

# 舞台机械龙头，布局文化数字化业务未来可期

## ——大丰实业(603081.SH)首次覆盖报告

### 报告要点：

#### ● 文体科技装备领军者，积极布局文体旅产业链上下游

公司在文体科技装备领域深耕近30年，积累了丰富文体科技装备技术经验和项目经验，是国内领先的文体旅产业集成方案解决商。公司全面布局文体旅产业链上下游，从高端智造向内容创意和运营服务产业升级。同时，公司整合行业优质资源，以内装为基础，轨道座椅、铁路装备为重点发展方向，开拓轨道交通市场。公司规模稳步增长，2018-2021年公司营收/归母净利润CAGR分别为18.12%/19.34%。2022年公司积极克服疫情干扰，2022Q1-3营收18.00亿元，同比增长0.45%；归母净利润2.32亿元，同比下滑3.82%。

#### ● 受益消费类设备贴息政策，打造业绩的增量空间

近期国务院最新常务会议将消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围，有望带动旅游景区、度假区、重点游乐园等文旅场所设备的更新购置需求。我们认为，大丰实业作为国内文体科技装备、舞台机械龙头，将深度受益于此次消费类设备的贴息政策，带动业绩的增量空间。

#### ● 文体科技赋能文旅体验，造就品牌竞争力

公司在传统文体旅科技装备领域保持领先地位，以国家级项目经验为背书，具有经验、技术、行业壁垒优势。2021年公司完美交付北京冬奥会开幕式火炬底座的核心装备和冬奥会场馆75%的看台座椅系统。公司连续24年创制春晚舞台系统的供应商，2022年虎年春晚上首次运用LED屏打造720°穹顶空间。此外，公司将数字科技与艺术结合，打造沉浸式游览，赋能文旅新体验。公司注重研发创新，培养出文化与科技融合创新能力，增强核心竞争力，打造品牌影响力。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司作为国内舞台机械龙头，文体科技装备业务将受益于消费类设备的贴息政策浪潮加速抢占市场，积极放量。同时公司积极拓展业务，数字艺术科技业务的快速增长将增厚公司的利润空间。我们预计2022-2024年公司营收分别为31.75/36.69/41.79亿元，归母净利润分别为4.02/5.60/6.77亿元。当前股价对应EPS分别为0.98/1.37/1.65元，对应PE为11.5/8.2/6.8倍。我们参考可比公司平均PE，给予公司2023年12倍PE，对应目标股价16.44元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

政策支持不及预期，现金流和应收账款回款不及预期、新业务开展不及预期风险、可转债转股摊薄每股收益风险。

#### 附表：盈利预测

| 财务数据和估值    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 2509.11 | 2958.56 | 3174.90 | 3669.23 | 4178.77 |
| 收入同比(%)    | 17.21   | 17.91   | 7.31    | 15.57   | 13.89   |
| 归母净利润(百万元) | 313.67  | 390.87  | 402.07  | 560.17  | 676.58  |
| 归母净利润同比(%) | 32.80   | 24.61   | 2.87    | 39.32   | 20.78   |
| ROE(%)     | 13.77   | 14.95   | 13.63   | 16.20   | 16.56   |
| 每股收益(元)    | 0.77    | 0.96    | 0.98    | 1.37    | 1.65    |
| 市盈率(P/E)   | 14.67   | 11.77   | 11.45   | 8.22    | 6.80    |

资料来源：Wind,国元证券研究所

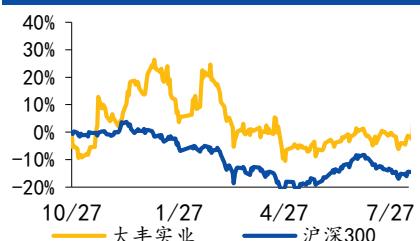
买入|首次推荐

当前价： 11.25 元

#### 基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 52周最高/最低价(元): | 14.02/9.89 |
| A股流通股(百万股):   | 401.81     |
| A股总股本(百万股):   | 409.09     |
| 流通市值(百万元):    | 4488.27    |
| 总市值(百万元):     | 4569.49    |

#### 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 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1. 文体科技装备领军者，积极布局文体旅产业链上下游 .....       | 4  |
| 1.1 深耕文体科技装备行业三十载，切入内容创意领域实现产业升级 ..... | 4  |
| 1.2 公司股权结构集中，旗下子公司覆盖产业链上下游 .....       | 6  |
| 1.3 经营业绩稳健增长，新业务未来可期.....              | 7  |
| 2. 政策与消费需求双驱动，推进文体旅产业发展.....           | 9  |
| 2.1 文化产业稳步提升，消费升级更注重文化内容创意产业.....      | 9  |
| 2.2 政策推动文旅体产业创新发展.....                 | 10 |
| 3. 文体科技装备龙头，深度受益消费类设备更新政策 .....        | 12 |
| 3.1 文体科技领域龙头地位，优势持续巩固 .....            | 12 |
| 3.2 数字科技与文化艺术结合，赋予文旅新体验 .....          | 16 |
| 3.3 积极布局轨道交通领域，业务再创新高 .....            | 17 |
| 4. 盈利预测和投资评级.....                      | 19 |
| 5. 风险提示 .....                          | 21 |

