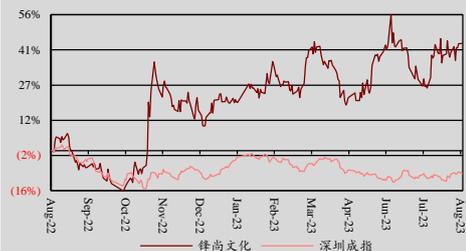


300860.SZ
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 62.08

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19.0	14.6	19.5	43.5
相对深圳成指	18.8	12.2	19.8	52.7

发行股数 (百万)	137.17
流通股 (百万)	41.94
总市值 (人民币 百万)	8,515.37
3个月日均交易额 (人民币 百万)	109.98
主要股东	
沙晓岚	41.84

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 8 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务: 专业服务

证券分析师: 李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522090001

联系人: 纠泰民

(8621)20328498

taimin.jiu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030002

锋尚文化

国内舞美创意设计龙头，业务边界持续扩张

我国文化创意设计等产业起步略晚，当前仍处行业规模不断增长的发展阶段。锋尚文化长期深耕舞美创意，积累了多个重大项目经验，并同时培育了品牌影响力。此外，公司也在实现全流程解决方案的背景下横向扩展业务范畴，凭借公司自身优秀的影响力在多领域、多市场开拓业务，新增长曲线值得期待。短期来看，公司有望受益于以后相关文化演出、旅游需求短期快速释放。长期来看，作为实现文化自信、培育文化软实力的企业，以及作为能随国民日益增长的文化需求而同步发展的企业，成长空间仍较为广阔。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **长期专业耕耘铸就行业龙头，品牌影响力已成。**公司前身锋尚有限自 2022 年成立后，即专注从事文化演艺活动的策划、设计等业务。当前，公司业务覆盖了大型文化演艺活动、文化旅游演艺、景观艺术照明与虚拟演艺领域。长期发展下，公司不但承接并参与制作了一系列演艺演出活动项目，如北京奥运会、冬奥会灯光设计制作等。公司自身更是积累了相关工作项目经验、阅历、技术、行业资源等，在相关行业其核心竞争力不断夯实，品牌影响力、品牌背书深入人心。
- **G 端所打造影响力成显著优势，战略下沉后发力拓展 B 端 C 端。**公司过往项目经验中，已顺利交付多类大型国家项目，形成了优秀的品牌背书。根据公司战略目标，公司期待未来将其优势在商业领域得到进一步发挥。当前，公司已成立专门的销售部门，执行主动扩张下沉市场的战略，并且成功参与制作多类商业项目。此外，公司也在积极布局 C 端自运营文旅产品，未来也有望形成新收入增长点。
- **行业规模尚在持续增长，未来潜在发展空间较大。**我国文化产业尚在成长阶段，2011-2021 年文化及相关产业增加值 CAGR 为 13%。短期内看，过去几年的精神文化消费需求有望集中释放，长期来看叠加技术更迭，文化产业的发展或呈现新一轮增长。当前市场竞争情况来看，竞争存在一定差异化，细分领域内同质化竞争现象并不明显。未来创意设计能力、资源整合能力、技术应用能力或将成为市场竞争者的重要优势。而公司长期发展下不但实现了资源的协调应用，公司也在积极拥抱新技术，布局虚拟演艺领域。

估值

- 公司已是国内舞美创意龙头，技术、品牌优势显著，目前尝试布局 C 端，并通过积极开拓政策，在牢固大型项目同时进一步发展 B 端业务，平滑其收入曲线，有望在多赛道实现增长。此外，短期文化演艺市场需求快速释放，长期来看行业也尚在成长期，龙头公司有望受益。我们预计 23-24 年 EPS 分别为 2.79/3.69 元，对应 PE 分别为 22.2/16.8 倍。首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

市场竞争风险、项目制作与收入确认风险、拓展速度不及预期风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	467	320	1,389	1,687	1,978
增长率(%)	(52.6)	(31.4)	334.0	21.5	17.3
EBITDA(人民币 百万)	47	(70)	433	599	705
归母净利润(人民币 百万)	92	15	383	507	573
增长率(%)	(64.6)	(84.0)	2,502.3	32.3	13.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.67	0.11	2.79	3.69	4.18
市盈率(倍)	92.4	578.7	22.2	16.8	14.9
市净率(倍)	2.7	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 锋尚文化：创意设计为核心实现强资源整合，业务品牌长期积淀下影响力广泛	5
1.1 公司发展历程：纵向深耕舞美创意，横向扩展业务范畴.....	5
1.2 公司核心管理层概况和股权结构：管理层业界经验丰富、股权集中稳定.....	6
1.3 公司业务概况：创意设计为核心，立足演艺演出，扩展覆盖范围.....	8
1.4 公司财务概况：期待疫情好转和市场转暖后营收和盈利修复.....	9
2 文化创意与演艺市场：消费需求推动行业规模提升	12
2.1 行业概述：文化规模持续扩大下，创意设计深度价值不断挖掘.....	12
2.2 于公司：下游行业驱动力.....	14
3 公司竞争优势：品牌长期积淀下业务边界不断扩展	19
3.1 承接大型项目积累广泛影响力，打造品牌优势.....	19
3.2 品牌优势助力拓展 B 端下沉市场，继续执行主动型销售策略.....	21
3.3 积极布局 ToC 端自运营文旅产品，有望优化收入结构.....	22
3.4 资深创意设计团队，各环节精细化分工，股权激励绑定人才，团队稳定性强.....	23
3.5 进军线上虚拟演艺项目，技术赋能制作技术，有望打造新成长曲线.....	24
3.6 全流程服务的经营模式，子公司形成协同服务矩阵，兼收并购取得初步成效.....	26
4 盈利预测及估值	29
主营业务发展情况预测及相关假设.....	29
投资建议	31
风险提示	32

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司历史沿革中部分重要节点.....	5
图表 2. 公司发展历史中部分重要项目.....	6
图表 3. 公司部分核心团队成员业界经验丰富.....	7
图表 4. 公司基本股权结构.....	8
图表 5. 公司参控子公司情况.....	8
图表 6. 公司基本业务概述.....	9
图表 7. 公司 2013-2019 疫情前营收持续增长.....	9
图表 8. 归母净利历史表现.....	9
图表 9. 公司费用率情况.....	10
图表 10. 公司毛利率、净利率情况.....	10
图表 11. 公司各业务收入占比.....	10
图表 12. 公司 19 年主营成本拆解.....	11
图表 13. 文化相关产业规模持续提高, 经济重要性逐步增长.....	12
图表 14. 创意设计服务稳步增长, 在文化产业中重要性较为稳定.....	13
图表 15. 文化创意产业核心属性.....	13
图表 16. 演艺、文旅和文化产业部分政策整理.....	13
图表 17. 行业主要参与者.....	14
图表 18. 我国艺术表演团体演出场次.....	15
图表 19. 我国艺术表演团体演出收入.....	15
图表 20. 2021 演出市场消费者年龄特征.....	15
图表 21. 我国国内旅游收入疫情前持续增长.....	16
图表 22. 我国历年国内旅游人次情况.....	16
图表 23. 我国旅游演出场次变化.....	16
图表 24. 我国旅游演出收入情况.....	16
图表 25. 我国城镇化率持续提升.....	17
图表 26. 我国公园个数稳步提升.....	17
图表 27. 夜间经济发展概况.....	17
图表 28. 2020 全球 XR 下游应用行业支出占比.....	18
图表 29. XR 行业下游应用场景概览.....	18
图表 30. 虚拟人市场发展情况.....	18
图表 31. 公司合作伙伴众多, 大型项目积累优质客户资源.....	19
图表 32. 公司过往承接方式以直接委托为主.....	20
图表 33. 大型文化演艺活动收入变动.....	20
图表 34. 公司在手订单充足.....	21

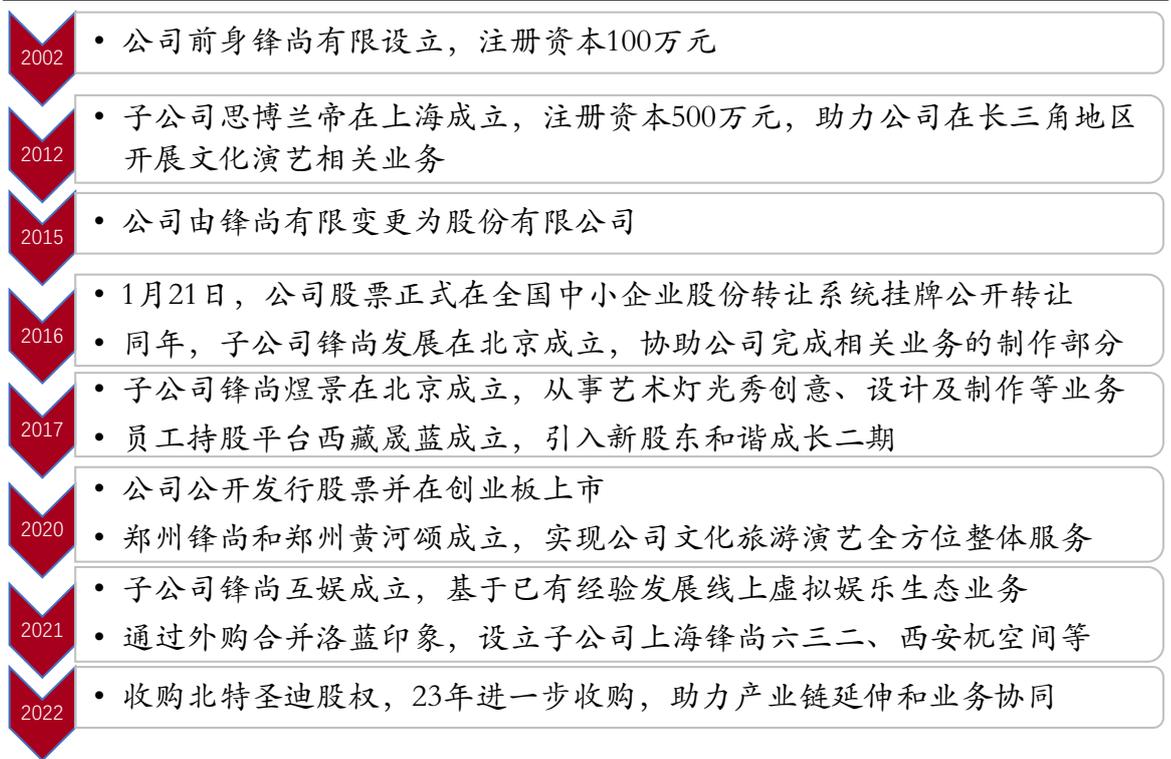
图表 35. 公司流动性现金等资产储备较足.....	21
图表 36. 公司重要财务指标情况.....	21
图表 37. 陕西省第十七届运动会开幕式.....	22
图表 38. 华晨宇火星演唱会.....	22
图表 39. 截至 22 年 6 月 30 日公司在手订单金额及项目周期.....	22
图表 40. “天时(Sky632)”光影科技互动沉浸式演绎.....	23
图表 41. “404#Lab·机”项目.....	23
图表 42. 公司演艺项目各环节精细化分工.....	23
图表 43. 2022 年公司股权激励业绩考核目标.....	24
图表 44. 公司首个冰雪主题虚拟音乐嘉年华《集光之夜》.....	24
图表 45. 咪咕公司 2022 年世界杯音乐盛典.....	24
图表 46. 公司 2022 年加大研发投入, 占营业收入比例提高.....	25
图表 47. 公司充分引进和应用多种先进文化科技, 有效提升公司创意实现能力..	25
图表 48. 近年来公司投入研发多项 VR/AR 等新技术, 助力虚拟演艺业务的发展	26
图表 49. 公司主要业务流程图.....	27
图表 50. 公司创新文旅板块子公司布局.....	27
图表 51. 公司主要业务发展情况预测.....	29
图表 52. 公司与可比公司估值情况.....	30
利润表(人民币 百万).....	33
现金流量表(人民币 百万).....	33
财务指标.....	33
资产负债表(人民币 百万).....	33

