

603081.SH

买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 15.55

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	24.9	(4.5)	(6.0)	35.0
相对上证综指	24.8	0.7	(3.4)	37.6

发行股数 (百万)	409.63
流通股 (百万)	403.96
总市值 (人民币 百万)	6,369.71
3个月日均交易额 (人民币 百万)	54.57
主要股东	
丰华	23.41

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年8月31日收市价为标准

大丰实业

文体装备筑基石，转型运营焕新机

大丰实业作为文体设备机械集成龙头服务商，文体装备主业稳健增长，疫后复苏良好，依托主业优势向数艺科技、文体旅运营方向转型有望提高公司盈利水平并增强稳定性，带动估值水平提升。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **大丰实业：文体旅产业集成龙头。**公司是国内领先的文体产业整体集成方案解决商，主要业务涵盖文体装备、数艺科技、场馆运营、旅游演艺、轨道交通五大板块。当前公司正在向毛利更高的创意设计方向和盈利更为稳健的文体旅运营方向发展，战略转型值得关注。
- **文体旅行业前景广阔，数艺科技顺应文旅融合新趋势。**1) 文体行业：我国文体产业蓬勃发展，场馆建设存在缺口，运营市场化程度逐渐提升，文体装备和场馆运营均存在较大机会。2) 文旅行业：疫后旅游市场迅速复苏，旅游演艺需求景气，沉浸式业态激发新活力。数字化技术发展赋能旅游业升级，带动行业景气度上行。3) 短期催化：杭州亚运会有望推动当地旅游业发展、提升全民健身氛围，旅游演艺和场馆运营有望受益。
- **文体装备优势稳固，数艺科技逐步放量。**公司技术能力、集成能力业内领先，成立以来承揽多个标杆项目，品牌优势显著，疫后复苏良好，23Q1公司新签合同额同比19年增长150%。近年来数艺科技业务转型成效突出，完成了中免海口免税中庭等多个标杆项目，该业务前瞻布局AI，有望实现降本提效；与知名IP持有方合作，有望延长项目生命周期。
- **依托主业优势转型运营，迈入高弹性发展新阶段。**场馆运营和旅游演艺是公司目前向轻量化运营转型的重要方向。场馆运营方面，公司目前有运营权的剧院共11个，凭借合作的优质剧目、演员等资源，剧院运营效果提升显著；旅游演艺方面，公司打造的演艺项目《今夕共西溪》于23年3月焕新回归，项目跑通后有望实现异地的快速复制，打开成长空间。我们预计23年场馆运营和旅游演艺将分别为公司贡献净利润0.12/0.16亿元。

估值

- 公司作为文体设备机械集成龙头服务商，主业优势显著，在手订单充足，疫后复苏可期；依托主业优势向运营转型升级，有利于增强公司盈利水平和现金流的持续性，带动估值水平的提升。我们预计23-25年公司将实现归母净利润4.20/5.99/7.71亿元，对应EPS分别为1.03/1.46/1.88元，对应PE分别为15.2/10.6/8.3倍。综上所述，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 主业项目中标不及预期、公司新业务开拓不及预期、消费复苏不及预期。

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)	2,959	2,842	3,484	4,155	4,844
增长率(%)	17.9	(3.9)	22.6	19.2	16.6
EBITDA(人民币 百万)	511	380	654	878	1,060
归母净利润(人民币 百万)	391	287	420	599	771
增长率(%)	24.6	(26.6)	46.5	42.6	28.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.95	0.70	1.03	1.46	1.88
市盈率(倍)	16.3	22.2	15.2	10.6	8.3
市净率(倍)	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(倍)	11.4	15.6	10.4	7.2	4.7
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	1.5	1.2	1.3	1.9	2.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：专用设备

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：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

目录

1.大丰实业：文体旅产业集成龙头	6
1.1 公司概况：国内领先的文体旅产业集成服务商	6
1.2 公司治理：股权结构较为集中，股权激励有序推进	8
1.3 财务表现：主营业务稳健增长，新业务提振盈利水平	9
2.行业概况：文体旅行业前景广阔，数艺科技顺应文旅融合新趋势	12
2.1 文体产业：硬件装备需求旺盛，场馆运营仍是蓝海	12
2.2 文旅行业：寒冬已过复苏强劲，科技赋能助力产业升级	15
2.3 短期催化：杭州亚运会举办在即，有望推动文体旅行业发展	20
3.公司业务：文体装备优势稳固，数艺科技逐步放量	22
3.1 文体装备：研发与集成优势显著，标杆项目打造品牌壁垒	22
3.2 数艺科技：战略转型初显成效，引入 AI 有望降本提效	24
4.转型升级：依托主业优势转型运营，迈入高弹性发展新阶段	27
4.1 向文体装备制造产业链下游延伸，加码布局场馆运营市场	27
4.2 拓展布局文旅演艺运营，模式复制业绩弹性可期	29
5 盈利预测及投资建议	33
5.1 盈利预测	33
5.2 投资建议	33
6 风险提示	35

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司迈入向轻量运营业务转型阶段.....	6
图表 2. 公司主要业务布局.....	7
图表 3. 文体行业产业链.....	7
图表 4. 公司子公司分工明确.....	7
图表 5. 丰氏家族掌握公司控制权（截至 2023 年 7 月 30 日）.....	8
图表 6. 公司股权激励授予情况.....	8
图表 7. 公司为股权激励设置的业绩目标（亿元）.....	8
图表 8. 公司营收整体呈上升趋势.....	9
图表 9. 公司归母净利润整体呈上升趋势.....	9
图表 10. 文体装备收入贡献高，数艺科技占比提升.....	9
图表 11. 数艺科技毛利率显著占优.....	9
图表 12. 公司销售毛利率保持稳定.....	10
图表 13. 公司销售净利率保持稳定.....	10
图表 14. 公司期间费用管控良好.....	10
图表 15. 公司期间费用分解情况.....	10
图表 16. 盈利质量整体稳定，经营性现金流短期承压.....	11
图表 17. 营运能力显著增强.....	11
图表 18. 文化、体育和娱乐业固定资产投资额逐年上升.....	12
图表 19. 2017-2021 年我国文化及相关产业增加值.....	12
图表 20. 2018-2022 年我国文化基础设施数量逐年提升.....	12
图表 21. 各类文化场馆数量稳中有进.....	12
图表 22. 我国体育产业总规模和增加值总体呈上涨趋势.....	13
图表 23. 支持体育场地建设的相关政策.....	13
图表 24. 我国体育场地数量和人均体育场地面积呈上涨趋势.....	14
图表 25. 我国剧场平均收入呈上升趋势.....	14
图表 26. 我国剧场运营市场化程度仍有较大提升空间.....	14
图表 27. 2015-2020 年我国体育场馆服务市场规模及其占国家体育产业比重.....	15
图表 28. 2012-2023H1 我国国内旅游人数及增速.....	15
图表 29. 2012-2023H1 我国旅游收入及增速.....	15
图表 30. 暑期多景区旅游市场火热.....	15
图表 31. 2015-2022 年我国演出市场总体经济规模及增速.....	16
图表 32. 2015-23H1 我国演出票房收入及增速.....	16
图表 33. 国内游客最喜欢的五大文化体验.....	16
图表 34. 旅游演艺票房占演出市场总票房比重显著攀升.....	16

图表 35. 2015-2023H1 我国旅游演出场次及增速	17
图表 36. 2015-2023 H1 我国旅游演出票房收入及增速	17
图表 37. 旅游演艺相关支持政策.....	17
图表 38. 沉浸式旅游演艺迎来 4.0 时代.....	18
图表 39. 数艺科技相关支持政策.....	18
图表 40. 数艺科技的主要应用场景	18
图表 41. 我国夜经济发展迅速	19
图表 42. 夜经济相关支持政策	19
图表 43. 今年以来首演的部分沉浸式旅游演艺项目	20
图表 44. 广州亚运会当年游客数量增速创新高.....	20
图表 45. 广州亚运会当年演出观众增速较快.....	20
图表 46. 广州亚运会带动全民健身热情，且会后热度持久.....	20
图表 47. 2013-2022 年杭州旅游人数.....	21
图表 48. 2013-2022 年杭州旅游总收入.....	21
图表 49. 杭州位列中国城市体育消费市场第一梯队.....	21
图表 50. 杭州市全民健身参与度得分迅速跃升.....	21
图表 51. 公司为客户提供整体的解决方案.....	22
图表 52. 公司文体装备产品覆盖范围广泛.....	22
图表 53. 公司核心竞争力业内领先.....	23
图表 54. 公司参与打造的部分亚运场馆	23
图表 55. 公司 23Q2 新中标重大项目	23
图表 56. 公司文体装备业务新签合同情况	24
图表 57. 公司参与的部分“一带一路”项目	24
图表 58. 公司数艺科技板块三大业务领域.....	25
图表 59. 公司数艺科技领域的多个标志性案例.....	25
图表 60. 公司数艺科技业务新签合同情况.....	25
图表 61. 公司前瞻布局 AI	26
图表 62. 公司外部 IP 资源合作情况.....	26
图表 63. 向文体装备制造产业链下游的场馆运营延伸.....	27
图表 64. 公司运营的义乌文化广场剧院经营成绩优异.....	27
图表 65. 公司深耕浙江，辐射全国	27
图表 66. 公司部分优质合作资源	28
图表 67. 公司获取的附带建成后运营权的 PPP 模式订单（截至 2023 年 3 月） ..	28
图表 68. 保利文化 2015-2019 年运营情况.....	29
图表 69. 公司剧场运营盈利预测	29
图表 70. 旅游演艺业务毛利率远超公司当前业务毛利率.....	30
图表 71. 市场给予旅游演艺的估值更高	30
图表 72. 宋城演艺的异地扩展之路.....	30
图表 73. 《今夕共西溪》剧照.....	30

图表 74. 《今夕共西溪》盈利预测	31
图表 75. 入选亚运会的四项演艺作品	32
图表 76. 主营业务营收及毛利预测（百万元）	33
图表 77. 可比公司 2023 年估值状况（截至 2023.8.31）	34
利润表(人民币 百万)	36
现金流量表(人民币 百万)	36
财务指标	36
资产负债表(人民币 百万)	36

1.大丰实业：文体旅产业集成龙头

1.1 公司概况：国内领先的文体旅产业集成服务商

大丰实业是国内领先的文体旅产业整体集成方案解决商。公司聚焦文化、体育、旅游产业，打造文体旅核心科技装备和系统，提供文体旅空间的策划、创意、智造、投资、运营服务。成立 30 多年来，公司承揽全国大多数中高端文化场馆，连续 25 年服务央视春晚，参与 G20、金砖、上合、互联网大会等多场国际盛会舞台与会场打造，在行业内享有盛誉。目前，公司正在向毛利更高的创意设计方向和盈利更为稳健的文体旅运营方向发展，战略转型值得关注。其发展历程可以分成以下阶段：

初创阶段（1991 年-1993 年）：起步于视听器材厂。1991 年，创始人丰国勋先生创立了余姚市视听器材厂，主要生产销售电源接插件、配电箱、摄影器材，逐步从最初的电影制片厂拓展到电视台。

起步阶段（1993 年-1996 年）：布局舞台、看台领域，初获成功。1993 年，公司抓住电视产业发展机遇，投资布局影视设备研制领域。1994 年，原视听器材厂变更为余姚市电影电视设备公司，主要布局组合玻璃舞台、公共座椅与活动看台领域，组合玻璃舞台项目居当时国内首位。

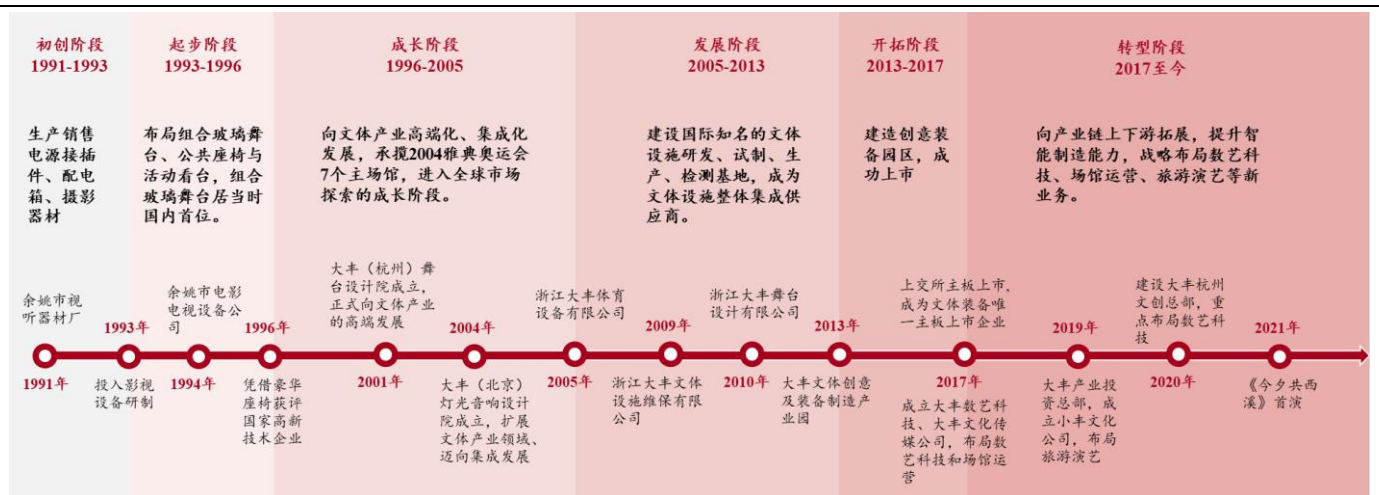
成长阶段（1996 年-2005 年）：迈向高端集成发展，着手布局国际市场。2001 年，大丰(杭州)舞台设计院成立，公司正式向文体高端产业发展。2004 年，大丰(北京)灯光音响设计院成立，公司扩展产业领域迈向集成发展。同时公司开始探索全球市场，承揽了 2004 年雅典奥运会的 7 个主场馆。

发展阶段（2005 年-2013 年）：成为文体设施整体集成供应商。2003 年，公司开始建设国际知名的文体设施研发、试制、生产、检测基地，建成后公司具备了设计研发、生产制造、安装调试、售后维护的整体实力。2005-2010 年间，大丰体育、大丰维保、大丰舞台等公司先后成立，公司逐步整合各类文体装备，成为文体设施整体集成供应商。

开拓阶段（2013 年-2017 年）：扩充产能，成功上市。2013 年公司在余姚建造了文体创意及装备制造产业园，重点建设现代文体装备产业基地、轨道交通产业基地、文化创意产业基地以及文化装备技术研发中心。2017 年，公司在上交所主板上市，成为文体装备行业唯一一家主板上市公司。

转型阶段（2017 年至今）：向文体旅产业上下游拓展。2017 年公司成立大丰数艺科技、大丰文化传媒公司，开始布局数艺科技和场馆运营业务。2020 年，公司规划建设大丰杭州文创总部，逐步加强科技创新与数字化建设，大力进军数艺科技业务；2021 年《今夕共西溪》首演并于 2023 年 3 月焕新回归，公司逐步向旅游演艺拓展，进一步打通产业链。

图表 1. 公司迈入向轻量运营业务转型阶段



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

文体集成开枝散叶，构建文体旅智能商业生态系统的文化平台。公司以文体装备为核心产业，深耕多年，结合多年在文体装备领域的优势和资源，拓展了数艺科技、场馆运营、文旅融合等相关业务，形成了上游至活动策划、创意制作，下游至场馆运营、经纪票务等的全产业链业务布局，开启了从高端智造向内容创意和运营服务延伸的产业创新升级转变之路。同时，公司设置了相关子公司保驾护航，对各业务进行精细化管理，共同推动公司成为文体旅集成的平台企业。

图表 2. 公司主要业务布局

产业	主要内容	业务模式	典型案例
文体装备	智能舞台、灯音视频、智能系统、高端装饰、活动看台、公共座椅等	项目制	央视春晚(连续 24 年)、新中央电视台大剧院、G20 杭州峰会、最大的室外秀场“中国出了个毛泽东”等
数艺科技	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提升	项目制	首个文商旅综合体中的数字秘境-海口国际免税城中庭、雅加达亚运会闭幕式“杭州时间”等
轨道交通	轨道车辆整体内饰、座椅生产; 轨道工艺设备、旅游观光车设计研发、系统集成	项目制	CRH 动车, 宁波、杭州、广州、武汉、重庆、昆明、贵阳等地铁, 长沙磁悬浮, 以及印度、巴西、阿根廷、菲律宾等国内外轨道交通项目。
文化传媒	泛文化综合体运营、剧院场馆运营、演出经纪、艺术节策展、艺术教育、艺术商业开发	长期运营	杭州金沙湖大剧院、平阳文化艺术中心、中蒙俄国际文化旅游节、杭州国际服装周开幕活动等。
文旅融合	特色文化光影秀和品牌旅游演艺; 文体产业园区、文旅特色小镇投资运营; 景区、旅游目的地、全域旅游综合开发运营; 文旅创意产品研发服务等	项目制/长期运营	今夕共西溪、禅宗圣域六祖惠能、意向凤城、临安苕溪光影秀等

