

大型游乐设施龙头，横纵向拓展文旅边界

——金马游乐公司首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点:

● 公司简介: 国内游乐装备制造龙头, 海内外广阔布局

金马游乐是一家专业从事大型游乐设施、虚拟沉浸式游乐项目研发、制造、销售、安装及创新文旅终端项目投资、规划、建设、运营、赋能于一体的综合型文旅服务企业, 也是中国游乐装备制造行业唯一一家 A 股上市公司。公司为环球影城、华侨城、华强方特、长隆等大型旅游度假区/主题乐园提供对应的游乐设备以及服务, 出口远销到东欧、东南亚、中东等多个国家和地区。

● 行业概况: 下游土壤肥沃, 国内龙头突围

大型游乐设施下游主要来源于主题公园, 从游客量来看, 2021 年中国主题公园头部/整体市场均仅次于美国。从成长角度来看, 中国只有 27% 的人去过主题公园 (发达国家平均水平为 68%), 远未触及天花板, 具备大型游乐设施制造商诞生的土壤。需求端: 大型游乐设施需求将主要来源于新建主题乐园 (单个项目投资额更高) 以及现有设备的更新 (现存主题公园经营时间已久)。供给端: 全球龙头成立已久, 在部分游乐设施类目上有绝对优势, 并且已经抢占了我国高端游乐市场的部分份额; 但我国龙头也纷纷从过山车、摩天轮等类目突围, 有望成国产替代之势。

● 公司亮点: 研发为核心突破技术壁垒, 平台赋能保障订单充足

研发: 公司持续投入研发, 一方面在核心技术层面突破国外垄断 (LSM 电磁弹射技术), 且多次成为知名乐园唯一国产设备供应商; 另一方面高毛利产品 (虚拟沉浸式) 占比不断增长。产业链: 下游, 公司凭借深耕多年的合作案例树立品牌形象, 订单处于平稳饱和和状态; 上游文旅终端投资运营板块, 公司于文旅发展+深圳源创+金马嘉年华三方布局, 持续探索可复制盈利模式, 亲子项目也陆续落地带来营收增量。产能: 公司募投项目将继续推进建设给公司带来产能增量; 此外, 公司定增项目华中区域总部及大型游乐设施研发生产运营基地项目 (一期) 落地有望带来 4.24 亿元的营收增量。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内大型游乐设施龙头, 受疫情干扰在产能落地、产品交付方面影响较大, 展望疫后, 充裕的在手订单保障中期公司业绩增长的高确定性; 展望未来, 公司在大力拓展虚拟沉浸式游乐项目的同时有望通过“制造+文旅”开辟第二成长曲线。我们预计公司在 2023-2025 年实现营业收入 7.10/8.44/9.67 亿元, 同比增速分别为 75.07%/18.78%/14.64%, 实现归母净利润 1.13/1.50/1.81 亿元, 同比增速分别为 561.16%/32.54%/20.05%, 对应 EPS 分别为 0.72/0.95/1.15 元/股, 当前股价对应 PE 为 25.66/19.36/16.13 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济风险、重大安全事故风险、账款回收风险、原材料价格波动风险

附表: 盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	503.89	405.84	710.49	843.89	967.41
收入同比(%)	31.56	-19.46	75.07	18.78	14.64
归母净利润(百万元)	34.64	-24.61	113.50	150.43	180.58
归母净利润同比(%)	271.83	-171.04	561.16	32.54	20.05
ROE(%)	3.15	-2.29	7.84	9.56	10.43
每股收益(元)	0.22	-0.16	0.72	0.95	1.15
市盈率(P/E)	84.07	-118.34	25.66	19.36	16.13

资料来源: Wind, 国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 20.03 / 12.3

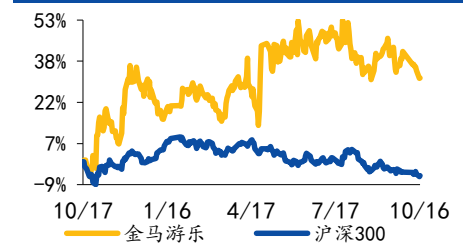
A 股流通股 (百万股): 99.22

A 股总股本 (百万股): 157.60

流通市值 (百万元): 1703.53

总市值 (百万元): 2705.96

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 许元琨

执业证书编号 S0020523020002

电话 021-51097188

邮箱 xuyuan@gyzq.com.cn

联系人 冯健然

电话 021-51097188

邮箱 fengjianran@gyzq.com.cn

目 录

1.公司简介：国内游乐装备制造龙头，海内外广阔布局	4
1.1 公司概况：A股唯一游乐装备制造商，创始人团队深耕行业40载	4
1.2 财务分析：疫情冲击下利润触底，盈利能力边际修复	7
1.3 产品品类：游乐设施为基本盘，虚拟沉浸式游乐项目快速成长	8
2.行业概况：下游土壤肥沃，国内龙头突围	10
2.1 行业概况：第二大主题公园市场，为大型游乐设施行业成长提供沃土	10
2.2 竞争格局：全球巨头垄断高端市场，国内龙头亦有突围之势	16
3.公司亮点：研发为核心突破技术壁垒，平台赋能保障订单充足	18
3.1 研发实现技术突破，高毛利产品占比不断增加	18
3.2 深度绑定下游客户保证在手订单平稳，文旅终端投资运营深度布局拓宽长期天花板	21
3.3 募投+定增项目持续建设，产能有序爬坡	24
4.盈利预测及投资建议	26
5.风险提示	28

图表目录

图 1：金马游乐发展历程	5
图 2：金马游乐股权结构图（截至 2023 年 H1）	5
图 3：公司营业收入及归母净利润情况（单位：亿元）	7
图 4：公司三费占营收比例情况	8
图 5：公司毛利率及归母净利率情况	8
图 6：公司应收款项比例变化	8
图 7：公司经营活动产生的现金流净额	8
图 8：营业收入按产品品类拆分（单位：亿元，%）	9
图 9：公司各业务毛利润及占比情况	9
图 10：公司不同产品毛利率情况	9
图 11：大型游乐设施行业产业链情况	10
图 12：金马游乐客户中游乐园类占比超过 90%	11
图 13：中国主题公园市场规模变化	11
图 14：2019 年全球排名前 25 位娱乐/主题公园 2020 及 2021 年游客量及恢复程度情况	12
图 15：2019 年游客量前 25 大全球娱乐/主题公园按地区分布（接待游客量为 2021 年数据）	13
图 16：各地区现有过山车保有数量	13
图 17：主要国家现有过山车保有数量	13
图 18：AECOM 对拟建主题公园项目投资额的预期	14
图 19：现有主题公园项目投资总额	14
图 20：主要大型游乐设施公司过山车保有量	17

图 21: 金马游乐创意、策划和研发模式.....	19
图 22: 公司研发支出及研发费率情况.....	19
图 23: 公司研发人员数量及占总员工比例.....	19
图 24: 公司各年度累计完成研发项目数.....	20
图 25: 金马游乐成功自主研发国产首台 LSM 电磁弹射过山车.....	21
图 26: 北京环球影城金马游乐承做项目（功夫熊猫盖世之地）.....	21
图 27: 虚拟沉浸式游乐项目营收占比及毛利率迅速增长.....	21
图 28: 金马游乐合作伙伴.....	22
图 29: 金马游乐各阶段订单以及营业收入情况.....	23
图 30: 金马游乐文旅运营布局情况.....	24
表 1: 公司业务及对应产品类目情况.....	4
表 2: 公司高管情况简介.....	6
表 3: 不同类型主题公园简介.....	14
表 4: 《2022 中国主题公园竞争力评价报告》中游客接待量前 10 名的主题公园概况.....	15
表 5: 部分游乐园和主题公园更新升级扩建情况.....	15
表 6: 游乐设备供应商主要竞争公司.....	16
表 7: 浙江南方文旅及浙江巨马项目及特点情况.....	18
表 8: 金马游乐募投项目落地情况.....	25
表 9: 华中区域总部及大型游乐设施研发生产运营基地项目（一期）项目预计带来各产品销量.....	25
表 10: 公司分业务收入及毛利预测（单位：百万元）.....	26
表 11: 公司盈利预测.....	27
表 12: 可比公司估值情况.....	27

1. 公司简介：国内游乐装备制造龙头，海内外广阔布局

1.1 公司概况：A 股唯一游乐装备制造商，创始人团队深耕行业 40 载

集研、产、销及经营一体化的 A 股唯一上市游乐装备制造商。金马游乐是一家专业从事大型游乐设施、虚拟沉浸式游乐项目研发、制造、销售、安装及创新文旅终端项目投资、规划、建设、运营、赋能于一体的综合型文旅服务企业，也是中国游乐装备制造行业唯一一家 A 股上市公司。公司实施以游乐核心的“制造+文旅”双轮驱动发展战略，创造出滑行类、飞行塔类、观览车类等 13 大类 300 多个大型游乐设施产品及黑暗乘骑、飞行影院、VR 系列等 8 大系列虚拟沉浸式游乐项目产品。为环球影城、华侨城、华强方特、长隆等大型旅游度假区/主题乐园提供对应的游乐设备以及配套服务，出口产品远销到东欧、东南亚、中东等多个国家和地区。

表 1：公司业务及对应产品类目情况

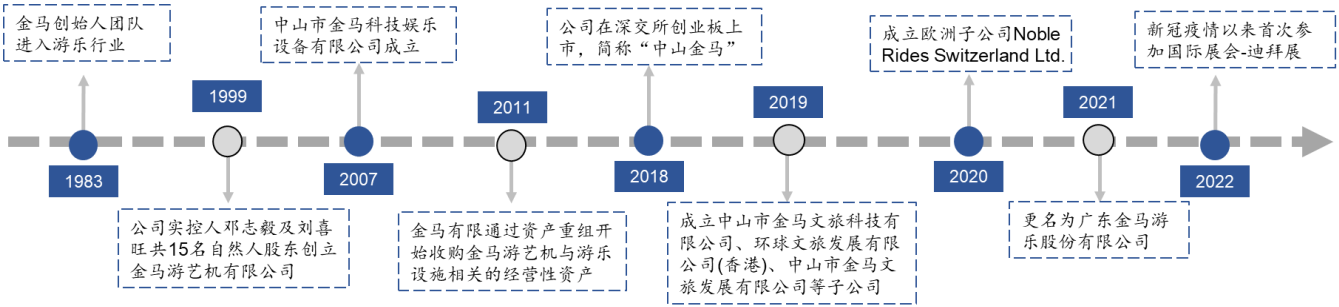
业务板块	项目情况	代表类目详情
大型游乐设施	过山车系列	弹射、开环、大型、自旋、互动、家庭过山车等系列
	摩天轮/观览车系列	GLC-168A、GLC-139A、摇摆观览车 GLC-46A 等系列
	水上系列	激流勇进、漂流 FL、射水战船、漂流河等系列
	飞行塔类系列	星空之环、幻速追影、直升机、飞旋塔、跳伞塔等系列
	转马系列	豪华单/双层转马、转转杯等系列
	经典系列	海盗船、大摆锤、W 型迪士高、飓风飞椅等系列
	儿童系列	逍遥水母、爬山车、旋转小蜜蜂等系列
虚拟沉浸式游乐项目	飞行影院	翻转式、平推式、骑跨式飞行影院等系列
	黑暗乘骑	动感、无轨、水上、交互式黑暗乘骑等系列
	影视动力过山车	交互式动力过山车、竞速赛车、悬挂式动力过山车等系列
	VR 系列	VR 动感影院 VTM-2A 等系列
	动感影院	野外探险、狂野之旅、动感舱等系列
	影视跳楼机	影视跳楼机 QWT-22A 等系列
	影视滑行车	弹射悬挂过山车、雪山矿山车等系列
	水上黑暗乘骑	影视激流勇进、漂流河等系列