1 锋尚文化：创意设计为核心实现强资源整合，业务品牌长期积淀下影响力广泛

1.1 公司发展历程：纵向深耕舞美创意，横向扩展业务范畴

专注带来专业。2002年，公司前身锋尚有限成立，自建立即专注从事文化演艺活动的策划、设计、等业务，沙晓岚任董事长、总经理。2008年，公司参与并顺利完成北京奥运会开闭幕式灯光设计和制作工作，在大型文化演艺领域打下良好项目背书。2016年，公司登录新三板，2020年成功上市创业板，成为创业板注册制首批18家企业之一。在一路发展中，公司专注于演艺演出行业，不断深耕舞美艺术创意策划领域技术。演艺项目的创意、设计、制作等环节涵盖较多产业链环节，对于精细化、专业化要求较高，而公司长期以来深耕该领域，其团队工作经验、项目阅历、专业水平已得到不断打磨，在本领域形成具备壁垒的竞争优势。此外，公司横向扩张业务宽度，探索更多商业布局可能，通过多个子公司扩张商业版图布局，并于2021年开始布局线上虚拟娱乐生态业务。通过横向扩张和纵向深耕，公司在专注舞美创意的基础上布局了大型文化演艺活动、文化旅游演艺、景观艺术照明、线上虚拟娱乐等领域，并逐渐成为我国舞美领先企业。近年来，公司仍在积极尝试拓展业务边界，凭借大型项目经验的背书加码在TOB TOC方面的布局。

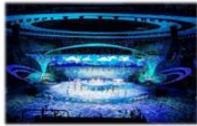
图表 1. 公司历史沿革中部分重要节点



资料来源：公司公告、中银证券

专业带来信任。长期发展下，公司自身积淀的优秀创意设计能力已形成一定的竞争优势，同时，在不断参与一系列具有重要影响力的高门槛大型演艺项目后，公司自身品牌影响力和知名度也再不断提升。专业且零失误地完成每次项目的经验和积累的品牌影响力，也有助于公司获得举办方的信任和满意，并持续获得后续承接新项目的机会。近年来，公司多个代表性项目涵盖了大型文化庆典活动或纪念活动、大型体育赛事开闭幕式、大型演出、电视文艺晚会、企业品牌文化活动、文化旅游演艺、景观艺术照明及演绎等，覆盖领域广。

图表 2. 公司发展历史中部分重要项目

大型文化演艺活动项目					
	2008北京奥运会 开闭幕式灯光设计及制作	2010上海世博会 开幕式灯光设计及制作	2016杭州G20峰会 水上情景表演交响音乐会总制作	2018平昌冬奥会 闭幕式《北京八分钟》总承制	
					
	2013-2015年、2017-2020年 中央电视台春节联欢晚会 灯光设计、制作，设备租赁	2019建国70周年联欢活动 灯光设计及制作	2021中国共产党成立100周年文艺 演出《伟大征程》创意设计承制	2022北京冬季奥运会 开闭幕式灯光创意设计 & 制作	
	创新文旅 & 互娱				
		2019陕西西安 水舞光影秀《大唐追梦》总制作	2021年上海中心 光影科技互动沉浸式演绎天时 (Sky632)	2021年“京东618沸腾之夜” 热爱直播盛典舞台创意承制	2022年相约北京奥林匹克文化节 黑夜之夜创意制作

资料来源：公司官网、公司公告、中银证券

1.2 公司核心管理层概况和股权结构：管理层业界经验丰富、股权集中稳定

公司核心管理层团队专业背景对口，业界经验丰富。文艺演出创意、策划、设计等工作对于项目制作方的专业制作能力、项目经验阅历、项目理解能力等有较高要求，而背景对口和产业经验丰富的管理层团队一方面是对核心团队项目理解、制作能力上下限的保证，另一方面专业背书下也有助于保证项目质量，并有助于公司持续获得项目承接制作机会。

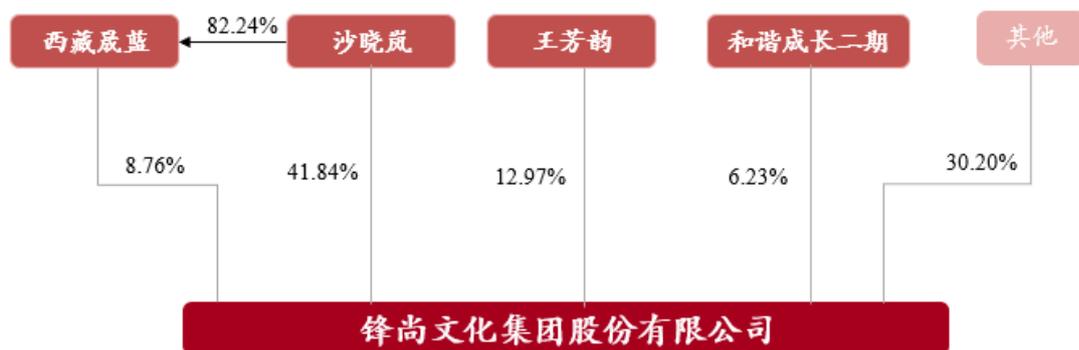
图表 3. 公司部分核心团队队员业界经验丰富

姓名	职务	主要经历
沙晓岚	董事长、总经理	中国著名设计师、导演、制作人 中国舞台美术家学会副会长 中国演出行业协会副会长 获中宣部颁发的“四个一批”科技人才专家称号 享受国务院政府特殊津贴 2020年阿联酋迪拜世博会中国馆艺术总顾问 作品曾获“文华奖”、“金鹰奖”、“星光奖”、“荷花奖”、“五个一工程奖”
于福申	董事、副总经理	1977年6月至1986年6月，任北京市艺术学校教师；1986年7月至2015年3月，任北京歌剧舞剧院舞台灯光设计师；2002年7月至2015年8月，任锋尚有限监事；2015年8月至2017年5月，任公司董事、总经理；2017年5月至今，任公司董事、副总经理。
苗培如	董事	1967年7月毕业于中央戏剧学院舞台美术设计专业；1969年3月至1979年12月，任河南省话剧团设计室主任；1980年1月至今，历任中国儿童艺术剧院艺术室主任、国家一级舞美设计
李建	采购总监	1995年9月至1997年9月，就读于中国传媒大学电视节目制作专业。1988年7月至2014年4月，任北京电视台灯光科科长；2015年8月至今，任公司监事会主席；2019年10月至今，任公司采购总监
马洁波	职工代表监事、制作总监	1994年9月至1997年9月，就读于中国人民大学商业经济管理专业；1990年1月至1999年10月，任北京市设备安装工程有限公司工程设备安装员；1999年11月至2002年6月，从事灯光设计相关工作；2002年7月至2015年8月，历任锋尚有限制作总监、工程总监；2015年8月至2019年10月，任公司职工代表监事、制作总监、采购经理；2019年10月至今，任公司职工代表监事、制作总监。
郑俊杰	副总经理	1998年8月毕业于北方工业大学经济管理专业。1998年9月至2000年5月，任中华全国归国华侨联合会市场部项目专员；2000年6月至2003年2月，任北京天行九州影视文化交流有限公司项目部项目监制；2003年3月至2007年3月，任日本TEICHIKU MEDIA GROUP 亚洲事业部亚洲首席监制；2007年5月至2011年5月，任中巨嘉演国际文化传播（北京）有限公司投资人；2011年6月至2016年2月，任真嵘洗平（北京）文化艺术中心投资人；2016年3月至2017年5月，任公司项目部副总裁；2017年5月至今，任公司副总经理。
李斌	副总经理	2009年9月至2013年7月，就读于中国戏曲学院戏剧与影视美术设计专业，获学士学位；2013年9月至2016年7月，就读于中国戏曲学院戏剧与影视学专业，获硕士学位。2016年7月至2018年12月，任北京锋尚世纪文化传媒股份有限公司舞美设计师；2020年9月至2021年5月，任公司美术设计部总监；2021年5月至今，任北京锋尚互动娱乐科技有限公司总经理，现任公司副总经理。
吴艳	副总经理	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；曾担任2019年第十一届全国少数民族传统体育运动会开闭幕式总制作人；2019年第二届全国青年运动会开闭幕式总制作人；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；2016年G20杭州峰会文艺演出《最忆是杭州》核心主创；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；多届全民K歌年度盛典、酷狗直播年度盛典总导演。1998年至2018年，任北京派格太合文化传媒有限公司副总裁；2018年至今，任北京洛蓝印象文化传媒有限公司总裁；2021年3月加入本公司，现任公司副总经理。

资料来源：公司官网、公司公告、中银证券（截至公司2022年报）

股权较为集中，存在员工持股平台和产业投资平台。公司实际控制人为创始人、董事长、总经理沙晓岚，直接持股 41.84%。其夫人王芳韵为公司董事，直接持股 12.97%。2017年4月，公司引入员工持股平台“西藏晟蓝”，同时，沙晓岚通过员工持股平台“西藏晟蓝”间接持有公司 7.20%股份。2017年12月，公司引入新股东财务投资人和谐成长二期。作为知名投资机构 IDG 资本管理的基金，公司期待和谐成长二期能够在公司治理、经营管理方面为公司提供合理建议。此外，公司长期发展下不断新扩子公司，以满足全产业链布局和多区域布局的战略目标。

图表 4. 公司基本股权结构



资料来源：公司公告、中银证券（截至 2023 年 6 月）

图表 5. 公司参控子公司情况

被参控公司	参控关系	参控比例 (%)
北京锋尚互动娱乐科技有限公司	子公司	100
北京锋尚世纪文化发展有限公司	子公司	100
北京锋尚煜景文化艺术有限公司	子公司	100
北京洛蓝印象文化传媒有限公司	子公司	100
青岛锋尚文化科技有限公司	子公司	100
三亚锋尚文化科技有限公司	子公司	100
上海锋尚世纪工程设计有限公司	子公司	100
郑州锋尚世纪文化旅游发展有限公司	子公司	100
上海锋尚六三二文化科技有限公司	子公司	60
西安机空间文化旅游发展有限公司	子公司	60
深圳市中润光电技术有限公司	联营企业	51
郑州黄河颂演艺有限公司	联营企业	40
北京北特圣迪科技发展有限公司	联营企业	45

资料来源：公司官网、公司公告、中银证券（截至 2023 年 6 月）

1.3 公司业务概况：创意设计为核心，立足演艺演出，扩展覆盖范围

深耕文化创意产业，多业务协力共生。公司目前已经凭借其在创意设计领域的优势，业务覆盖了大型文化演艺活动、文化旅游演艺、景观艺术照明与虚拟演艺领域。大型文化演艺活动的创意设计策划长期以来是公司的重要项目和营收来源，公司未来也期待将其进一步下沉至商业领域，扩展收入来源。文旅方面，公司文化旅游演艺业务也从项目承制向文化旅游商业运营发展，上海中心天时（Sky632）光影演绎也是公司持续布局 ToC 业务的重要标志。虚拟演绎产品方面，2021 年建立的子公司锋尚互娱目前已有虚拟演绎云平台、虚拟数字人运营商、打通总公司自营产品 IP、虚拟演出供应商四大业务板块，未来也将在技术、IP、终端、内容等领域发力。

图表 6. 公司基本业务概述

大型文化演艺活动创意、设计及制作

- 根据项目背景和客户需求，根据客户的差异化需求灵活调动创意设计人员的艺术创作灵感，结合艺术表现手法和文化科技，为大型文化演艺活动提供创意设计 & 现场制作服务。
- 目前，除国家级重大项目，公司还在积极拓展商务演出领域，执行大型文化演艺活动市场下沉和文化旅游演艺产业链进一步延伸，并以积极主动的态度承揽营业性演出项目。
- 代表项目：2022年北京冬奥会开闭幕式等

文化旅游演艺创意、设计及制作

- 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。
- 公司进一步延伸产业链，打造自运营文旅项目，扩展To C方面布局。
- 代表项目：西安大唐芙蓉园实景演出《大唐追梦》、天时(Sky632)“光影科技互动沉浸式演绎”等

景观艺术照明及演绎创意、设计及制作

- 立足于“发展夜游经济，提升城市品位”背景，融合各个城市的独特背景，为艺术灯光、动态灯光秀、灯光投影秀等提供创意、设计及制作服务。
- 代表项目：上海中心大厦灯光秀设计及制作、延安宝塔山大型多媒体景观灯光表演设计等

虚拟演艺产品的创意设计 & 制作

- 科技手段赋能线上演出，打造线上产品，为C端用户提供全新线上文化娱乐内容体验，输出虚拟泛娱乐内容。该方向或成为公司未来业务发展的重点方向之一。
- 代表项目：冰雪运动IP虚拟音乐会《集光之夜》、咪咕公司2022年世界杯音乐盛典项目等