资料来源: 公司官网, 公司公告, 中银证券

图表 3. 文体行业产业链



资料来源: Wind, 国家体育总局, 中银证券

图表 4. 公司子公司分工明确

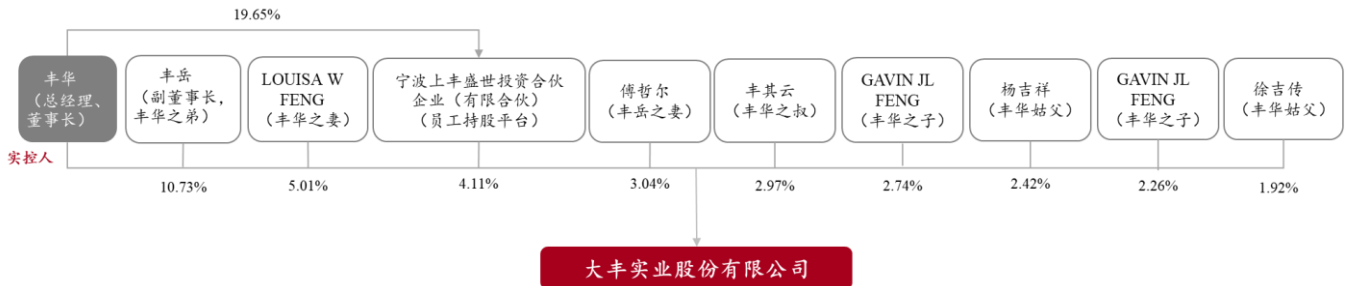
子公司名称	主要业务	子公司名称	主要业务
大丰装饰	声学工程、装饰	丹江口大丰	PPP 项目管理
大丰体育	体育科技装备	松阳大丰	PPP 项目管理
大丰轨交	轨道交通装备	天长大丰	PPP 项目管理
大丰维保	文体装备维护	泌阳丰源	PPP 项目管理
大丰舞台	文化科技装备	平阳大丰	PPP 项目管理
郑州耀丰	活动策划	宁海大丰	PPP 项目管理
大丰数艺	数字艺术科技	四明湖	PPP 项目管理
宁波启鸿	建筑工程等	新加坡大丰控股	文化科技装备
大丰文化	剧院运营、剧院经纪、活动策划	大丰私募	基金管理
杭州云娱	大数据、物联网、数字营销	杭州小丰	文旅创意策划与制作
西溪数艺	文化旅游演艺		

资料来源: 公司公告, 中银证券

1.2 公司治理：股权结构较为集中，股权激励有序推进

丰氏家族掌握公司控制权，股权结构较为集中。公司前十大股东除员工持股平台外均出自丰氏家族。其中，丰华为实际控制人，直接和间接累计持有股份 24.21%；实控人的一致行动人丰华妻子和两个儿子分别持股 5.01%/2.74%/2.26%，实控人及其一致行动人合计持股 34.22%，股权结构较为集中。

图表 5. 丰氏家族掌握公司控制权（截至 2023 年 7 月 30 日）



资料来源：公司公告，中银证券

股权激励有序推进，有望激发员工积极性。公司于 2021 年 9 月推出股权激励计划，分两批共授予 115 名员工累计 795.72 万股限制性股票，设定了 21-23 年解禁股权的业绩目标，将员工利益与公司利益深度绑定，有利于增加员工的积极性。根据股权激励设置的业绩目标，2023 年限售股全部解禁，需要实现营业收入 43.36 亿元或扣非净利润 5.01 亿元。

图表 6. 公司股权激励授予情况

姓名	职务	授予日期	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例(%)	占本计划公告日股本总额的比例(%)
杨金生	副总经理	2021/11/26	18	2.25	0.04
陈轶	副总经理	2021/11/26	18	2.25	0.04
孙玲玲	董事	2021/11/26	14.4	1.80	0.04
张进龙	财务总监	2021/11/26	14.4	1.80	0.04
谢文杰	董事会秘书	2021/11/26	14.4	1.80	0.04
核心管理人员、核心技术（业务）人员及董事会认为应当激励的其他员工（91 人）		2021/11/26	651.6	81.45	1.62
赵红美	副总经理	2022/10/14	10.08	1.26	0.02
核心管理人员、核心技术（业务）人员及董事会认为应当激励的其他员工（18 人）		2022/10/14	54.84	6.86	0.13
作废			4.28	0.54	0.01
合计			800	100.00	1.99

资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 公司为股权激励设置的业绩目标（亿元）

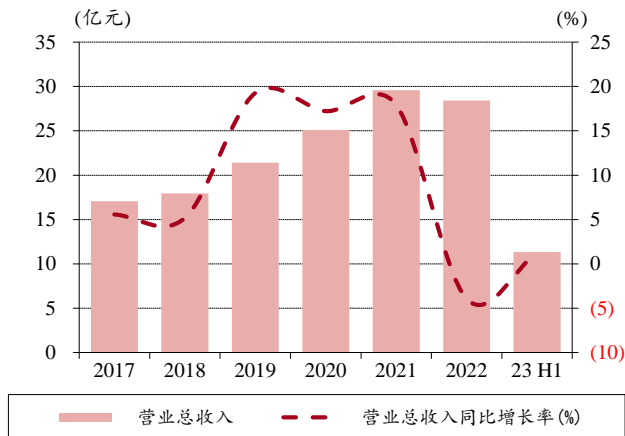
年份	考核指标	不予解除限售	80%解除限售	90%解除限售	100%解除限售
2021 年	扣非净利润	<3.48	--	--	≥3.48
2022 年	营业收入	<27.60	27.60~30.11	30.11~36.13	≥36.13
	或：扣非净利润	<3.19	3.19~3.48	3.48~4.18	≥4.18
2023 年	营业收入	<33.12	33.12~36.13	36.13~43.36	≥43.36
	或：扣非净利润	<3.83	3.83~4.18	4.18~5.01	≥5.01

资料来源：公司公告，中银证券

1.3 财务表现：主营业务稳健增长，新业务提振盈利水平

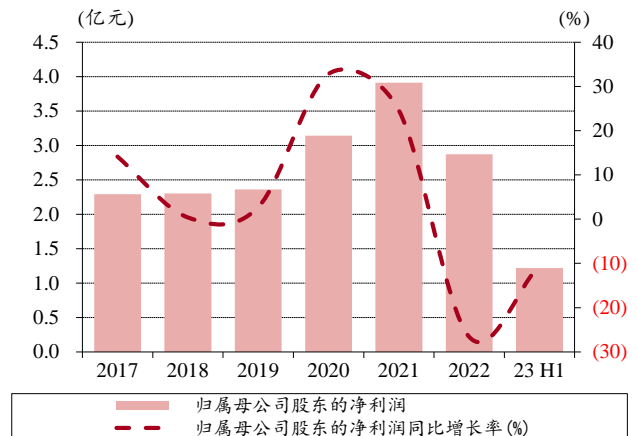
营收、盈利均稳中有进，疫情期间表现良好。2017-2021 年公司的营收和归母净利润均呈现逐年增长态势，CAGR 分别为 14.74%/14.31%。疫情期间整体表现良好，2020-2021 年疫情呈局地散发状态，封控相对较少，复工复产后公司进度追赶措施积极有力，叠加受益于新基建、夜经济等支持政策等利好，公司营收和归母净利润实现逆势增长。2022 年疫情爆发频率增加，管控措施也相应升级，公司项目交付受到影响，营收出现小幅下滑，同时当年计提了较多的应收账款信用减值损失，导致归母净利润出现一定下滑。2023 年初疫情集中爆发，公司生产运营受到较大影响，23Q1 业绩出现一定下滑，疫后公司恢复迅速，23Q2 营收达 8.00 亿元，yoy+21.57%，创近年来同期新高，23Q2 归母净利润达 1.00 亿元，yoy+51.64%，随着疫后经济复苏，我们预期 23 年公司业绩有望持续改善。

图表 8. 公司营收整体呈上升趋势



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

图表 9. 公司归母净利润整体呈上升趋势

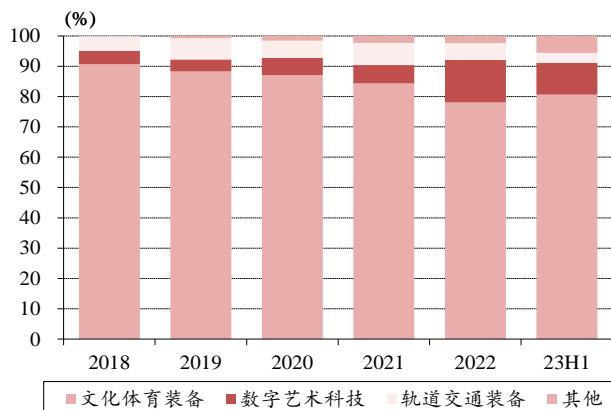


资料来源：同花顺 iFind，中银证券

文体装备经营稳定，轨道交通积极转型。文体装备业务作为公司的主营业务长期以来经营稳定，近年来营收占比基本在 8 成以上，且在行业内形成了一定的品牌效应和影响力，毛利率长期稳定在 30% 左右，为公司业绩稳定增长提供了有力的支撑。轨道交通业务近年来受益于我国城市轨道交通的大规模新建，该板块业务有较好发展。考虑到轨道交通业务受规划影响存在一定波动性，近年来，公司开始布局该业务转型，探索与公司业务联系更为紧密的旅游观光车方向。

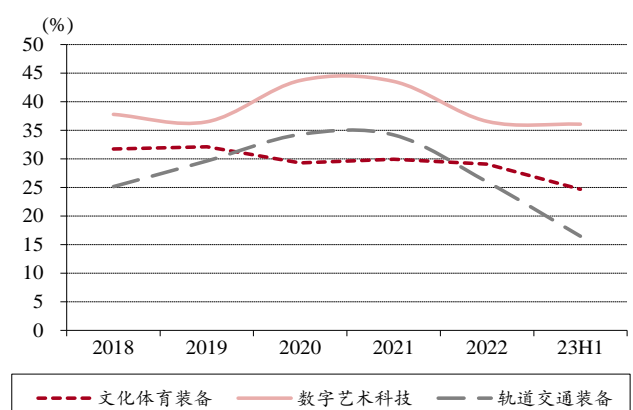
数艺科技业务布局提速，轻量化转型已见端倪。公司传统的文体装备业务是偏重资产的业务，近年来，公司向内容设计和运营等轻资产业务转型，目前已经取得了一定进展。数艺科技业务占比显著提升，2018-2022 年从 4.35% 上升至 14.08%，2022 年该业务的营收增速高达 122%，提速明显。从盈利水平来看，数艺科技业务毛利率显著高于文体装备、轨道交通等业务，2022 年该业务毛利率为 36.58%，数艺科技的布局加速有助于带动整体毛利率的提升。

图表 10. 文体装备收入贡献高，数艺科技占比提升



资料来源：Wind，中银证券

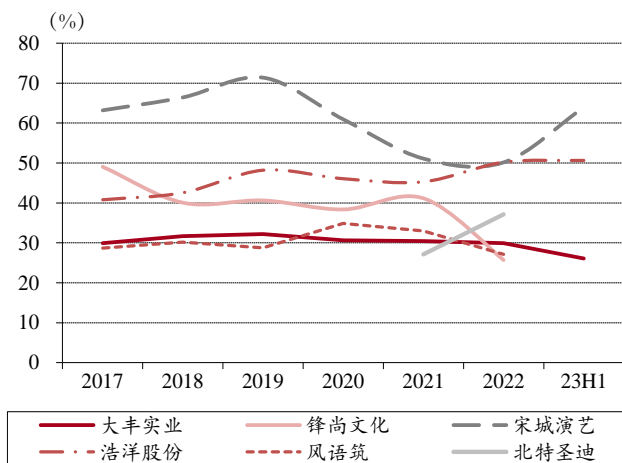
图表 11. 数艺科技毛利率显著占优



资料来源：Wind，中银证券

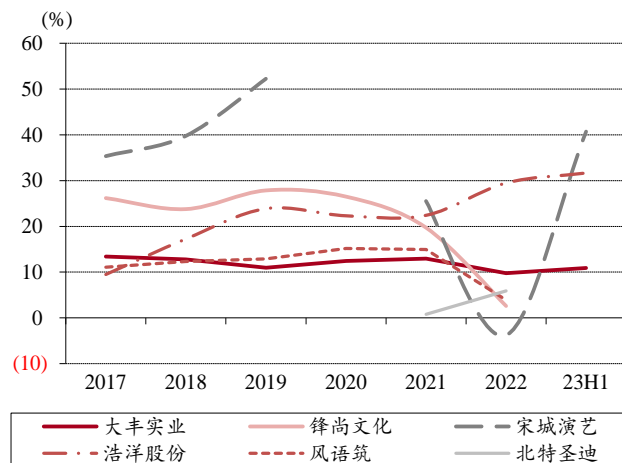
毛利水平稳定，与业务相近公司比较仍有提升空间。公司的毛利率长期保持 30% 左右，净利率保持 10%-15% 左右，盈利能力较稳定。2020 年受新会计准则影响，运输费用从销售费用移入营业成本，导致毛利率略有下滑。与同业相比，锋尚文化、宋城演艺毛利率显著优于公司，而他们分别从事的创意策划和旅游演艺业务恰好符合公司目前的主要转型方向，预期转型后毛利率有望进一步抬升。与公司主业同属设备提供的公司中，浩洋股份出海表现较好，海外业务占比高，毛利率显著优于国内，其国内业务毛利率与公司接近；北特圣迪毛利率也与公司接近。总体而言，公司主业稳健，未来随着业务转型，盈利能力存在上行空间。

图表 12. 公司销售毛利率保持稳定



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

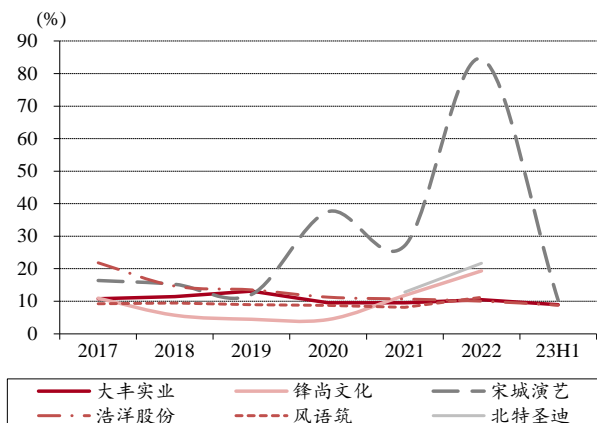
图表 13. 公司销售净利率保持稳定



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

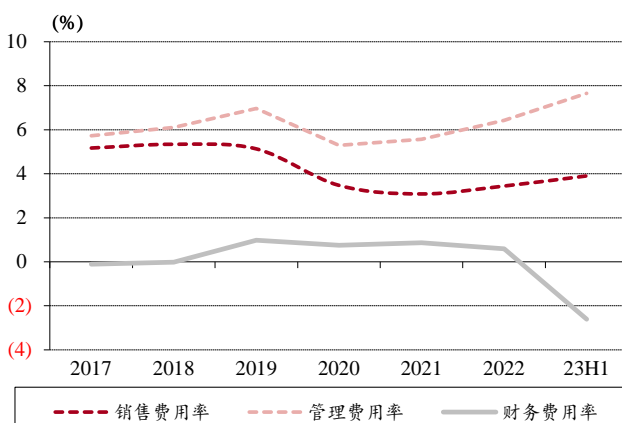
期间费用管控良好。公司期间费用管控能力较为良好，2017-2022 年期间费用率平均值为 10.80%，疫情期间也基本保持稳定。拆解来看，公司 2019 年期间费用率略有上升，主要是当年发行可转债致使财务费用上升所致。与其他公司相比，上游的锋尚文化、风语筑期间费用率略优于公司，公司未来创意策划业务提升也将蕴含一定的降费潜力。同中游的浩洋股份、北特圣迪相比，公司费用管控能力占优，尤其是公司与北特圣迪毛利率接近，但净利率远优于北特圣迪，较优秀的费用管控能力做出重要贡献。下游的宋城演艺受疫情影响，期间费用波动较大。