资料来源：公司官网，金马游乐产品图册 2022，国元证券研究所

注：类目来源统计自金马游乐产品 2022 年图册，存在非完全统计情况

创始人团队深耕游乐行业 40 年，资本重组承接游乐设施制造相关设备。金马游乐创始人团队于 1983 年进入游乐行业。后于 2007 年创立金马有限并于 2011 年通过资产重组等方式开始承接金马游艺机（创立于 1999 年，主营业务为游乐设施的生产和销售）与游乐设施制造相关的经营性资产。后金马游乐大型游乐设施规模不断增长，产品类别包括滑行车类、飞行塔类、观览车类等各种传统、融入动漫元素的游乐设施；公司于 2018 年 12 月在深交所创业板上市。

图 1：金马游乐发展历程

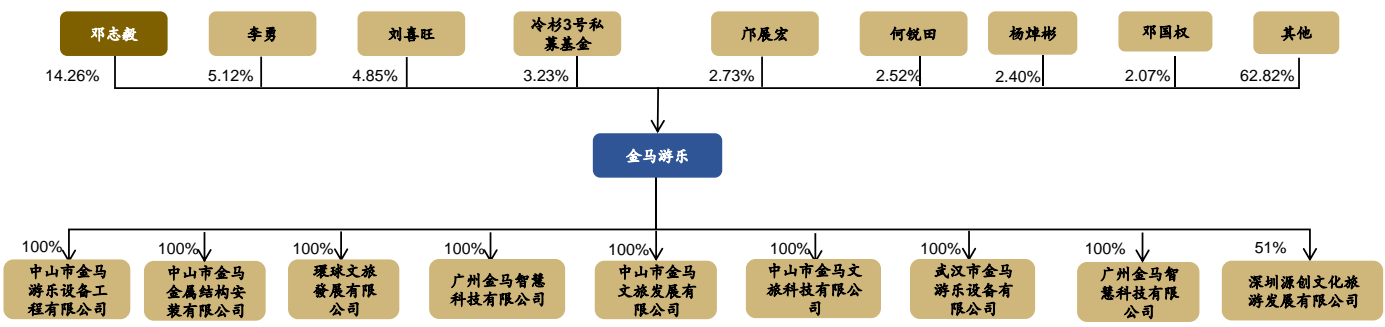


资料来源：公司官网，金马游乐公众号，国元证券研究所

实控人为公司创始人兼董事长，管理层团队结构稳定。公司实控人为创始人及董事长邓志毅先生，截止 2023 年 8 月 7 日持股 14.26%。前五大股东共计持股 30.19%；李勇、刘喜旺等大股东早期即在公司担任董事和高管。

高管团队默契配合已久，实业出身精准把握发展方向。公司成立于 2007 年，高管团队经验丰富，均于游乐机械行业深耕多年，平均拥有 20 年以上行业经验。此外核心高管团队均拥有工程师、经济师等职称，对游乐设备市场前景、技术迭代方向有较强的前瞻性把控能力。

图 2：金马游乐股权结构图（截至 2023 年 8 月 7 日）



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

表 2：公司高管情况简介

姓名	职务	性别	国籍	学历及职称	简介
刘喜旺	总经理	男	中国	硕士 教授级高级工程师	1990 年至 1999 年，先后在中山市游乐机械设备总厂，中山市金马游乐设备实业公司，中山市金马游乐设备有限公司历任技术员，工程师，研究所副所长，技术部部长。1999 年至 2017 年 12 月，任中山市金马游艺机有限公司董事。1999 年至 2010 年，任中山市金马游艺机有限公司副总经理。2007 年至今，任本公司董事。2011 年至今，任本公司董事，总经理。兼任全国索道与游乐设施标准化技术委员会 (SAC/TC250) 副主任委员，国家市场监督管理总局特种设备安全技术委员会游乐设施分委员会副主任委员，广东省特种设备行业协会专家等多项职务。
曾庆远	副总经理， 董事会秘书	男	中国	本科 经济师	1987 年至 1998 年，先后在中山市游乐机械设备厂，中山市游乐机械设备总厂，中山市金马游乐设备实业有限公司，中山市金马游乐设备有限公司历任助理经济师，经济师，企管部副科长，科长。1998 年至 2006 年，先后在中山市顺景实业发展有限公司，广东顺景实业发展有限公司历任总经理助理，副总经理。2006 年至 2010 年，任中山市金马游艺机有限公司副总经理。2011 年至今，任本公司副总经理，董事会秘书。
高庆斌	副总经理	男	中国	本科 高级工程师	高级工程师。1989 年至 1999 年，先后在中山市游乐机械设备总厂，中山市金马游乐设备实业公司，中山市金马游乐设备有限公司历任技术员，助理工程师，工程师，生产科长。1999 年至 2010 年，历任中山市金马游艺机有限公司生产部部长，副总经理。2011 年至今，任本公司副总经理。兼任广东省特种设备行业协会专家。
贾辽川	副总经理	男	中国	本科 高级工程师	1989 年至 1999 年，先后在中山市游乐机械设备总厂，中山市金马游乐设备实业公司，中山市金马游乐设备有限公司历任技术员，助理工程师，工程师。1999 年至 2010 年，在中山市金马游艺机有限公司历任技术部部长，国际事业部部长。2011 年至今，任本公司副总经理。
李勇	副总经理	男	中国	本科 工程师	1988 年至 1999 年，先后在中山市游乐机械设备厂，中山市游乐机械设备总厂，中山市金马游乐设备实业公司，中山市金马游乐设备有限公司历任技术员，助理工程师，工程师，供应科副科长等职。1999 年至 2016 年 8 月，任中山市金马游艺机有限公司董事。1999 年至 2010 年，历任中山市金马游艺机有限公司销售部部长，副总经理，营销中心总经理。2009 年至 2011 年，任本公司董事。2011 年至今，任本公司董事，副总经理。
林泽钊	副总经理	男	中国	本科 教授级高级工程师	1990 年至 1999 年，先后在中山市游乐机械设备总厂，中山市金马游乐设备实业公司，中山市金马游乐设备有限公司历任助理工程师，工程师。1999 年至 2010 年，历任中山市金马游艺机有限公司技术部副部长，部长，副总经理。2016 年 8 月至 2017 年 12 月，任中山市金马游艺机有限公司董事。2007 年至今，历任本公司总经理，副总经理，兼任广东省机械工程学会理事，广东省特种设备行业协会专家等职。
陈涛	副总经理	男	中国	本科 工程师	2004 年至 2010 年，任中山市金马游艺机有限公司工程师。2010 年至 2013 年，任中山市金马科技娱乐设备有限公司总工室主任。2014 年至今，历任本公司技术部部长，总经理助理，技术工程事业部总经理。2020 年 10 月至今，任本公司副总经理。
王跃勇	副总经理	男	中国	硕士 高级工程师	2007 年至 2010 年，任中山市金马游艺机有限公司分析工程师。2010 年至 2013 年，任中山市金马科技娱乐设备有限公司技术部副部长。2014 年至今，历任本公司策划部部长，研究院副院长，研发中心总经理。2020 年 10 月至今，任本公司副总经理。
郑彩云	财务总监	女	中国	专科	1988 年至 1999 年，先后任中山市游乐机械设备总厂，中山市金马游乐设备实业公司，中山市金马游乐设备有限公司会计。1999 年至 2010 年，历任中山市金马游艺机有限公司会计，财务经理。2011 年至今，历任本公司财务经理，财务总监。2012 年至 2016 年，任中山市第十一届政协委员。

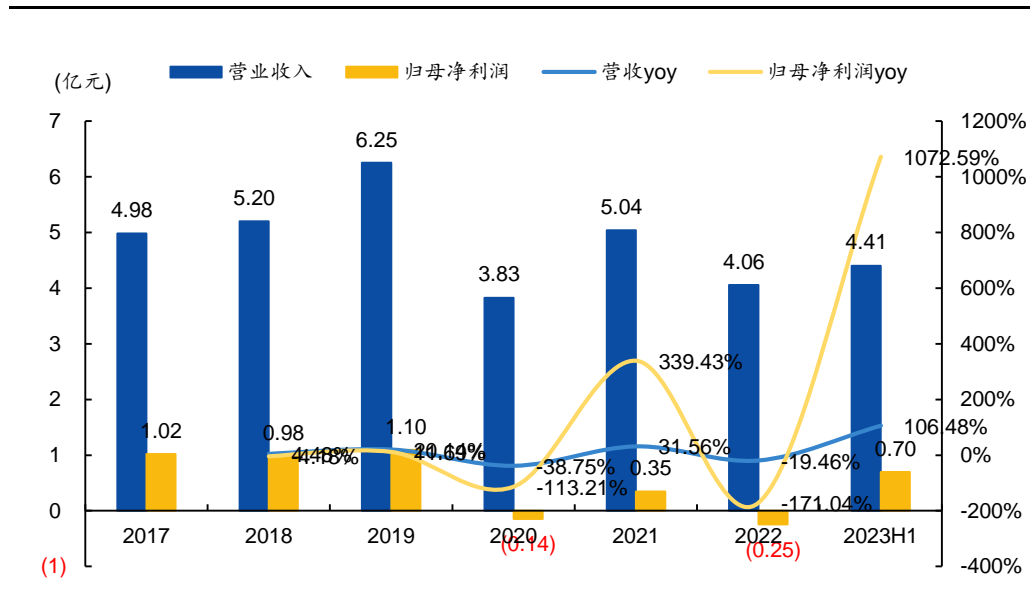
资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