资料来源：公司公告、中银证券

1.4 公司财务概况：期待疫情好转和市场转暖后营收和盈利修复

营收和利润：疫情前持续且高速增长。疫情前随着我国对于文化软实力、影响力的不断重视，以及文化产业的持续发展，叠加居民精神文化消费需求稳步增长，公司业务收入快速提升，2014-2019年公司营业收入实现快速增长，CAGR 达到 66%。归母净利表现与收入增长情况基本相符，2014-2019年 CAGR 实现 108%。但在疫情后，公司受限于线下活动场景关闭，文化演艺项目的需求短时间暂停，业务开展受困，21 年开始营收和净利润下降明显。此外，按照公司确认原则，会在项目完成后一次性确认收入，而大型项目从立项到交付完成时间较长，或超过一年，故收入和利润的确认和项目开始制作之间具有一定滞后性。据公司 2022 年报，在手订单为 9.6 亿元，或对 23 年全年收入和利润提供较好支撑。展望后续，随着演艺市场需求快速复苏以及各类大型项目开展回归正常，有望推动公司项目和收入的新一轮持续增长。

图表 7. 公司 2013-2019 疫情前营收持续增长



资料来源：Wind，中银证券

图表 8. 归母净利历史表现



资料来源：Wind，中银证券

费用、盈利水平：费用管理较为合理。管理费用中职工薪酬为主，疫情前随着收入规模不断扩大，叠加费用管理经验成熟，管理费用率维持在较好区间，18-19年控制在6%以下。销售费用主要是项目调研费和后期维护费，因公司知名度好，历来大型项目经验丰富，销售费用率保持在较低位置，18-19年约在1%左右水平。疫情期间，因收入明显减少，管理和销售费用率提升明显，但预计随着需求回归正常，21年开始，随着子公司锋尚互娱的建立以及公司对于技术的重视程度提高，叠加疫情期间收入减少明显，研发费用率有所提升。

主要收入支出情况：重要项目或影响当年财务数据。成本方面主要包括外部采购、直接人工、其他直接费用及制造费用。业务开展中，公司主要核心竞争力和专注重心在于大型项目的创意和策划等高附加值部分，且大型项目对设备要求高，故存在较多外部采购、外包等成本。**收入方面**，不同客户之间，因为其需求存在较大差异，使得不同项目的具体内容存在一定差异，公司所提供的产品与服务大多根据客户的个性化需求进行定制化创意、设计与制作，故公司全年毛利率净利率等指标通常会随着重要项目的情况而有一定变化，如2022年毛利率波动主要因2022年北京冬奥会等国家大型项目毛利率较低所致。但整体来看，文化创意产业是一种以创意设计为核心的高附加值产业，毛利率总体保持在较高水平，且随着公司不断在ToG、ToB、ToC多领域布局多业态，有望稳定平滑后续利率情况。从行业来看，需要时间和品牌积淀的高度原创性、高品质文化创意产品和服务不会轻易受到新进入者价格战影响，行业利润水平有望保持在较为合理的变动范围。

图表 9. 公司费用率情况



资料来源：Wind，中银证券

图表 10. 公司毛利率、净利率情况



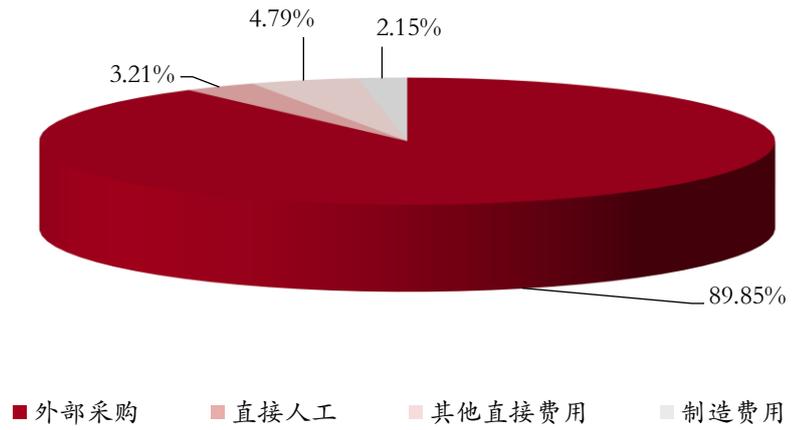
资料来源：Wind，中银证券

图表 11. 公司各业务收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 公司 19 年主营成本拆解



资料来源：公司招股书、中银证券

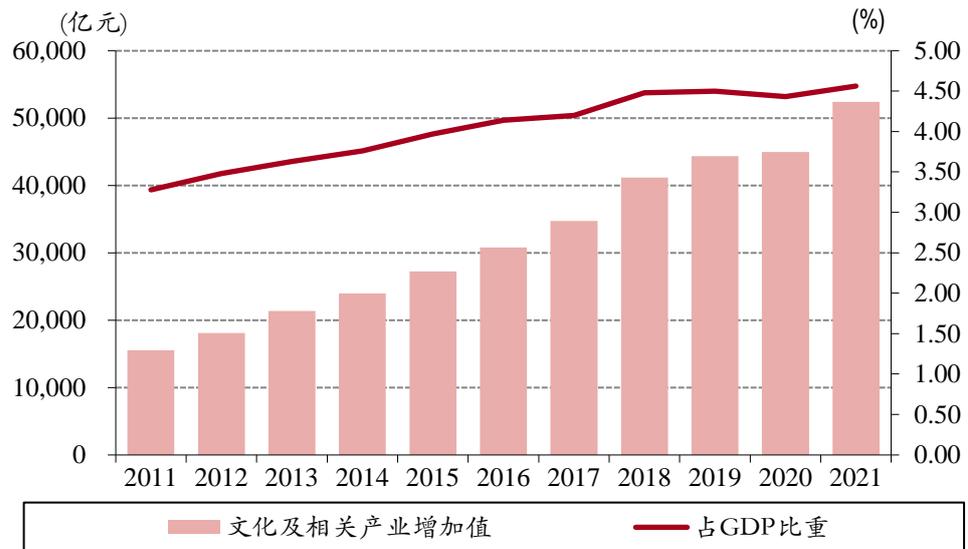
2 文化创意与演艺市场：消费需求推动行业规模提升

2.1 行业概述：文化规模持续扩大下，创意设计深度价值不断挖掘

文化相关产业规模持续增长。长期来看，随着国民人均可支配收入稳健增长以及日益发展的文化产业，居民消费者对于精神文化消费的种类和质量需求皆有所提高，2011-2021 年文化及相关产业增加值 CAGR 为 13%，2021 年实现文化及相关产业增加值 52385 亿元，占 GDP 比重为 4.56%，市场空间广阔。短期来看，疫情后精神文化、休闲娱乐相关消费有望在长期积压下得到快速释放，各类演出演艺活动以及文旅项目有望快速增长。此外，叠加 AI 浪潮下对于虚拟泛娱乐的需求和关注度有望进一步提高，文化产业的发展或呈现新一轮周期。而创意设计服务是文化产业中有高附加值的重要组成部分，创意是文化产业发展和进步的重要核心，长期以来其占比稳定。2017-2021 年其 CAGR 实现 19%，2021 年实现增加值 8978 亿元。

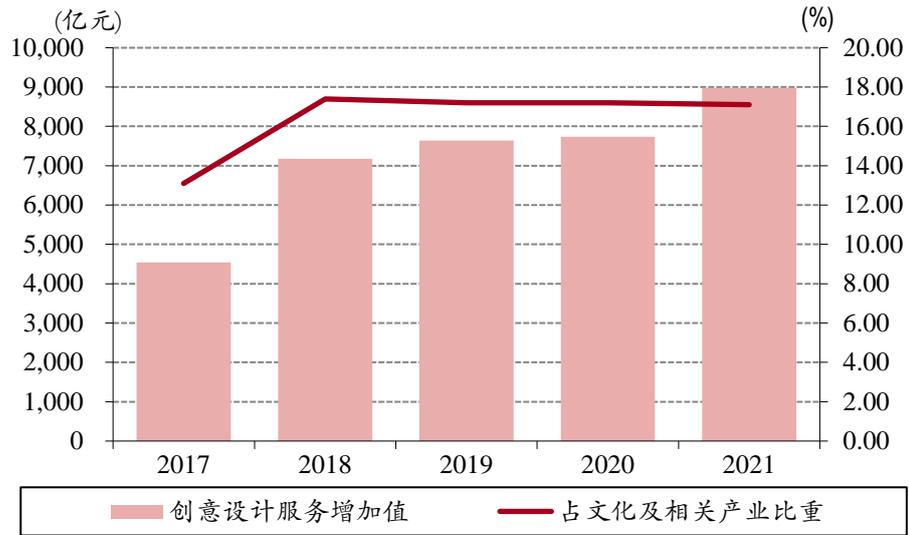
深度融合与集聚化特征构成文化产业新趋势。文化创意是在经济、文化、科技等领域下融合发展的成果，具备较强的融合性。如“文化+旅游”的融合发展，通过节庆活动、演艺产业等，提升旅游资源 and 产品的内涵，拓展文化创意产业的应用空间。据公司招股书，我国形成六大文化创意产业集聚区：首都、长三角、珠三角、滇海、川陕、中部创意产业集聚区，各地也因地制宜出台了相应的保障促进政策。此外，从国家角度出发，文化产业的高质量发展也有助于对内满足大众精神文娱消费需求，对外增强国家文化软实力、文化自信、文化影响力以及培育新增长点。相应的，我国积极出台了一系列扶持政策鼓励文化创意产业快速发展。但整体来看，我国文化产业发展尚有较大提升空间，仍需解决结构低端化、同质化、关联性弱、区域不平衡、人才不合理等问题。

图表 13. 文化相关产业规模持续提高，经济重要性逐步增长



资料来源：Wind、国家统计局、中银证券

图表 14. 创意设计服务稳步增长，在文化产业中重要性较为稳定



资料来源：国家统计局、中银证券

图表 15. 文化创意产业核心属性



资料来源：公司招股书、公司公告、中银证券

图表 16. 演艺、文旅和文化产业部分政策整理

政策文件	颁布时间	主要内容
《“十四五”旅游业发展规划》	2022.01	明确“以文塑旅、以旅彰文，系统观念、筑牢防线，旅游为民、旅游带动，创新驱动、优质发展，生态优先、科学利用”的原则。到2025年，旅游业发展水平不断提升，现代旅游体系更加健全，旅游有效供给、优质供给、弹性供给更为丰富，大众旅游消费需求得到更好满足。
《国民旅游休闲发展纲要（2022—2030年）》	2022.07	部署培育现代休闲观念、保障旅游休闲时间、优化旅游休闲空间、丰富优质产品供给、完善旅游休闲设施、发展现代休闲业态、提升旅游休闲体验、推进产品创新升级、持续深化行业改革、不断加强国际交流等10项重点任务，进一步激发旅游休闲发展内生动力。
《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》	2022.11	支持虚拟现实技术在旅游领域落地应用，推动景区、度假区、街区等开发交互式沉浸式数字化体验产品，发展沉浸式互动体验、虚拟展示、智慧导览等新型旅游服务。培育云旅游、云直播、云展览等新业态，推出一批沉浸式旅游体验新场景。
《国家新型城镇化规划（2021—2035年）》	2022.06	城镇化是保持经济持续健康发展的强大引擎，到2025年，我国常住人口城镇化率将达到71.5%左右，仍低于发达国家80%的平均水平。
《关于促进特色小镇规范健康发展的意见》	2020.09	明确特色小镇发展中要准确把握发展定位、聚力发展主导产业、促进产城人文融合、突出企业主体地位等工作安排。
《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	2019.08	丰富夜间文化演出市场，优化文化和旅游场所的夜间餐饮、购物、演艺等服务，鼓励建设24小时书店。