图表 14. 公司期间费用管控良好



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

图表 15. 公司期间费用分解情况

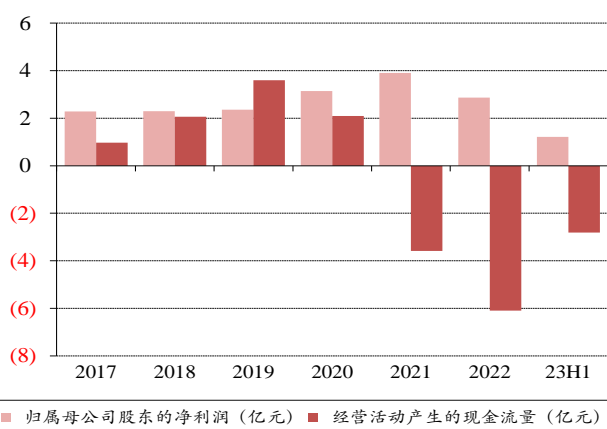


资料来源：同花顺 iFind，中银证券

盈利质量整体稳定，经营性现金流受会计政策变动影响短期承压。2017-2020 年公司经营性现金流整体与归母净利润接近，盈利质量较高。2021 年以来，会计政策发生调整，根据当年开始执行的《会计准则解释第 14 号》，PPP 建设部分支出列支为经营现金流出，因此经营性现金流大幅下降，若剔除会计政策影响，2021 年公司的经营性现金流为 3.30 亿元，基本与当年归母净利润相匹配。2022 年公司 PPP 投入增加，叠加疫情影响回款速度减缓，经营性现金流进一步承压。随着疫情影响消退、公司在手 PPP 项目的逐渐完工，23H1 经营性现金流已出现明显好转，预计经营性现金流后续有望得到改善。

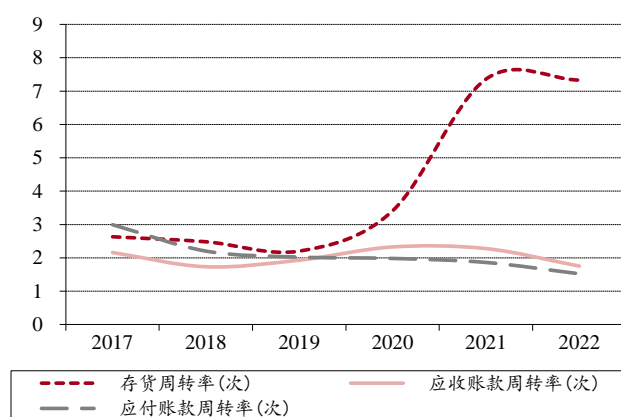
营运能力显著增强，议价能力有所提升。公司近年来存货周转率显著攀升，营运能力显著增强，转型趋势明显，公司转型的数艺科技等方向交付周期更短，有利于存货周转率的提升。此外，公司应收账款周转率 22 年之前稳中有进，22 年受疫情影响回款短期放缓，整体而言，公司近年来对上下游的议价能力有所提升，也反映了公司品牌效应的增强。

图表 16. 盈利质量整体稳定，经营性现金流短期承压



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

图表 17. 营运能力显著增强



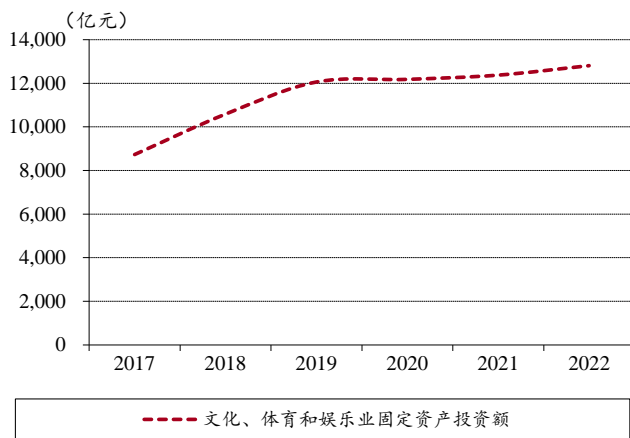
资料来源：同花顺 iFind，中银证券

2.行业概况：文体旅行业前景广阔，数艺科技顺应文旅融合新趋势

2.1 文体产业：硬件装备需求旺盛，场馆运营仍是蓝海

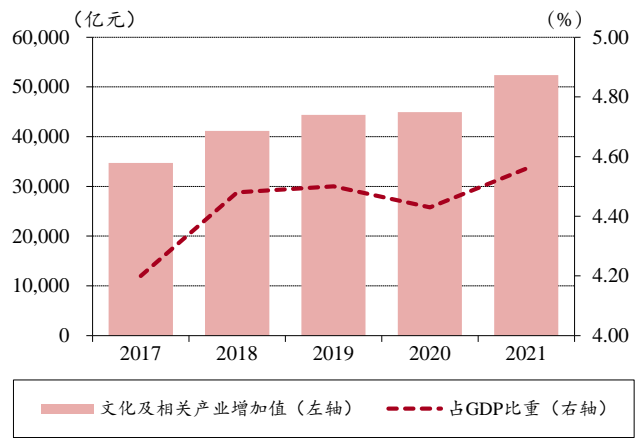
文体产业投资逐年提升，有望刺激文体装备需求。我国文化、体育和娱乐业固定资产投资额逐年上升，2022 年我国文化、体育和娱乐业固定资产投资额约为 1.28 万亿元，2017-2022 年 CAGR 约为 8%。文体产业固定资产投资会涉及文体场馆建设及更新改造，有利于带动文体装备的需求。

图表 18. 文化、体育和娱乐业固定资产投资额逐年上升



资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. 2017-2021 年我国文化及相关产业增加值



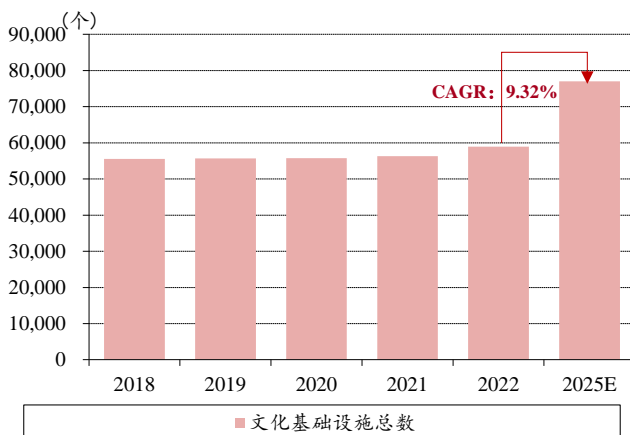
资料来源: 国家统计局, 中银证券

2.1.1 文化产业蓬勃发展，基础设施建设稳步增长

文化产业蓬勃发展，重要程度日益凸显。近年来，我国文化产业迅速发展，2017-2021 年我国文化及相关产业增加值 CAGR 为 11%，文化及相关产业增加值占 GDP 比重总体呈上升趋势，2021 年，我国文化及相关产业增加值 5.24 万亿元，占 GDP 比重 4.56%。

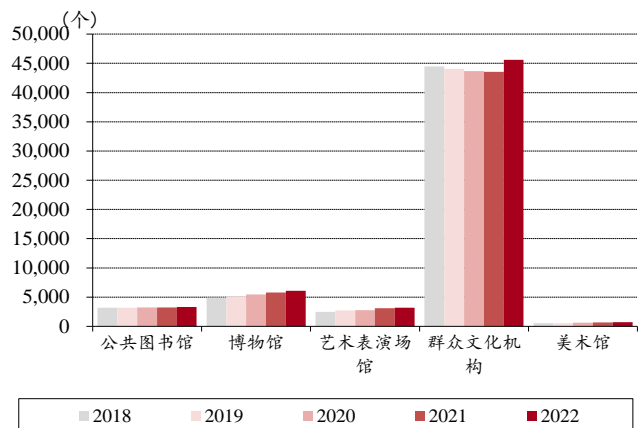
文化基础设施数量逐年提升，文化装备成长潜力较大。根据文旅部数据，我国 2022 年底各类文化基础设施数量为 5.89 万个。根据文旅部的“十四五”发展目标，2025 年全国各类文化设施数量（公共图书馆、文化馆站、美术馆、博物馆、艺术演出场所）达到 7.7 万个，为实现这一目标，2022-2025 年我国各类文化设施数量的 CAGR 需达到 9.32%，预计未来文化基础设施建设将迎来稳步增长期，文化装备作为文化基础设施建设的重要组成部分，具备较大成长潜力。

图表 20. 2018-2022 年我国文化基础设施数量逐年提升



资料来源: Wind, 国家统计局, 文旅部, 中银证券

图表 21. 各类文化场馆数量稳中有进

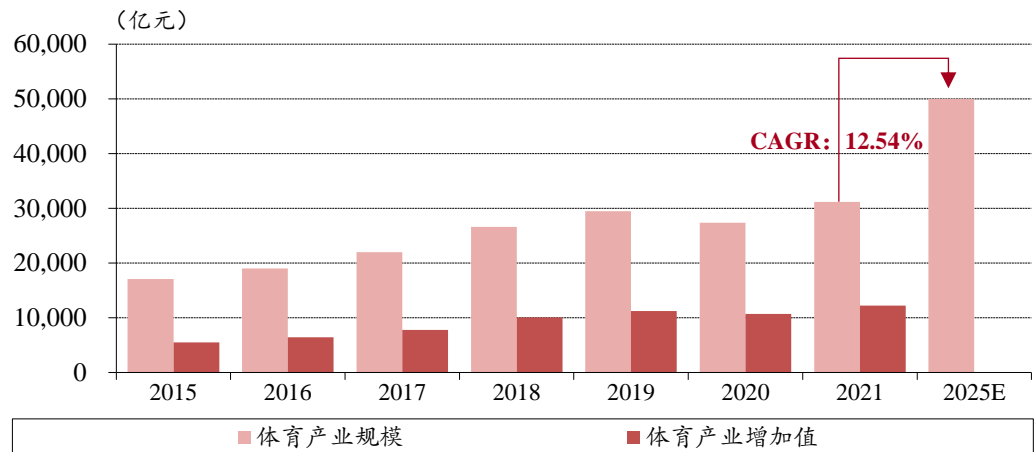


资料来源: Wind, 国家统计局, 文旅部, 中银证券

2.1.2 体育产业发展迅速，全民健身带动场馆建设

我国体育产业发展迅速，未来成长空间广阔。近年来，我国体育产业总规模和增加值总体呈上涨趋势，2015-2021 年我国体育产业总规模的 CAGR 达 10.52%，2021 年，我国体育产业规模为 3.12 万亿元，yoy+13.89%，体育产业增加值为 1.22 万亿元，增加值占 GDP 的比重达 1.07%。根据国家体育总局发布的《“十四五”体育发展规划》，2025 年我国体育产业总规模达到 5 万亿元，增加值占国内生产总值比重达到 2%，预计 2021-2025 年我国体育产业 CAGR 将达到 12.54%。

图表 22. 我国体育产业总规模和增加值总体呈上涨趋势



资料来源: Wind, 国家体育总局, 中银证券

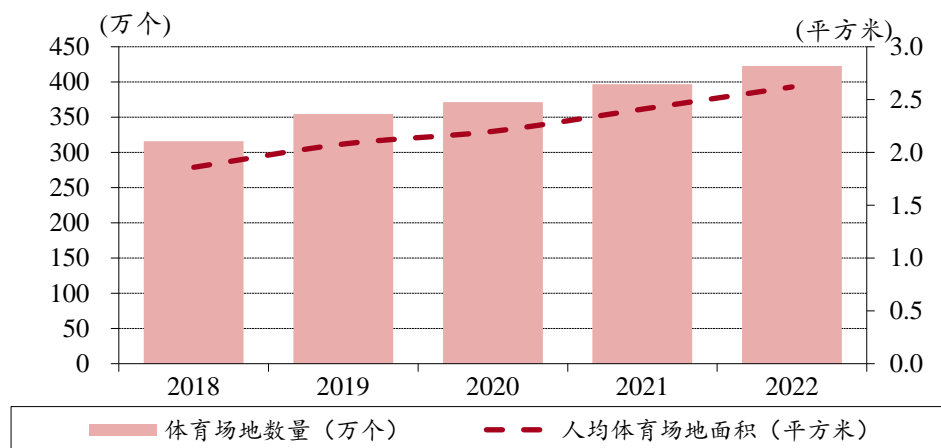
政策发力全民健身，体育场馆建设节奏加快。为建设健康强国、体育强国，有关部门出台了一系列政策措施支持体育场地建设。截至 2022 年，全国体育场地 422.68 万个，体育场地总面积 37.02 亿平方米，人均体育场地面积 2.62 平方米，提前 3 年实现了《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》给出的 2025 年全国人均体育场地面积目标。但是据中国经济网，美国/日本人均体育场地面积分别为 16/19 平方米，相比之下，我国体育场地设施仍有较大提升空间，随着全民健身的发展，杭州亚运会、成都大运会等一系列体育赛事的举办，未来我国场馆设施和运营的需求有望持续增加。

图表 23. 支持体育场地建设的相关政策

政策文件	发布单位	发布时间	相关内容
《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》	国家发改委、国家体育总局	2021/4/20	到 2025 年，全国人均体育场地面积达到 2.6 平方米以上，每万人拥有足球场数量达到 0.9 块，全国社会足球场设施专项行动重点推进城市等有条件的地区每万人达到 1 块以上。
《国务院关于印发全民健身计划（2021—2025 年）的通知》	国务院	2021/7/18	加大全民健身场地设施供给。新建或改扩建 2000 个以上体育公园、全民健身中心、公共体育场馆等健身场地设施，补齐 5000 个以上乡镇（街道）全民健身场地器材，数字化升级改造 1000 个以上公共体育场馆。
《“十四五”体育发展规划》	国家体育总局	2021/10/8	利用中央资金支持地方重点推进体育公园、全民健身中心、公共体育场、社会足球场、健身步道、户外运动公共服务设施建设。
《关于体育助力稳经济促消费激活力的工作方案》	体育总局办公厅	2022/7/5	加快推进已安排的体育总局直属单位基本建设项目；会同发展改革委提前启动 2023 年全民健身设施补短板工程项目的申报、确认和资金下达，支持各地加快体育公园、全民健身中心、公共体育场、社会足球场、健身步道、户外运动公共服务设施等体育设施建设进度。
《2023 年群众体育工作要点》	国家体育总局	2023/3/8	引导支持地方增加全民健身中心、体育公园等公共健身设施，加强适老适儿化健身设施设置补齐乡镇/街道全民健身场地器材短板，推动公共体育场馆提升开放服务水平。
《全民健身场地设施提升行动工作方案（2023-2025 年）》	体育总局办公厅等五部门	2023/5/26	到 2025 年，常住人口 20 万以上的县级行政区域至少建有一个公共体育场，或田径场、全民健身中心、体育公园、公共体育馆。
《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》	体育总局办公厅	2023/7/21	支持各地建设体育公园、全民健身中心、公共体育场、社会足球场、健身步道、户外运动公共服务设施等体育场地设施。

资料来源: 中国政府网, 国家体育总局官网, 中银证券

图表 24. 我国体育场地数量和人均体育场地面积呈上涨趋势

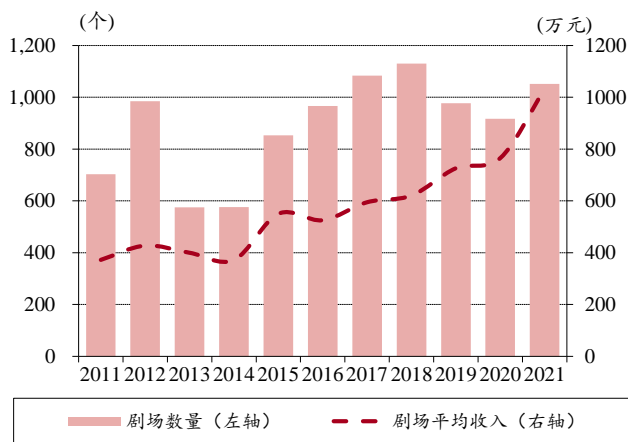


资料来源：国家体育总局官网，中银证券

2.1.2 市场化运营有序推进，场馆运营迎来新机遇

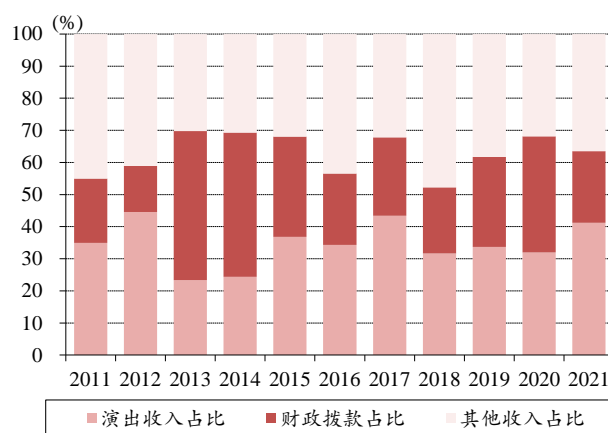
剧场运营：我国剧场平均收入呈上升趋势，市场化运营程度有较大提升空间。截至 2021 年，我国共有剧场数量 1052 个，剧场平均收入 1032 万元，近年来，剧场平均收入成长迅速，2011-2021 年我国剧场平均收入的 CAGR 为 11%。伴随着我国居民收入水平的提升，观剧需求有望进一步提升，进而带动剧场平均收入的提升。从剧场收入的结构来看，我国剧场运营中演出收入占比在 35% 左右，而财政拨款占比约为 20%-45%，总体而言，对财政依赖度偏高，市场化程度有待进一步提升，我们认为，随着大丰实业等民企涉足剧场运营业务，市场的竞争活力有望提升，从而带动市场化运营程度，推动演出收入的增长。

