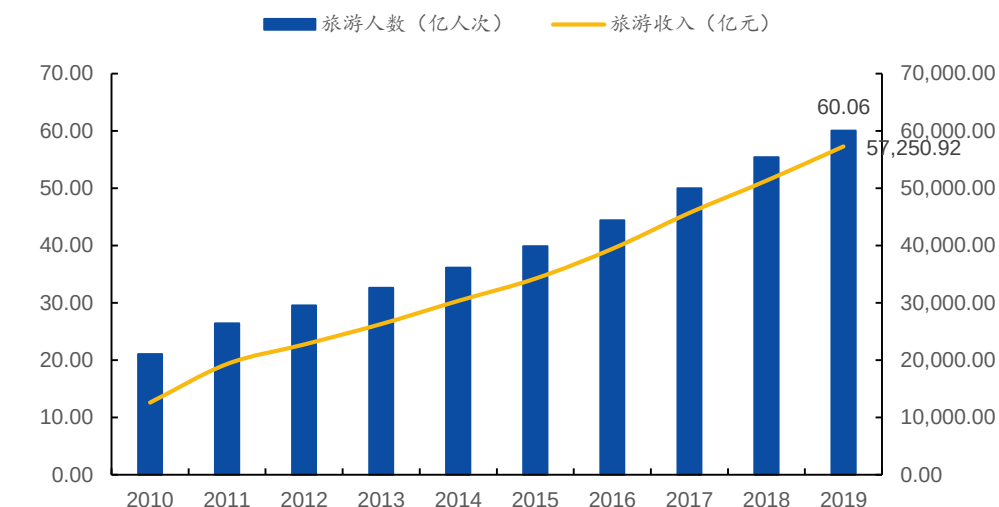
资料来源：文旅部统计公报，国元证券研究所

从竞争格局看，文化创意产业高端市场向优势品牌企业集中，头部效应显著。大型演出的定制化设计特点决定客户在对于服务商的选择上倾向于具备优秀创意设计和成功案例较多的企业，尤其是高端市场对于大型复杂项目的艺术表现力、施工安全性等要求高，因此整体呈现向头部优势品牌企业集中的趋势。中低端市场竞争较为激烈，大量创意设计能力较弱的企业采取低价策略获取市场份额。

3.2 文化旅游演艺：居民需求逐渐转向深度游，主题公园形式占比上升

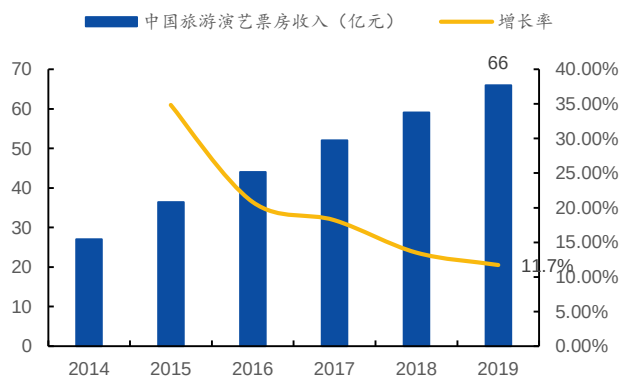
疫情前我国旅游市场旅游收入和游客人数稳步增长，游客由单一观光需求向深度游转变，旅游演艺剧目数量与票房收入均持续走高。根据文化和旅游部数据显示，2019 年全国旅游人数超过 60 亿人次，国内旅游收入达到 5.73 万亿。随着居民消费能力的提升，游客不再局限于单一的观光式旅游，而是倾向于深度了解旅游地的人文历史，催生了旅游演艺需求的快速增长。2019 年我国旅游演出票房收入为 66 亿元，同比增长 11.7%，旅游演出剧目数量达到 320 台，同比增长 4.6%。