资料来源：国务院、文旅部、发改委、中银证券

行业竞争存在差异化，知名品牌稀缺。文化创意产业涉猎范围广，其中各参与企业都存在差异，同质化竞争现象并不明显。此外，文化创意产业的发展需要文化资源和创意资本有一定的积淀，我国该产业的细分领域发展较晚，行业集中度不高，目前尚缺乏具有影响力和知名度的品牌企业。近年来，随着居民消费水平的提升和政府的扶持政策的实施，文化创意产业的市场投资活跃度和规模持续增长，行业市场化程度也不断提高，伴随着更多新进入者，市场也在逐步走向竞争。行业内部竞争来看，创意设计能力弱的企业存在通过低价策略获得市场份额，但高端市场则需要创意优势和项目经验，优势且具备影响力和强创意设计能力的品牌企业占主导。展望未来，消费者对文化创意产品和服务的质量、创新和设计有更高的期待，市场需求向多样化、特色化的方向发展，这将使企业的创新能力、品牌影响力成为未来文化创意产业市场竞争中的重要优势。

图表 17. 行业主要参与者

公司名称	业务概况	代表项目
弗兰克·德贡娱乐集团	文化旅游演艺-舞台艺术创意、设计、制作	《水舞间》、《傣秀》、《汉秀》等大型舞台秀等
宋城演艺	文化旅游演艺-现场演艺、旅游休闲和互联网三大板块	杭州宋城旅游区、丽江宋城旅游区、三亚宋城旅游区等旅游区以及《宋城千古情》、《三亚千古情》、《丽江千古情》、《九寨千古情》等演艺秀等
观印象	文化旅游演艺-事旅游文化演艺的策划、创意和制作	《印象刘三姐》、《印象丽江》、《印象西湖》等山水实景演出和《又见平遥》、《又见五台山》、《又见国乐》等情景体验剧等
山水盛典	文化旅游演艺-投资、文旅演艺综合内容提供及文化旅游总体规划	《禅宗少林·音乐大典》、《大宋·东京梦华》、《天门狐仙·新刘海砍樵》、《井冈山》、《中华泰山·封禅大典》等
华奥传媒	大型文化演艺活动、文化旅游-供夜游文化在旅游景区及商业娱乐中的应用，新媒体艺术剧的制作与发行，会展、演艺行业内容及硬件整体解决方案	大型沉浸式娱乐互动体验项目“触电·仙剑奇侠传之锁妖塔”、南岳衡山万寿广场新媒体艺术秀夜游项目、浸式新媒体艺术剧《绿野仙踪》、CCTV《国家宝藏》、第四届丝绸之路国际电影节等
锋尚文化	大型文化演艺活动、文化旅游演艺、景观艺术照明及演绎-创意、设计及制作服务	北京第 29 届奥运会开闭幕式灯光设计及制作、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、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、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、晋阳湖大型水上实景演艺《如梦晋阳》创意设计 & 制作等

资料来源：公司招股书、公司公告、中银证券

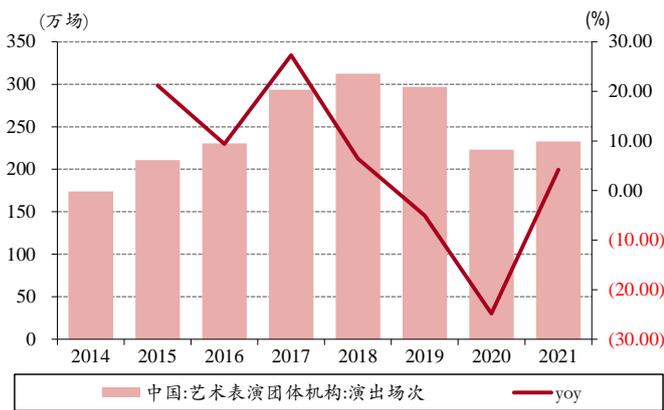
2.2 于公司：下游行业驱动力

2.2.1 文艺演出市场

于公司而言，大型文化演艺业务是承接 G 端或 B 端的项目后，借助公司在文化演艺制作、策划、设计等领域经验，通过制作团队的发力、外部资源的协调，经过数月以上的制作而实现项目全流程解决方案，在完成项目后获得收入。而获得项目的多少一定程度上取决于公司获得项目的能力和意愿，更重要的则取决于市场整体需求情况。

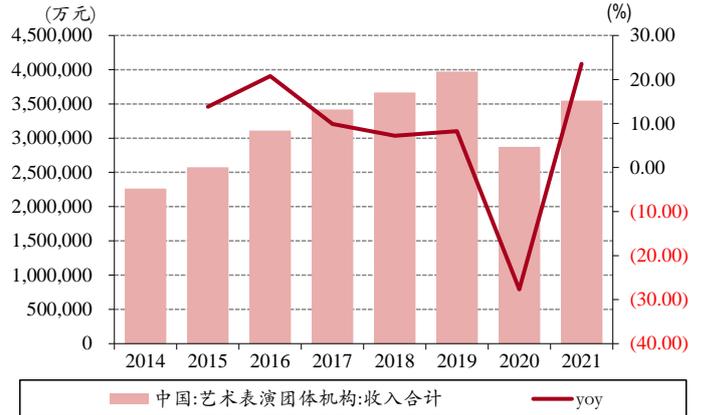
疫情前发展态势良好，疫情后快速恢复。疫情前我国演出市场整体发展态势良好，专业场所演出、大型场馆演唱会、实景旅游演出等各类演出活动的规模和数量保持稳步增长，年轻消费群体重要性也在逐步增长。疫情的到来对线下文艺演出的开展造成较明显阻碍，行业的正常成长周期被搁置。但在疫情之后，文艺演出活动恢复弹性强。据中国演出行业协会演出票务信息采集平台数据监测分析，2023 年二季度，全国营业性演出场次 12.44 万场，环比增长 80.60%；演出票房收入 118.13 亿元，环比增长 137.20%；观众人数 4038.44 万人次，环比增长 84.81%。2023 年上半年，全国营业性演出场次 19.33 万场，同比增长 400.86%；演出票房收入 167.93 亿元，同比增长 673.49%；观众人数 6223.66 万人次，与去年同比增长超 10 倍。疫情后相关需求复苏显著。整体来看，演出市场的蓬勃发展为文化创意产业提供了较好的业务机会，同时也在和市场不断磨合中产生新的文化创意。

图表 18. 我国艺术表演团体演出场次



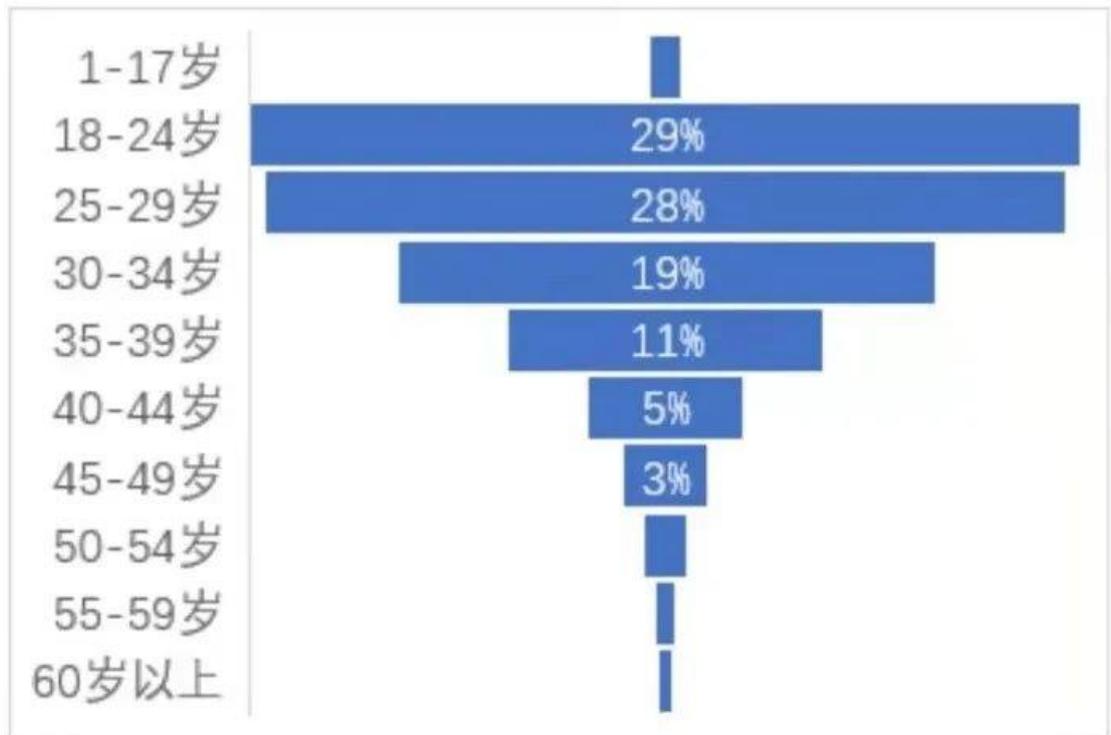
资料来源: Wind, 国家统计局, 中银证券

图表 19. 我国艺术表演团体演出收入



资料来源: Wind, 国家统计局, 中银证券

图表 20. 2021 演出市场消费者年龄特征



资料来源: 中国演出行业协会、中银证券

2.2.2 文化旅游市场

于公司而言, 文旅相关业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、艺术创意设计及制作服务。随着消费者对于旅游的体验感需求不断升级, 从单一打卡到深度体验的转换, 精品的演艺项目或成为旅游升级的重要推手, 优秀的文化旅游演出往往成为旅游景区或者公园吸引游客和增加门票收入的有力手段。B 端或 G 端的文旅项目建设需求、文旅市场的发展情况对公司获得相关项目影响较大。

疫情显著影响出行，但疫后文旅消费持续复苏。19年及之前，国内旅游人次和收入随日益增长的精神消费、文化旅游需求而稳健上升。在出行频次和消费能力不断提高的背景下，人民对于文旅的鉴赏经验推动国民文旅的需求向着高质量的深度发展。而文旅演艺产品作为提升文旅质量的重要组成部分，需求也在日益走高。但疫情的到来显著影响了正常的出行场景，进而减弱消费者出行意愿。但疫情后旅游出行也在逐步恢复。据文化和旅游部发布的数据显示，2023上半年，国内旅游总人次23.84亿，同比增长63.9%，恢复至2019年同期水平的77.40%。国内旅游收入2.30万亿元，同比增长95.9%，恢复至2019年同期的82.73%。随着出行场景正常化，相关消费需求也在不断释放。此外，探索新经济增长点的部分地方政府也有意加强引导旅游演艺市场的发展，并辅以资金和优惠政策支持，也预计会给行业发展带来更多机遇。

图表 21. 我国国内旅游收入疫情前持续增长



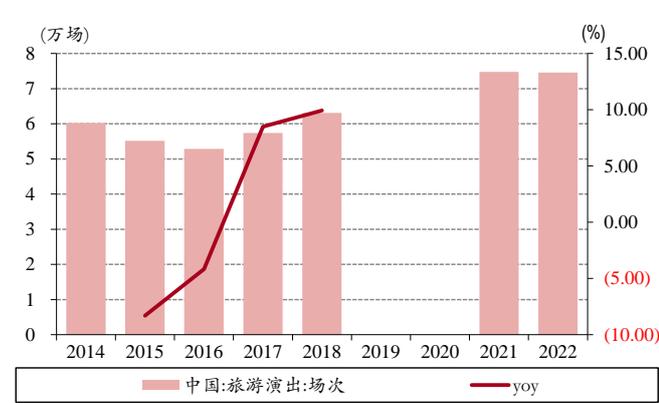
资料来源: Wind, 国家统计局, 中银证券

图表 22. 我国历年国内旅游人次情况



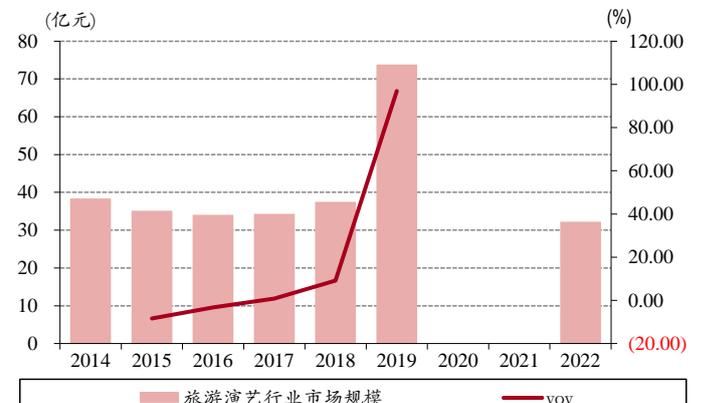
资料来源: Wind, 国家统计局, 中银证券

图表 23. 我国旅游演出场次变化



资料来源: Wind, 中国演出行业协会, 中银证券
(数据披露不完整)