## 图表目录

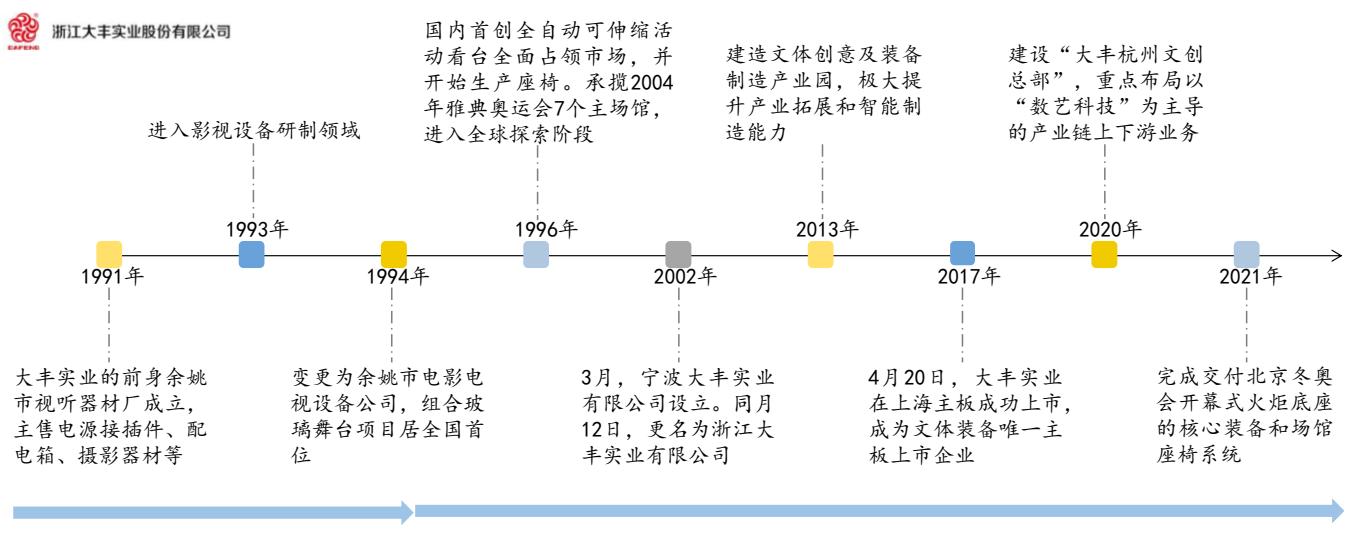
|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历程 .....                            | 4  |
| 图 2: 公司提供整体解决方案 .....                        | 5  |
| 图 3: 公司经营模式 .....                            | 6  |
| 图 4: 公司股权结构 .....                            | 7  |
| 图 5: 公司 2018-2021 年营收 CAGR 为 18.12% .....    | 8  |
| 图 6: 公司 2018-2021 年归母净利润 CAGR 为 19.34% ..... | 8  |
| 图 7: 公司收入构成（按产品拆分，单位：亿元） .....               | 8  |
| 图 8: 公司各业务毛利率情况 .....                        | 8  |
| 图 9: 公司毛利率、净利率维持稳定 .....                     | 9  |
| 图 10: 公司研发费用率逐年提升 .....                      | 9  |
| 图 11: 2016-2020 年文化产业增加值及占 GDP 比重 .....      | 10 |
| 图 12: 2021 年中国文化产业营收结构（按产业类型） .....          | 10 |
| 图 13: 国内规模以上文化及相关产业企业营业收入持续增长 .....          | 10 |
| 图 14: 2021 年中国文化产业营收结构（按行业类别） .....          | 10 |
| 图 15: 2016-2020 年全国人均文化和旅游事业费 .....          | 11 |
| 图 16: 全国平均每万人群众文化设施建筑面积逐年提升 .....            | 11 |
| 图 17: 研发的 DAFENG STACON 智能控制系统组成 .....       | 14 |
| 图 18: 江苏无锡“拈花一笑” .....                       | 14 |
| 图 19: 公司建筑行业建筑工程设计甲级资质 .....                 | 15 |
| 图 20: 公司多项承包一级资质证书 .....                     | 15 |
| 图 21: 公司轨道交通装备业务 .....                       | 18 |
| 图 22: 2021 年公司助力亚运会杭州地铁三线 .....              | 18 |
| <br>   |    |
| 表 1: 文旅体产业相关政策 .....                         | 12 |
| 表 2: 公司文体科技装备业务 .....                        | 13 |
| 表 3: 公司文体科技装备业务（续上表） .....                   | 14 |
| 表 4: 数艺科技部分重点项目 .....                        | 17 |
| 表 5: 分业务收入及毛利率（单位：百万元） .....                 | 19 |
| 表 6: 相对估值表 .....                             | 20 |

## 1. 文体科技装备领军者，积极布局文体旅产业链上下游

### 1.1 深耕文体科技装备行业三十载，切入内容创意领域实现产业升级

大丰实业是国内文体旅产业集成方案解决商，智能舞台领域龙头。大丰实业设立于2002年，前身为余姚市视听器材厂，致力成长为全球领先的文体旅产业整体集成方案解决商，集文体旅创新科技和文体旅赋能服务于一体的平台企业。公司从事文体科技装备、数字艺术科技和轨道交通装备等业务，拥有行业领先的创意、研发、试制、生产和检测基地（或研究院），综合实力雄厚。尤其在智能舞台领域，通过多年品牌服务积累和技术创新沉淀，公司已成为行业龙头。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**公司业务服务体系完整。**作为全球领先的文体旅产业整体集成方案解决商，公司的主营业务主要面向政府及相关行业客户。大部分项目具有比较强的个性化需求，交付时间和工期比较紧。目前，公司已经建立了完整的业务服务体系，尤其具备国家重大文体旅项目的紧急交付能力和运营保障能力，能快速挖掘整合用户需求，提供创意策划方案和技术实现方案，并快速进行产品定制设计、生产安装及调试。

图 2：公司提供整体解决方案



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**全产业链布局，积极发挥集成和整合优势保障项目交付。**公司建立起全产业链的业务布局以及完备的业务体系，具备文化、体育和旅游行业的策划、创意、智造、投资、运营全产业链、全生命周期优势，能为客户提供完整的行业解决方案。在项目交付上，公司已探索出一套集成项目设计与管理经验，拥有舞台机械、灯光音视频、智能化、座椅看台、装饰幕墙等专项设施及整体解决方案的集成能力。同时，公司拥有行业内舞台机械、灯光音响、座椅等产品以及系统集成最大的交付能力，承接了大量时间紧、任务重、难度大的项目，综合竞争力凸显。

图 3：公司经营模式

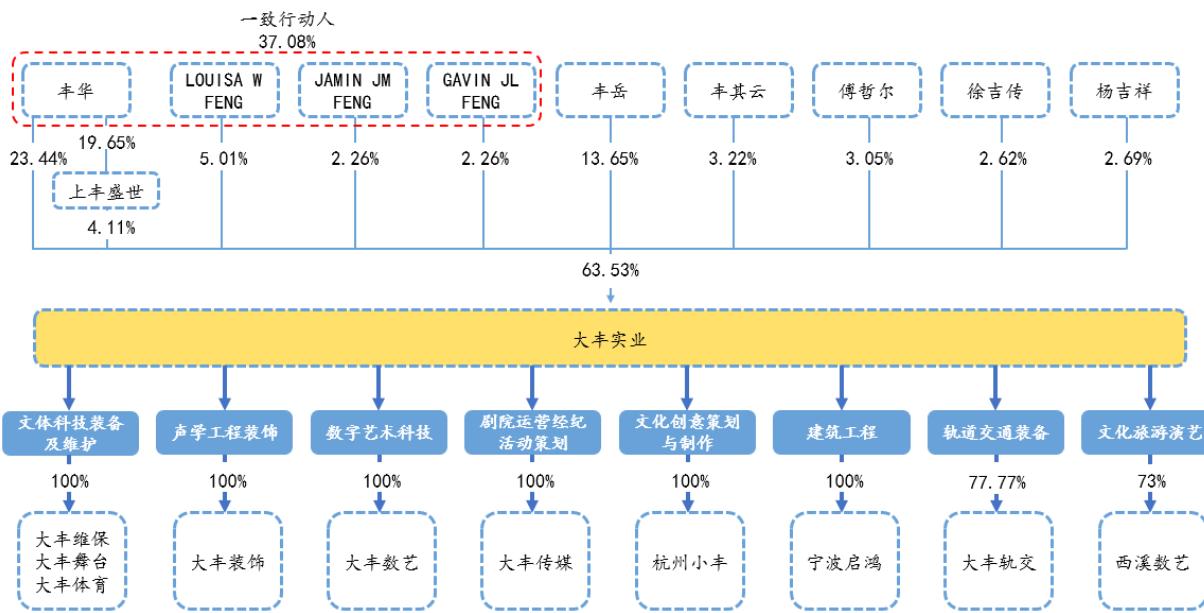


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

## 1.2 公司股权结构集中，旗下子公司覆盖产业链上下游

公司股权结构相对集中，旗下子公司业务覆盖文体旅全产业链。截至 2022 年三季度，大丰实业的实际控制人为丰华、王小红、丰嘉隆、丰嘉敏，其中王小红为丰华的配偶，丰嘉隆、丰嘉敏为丰华与王小红的儿子。上述一致行动人通过直接和间接的方式合计持有大丰实业 37.08% 的股份。旗下子公司覆盖文旅体全产业链，业务性质从高端智造（文体科技装备及维护、建筑工程、声学工程与装饰等）到内容创意和运营服务（数字艺术科技、活动内容策划与制作、剧院经纪与运营等），此外还涉及轨道交通领域，为城轨、城际、高铁、普铁等车辆提供配套产品。