图 19：国内旅游人数及旅游收入



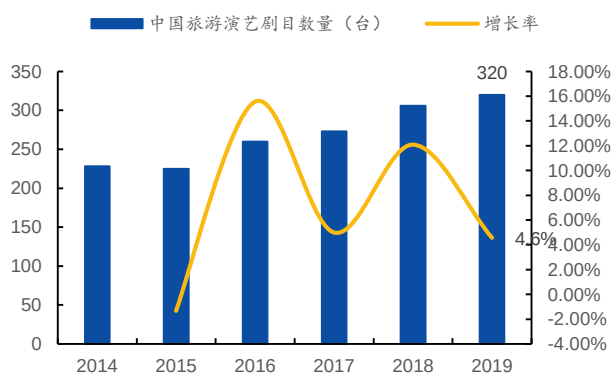
资料来源：国家统计局，文旅部，国元证券研究所

图 20：中国旅游演艺票房收入情况



资料来源：道略演艺产业研究院，国元证券研究所

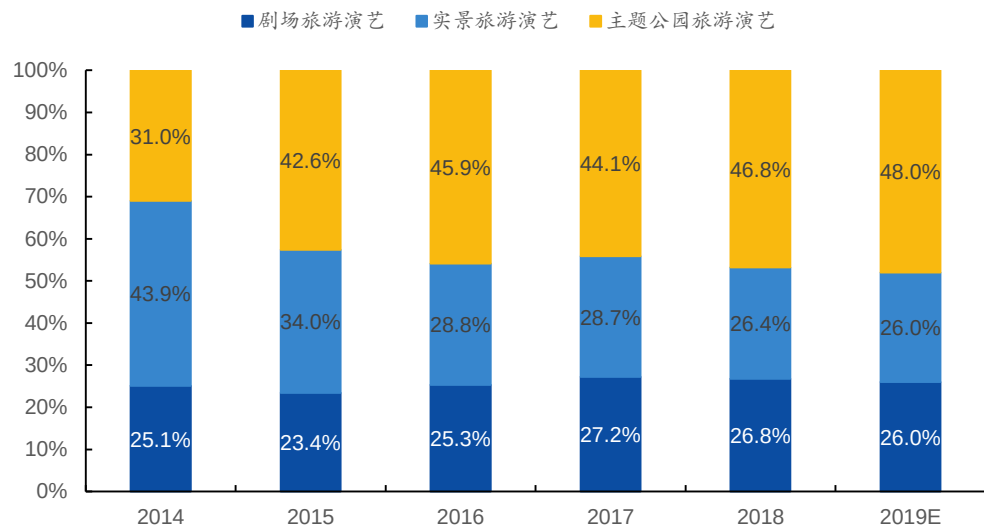
图 21：中国旅游演艺剧目数量情况



资料来源：道略演艺产业研究院，国元证券研究所

分类型看，主题公园类旅游演艺节目可复制性高，占比保持逐年上升趋势。旅游演艺是在旅游景区及相关空间内，以室内场景、室外自然或模拟的山水景观为演出场所，为游客提供的具有一定观赏性和娱乐性的各类演艺产品。按照按内容及场所进行分类，主要类型包括旅游景区实景演出、旅游驻场演出以及主题公园演出等多种形式。主题公园类项目可复制性高，门票收入相对稳定，占比逐步提升，并逐步下沉至二、三线旅游城市。根据道略演艺产业研究院数据显示，至2019年主题公园旅游演艺占总收入约48%，实景旅游演艺和剧场旅游演艺占比均约为26%。