图表 24. 我国旅游演出收入情况



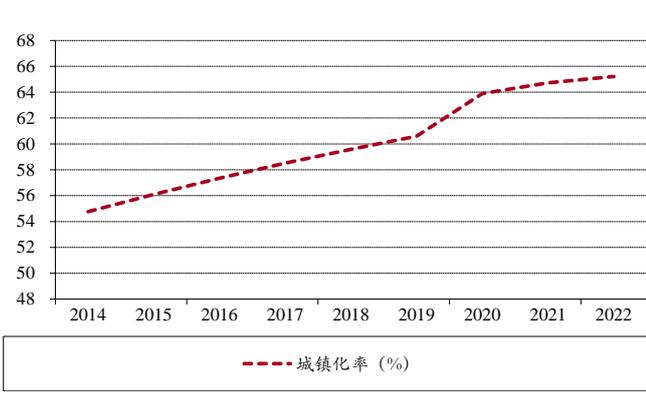
资料来源: Wind, 中国演出行业协会, 中银证券
(数据披露不完整)

2.2.3 景观艺术照明市场

于公司而言，景观艺术照明相关业务是服务于国家城镇化进程中的城市景观艺术照明市场和高端景观灯光艺术演绎市场，通过当地文化背景、风貌或城市特色，结合灯光、投影或其他艺术表现手法，展现出景观艺术照明中的演绎艺术效果。

城镇化持续推进中，特色小镇和城市深度发展催生艺术需求。根据《国家新型城镇化规划 2021-2035》，预计到 2025 年城镇化率达到 71.5% 水平，这个数字仍低于发达国家 80% 左右的水平。过去我国城镇化水平持续且快速的发展，多城市在发展中逐步形成了各自的特色名片。而在快速发展后伴随的多是精细化、质量的提升。此外，城镇人口的快速增长和消费的新需求也在推动了地区夜经济的发展，进而推动景观艺术照明需求。此外很多城市也在努力提高城市的知名度、积极打造城市名片，而全面提升景观艺术照明工程是打造城市名片过程中的重要内容，地方政府和 B 端的相关需求也或将在未来持续支撑行业需求增长。

图表 25. 我国城镇化率持续提升



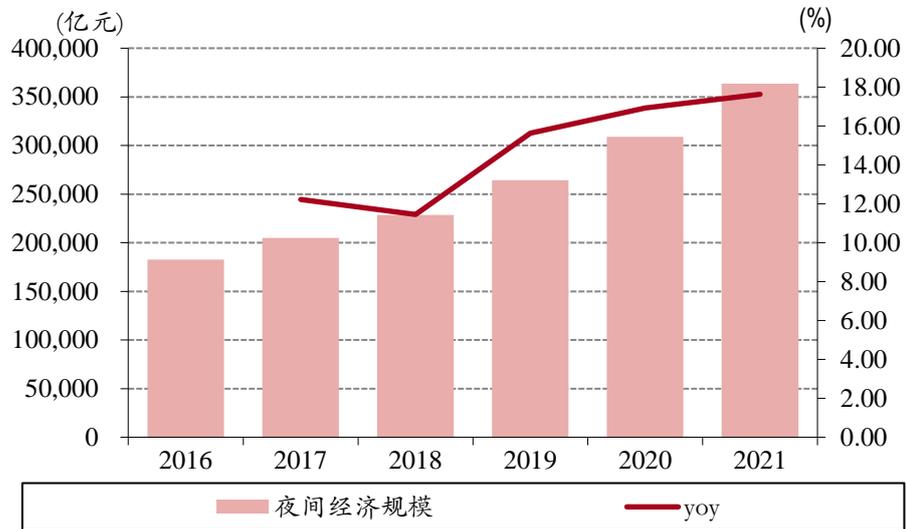
资料来源: iFind, 国家统计局, 中银证券

图表 26. 我国公园个数稳步提升



资料来源: Wind, 国家统计局, 中银证券

图表 27. 夜间经济发展概况



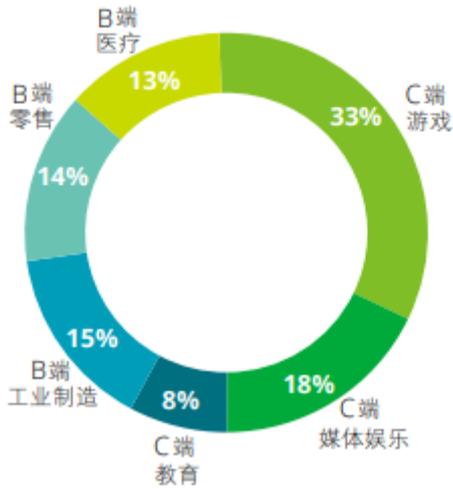
资料来源: 艾媒咨询, 中银证券

2.2.4 技术赋能下数字文化产业

于公司而言, 虚拟演艺既是领先于行业的探索, 也或将成为公司未来业务发展的重点方向之一。公司通过科技手段赋能线上演出, 打造线上产品, 打通线上观演关系, 以全新的用户体验整合技术终端和 IP 内容, 为 C 端用户提供全新线上文化娱乐内容体验。目前锋尚互娱已有虚拟演绎云平台、虚拟数字人运营商、打通总公司自营产品 IP、虚拟演出供应商四大业务板块。

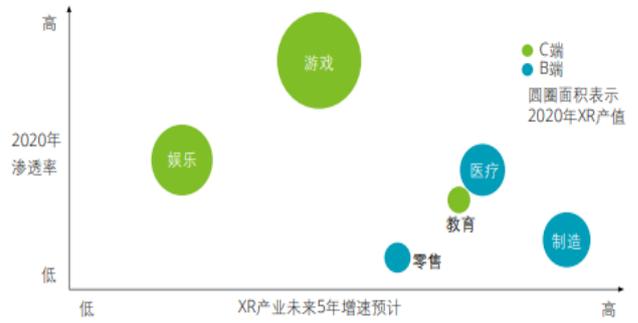
想象空间广泛。云、数字化、元宇宙、AR/VR/MR/XR 等领域尚在快速发展中, 且因其广泛互联化的属性, 文化创意产业、数字文化产业有望迎来快速增长, 消费者的相关消费倾向也存在大幅改变的可能。《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划(2022—2026 年)》中, 提及提倡虚拟现实技术在旅游领域应用, 开发景区、度假区、街区等的交互式沉浸式数字化体验产品, 发展沉浸式互动体验、虚拟展示、智慧导览等新型旅游服务。培育云旅游、云直播、云展览等新业态, 打造一批沉浸式旅游体验新场景。推动 5G 虚拟现实在演艺行业规模商用, 建设常态化“虚拟现实+演艺”平台, 支持文艺院团、演艺机构开展线上沉浸式演艺活动, 促进舞台艺术线上发展, 鼓励文艺院团、文艺工作者、非物质文化遗产传承人在虚拟现实平台展演, 培育一批适合线上观演、传播、消费的原生线上演播产品。支持虚拟现实在主题公园、园区街区、商业场所的应用, 开发沉浸式娱乐体验产品。未来随着技术水平不断提高, 和行业深度结合后, 潜在增长空间广阔。

图表 28. 2020 全球 XR 下游应用行业支出占比



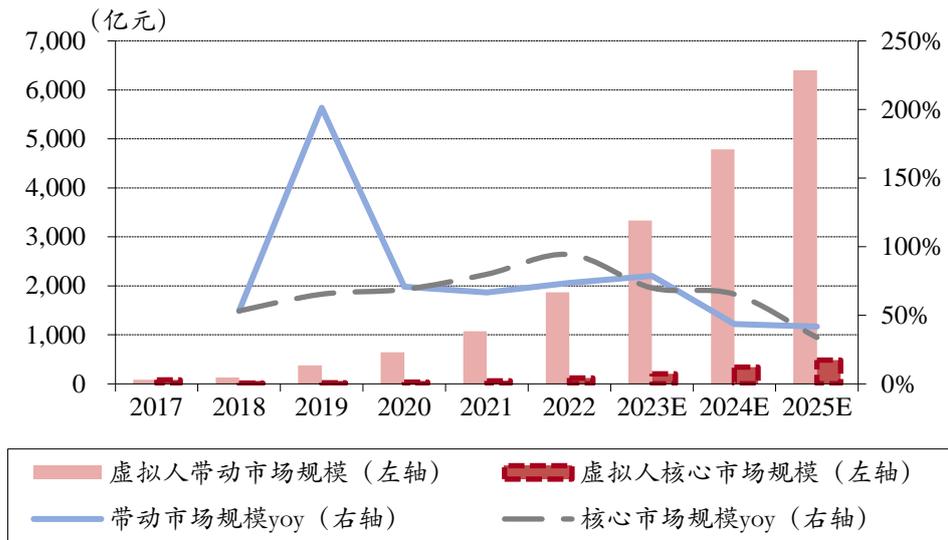
资料来源: Motor Intelligence、德勤研究与分析、中银证券

图表 29. XR 行业下游应用场景概览



资料来源: 德勤研究与分析、BIS Research、Statista、World Bank、中银证券

图表 30. 虚拟人市场发展情况



资料来源: 艾媒咨询、中银证券

3 公司竞争优势：品牌长期积淀下业务边界不断扩展

3.1 承接大型项目积累广泛影响力，打造品牌优势

公司大型项目经验丰富，积累优质客户资源和广泛影响力，打造品牌优势。公司自创立以来承接的大型项目包括大型文化庆典活动或纪念活动、大型体育赛事开闭幕式、大型演出等。代表项目有 2008 年第 29 届北京奥运会开闭幕式和第 13 届残奥会开闭幕式，2010 年上海世博会开闭幕式，2016 年 G20 杭州峰会大型水上情景表演交响音乐会《最忆是杭州》，2018 年韩国平昌第 23 届冬奥会闭幕式交接仪式“北京 8 分钟”文艺表演。2022 年度，公司积极完成了 22 年北京冬奥会、冬残奥会开闭幕式。2023 年公司正在筹备四个亚运会项目，包括亚运会开闭幕式，亚残运会开闭幕式。根据 22 年年报，公司大型文化演艺活动板块营业收入 25,996.36 万元，同比增加 89.85%。国家重大项目注重创意方的品牌与历史项目背书，越大型的项目，为了确保没有失误，客户对承做方的品牌、历史项目经验越是看重，因此大型项目都有很高的门槛，能够承做此类项目，本身就是对公司综合实力的认可。公司近 20 年来发展大型项目没有失误和事故，项目均顺利交付，使其在市场竞争中处于优势地位。公司也因此积累了丰富的重大项目经验和优质的客户资源，提升了公司的品牌影响力。

图表 31. 公司合作伙伴众多，大型项目积累优质客户资源



资料来源：公司官网，中银证券

过去公司承接方式以直接委托为主。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%。公司承接的一部分大型项目因涉及国家机密，无需履行招投标程序，而采取直接委托方式。另外，因公司的品牌影响力受到客户的认可，一些非必须招投标的项目可能也会采取直接委托的方式。2017-2019 年，因公司发展趋势逐步以承接大型项目为主，当期大型项目数量及金额均大幅增长，从而导致直接委托方式的项目金额及占比较高。大型项目直接委托公司提供服务，体现了公司在业内较高的品牌认知度和竞争力。

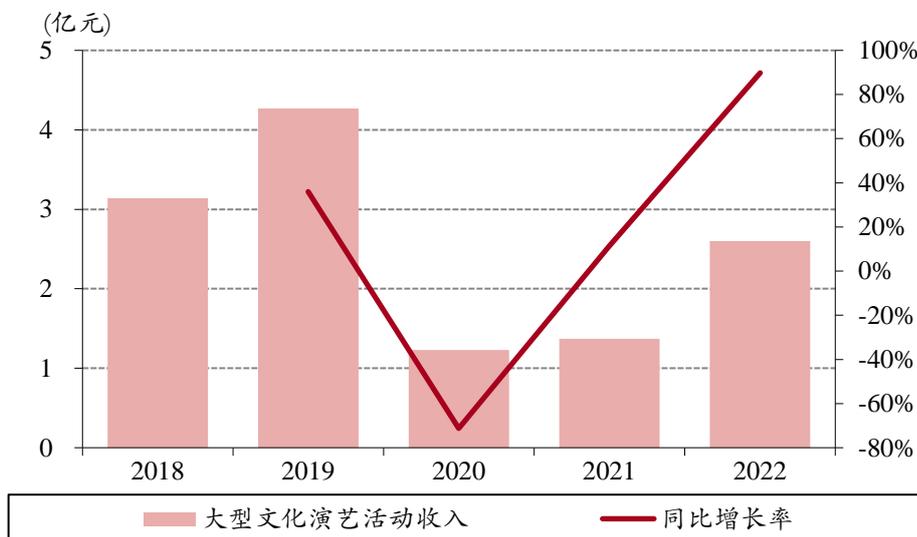
图表 32. 公司过往承接方式以直接委托为主

项目	2019年度		2018年度		2017年度	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
直接委托	54400.03	59.93%	56611.97	99.57%	16151.6	79.87%
招投标	36378.77	40.07%	245.28	0.43%	4070.92	20.13%
合计	90778.8	100.00%	56857.25	100.00%	20222.52	100.00%