1.2 财务分析：疫情冲击下利润触底，盈利能力边际修复

疫情冲击下营收、归母净利润均触底，2023 年 H1 验收交付加速业绩回升。2017-2022 年公司营业收入从 4.98 变化至 4.06 亿元，对应 CAGR 为-4.02%，其中 2020/2022 年营业收入下滑主要系受疫情等因素干扰公司生产及交付活动均受到冲击。利润端来看，公司归母净利润同样受到疫情较大影响，出现亏损情况；2022 年公司归母净利润录得-0.25 亿元，同比下降 171.04%。2023 年 H1 公司分别实现营收/归母净利润 4.41/0.70 亿元，同比分别增长 106.48%/1072.59%，主要系疫情干扰出清，公司产品验收交付加快所致。

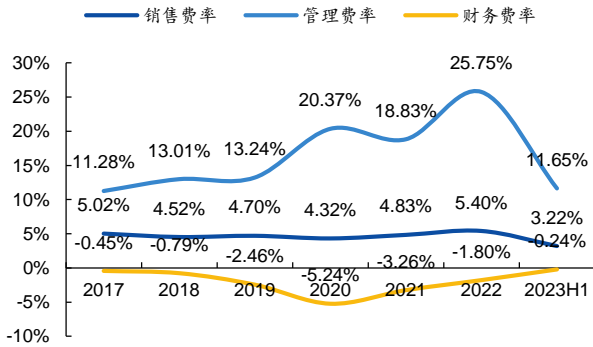
管理费率大幅上升，2022 全年盈利能力较疫情前承压，23H1 修复趋势明显。费用率来看，销售费率/管理费率/财务费率分别从 2017 年的 5.02%/11.28%/-0.45% 分别变为 2022 年的 5.40%/25.75%/-1.80%，分别增减 0.38/14.48/-1.34pct。盈利能力来看，公司毛利率/归母净利率分别从 2017 年的 57.18%/20.54% 下滑至 2022 年的 36.95%/-6.06%，分别下降 20.23/26.60pct，主要是疫情影响公司正常经营、生产所致。2023H1 公司毛利率/归母净利率分别为 38.07%/15.81%，同比分别变化-3.7/+13.02pct，疫后公司盈利能力有较大幅度回暖。

图 3：公司营业收入及归母净利润情况（单位：亿元）



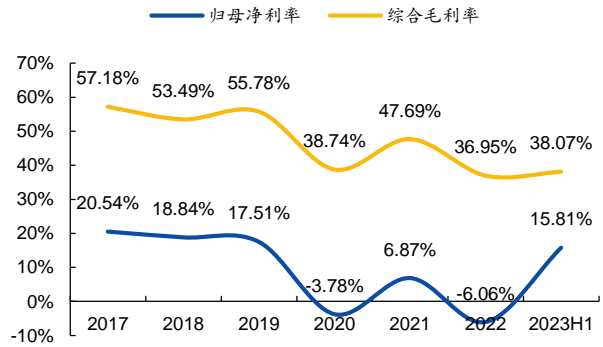
资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 4：公司三费占营收比例情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

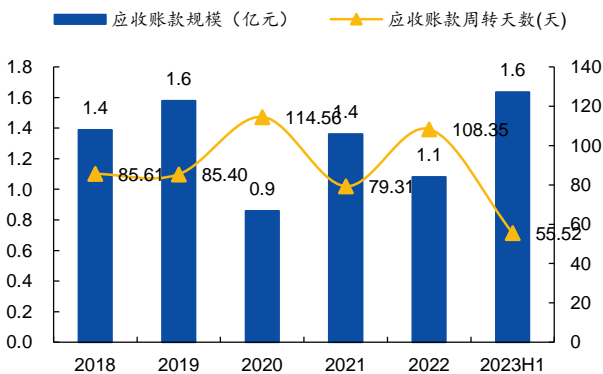
图 5：公司毛利率及归母净利率情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

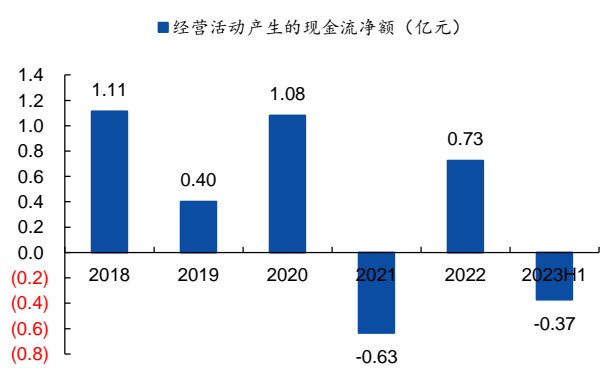
应收账款周转效率回归正常水平，经营活动现金流恢复正常水平。2023H1 公司应收账款规模为 1.6 亿元，基本恢复至正常经营水平，对应周转天数从 2018 年的 85.61 天降至 23H1 的 55.52 天，在疫情干扰出清后公司应收账款周转速度重新回归正常水平线。现金流方面，2022 年公司经营活动产生的现金流净额为 0.73 亿元，较 2021 年有所改善。

图 6：公司应收款项比例变化



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 7：公司经营活动产生的现金流净额

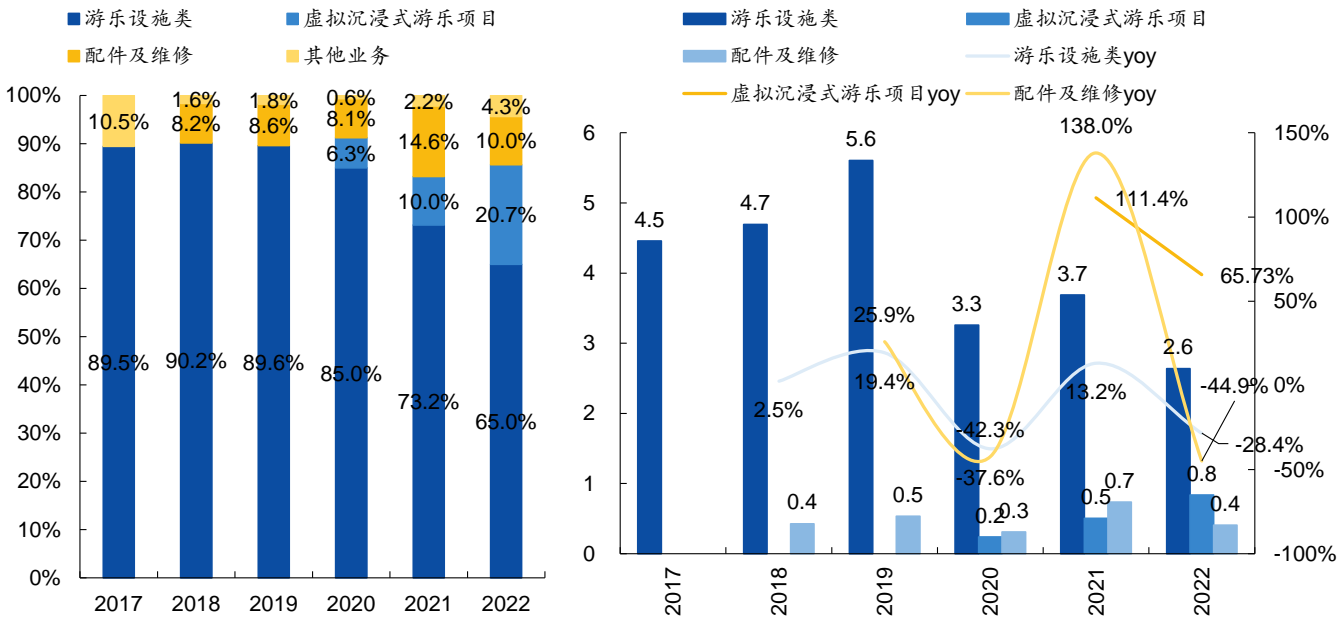


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

1.3 产品品类：游乐设施为基本盘，虚拟沉浸式游乐项目快速成长

游乐设施为基本盘，虚拟沉浸式游乐项目占比持续提升。公司深耕大型游乐设施行业，持续推出多元化的产品矩阵。游乐设施/虚拟沉浸式游乐项目/配件及维修营业收入分别从 2021 年的 3.69/0.51/0.74 变动至 2022 年的 2.64/0.84/0.41 亿元，同比分别变动-28.43%/65.73%/-44.88%，2022 年分别占比 65.0%/20.7%/10.0%；其中虚拟沉浸式游乐项目占比持续提升。

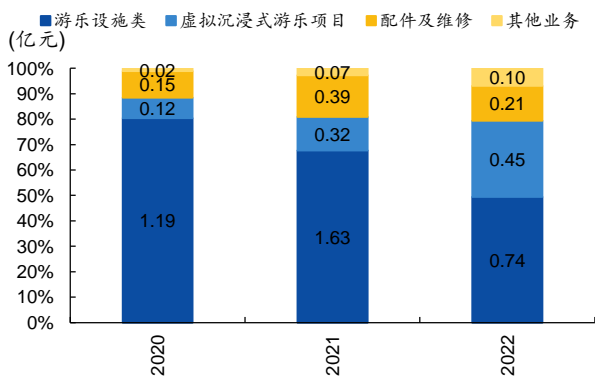
图 8：营业收入按产品品类拆分（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

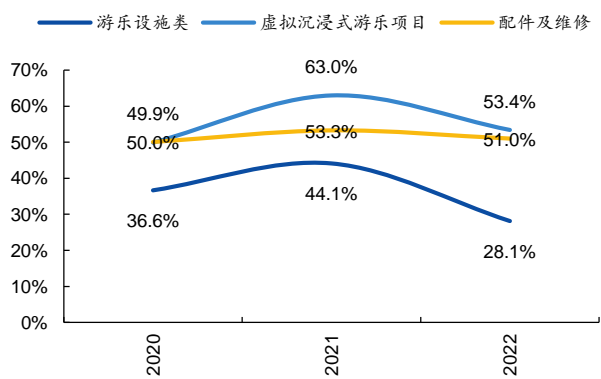
虚拟沉浸式游乐项目盈利能力最强，综合毛利率逐步回暖。2022 年游乐设施/虚拟沉浸式游乐项目/配件及维修毛利润分别为 0.74/0.45/0.21 亿元，占比分别为 49.48%/29.89%/13.80%，其中虚拟沉浸式游乐项目、配件及维修业务毛利润贡献占比均超过了营收占比。盈利能力来看，游乐设施/虚拟沉浸式游乐项目/配件及维修毛利率分别从 2020 年的 36.64%/49.92%变为 2022 年的 28.12%/53.42%，分别变动-8.52/+3.50pct。

图 9：公司各业务毛利润及占比情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 10：公司不同产品毛利率情况