图 22：中国旅游演艺细分结构（按票房收入）

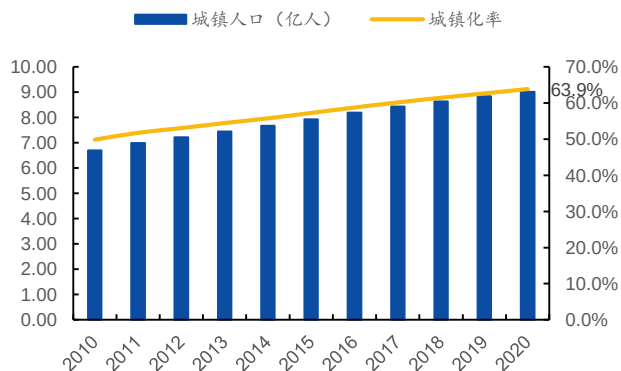


资料来源：道略演艺产业研究院，国元证券研究所

3.3 景观照明：市场规模达千亿，城镇化率提高推动行业增长

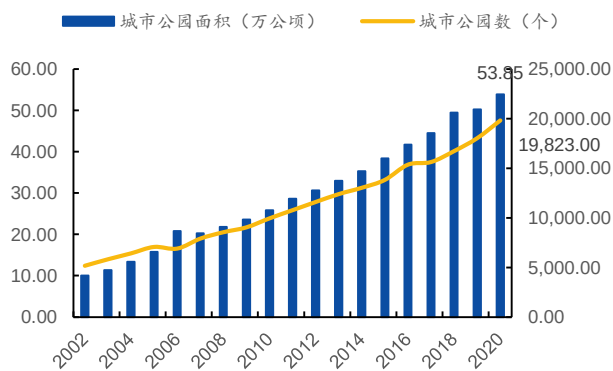
我国城镇化率水平提高，推动夜间商业活动发展，景观照明行业需求增长。2020 年，我国城镇人口达到 9.02 亿，城镇化率提升至 63.9%。城镇化率提升推动了地区夜间商业活动的发展，居民对城市景观灯光提出更高观赏性要求。并且，随着旅游消费观念的升级，我国旅游业的发展正经历由景区模式向全域旅游模式转变，夜游经济是全域旅游模式的重要部分，形成了一种新兴旅游业态，均推动景观艺术照明行业的快速发展。其中，公园是提升城市景观艺术照明和发展夜游经济的重要载体，截止 2020 年，我国公园个数达到 1.98 万个，公园面积增长至 53.85 万公顷，有效扩大了城市景观艺术照明的市场空间。

图 23：我国城镇人口及城镇化率



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 24：我国公园个数及面积

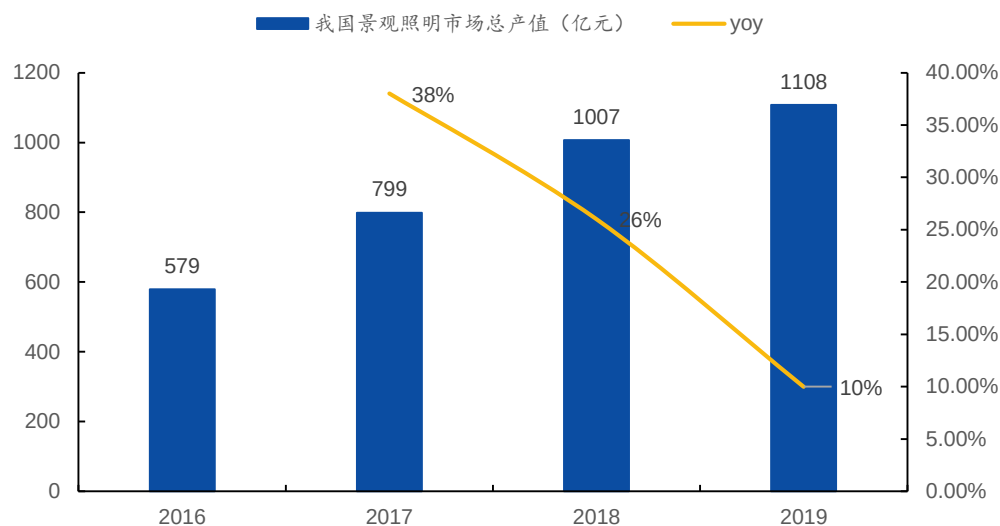


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

2019 年我国景观照明市场规模已超千亿，夜间经济、智慧城市以及特色小镇等需求有望推动疫情后的市场回暖。2016-2017 年，杭州 G20 峰会、厦门“金砖会议”等

大型活动拉动了夜景照明工程，2017 年我国景观照明行业产值达到 798.7 亿元，同比增长 38%，至 2019 年我国景观照明产值达到 1108 亿元，同比增长 10%。2020 年在疫情影响下，行业整体产值下降，细分领域中仅有通用照明作为刚需保持稳定。后续在特色小镇、夜间经济、智慧社会等新型城市建设需求带动下，未来景观照明行业市场发展前景仍较广，市场有望回暖并恢复到疫情前水平。

