



Research and
Development Center

转型内容运营，文体旅一体化协同发展

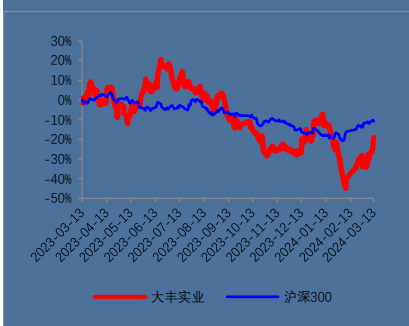
— 大丰实业（603081.SH）首次覆盖报告

2024年03月18日

传媒互联网及海外行业分析师 冯翠婷

S1500522010001

fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
首次覆盖报告
大丰实业 (603081. SH)
投资评级 买入
上次评级


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	11.86
52 周内股价	7.62-18.23
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	33.3%
总股本 (亿股)	4.1
流通 A 股比例 (%)	99.1%
总市值 (亿元)	48.51

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

转型内容运营，文体旅一体化协同发展

2024 年 03 月 18 日

报告内容摘要:

- ◆**全球领先的文体旅设施集成供应商，以智能科技为核心引领文体旅产业升级。**大丰发展早期从舞台、看台等文体设施装备起家，后续拓展至文体科技装备、数字艺术、剧院场馆运营、文化演艺运营等文体旅一体化协同发展性公司。早期打造诸多标杆性项目案例，成功塑造品牌形象，如：国家体育场、国家游泳中心、杭州亚运会主会场、国家大剧院等，营收从 2018 年 17.95 亿元增长至 2022 年 28.42 亿元，CAGR 复合增长率 12.17%；归母净利润从 2018 年的 2.3 亿元增长至 2.87 亿元，CAGR 复合增长率近 6%，公司长期经营稳健。
- ◆**文旅热度不减，国家政策利好频出。**2024 年 3 月 13 日，国务院印发了关于《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，在提升教育文旅医疗设备水平要求中提到——“推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升”；根据文化和旅游部的《“十四五”文化产业发展规划》，“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，文化设施年服务人次达到 48 亿；同时，体育装备、体育运营、旅游等均为国家政策支持方向，对于大丰实业长期可持续发展辅以政策推动。
- ◆**数艺科技成为公司未来发展重点，同维塔工作室深度合作打造数字艺术应用场景。**数艺科技融合 AR/VR/MR、裸眼 3D、灯光影特效等前沿科技，打造沉浸式数字化景观，带来交互性良好体验。围绕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三大业务领域策划实施文旅项目。前期中标标杆——海南免税城项目“ Aura 天际秘林”，以海南岛独特的生态为文化灵感，通过数字艺术演绎、科技制造装备等赋能亚洲最大免税城，在商业空间中注入文旅能量。同时，大丰文化获得《流浪地球》小说版权正式独家授权，以实景娱乐、舞台剧、沉浸式演艺等泛娱乐项目作为主要呈现形式打造科幻项目。另外，与维塔工作室达成深度合作，共同打造数字艺术应用场景，推进文体旅融合发展。
- ◆**商业模式成功拓展，业务延伸至剧院场馆、文旅演艺运营，软硬件一体化打造新型体验场景。**大丰实业传媒子公司大丰文化多年来成功运营杭州金沙湖大剧院、杭州临平大剧院义乌文化广场剧院、平阳文化艺术中心等剧院场馆，在打造国内经典剧目同时，不断引进海外知名爆款剧目得到了市场的广泛认可；文旅融合运营方面，由大丰策划打造的宋韵沉浸大戏《今夕共西溪》焕新回归，在全国范围内已成为标杆案例。
- ◆**盈利预测与投资评级：**大丰实业作为行业领先文体科技装备行业公司，在传统业务保持稳健发展同时，不断开拓新业务的发展，诸多数艺科技、剧院场馆运营、文旅运营、IP 授权协同，从传统 ToB 端的商业模式逐步转向 ToB+ToC 融合发展模式，有望打造文体旅一体化发展的全产业链优势，也同时打开公司未来成长空间。我们预计，公司 2023-2025 年有望实现收入 26.5/33.0/38.2 亿元，同比增速为-7%/25%/16%；有望实现归母净利润 1.23/3.49/4.25 亿元，同比增长-57.3%/184.9%/21.8%。截至 2024 年 3 月 18 日，对应 PE 分别为 39.58/13.89/11.4 倍，24、25 年低于行业平均估值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**线下消费恢复趋势不及预期风险、项目进度不及预期风险、海外业务风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(万元)	295,856	284,241	265,054	330,390	382,250
增长率 YoY %	17.9%	-3.9%	-6.8%	24.6%	15.7%
归属母公司净利润 (万元)	39,087	28,684	12,257	34,924	42,545
增长率 YoY%	24.6%	-26.6%	-57.3%	184.9%	21.8%
毛利率%	30.4%	29.9%	24.5%	29.0%	29.0%
净资产收益率ROE%	15.0%	10.1%	4.2%	11.0%	11.8%
EPS(摊薄)(元)	0.96	0.70	0.30	0.85	1.04
市盈率 P/E(倍)	12.41	16.91	39.58	13.89	11.40
市净率 P/B(倍)	1.86	1.70	1.67	1.52	1.34