资料来源：公司招股书，中银证券

2020 年由于疫情影响，部分大型演艺演出活动取消或推迟，导致大型项目获得收入减少，随着 21-22 年一系列大型项目的开展，市场需求提振，推动公司大型项目业务的回暖。不过，单一大型文化演艺业务项目的收入等变动情况很难反映公司实际经营情况，因为公司全年分业务收入情况会受当年确认收入的大项目所属业务类别而有所变化，且大型文化演艺活动的举办本就具备周期性。

图表 33. 大型文化演艺活动收入变动



资料来源：公司公告，中银证券

大型项目演出结束后即可一次性确认收入，公司在手订单充足，现金流良好。据公司公开业绩说明会信息，公司整体大型演艺项目有其严格执行方式：合同签订时支付合同金额的 20%-30%，出设计方案、公司设备进场时累计支付 60%，首演前合同累计支付 80-90%，项目结算时累计支付整个项目合同的 95%-97%，剩下合同 3%-5% 的金额为质保金。因此，公司的订单储备量以及完工进度是未来业绩的直观体现。公司对于项目回款情况有严格把控，根据 23 年一季报和 22 年年报，公司经营现金流正向。截至 2022 年 12 月 31 日，公司在手订单金额为 9.6 亿元，其中包括 23 年杭州亚运会等项目。另外，截止 2022 年末，公司货币资金和交易性金融资产合计 30.28 亿元。充足的在手订单和一定现金储备保证了公司未来优质项目的正常投资和经营。

图表 34. 公司在手订单充足



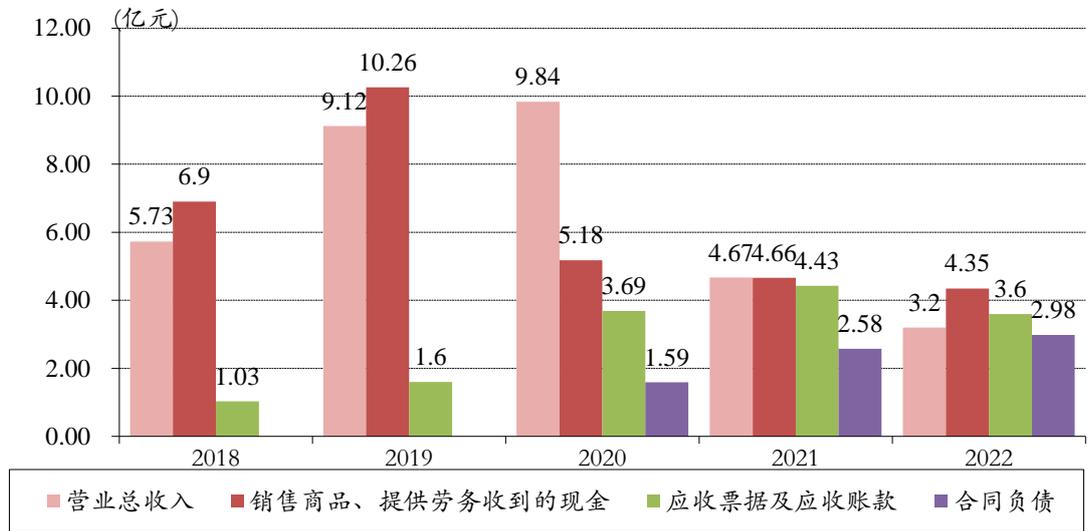
资料来源：公司公告，中银证券

图表 35. 公司流动性现金等资产储备较足



资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 公司重要财务指标情况



资料来源：公司公告，中银证券

3.2 品牌优势助力拓展 B 端下沉市场，继续执行主动型销售策略

公司 21 年决定利用品牌优势，拓展下沉市场，承接商业和中大型文艺演出项目，构建新的业务增长点。公司成立专门的销售部门，执行“大型文艺演艺活动市场下沉和文化旅游演艺产业链进一步延伸，业务承揽方式由被动等待转变为积极主动出击”的销售政策。下沉市场项目包括跨年晚会、电影节开闭幕式、省级运动会、演唱会等。近年来公司参与制作了《湖南卫视 2020-2021 年跨年演唱会》，《梦圆东方 2021 东方卫视跨年盛典》，《2021 京东 618 沸腾之夜》，第十一届北京国际电影节开闭幕式，以及陕西省第十七届运动会开闭幕式、甘肃省第十五届运动会开闭幕式，2021 华晨宇火星演唱会舞美创意设计等，公司凭借其在大型高端演艺演出活动中积淀的品牌声誉和制作能力，使其在 B 端下沉市场拓展具备强竞争性优势。

图表 37. 陕西省第十七届运动会开幕式



资料来源：公司公告，中银证券

图表 38. 华晨宇火星演唱会



资料来源：哔哩哔哩，中银证券

公司依靠大型项目所积累的品牌影响力和优质客户，稀缺的设计创意能力，助力下沉商业市场的拓展。截至 2022 年中报在手项目储备充足，且 2022 年底在手订单为 9.6 亿元，这为公司未来的业绩提供了保障。

图表 39. 截至 22 年 6 月 30 日公司在手订单金额及项目周期

项目类型	金额（万元）	项目周期
大型文化演艺	55302.72	约 6-12 个月
文化旅游演艺	2916.5	约 12-24 个月
景观艺术照明	24475.76	约 12-24 个月
合计	82694.98	

资料来源：公司公告，中银证券

3.3 积极布局 To C 端自运营文旅产品，有望优化收入结构

拓展 C 端业务，平滑收入曲线。除了拓展下沉 B 端市场外，公司也从面向企业用户向普通消费者转型，进一步延伸文旅产业服务链条，打造自运营文旅产品。因为大型演艺或文旅项目制作时间长，其验收和收入确认周期也较长，C 端的拓展也有望优化平滑收入，提升业务表现稳定性。2021 年 12 月 31 日，公司在上海中心突破性打造的“天时(Sky632)”光影科技互动沉浸式演绎首演。该项目是公司联手上海中心集商业策划、投资、光影科技艺术演绎、运营等综合实力，打造的首个旗舰项目。据公司 2023 年 5 月 17 日业绩说明会，公司上海 632 项目五一假期(4 月 29 日-5 月 3 日)收入 103 万，参观人数约 1.2 万人，平均的每天接待约 2400 人，2023 年 1 到 4 月份 632 项目的收入达到了 915 万，净利润约 150 万元。2022 年 6 月 5 日，西安大唐不夜城，由锋尚文化携手曲江文化集团打造全新文娱业态，“404#Lab·机”项目开启运营。另外，公司于 2022 年初成立全资子公司“三亚锋尚文化科技有限公司”及合资公司“三亚天涯锋尚旅游科技有限公司”，计划依托海南旅游资源开展并运营大型数字交互式沉浸演艺项目。

图表 40. “天时(Sky632)”光影科技互动沉浸式演绎



资料来源：公司公告，中银证券

图表 41. “404#Lab·机”项目



资料来源：公司公告，中银证券

3.4 资深创意设计团队，各环节精细化分工，股权激励绑定人才，团队稳定性强

长期来看，公司创意设计人才储备和团队规模，以及管理团队的专业背景，是公司持续发展和塑造品牌的关键。公司所处文化创意行业作为新兴文化产业，具有高附加值、高文化价值和经济价值等特点，多年来，公司在为不同客户提供服务的实践中总结出了一套有效的创意机制、项目组织流程、知识管理系统来保障公司创意设计能力的持续提升。

此外，公司的演艺项目涵盖较多的产业链环节，各环节精细化分工高壁垒，团队通过各环节的较高业务水准和高效的配合，合力输出完美项目。对于个人来说，如果在项目某个环节具备相对的竞争优势，加入公司团队参与大型项目的制作，有利于员工发挥个人的价值。公司核心团队中，沙晓岚，于福申是自公司成立之初的创始人，核心管理层多具备演艺专业背景，业界经验丰富，流动性较低。各环节精细化分工有利于员工发挥个人价值，团队高效配合完成项目。此外，在强调合作、薪资待遇尚可、优秀公司平台对于员工的阅历和技能提升帮助大的背景下，公司人员流失率低，团队稳定性较强。

图表 42. 公司演艺项目各环节精细化分工



资料来源：搜狐网锋尚文化官方账号，中银证券

根据公司 22 年年报，公司已经对核心团队 95 人做股权激励，覆盖对象占公司 2022 年期末人数的 33.81%。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。

图表 43. 2022 年公司股权激励业绩考核目标

解除限售/归属期	对应考核年度	年度净利润绝对值 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个解除限售/归属期	2022	3.00亿	2.40亿
第二个解除限售/归属期	2023	4.00亿	3.20亿
第三个解除限售/归属期	2024	5.00亿	4.00亿

资料来源：公司公告，中银证券

3.5 进军线上虚拟演艺项目，技术赋能制作技术，有望打造新成长曲线

子公司锋尚互娱致力于通过科技手段赋能线上演出，打造线上产品，整合技术终端和 IP 内容，为 C 端用户提供全新线上文化娱乐内容体验。2021 年 2 月，公司成立子公司锋尚互娱，布局虚拟演艺生态。目前锋尚互娱有四大主营业务板块：虚拟现实内容云平台（VR 端自研产品）、虚拟艺人制作及运营、AR 创意设计制作、线下娱乐消费空间数字化升级。

2022 年 1 月 28 日公司创意承办《虚拟交互冰雪音乐嘉年华——集光之夜》。通过自主研发多模态捕捉技术，将空间定位技术、捕捉技术、AI 智能分析体运动捕捉技术等进行融合集成，以云端渲染作为主要技术手段，实现虚拟与内容之间的交互。AI 智能分析技术进行预渲染，也保证了演出效果。在技术层面也首次尝试使用 XR 制作子弹时间的效果，以技术为视觉呈现带来影视化质感，为演出效果强力赋能。根据官方公众号，《集光之夜》第一季全网实时观看人数为 162 万+，相关话题共计覆盖 1 亿人次。

2022 年 7 月，公司中标“咪咕公司 2022 年世界杯音乐盛典项目”。作为虚拟演艺活动，此次项目中的多个环节涉及对虚拟技术的应用，如内容制作单元涉及拍摄及虚拟内容制作；空间/人物制作单元涉及虚拟街区、虚拟空间的设计和搭建，数字资产打造和高精度数字人融合的演艺内容制作；云游戏单元涉及云游戏及互动功能、技术开发、游戏体系打造等。

此外，据公司公开的互动交流，锋尚互娱表示 Open AI 技术派生出来的 ChatGPT, Midjourney, Stable Diffusion 等文字化、图形化、视频模型这些 AI 的生成工具都已经纳入到公司的内容生产、资产制作等生产流程当中，并且已经在项目当中基于此生产流程形成了相应的闭环。可见公司积极利用高新技术更新文化创意产品的创作模式和传播方式，有望实现创意设计和文化科技的双轮驱动。

图表 44. 公司首个冰雪主题虚拟音乐嘉年华《集光之夜》



资料来源：公司公告，中银证券

图表 45. 咪咕公司 2022 年世界杯音乐盛典



资料来源：公司公告，中银证券

上市以来，公司研发投入不断加大，多种文化科技提升公司创意实现能力。2022 年，公司研发投入金额为 3739.16 万元，占营业收入 11.68%，较 21 年显著增长。截至 2022 年年末，公司拥有研发人员 106 名，研发人员占比 37.72%，较 21 年同比增长 4.39pct。近年来，公司充分引进多种文化科技，应用到各个文化演艺活动中，提升了公司的创意实现能力。