图 4：公司股权结构



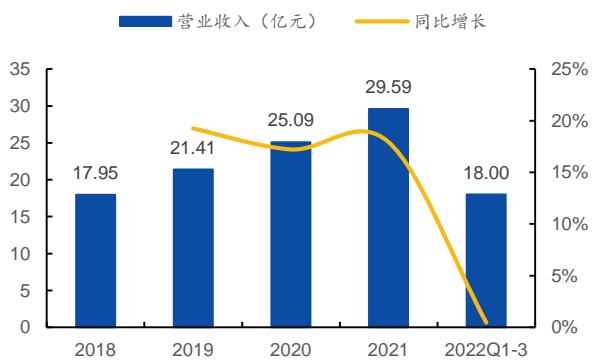
资料来源：公司公告，Wind，企查查，国元证券研究所

注：股权结构截至 2022 年三季报

### 1.3 经营业绩稳健增长，新业务未来可期

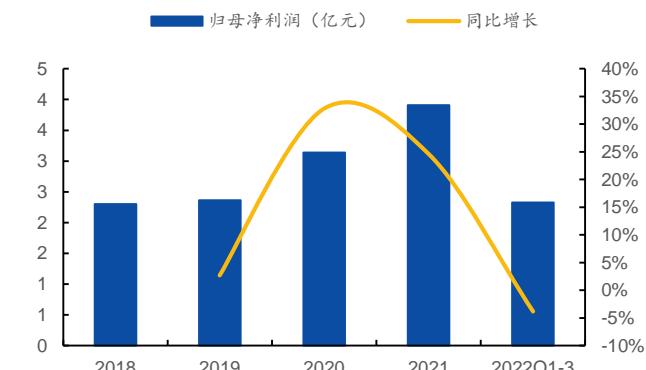
积极克服疫情等不利因素，2022Q1-3 公司营收保持稳定，22Q3 业绩边际改善。公司积极布局文体旅全产业链，巩固舞台机械龙头地位，规模稳步增长。2018-2021 年公司营收从 17.95 亿元增长至 29.59 亿元，CAGR 达 18.12%；归母净利润从 2.30 亿元增至 3.91 亿元，CAGR 达 19.34%。2022 年以来国内疫情多点散发，抑制行业需求，公司的项目交付进度亦受到一定的影响，公司仍能保证营收的增长，2022Q1-3 公司营收 18.00 亿元，同比增长 0.45%；归母净利润为 2.32 亿元，同比下滑 3.82%。单三季度来看，2022Q3 公司营收/归母净利润分别为 6.80/0.97 亿元，同比增长 6.96%/33.35%。

图 5：公司 2018-2021 年营收 CAGR 为 18.12%



资料来源：Wind, 国元证券研究所

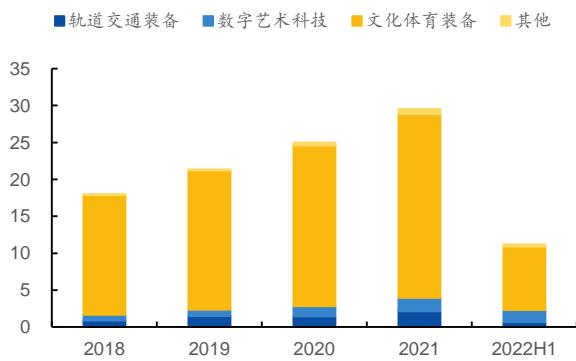
图 6：公司 2018-2021 年归母净利润 CAGR 为 19.34%



资料来源：Wind, 国元证券研究所

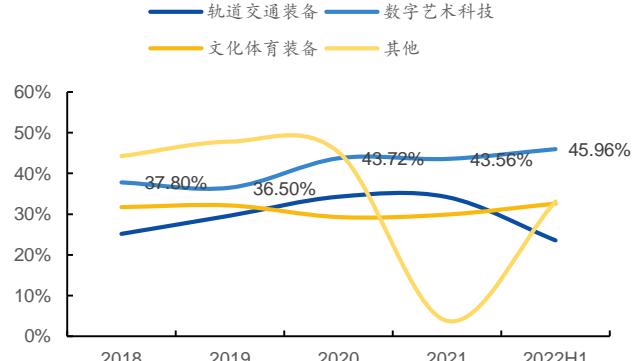
**文体装备业务贡献主要收入，数字艺术科技营收快速增长。**公司作为国内的舞台机械龙头，文化体育装备业务收入持续增长，并贡献主要的收入。2018-2021 年该业务营收由 0.78 亿元提升至 24.90 亿元，CAGR 为 15.26%，营收占比由 2018 年的 90.68% 下滑至 2021 年的 84.33%。公司紧跟文旅产业发展和市场需求，积极拓展数字艺术科技业务，其营业收入从 2018 年的 0.78 亿元增长至 2021 年的 1.80 亿元，CAGR 为 32.12%，营收占比从 2018 年的 4.35% 提升至 2021 年的 6.10%。公司的轨道交通装备业务亦快速增长，营收从 2018 年的 0.86 亿元提升至 2021 年的 2.15 亿元，CAGR 为 35.46%，2021 年营收占比为 7.27%。

图 7：公司收入构成（按产品拆分，单位：亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 8：公司各业务毛利率情况

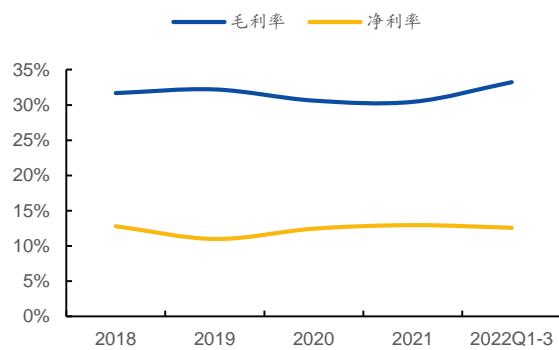


资料来源：Wind, 国元证券研究所

**数字艺术科技业务具备较高毛利率，未来营收占比的提升有望持续增厚公司的盈利水平。**公司盈利水平整体维持稳定状态，毛利率维持在 30%-33% 的区间。分业务来看，数字艺术科技业务的毛利率由 2018 年的 37.80% 提升至 2022H1 的 45.96%。未来该业务占比的持续提升，有望持续增厚公司的盈利水平。

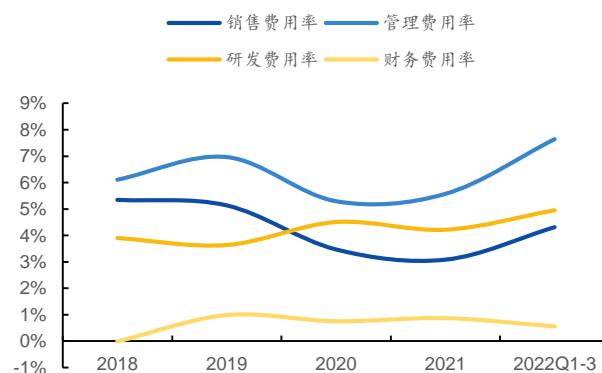
**2022Q1-3 公司的期间费用率有所提升，但整体维持在合理可控区间内。2022Q1-Q3 公司管理费用率同比提升 1.29pct 达 7.65%，销售费用率同比提升 0.11pct 至 4.31%，研发费用率同比下降 0.34pct 至 4.95%，财务费用率同比下降 0.62pct 至 0.56%。**

图 9：公司毛利率、净利率维持稳定



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 10：公司研发费用率逐年提升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