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 03 月 18 日收盘价

目 录

一、国内领先文体旅设施集成供应商，转型数字艺术、文旅运营.....	5
二、公司业务：文体设备基本盘稳固，数艺科技成为发展核心.....	8
三、拓展剧院+文旅运营，软硬件一体化打造新型体验场景.....	17
四、盈利预测、估值与投资评级.....	21
五、风险因素.....	23

表 目 录

表 1: 大丰实业文旅产业典型案例.....	9
表 2: 数艺科技经典案例.....	13
表 3: 大丰文化剧院场馆运营案例.....	18
表 4: 公司业务拆分及盈利预测.....	22
表 5: 可比公司估值表（截至 2024 年 3 月 18 日）.....	22

图 目 录

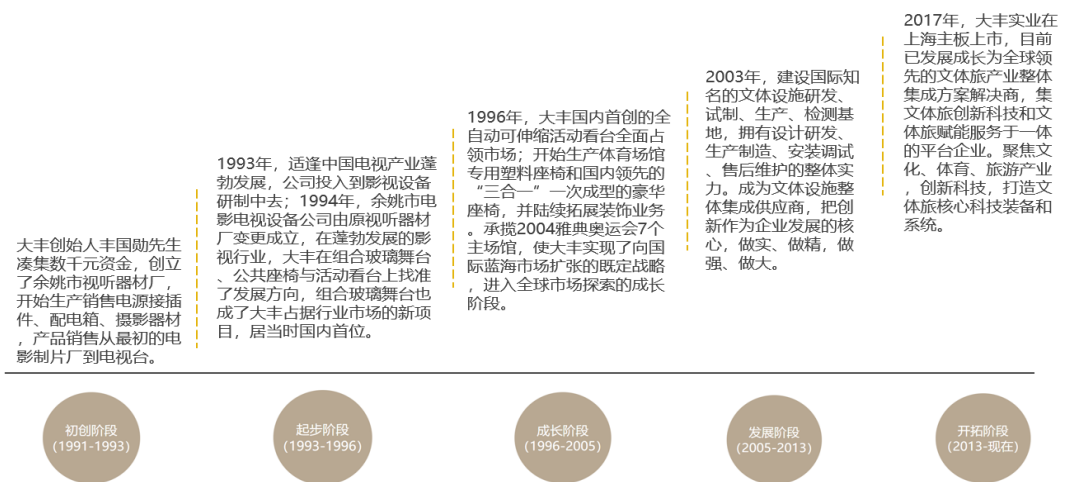
图 1: 大丰实业历史不同的发展阶段.....	5
图 2: 大丰实业股权架构图.....	6
图 3: 2018-2023Q1-3 公司营业收入（单位：百万元）.....	6
图 4: 2018-2023Q1-3 公司归母净利润（单位：百万元）.....	7
图 5: 2018-2023Q1-3 公司期间费用率.....	7
图 6: 2018-2023Q1-3 公司毛利率和归母净利润率.....	7
图 7: 2018-2023Q1-3 公司经营活动产生的现金流量净额.....	8
图 8: 2018-2023 中报公司营业收入按业务划分（单位：万元）.....	8
图 9: 2018-2023 中报公司营业收入占比按业务划分.....	9
图 10: 2018-2023 中报文体科技装备业务收入（万元）及毛利率.....	9
图 11: 文体产业中智能舞台、灯音视频、智能系统、活动看台业务布局.....	11
图 12: 大丰实业为杭州亚运会主场馆搭建的比赛照明系统、扩声系统、设备集成系统等.....	11
图 13: 2018-2023H1 数艺科技收入（单位：万元）及毛利率.....	12
图 14: 数艺科技打造的海口国际免税城市项目案例.....	13
图 15: 大丰文化获得《流浪地球》IP 授权.....	15
图 16: 维塔工作室参与创作的经典影视.....	15
图 17: 维塔 Unleashed 线下实景娱乐品牌.....	16
图 18: 2018-2023 中报公司轨道交通业务收入（单位：万元）及毛利率.....	17
图 19: 公司参与打造的宁波地铁 2 号.....	17
图 20: 金沙湖大剧院演出项目和剧院门票价格梯度.....	19
图 21: 大丰文化联合出品沉浸式悬念剧目《9 号秘事》反响较好.....	19
图 22: 《今夕共西溪》剧照、演出日历及客单价.....	20