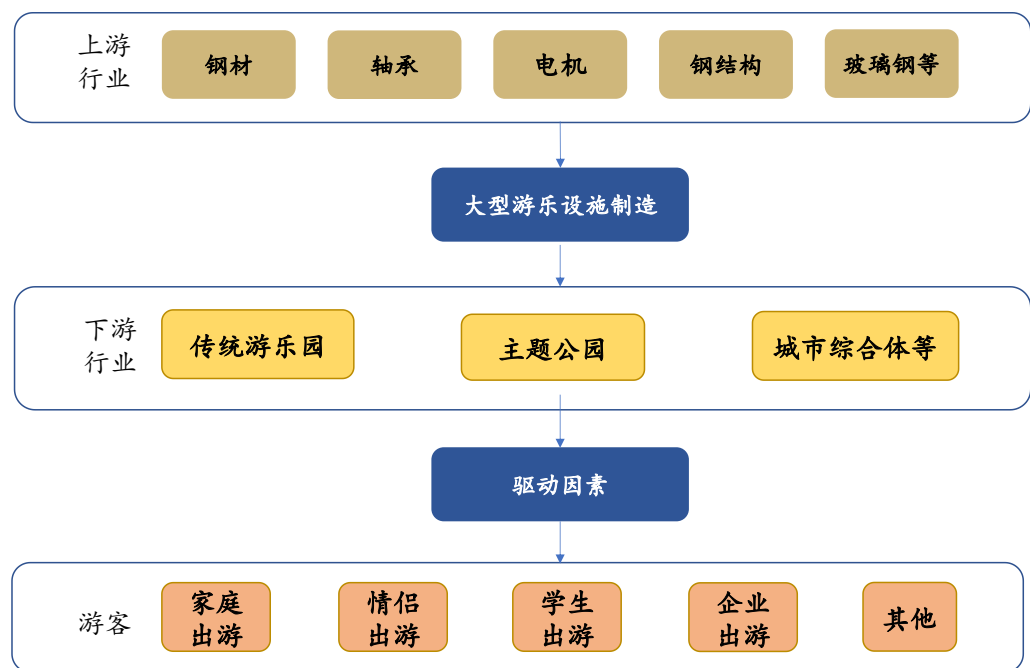
资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

2.行业概况：下游土壤肥沃，国内龙头突围

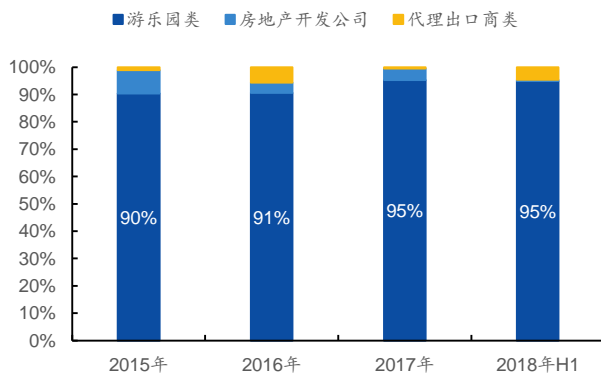
2.1 行业概况：第二大主题公园市场，为大型游乐设施行业成长提供沃土

下游需求主要来源于传统游乐园、主题公园及城市综合体，中国主题公园 2020 年市场规模达 85 亿美元。游乐设施行业上游材料主要包括钢材、轴承、电机、电气元器件、橡胶件、工器具、钢结构、玻璃钢制品等，而需求主要来源于传统游乐园、主题公园及城市综合体等文化、旅游行业，主要受益于各类出游活动的增多。其中主题公园是金马游乐的主要下游市场，根据美国 StrategyR 数据，中国主题公园市场将持续增长，预计市场规模将从 2020 年的 85 亿美元以每年 7.2% 的 CAGR 增至 2027 年的 138 亿美元。

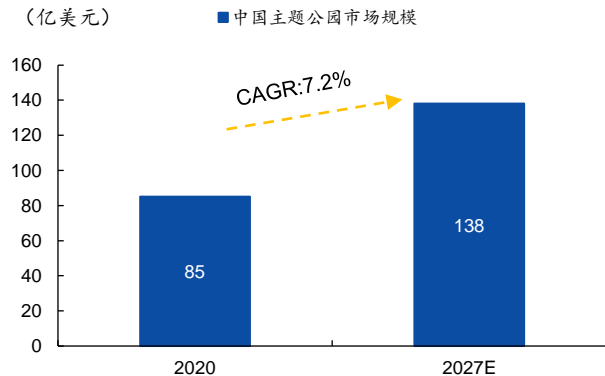
图 11：大型游乐设施行业产业链情况



资料来源：沙利文研究院，头豹研究院，公司公告，国元证券研究所

图 12: 金马游乐客户中游乐园类占比超过 90%


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 13: 中国主题公园市场规模变化


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

头部主题公园游客量综合排全球第二, 疫情中具备强经营韧性。从 AECOM 及 TEA 披露的《2021 全球主题公园和博物馆报告》来看, 在 2019 年全球排名前 25 的主题公园中, 处于中国的 4 个乐园呈现 2020 年游客量下滑幅度相对较小并且在 2021 年恢复程度最高的强经营韧性, 2021 年相对排名较 2019 年均呈上升趋势。从地区来看, 中国上榜主题乐园 (仅算内地) 2021 年接待游客量仅次于美国, 充分说明中国具备诞生大型主题公园的土壤。

全球第二大主题公园市场, 过山车在建/保有量世界第一。根据麦肯锡咨询, 中国现在是全球第二大主题公园市场, 并且目前只有 27% 的中国人去过主题公园, 远不及发达国家平均水平 (68%)。从过山车在建/保有量来看, 全球过山车数量中亚洲占比超过 50%, 其中中国保有/在建数量为全球第一。

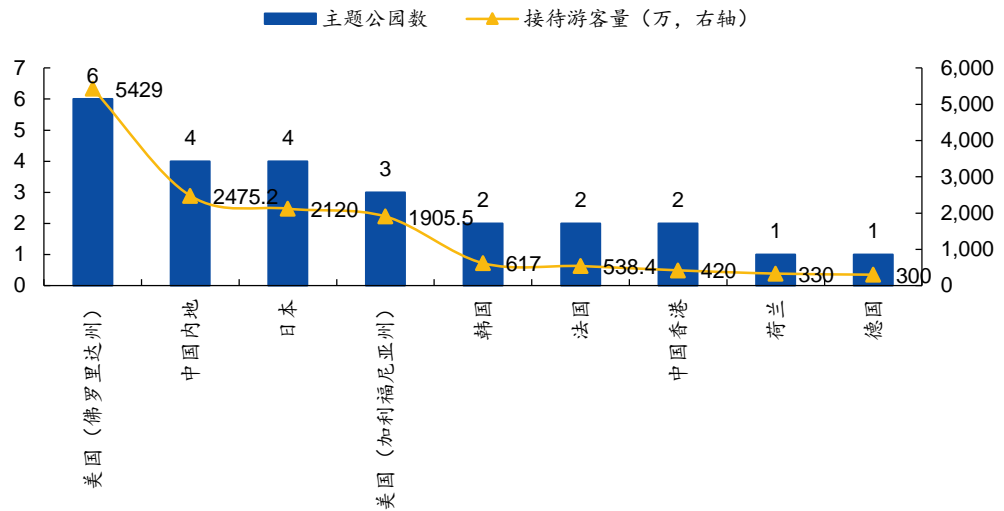
图 14：2019 年全球排名前 25 位娱乐/主题公园 2020 及 2021 年游客量及恢复程度情况

2019年排名	公园名称	所在国家(地区)	2021年游客量较2019年恢复程度(占比)	2020年游客量较2019年下滑幅度(同比)	2021年排名(较2019年变化)
1	迪士尼魔法王国	美国	61%	-67%	1 (0)
2	迪士尼乐园	美国	46%	-80%	5 (-3)
3	东京迪士尼乐园	日本	35%	-77%	10 (-7)
4	东京迪士尼海洋	日本	40%	-77%	11 (-7)
5	日本环球影城	日本	38%	-66%	13 (-8)
6	迪士尼动物王国	美国	52%	-70%	9 (-3)
7	迪士尼未来世界	美国	62%	-68%	7 (0)
8	长隆海洋王国	中国	63%	-59%	8 (0)
9	迪士尼好莱坞影城	美国	75%	-68%	4 (+5)
10	上海迪士尼乐园	中国	76%	-51%	6 (+4)
11	环球影城	美国	82%	-62%	3 (+8)
12	冒险岛	美国	87%	-61%	2 (+10)
13	迪士尼加州冒险乐园	美国	50%	-81%	14 (-1)
14	巴黎迪士尼乐园	法国	36%	-73%	19 (-5)
15	环球影城	美国	60%	-86%	12 (+3)
16	爱宝乐园	韩国	56%	-58%	17 (-1)
17	乐天世界	韩国	41%	-74%	23 (-6)
18	长岛温泉乐园	日本	61%	-60%	18 (0)
19	欧洲主题乐园	德国	52%	-57%	21 (-2)
20	海洋公园	中国香港	25%	-61%	25 (-5)
21	香港迪士尼乐园	中国香港	49%	-70%	22 (-1)
22	艾夫特林主题公园	荷兰	63%	-45%	20 (+2)
23	华特迪士尼影城	法国	36%	-73%	24 (-1)
24	欢乐谷	中国	96%	-23%	15 (+9)
25	长隆欢乐世界	中国	79%	-45%	16 (+9)
合计			56%	-67%	/

资料来源：AECOM&TEA，国元证券研究所

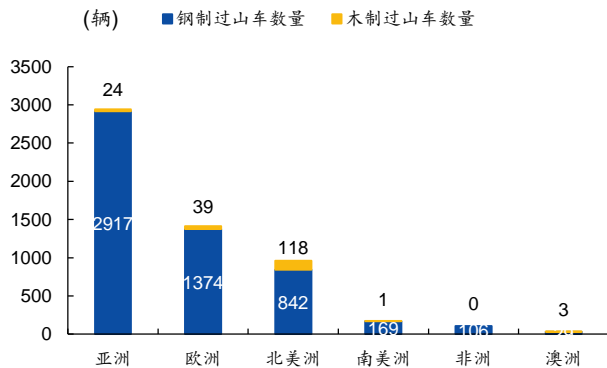
注：2021 年的游客量下降主要是由于疫情下监管机构限制乐园运营天数及接待人数。因此 AECOM 在 2021 年的报告中沿用了 2019 年的排名用作乐园的列示顺序。

图 15: 2019 年游客量前 25 大全球娱乐/主题公园按地区分布 (接待游客量为 2021 年数据)