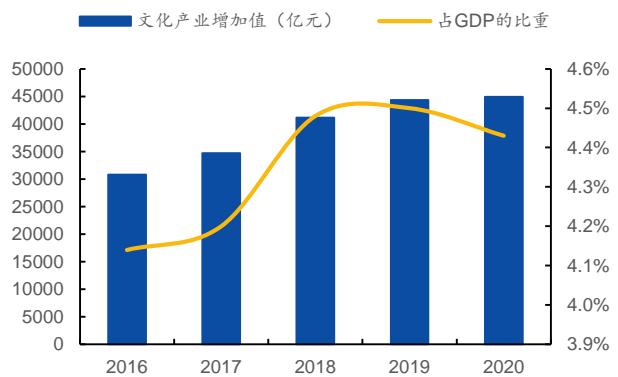
## 2. 政策与消费需求双驱动，推进文体旅产业发展

### 2.1 文化产业稳步提升，消费升级更注重文化创意产业

文化产业受疫情影响小，产值持续增长。文化产业增加值逐年提升，从 2016 年的 30785 亿元增长至 2020 年 44945 亿元，CAGR 为 9.92%。2020 年文化产业增加值占 GDP 的比重略有下降，降至 4.43%，同比微降 0.07pct，整体情况良好，受疫情影响较小。

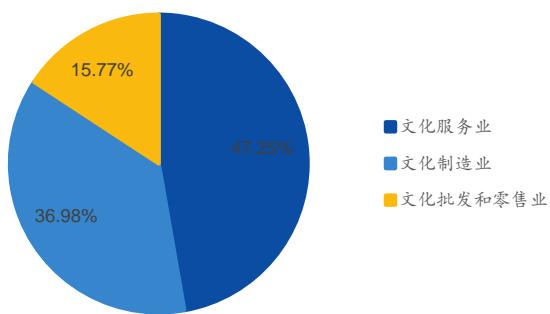
消费升级趋势下，文化服务业的产值占比最高。文化及相关产业按行业分，分为文化制造业、文化批发和零售业、以及文化服务业。2021 年我国文化服务业产值 56255 亿元，占比 47.25%。随着从“物质”转向“精神”的消费升级，预计未来文化服务业增加值的占比将持续提升。

图 11：2016-2020 年文化产业增加值及占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，中商产业研究院，智研咨询，国元证券研究所

图 12：2021 年中国文化产业营收结构（按产业类型）



资料来源：国家统计局，智研咨询，国元证券研究所

**文化市场供需潜能释放，利好文化及相关产业企业。**2017-2021 年中国规模以上文化及相关产业企业营业收入持续增长，从 91950 亿元增长至 119064 亿元，CAGR 为 6.67%。2021 年规模以上文化及相关产业企业营收大幅提升，同比增速为 20.86%。随着我国经济运行稳中加固，稳中向好，文化市场供需潜能逐步释放，文化及相关产业有望保持向好态势，企业营收将进一步增长。

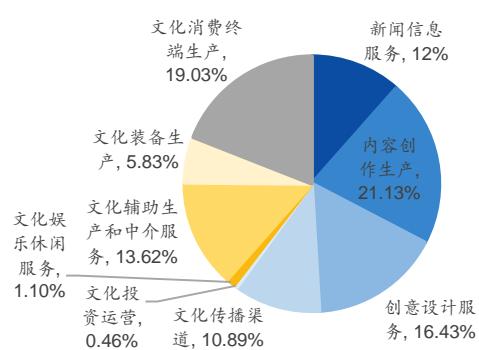
**内容创作、文化消费、创意设计占文化市场主体。**从具体行业来看，2021 年营收排名前三的行业是内容创作生产、文化消费终端生产、创意设计服务，营业收入分别为 25163 亿元、22654 亿元、19565 亿元，占整体规模以上文化及相关产业企业营收的比重分别为 21.13%、19.03%、16.43%。

图 13：国内规模以上文化及相关产业企业营业收入持续增长



资料来源：国家统计局，智研咨询，国元证券研究所

图 14：2021 年中国文化产业营收结构（按行业类别）



资料来源：国家统计局，智研咨询，国元证券研究所

## 2.2 政策推动文旅体产业创新发展

国家大力投资文旅体产业，文体设施人均面积逐年增长。“十三五”规划明确提出，到 2020 年文化产业要成为国民经济支柱性产业，意味着文化产业在“十三五”期间将保

持总体上的高速增长。2016-2020 年国家用于发展社会文化和旅游事业经费的人均支出在逐年增加，从 55.74 亿元增长至 77.08 亿元，CAGR 为 8.44%。同时，我国平均每万人群众文化设施建筑面积也在逐年提升，2020 年平均每万人群众文化设施建筑面积达 331.32 平方米，同比增长 2.66%。而 2020 年我国体育场地面积已达 30.99 亿平方米，同比增长 6.24%，体育场地人均面积达 2.2 平方米。2020 年体育场地有 371.34 万台，同比增长 4.77%。

图 15：2016-2020 年全国人均文化和旅游事业费

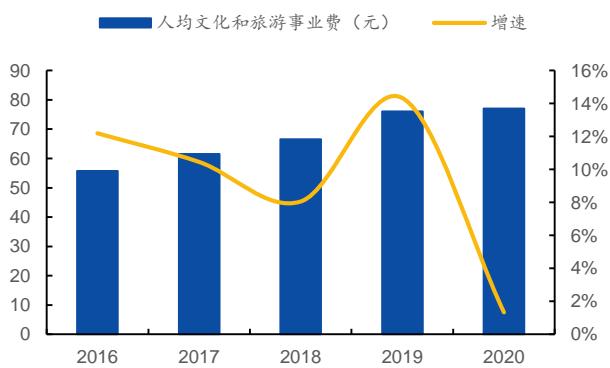


图 16：全国平均每万人群众文化设施建筑面积逐年提升



资料来源：文化和旅游部，国元证券研究所

资料来源：文化和旅游部，国元证券研究所

**“十四五”以创新与科技驱动文化产业新发展。**继“十三五”规划后，“十四五”文化产业发展规划明确要坚持以创新驱动文化产业发展，落实文化产业数字化战略，促进文化产业“上云用数赋智”，推进线上线下融合，推动文化产业全面转型升级，提高质量效益和核心竞争力。

**科技与文化结合，三方面推动文化产业发展。**在文化产业创新发展中以三个方面推动：1) 线上演播，构建线上线下融合、演出演播并举的演艺产业创新发展格局；2) 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；3) 数字艺术展示，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。

**文化和旅游融合，建设富有文化底蕴的旅游景区。**“十四五”旅游业发展规划明确提出到 2025 年，旅游业发展水平不断提升，现代旅游业体系更加健全，满足大众旅游消费需求。同时，要将文化和旅游深度融合，建设一批富有文化底蕴的世界级旅游景区和度假区，打造一批文化特色鲜明的国家级旅游休闲城市和街区，推动红色旅游、乡村旅游等加快发展。