一、国内领先文体旅设施集成供应商，转型数字艺术、文旅运营

大丰实业（603081.SH）前身成立于1991年，2017年在上海主板上市，目前已成为集文体旅创新科技和文体旅赋能服务于一体的平台企业。1991年大丰创始人丰国勋创立余姚市视听器材厂生产销售电源插接件、配电箱、摄影器材；1993-1996，适逢中国电视产业蓬勃发展，大丰在组合玻璃舞台、公共座椅与活动看台上找准公司的发展方向；1996-2005，大丰在国内首创全自动可伸缩活动看台全面占领市场，承揽2004雅典奥运会7个主场馆，使大丰实现了向国际蓝海市场扩张的既定战略；2005-2013，公司成为文体设施整体集成供应商，持续扩建厂房产能；2013至今，公司聚焦文化、体育、旅游产业，创新科技，打造文体旅核心科技装备和系统；同时，提供文体旅空间的策划、创意、智造、投资、运营服务。2017年公司上市，同年成立大丰数艺科技有限公司、大丰文化传媒公司，业务逐渐拓展至数字艺术、文体场馆运营、剧院运营等，从纯ToB端的商业模式转向ToB+ToC结合。2021年5月，公司重磅文旅演艺项目《今夕共西溪》在杭州西溪湿地公园首演并于2023年3月升级回归，2024年正常演艺中，有望给公司带来转型后的持续增量。

大丰已成为国内领先的文体旅设施集成供应商，同时以智能科技为核心引领文体旅产业升级。大丰连续25年创制央视春晚舞台系统。献礼建党百年，为《伟大征程》文艺演出打造舞台和创新科技装备。用绿色科技点燃北京冬奥会主火炬。创制杭州亚运会“钱江潮涌”火炬塔，智能科技潮起东方。以艺术科技打造杭州国家版本馆。G20、金砖、上合、互联网大会，以国际重大活动为舞台，传达发扬中国文化自信。参建北京艺术中心、江苏大剧院等国家省级以上文化地标，承揽全国大多数中高端文化场馆，TOP20承揽16个，建设文化强国。全面参与顶级赛事，奥运、世界杯、F1、亚运、全运，贡献大丰优异的产品和服务。遍及全球的文体场馆，为6大洲，100多个国家地区，打造5000多个经典项目等。

图 1：大丰实业历史不同的发展阶段



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2024年3月13日，国务院印发了关于《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，在提升教育文旅医疗设备水平要求中提到——“推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升”，对于大丰实业长期可持续发展辅以政策推动。