图 25：我国景观照明市场规模



资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟，国元证券研究所

4. 公司分析：品牌优势突出，探索多元业务类型

4.1 项目经验丰富造就品牌优势，积极拓展商业演出市场

公司承接过多场大型演出项目，多年经验积淀打造品牌优势。公司承担过北京奥运会开闭幕式灯光设计及制作、韩国平昌冬奥会闭幕式交接仪式“北京 8 分钟”文艺表演总制作、G20 杭州峰会大型水上情景表演交响音乐会——《最忆是杭州》总制作、上合组织青岛峰会灯光焰火艺术表演《有朋自远方来》总制作、2019 年北京世界园艺博览会开幕式灯光设计及制作、2014 年 APEC 领导人非正式会议欢迎宴会活动艺术灯光设计及制作、“一带一路”国际合作高峰论坛文艺演出——《千年之约》灯光设计及制作、2010 年上海世博会开幕式灯光设计及制作、多年中央电视台春节联欢晚会灯光设计及制作等。这类项目让公司在业内形成良好的品牌效应，积累了丰富的重大项目经验和优质客户资源，从而为后续市场开发、业务拓展提供强有力的竞争优势。此外，也能够获取项目信息、控制采购成本、提升议价能力、增强客户黏性等方面产生积极效应。

表 4：承接重要项目一览

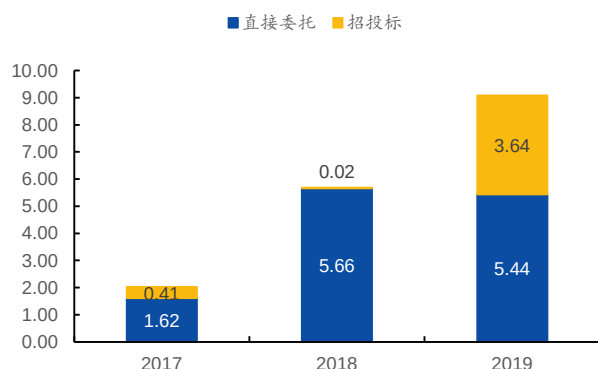
年份	项目名称
2008	北京第 29 届奥运会开闭幕式灯光设计及制作
2010	上海世博会开幕式 广州第 16 届亚运会开闭幕式
2014	南京第二届夏季青年奥运会开闭幕式 APEC 领导人非正式会议欢迎宴会活动艺术灯光设计及制作
2016	G20 杭州峰会大型水上情景表演交响音乐会——《最忆是杭州》总制作
2017	“一带一路”国际合作高峰论坛文艺演出——《千年之约》 韩国平昌第 23 届冬奥会闭幕式交接仪式“北京 8 分钟”文艺表演总制作
2018	庆祝改革开放 40 周年文艺晚会《我们的四十年》 西安兵马俑《秦》秀创意、设计及制作
2019	中国北京世界园艺博览会开幕式灯光设计及制作 晋阳湖大型水上实景演艺《如梦晋阳》创意设计及其制作 西安大唐芙蓉园游船式实景演出《大唐追梦》创意设计及其制作 无锡灵山小镇·拈花湾《禅行》主题体验活动创意设计及其制作 大型诗词文化实景演艺《归来三峡》 珠海大剧院“浮光贝影·醉美珠海”多媒体视觉艺术展示
2013-2015	中央电视台春节联欢晚会
2017-2020	中央电视台春节联欢晚会
2020	全民 K 歌年度盛典颁奖晚会 京东 618 “沸腾之夜”热爱盛典
2021	建党 100 周年大型情景史诗《伟大征程》设计与制作

资料来源：公司公告，国元证券研究所

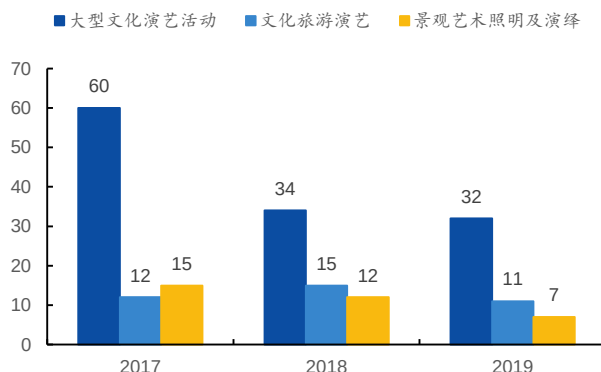
承接方式以直接委托为主，聚焦大型项目优化人才使用效率。公司承接项目方式包括直接委托与招投标，其中 2017-2019 年来自直接委托方式占收入比重分别为