**表 1：文旅体产业相关政策**

| 日期         | 政策                            | 内容介绍   |
|------------|-------------------------------|--|
| 2014.10.20 | 《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》    | 到 2025 年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。  |
| 2017.04.20 | 《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》          | 到 2020 年文化产业要成为国民经济支柱性产业。根据该目标，文化产业未来的增加值至少应该达到 5 万亿元，年均名义增长率至少要保持在 13% 以上，这意味着文化产业在“十三五”期间将保持总体上的高速增长。  |
| 2019.08.23 | 《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》   | 鼓励建设集合小剧场、文化娱乐场所等多种业态的消费集聚地。   |
| 2021.05.06 | 《“十四五”文化产业发展规划》               | 明确了“十四五”文化产业发展的总体要求、重点任务、保障措施，系统部署指导文化和旅游系统文化产业工作，描绘文化产业发展趋势。  |
| 2021.12.21 | 《文化和旅游部关于推动国家级文化产业园区高质量发展的意见》 | 到 2025 年，国家级文化产业示范园区达到 50 家左右，规模优势和集聚效应更加显现，培育一批具有发展潜力的国家级文化产业示范园区创建单位，不断提高创建水平，形成高质量的创建梯队。  |
| 2022.01.20 | 《“十四五”旅游业发展规划》                | 提出七项重点任务。一是坚持创新驱动发展，深化“互联网+旅游”，推进智慧旅游发展；二是优化旅游空间布局，促进城乡、区域协调发展，建设一批旅游城市和特色旅游目的地；三是构建科学保护利用体系，保护传承好人文资源，保护利用好自然资源；四是完善旅游产品供给体系，激发旅游市场主体活力，推动“旅游+”和“+旅游”，形成多产业融合发展新局面；五是拓展大众旅游消费体系，提升旅游消费服务，更好满足人民群众多层次、多样化需求；六是建立现代旅游治理体系，加强旅游信用体系建设，推进文明旅游；七是完善旅游开放合作体系，加强政策储备，持续推进旅游交流合作。 |
| 2022.01.29 | 《京张体育文化旅游带建设规划》               | 提出到 2025 年区域体育文化旅游产业布局、产品供给及高质量产业发展体系初步形成，到 2035 年全面形成。  |

资料来源：中国政府网，国元证券研究所

### 3. 文体科技装备龙头，深度受益消费类设备更新政策

#### 3.1 文体科技领域龙头地位，优势持续巩固

公司文体科技装备业务主要包括：智能舞台、智能座椅、灯光工程、数字场馆等核心产品的研发、智造与安装。典型案例有：央视春晚、北京鸟巢体育场、杭州奥体中心、国家大剧院合成剧场、新中央电视台大剧院、上海世博演艺中心、中国艺术节主会场、只有河南•戏剧幻城、杭州电竞中心、西安曲江万人竞技中心等。

**表 2：公司文体科技装备业务**

| 产品类别 | 技术介绍  |  | 应用案例  |
|------|---|--|---|
| 智能舞台 | <p><b>国际首创：</b>柔性齿条升降系统、整体履带行走反声罩等。</p> <p><b>国内首创：</b>万向车台、无拖缆侧车台行走系统、高速演员升降小车系统、多个高度行走车台系统、万向智能车转台系统、叠层式车台系统、气垫模块移动系统、垂直交叉轨道双向车台系统、特大型露天多功能组合舞台系统、超大弧形高速升降屏系统、大倾角车载旋转台系统、大型耐腐蚀水火组合转轮系统、特大型水中升降台系统、铝合金拼装式组合转台系统、基于5G频段的无线遥控轨道飞行器、4D动感科幻体感椅系统、大型LED移动屏系统、无褶大幕系统、大幕机三动作系统、声学环轨幕布收纳系统等。</p> <p><b>其他先进技术：</b>水中安全防护技术、超便携式移动单点吊机、超大型多维度组合活动看台等。</p> |  | <p>国内：央视春晚、国家大剧院合成剧场、新中央电视台大剧院、新北京电视台大剧院、武汉万达汉秀、江苏大剧院、天津文化中心、重庆大剧院、吉林市人民大剧院、上海世博演艺中心、大型实景演出《中国出了个毛泽东》；</p> <p>国外：俄罗斯乌兰乌德剧院、哈萨克斯坦和平宫大剧院、印度梦想王国大剧院、斯里兰卡国际艺术剧院、阿尔及利亚歌剧院等</p> |
| 灯音视频 | <p>灯光系统</p> <p>灯光系统设计具备国际水准。系统配置和功能合乎现代剧场、音乐厅、演播厅、电视转播、体育场馆等灯光的要求；充分考虑系统的前瞻性、可扩展性、合理性以及良好的性价比，保持领先地位。</p>   | <p>国家大剧院合成剧场、新中央电视台大剧院、新北京电视台大剧院、南京青奥中心、天津文化中心、桂林大剧院、宁波文化广场大剧院等</p>      |   |
|      | <p>音响系统</p> <p>满足大剧院的大型文艺演出和表演歌剧、音乐会、电视台和电台对各种文艺节目的直播和录播、大型综艺晚会以及各种庆典活动的需求，同时兼顾会议、报告等舞台音响系统的需求。</p>   | <p>中国京剧院、中央音乐学院、上海儿童艺术剧场、吉林大剧院、吉林全民健身中心、桂林剧院等</p>                        |   |
|      | <p>视频系统</p> <p>采用国际流行的安全模式，技术成熟、可靠的全数字信号传输系统，实现网内资源共享、多点监控与遥控，提高舞台视频系统综合性价比，确保设备配置的先进性、扩展性和可靠性，满足现代剧场要求，又能扩充余量。</p>   |  |   |
| 智能系统 | <p>自主研发的 DAFENG STACON 是全新一代的舞台专用的运动控制系统，是国内舞台行业唯一获得国际权威机构 TUV 认证的符合 SIL3 标准的安全控制系统，比国内现行系统更可靠、更安全，完成各种高动态的复杂的运动控制及各种实时的安全监控，适用于各种剧院、秀场、演播厅，及各种特殊表演用的舞台机械设备的控制。</p>   |  | -   |
| 高端装饰 | <p>声学装饰</p> <p>大丰已出色完成文化中心、影剧院、音乐厅、广电中心、录音棚、体育馆、多功能厅等有严格声学要求观影建筑、声学装饰工程。具有合适的响度、合适的混响时间、充分利用近次反射声、声能分布均匀、避免出现音质缺陷等优点。</p>   | <p>上海马戏城、宁波文化广场大剧院、牡丹江文化中心、新乡工人文化宫、浙江广电演播厅、浙江音乐学院、河南电视台、云南电视台、常德群艺馆等</p> |   |
|      | <p>幕墙装饰</p> <p>大丰装饰是集室内外装饰、建筑幕墙、机电设备安装、建筑智能化、设计和施工一体化的大型建筑装饰装修公司，具有国家建筑装修装饰专业承包一级资质、建筑装饰专项工程设计甲级资质、建筑幕墙工程设计与施工一级资质。</p>   | <p>中国裘皮城、贵阳孔学堂、沂源党校、杭州创新创业新天地、宁波国安局、交通银行宁波分行等</p>                        |   |

资料来源：公司官网，公司招股说明书，国元证券研究所

**表 3：公司文体科技装备业务（续上表）**

| 产品类别 | 技术介绍   | 应用案例  |
|------|--|---|
| 活动看台 | 大丰的活动看台有数十个品种，被列入国家火炬计划。看台伸展时呈阶梯形，回缩后占极少空间，实现一馆多用。适用于电视台演播室、多功能厅、体育场馆、会展中心、报告厅等场所。 | 国家体育馆、重庆国际博览中心、上海世博演艺中心、中央电视台、四川电视台、湖南电视台、长隆马戏城、印象西湖、澳门银河百老汇、希腊和平友谊体育馆等   |
| 公共座椅 | 大丰公共座椅拥有 <b>7大系列，600多个品种</b> ，广泛用于大剧院、演播厅、音乐厅、报告厅等场所。                              | 体育场（馆）椅：雅典奥运会、北京奥运会、都灵冬奥会、俄罗斯索契冬奥会、温哥华冬奥会、南非世界杯、上海F1大奖赛、美国F1国际赛车场等<br>剧场及休闲椅：国家京剧院、国家图书馆、上海文化广场、天津文化中心、河南艺术中心、新疆大剧院、哈尔滨大剧院、杭州大剧院、广州白云国际会议中心、哈萨克斯坦和平宫大剧院、非盟国际会议中心、北京首都机场、武广高铁全线等场所 |