图表 25. 我国剧场平均收入呈上升趋势



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

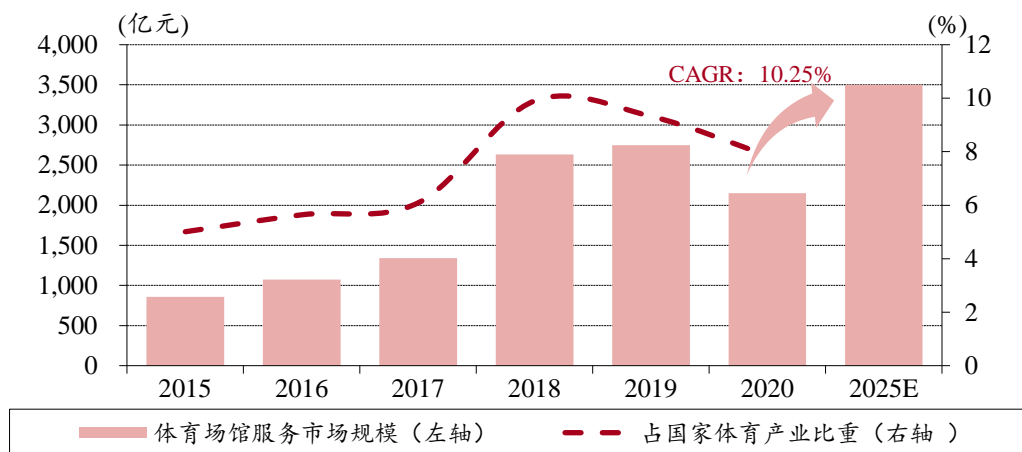
图表 26. 我国剧场运营市场化程度仍有较大提升空间



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

体育场馆运营：体育场馆逐渐对外释放管理权限，以托管/合作模式运营的场馆增加，场馆运营市场规模出现显著增长。2021 年 10 月 23 日，国家发改委等 7 部门联合发布的《关于推进体育公园建设的指导意见》指出，对于政府投资新建的体育公园，鼓励委托第三方运营管理，对场馆运营企业而言将迎来新机遇。2020 年，我国体育场馆服务总产出 2149 亿元，占国家体育产业比重为 7.85%，2015-2020 年体育场馆服务总产出占国家体育产业比重的平均值为 7.3%，略超美国的 7%。以 7% 的比重保守估算，根据我国 2025 年体育产业 5 万亿元市场规模的目标，2025 年我国体育场馆运营市场规模将达到 3500 亿元，2020-2025 年 CAGR 将达到 10.25%，市场前景广阔。

图表 27. 2015-2020 年我国体育场馆服务市场规模及其占国家体育产业比重



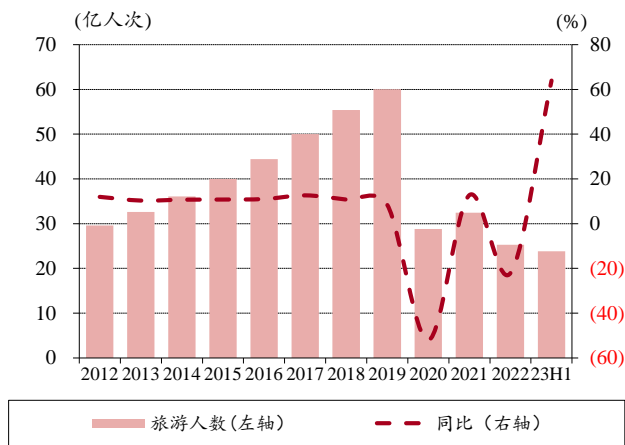
资料来源：同花顺 iFind，中银证券

2.2 文旅行业：寒冬已过复苏强劲，科技赋能助力产业升级

2.2.1 疫后旅游演出市场强劲复苏，沉浸式演艺成为新业态

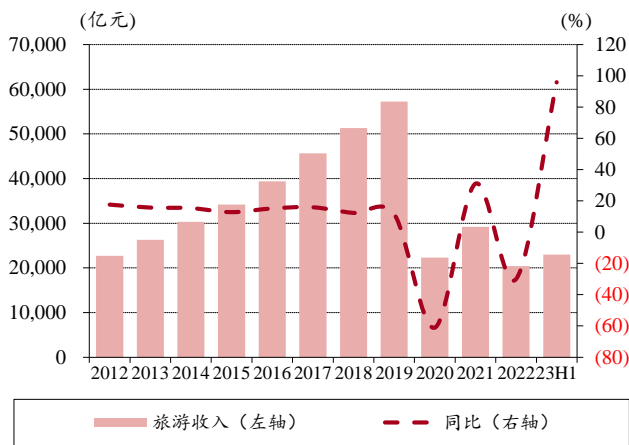
疫后旅游市场迅速复苏，火热势头有望延续。2012-2019 年国内旅游市场景气，旅游人数增速常年保持在 10% 左右，CAGR 为 10.65%，旅游收入增速保持在 15% 左右，CAGR 为 14.12%。自实行“乙类乙管”后，国内旅游需求迅速释放，据文旅部数据，23H1 国内旅游总人次为 23.84 亿人次，yoy+63.9%，恢复至 19 年同期的 77%，旅游收入为 2.30 万亿元，yoy+95.9%，恢复至 19 年同期的 83%，复苏势头强劲。上半年多个旅企创下历年来业绩新高，暑期仍延续火热势头。

图表 28. 2012-2023H1 我国国内旅游人数及增速



资料来源：Wind，文旅部，中银证券

图表 29. 2012-2023H1 我国旅游收入及增速



资料来源：Wind，文旅部，中银证券

图表 30. 暑期多景区旅游市场火热

景区

暑期表现

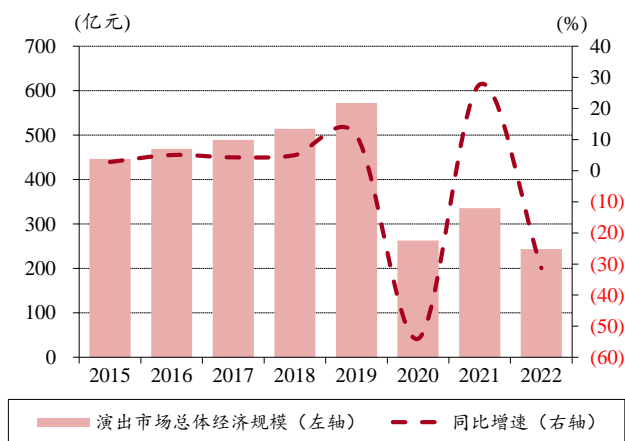
黄山	7 月黄山风景区共接待游客总人数 44.42 万人，同比增长 88%；8 月 1 日到 6 日，共接待游客总人数 13.45 万人，同比增长 45.35%
长白山	7 月接待游客 63.34 万人次，恢复至 19 年同期的 119%，创历年 7 月份单月接待人数新高
宋城演艺	公司旗下景区 7 月份总场次已经超越 2019 年 7 月
上海海昌海洋公园	7 月客流量较 2019 年同期增长 35%，其中外地游客占比 71%
上海欢乐谷、玛雅海滩水乐园	7 月以来接待游客量较 2019 年同期增 73%

资料来源：各景区微信公众号，荆楚网，腾讯网，中新网，网易，中银证券

资金端支持更新改造，景区升级有望增加客流量。近年来，国家对旅游领域设备更新改造的政策支持增加，将旅游业纳入设备更新改造专项再贷款投向领域。根据文旅部《2022 年文化和旅游发展统计公报》2022 年文旅部推动文化和旅游领域纳入设备购置和更新改造新增贷款贴息政策支持范围，1237 个项目纳入备选名单，项目总投资 2461 亿元。景区改造升级有利于增加客流量，提振消费，以西安大唐不夜城为例，2018 年 12 月景区升级后，开街 120 天接待游客高达 2364 万人，成为西安的网红文旅 IP。

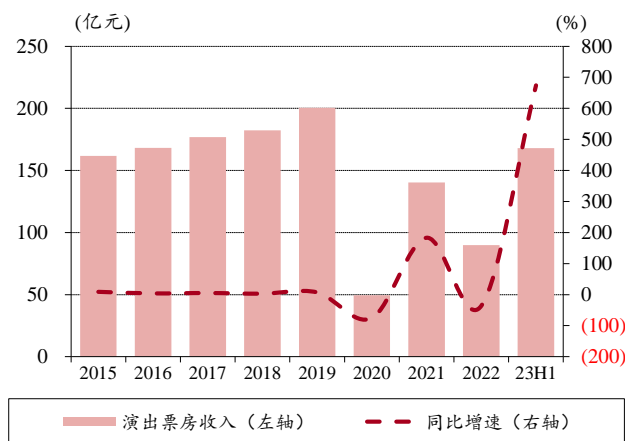
演出行业加速回暖，23H1 票房收入已达 19 年全年的 84%。疫情前，随着我国居民收入的持续增长和生活条件的改善，我国演出市场规模和票房收入逐年增长。2019 年，我国演出市场总体经济规模已达 572.24 亿元，票房收入 200.41 亿元。疫后观演需求集中释放，23H1 票房收入 167.93 亿元，yoy+673.84%，已达 19 年全年的 84%，预计 23 年全年票房收入将大幅超越疫情前水平。

图表 31. 2015-2022 年我国演出市场总体经济规模及增速



资料来源: Wind, 中国演出行业协会, 中银证券

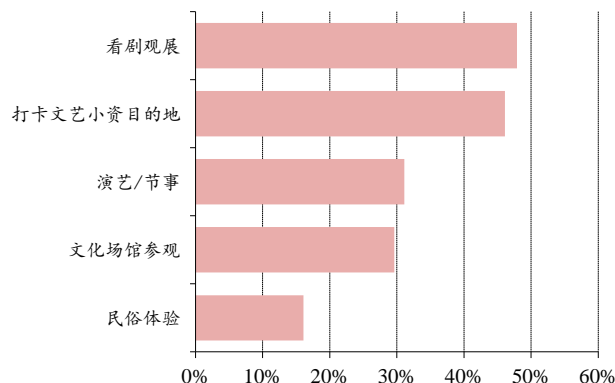
图表 32. 2015-23H1 我国演出票房收入及增速



资料来源: Wind, 中国演出行业协会, 中银证券

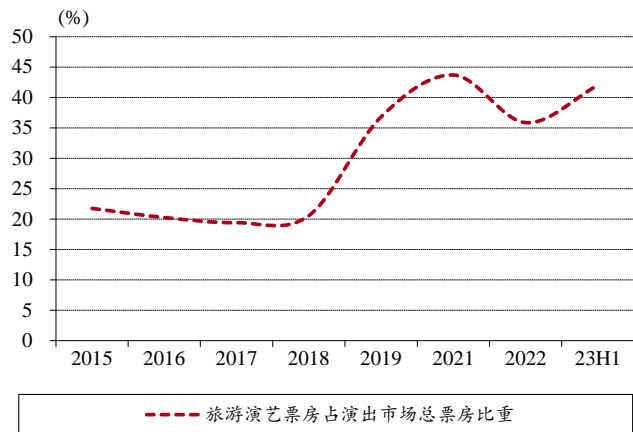
文旅融合趋势显著，旅游演艺崛起。近年来，越来越多的游客开始关注文化消费，文旅演艺需求显著提升，据中国旅游研究院发布的《2022 年上半年全国文化消费数据报告》显示，约 31% 的游客会在旅游时选择体验演艺/节事，在国内游客最喜欢的五大文化体验中位列第三。此外，旅游演出票房近年来在演出总票房的占比显著攀升，23H1 占比已达 42.01%，位于近年来高位。疫后旅游演出迅速反弹，23H1 我国旅游演出票房为 70.55 亿元，已达到 19 年全年的 95.61%，随着旅游热度持续升温，文旅需求加速释放，预计 2023 年全年旅游演出票房有望创新高。

图表 33. 国内游客最喜欢的五大文化体验



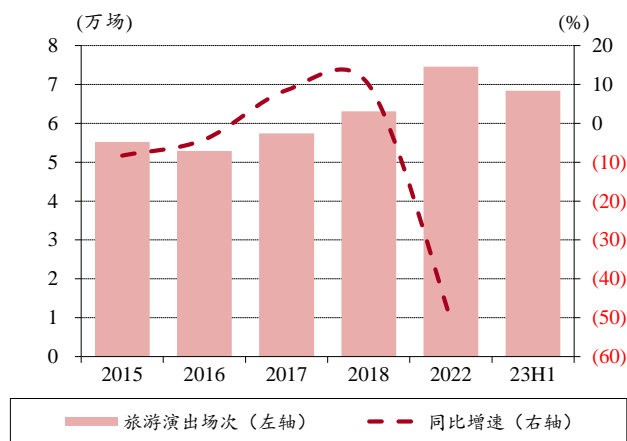
资料来源: 中国旅游研究院, 中银证券

图表 34. 旅游演艺票房占演出市场总票房比重显著攀升



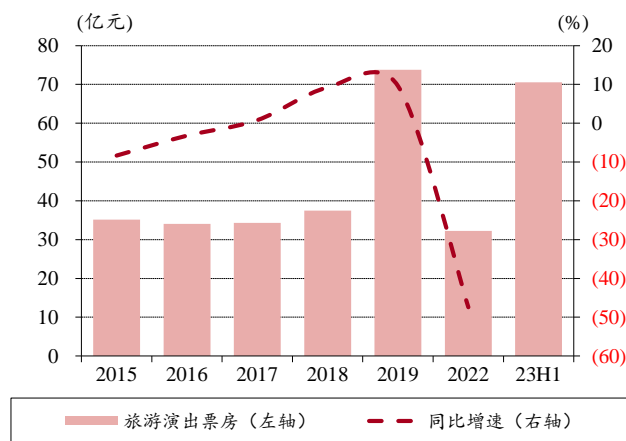
资料来源: Wind, 中国演出行业协会, 中银证券

图表 35. 2015-2023H1 我国旅游演出场次及增速



资料来源: Wind, 中国演出行业协会, 中银证券

图表 36. 2015-2023 H1 我国旅游演出票房收入及增速



资料来源: Wind, 中国演出行业协会, 中银证券

政策支持旅游演艺，多景区正加码布局。近年来，国家推出多项政策支持旅游演艺的发展，近日最新推出的《关于恢复和扩大消费措施的通知》也提出要打造沉浸式演艺新空间，建设新型文旅消费集聚区。目前，多个景区正在打造演艺项目丰富产品供给，如青都旅游正在打造的“悟道青城”文化演艺综合项目、丽江股份正在打造的泸沽湖演艺项目等等。

图表 37. 旅游演艺相关支持政策

政策文件	发布单位	发布时间	相关内容
《文化和旅游部关于促进旅游演艺发展的指导意见》	文化和旅游部	2019-4-1	鼓励成熟的旅游演艺经营主体通过股权融资、并购重组、品牌连锁等方式整合相关旅游演艺项目。支持各类文艺院团、演出制作机构与演出中介机构、演出场所等以多种形式参与旅游演艺项目。
《“十四五”文化和旅游发展规划》	文化和旅游部	2021-4-29	促进优秀文化资源数字化,培育 30 个旅游演艺精品项目
《“十四五”文化和旅游市场发展规划》	文化和旅游部	2021-5-17	支持文艺表演团体、演出经纪机构、演出场所与旅游景区、旅游饭店和重点旅游目的地加强合作,打造一批具有示范价值和社会效应的旅游演艺项目。
《关于营造更好发展环境 支持民营文艺表演团体改革发展的实施意见》	文化和旅游部、民政部、财政部、人力资源社会保障部、税务总局、市场监管总局	2021-6-24	支持民营文艺表演团体与旅行社、旅游景区深度合作,参与制作运营具有文化内涵的旅游演艺项目,设计运营主题化的旅游演出线路。
《“十四五”新型城镇化实施方案》	国家发改委	2022-6-21	推动文化旅游融合发展,发展红色旅游、文化遗产旅游和旅游演艺。
《国务院办公厅转发国家发展改革委 国务院办公厅、国家发展改革委关于恢复和扩大消费措施的通知》	发改委	2023-7-31	打造沉浸式演艺新空间,建设新型文旅消费集聚区。