图表 46. 公司 2022 年加大研发投入，占营业收入比例提高

	2022 年	2021 年	2020 年
研发投入金额 (万元)	3739.16	2,952.39	1024.55
研发投入占营业收入比例	11.68%	6.33%	1.04%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 47. 公司充分引进和应用多种先进文化科技，有效提升公司创意实现能力

技术	简介	应用举例
虚拟影像技术——佩珀尔幻象技术	佩珀尔幻象技术利用一面平坦加膜透明胶片产生的影像反射与透视效果，通过控制灯光可使物体显现、消失或变形，从而产生影像叠加的虚幻效果。	《最忆是杭州》中《天鹅湖》、《月光》、《我和我的祖国》三个节目均由此技术呈现。
多媒体投影技术	多媒体投影技术可以实现在复杂的空间物体上进行实时动态立体显示，通过投影画面与载体合二为一、虚拟画面与实物相结合，实现光影融合，带给观众立体的、逼真的视觉效果。	《最忆是杭州》中节目《春江花月夜》高挂空中的“月亮”是运用大型工程投影机叠加拼接投射在直径 8 米的人工充气球体形成的；节目《美丽的爱情传说》中扇面上的多媒体投影效果形成了本次演出的经典画面。
大规模演出灯光控制技术	大型文化演艺活动中大规模使用各类舞台灯具，需要先进的大规模演出灯光控制技术对其进行有效控制。演出灯光控制系统的发展由最早的模拟式灯光控制形式已发展到全数控网络式灯光控制系统，极大地提高了灯光控制的容量和稳定性。	在南京第二届夏季青年奥运会开幕式中，公司将多台千兆网络交换机连接搭建了一个大型环形网络灯光控制系统，用强大的网络控制系统支撑庞大的灯光系统，提高了对 2,500 多只舞台灯具进行控制的稳定性，保障了开幕式的精彩演出

资料来源：公司招股书，中银证券

随 5G、大数据、VR/AR、云计算、区块链等技术高速发展的背景下，数字文化产业也有望取得高速增长，成为文化产业高质量发展中新的动能。由于技术的应用在文化创意产业中的重要性逐步加强，公司也在顺应行业发展趋势，持续投入研发。近年来，公司投入研发多项高新技术项目，并尝试将新技术应用到公司实际业务中。公司也正在从打通技术、终端、IP、内容层面全面发力，以技术为视觉呈现及演出效果赋能。因此，长期来看，公司有望将锋尚文化线下大型演艺活动的创意设计能力拓展至线上，在 AI、VR/AR 等新技术驱动，其虚拟演艺业务有望打开公司新成长空间。

图表 48. 近年来公司投入研发多项 VR/AR 等新技术，助力虚拟演艺业务的发展

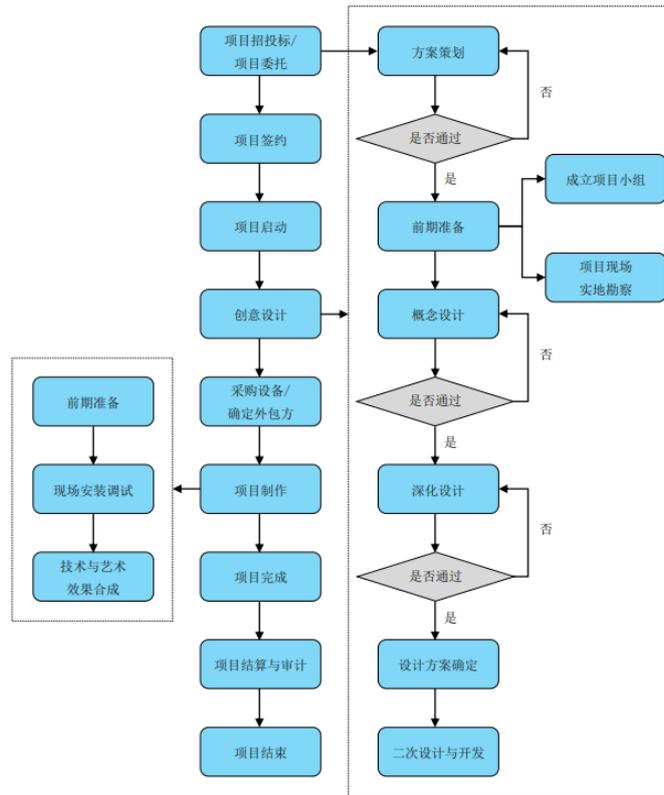
研发项目名称	项目目的	预计对公司未来发展的影响
虚拟演艺云平台系统开发	为线上演唱会提供技术支持，活用实时 3D 成像体现的多样化背景，摄像机走位和实际空间联动的 AR 合成技术，与舞台演出相配合，带来全新的观看体验。	2020 年，演艺市场线上化是大势所趋，对于在线演艺这一特殊场景，用技术手段实现跟线下一样的全场景体验感，将为演艺市场带来较大的市场空间和新的发展机遇。我国有 3.7 亿关注线上演出与二次元文化的群体，其中大分以 90 后，Z 世代为主，是年轻潮流文化中不可忽视的一部分，在 90 后、00 后这样的互联网原住民成为受众主体时，线上演艺市场将迎来高速增长长期。
冰雪运动互娱软件开发项目	目的是在线上搭建一个以冰雪为主题的交互平台并且以一种全新的观影体验，将游戏、娱乐与运动相结合，让用户更好的参与其中，开发了这款线上可互动、可娱乐的游戏软件。本产品即可以培养参与者对于冰雪运动的了解和兴趣，也可以让用户以全新的体验方式，欣赏青年人喜欢的音乐、舞蹈等表演，与此同时，在过程中还可以以新颖的游戏互动方式与其他用户进行交流，建立共享及分享空间。	带动现在的年青人在习惯于线上交流的情况下，能更多地关注冰雪运动，并且参与这种运动类的游戏，也有利于年青人的身心健康，也可以让他们在线上体验后更有兴趣线下参与实际的冰雪运动，并且同时结合同年青人喜欢的游戏方式、共享空间等线上娱乐模式，将年轻人更了解冰雪运动的知识。同时还可以把真实的年轻人喜欢的实力唱将作为原型打造的虚拟形象，也可以打造自己的虚拟角色，赋予它正面的人物形象及良好的品格，为年青人树立一个榜样。
VR 眼镜技术项目研发	为了使用 VR 眼镜能更好地增加体验感，解决眼镜瞳距不可调节，以及解决眼疾患者可以不用佩戴自己的眼镜的问题，同时增加 VR 眼镜的散热结构设计，使眼镜配戴者能享受更好的体验，提供给用户在视觉、听觉、触觉等感官的模拟，让用户享受更真实的沉浸式视觉体验。	基于虚幻（UnrealEngine）引擎近两年在国内的普及和 XR（扩展现实）虚实影像融合技术的成熟，让更多用户获得身临其境的体验感已是可以实现之事。在可预见的短期未来中，应用 VR 头显与 AR 穿戴设备端为消费者提供多选择的沉浸体验模式，并进行商业化、平台化运营也是虚拟产业发展的风向标。将科技手段赋能文化产业，从而推动文艺演出、演唱会、戏剧、脱口秀等文化消费的演艺数字化，并转化成强有力的次世代文化输出手段，本项目研究对推动我国线上演艺市场的发展具有十分重要意义。
VR 设备系统项目研发	一是提供一种头戴设备，以缓解现有技术中存在的对于 VR 中与风结合的场景区的体验感，解决现有技术中的头戴设备中无法提供风吹过头顶的触觉感受的技术问题；二是研究一种 VR 手套及 VR 系统，以解决现有的数据手套中动作识别器均设置在外部的，容易与外界接触导致损坏，以及长时间佩戴手套，手掌闷热出汗的问题	随着 VR 虚拟现实技术在应用中越来越广泛，而体现的形式都是在纯虚拟环境中的交互，那么通过各种硬件设备实现交互的需求就会越来越大，而通过这些 VR 设备的研究，可以将物体与物体之间、虚拟人物与物体之间的交互体验更真实，更有效果，体验感及设备使用的舒适度更强，有利于 VR 技术的不断扩展，受众群体也会越来越多，有利于整个行业的发展。

资料来源：公司 2022 年报，中银证券

3.6 全流程服务的经营模式，子公司形成协同服务矩阵，兼收并购取得初步成效

公司全流程服务的经营模式有助于公司资源整合，提供多元化服务。公司从项目初期完全介入并持续跟进执行，通过为客户提供“创意策划+方案设计+设备租赁与销售+项目制作+后续服务”的全流程解决方案，形成了全流程服务的经营模式。该种模式下，公司能够利用自身的创意设计能力和资源整合能力，根据客户的不同需求和项目的实际情况，灵活地进行方案的再设计与开发，减少客户的沟通成本，确保创意设计的最佳效果。此外，公司还能够提供多样化的服务，从而有效地提升服务的附加值、拓展客户群体、增强客户粘性。

图表 49. 公司主要业务流程图



资料来源：公司招股书、中银证券

公司多家控股和参股公司涉猎文化演艺、创新文旅、景观照明、互娱科技等业务，形成协同服务矩阵。2015年起，全资子公司上海锋尚世纪工程设计有限公司以长三角地区为服务核心，与东方卫视等优质平台形成长期合作。《上海外滩跨年投影秀》《东方明珠投影秀》《上海国际电影节》《2018金伯利钻石“典藏新时代”高级珠宝传奇开幕式》《中国梦之声·我们的歌》《“梦圆东方”跨年盛典》等项目都是由锋尚设计完成的。全资子公司北京锋尚煜景文化艺术有限公司自2017年成立，基于国内市场更为庞大的城市景观、旅游景区领域，致力于大力发展艺术灯光及灯光演绎设计项目：《最忆是杭州》晚会景观区域灯光演绎、汉中两街亮化工程、恒大集团海花岛等一批重点项目艺术灯光设计、2020年南通紫琅湖水上光影演绎等一系列项目都是由锋尚煜景完成的。

图表 50. 公司创新文旅板块子公司布局

领域	城市	子公司	消费场景
康养+文旅	三亚	三亚锋尚文化科技有限公司 三亚天涯锋尚旅游科技有限公司	迎合三亚不断上扬的养生、养老、休闲旅居等市场需求，以泛文化产业与文旅演艺天然融合，旨在三亚打造文化、旅游与生活消费紧密融合的高品质业态产品，拓展文旅消费新场景。
数字化+文旅	上海	上海锋尚六三二文化科技有限公司	在中国第一高楼突破性打造光影科技互动沉浸式演绎——“天时(Sky632)”，以万物之名谱未来之声。
	西安	西安机空间文化旅游发展有限公司	启动“机空间”全新休闲体验项目，以“日间+夜间”模式切换为运营核心，打造新文娱美学社交空间。
	杭州	杭州锋尚利星文化科技有限公司	探索古风宋韵与数字交互融汇赋能的新文娱业态商业综合体的广阔未来。以满足“休闲+购物+社交”多重体验需求为核心，携手开启新文娱业态商业综合体模式新时代。
海洋文化	青岛	青岛锋尚文化科技有限公司	以青岛为集团沿海文旅布局的重要战略支点，推动“锋尚基因”与西海岸新区“全域旅游”的强势融合，欲在唐岛湾打造青岛文旅新地标，推动当地文化创意、精品旅游两大产业的转型升级和跨越发展。
黄河文化	郑州	郑州锋尚世纪文化旅游发展有限公司 郑州黄河颂演艺有限公司	大力贯彻国家“以文塑旅、以旅彰文”之文旅融合理念，弘扬黄河文化，深抱特色文旅资源。“三座城三千里三千年”系列文化旅游活动，都是我们融合黄河文化的重要尝试。

资料来源：锋尚文化 FSC 微信公众号，中银证券

近年来，公司兼收并购取得初步成效，借助收购公司的技术和研发实力助力产业扩张和资源整合。

横向的发展：借助收购公司完成下沉市场项目，扩大业务领域。

公司 2021 年 3 月收购北京洛蓝印象文化传媒有限公司 100% 股权。洛蓝文化核心团队深耕文化演出领域多年，致力于演艺活动的内容创意研发、项目制作管理、线上推广传播和线下统筹执行等，有较为丰富的演出制作和项目运营经验。《第二届全国青年运动会开闭幕式》《2018-2020 全民 K 歌年度盛典》《“春舞大西安”城墙千架无人机光影盛典》《2020 年青岛影视博览会开幕式》等项目都是由洛蓝文化完成的。