资料来源：公司官网，招股说明书，国元证券研究所

**公司自主研发的控制系统处国内领先地位。**公司自主研发 DAFENG STACON 是舞台专用的运动控制系统，是国内唯一获得国际权威机构 TUV 认证的符合 SIL3 标准的安全控制系统。DAFENG STACON 具备各项国内外领先控制技术，比如国内首创激光导航无线万向车台控制技术、国内首套空间轨迹特技飞行控制系统、国际领先的舞台表演自动追光系统、国际首创 6 自由度机械臂控制系统等，最大程度满足各类艺术表演需求。在 2020 年江苏无锡“拈花一笑”项目中，公司运用 STACON 智能控制系统，精准控制 2000 多个三维空间动态坐标，3960 套运动小车，操控超过 30 万个零件组成的 8 棵奇异花树，并结合激光投影和全息数字影像技术等，打造 360°沉浸观演的表演景致。

**图 17：研发的 DAFENG STACON 智能控制系统组成**


资料来源：公司官网，国元证券研究所

**图 18：江苏无锡“拈花一笑”**


资料来源：公司官网，国元证券研究所

**拥有多项资质证书，具有行业壁垒优势。**公司拥有多项建筑工程与承包资质证书，包含建筑行业建筑工程（建筑装饰工程、建筑幕墙工程、轻型钢结构工程、建筑智能化系统、照明工程、消防设施工程）等设计甲级资质，以及建筑总承包、机电工程施工总承包、电子与智能化工程、建筑装修、建筑幕墙、综合技术能力（舞台机械、专业灯

光、专业音响、音视频)等承包一级资质，在大型工程承揽及运作、一体化集成、研发设计、制造等方面具有行业壁垒优势。新进入者由于缺乏技术储备和相关工程建设资质条件下很难获得大项目订单和系统集成工程。

图 19：公司建筑行业建筑工程设计甲级资质



图 20：公司多项承包一级资质证书



资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

**国家级项目经验为背书，多次中标重大项目。**公司凭借出色设计理念、过硬产品质量和先进创新技术，在对产品功能、性能、稳定性、可靠性等多方面高要求的文体设施行业中，多次中标重大项目。此类项目具有金额数大（重大项目中标价均达一亿以上）、回款周期长（预付款 30%—发货和现场安装—安装后付款 70%-80%—验收后付款 95%—1-2 年质保金 5%）、客户信誉度高等特点，能进一步开拓公司的优质客户资源和战略合作伙伴关系，增强客户粘度。同时，提升了公司收集项目信息能力、议价能力、风险应对能力等，提高行业竞争地位。从项目中标情况来看，2021 年 11 月 12 日，公司中标海口市国际免税城项目（地块五）主题中庭施工工程项目，中标金额达 2.33 亿元，将业务场景延伸至文商旅消费新场景。2022 年公司中标温州高新文化广场运营服务项目，标志着公司在浙江省内已有 8 处面向消费者的文旅运营项目。

近期国务院最新常务会议将消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围，有望带动旅游景区、度假区、重点游乐园等文旅场所设备的更新购置需求。2022 年 10 月 26 日的国务院常务会议指出，要推动扩投资促消费政策加快见效。一是财政金融政策工具支持重大项目建设、设备更新改造，要在四季度形成更多实物工作量。推动项目加快开工建设，确保工程质量。支持民间投资参与重大项目。加快设备更新改造贷款投放，同等支持采购国内外设备，扩大制造业需求并引导预期。二是促进消费恢复成为经济主拉动力。扩大以工代赈以促就业增收入带消费，将消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围。

我们认为，大丰实业作为国内文体科技装备、舞台机械龙头，将深度受益于此次消费类设备的贴息政策，带动业绩的增量空间。

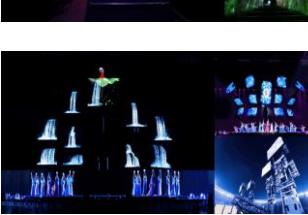
### 3.2 数字科技与文化艺术结合，赋予文旅新体验

**紧跟市场需求，赋能文旅体验，逐步向科技创新型服务商转型。**浙江大丰数艺科技有限公司（数艺科技）为大丰实业的全资子公司，通过集成、场景和商业模式的创新，聚焦文体旅主业，针对城市更新与城市文化综合体、城市型文旅融合与夜间经济、景区型文旅融合与景区三大业务领域策划实施科技和文化融合项目。在景区街区夜间经济、沉浸式文旅演艺、公共文化服务等板块，成功打造一批各版块的头部项目，培养出文化与科技融合创新能力，开启由文旅科技设备整体解决方案供应商向科技创新型文体旅产业基础设施（科技、内容 IP、服务）服务商转型。

**专业定制化服务贯穿项目全周期。**数艺科技为客户提供策划、创意、导演、设计、建设、运营、管理等整体集成解决方案和专业化定制式服务。从前期负责项目顶层设计、打造城市文旅新 IP；中期实施设计项目落地，并提供完善且具有创意的整体解决方案；后期保障售后服务，拥有专业的运营管理和技术保障团队。公司整套专业定制化服务涵盖项目全产业链，贯穿全周期，具有产业优势。

**运用 AR/VR 先进技术，打造沉浸式文旅体验。**数艺科技运用大数据、AI、增强现实（AR）、虚拟现实（VR）、混合现实（MR）、全息、裸眼 3D、5G 等国际前沿高科技技术，打造了一批具有地方文化特色和艺术生命力的文化科技融合项目，为城市、全域旅游、景区、特色小镇提供形象升级。2020 年，数艺科技策划设计并落地完成国内首个大型沉浸式光影互动体验夜游《夜书今生缘》，多项技术属业内首创；2021 年 5 月，公司投资、策划、创意、智造、运营的杭州西溪湿地演艺项目《今夕共西溪》开始对外公演；同年，完美交付林州红旗渠廉政馆等经典项目，拓展红色旅游景区业务。