资料来源: 中国政府网, 文旅部官网, 中银证券

沉浸式旅游演艺进入 4.0 时代，市场需求景气度高。近年来，游客更加追求旅游过程中的体验感，沉浸式旅游演艺的出现恰好迎合了人们的需求。经过多年发展，沉浸式旅游演艺从最初的山水实景演出和沉浸式剧场演艺发展到今天进入文旅深度融合的沉浸式体验演艺 4.0 时代。在 4.0 时代，沉浸式旅游演艺呈现出四大特征：环境营造、互动性、多感官体验、角色扮演。2018 年，我国沉浸式旅游演艺总票房已达 4 亿元。疫后沉浸式旅游演艺市场需求景气，以武汉的“知音号”为例，23Q1“知音号”共演出六十余场，迎客逾三万人次，接待游客数量和营收均创历年同期新高。今年 6 月 10 日新开园的银川“漫葡·看见贺兰”沉浸式演艺小镇同样需求火热，截至 7 月 26 日，景区已接待游客 23 万人次，营业收入 3000 万元。沉浸式旅游演艺需求景气有望带动演艺运营行业以及上游的演艺策划、设备制造等行业的发展。

图表 38. 沉浸式旅游演艺迎来 4.0 时代

时代	特点	典型案例
山水实景演出的 1.0 时代	以自然界的山水为舞台，借助于现代的光影技术，打造自然与人文交织、风景与风情并生的演出模式	《印象·刘三姐》、《印象·丽江》、《印象·普陀》、《天门狐仙·新刘海砍樵》等
沉浸式的剧场演艺 2.0 时代	颠覆了传统观看的方式，将观众融入演出中，通过震撼的舞台效果、新奇的艺术形式给观众超真实的感官体验。	《又见平遥》、《又见敦煌》、《闽南传奇》等
文旅融合全新 3.0 时代	回归到文化本身，将实景演出与剧场演出充分融为一体，开创了行进式的观赏方式，将观众融入了一个又一个故事。	《只有峨眉山》、《如梦上塘》、《浮生六记》、《大唐追梦》等
“沉浸式”体验演艺 4.0 时代	沉浸式体验演艺 4.0 是旅游演艺的全新升级，以特有的互动体验、专属情境、艺术情调，为文旅产业深度融合创造新机遇。	《知道·老君山》、《遇见大庸》等

资料来源：智言文旅，文旅中国，中银证券

2.2.2 拥抱数字化新时代，数艺科技赋能产业升级

文化数字化成为国家级战略，受政策重点支持。近年来，国家出台多个政策文件支持文化数字化发展，2022 年，国务院发布了《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，文化数字化成为国家级战略，受到大力支持和关注。

图表 39. 数艺科技相关支持政策

政策文件	发布单位	发布时间	相关内容
《文化和旅游部关于推动数字文化产业高质量发展的意见》	文旅部	2020/11/18	支持利用数字技术打造夜间文化和旅游产品，推动数字文化融入夜间经济，激发夜间消费活力，为夜间经济增光添彩。
《“十四五”文化和旅游发展规划》	文旅部	2021/4/29	推动数字文化产业加快发展，发展数字创意、数字娱乐、网络视听、线上演播、数字艺术展示、沉浸式体验等新业态，丰富个性化、定制化、品质化的数字文化产品供给；培育 100 个数字艺术体验场景。
《“十四五”文化产业发展规划》	文旅部	2021/5/6	推动数字技术与艺术创作、传播、展示更好结合，培育 100 个以上数字艺术体验场景，在重点领域和场景扩大提升数字艺术展示产品应用，开发全息互动投影、无人机表演、夜间光影秀等产品，生动展示中华文化。
《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	国务院	2022/5/22	发展数字化文化消费新场景，集成全息呈现、数字孪生、多语言交互、高逼真、跨时空等新型体验技术，大力发展线上线下一体化、在线在场相结合的数字化文化新体验。

资料来源：国务院，文旅部，中银证券

科技与文化深度融合，数艺科技赋能文旅产业转型升级。数字艺术科技融合数字、创意、IP 和艺术，采用虚拟现实（AR、VR 和 MR）、全息成像、裸眼 3D、AI 等高科技手段，与机械、智能、光影、音效、互动等前沿技术相结合，深入挖掘地方特色文化资源，定制创意演艺新业态，打造城市夜经济、休闲经济和康养经济等新经济形态，推动文旅产业转型升级。数艺科技的主要应用场景包括城市文化光影秀、景区升级改造、大型文体盛事等。

图表 40. 数艺科技的主要应用场景

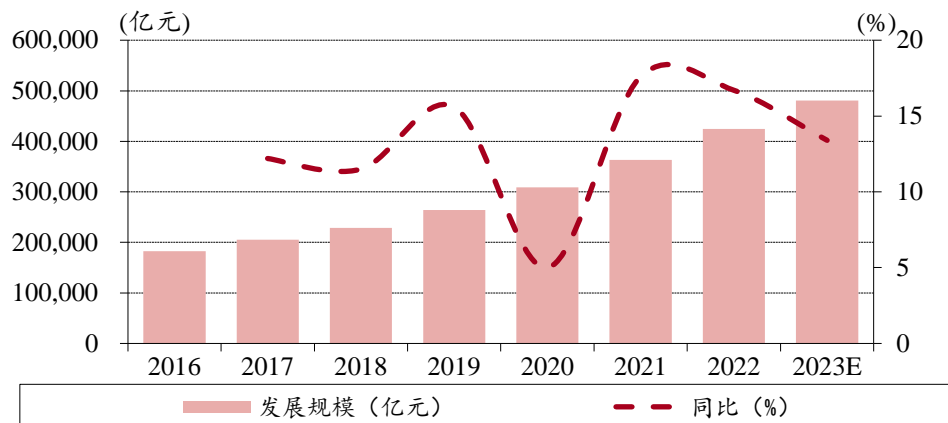


资料来源：上海发布，公司官网，中银证券

数艺科技发展前景广阔。从三大主要应用场景来看，我们认为数艺科技的发展或将迎来以下机遇：

机会一：夜经济成为各地着力发展新模式，光影秀消费动力充足。据艾媒咨询数据，近年来我国夜经济发展迅速，2022 年我国夜经济规模已达到 42 万亿元，2016-2022 年 CAGR 为 15%，预计 2023 年将超过 48 万亿元。为了加快疫后经济复苏，各地方政府出台了一系列新政支持夜经济发展，多地提出要打造夜间城市新地标，主要思路是通过灯光秀等形式吸引大家外出参观，活跃夜间消费。这些活动也广受推崇，据艾媒咨询数据，2022 年有 46.3% 的中老年人夜间外出会选择节庆灯光秀，而在有灯光秀等庆典活动时，中老年人外出游览的几率要显著高于平时。总体而言，夜经济模式受到政府支持、群众喜爱，作为夜经济重要内容的数字艺术展示项目市场需求有望持续升温。

图表 41. 我国夜经济发展迅速



资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 42. 夜经济相关支持政策

省市	政策
上海市	加快打造 15 个地标性夜生活集聚区和 10 个水岸夜生活体验区；推进国家级夜间文旅消费集聚区建设，丰富夜间消费场景。
杭州市	支持市场主体推出“夜演、夜游、夜娱、夜读”等夜间文化旅游消费产品和活动。
义乌市	支持开展省级夜间经济城市试点建设。鼓励企业主体进行软硬件升级改造，引导企业参评夜间经济示范街区、示范点。
广西	鼓励各地举办形式多样的夜间文化和旅游消费主题活动，大力开发驻场演艺、公园夜游和沉浸式夜生活体验项目，充分激发夜食、夜购、夜娱、夜展、夜秀、夜读、夜健等夜间消费业态活力，拓展夜间消费场景。
南昌市	鼓励街区打造多元化消费场景，满足广大市民及外来人员夜间消费需求。鼓励街区围绕夜间消费组织开展各类促消费活动，营造气氛、吸引人流，与周边旅游资源、文化场所、商业场所融合发展。
河南省	积极发展夜间消费，壮大夜购、夜食、夜游、夜娱、夜宿、夜展、夜读等规模，打造多业态融合发展的夜经济场景，每年培育 5—10 个具有较大影响力的省级夜经济集聚区，根据集聚规模、消费规模等条件，省财政给予每个集聚区所在县（市、区）300 万—500 万元奖励。
云南省	新创建国家级和省级夜间文旅消费集聚区 10 个以上，打造具有“烟火气”和“文化味”的文旅消费新场景。

资料来源：各地方政府网站，中国证券报，中银证券

机会二：景区数字化升级改造需求增加，沉浸式旅游演艺供给节奏加快，资金端支持有望进一步支撑改造需求。近年来，多个景区进行了数字化升级改造，打造沉浸式体验项目成为景区升级改造的主要方向之一。如黄山旅游对花山迷窟进行改造升级推出了夜游沉浸式体验产品，曲江文旅于 2019 年定增融资打造了大唐芙蓉园夜游系列水舞光影秀以提升夜游体验等等。随着旅游业疫后复苏，沉浸式旅游演艺市场需求火热，与此同时，演艺项目供给加快推进，根据我们的不完全统计，今年以来已有至少 7 个沉浸式文旅演艺项目首演，另外还有多个项目在筹备中。近年来设备更新改造再贷款等金融支持的增加有利于推动景区进行数字化升级改造，打造沉浸式体验项目，数艺科技将从中受益。

机会三：大型文体活动有望催生数艺科技的需求。随着我国综合国力的增强，近年来我国举办了多场大型文体活动，今年还会举办成都大运会、杭州亚运会，未来有望举办更多活动向世界讲好中国故事，展示中华文化，在盛会中运用科技手段进行文化展示有望催生数艺科技的需求。

图表 43. 今年以来首演的部分沉浸式旅游演艺项目

项目名称	所在省市	依托景区	首演时间
穿越时空的马帮	云南普洱	普洱茶马古城旅游小镇	2023-3-5
相约古商城之剑侠篇	湖南怀化	烟雨洪江街区	2023-3-9
寻迹洛神赋	河南洛阳	大河荟	2023-5-19
重启·山海经	湖北武汉	武汉智谷文化产业园	2023-6-1
看见贺兰	宁夏银川	贺兰山漫葡小镇	2023-6-10
乐动敦煌	甘肃敦煌	乐动敦煌文旅综合体	2023-6-15
只有红楼梦·戏剧幻城	河北廊坊	梦廊坊国际戏剧公园	2023-7-23

资料来源：各景区微信公众号，荆楚网，腾讯网，中新网，网易，中银证券

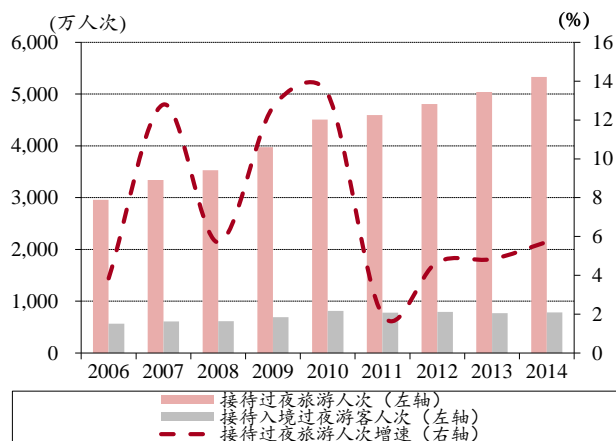
2.3 短期催化：杭州亚运会举办在即，有望推动文体旅行业发展

2.3.1 广州经验：亚运会带动游客数量增长，文旅需求显著升温

广州于 2010 年举办亚运会，当年游客增速创新高。2010 年广州接待过夜旅游者人数达 4506.38 万，同比增长 13.35%，增速创历年新高，其中，接待入境游客 814.80 万人，这一数据在 2016 年才被超越。游客数量的快速增长，带动了文旅消费需求的持续升温，当年广州市的演出观众达 466 万人次，同比增长 23.61%。

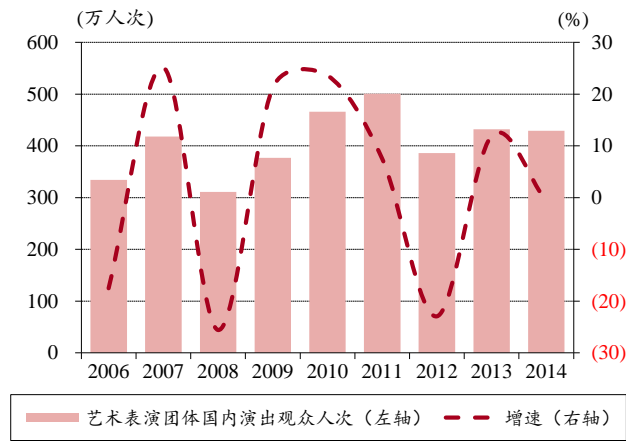
亚运会带动全民健身热情，会后热度效应持久。广州亚运会带动广州全民健身活动迅速发展，2010 年，广州各级各类大型全民健身活动赛事达 2088 次，参与人数 740.66 万人。亚运会后，广州的全民健身热度不减，活动场次和参与人数依然维持在高位。

图表 44. 广州亚运会当年游客数量增速创新高



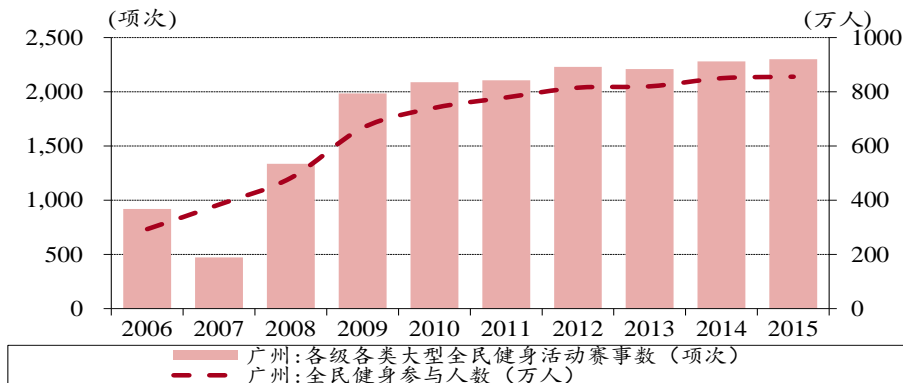
资料来源：Wind，中银证券

图表 45. 广州亚运会当年演出观众增速较快



资料来源：Wind，中银证券

图表 46. 广州亚运会带动全民健身热情，且会后热度持久

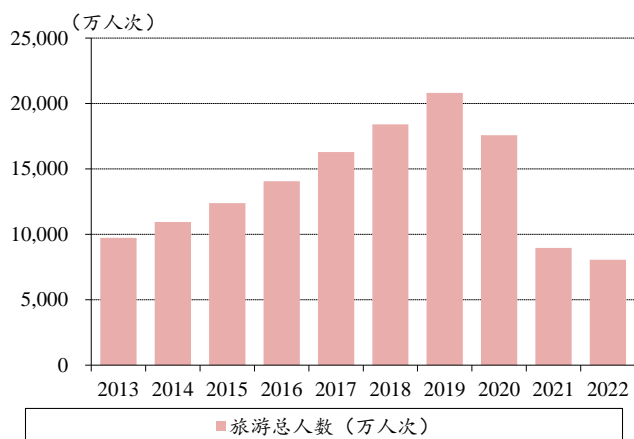


资料来源：Wind，广州市人民政府官网，中银证券

2.4.2 展望杭州：亚运有望进一步提振旅游需求，全民健身利好体育场馆运营

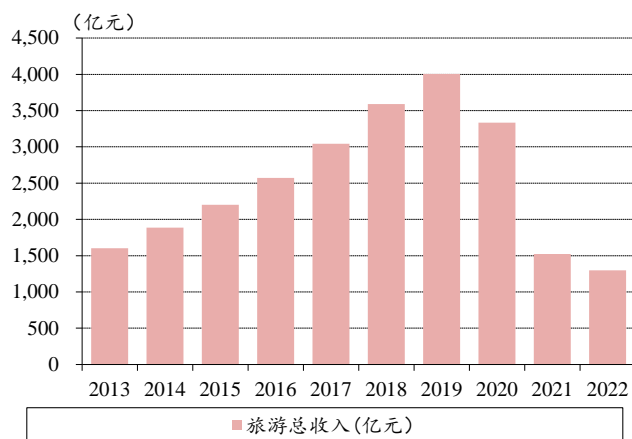
杭州文旅资源优质丰富，亚运会有望进一步提振旅游需求。杭州是我国六大古都之一，文旅资源丰富。根据杭州文化和旅游数据在线，杭州现有 5A 级景区 3 个，4A 级景区 44 个。2019 年杭州旅游人数达 2.08 亿人次，旅游总收入达 4004.61 亿元。亚运会是疫后国内首场大规模国际性体育赛事，对海内外游客吸纳作用显著，我们认为，亚运会的催化叠加疫后需求的释放对文旅资源丰富的杭州而言将是重大机遇。