大丰实业为家族企业，公司实际控制人为一致行动人丰华、王小红（LOUISA W FENG）、丰嘉隆（GAVIN JL FENG）、丰嘉敏（JAMIN JM FENG），其中王小红为丰华的配偶，丰嘉隆、丰嘉敏为丰华与王小红的儿子。截至2023年三季度，以上一致行动人合计持股33.42%股权。丰岳持股10.73%、傅哲尔持股3.05%、丰其云持股2.97%。丰华现任大丰实业董事长、总经理。

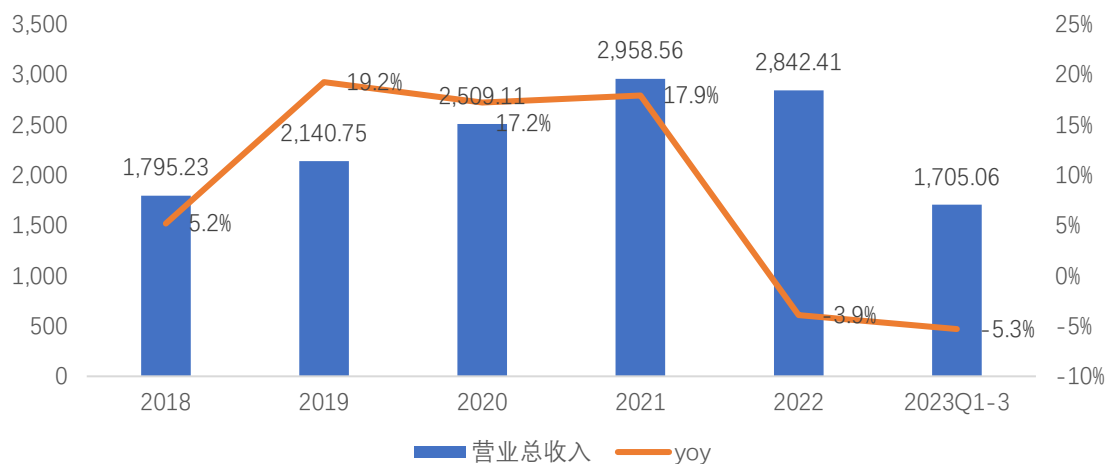
图2：大丰实业股权架构图（截至2023年三季度）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

大丰实业长期经营稳健，短期业绩波动影响较小。2018年营收17.95亿元，2022年营收为28.42亿元，CAGR复合增长率为12.17%。归母净利润从2018年的2.3亿元增长至2.87亿元，CAGR复合增长率近6%。其中，2021年为近几年业绩高点，营收29.59亿元，归母净利润为3.91亿元，实现了快速发展，主要系公司营业收入增加所致，完成大量项目交付，如建党百年《伟大征程》、北京国际戏剧中心、上海浦东美术馆、今夕共西溪等诸多地标性项目。同时，新业务积极拓展，大丰传媒中标杭州金沙湖大剧院约8000万元运营服务。