**表 4：数艺科技部分重点项目**

| 项目名称                         | 时间     | 基本介绍   | 图例  |
|------------------------------|--------|--|---|
| 厦门海沧湖白鹭水秀—亚洲最大水幕投影秀          | 2017 年 | 180*80 米震撼的水幕投影效果，48 台顶级投影机。投影视频充分结合海沧湖的滨海特色，以喷泉为主，水幕和焰火配合表演，巧妙运用当今国际上最先进的高科技手段，结合舞蹈、音乐等艺术形式。  |    |
| 柞水“洞天福地”文旅小镇—全球首个大型山体光影艺术群   | 2017 年 | 大型史诗级裸眼 3D 巨崖光影秀：悬崖绝壁上的《秦岭史诗》纵横千里，上下万年。隧道沉浸式驾乘光影秀：搭乘时空列车，穿越三大时空——浩瀚星空、壮丽山河与人类文明，回光溯源，寻梦秦岭。   |    |
| 雅加达亚运会—“杭州时间”智能舞屏            | 2018 年 | “会跳舞的机器人”总重超百吨，伸展高度超 13 米，搭载国内唯一，大丰自主研发，运用 SIL3 标准的 DAFENG STACON 系统，基于人工智能独创的仿生控制系统，开创了 4 节机械臂的多轴联动机器人技术，通过 3D 动画模拟驱动 54 个轴运行的空间控制曲线，实时呈现“所见即所得”的效果。    |    |
| “意象凤城”泰州盐税博物馆—裸眼 3D 投影秀      | 2018 年 | 以泰州盐税博物馆为载体，运用先进裸眼 3D 手法，将泰州的历史、文化、民俗、景观与艺术元素有机结合，呈现全景式的视听体验。现成为具有人文特色的泰州夜游新名片。获奖情况：该项目在第十四届中照照明奖评选中获得照明工程设计奖三等奖。  |   |
| 国庆 70 周年大典浙江彩车               | 2019 年 | 大丰作为该项目的生产制作团队，创造性地将浙江元素融会贯通，完美呈现在方寸间，展现大丰高精尖的集成能力：智能机械、AI 控制、声学设计、光导纤维等新技术、新工艺的运用，将传统非物质文化艺术的彩车工艺和现代科学技术紧密结合，成为国庆大典游行队伍一道亮丽的风景线。                        |  |
| 杭州“西溪诗话”景观互动装置               | 2019 年 | 雕塑“云梦书”的设计灵感来源于西溪的自然景观与人文内涵，上演一场动感的 3D 投影秀，将洪园的前世今生娓娓道来；在观赏区的户外三防交互式触摸一体机内存 500 首古诗词可供对答，能与云梦书形成互动效果，趣味十足。   |  |
| 贵州安顺“夜书·今生缘”—全国首个大型光影装置互动体验秀 | 2020 年 | 《夜书今生缘》，全国首个沉浸式大型光影装置互动体验秀，安顺爆款文旅 IP，位于旧州古镇山里江南景区。依托当地特有的屯堡、地戏、花海三大文化元素，以光影为笔墨，活化“今生缘”故事 IP，数十项与内容紧密关联的机械、水景、影像等互动体验装置，结合音乐、音效，融入八大片区的行进式实景演绎，开启沉浸式夜游之旅。 |  |

资料来源：公司官网，国元证券研究所

### 3.3 积极布局轨道交通领域，业务再创新高

与多家知名轨交企业达成战略合作，项目遍布国内外。浙江大丰轨道交通装备有限公司（大丰轨交）为大丰实业的控股子公司，主要向城轨、城际、高铁、普铁车辆配

套、轨道工艺设备、旅游观光车等提供车辆整体内饰、座椅，以及铁路装备。大丰轨交与中车、长客、四方、浦镇、株机、唐客、大连机车，以及阿尔斯通、庞巴迪等多名客户建立长期战略合作关系，承接的项目范围覆盖国内外，如杭州、宁波、西安、广州、深圳等国内 14 个城市的地铁或城际列车，以及巴西、阿根廷、印度、菲律宾等国际轨道交通项目。

图 21：公司轨道交通装备业务



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 22：2021 年公司助力亚运会杭州地铁三线



资料来源：公司官网，国元证券研究所

## 4. 盈利预测和投资评级

### 核心假设：

- 1) 受益于消费类设备贴息政策，公司将持续巩固自身舞台机械龙头的领军地位，积极拓展市场，未来科技装备业务将持续稳健增长。
- 2) 数艺科技业务本身基数较低，未来将快速放量。
- 3) 公司轨道交通业务将实现快速增长。子公司大丰轨交不断成功开发多个新产品以拓展市场，成效显著，未来轨交业务将保持稳健增长。

表 5：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

|        | 单位：百万元 | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 文体科技装备 | 收入     | 2489.89 | 2539.69 | 2844.46 | 3128.90 |
|        | YOY    | 14%     | 2%      | 12%     | 10%     |
|        | 毛利率    | 30%     | 30%     | 31%     | 31%     |
| 数艺科技   | 收入     | 180.00  | 342.01  | 513.01  | 718.21  |
|        | YOY    | 28%     | 90%     | 50%     | 40%     |
|        | 毛利率    | 44%     | 44%     | 45%     | 46%     |
| 轨道交通   | 收入     | 214.75  | 214.96  | 225.71  | 237.00  |
|        | YOY    | 50%     | 0%      | 5%      | 5%      |
|        | 毛利率    | 34%     | 35%     | 35%     | 35%     |
| 其他     | 收入     | 68.03   | 78.23   | 86.06   | 94.66   |
|        | YOY    | 73%     | 15%     | 10%     | 10%     |
|        | 毛利率    | 4%      | 2%      | 2%      | 2%      |
| 合计     | 收入     | 2958.56 | 3174.90 | 3669.23 | 4178.77 |
|        | YOY    | 18%     | 7%      | 16%     | 14%     |
|        | 毛利率    | 30%     | 31%     | 32%     | 33%     |

资料来源：Wind，国元证券研究所

公司作为国内舞台机械龙头，文体科技装备业务将受益于消费类设备的贴息政策浪潮加速抢占市场，积极放量。同时，公司积极拓展业务，数艺科技业务的快速增长将增厚公司的利润空间。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 31.75/36.69/41.79 亿元，归母净利润分别为 4.02/5.60/6.77 亿元。当前股价对应分别为 EPS 为 0.98/1.37/1.65 元，对应 PE 为 11.5/8.2/6.8 倍。对标可比公司风语筑、锋尚文化，2022-2024 年平均 PE 分别为 34.0/14.5/11.6，公司估值明显处于低估状态。参考可比公司平均 PE，给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应目标股价 16.44 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：相对估值表

| 公司简称 | EPS         |             |             |             | PE           |              |              |              |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|      | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| 风语筑  | 1.20        | 0.39        | 0.76        | 0.98        | 26.15        | 30.69        | 14.78        | 11.54        |
| 锋尚文化 | 0.67        | 1.08        | 2.82        | 3.44        | 126.23       | 37.23        | 14.24        | 11.67        |
| 平均值  | <b>0.94</b> | <b>0.74</b> | <b>1.79</b> | <b>2.21</b> | <b>76.19</b> | <b>33.96</b> | <b>14.51</b> | <b>11.61</b> |
| 大丰实业 | 0.96        | 0.98        | 1.37        | 1.65        | 11.77        | 11.45        | 8.22         | 6.80         |