图表 47. 2013-2022 年杭州旅游人数



资料来源：杭州文化和旅游数据在线，中银证券

图表 48. 2013-2022 年杭州旅游总收入



资料来源：杭州文化和旅游数据在线，中银证券

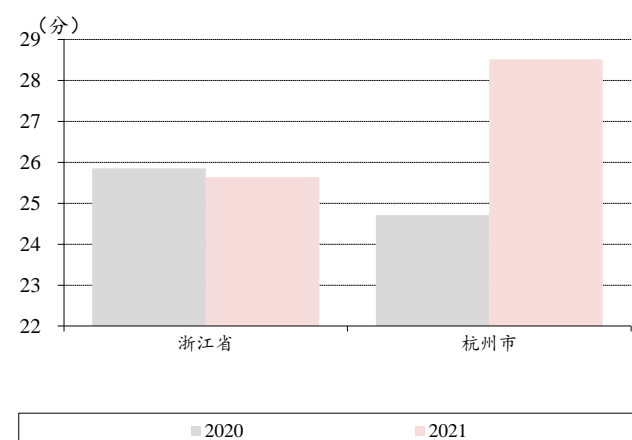
杭州体育消费市场活跃，全民健身参与度显著提升，或将对场馆运营市场形成利好。2022 年杭州市人均体育消费 3054.78 元，同比增长 7.13%。根据清华大学五道口金融学院体育金融研究中心的预测，杭州的体育消费市场位列国内城市第一梯队，预计 2025 年人均体育消费规模将超过 4000 元。随着亚运会临近，杭州的全民健身参与度已显著提升，根据浙江省体育局发布的《2021 年浙江省全民健身发展指数报告》，杭州市的全面健身参与度得分已出现显著抬升，2020 年杭州全民健身参与度得分 24.71 分，不及全省平均水平，而 2021 年这一数据迅速跃升到 28.52 分，位列全省第一。根据前文所述的广州的经验，亚运会带火的全民健身在会后仍有望保持，而考虑到杭州活跃的体育消费市场，我们认为未来几年杭州的场馆运营市场或将迎来较好发展，并且有望对浙江全省形成辐射带动作用。

图表 49. 杭州位列中国城市体育消费市场第一梯队

等级	城市	2025 人均体育消费
优	北京、深圳、上海、广州、杭州	超过 4,000 元
良	武汉、西安、郑州、成都、苏州	超过 3,500 元
中	厦门、沈阳、合肥、长沙、南京、 青岛、贵阳、昆明、东莞	超过 3,000 元

资料来源：道口体育评论，中银证券

图表 50. 杭州市全民健身参与度得分迅速跃升



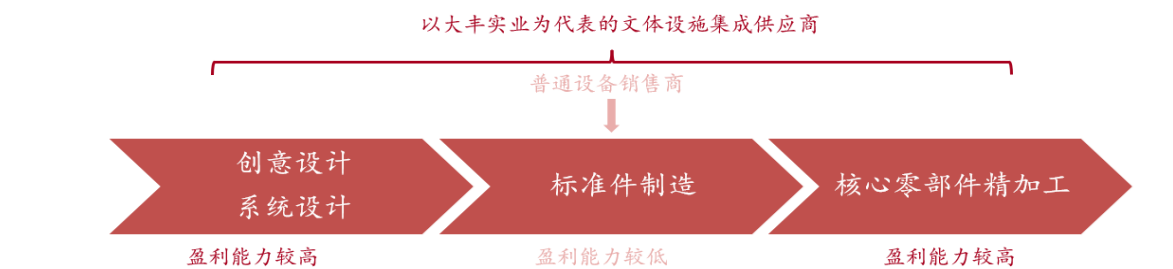
资料来源：浙江省体育局，中银证券

3.公司业务：文体装备优势稳固，数艺科技逐步放量

3.1 文体装备：研发与集成优势显著，标杆项目打造品牌壁垒

文体设施龙头供应商，产品覆盖范围广泛。公司在文体装备领域的经营范围涉及设计研发、生产智造、安装调试、售后维护，有别于普通的设备销售商，为客户提供整体的解决方案，业务覆盖了盈利能力较高的产业链上游的创意设计、系统设计和下游的核心零部件精加工等环节。随着人们对文化演出审美水平的提高，对剧场、舞台的设计审美要求也相应提高，这使得舞台机械设备的建设不再是单纯的设备拼凑，而是包含设计、艺术、工程等诸多元素在内的系统集成，使得演艺设备市场逐渐从以单纯设备销售向以整体解决方案为主的方向发展。公司在文体装备领域的产品覆盖范围广，主要分为智能舞台、灯音视频、智能系统、高端装饰、活动看台、公共座椅六大板块。

图表 51. 公司为客户提供整体的解决方案



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 52. 公司文体装备产品覆盖范围广泛

板块	主要内容	关键技术	经典案例
智能舞台	通过多种舞台机械的设计和集成以配合文艺演出实现艺术效果。	国际首创：柔性齿条升降系统、整体履带行走反声罩等。 国内首创：万向车台、特大型水中升降台系统、基于 5G 频段的无线遥控轨道飞行器。	广西文化艺术中心、江苏大剧院、陕西大剧院、海峡文化艺术中心等
灯音视频	公司集先进的灯具、音响、视频系统于一体，采用国际标准，达到世界先进水平。	灯光控制台：舞台设备控制一体化、支持 WYSIWYG 软件、实时灯光影像化的现场模式等。 视频系统：国际上流行的安全模式，技术成熟、可靠的全数字信号传输系统。	长沙梅溪湖国际文化艺术中心、河南文化艺术中心、江苏大剧院、浙江音乐学院等
智能系统	公司自主研发的全新一代的舞台专用的运动控制系统能够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，以及各种特殊表演用的舞台机械设备的控制。	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 国际首创：6 自由度机械臂控制系统 国际领先：飞行器防晃动控制技术、舞台表演自动追光系统 国内首创：激光导航无线万向车台控制技术、空间轨迹特技飞行控制系统、演出效果呈现总控技术	央视春晚智能舞台控制系统等
高端装饰	主要包括声学装饰和幕墙装饰。 声学装饰主要应用场景包括文化中心、影剧院、体育馆等。 幕墙装饰主要包括单元式幕墙、石材幕墙、玻璃幕墙、铝合金幕墙，集幕墙设计、生产制作、施工安装于一体。	声学装饰拥有领先的音质设计，包括合适的响度、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方面。 幕墙装饰具有国家建筑装饰装修专业承包一级资质、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。	声学装饰：中国少年儿童科技培训基地大剧院、宁波文化广场大剧院等 幕墙装饰：马来西亚王子体育场、菲律宾王国 Kingdom 项目等
活动看台	公司的活动看台有数十个品种，被列入国家火炬计划。适用于多功能厅、体育场馆、会展中心、报告厅等场所。	电动手动两用伸缩台、自停安全装置、中间接力轮与 PLC 控制、现代 WIFI 技术无线控制技术、活动看台横向和万向移动等	吉林全民健身中心、广州体育馆、上海船厂剧院、最忆是杭州等
公共座椅	公司公共座椅拥有 7 大系列，600 多个品种，广泛用于大剧院、演播厅、音乐厅、报告厅等场所。	座、背软垫采用冷发泡工艺、座、背木板采用模具热压成型、焊接件采用机器人焊接、座垫回复设置缓起立功能、椅脚设置下送风功能、座椅扶手可安装表决器、同声翻译、话筒等会议系统。	非盟会议中心、海峡文化艺术中心、江苏大剧院、杭州奥体中心等

资料来源：公司官网，大丰公众号，中银证券

技术水平、集成能力业内领先。在文体装备行业，技术能力、集成能力是企业核心竞争力的体现。企查查的数据显示，公司现有有效专利数量 446 个，在同业遥遥领先。同时，作为整个演出的核心和大脑，公司生产的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。其打造的“设计+制造+安装+售后”业务经营模式实现了文体装备领域的全流程服务，有助于公司承揽高规格订单，也为向下游运营方向拓展奠定基础。

图表 53. 公司核心竞争力业内领先

公司	创意策划	工艺设计	业务范围 设备制造	安装调试	场馆运营	有效专利数量	经典案例
浙江大丰实业股份有限公司	✓	✓	✓	✓	✓	446	央视春晚舞台、杭州国家版本馆、哈萨克斯坦和平宫等
北京北特圣迪科技发展有限公司	✓	✓	✓	✓		114	北京城市副中心剧院、上音歌剧院、上海马戏城(改造)等
北京东方舞台科技有限公司		✓	✓	✓		17	国家大剧院、重庆大剧院、无锡灵山梵宫、北京天桥演艺中心等
甘肃工大舞台技术工程有限公司		✓	✓	✓		48	泉州大剧院、成都高新区文化中心、景德镇发展中心（二期）等
浙江舞台设计研究院有限公司		✓	✓	✓		8	国家大剧院、人民大会堂、全国政协礼堂等

资料来源：各公司官网，公司招股书，企查查，中银证券

注：有效专利数量统计截至 2023 年 7 月 25 日

实战经验丰富，标杆项目构筑品牌壁垒。公司连续 25 年参与创制央视春晚舞台，为 G20 杭州峰会、金砖厦门峰会、北京冬奥会、建国 70 周年浙江彩车、建党百年《伟大征程》演出等重大盛会在文体装备领域提供重要支持，打造了国内外多家大型文体场馆。据公司公众号消息，本次杭州亚运会，公司作为官方供应商，为 36 个场馆提供集成解决方案或核心设备，占亚运会场馆数的 78.3%，大丰的品牌广受认可，多年的项目经验和出色的项目成果有望为公司后续获取更多订单提供背书。

图表 54. 公司参与打造的部分亚运场馆



杭州电竞馆



金华体育中心体育场



杭州奥体中心



拱墅运河体育公园

资料来源：大丰公众号，中银证券

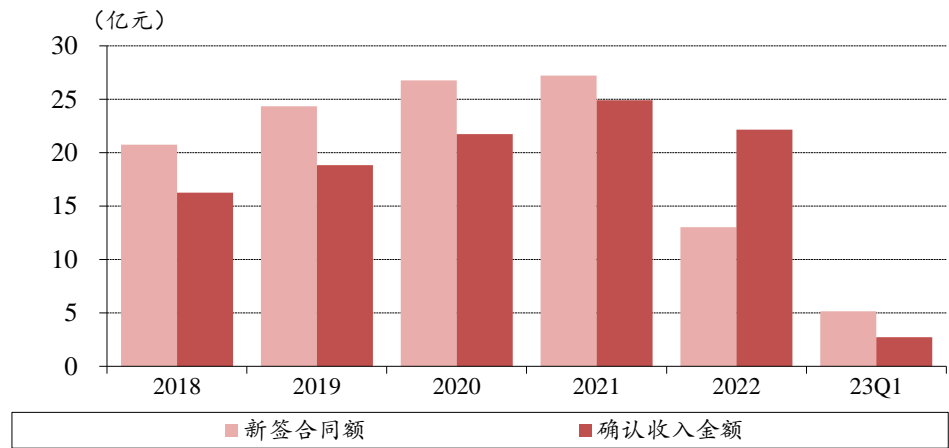
签约金额总体呈增长态势，疫后复苏情况良好。2018-2021 年充分受益于新基建、夜经济等政策，以及冬奥会、大运会、亚运会等中国承办的大型文体活动的机遇，公司的合同金额持续增长，2022 年受疫情管控趋严、地方财政吃紧等因素影响，新签合同有所下滑。疫后迅速复苏，23Q1 公司新签合同额 5.16 亿元，同比 19 年同期增长 150%。23Q2 公司新中标房县西关印象二期诗经大剧院舞台工艺、中心湖面动态雕塑及喷泉投影系统项目（EPC）和俄罗斯索契天狼星剧院和音乐厅综合体项目，合同金额分别达 1.34/2.78 亿元，后续随着疫后文体旅领域全面复苏，签约金额有望进一步回暖。

图表 55. 公司 23Q2 新中标重大项目

项目名称	中标价	工期	地点	项目内容	业务板块	公告日期
房县西关印象二期（中国·房县诗经城）诗经大剧院舞台工艺、中心湖面动态雕塑及喷泉投影系统项目（EPC）	13,392.18 万元	300 天	房县城关镇泉水社区	房县西关印象二期诗经大剧院舞台工艺、中心湖面动态雕塑及喷泉投影系统的设计、施工。	文体装备、数 艺科技	2023/6/17
索契天狼星剧院和音乐厅综合体项目	3,258,980,548 卢布（含税），按签约日汇率中间价折算约合人民币 27,754.68 万元	15 个月	俄罗斯索契	包含舞台机械、灯光、音响、视频以及同声传译等专业系统。	文体装备	2023/6/21

资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 公司文体装备业务新签合同情况



资料来源：公司公告，中银证券

响应“一带一路”倡议，积极拓展海外业务。公司近年来积极响应“一带一路”倡议，在沿线国家完成交付了多个订单，使大丰品牌顺利扬帆海外。目前，“一带一路”国家正处于基础设施建设的高速增长期，文体场馆建设需求较为充足，公司在海外的积极布局，有望带来进一步的市场拓展空间。

图表 57. 公司参与的部分“一带一路”项目

项目	所在国	项目简介	公司主要工作
迪拜世博会中国馆	阿联酋	取名为“华夏之光”的迪拜世博会中国馆，占地 4636 平方米，是参展国家中超大型的展馆之一。	演艺厅环形大屏幕和座椅系统
马来西亚苏丹·易卜拉欣体育场	马来西亚	体育场位于马来西亚柔佛州新山北端，符合国际足协世界杯标准，在全球知名专业体育场数据网站 StadiumDB 发起的“2020 年度全球最佳体育场”评选中拔得头筹。	办公楼玻璃幕墙、体育场铝板幕墙和座椅等系统
柬埔寨国家体育场	柬埔寨	柬埔寨体育场由中国提供 1.6 亿美元（约 10 亿人民币）援建，位于金边东北近郊。柬埔寨新体育场是一个集商业、交流、展会于一体的多功能高级场所。	座椅系统
菲律宾 KINGDOME	菲律宾	KINGDOME 项目位于菲律宾达沃，是一个 6 万多座的多功能综艺馆。	幕墙、座椅系统等整体集成解决方案
菲律宾尼诺阿基诺体育场	菲律宾	体育场历史悠久，在最近一次改造中，场馆内安装了新的灯光和座椅系统，该场馆举办过跆拳道、举重比赛、NCAA 和 UAAP 赛事、奥运会准备欢送仪式等重大活动。	灯光、看台和座椅系统
马达加斯加国家体育场	马达加斯加	马达加斯加国家体育场主要部分项目工程采用中国标准设计、实施，并结合当地要求，应用部分欧标、美标及马国规范，是中国标准在海外推广的成功案例。	座椅系统
科特迪瓦体育场	科特迪瓦	科特迪瓦体育场为 6 万座甲级大型体育场，是西非地区规模最大、标准最高、功能最现代化的体育场。	座椅系统
F1 越南站	越南	越南 F1 赛道位于越南河内往西大约 7 公里处，基于街道改建的半街道赛道，赛道全长 5.565 公里，拥有 22 个弯。	临时拼装看台和座椅系统

资料来源：大丰公众号，中银证券

3.2 数艺科技：战略转型初显成效，引入 AI 有望降本提效

依托主业优势，转型成效突出。数字艺术科技业务主要是为文化综合体与城市光影文化、历史文化街区复兴与夜间经济、景区提升与文化小镇开发提供形象升级、文化光影秀、沉浸式演艺空间、综合艺术水景、虚拟互动体验、艺术亮化、多媒体艺术装置等文化创意策划、产品、服务与系统解决方案。该业务与主业文体装备有很多相似之处，两项业务公司都能做到全产业链、全周期的高度集成化服务。在数艺科技的营销过程中，公司可以借助文体装备领域形成的项目经验和品牌优势开拓市场；在数艺科技项目落地的过程中，公司可以依托在文体装备领域积累的建设实力和一流的技术水平，促进创意策划顺利落地，提供全方位的技术支持。近年来，数艺科技板块收入规模增长显著，22 年该板块营收占比已经提升至 14.08%，

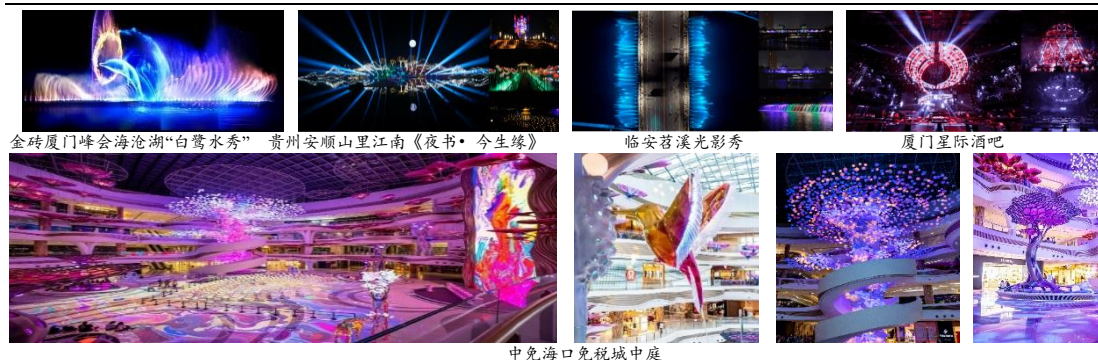
图表 58. 公司数艺科技板块三大业务领域

业务领域	业务简介
城市更新与城市文化综合体	挖掘城市文化价值、探寻空间驱动力量建设城市创新地标，实现空间与业态的完美融合，通过展演融合的模式突破以往策展形式，创造沉浸式新型文化综合体。
城市型文旅融合与夜间经济	夜间经济的“大丰模式”：科技赋能+运营管理升级，打破传统城市亮化的工程设计，通过空间创意和业态创新，实现多业态融合，重构产业经济生态。
景区型文旅融合与景区提升	在景区提升与小镇建设实践中，转变了传统线性思路，升级为“运营前置-策划设计-工程深化-建设实施”的矩阵式提升建设模式，形成以展演融合为引爆、以主题消费为主力、以招商为延伸的全局式布局，真正做到文旅项目的可落地性、可持续性。