79.87%/99.57%/59.93%，主要为具有保密性质的国家级项目以及一些非必须招标的业务会直接委托公司提供服务，体现出公司在行业内较高的品牌认知度和竞争力。2015 年及以前，公司主要以灯光设计、制作服务及相关设备租赁、销售为主，单一合同金额相对较小。2016 年起，公司综合竞争力逐步增强，作为总制作承接的大型项目逐步增加，合同金额相对更高，因此公司在人手有限情况下聚焦大型项目，适当放弃部分中小项目。目前公司大型文化演艺活动主要为国家级重大项目，合同额一般在 5000 万-1 亿元左右，客户主要为各地政府。

图 26：公司按招投标和直接委托方式的项目收入（亿元） 图 27：公司各应用领域项目数量（个）



资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

以国家级项目丰富经验为背书，公司进一步打开下沉市场，积极拓展面向头部电商平台、头部卫视跨年活动等商业演出市场。20 年开始由于疫情影响，大型文艺演出活动数量减少或延期。因此，除了承办杭州 2022 年第 19 届亚运会、北京 2022 年冬奥会和冬残奥会等大型国家级项目之外，公司转换传统业务模式，进一步下沉到商业演出项目和中型项目，在 To G 端客户基础上积极拓展 To B 类客户。借助国家级项目经验基础拓展商业演出市场，参与制作了 2020-2021 湖南卫视跨年演唱会、腾讯音乐 2020 年全民 K 歌年度盛典颁奖晚会和京东 618“沸腾之夜”热爱盛典等商业演出活动，打造出可复制、可移植的品牌产品，增强客户来源的多元化，提高业务稳定性。

图 28：2020-2021 年湖南卫视跨年演唱会舞台



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 29：2021 年京东 618 “沸腾之夜”



资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前在手订单数量充足，为公司后续业绩提供保障。根据公司财报显示，截止 2021 年 6 月 30 日，公司在手订单总计 9.29 亿元，其中大型文艺演出为 4.78 亿，文化旅游演艺项目为 4.01 亿，景观照明业务为 5 亿，多数将在 22 年逐步完成确认，为公司后续业绩增长提供保障。此外，22 年将在全国各省举办的省运会活动也将进一步提升文艺演出项目需求。

表 5：2022 年各地部分重要体育赛事

举办时间	活动	承办地点
2022. 02. 02-2022. 02. 20	北京冬奥会	北京市、张家口市
2022. 03. 04-2022. 01. 13	北京冬残奥会	北京市、张家口市
2022. 06. 26-2022. 07. 07	第 31 届世界大学生夏季运动会	成都市
2022. 08	云南省第十六届运动会	玉溪市
	山西省第十六届运动会	大同市、朔州市
	黑龙江省第十五届运动会	哈尔滨市
	辽宁省第十四届运动会	抚顺市
	江苏省第二十届运动会	泰州市
	山东省第二十五届运动会	日照市
	海南省第六届运动会	儋州市
	贵州省第十一届运动会	六盘水市
	四川省第十四届运动会	乐山市
	宁夏回族自治区第十六届运动会	中卫市
2022. 09. 10-2022. 09. 25	第 19 届亚运会	杭州市
2022. 09	湖南省第十四届运动会	岳阳市
	上海市第十七届运动会	上海市
2022. 10	河南省第十四届运动会	宜昌市
	江西省第十六届运动会	九江市
2022. 11. 05-2022. 11. 10	第五届中国国际进口博览会	上海市
2022. 11	浙江省第十七届运动会	金华市
	广东省第十六届运动会	清远市

资料来源：省体育局，公开资料，国元证券研究所

表 6：公司在手订单情况（截止 2021.6.30）

项目类型	金额（万元）	项目周期
大型文化演艺	47788.65	约 6-12 个月
文化旅游演艺	40123.26	约 12-24 个月
景观艺术照明	4988.4	约 12-24 个月
合计	92900.31	