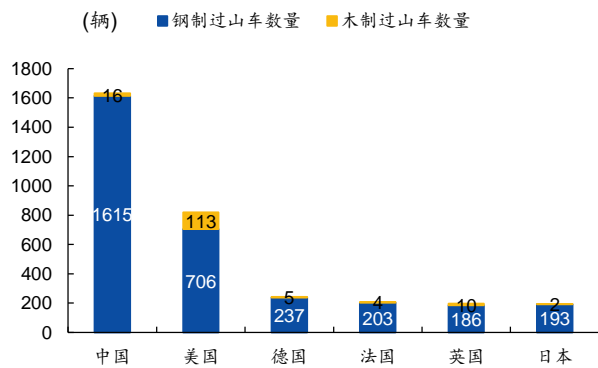
资料来源: AECOM&TEA, 国元证券研究所

图 16: 各地区现有过山车保有数量



资料来源: Roller Coaster DataBase, 国元证券研究所

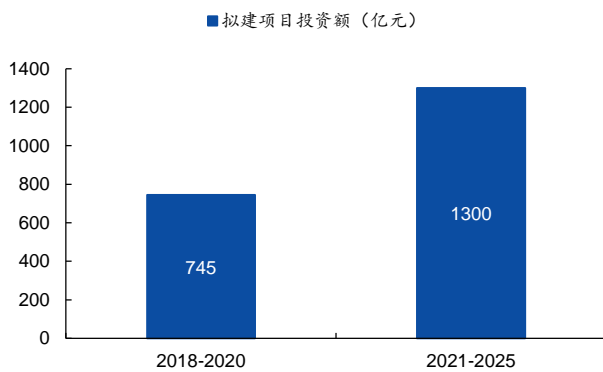
图 17: 主要国家现有过山车保有数量



资料来源: Roller Coaster DataBase, 国元证券研究所

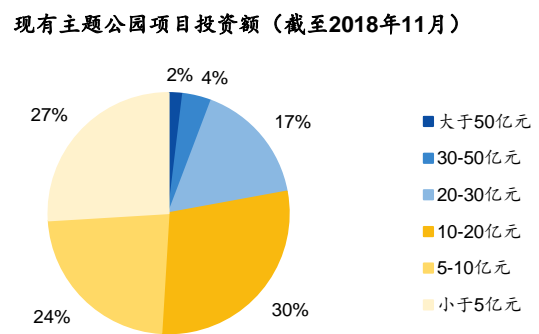
新建主题公园预计带来游乐设施量价齐增。据 AECOM 于 2018 年对中国主题公园项目发展的统计及预测, 2021 年至 2025 年投资总额预计为 1300 亿元人民币, 平均投资额约为每座主题公园 29 亿元 (相较过去几十年建造的主题公园投资额有明显提升); 而截至 2018 年 11 月为止, 单个项目投资额超过 30 亿元的主题公园占比仅为 6%, 不断增长的投资额必然对游乐设施的质量以及玩法提出更高的要求, 进而促进上游游乐设施提供商的发展。

图 18: AECOM 对拟建主题公园项目投资额的预期



资料来源: AECOM, 国元证券研究所

图 19: 现有主题公园项目投资总额



资料来源: AECOM, 国元证券研究所

表 3: 不同类型主题公园简介

主题公园类型	特点描述	代表公园
游乐类	提供各种刺激的室外机械游乐设施	深圳欢乐谷、北京石景山游乐园、长隆欢乐世界
景观类	浓缩了一些著名景观或特色景观, 让游客在短暂的时间欣赏最具特色的景观	深圳世界之窗
动物园类	各式各样的水族馆和野生动物园	香港海洋公园、广州长隆野生动物园
民俗风情类	向游客展现不同的民族风俗和民族色彩	北京中华民族园、杭州宋城、曲江文旅
情景模拟类	由应用现代科学技术成果的骑乘类游乐设施、特种电影、特效表演等构成, 追求文化、科技与游乐的完美结合	迪士尼乐园、环球影城、方特欢乐世界

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

现存主题公园更新改造趋势或将显现。据金马游乐招股说明书, 由于主题公园具有体验效应的特点, 其持续运营需要在建成后不断投入资金更新和增添游乐设施, 以保证一定的游客重游率, 进而催生对大型游乐设施的更新升级需求。从《2022 中国主题公园竞争力评价报告》中 2021 年游客接待量前 10 名主题公园的开园时间来看, 大多数乐园建成时间均在 7 年以上, 而一般游乐设施设计使用年限在 8 年以上, 在超出使用年限后需要加强检验、保养等, 对应维护成本逐渐提升, 总的使用年限在一般不超过 15 年, 而迪士尼、欢乐谷、方特等热门主题公园, 会随 IP 更新和技术进步有更快的扩建速度和更新频率。

表 4: 《2022 中国主题公园竞争力评价报告》中游客接待量前 10 名的主题公园概况

排名	主题公园名称	开园时间	迄今经营时间 (年)
1	上海迪士尼乐园	2016 年 6 月 16 日	7
2	珠海长隆海洋王国	2014 年 3 月 29 日	9
3	北京欢乐谷	2006 年 7 月 29 日	17
4	深圳世界之窗	1994 年 6 月 18 日	29
5	武汉欢乐谷	2012 年 4 月 29 日	11
6	上海欢乐谷	2009 年 9 月 12 日	14
7	绵阳方特东方神画	2020 年 7 月 18 日	3
8	广州长隆欢乐世界	2006 年 4 月 7 日	17
9	深圳欢乐谷	1998 年	25
10	银基动物王国	2020 年 8 月 18 日	3

资料来源: 各公司官网, 广州本地宝, 公司公众号, 《2022 中国主题公园竞争力评价报告》, 国元证券研究所

表 5: 部分游乐园和主题公园更新升级扩建情况

序号	名称	位置	最初建设时间	改造升级时间	升级项目、设备
1	深圳欢乐谷	深圳	1998	2019	升级了西部矿镇、玛雅水公园、阳光海岸 3 大主题区, 360 度循环过山车、巷道式过山车、双跳台高空蹦极等项目
2	临平公园游乐场	杭州	2003	2018	更新了转马、小火车、咖啡杯、碰碰车、海盗船、自控飞机、电动高架车、梦幻糖果、空中飞椅、鲸鱼船等设备
3	金星游乐园	拉萨	2004	2019	整体更新, 新项目有水上碰碰车、丛林飞鼠、大象有轨火车、室内滑车、轨道脚踏车、旋转木马、音乐飞船、自控飞机、海盗船等
4	中洲乐园	金华	2008	2020	更新碰碰车、海盗船等设施, 新引入摩天轮、过山车等项目
5	福州儿童公园	福州	2010	2019	新增 12 组游乐设备, 分别为摇头飞椅、激流勇进、碰碰车、海盗船、丛林飞鼠、大摇摆、摩天轮、开心农场、立方车、飞机、电动小火车、鲨鱼岛
6	上海迪士尼	上海	2016	2018	扩建“皮克斯玩具总动员”主题园区
				2019	扩建“疯狂动物城”主题园区
				2010	扩建二期“欢乐时光区”, 包含了欢乐风火轮、X 战车、天使之翼、冲浪者和发射过山车极速飞车等设备
				2014	扩建三期“海洋文化”主题园区, 推出了室内主题场馆“奇幻海洋馆”和室内主题漂流“欢乐世界”
7	北京欢乐谷	北京	2006	2018	扩建四期“甜品王国”, 有 13 个游乐项目, 包含 100 场演艺文化, 加入国产原创动漫 IP “饼干警长”
				2019	五期香格里拉区全新开放
				2021	六期天光夜谭全新开放
				2020	新增水上战船、逃出恐龙岛项目, 飞跃极限项目更新升级
8	方特	青岛方特	2011	2020	新增水上战船、逃出恐龙岛项目, 飞跃极限项目更新升级
		芜湖方特	2007	2020	园区整体升级改造
		天津方特	2014	2019	新增烈焰风云和塞外惊魂项目

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

2.2 竞争格局：全球巨头垄断高端市场，国内龙头亦有突围之势

全球龙头垄断国内高端市场，中小企业因规模小、创新能力不足等原因缺乏市场竞争力。游乐设施最早起源于欧洲，后在欧美地区迅速发展；目前国际知名的大型游乐设施制造企业大多在欧美地区，在某一类或几类游乐设施上具有绝对优势并形成了较高的进入门槛，如 B&M、Intamin、Vekoma、Zamperla 等行业龙头已经进入了我国市场与国内企业展开了较为激烈的竞争，在占据世界高端主题乐园游乐设备供应的主导地位的同时也占据了我国高端游乐设备市场的主要份额。根据中国游艺机游乐园协会数据，截止 2020 年我国游乐设施企业达 3225 家，其中 99% 均为中小微企业，大型企业仅 32 家，占比仅 1%。规模较小的本土游乐设备制造企业由于研发能力不强或者缺乏自主创新能力，产品技术含量低等原因，市场竞争力普遍不强。