纵向的发展：收购上下游供应商/客户，优化业务流程。

公司 2022 年完成了对北京北特圣迪科技发展有限公司 20% 股权的收购。为进一步深化与北特圣迪的合作，借助其技术创新和研发实力，助力实现公司的产业扩张和生态整合，2023 年 3 月进一步收购北特圣迪 25% 股份。本次交易完成后，公司累计持有北特圣迪 45% 股权。北特圣迪核心团队成员主要来自原总装备部工程设计研究总院，依托掌握的航天尖端技术，推动文化和科技的深度融合，致力于为文化旅游、娱乐、艺术展示等领域提供演艺全产业链一体化系统解决方案，并为航天发射场提供专用系统和发射保障服务。2022 年 12 月完成了对深圳市中润光电技术有限公司 51% 股权的收购。作为又一产业链上游的重要战略布局，为公司增强长期盈利能力和维持业绩稳定性提供保障。中润光电是一家专业致力于中高端 LED 显示屏的研发、生产和销售的国家高新技术企业。

2023 年公司将继续以产业并购为主导，围绕三大业务领域，主动寻求优质的上下游企业作为兼并收购对象，进一步拓展公司的人才储备和市场领域。

公司所在的文化创意产业的发展需要有完整的产业链。文化创意企业在产业园区内能够充分利用产业链内部的资源、设施、信息、技术等提升产品和服务的价值，实现协同发展效应。目前，我国各类文化创意产业园区和聚集区建设初具规模，但特色还不明显，未来发展需要加强对特色文化创意产业集群的培育。因此，公司近年来积极推进资源整合，通过成立全资子公司，兼收并购上下游供应商及客户公司来实现协同服务矩阵，促进产业扩张，符合文化创意产业的发展趋势，同时协同发展有助于公司提供多元化的服务，有效提高服务附加值、扩充客户群体、增强客户黏性。

4 盈利预测及估值

主营业务发展情况预测及相关假设

据公司公告，总收入包括专业设计及制作业务和其他，其中专业设计及制作业务会根据项目属性分成三个板块：大型文化演艺活动、文化旅游演艺、景观艺术照明及演艺。

收入：疫情对于项目的获取和收入的确认造成显著影响。截至 2022 年末，公司在手订单 9.6 亿元，预计会对 2023 年全年收入提供较好支撑。2023 年上半年，文娱演艺演出市场需求恢复较好，公司相应小型项目有望获益。不过对于部分大型项目而言，从疫情恢复，到计划建设和实际制作，再到最后确认收入，存在一定时间差，部分短期释放的需求也或将持续支撑 24 年业绩情况。此外，在公司“大型文艺演艺活动市场下沉和文化旅游演艺产业链进一步延伸，业务承揽方式由被动等待转变为积极主动出击”、以及拓展 C 端、布局虚拟演艺领域的战略规划下，收入有望打开新增长曲线。

毛利率：2013 年-2021 年公司毛利率约处在 40% 左右及以上，但部分重要的国家大型项目或有一定毛利率要求，故对短期公司毛利率表现有一定影响。随着公司品牌影响力不断提高，产业资源进一步聚合，文化创意能力进一步增强，毛利率有望保持在 40% 左右。

费用：于公司而言，除疫情的几年外，销售、管理、研发等费用率占比并不高，但未来因为市场扩张战略，可能会存在销售费用的增长，此外，公司仍需扩张产能，增强人员、技术储备以应对更多项目需求，故管理费用、研发费用也可能同步提升。但费用率方面，在收入扩张的前提下费用的增长情况或实现同步，费用率不一定会有显著增长。

综合几项业务发展情况，结合公司股权激励计划的考核指标，我们预测 23-24 年公司营收约为：13.89/16.87 亿元，归母净利润为 3.83/5.07 亿元。

图表 51. 公司主要业务发展情况预测

	2018 年报	2019 年报	2020 年报	2021 年报	2022 年报	2023E	2024E	2025E
总营业收入 (百万元)	573.29	913.09	983.90	466.74	320.06	1388.91	1687.18	1978.23
YOY%	158.63	59.27	7.75	-52.56	-31.43	333.95	21.48	17.25
营业成本 (百万元)	343.76	542.13	606.42	274.63	237.76	854.16	995.25	1177.16
YOY%	187.69	57.71	11.86	-54.71	-13.43	259.25	16.52	18.28
毛利率%	40.04	40.63	38.37	41.16	25.71	38.50	41.01	40.49
毛利	229.53	370.96	377.48	192.11	82.30	534.75	691.92	801.08
大型文化演艺活动								
营业收入 (百万元)	313.59	427.28	122.69	136.93	259.96	805.88	950.93	1093.57
YOY%	301.47	36.25	-71.29	11.61	89.85	210.00	18.00	15.00
文化旅游演艺								
营业收入 (百万元)	181.40	312.19	665.88	173.51	34.66	450.58	563.23	675.87
YOY%	85.06	72.10	113.29	-73.94	-80.02	1200.00	25.00	20.00
景观艺术照明及演艺								
营业收入 (百万元)	73.58	168.32	190.84	151.83	20.69	124.14	161.38	193.66
YOY%	182.02	128.76	13.38	-20.44	-86.37	500.00	30.00	20.00
其他业务								
营业收入 (百万元)	4.14	4.34	4.49	4.47	4.75	8.31	11.64	15.13
YOY%	2.99	4.83	3.46	-0.45	6.26	75.00	40.00	30.00

资料来源：Wind，公司公告、中银证券预测

文化产业、演艺演出领域等公司同质化竞争情况并不明显，各自具备其竞争差异，主要优势业务各有不同。参考公司实际经营情况，选取宋城演艺、风语筑为可比公司。

图表 52. 公司与可比公司估值情况

公司代码	公司简称	评级	市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			市盈率 (x)		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300144.SZ	宋城演艺	买入	343.83	0.00	0.38	0.54	3560.10	35.02	24.27
603466.SH	风语筑	未有评级	79.52	0.11	0.66	0.78	120.41	20.16	17.09
	均值		211.68	0.06	0.52	0.66	1840.26	27.59	20.68
300860.SZ	锋尚文化		85.15	0.11	2.79	3.69	578.71	22.24	16.81

资料来源：中银证券（更新于 2023/08/07）

宋城演艺（评级买入）、风语筑（未有评级）预测数据取自 iFind 一致预测。

投资建议

短期来看，文化演艺市场在疫情多年影响下需求产出长期被积压，上半年来看演艺市场需求释放较好。且各类新演艺项目在市场恢复后需要时间恢复，且反映在公司收入上或更迟，故公司有望实现业绩的蓄能后增长。长期来看，公司已是国内舞美创意龙头，技术、品牌优势显著，目前尝试布局 C 端，并通过积极开拓政策，在牢固大型项目同时进一步发展 B 端业务，平滑其收入曲线，有望在多赛道实现增长。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

市场竞争风险。尽管公司凭借自身大型项目经验、优秀的品牌名誉、领先行业的策划与创新能力，在相关项目制作与策划过程中具备较强的竞争优势，但是随着行业持续发展，可能会存在一定有着业务相似的潜在竞争者，加剧市场竞争，从而影响公司业绩表现。

项目制作与收入确认风险。公司因自身业务情况，从项目开始制作到收入的确认存在时间上的间隔，收入的最终足额确认可能会存在一定风险。

拓展速度不及预期风险。当前预测是部分参考了公司股权激励计划的考核方案，且考虑了公司凭借自身优势，大力开拓下沉市场，在 B 端和 C 端借取得一定成果的情况。如果公司下沉市场开拓策略受阻，自身业务扩展受限，可能会存在业绩表现不及预期风险。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	467	320	1,389	1,687	1,978
营业收入	467	320	1,389	1,687	1,978
营业成本	275	238	854	995	1,177
营业税金及附加	2	3	7	7	5
销售费用	12	14	35	28	30
管理费用	50	52	59	70	80
研发费用	30	37	28	34	40
财务费用	(7)	(5)	(12)	(17)	(24)
其他收益	5	2	10	10	10
资产减值损失	(5)	(4)	(3)	(2)	(2)
信用减值损失	(68)	(78)	(15)	(7)	(5)
资产处置收益	1	0	1	1	1
公允价值变动收益	18	(13)	0	0	0
投资收益	66	123	120	120	120
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	122	10	530	692	794
营业外收入	3	0	20	15	15
营业外支出	0	0	5	5	5
利润总额	125	9	545	702	804
所得税	33	1	120	168	201
净利润	92	8	425	533	603
少数股东损益	0	(6)	43	27	30
归母净利润	92	15	383	507	573
EBITDA	47	(70)	433	599	705
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.67	0.11	2.79	3.69	4.18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,676	3,521	4,351	4,416	5,076
现金及等价物	255	642	902	1,271	1,625
应收帐款	443	343	428	275	275
应收票据	0	17	22	9	13
存货	140	71	403	371	610
预付账款	8	5	28	5	34
合同资产	39	6	112	41	57
其他流动资产	2,791	2,437	2,455	2,443	2,464
非流动资产	201	330	307	342	371
长期投资	4	77	102	137	167
固定资产	55	64	53	50	51
无形资产	1	1	1	1	1
其他长期资产	141	188	152	155	153
资产合计	3,877	3,851	4,658	4,758	5,447
流动负债	600	576	937	502	587
短期借款	0	0	50	50	50
应付账款	182	153	203	140	220
其他流动负债	417	423	684	312	318
非流动负债	44	50	45	48	48
长期借款	0	0	1	1	1
其他长期负债	44	50	44	47	47
负债合计	644	626	982	550	635
股本	137	137	137	137	137
少数股东权益	47	26	69	96	126
归属母公司股东权益	3,186	3,199	3,607	4,113	4,686
负债和股东权益合计	3,877	3,851	4,658	4,758	5,447

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	92	8	425	533	603
折旧摊销	21	37	45	54	66
营运资金变动	38	160	(254)	(133)	(220)
其它	(96)	(187)	(97)	(143)	(149)
经营活动现金流	55	18	119	312	299
资本支出	(38)	(23)	(33)	(48)	(58)
投资变动	(592)	267	(25)	(35)	(30)
其他	630	(244)	121	121	121
投资活动产生的现金流	0	0	62	37	32
银行借款	0	0	51	0	0
股权融资	(38)	(22)	25	0	0
其他	38	22	3	21	22
筹资活动现金流	0	0	79	21	22
净现金流	55	18	260	370	353

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(52.6)	(31.4)	334.0	21.5	17.3
营业利润增长率(%)	(63.9)	(92.2)	5,483.4	30.4	14.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(64.6)	(84.0)	2,502.3	32.3	13.1
息税前利润增长(%)	(91.2)	(515.3)	(460.7)	40.3	17.5
息税折旧前利润增长(%)	(84.8)	(249.7)	(714.3)	38.3	17.8
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(64.6)	(84.0)	2,502.3	32.3	13.1
获利能力					
息税前利润率(%)	5.6	(33.6)	28.0	32.3	32.3
营业利润率(%)	26.2	3.0	38.2	41.0	40.1
毛利率(%)	41.2	25.7	38.5	41.0	40.5
归母净利润率(%)	19.7	4.6	27.6	30.0	29.0
ROE(%)	2.9	0.5	10.6	12.3	12.2
ROIC(%)	8.1	(62.1)	85.8	84.5	68.0
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
流动比率	6.1	6.1	4.6	8.8	8.6
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.2	0.8	3.6	4.8	7.2
应付账款周转率	2.8	1.9	7.8	9.8	11.0
费用率					
销售费用率(%)	2.5	4.5	2.5	1.7	1.5
管理费用率(%)	10.8	16.4	4.3	4.2	4.1
研发费用率(%)	6.3	11.7	2.0	2.0	2.0
财务费用率(%)	(1.5)	(1.5)	(0.8)	(1.0)	(1.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.1	2.8	3.7	4.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	0.1	0.9	2.3	2.2
每股净资产(最新摊薄)	23.2	23.3	26.3	30.0	34.2
每股股息	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	92.4	578.7	22.2	16.8	14.9
P/B(最新摊薄)	2.7	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	183.5	(57.8)	12.0	8.0	6.3
价格/现金流(倍)	153.5	475.1	71.7	27.3	28.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371