资料来源：公司公告。国元证券研究所

4.2 发挥跨界联动与资源整合优势，旅游演艺业务向 To C 端延伸

依托大型活动项目经验以及核心创意能力，拓展文化旅游演艺业务。公司文化旅游演艺创意、设计及制作服务主要为实景旅游演出、主题公园旅游演出、剧场表演旅游演出等文化旅游演艺活动提供概念策划、艺术创意设计、制作服务。2017 年开始，文旅演艺收入占比持续增长，先后推出陕西汉中大型文化史诗长歌《汉颂》、大型汉文化水上实景演艺《天汉传奇》、大型情景史诗剧《梦回巴国》以及陕西西安大型水舞光影秀《大唐追梦》等多个代表性文化旅游演艺项目。截止 2021 年 6 月 30 日，文化旅游演艺板块在手订单 4.01 亿。

图 30：汉文化水上实景演艺《天汉传奇》



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 31：陕西西安水舞光影秀《大唐追梦》



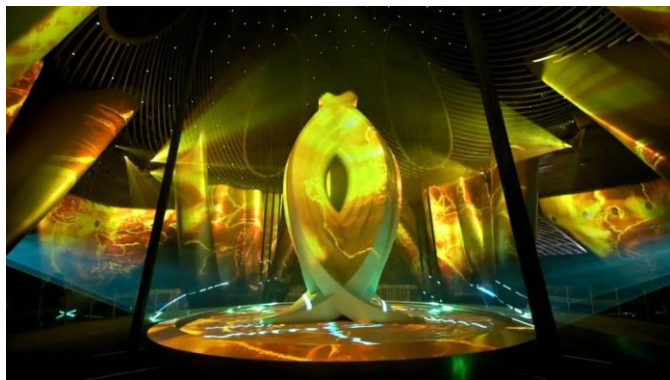
资料来源：公司公告，国元证券研究所

延伸产业链，探索文旅演艺 To C 端业务，提升业务稳定性。公司作为演艺内容生产方，位于文旅产业链中游，主要客户为 B 端的旅游景区，但是由于文旅项目相对没有稳定的截止日期，期间需要创意和设备的调整，验收周期相对较长。为进一步拓宽业务范围，稳定项目收益缩短项目回收期。公司立足创意设计和行业经验，积极扩展前端文旅产业的前端投资规划设计和后端运营，为客户提供全产业链的“一站式”服务。2020 年 7 月成立郑州黄河颂演艺有限公司，2021 年引入日本、韩国等国际团队，开展已实现成熟商业化运作的互动新媒体装置展览模式，借助原有技术设备优势和创意设计团队，通过在景区、商圈等消费群体密集区驻场表演形式，直接进行票务运营管理。

成立合资公司打造上海天时、西安机空间项目，聚焦新消费群体。在 C 端业务拓展上，公司于 21 年上半年完成太原市晋阳湖晋阳里项目艺术光影演绎，并分别与上海中心下属上海中心大厦商务运营有限公司、西安曲江文化产业投资集团旗下西安曲

江大唐不夜城文化商业集团有限公司设立合资公司，公司均持股 60%，推出“天时”项目以及“机”空间项目，前者已于 2021 年 12 月 31 日开业，后者预计 22 年一季度有望正式开业。

图 32：与上海中心合作天时项目



资料来源：锋尚文化公众号，国元证券研究所

图 33：西安大唐不夜城入驻“机空间”项目



资料来源：锋尚文化公众号，国元证券研究所

4.3 加码虚拟演艺业务，探索数字化舞美

2021 年 2 月，公司成立子公司锋尚互娱，布局具有跨场域、定制化、泛娱乐一体化的虚拟演艺生态。锋尚互娱目前主要包括四大板块，一是虚拟演艺云平台，是承载交互内容的自有平台产品，给予客户定制全新的娱乐演出内容体验；二是虚拟艺人的制作和运营，孵化自有的虚拟偶像；三是虚拟演出规则，从前期创意、内容设计、资产制作、现场实时交互用到的演出设备，实现全闭环、全流程的操作；四是虚拟现实体验馆。通过对虚幻引擎、实时渲染技术、增强现实、虚拟现实等技术布局，来完成数字化内容和场景搭建。此前已在湖南卫视跨年演唱会、817 抖音新潮好物夜等晚会直播中应用 AR 虚拟拍摄，并于 1 月 28 日推出冬奥会首个线上虚拟音乐会，奠定虚拟演出制作方面的先发优势。