表 6：游乐设备供应商主要竞争公司

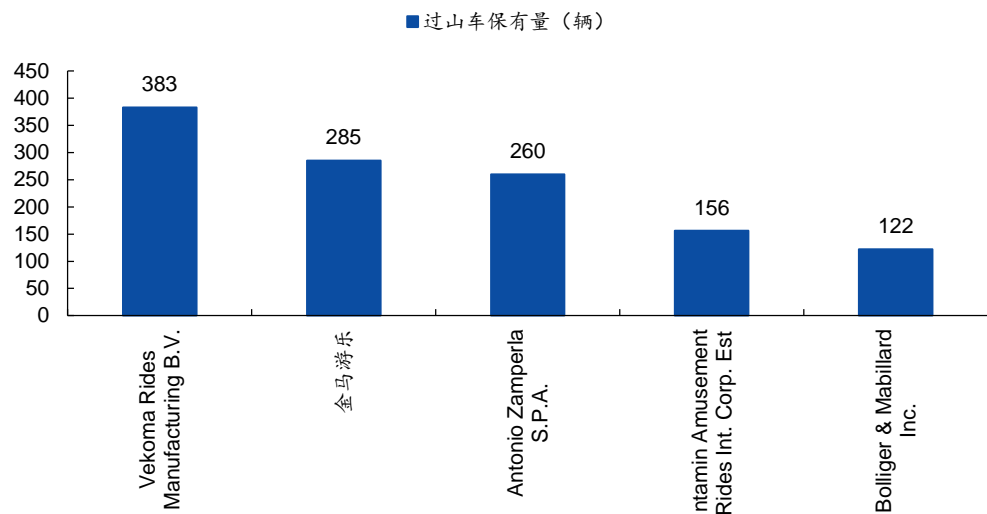
公司名称	简介	成立时间
广东金马游乐股份有限公司	广东金马游乐股份有限公司是一家专业从事大型游乐设施、虚拟沉浸式游乐项目研发、制造、销售、安装及创新文旅终端项目投资、规划、建设、运营、赋能于一体的综合型文旅服务企业，也是中国游乐装备制造行业唯一一家 A 股上市公司。公司拥有位于火炬开发区、港口镇、板芙镇的三个生产基地，占地面积超 12 万平方米，拥有先进的生产设备、检测仪器三百多台套，现有员工千余人。	2007 年
浙江南方文旅科技股份有限公司	前身为温州南方游乐设备工程有限公司，坐落于浙江温州，是一家专业从事高端游乐设备研发、制造、销售、安装和服务为一体的高成长性文旅科技企业。公司总占地面积 120 亩，建筑面积 50000 平方米，总资产近 3.5 亿元，年销售额和生产能力近 5 亿元。	1990 年
浙江巨马游艺机有限公司	是一家专业从事大型游乐设施研发、制造、安装和售后为一体的专业化企业。坐落于浙江诸暨市，注册资金 3000 万元，固定资产 10 亿元。公司占地面积约 300 亩，主要生产车间有钣金、机加工、装配、电气、玻璃钢、油漆等。现有员工 600 多人，其中高级工程师 20 人，工程师 50 人。浙江巨马实现了国际摩天轮市场占有率达 50% 以上，国内高端摩天轮市场占有率为 90% 以上，是全球规模最大，业绩最多的摩天轮制造企业。	1990 年
Bolliger & Mabillard Inc.	总部位于瑞士，主要从事过山车类游乐设施的设计、生产和销售业务。	1988 年
Intamin Amusement Rides Int. Corp. Est.	总部位于列支敦士登，主要从事过山车、摩天轮等各类游乐设施的设计、生产和销售业务。	1967 年
Vekoma Rides Manufacturing B.V.	Vekoma Rides Manufacturing B.V.（威克马游乐设施公司），成立于 1926 年，总部位于荷兰，主要从事过山车、摩天轮等各类游乐设施的设计、生产和销售业务。	1926 年
Antonio Zamperla S.P.A.	漳州威克马贸易有限公司，成立于 2007 年 7 月，注册资本 10 万欧元，主营业务为从事游乐过山车、魔幻屋、飞行岛等游乐设备及其部件的进出口和批发，并提供有关的项目管理、售后及咨询服务。 总部位于意大利，主要从事过山车、摩天轮等各类游乐设施的设计、生产和销售业务。 赞培拉游乐设备（苏州）有限公司，成立于 2006 年 3 月，注册资本 100 万欧元，主营业务为儿童型、家庭型和大型游乐设备及相关产品的进出口、批发、佣金代理（拍卖除外）业务，并提供相应的售后和技术服务。	1966 年

资料来源：各公司官网，公司公告，国元证券研究所

国内龙头于各领域突围，有望实现国产替代。国际龙头抢占中国市场份额的同时，国内龙头企业也不断突围。其中：**金马游乐**，掌握多项自主核心技术，创造出电磁弹射

过山车, 大型平衡仓摩天轮等创新产品, 过山车保有量稳居世界前三, 产品出口亚洲、欧洲、北美洲、南美洲、非洲等多个国家和地区。**浙江巨马**, 公司实现了国际摩天轮市场占有率达 50% 以上, 国内高端摩天轮市场占有率达 90% 以上, 是全球规模最大、业绩最多的摩天轮制造企业。**南方文旅**, 近年多个合作项目落地, 部分案例为全球首创/对标知名游乐园项目并且通过自主优化创新设计填补国产空白。即随着行业大发展, 部分大型游乐设施制造企业的技术已到达国际先进水平, 有望实现进口替代、进而拓展国际高端市场。

图 20: 主要大型游乐设施公司过山车保有量



资料来源: Roller Coaster DataBase, 国元证券研究所

注: 含建造中以及开放的过山车

表 7：浙江南方文旅及浙江巨马项目及特点情况

企业	项目名称	落地时间及地点	特点
	巨无霸转转杯	2016 年 12 月珠海长隆度假区投入运营	全球首创
	飞天之吻	2020 年 5 月重庆武隆白马山景区投入运营	全球首创
	双层黑暗骑行	2017 年 11 月青岛东方影都投入运营	对标新加坡环球变形金刚项目 经自主优化创新设计填补国产空白
	悬挂式热气球骑行	2018 年 3 月南京万达投入运营	对标韩国乐天项目 经自主优化创新设计填补国产空白
南方文旅	大型沉浸式项目	2020 年 5 月成都融创乐园投入运营	对标美国环球金刚项目 经自主优化创新设计填补国产空白
	大俯冲峡谷漂流	2022 年 5 月襄阳华侨城奇幻谷投入运营	对标迪士尼漂流项目 经自主优化创新设计填补国产空白
	潜艇深海探险	2022 年 5 月襄阳华侨城奇幻谷投入运营	对标美国乐高乐园项目 经自主优化创新设计填补国产空白
	AGV 智能战舰	2022 年 5 月襄阳华侨城奇幻谷投入运营	对标日本迪士尼项目 经自主优化创新设计填补国产空白
巨马集团	辐条式摩天轮	2023 年 1 月 19 日，南京华侨城 139 米摩天轮通过国检验收	摩天轮总高 139 米，是目前国内已建成最高的辐条式摩天轮，是中国第二座采用回转式太空舱技术的摩天轮。

资料来源：公司官网，公司公众号，国元证券研究所

3. 公司亮点：研发为核心突破技术壁垒，平台赋能保障订单充足

3.1 研发实现技术突破，高毛利产品占比不断增加

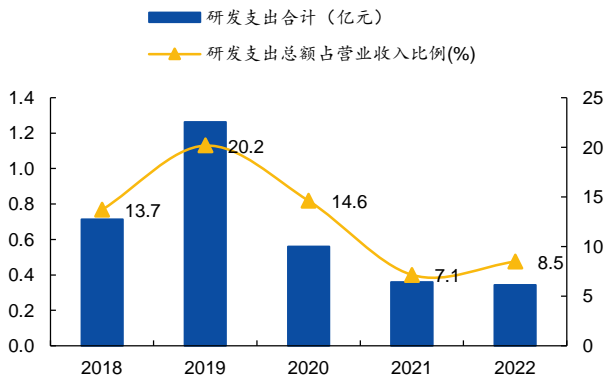
以创意、策划和研发为核心，研发团队持续壮大。公司将创意、策划和研发作为核心发展战略，持续增加研发开支以及研发团队的壮大。目前拥有位于广东中山、广东广州、湖北武汉等多个研发中心，对应研发团队人数从 2018 年的 151 人增至 2022 年的 265 人，对应人员占比从 14.63% 增至 23.16%。现汇聚了业内顶尖的游艺建筑师，拥有高级工程师 11 名（其中扣除退休返聘人员以外后有教授级高级工程师 2 名），专职设计开发人员 200 余人，涵盖机械工程、力学、自动化、复合材料、工业设计、工艺美术、动漫影视等多项专业领域。研究成果方面，公司目前已自主掌握了产品的主要核心技术，截至 2023 年二季度末，获得 201 项授权专利，其中发明专利/实用新型专利/外观专利/计算机软件著作权/作品著作权分别为 41/119/41/9/18 项，累计参与 26 项大型游乐设施国家标准的制定，形成了全面系统的游乐设施技术体系。

图 21：金马游乐创意、策划和研发模式



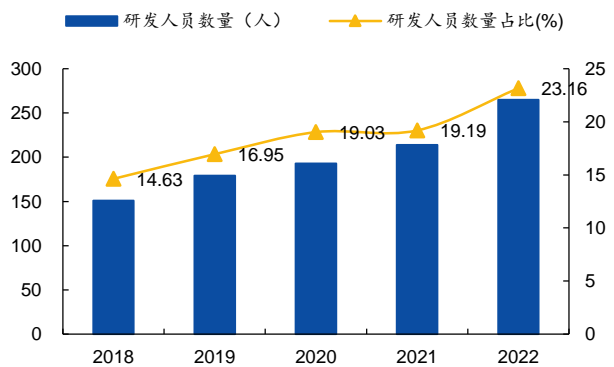
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 22：公司研发支出及研发费率情况

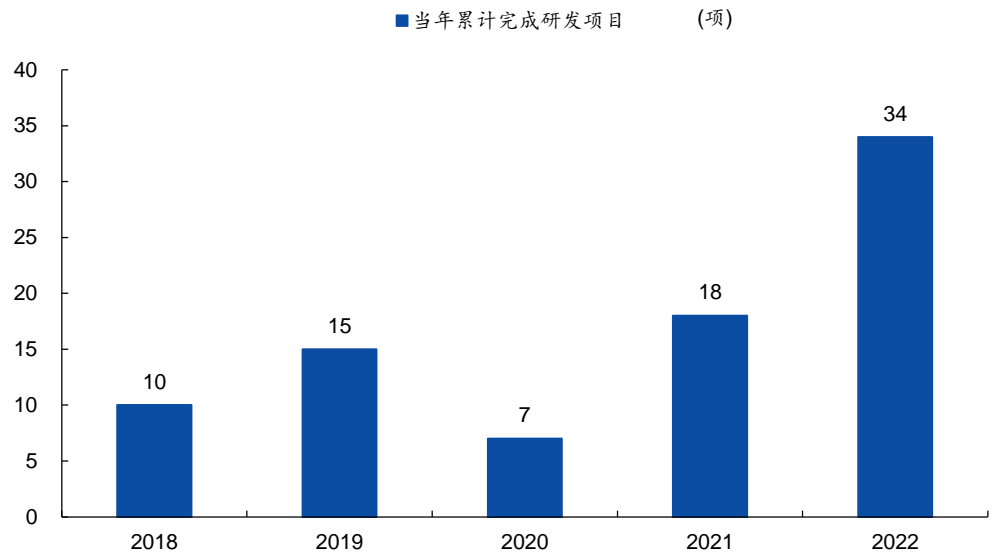


资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 23：公司研发人员数量及占总员工比例



资料来源：公司公告，国元证券研究所

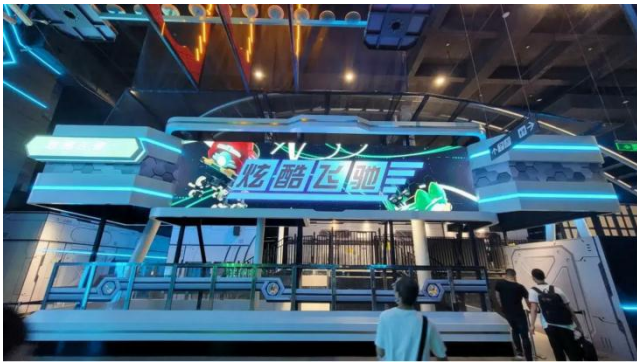
图 24：公司各年度累计完成研发项目数


资料来源：公司公告，国元证券研究所

技术突围，多次成知名乐园唯一国产设备供应商。公司整体技术已达国内领先、国际先进水平。核心技术也大多转化为产品应用，创造出滑行类、飞行塔类、观览车类等 13 大类 300 多个风格多样、种类齐全的大型游乐设施产品及黑暗乘骑、飞行影院、VR 系列等 8 大系列虚拟沉浸式游乐项目产品，其中多项属国内外首创。公司还通过自主研发打破游乐行业运用 LSM 电磁弹射技术的国外垄断，成为国内第一、全球第三家拥有相关核心科技的游乐企业。此外，继 2010 年金马成为上海国际旅游度假区主题公园唯一国产游乐设备供应商以后，2016 年又成为北京环球影城（迄今最大环球影城）唯一国产游乐设备供应商，负责其中 3 个大型游乐设施项目的供应（共 14 个）。