资料来源：Wind，国元证券研究所

## 5. 风险提示

政策支持不及预期风险、应收账款回款不及预期风险、新业务开展不及预期风险、可转债转股摊薄每股收益风险。

**财务预测表**

| 资产负债表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度           | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>流动资产</b>    | 3566.18 | 4219.89 | 4193.77 | 4841.76 | 5733.22 |
| 现金             | 894.15  | 1190.44 | 1245.78 | 1349.01 | 1356.84 |
| 应收账款           | 1042.94 | 1557.08 | 1514.43 | 1896.08 | 2491.59 |
| 其他应收款          | 57.61   | 57.78   | 95.25   | 128.42  | 188.04  |
| 预付账款           | 47.54   | 54.18   | 61.20   | 74.69   | 97.89   |
| 存货             | 249.98  | 309.54  | 329.37  | 390.12  | 460.08  |
| 其他流动资产         | 1273.95 | 1050.87 | 947.75  | 1003.44 | 1138.77 |
| <b>非流动资产</b>   | 1592.42 | 2898.24 | 3398.55 | 3477.71 | 3562.65 |
| 长期投资           | 6.66    | 6.29    | 7.56    | 8.34    | 8.99    |
| 固定资产           | 254.59  | 279.05  | 360.88  | 390.72  | 391.45  |
| 无形资产           | 147.82  | 145.07  | 147.77  | 150.27  | 152.47  |
| 其他非流动资产        | 1183.35 | 2467.83 | 2882.33 | 2928.37 | 3009.74 |
| <b>资产总计</b>    | 5158.60 | 7118.13 | 7592.32 | 8319.46 | 9295.87 |
| <b>流动负债</b>    | 2038.28 | 2612.52 | 2536.79 | 2541.35 | 2674.11 |
| 短期借款           | 230.86  | 228.30  | 331.91  | 230.00  | 240.68  |
| 应付账款           | 948.42  | 1264.96 | 1134.56 | 1159.65 | 1203.45 |
| 其他流动负债         | 859.00  | 1119.26 | 1070.32 | 1151.70 | 1229.98 |
| <b>非流动负债</b>   | 798.64  | 1848.33 | 2063.48 | 2280.64 | 2501.35 |
| 长期借款           | 237.36  | 1246.01 | 1431.01 | 1616.01 | 1801.01 |
| 其他非流动负债        | 561.29  | 602.32  | 632.47  | 664.63  | 700.34  |
| <b>负债合计</b>    | 2836.93 | 4460.85 | 4600.27 | 4821.99 | 5175.46 |
| 少数股东权益         | 44.35   | 43.61   | 41.70   | 38.76   | 34.81   |
| 股本             | 401.81  | 409.09  | 409.09  | 409.09  | 409.09  |
| 资本公积           | 483.74  | 525.48  | 525.48  | 525.48  | 525.48  |
| 留存收益           | 1272.53 | 1603.13 | 1923.39 | 2422.20 | 3037.41 |
| 归属母公司股东权益      | 2277.33 | 2613.67 | 2950.36 | 3458.71 | 4085.60 |
| <b>负债和股东权益</b> | 5158.60 | 7118.13 | 7592.32 | 8319.46 | 9295.87 |

| 现金流量表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度           | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 209.43  | -357.72 | -391.84 | 114.47  | -91.02  |
| 净利润            | 312.39  | 383.24  | 400.16  | 557.24  | 672.62  |
| 折旧摊销           | 36.95   | 43.38   | 35.99   | 45.18   | 51.33   |
| 财务费用           | 18.86   | 25.70   | 16.08   | 23.34   | 30.12   |
| 投资损失           | -10.90  | -11.65  | -10.21  | -18.23  | -21.45  |
| 营运资金变动         | -193.22 | -846.13 | -253.72 | -531.77 | -821.80 |
| 其他经营现金流        | 45.34   | 47.74   | -580.14 | 38.71   | -1.84   |
| <b>投资活动现金流</b> | -399.90 | -286.37 | 134.34  | -51.87  | -52.62  |
| 资本支出           | 539.27  | 237.75  | 34.00   | 28.00   | 23.00   |
| 长期投资           | -117.08 | 77.10   | 7.00    | 13.63   | 8.47    |
| 其他投资现金流        | 22.29   | 28.48   | 175.34  | -10.24  | -21.15  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 311.90  | 949.26  | 312.84  | 40.63   | 151.46  |
| 短期借款           | 148.78  | -2.56   | 103.61  | -101.91 | 10.68   |
| 长期借款           | 185.33  | 1008.65 | 185.00  | 185.00  | 185.00  |
| 普通股增加          | 0.01    | 7.27    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积增加         | 1.73    | 41.74   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他筹资现金流        | -23.95  | -105.84 | 24.23   | -42.46  | -44.22  |
| <b>现金净增加额</b>  | 122.53  | 304.59  | 55.34   | 103.23  | 7.83    |

| 利润表             |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度            | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| 营业收入            | 2509.11 | 2958.56 | 3174.90 | 3669.23 | 4178.77 |
| 营业成本            | 1741.17 | 2058.33 | 2185.60 | 2489.57 | 2796.85 |
| 营业税金及附加         | 18.05   | 19.42   | 19.74   | 19.00   | 20.00   |
| 营业费用            | 86.99   | 91.11   | 119.82  | 132.34  | 154.74  |
| 管理费用            | 132.79  | 164.81  | 179.12  | 189.12  | 197.59  |
| 研发费用            | 112.96  | 124.53  | 148.97  | 153.69  | 183.01  |
| 财务费用            | 18.86   | 25.70   | 16.08   | 23.34   | 30.12   |
| 资产减值损失          | -11.70  | 3.16    | 2.14    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动收益        | 4.53    | 1.39    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益           | 10.90   | 11.65   | 10.21   | 18.23   | 21.45   |
| <b>营业利润</b>     | 366.59  | 459.76  | 477.09  | 646.43  | 791.82  |
| 营业外收入           | 4.12    | 1.12    | 4.00    | 7.43    | 3.00    |
| 营业外支出           | 2.62    | 3.78    | 3.00    | 2.12    | 3.50    |
| <b>利润总额</b>     | 368.09  | 457.10  | 478.09  | 651.74  | 791.32  |
| 所得税             | 55.70   | 73.85   | 77.93   | 94.50   | 118.70  |
| <b>净利润</b>      | 312.39  | 383.24  | 400.16  | 557.24  | 672.62  |
| 少数股东损益          | -1.28   | -7.63   | -1.91   | -2.93   | -3.96   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 313.67  | 390.87  | 402.07  | 560.17  | 676.58  |
| EBITDA          | 422.40  | 528.83  | 529.16  | 714.95  | 873.27  |
| EPS(元)          | 0.78    | 0.96    | 0.98    | 1.37    | 1.65    |

| 主要财务比率         |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 17.21 | 17.91 | 7.31  | 15.57 | 13.89 |
| 营业利润(%)        | 33.95 | 25.41 | 3.77  | 35.50 | 22.49 |
| 归属母公司净利润(%)    | 32.80 | 24.61 | 2.87  | 39.32 | 20.78 |
| <b>盈利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 30.61 | 30.43 | 31.16 | 32.15 | 33.07 |
| 净利率(%)         | 12.50 | 13.21 | 12.66 | 15.27 | 16.19 |
| ROE(%)         | 13.77 | 14.95 | 13.63 | 16.20 | 16.56 |
| ROIC(%)        | 23.54 | 50.72 | 41.60 | 40.36 | 33.75 |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 54.99 | 62.67 | 60.59 | 57.96 | 55.67 |
| 净负债比率(%)       | 16.78 | 34.13 | 40.27 | 40.27 | 41.45 |
| 流动比率           | 1.75  | 1.62  | 1.65  | 1.91  | 2.14  |
| 速动比率           | 1.63  | 1.50  | 1.52  | 1.75  | 1.97  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.53  | 0.48  | 0.43  | 0.46  | 0.47  |
| 应收账款周转率        | 1.88  | 1.86  | 1.68  | 1.71  | 1.51  |
| 应付账款周转率        | 1.98  | 1.86  | 1.82  | 2.17  | 2.37  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.77  | 0.96  | 0.98  | 1.37  | 1.65  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.51  | -0.87 | -0.96 | 0.28  | -0.22 |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.57  | 6.39  | 7.21  | 8.45  | 9.99  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 14.67 | 11.77 | 11.45 | 8.22  | 6.80  |
| P/B            | 2.02  | 1.76  | 1.56  | 1.33  | 1.13  |
| EV/EBITDA      | 7.06  | 5.64  | 5.64  | 4.17  | 3.41  |

**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，本报告清晰准确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”）在中华人民共和国内地（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](http://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                |