图3：2018-2023Q1-3公司营业收入（单位：百万元）

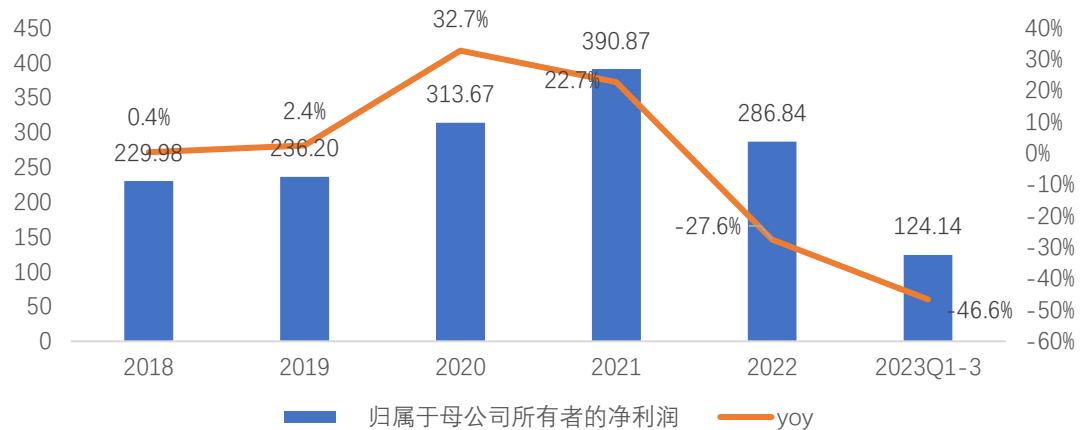


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2022年在复杂的社会环境和多变的市场环境下，业绩有所下滑。2022年公司营收28.42亿元，同比-3.9%；归母净利润实现2.87亿元，同比-26.6%，主要系交付速度减缓、结算周期延长，同时新业务拓展费用增加、股权激励费用增加所致。经营活动产生的现金流量净额同比减少2.53亿元，主要系PPP项目投入金额增加，贷款回款速度下降所致。2023年前三季度实现营收17.05亿元，同比-5.3%；实现归母净利润1.24亿元，同比-46.64%。主要系新开工率不足，交付进度不如预期，个别项目毛利率低于平均水平所致。而PPP项目逐步进入运营期，公司投入金额逐渐减少。我们认为，尽管短期业绩端有所波动，但公司在手订单较多，主营业务逐渐呈现恢复性趋势，新业务有望跟随国内文旅热度

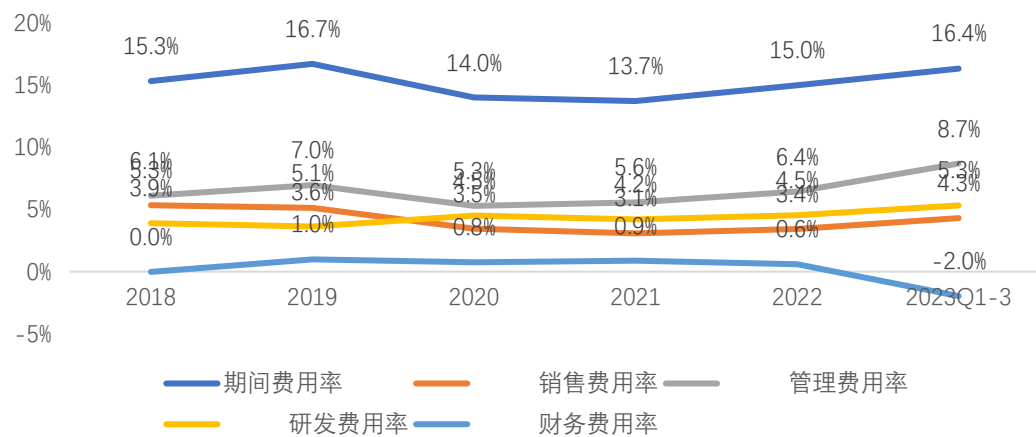
发展迅速，布局下游文旅演出、剧院运营、新技术 AI、VR/MR 的融合等，公司经营有望改善，基本面恢复。

图 4：2018-2023Q1-3 公司归母净利润（单位：百万元）



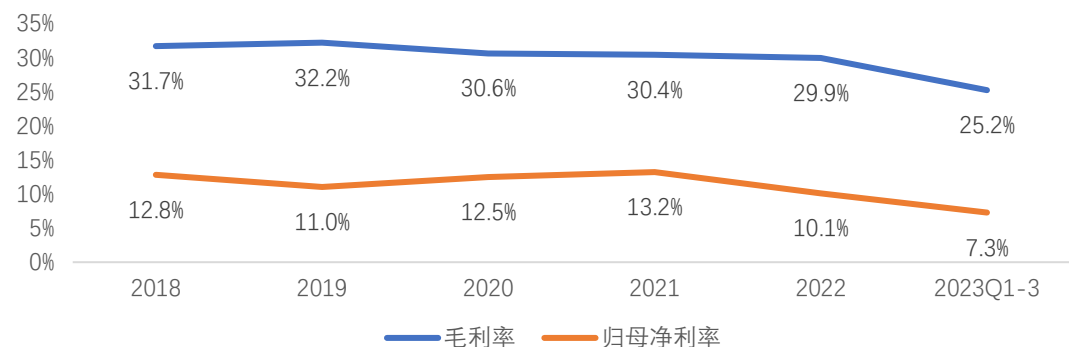
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：2018-2023Q1-3 公司期间费用率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 6：2018-2023Q1-3 公司毛利率和归母净利率