融合“文化+科技”，高毛利产品占比迅速增长。经营期间公司不断拓宽产品矩阵，以黑暗乘骑类、飞行影院类等虚拟沉浸式产品及移动式设备为重点拓展新应用领域市场。公司的虚拟沉浸式游乐项目产品运用 VR、AR、MR、人工智能等新一代创新技术结合在地文化、红色文化、民俗文化、自然景观、主题故事等各类元素于一体，实现“文化+科技”的融合进而营收规模快速增长，占比从 2020 年的 6.3% 增至 2022 年的 20.7%；对应毛利率从 49.92% 增至 53.42%，变化+3.50pct。

图 25: 金马游乐成功自主研发国产首台 LSM 电磁弹射过山车



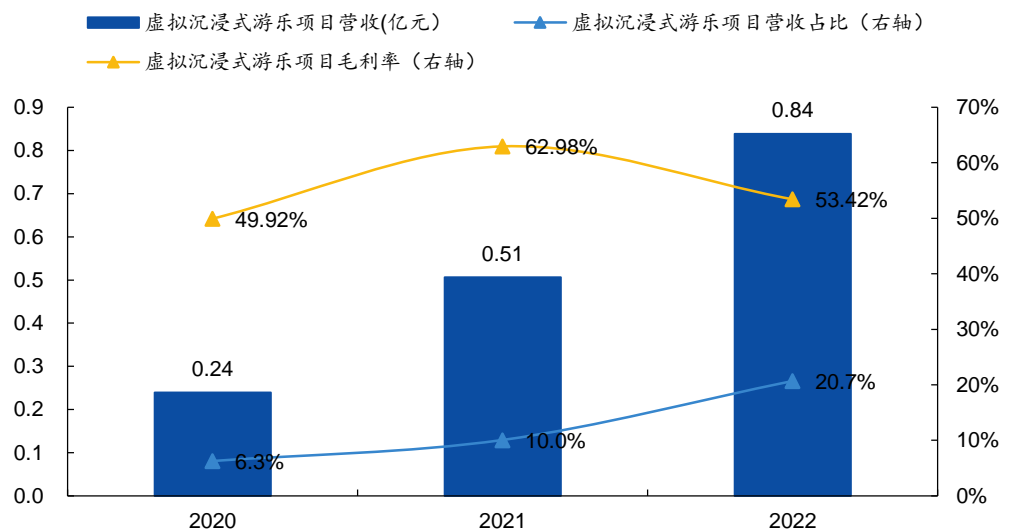
资料来源: 金马游乐公司官网, 国元证券研究所

图 26: 北京环球影城金马游乐承做项目(功夫熊猫盖世之地)



资料来源: 北京环球度假区官网, 国元证券研究所

图 27: 虚拟沉浸式游乐项目营收占比及毛利率迅速增长



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

3.2 深度绑定下游客户保证在手订单平稳, 文旅终端投资运营深度布局拓宽长期天花板

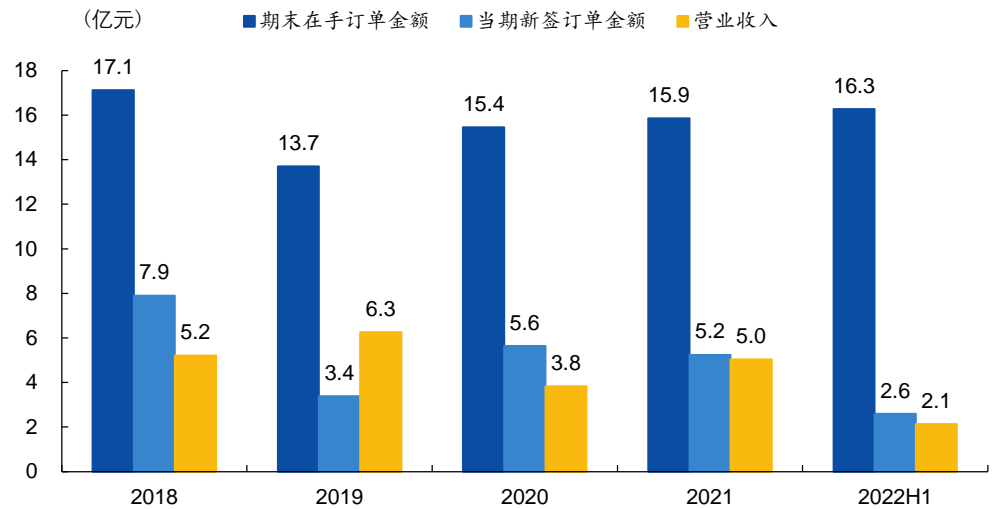
深耕行业树立品牌形象, 绑定合作伙伴订单持续饱和。公司自成立以来致力于树立高质量的大型游乐设施创意、策划、研发、制造企业的品牌形象, 经历在大型游乐设施制造行业的长期积淀后, 公司在技术、产品及服务方面的整体实力得到了极大提升, 目前合作伙伴涵盖华强方特、长隆、华侨城、陕旅集团等诸多类型企业。凭借良好的品牌形象, 公司在 2022 年斩获欧洲市场过山车产品订单, 实现了国产高端游乐设施产品的反向出口, 在手订单持续处于充沛状态。

图 28：金马游乐合作伙伴



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 29：金马游乐各阶段订单以及营业收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

背靠多年市场积累及强大研发能力，文旅终端投资运营多元布局。 凭借在游乐行业多年的市场积累和服务优势，公司以强大的游乐产品研发及制造实力为依托，聚焦城市刚性休闲娱乐需求，发展游乐生活化、游乐普及化的创新文旅业态，以“游乐+多元”形式打造包括自有 IP 亲子类项目、城市地标类项目、潮流 IP 嘉年华项目等差异化、高科技、有文化内涵的创新文旅消费目的地，并根据客户及合作伙伴需求，提供市场研究、产品策划、设备制造、投资建设、运营管理、项目赋能等文旅项目投资开发全方位、一站式解决方案；当前，公司已经在金马文旅发展、深圳源创、金马嘉年华三大板块进行深度布局。

多省市开展业务，营收端持续增长。 当前公司团队曾在大连、长沙、中山等省市有 60 个以上的城市文旅项目案例创作，实战经验超过 100 项，项目经验丰富。2022 年公司文旅终端投资运营服务实现营收 1298.57 万元，同比增长 200.07%，有望开辟公司新的成长曲线；此外，公司于 2023 年 1 月取得了中山市紫马岭公园亲子乐园项目经营权，并计划年内在已开园的湛江项目（已于 2023 年 1 月落地，是公司的首个亲子类项目）基础上再新增落地另外 2 个亲子乐园项目，后续将继续增加项目储备，为公司持续带来营收端的增量。

图 30：金马游乐文旅运营布局情况



资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.3 募投+定增项目持续建设，产能有序爬坡

募投项目疫后持续推进，产能有序落地。公司上市于 2018 年 12 月 28 日，募集资金主要投资于游乐设施建设项目、研发中心建设项目、融入动漫元素游乐设施项目中；截至 2022 年末，三项目投资完成额分别为 82.04%/66.68%/68.27%。其中：

- “游乐设施建设项目”已于 2020 年底完成厂房及配套基础设施建设，达到预定可使用状态；于 2022 年底达到预定生产能力并全面投产。但受疫情影响，2022 年项目暂无直接对外销售的成套产品，未实现预计效益。
- 研发中心建设项目及融入动漫元素游乐设施项目：为更好的利用土地资源及提高研发中心的定位、以及受到疫情干扰施工进度，公司将两项目整合变更为“金马数字文旅产业园建设项目”。

表 8：金马游乐募投项目落地情况

项目	累至期末投资进度					最新进展（2022 年末）
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	
游乐设施建设项目	0.00%	45.28%	60.53%	67.56%	82.04%	“游乐设施建设项目”已于 2020 年底完成厂房及配套基础设施建设，达到预定可使用状态；于 2022 年底达到预定生产能力并全面投产。受疫情影响，2022 年项目暂无直接对外销售的成套产品，未实现预计效益。
研发中心建设项目	0.00%	8.49%	20.96%	29.79%	66.68%	原在建“研发中心建设项目”、“融入动漫元素游乐设施项目”已整合变更为“金马数字文旅产业园建设项目”，拟于 2024 年 6 月 30 日建设完成。
融入动漫元素游乐设施项目	0.00%	0.00%	11.31%	34.34%	68.27%	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

定增项目在手，预计每年新增产能 4.24 亿元。公司拟投资 3.7 亿元于湖北武汉建设华中区域总部，帮助公司实现降本增效。主要建设内容包括智能制造中心、华中区域总部、员工生活中心、智能体验展馆等，项目计划建设 3 年，将于第三年下半年/第四年/第五年分别实现年产能力的 30%/80%/100%。完全达产后预计每年平均新增营业收入/净利润 4.24/0.62 亿元。

表 9：华中区域总部及大型游乐设施研发生产运营基地项目（一期）项目预计带来各产品销量

募投项目产品预计销量（台）	建设期			回收期				
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年
水上项目游乐设施			8	8	8	8	8	8
塔类游乐设施			10	10	10	10	10	15
大型观光游乐设施			1	2	2	2	2	2
新型多维运动游乐设施			20	25	30	35	40	45
智能化游乐设施			10	15	20	22	25	28
嘉年华设施数量			10	40	50	55	60	65
寓教于乐游乐设施数量			20	60	70	75	80	85
预计销售设备数量（大型）			80	162	192	209	227	250
单个设备平均金额（万）			254.8	235.6	227.6	223.4	219.8	218.3
预计总销售收入（不含税，亿元）			1.8	3.3	3.8	4.1	4.3	4.7