图 34：锋尚互娱制作首个冬季冰雪运动 IP 虚拟音乐会



资料来源：锋尚文化公众号，国元证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

公司以创意设计为核心，从舞台灯光设计服务不断延伸服务链条，利用丰富项目经验作为背书建立品牌优势，整合上下游资源，打造成为涵盖大型文化演艺、文化旅游演艺、景观艺术照明、游戏与虚拟泛娱乐等多个领域的创意、设计及制作整体服务商。其中，文化演艺业务方面进一步打开下沉市场，积极拓展面向头部电商平台、头部卫视跨年活动等商业演出市场，22 年有冬奥会、亚运会等大型项目落地。文旅演艺业务方面，积极探索 To C 端业务，成立合资公司打造上海天时、西安机空间项目，提高业务稳定性。公司 21 年前三季度业绩下滑主要因为 2020 年疫情影响到企业接订单，进而影响 2021 年收入确认。随着疫情影响逐步减弱，公司在手项目订单逐渐恢复。截止 2021 年 6 月 30 日，公司在手订单总计 9.29 亿元，多数将在 22 年逐步完成确认，为公司后续业绩增长提供保障。

结合对各项业务进行拆分，我们预计 21-23 年公司营业收入分别为 5.13/11.46/15.10 亿元，同比增长-47.81%/123.09%/31.86%。

表 7：公司收入拆分表

	2020	2021E	2022E	2023E
大型文化演艺活动				
收入（百万元）	122.69	245.38	662.53	795.03
增长率（%）	-73.91%	100.00%	170.00%	20.00%
毛利率（%）	25.66%	25.00%	41.00%	41.00%
文化旅游演艺				
收入（百万元）	665.88	33.29	299.65	494.42
增长率（%）	113.29%	-95.00%	800.00%	65.00%
毛利率（%）	41.17%	48.00%	37.50%	37.50%
景观艺术照明与演绎				
收入（百万元）	190.84	190.84	196.57	206.39
增长率（%）	13.38%	0.00%	3.00%	5.00%
毛利率（%）	36.40%	53.00%	43.00%	43.00%
其他业务				
收入（百万元）	4.49	4.94	5.43	5.98
增长率（%）	-	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	52.56%	50.00%	50.00%	50.00%
总计				
收入（百万元）	983.90	474.45	1164.17	1501.82
增长率（%）	8.38%	-51.78%	123.09%	31.86%
毛利率（%）	38.37%	38.94%	40.48%	40.17%

资料来源：国元证券研究所

选取宋城演艺、风语筑作为可比公司，2021-2023 年可比公司估值均值为 49x/28x/21x。预计公司 2021-2023 实现归母净利润 0.99/3.17/4.07 亿元，EPS0.73/2.31/2.97 元/股，对应 PE87x/27x/21x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (百万)	EPS				PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300144. SZ	宋城演艺	15.29	39,978.67	-0.67	0.21	0.43	0.60	-22.82	72.81	35.56	25.48
603466. SH	风语筑	29.32	12,372.04	1.17	1.19	1.46	1.74	25.06	24.64	20.08	16.85
平均									48.72	27.82	21.17

资料来源：wind，国元证券研究所 注：可比公司预测值采用 wind 一致预期，收盘价日期为 2022.1.28

6.风险提示

疫情反复风险、国家重大项目执行风险、高端创意人才不足、核心人员流失风险等。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1173.65	3464.03	3679.15	3886.19	4406.43
现金	560.46	815.80	2751.06	3173.18	3588.50
应收账款	157.32	363.91	616.79	291.04	375.45
其他应收款	2.79	5.64	9.49	5.82	7.51
预付账款	11.55	9.80	58.70	13.86	17.97
存货	382.69	75.70	164.37	346.46	359.48
其他流动资产	58.84	2193.18	78.74	55.82	57.51
非流动资产	97.05	99.12	130.24	109.24	95.11
长期投资	0.00	4.00	4.00	5.00	6.00
固定资产	48.48	41.45	28.36	15.28	2.19
无形资产	0.00	0.12	0.12	0.12	0.12
其他非流动资产	48.56	53.54	97.75	88.85	86.80
资产总计	1270.70	3563.15	3809.39	3995.43	4501.55
流动负债	632.17	392.95	612.34	481.30	580.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	134.08	145.42	278.84	166.30	215.69
其他流动负债	498.09	247.53	333.50	315.00	365.00
非流动负债	9.14	7.98	7.60	7.98	7.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	9.14	7.98	7.60	7.98	7.86
负债合计	641.31	400.93	619.94	489.29	588.55
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	54.05	72.07	136.94	136.94	136.94
资本公积	119.49	2373.81	2308.94	2308.94	2308.94
留存收益	455.84	716.34	743.57	1060.27	1467.12
归属母公司股东权益	629.39	3162.22	3189.45	3506.15	3913.00
负债和股东权益	1270.70	3563.15	3809.39	3995.43	4501.55