资料来源：公司官网，中银证券

成功打造中免海口免税城中庭项目，完成多个标志性案例。近年来，公司已经完成金砖厦门峰会海沧湖“白鹭水秀”、贵州安顺山里江南《夜书·今生缘》、临安苕溪光影秀、厦门星际酒吧等多个标志性案例。2021 年 11 月，公司中标海口免税城中庭项目，金额约 2.33 亿元，这是公司当年收获的重大订单，中标金额约占当年营收总额的 7.88%。2022 年 10 月，海口免税城顺利对外营业，大丰参与打造的中庭也成为了海口免税城的重要名片，吸引了众多游客参观打卡。此外，在 2023 年 8 月文旅部发布的《第一批全国智慧旅游沉浸式体验新空间培育试点名单》中，公司参与打造的“拈花湾夜间智慧旅游沉浸式体验新空间”和“只有河南·戏剧幻城智慧旅游沉浸式体验新空间”均位列其中。

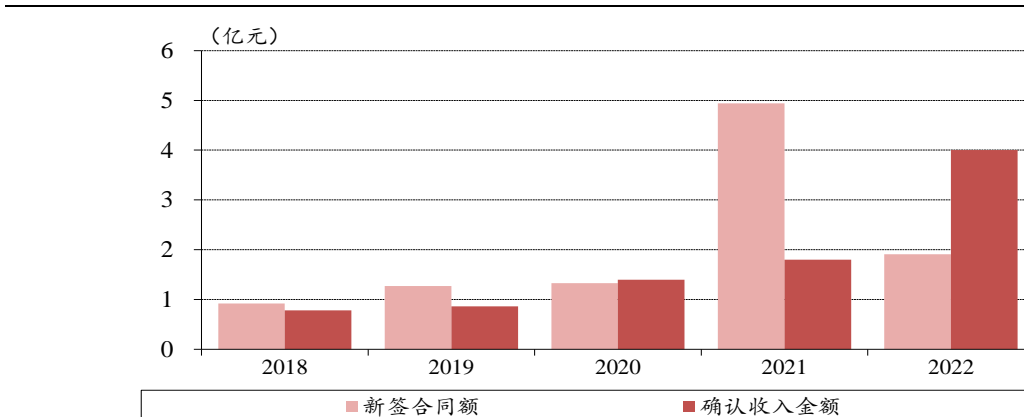
图表 59. 公司数艺科技领域的多个标志性案例



资料来源：公司官网，大丰公众号，中银证券

业务成长迅速，已步入放量阶段。公司数艺科技业务新签合同金额总体呈上升趋势，其中 2021 年 11 月，公司中标大订单中免海口免税庭项目，中标金额约 2.33 亿元，导致公司当年新签合同额出现大幅抬升，该项目已于 2022 年完工并确认收入。2022 年受疫情影响，但公司新签合同额表现依然稳健，新签合同额同比 2020 年增长 44%，当前该业务已进入放量阶段，随着疫后复苏，夜经济和文旅需求恢复景气，数艺科技新签合同额有望进一步提升。

图表 60. 公司数艺科技业务新签合同情况



资料来源：公司公告，中银证券

前瞻布局 AI，有望降本提效。公司在各类 AI 交互式展项、智能导览、AI 生成艺术品、沉浸式体验空间、智能化控制系统等场景前瞻布局 AI 相关技术应用，赋能文化内容创意。我们认为，AIGC 的应用或将更好辅助公司的艺术创作和场景设计，降低公司的艺术创作成本，提高创作效率，增强公司产品带给客户的沉浸式体验感，未来或许有望推动公司数艺科技领域毛利率的进一步提升。

图表 61. 公司前瞻布局 AI

技术	用途	案例
NLP（自然语言处理）	语音识别交互、智能导览	安顺山里江南石头阵
GAN（对抗网络）与 VAE（深度学习模型）	艺术生成	杭州文博会临展动漫生成
图形渲染和计算机视觉	打造沉浸式体验空间	海口免税城中庭
值迭代、策略迭代	传感集成和控制技术	各类传感式体验互动及项目的总控制系统中均有使用

资料来源：公司公告，中银证券

数艺科技是公司向文化创意、文旅运营等轻资产领域转型的重要窗口。公司在数艺科技前期项目策划阶段深度挖掘地方历史人文底蕴及旅游资源禀赋，做好项目顶层设计，根据项目特色量身打造城市金名片、文旅新 IP。此外，公司还积极从外部获取 IP 资源，推进场景落地。2023 年公司获得了热门科幻 IP《流浪地球》小说版权的正式授权，并成为了新西兰维塔工作室的重要合作伙伴。由于公司近年来已经涉足剧院场馆运营业务，预计公司的业务可能并不会止步于场景落地，数艺科技也有望由单个项目制向长期项目运营模式转变，延长生命周期。

图表 62. 公司外部 IP 资源合作情况

合作方	IP 资源	合作状态
《流浪地球》小说	《流浪地球》小说版权	2023 年 4 月已获得 IP 独家授权，正在推进场景落地。
新西兰维塔工作室	《指环王》三部曲、《霍比特人》三部曲、《阿凡达》、《魔兽世界》打造数字艺术应用场景、加强产业对接合作。公司等 IP 资源	双方将在全球范围内共建产业生态圈、公司曾在中免海口免税城项目上与维塔有过合作，预计后续公司有望获取维塔的 IP 授权。

资料来源：大丰公众号，中银证券

图表 66. 公司部分优质合作资源

作品	演出类型	表演者	演出地点	节目特色
《中国交响乐团音乐会》	音乐会	中国交响乐团	杭州金沙湖大剧院	杭州金沙湖大剧院开业首演，中国交响乐团登场
《孔雀》	舞剧	杨丽萍	杭州金沙湖大剧院	杨丽萍特别出演
《爽》	脱口秀	意辰	杭州金沙湖大剧院	表演者是中国首家脱口秀俱乐部北京脱口秀俱乐部合伙人，个人线下脱口秀演出破千场。
《狂人日记》	戏剧	克里斯蒂安·陆帕执导，陶海、王学兵、乐曦领衔主演	杭州金沙湖大剧院	改编自鲁迅的短篇小说《狂人日记》，用世界戏剧语汇讲述中国故事
完全勃拉姆斯	音乐会	曾宇谦、王佩瑶	义乌文化广场剧院	超人气柴奖首奖得主曾宇谦，用小提琴对话勃拉姆斯
《丑小鸭》	光影儿童剧	美国电光火线剧团	义乌文化广场剧院	全美电视票选“最佳儿童剧制作”
“再见坂田龙一”	音乐会	中世爱乐团	义乌文化广场剧院	经典作品沉浸式烛光音乐会

资料来源：大丰公众号，杭州金沙湖剧院公众号，义乌文化剧场公众号，中银证券

对公司而言，布局场馆运营业务有以下优点：

- 1) **场馆运营与主业协同效应良好，借助主业优势迅速开拓市场。**公司打造 EPC+O 模式，利用自身优势显著的文体装备业务获取订单，并有机会顺带获取完工后场馆的运营权，形成良好的业务协同效应，能够快速进入场馆运营市场并获取优势。公司目前通过 PPP 模式获取的在手订单也均附带运营权，后续运营期均在 10 年以上，目前在手订单除丹江口市文体中心项目和天长市文化艺术中心项目已于 2022 年 12 月完成以外，其余项目预计今年完成，后续可转入运营的项目充足。
- 2) **场馆运营提现金流更稳定，业务更轻资产。**公司的主业是项目制，而场馆运营是持续性经营业务，相比之下，受到政策、周期、中标状况等因素的影响更少，便于公司获取更稳定的现金流，同时，运营业务更为轻资产，有利于进一步优化公司资本结构。

图表 67. 公司获取的附带建成后运营权的 PPP 模式订单（截至 2023 年 3 月）

编号	名称	总投资	已投资	公司对项目公司持股比例 (%)	建设期+运营期	可带动建安合同额	预计完成时间
1	宁海县文化综合体 PPP 项目之浙江潘天寿艺术中心配套商业区等综合性文化设施建设工程	5	3	90	3+10	1.17	2023.9
	宁海县文化综合体 PPP 项目之浙江宁海大剧院建设工程	4.34	2.3		3+12	2.83	
2	湖北丹江口市文体中心 PPP 项目	5	4.08	85	2+12	2.16	2022.12
3	松阳县全民健身中心工程 PPP 项目	6	5.45	100	2.5+16	1.4	2023.6
4	泌阳县文化艺术中心	2	1.86	95	2+13	2.36	2023.6
5	天长市文化艺术中心	7	5.91	88	2+10	2.69	2022.12
6	平阳县文化中心二期	4	3.7	90.29	1+14	3.86	2023.9
合计		33	26.3	--	--	16.47	--

资料来源：公司公告，中银证券

预计公司剧场运营年内有望贡献收入 1.5 亿元，净利润 1200 万元。参考保利文化的经营情况对公司剧场运营板块业绩进行预测，并作出如下假设：

1) 2019 年保利文化平均单剧场年收入为 2925 万元。考虑到保利文化运营的剧场在一二线城市居多，而公司剧场倾向于中小城市，假设公司正常年份的单剧场年收入为 2600 万元。此外，考虑到 23 年初仍受疫情影响，将公司 23 年单剧场收入下调至 2500 万元。

2) 2015-2019 年保利文化剧场运营板块净利率在 4% 左右，考虑到保利文化是国有企业，需要承担更多的社会责任，承办的公益属性活动较多，剧场运营会适度让利；而公司是民营企业，且目前管理剧场数量较少，可能在成本管控上精细化程度更高，对剧场空间利用更充分，因此假设公司剧场运营板块净利率为 8%，后续略有增长。

综上所述，我们预计公司 23-25 年剧场运营板块营业收入将分别达到 1.50/2.81/4.16 亿元，净利润分别达到 0.12/0.22/0.37 亿元。

图表 68. 保利文化 2015-2019 年运营情况

	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019
剧院数	43	53	59	64	68
收入 (亿元)	9.74	11.62	13.73	16.58	19.89
净利润 (亿元)	0.41	0.47	0.56	0.60	0.78
单剧院年收入 (万元)	2,263.95	2,193.21	2,326.78	2,589.84	2,925.59
净利率 (%)	4.18	4.03	4.11	3.63	3.93

资料来源：保利文化年报，中银证券

图表 69. 公司剧场运营盈利预测

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
剧院数量	6	11	16	21	26
单剧院年收入 (万元)	2,500	2,550	2,600	2,600	2,600
剧院运营收入 (万元)	15,000	28,050	41,600	54,600	67,600
净利率 (%)	8	8	9	9	10
净利润 (万元)	1,200	2,244	3,744	4,914	6,760

资料来源：保利文化年报，同花顺 iFind，中银证券

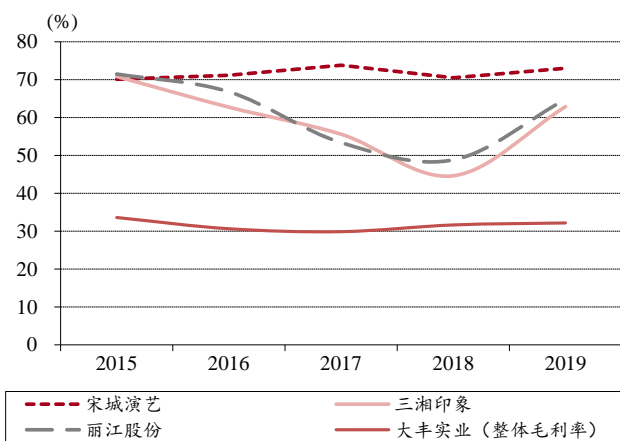
进军体育赛事运营，公司牵头联合体获得杭州马拉松赛事运营权。近年来，马拉松热兴起，赛事数量快速增长，带动的经济效益显著。2022 年 9 月 28 日，公司与浙江广电文旅传媒、赛格智美强强联合，取得了 2022 年到 2024 年杭州马拉松赛事运营权，杭州马拉松是国际马拉松及路跑协会认证赛事、世界田联精英奖牌赛事、中国田协金牌赛事。公司取得杭州马拉松运营权，标志着公司进一步将产业链从文体场馆运营延伸到了体育赛事运营，完善了公司的文体产业链。

4.2 拓展布局文旅演艺运营，模式复制业绩弹性可期

布局旅游演艺领域，公司打造《今夕共西溪》文旅新 IP。近年来，大丰积极向文旅产业链上下游拓展，开启了从高端智造向内容创意和运营服务延伸的产业创新升级之路。《今夕共西溪》正是大丰在内容创意和文旅融合产业拓展下的代表作品。旅游演艺业务有三大优点：

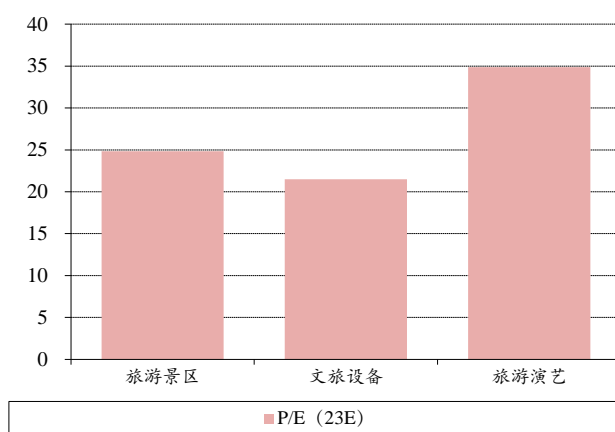
- 1) 毛利率水平较高，有利于提升公司整体盈利能力。**国内旅游演艺项目比较成熟的宋城演艺、三湘印象、丽江股份在旅游演艺板块的毛利率基本均在 45% 以上，其中最具代表性的宋城演艺在旅游演艺板块的毛利率常年高达 70% 以上，均远超公司当前业务的毛利率水平，布局旅游演艺，有利于带动公司整体毛利率水平提升。
- 2) 商业模式附加值较高，市场估值更高。**旅游演艺项目围绕核心 IP 打造，景区的 IP 有利于提高演艺项目的溢价率。同时，项目前期投入不高，公司的《今夕共西溪》总投资 1.5 亿元，日常运营成本以人力成本为主，附加值较高，易受投资者青睐。从市场表现来看，旅游演艺板块的估值显著高于旅游景区、文旅设备板块。
- 3) 项目可复制性强，易于异地推广。**旅游演艺项目在设计策划、开发、营销端复制性较强，形成完备的业务流程后很容易异地推广。以宋城演艺为例，杭州宋城千古情项目取得成功后，宋城运用相同的运作模式在多个城市进行了异地拓展，目前千古情系列已有 10 余个项目落地。