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

关键假设：

(1) 游乐设施：为公司核心传统优势业务，疫后公司项目交付以及生产制造不利因素基本出清，原材料从 2022 年的高位跌落也会给业务带来盈利能力的上升。预测 2023-2025 年收入同比分别增长 80.84%/6.11%/5.08%，2023-2025 年毛利率分别为 30.50%/31.00%/28.00%。

(2) 虚拟沉浸式游乐项目：是公司的重点发展业务，公司实行高科技发展战略，不断加大虚拟沉浸式产品的研发力度，未来营收和毛利率均呈上行态势，预测 2023-2025 年收入同比分别增长 70.43%/47.57%/32.98%，2023-2025 年毛利率分别为 53.97%/54.00%/54.00%。

(3) 配件及维修：主要包括游乐园进行设施维护保养所向公司采购的配件和维修服务。预测 2023-2025 年收入同比分别增长 44.98%/29.11%/27.37%，2023-2025 年毛利率分别为 54.38%/54.50%/52.00%。

(4) 其他业务：包括门票、服务等业务。预测 2023-2025 年收入同比分别增长 80.00%/60.68%/14.64%，2023-2025 年毛利率分别为 58.45%/60.00%/60.00%。

表 10：公司分业务收入及毛利预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
游乐设施类	营业收入	368.69	263.88	477.19	506.33	532.08
	yoy	13.21%	-28.43%	80.84%	6.11%	5.08%
	毛利率(%)	44.09%	28.12%	30.50%	31.00%	28.00%
虚拟沉浸式游乐项目类	营业收入	50.62	83.89	142.97	210.97	280.55
	yoy	111.38%	65.73%	70.43%	47.57%	32.98%
	毛利率(%)	62.98%	53.42%	53.97%	54.00%	54.00%
配件及维修	营业收入	73.61	40.57	58.82	75.95	96.74
	yoy	137.98%	-44.88%	44.98%	29.11%	27.37%
	毛利率(%)	53.25%	50.99%	54.38%	54.50%	52.00%
其他	营业收入	10.97	17.51	31.51	50.63	58.04
	yoy	348.50%	59.51%	80.00%	60.68%	14.64%
	毛利率(%)	60.88%	58.58%	58.45%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所预测

盈利预测：

公司是国内大型游乐设施龙头，受疫情干扰在产能落地、产品交付方面影响较大，展望疫后，充裕的在手订单保障中期公司业绩增长的高确定性；展望未来，公司在大力拓展虚拟沉浸式游乐项目的同时有望通过“制造+文旅”开辟第二成长曲线。我们预计公司在 2023-2025 年实现营业收入 7.10/8.44/9.67 亿元，同比增速分别为 75.07%/18.78%/14.64%，实现归母净利润 1.13/1.50/1.81 亿元，同比增速分别为 561.16%

/32.54%/20.05%，对应 EPS 分别为 0.72/0.95/1.15 元/股，当前股价对应 PE 为 25.66/19.36/16.13 倍。考虑到公司是国内游乐设施龙头，充足订单保障业绩平稳增长的同时有一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：公司盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	503.89	405.84	710.49	843.89	967.41
收入同比(%)	31.56	-19.46	75.07	18.78	14.64
归母净利润(百万元)	34.64	-24.61	113.50	150.43	180.58
归母净利润同比(%)	271.83	-171.04	561.16	32.54	20.05
ROE(%)	3.15	-2.29	7.84	9.56	10.43
每股收益(元)	0.22	-0.16	0.72	0.95	1.15
市盈率(P/E)	84.07	-118.34	25.66	19.36	16.13

资料来源：Wind，国元证券研究所（基于 2023 年 10 月 8 日收盘价）

表 12：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(百万元)	PE(2023)	PE(2024)
002367.SZ	康力电梯	8.77	7,003.17	18.21	16.13
603081.SH	大丰实业	13.34	5,464.43	12.56	9.25
603277.SH	银都股份	29.82	12,543.72	22.98	18.70
加权平均值				19.37	15.92

资料来源：Wind，国元证券研究所预测（康力电梯、大丰实业、银都股份盈利预测均采 Wind 一致预期，基于 2023 年 10 月 8 日收盘价）

5.风险提示

(1) 宏观经济风险

近年来，国内外经济、政治形势波谲云诡，国际地缘冲突不断，保护主义势力抬头，单边主义兴起，全球贸易面临较大压力和不确定性，可能对公司行业及国际市场拓展带来巨大挑战。

(2) 重大安全事故风险

公司所生产的产品为特种设备，直接关系到使用者生命安全。国家已经出台《大型游乐设施安全监察规定》、《中华人民共和国特种设备安全法》等法规和规范。尽管如此，产品质量问题仍不可避免。一旦发生游乐设施重大质量安全事故，将会给公司的生产经营带来重大不利影响，特别严重时甚至可能会影响公司持续经营。

(3) 账款回收风险

公司目前待履行合同金额较大，但产品生产周期较长，一般按进度分期收款，产品生产进度可能会根据客户开园计划、场地准备、付款等情况进行调整。未来，随着公司业务规模的扩大，应收账款可能将继续增加，若部分下游客户因故造成坏账等负面情况，将对公司未来业绩造成不利影响。

(4) 原材料价格波动风险

受国际形势和地缘冲突，国际大宗商品价格上升，带动国内外原材料价格波动加大。虽然原材料成本在公司产品成本中占比有限，但若持续上涨，有挤压利润空间的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1401.96	1390.08	1640.42	1635.45	1778.99
现金	674.72	593.30	987.63	940.69	1054.63
应收账款	136.15	108.15	71.67	83.54	96.37
其他应收款	4.85	3.46	6.67	8.21	9.02
预付账款	61.65	36.98	48.11	60.15	64.00
存货	440.92	537.96	420.96	433.74	447.67
其他流动资产	83.66	110.22	105.37	109.12	107.30
非流动资产	474.92	555.88	659.50	816.85	855.34
长期投资	59.81	59.62	49.75	54.72	53.88
固定资产	222.94	214.36	350.47	502.13	539.04
无形资产	132.64	128.08	149.27	168.68	183.69
其他非流动资产	59.52	153.82	110.01	91.32	78.73
资产总计	1876.88	1945.96	2299.91	2452.30	2634.32
流动负债	687.93	787.99	770.40	799.56	826.18
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	54.68	41.04	74.36	95.23	122.18
其他流动负债	633.25	746.95	696.04	704.32	704.01
非流动负债	73.30	67.36	66.43	67.18	67.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	73.30	67.36	66.43	67.18	67.64
负债合计	761.23	855.35	836.83	866.74	893.83
少数股东权益	14.73	17.60	15.19	12.27	8.66
股本	101.60	141.61	157.60	157.60	157.60
资本公积	450.08	403.92	655.18	655.18	655.18
留存收益	552.31	523.25	636.75	763.54	920.48
归属母公司股东权益	1100.92	1073.01	1447.89	1573.29	1731.84
负债和股东权益	1876.88	1945.96	2299.91	2452.30	2634.32

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-63.32	72.53	259.00	163.83	203.00
净利润	33.49	-24.23	111.09	147.51	176.97
折旧摊销	30.72	27.42	30.08	44.20	55.15
财务费用	-16.42	-7.29	-2.53	-9.72	-16.11
投资损失	-6.79	-3.65	-6.96	-8.06	-7.59
营运资金变动	-147.63	45.08	202.90	-33.94	-12.11
其他经营现金流	43.31	35.19	-75.56	23.85	6.70
投资活动现金流	71.00	-138.80	-126.00	-195.65	-83.51
资本支出	112.35	103.46	129.43	167.94	71.53
长期投资	-175.92	39.00	-10.30	5.11	-0.89
其他投资现金流	7.42	3.67	-6.88	-22.59	-12.87
筹资活动现金流	-29.60	-13.22	261.32	-15.12	-5.55
短期借款	-22.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.36	40.01	15.99	0.00	0.00
资本公积增加	-7.85	-46.16	251.27	0.00	0.00
其他筹资现金流	0.61	-7.06	-5.93	-15.12	-5.55
现金净增加额	-21.94	-79.30	394.32	-46.94	113.94

资料来源: Wind, 公司公告, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	503.90	405.84	710.49	843.89	967.41
营业成本	312.13	255.89	437.39	501.23	581.80
营业税金及附加	7.36	5.36	9.85	10.92	13.31
营业费用	24.35	21.90	24.87	38.39	51.48
管理费用	94.91	104.52	80.00	90.66	98.58
研发费用	35.99	34.40	40.51	45.89	55.56
财务费用	-16.42	-7.29	-2.53	-9.72	-16.11
资产减值损失	-5.70	-19.93	-1.23	-0.51	-2.48
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.79	3.65	6.96	8.06	7.59
营业利润	39.43	-30.16	113.35	159.19	177.90
营业外收入	1.38	3.44	17.61	14.98	30.44
营业外支出	0.36	1.70	0.92	0.91	0.82
利润总额	40.45	-28.42	130.04	173.26	207.52
所得税	6.97	-4.20	18.95	25.76	30.55
净利润	33.49	-24.23	111.09	147.51	176.97
少数股东损益	-1.16	0.38	-2.41	-2.92	-3.61
归属母公司净利润	34.64	-24.61	113.50	150.43	180.58
EBITDA	53.72	-10.02	140.89	193.66	216.94
EPS (元)	0.34	-0.17	0.72	0.95	1.15

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	31.56	-19.46	75.07	18.78	14.64
营业利润(%)	256.74	-176.50	475.77	40.45	11.75
归属母公司净利润(%)	271.83	-171.04	561.16	32.54	20.05
获利能力					
毛利率(%)	38.06	36.95	38.44	40.61	39.86
净利率(%)	6.87	-6.06	15.97	17.83	18.67
ROE(%)	3.15	-2.29	7.84	9.56	10.43
ROIC(%)	2.13	-3.23	9.79	11.23	11.79
偿债能力					
资产负债率(%)	40.56	43.96	36.39	35.34	33.93
净负债比率(%)	0.23	0.29	0.10	0.12	0.14
流动比率	2.04	1.76	2.13	2.05	2.15
速动比率	1.38	1.05	1.56	1.48	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.21	0.33	0.36	0.38
应收账款周转率	2.41	1.73	3.85	5.43	5.34
应付账款周转率	5.94	5.35	7.58	5.91	5.35
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	-0.16	0.72	0.95	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.40	0.46	1.64	1.04	1.29
每股净资产(最新摊薄)	6.99	6.81	9.19	9.98	10.99
估值比率					
P/E	84.07	-118.34	25.66	19.36	16.13
P/B	2.65	2.71	2.01	1.85	1.68
EV/EBITDA	40.54	-217.27	15.46	11.25	10.04

投资评级说明:

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

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰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

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