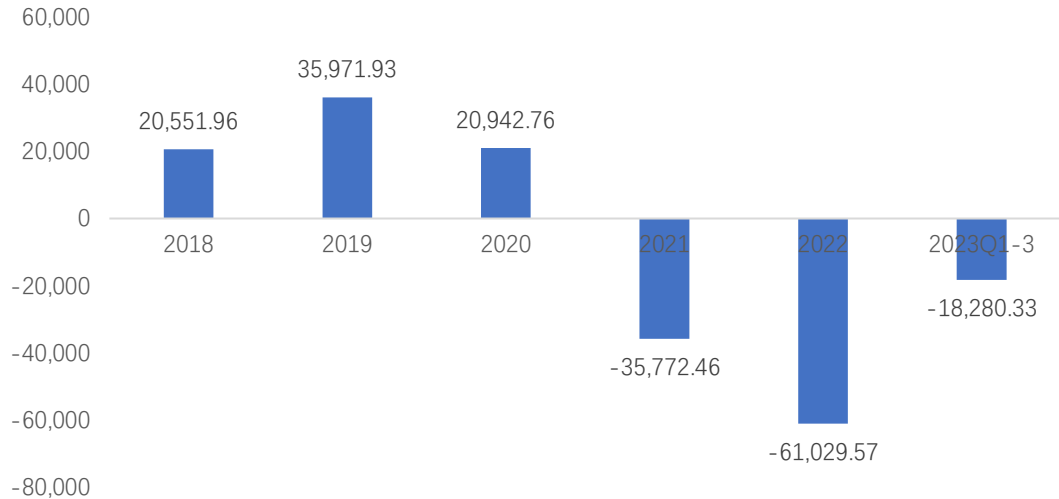


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2021 年公司经营活动产生的现金流量净额同比减少 5.67 亿元，主要系本年执行《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所致，2022 年经营活动产生的现金流量净额同比减少 2.53 亿元，主要系 PPP 项目投入金额增加，贷款回款减少所致；

2023年上半年公司经营活动产生的现金流量净额同比增加1.40亿元，主要系公司PPP项目逐步进入运营期，投入金额减少，PPP项目经营情况逐渐改善，2023年全年经营活动现金流净额有望回正。