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	175.18	78.76	-130.69	390.97	371.12
净利润	253.83	260.50	99.30	316.70	406.85
折旧摊销	15.68	14.83	13.09	13.09	13.09
财务费用	-0.90	-8.83	-15.17	-18.23	-25.06
投资损失	-11.66	-20.44	-20.00	-20.15	-20.10
营运资金变动	-87.93	-181.84	-212.64	-4.45	-56.54
其他经营现金流	6.15	14.53	4.74	104.01	52.87
投资活动现金流	-13.66	-2108.43	2116.35	19.42	19.14
资本支出	27.28	5.13	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	2123.90	1.10	0.72	0.95
其他投资现金流	13.62	20.59	2117.45	20.15	20.10
筹资活动现金流	-1.84	2277.72	-50.40	11.73	25.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	18.02	64.87	0.00	0.00
资本公积增加	0.85	2254.31	-64.87	0.00	0.00
其他筹资现金流	-2.70	5.39	-50.40	11.73	25.06
现金净增加额	159.67	248.05	1935.26	422.12	415.32

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	912.13	983.90	474.45	1164.17	1501.82
营业成本	541.65	606.42	293.51	692.93	898.71
营业税金及附加	5.49	2.66	2.37	6.99	9.01
营业费用	9.53	12.88	13.28	12.81	16.52
管理费用	31.81	38.85	42.70	46.57	60.07
研发费用	0.36	10.25	30.00	31.50	33.08
财务费用	-0.90	-8.83	-15.17	-18.23	-25.06
资产减值损失	0.00	-2.74	-7.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	5.74	-1.00	0.00	0.00
投资净收益	11.66	20.44	20.00	20.15	20.10
营业利润	343.86	338.29	127.75	416.76	534.58
营业外收入	0.00	6.00	3.10	2.67	2.93
营业外支出	0.18	0.02	0.20	0.14	0.14
利润总额	343.68	344.27	130.65	419.29	537.38
所得税	89.85	83.77	31.36	102.59	130.52
净利润	253.83	260.50	99.30	316.70	406.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	253.83	260.50	99.30	316.70	406.85
EBITDA	358.64	344.30	125.67	411.62	522.61
EPS (元)	4.70	3.61	0.73	2.31	2.97

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	59.26	7.87	-51.78	145.37	29.00
营业利润 (%)	76.11	-1.62	-62.24	226.22	28.27
归属母公司净利润 (%)	86.59	2.63	-61.88	218.94	28.47
获利能力					
毛利率 (%)	40.62	38.37	38.14	40.48	40.16
净利率 (%)	27.83	26.48	20.93	27.20	27.09
ROE (%)	40.33	8.24	3.11	9.03	10.40
ROIC (%)	826.35	85.87	15.61	55.70	65.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.47	11.25	16.27	12.25	13.07
净负债比率 (%)	0.00	0.00	1.05	0.00	0.00
流动比率	1.86	8.82	6.01	8.07	7.59
速动比率	1.25	8.62	5.74	7.35	6.97
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.41	0.13	0.30	0.35
应收账款周转率	6.78	3.55	0.94	2.56	4.51
应付账款周转率	4.95	4.34	1.38	3.11	4.71
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.85	1.90	0.73	2.31	2.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.28	0.58	-0.95	2.86	2.71
每股净资产 (最新摊薄)	4.60	23.09	23.29	25.60	28.57
估值比率					
P/E	34.08	33.21	87.12	27.31	21.26
P/B	13.74	2.74	2.71	2.47	2.21
EV/EBITDA	15.84	16.50	45.21	13.80	10.87

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188