图表 70. 旅游演艺业务毛利率远超公司当前业务毛利率



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

图表 71. 市场给予旅游演艺的估值更高



资料来源：同花顺 iFind，中银证券，收盘价取自 2023 年 8 月 10 日收盘价，盈利预测取自同花顺 iFind 机构一致预期

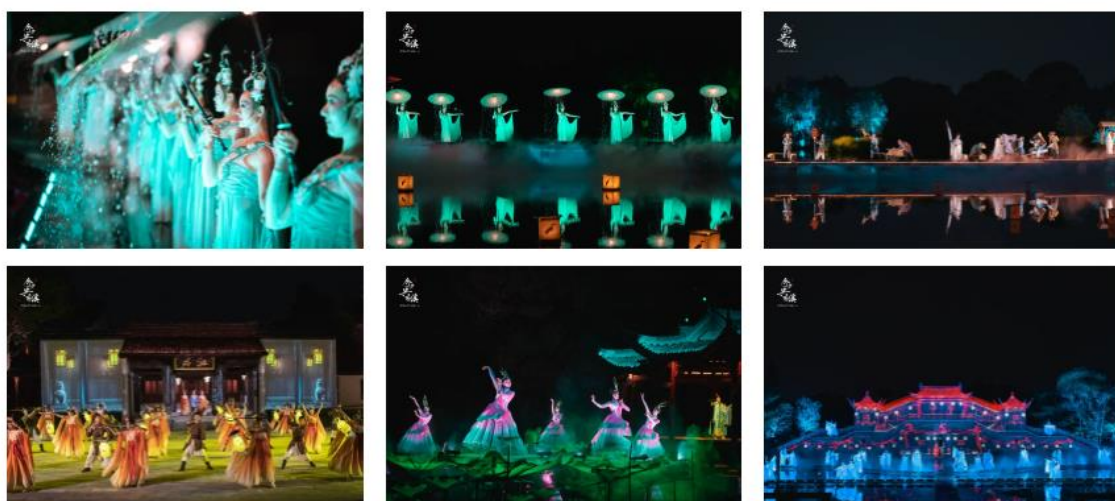
图表 72. 宋城演艺的异地扩展之路



资料来源：宋城演艺官网，中银证券

充分发挥文体装备、数艺科技优势，深度挖掘历史文化素材，打造沉浸式演艺新名片。《今夕共西溪》以西溪湿地洪园的“钱塘望族洪氏家族文化”为“IP”，通过“戏剧、舞蹈、音乐、全息投影、全息声、艺术装置”等艺术手段，打造了沉浸式的演艺场景，讲述了“宋之苏武”洪皓出使金国被扣押 15 年，坚守使命，妻子沈氏留守家中，教子有方，为国家培育了三个宰相，夫妻二人在“家国情怀”下相望相恋的一段“伟大而浪漫的爱情故事”。与传统的旅游演艺不同，《今夕共西溪》采用行进式的观演模式，观众跟随演员边走边看，获得身临其境的沉浸式体验。2021 年 5 月 1 日，《今夕共西溪》在杭州西溪湿地洪园成功首演。后续由于疫情影响加之公司对演出场地进行了升级，表演一度中断，2023 年 3 月 18 日，演出焕新回归。

图表 73. 《今夕共西溪》剧照



资料来源：今夕共西溪公众号，中银证券

我们预计《今夕共西溪》23年收入约5426万元，有望为公司贡献1568万元净利润。

参考宋城演艺三亚千古情和丽江千古情等项目的发展情况，项目运营2-3年后毛利率基本趋于平稳，考虑到公司之前受疫情影响叠加升级改造等因素，21年首演以来演出场次偏少，因此我们考虑假设以23年为元年，24-25年为发展期，后续达到稳态。

(1) 收入端：

考虑到每周一休演、周末和节假日加演、恶劣天气会影响演出等因素，我们假定23年出演285场，后续每年出演360场。考虑到新项目叠加亚运会等因素有望提振客流，假设23-25年上座率分别80%/80%/85%，达到稳态后将维持在85%。

演出门票标准价格为320元，近期公司推出优惠活动，我们假设23年门票均价230元，后续进入成熟期优惠活动可能逐渐减少，假设24-25年和后续期门票均价分别为250/260元；假设23年周边人均消费50元，并逐年有小幅增加。

(2) 成本费用端：

本项目总投资1.5亿元，公司占比72.5%，约1.09亿元，假设折旧期7年，年折旧额1553.57万元。

假设演员分成核心演员和普通演员两类，年薪分别为18/6万元，年增长率3%。电力、道具、设备维保等其他成本假设每年500万元。

期间费率参考宋城演艺，宋城演艺2014-2019年间的期间费率均值为15.77%，考虑到公司项目培育期需要投入较多的营销成本，假设23-25年期间费率分别为20%/18%/16%。

综上所述，我们预计公司《今夕共西溪》项目23-25年营收分别为5426/7466/8063万元，毛利率分别为49%/62%/64%，净利润分别为1568/3255/3839万元，净利率分别29%/44%/48%。

图表 74. 《今夕共西溪》盈利预测

	2023E	2024E	2025E	后续期
收入				
演出场次	285	360	360	360
单场人数上限	850	850	850	850
上座率(%)	80	80	85	85
门票单价(元)	230	250	250	260
周边人均消费(元)	50	55	60	60
客单价(元)	280	305	310	320
总收入(万元)	5,426.40	7,466.40	8,063.10	8,323.20
成本				
折旧(万元)	1,553.57	1,553.57	1,553.57	1,553.57
核心演员	20	20	20	20
核心演员年薪(万元)	18	19	20	20
普通演员	60	70	75	80
普通演员年薪(万元)	6.0	6.2	6.4	6.4
人力成本(万元)	720	814	880	912
电力、道具、设备维保等其他费用(万元)	500	500	500	500
总成本(万元)	2,773.57	2,867.57	2,933.57	2,965.57
毛利				
毛利(万元)	2,652.83	4,598.83	5,129.53	5,357.63
毛利率(%)	48.89	61.59	63.62	64.37
费用				
期间费率(%)	20	18	16	15
期间费用(万元)	1,085.28	1,343.95	1,290.10	1,248.48
净利				
净利润(万元)	1,567.55	3,254.88	3,839.43	4,109.15
净利率(%)	28.89	43.59	47.62	49.37

资料来源：公司公告，中银证券

四项演艺作品入选亚运会，有望通过亚运舞台提升演艺影响力。大丰艺术团出品的《今夕何溪》《大陆花灯》《春来江水绿如蓝》《五常十八般武艺》入选杭州亚运会、亚残运会开闭幕式暖场节目资源库，有望在亚运舞台亮相，通过亚运舞台提升公司演艺领域的影响力，既有利于为公司的核心作品《今夕共西溪》带来更多客源，又有利于帮助公司为后续创办新的演艺项目开拓市场。

图表 75. 入选亚运会的四项演艺作品



今夕何溪



大陆花灯



春来江水绿如蓝



五常十八般武艺

资料来源：大丰公众号，中银证券

未来，我们认为公司旅游演艺板块有两大看点：

围绕《今夕共西溪》核心 IP，开枝散叶，打造多个小型精品演出。目前，公司以《今夕共西溪》为核心 IP，打造了多个精品演出，包括话剧版演出、杭州首个黑匣子全息声沉浸式情景演出《今夕何溪》、杭州首个线上线下实景游艺沉浸空间《恋与洪园》、中国风主题微演出等等，形成“夜间版+话剧版+日间版+游艺版+微演出”等演出产品矩阵。

打造《今夕共西溪》的品牌效应，形成系列旅游演艺品牌，向外地复制推广。公司可以仿照宋城模式，提高《今夕共西溪》的知名度，形成良好的品牌效应，并将成功经验向外地复制推广，凭借公司多年深耕文化产业的的优势，与当地文化历史深度融合，打造系列旅游演艺产品，形成有影响力的大丰旅游演艺品牌。

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

我们预计 23-25 年公司将实现营收 34.84/41.55/48.44 亿元，yoy+22.59%/+19.24%/+16.59%，对应毛利率为 31.19%/33.53%/34.14%。分板块来看：

(1) **文体科技装备**：作为公司主业预计疫后将维持稳健增长，依据公司在手订单和行业整体增速，预计 23-25 年的收入增速分别为 14%/13%/12%；毛利率或将逐步回升至疫前水平，预计 23-25 年分别为 29%/31%/31%。

(2) **数字艺术科技**：该业务当前基数较小，但发展较为迅速，且预计毛利率会随着规模扩大而略有提升。预计 23-25 年的收入增速分别为 45%/30%/25%；对应毛利率分别为 40%/41%/42%。

(3) **轨道交通装备**：考虑到我国轨道交通基础设施建设仍有空间，且公司正在探索旅游观光车相关业务，预计 23-25 年的收入增速分别为 10%/10%/9%；对应毛利率分别为 26%/29%/30%。

(4) **场馆运营及文旅演艺**：根据前文测算，预计 23-25 年的收入增速为 200%/74%/40%；对应毛利率分别为 38%/41%/41%。

图表 76. 主营业务营收及毛利预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
文体科技装备							
营业收入	1,884.93	2,175.20	2,489.89	2,214.54	2,524.58	2,852.77	3,195.10
yoy(%)	15.92	15.40	14.47	(11.06)	14.00	13.00	12.00
毛利率(%)	32.13	29.31	29.92	29.08	29.00	31.00	31.00
数字艺术科技							
营业收入	85.61	140.52	180.00	399.53	579.32	753.11	941.39
yoy(%)	9.69	64.14	28.10	121.96	45.00	30.00	25.00
毛利率(%)	36.50	43.72	43.56	36.58	40.00	41.00	42.00
轨道交通装备							
营业收入	149.52	143.42	214.75	155.73	171.30	188.43	205.39
yoy(%)	73.08	(4.08)	49.74	(27.48)	10.00	10.00	9.00
毛利率(%)	29.64	34.29	34.21	26.00	26.00	29.00	30.00
场馆运营+文旅演艺							
营业收入	15.48	39.31	68.03	68.14	204.26	355.16	496.63
yoy(%)	496.23	153.99	73.05	0.17	199.77	73.87	39.83
毛利率(%)	47.80	45.22	3.76	27.75	37.95	40.59	41.32
其他业务							
营业收入	5.21	10.66	5.89	4.47	4.92	5.26	5.52
yoy(%)	137.00	104.50	(44.79)	(24.01)	10.00	7.00	5.00
毛利率(%)	8.23	18.43	12.34	24.67	20.00	20.00	20.00
合计							
营业收入	2,140.75	2,509.11	2,958.56	2,842.41	3,484.38	4,154.74	4,844.04
yoy(%)	19.25	17.21	17.91	(3.93)	22.59	19.24	16.59
毛利率(%)	32.19	30.61	30.43	29.92	31.19	33.53	34.14

资料来源：公司公告，中银证券

5.2 投资建议

1) 公司作为文体设备机械集成龙头服务商，主业优势显著，在手订单充足，疫后复苏可期；2) 依托主业优势向运营转型升级，有利于增强公司盈利水平和现金流的持续性，带动估值水平的提升。我们预计 23-25 年公司将实现归母净利润 4.20/5.99/7.71 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.46/1.88 元，对应 PE 分别为 15.2/10.6/8.3 倍。

公司主营业务为文体装备、数艺科技，并向场馆运营和旅游演艺等方向转型，我们按各主营业务分别选取相应可比公司，其中主营文体装备的浩洋股份、金马游乐 23-25 年的平均 P/E 为 20.9/16.2/12.8 倍；主营数艺科技的风语筑、锋尚文化 23-25 年的平均 P/E 为 20.2/15.6/13.3 倍；主营旅游演艺的宋城演艺 23-25 年的 P/E 为 30.8/22.1/18.8 倍。综合的平均 P/E 为 22.6/17.1/14.2 倍。大丰实业 23-25 年 P/E 为 15.2/10.6/8.3 倍，相对可比公司而言估值较低。综上所述，首次覆盖，给予买入评级。

图表 77. 可比公司 2023 年估值状况 (截至 2023.8.31)

股票代码	公司简称	市值(亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300833.SZ	浩洋股份	87.07	3.56	4.91	6.27	7.94	17.7	13.9	11.0
300756.SZ	金马游乐	28.53	(0.25)	1.18	1.54	1.94	24.1	18.5	14.7
文旅设备平均值							20.9	16.2	12.8
300144.SZ	宋城演艺	324.22	0.10	10.54	14.64	17.23	30.8	22.1	18.8
旅游演艺平均值							30.8	22.1	18.8
603466.SH	风语筑	75.83	0.66	3.71	4.73	5.76	20.4	16.0	13.2
300860.SZ	锋尚文化	76.59	0.15	3.83	5.07	5.73	20.0	15.1	13.4
数艺科技平均值							20.2	15.6	13.3
综合平均值							22.6	17.1	14.2
603081.SH	大丰实业	63.70	2.87	4.20	5.99	7.71	15.2	10.6	8.3

资料来源: 同花顺, 中银证券, 宋城演艺与锋尚文化来自中银证券预测, 其他可比公司数据来自同花顺一致预测

6 风险提示

主业项目中标不及预期：公司项目 G 端客户占比高，在地方财政压力较大状况下，市场需求或将萎缩，导致主业中标不及预期。

公司新业务开拓不及预期：公司新业务板块包括数艺科技、文化场馆运营、文旅演艺等业务。场馆运营和旅游演艺业务未来有望改善公司收入结构，但均处于发展培育期，若后续运营不佳或将影响公司的盈利能力。

宏观经济及消费复苏不及预期：当前国内仍处在疫后复苏阶段，若整体经济复苏不及预期，居民消费意愿或亦难以恢复。

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	2,959	2,842	3,484	4,155	4,844
营业收入	2,959	2,842	3,484	4,155	4,844
营业成本	2,058	1,992	2,397	2,762	3,190
营业税金及附加	19	17	17	21	24
销售费用	91	98	118	141	165
管理费用	165	183	209	249	281
研发费用	125	129	139	174	208
财务费用	26	17	87	78	52
其他收益	13	20	15	15	15
资产减值损失	3	(13)	0	0	0
信用减值损失	(44)	(95)	(51)	(56)	(51)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	4	0	0	0
投资收益	12	9	10	10	10
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	460	333	489	698	897
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	8	2	2	2
利润总额	457	326	489	697	897
所得税	74	49	73	104	134
净利润	383	278	416	593	763
少数股东损益	(8)	(9)	(4)	(6)	(8)
归母净利润	391	287	420	599	771
EBITDA	511	380	654	878	1,060
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.95	0.70	1.03	1.46	1.88

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	4,220	3,931	4,578	5,163	5,937
货币资金	1,190	787	1,045	1,246	1,453
应收账款	1,557	1,685	1,800	2,124	2,316
应收票据	21	26	13	29	19
存货	310	234	432	335	551
预付账款	54	32	74	49	93
合同资产	491	664	668	867	906
其他流动资产	596	502	547	512	599
非流动资产	2,898	3,728	3,887	3,895	3,990
长期投资	13	30	30	30	30
固定资产	279	271	482	533	560
无形资产	145	140	142	144	149
其他长期资产	2,461	3,287	3,232	3,188	3,251
资产合计	7,118	7,659	8,465	9,058	9,927
流动负债	2,613	2,714	3,242	3,583	4,459
短期借款	228	352	548	731	945
应付账款	1,265	1,355	1,242	1,519	1,671
其他流动负债	1,119	1,007	1,452	1,333	1,844
非流动负债	1,848	2,050	1,995	1,774	1,158
长期借款	1,246	1,435	1,372	1,151	535
其他长期负债	602	616	624	623	623
负债合计	4,461	4,764	5,238	5,357	5,618
股本	409	410	410	410	410
少数股东权益	44	43	38	32	25
归属母公司股东权益	2,614	2,853	3,189	3,668	4,285
负债和股东权益合计	7,118	7,659	8,465	9,058	9,927

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	383	278	416	593	763
折旧摊销	52	63	102	127	135
营运资金变动	253	(359)	(25)	(241)	102
其他	(1,046)	(592)	(78)	7	(68)
经营活动现金流	(358)	(610)	416	486	933
资本支出	(238)	(169)	(105)	(75)	(120)
投资变动	(74)	150	0	0	0
其他	26	(41)	10	10	10
投资活动现金流	(286)	(60)	(95)	(65)	(110)
银行借款	1,006	312	133	(38)	(402)
股权融资	(115)	(112)	(84)	(120)	(154)
其他	59	62	(112)	(63)	(60)
筹资活动现金流	949	262	(63)	(221)	(616)
净现金流	305	(408)	258	201	207

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(%)	17.9	(3.9)	22.6	19.2	16.6
营业利润增长率(%)	25.4	(27.6)	47.0	42.6	28.6
归属于母公司净利润增长率(%)	24.6	(26.6)	46.5	42.6	28.6
息税前利润增长率(%)	28.0	(31.1)	74.3	36.2	23.1
息税折旧前利润增长率(%)	29.1	(25.7)	72.2	34.3	20.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	24.6	(26.6)	46.5	42.6	28.6
获利能力					
息税前利润率(%)	15.5	11.1	15.8	18.1	19.1
营业利润率(%)	15.5	11.7	14.0	16.8	18.5
毛利率(%)	30.4	29.9	31.2	33.5	34.1
归母净利润率(%)	13.2	10.1	12.1	14.4	15.9
ROE(%)	15.0	10.1	13.2	16.3	18.0
ROIC(%)	13.3	7.2	12.8	17.4	26.7
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.3	0.6	0.5	0.4	0.2
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.3	1.8	2.0	2.1	2.2
应付账款周转率	2.7	2.2	2.7	3.0	3.0
费用率					
销售费用率(%)	3.1	3.4	3.4	3.4	3.4
管理费用率(%)	5.6	6.4	6.0	6.0	5.8
研发费用率(%)	4.2	4.5	4.0	4.2	4.3
财务费用率(%)	0.9	0.6	2.5	1.9	1.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	0.7	1.0	1.5	1.9
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.9)	(1.5)	1.0	1.2	2.3
每股净资产(最新摊薄)	6.4	7.0	7.8	9.0	10.5
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	16.3	22.2	15.2	10.6	8.3
P/B(最新摊薄)	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.4	15.6	10.4	7.2	4.7
价格/现金流(倍)	(17.8)	(10.4)	15.3	13.1	6.8

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得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刊载或转发的，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