图7：2018-2023Q1-3公司经营活动产生的现金流量净额（万元）

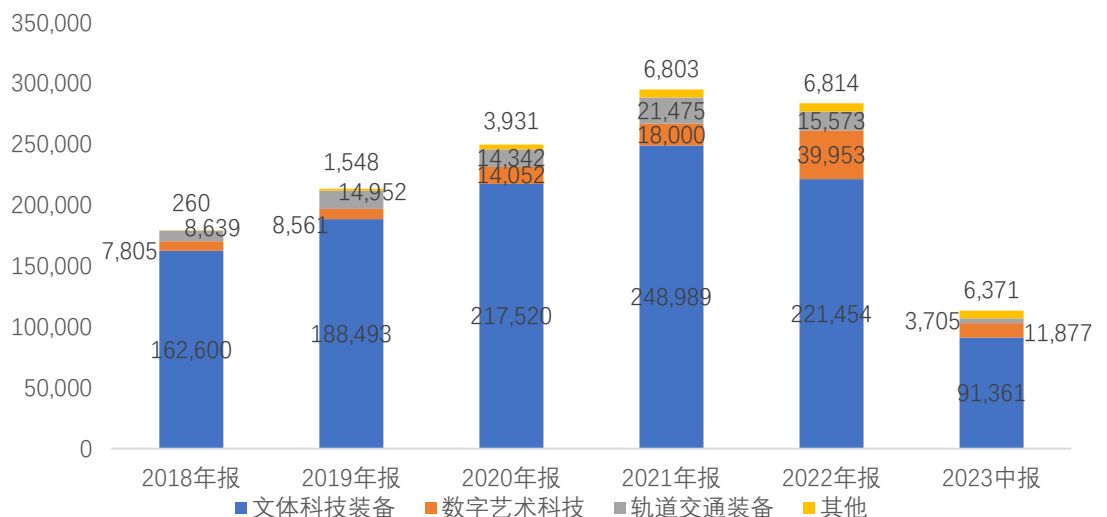


资料来源：iFind，信达证券研发中心

二、公司业务：文体设备基本盘稳固，数艺科技成为发展核心

大丰实业公司目标定位于发展成为全球领先的文体旅产业整体集成方案解决商，集文体旅创新科技和文体旅赋能服务于一体的平台企业。按主营业务划分，分为文体科技装备业务、数字艺术科技业务、轨道交通装备业务、文体旅运营服务业务和其他业务。

图8：2018-2023中报公司营业收入按业务划分（单位：万元）

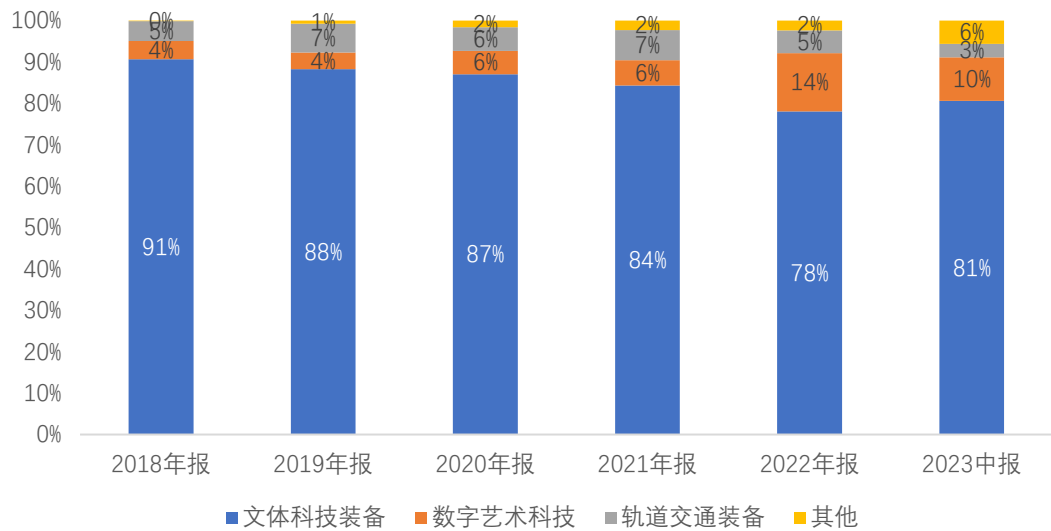


资料来源：iFind，信达证券研发中心

大丰实业早期以文体科技装备销售为主，后续逐渐演变成文旅综合一体解决方案服务商，尤其是近几年孵化的数字艺术科技业务和文体旅运营服务收入占比持续提升，公司在秉承

原有主营行业基础上，走向多元化发展，从 ToB 商业模式演变成 ToB+ToC，打开公司想象空间。

图 9：2018-2023 中报公司营业收入占比按业务划分

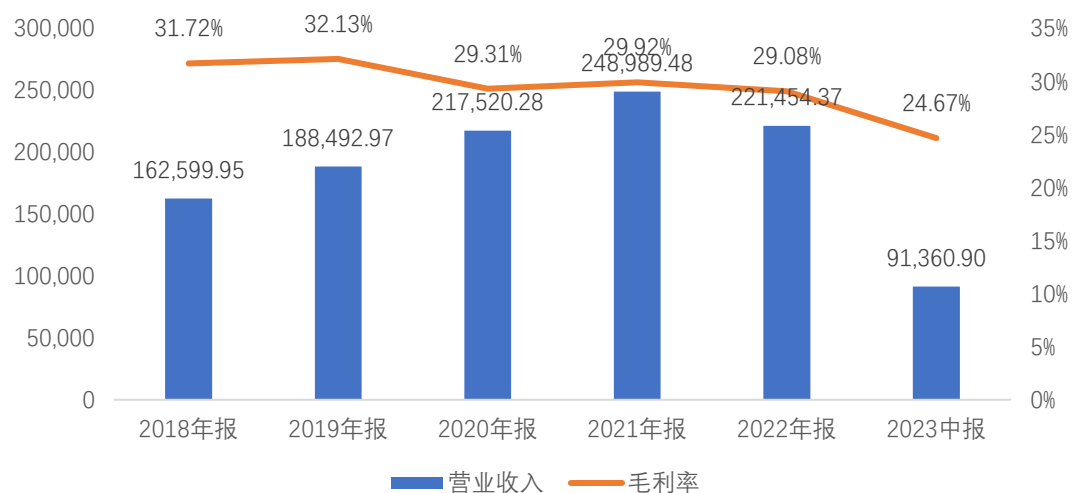


资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.1 文体科技装备业务

主要包括智能舞台、智能座椅、灯音工程、数字场馆等核心产品的研发、智造与安装，拥有文化、体育设施设备的专业优势、集成优势、资源优势、建设运营经验，提供文体场馆前期咨询和策划、中期实施和推进、后期服务与运营一揽子解决方案。典型案例有央视春晚、北京鸟巢体育场、杭州奥体中心、国家大剧院合成剧场、新中央电视台大剧院、上海世博演艺中心、中国艺术节主会场、雅加达文化艺术中心、菲律宾 kingdom 多功能综艺馆、赞比亚国际会议中心等。

图 10：2018-2023 中报文体科技装备业务收入（万元）及毛利率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

表 1：大丰实业文旅产业典型案例

产业类型	项目名称
------	------

文化产业	大剧院	国家大剧院（合成剧场）、哈萨克斯坦和平宫、台湾大都会歌剧院、阿尔及利亚歌剧院、斯里兰卡国际艺术剧院、古巴哈瓦那大剧院、江苏大剧院、贵州凉都大剧院、重庆大剧院、唐山大剧院、天津文化中心大剧院、延安大剧院等
	艺术中心	广西文化艺术中心、海峡文化艺术中心、苏州艺术中心、上海世博演艺中心、济南文化艺术中心
	主题公园	上海迪士尼乐园、HelloKitty 主题乐园
	广电中心	中央广电中心、浙江广电中心、北京广电中心、江苏广电中心、吉林广电中心
	马戏场馆	珠海长隆国际马戏、杭州新天地太阳马戏、厦门灵玲国际马戏城、广州长隆国际大马戏、重庆国际马戏城、上海马戏城
	会议会展	乌镇互联网国际会展中心、重庆国际博览中心、海峡国际会展中心、北京国家会议中心、西安曲江国际会展中心、广州白云国际会议中心、中国机器人峰会四明湖国际会议中心、南京青奥会议中心、海南国际会展中心
	博物馆	中国动漫博物馆、漯河博物馆
	商贸中心	义乌国际商品城、东海水晶城
	交通中心	北京首都国际机场、广州白云国际机场、南京禄口国际机场、天津滨海国际机场、西安咸阳国际机场、武广高铁、郑西高铁
	场馆集成	大丰匠心打造马来西亚柔佛之“星”、国家体育场-鸟巢、国家游泳中心——水立方、吉林全民健身中心、北京五棵松体育馆、杭州奥体中心体育场、宁波奥体中心、宜昌奥体中心
体育产业	国际赛事	南非世界杯、雅典奥运会、上海 F1、韩国 F1、美国 F1
	体育中心	广州国际体育演艺中心、武汉东西湖体育中心

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

文体产业中，大丰布局主要包括智能舞台、灯音视频、智能系统、高端装饰、活动看台、公共座椅。智能舞台方面，大丰自主研发的以柔性齿条升降装置为代表的几十项核心技术，打破国际垄断，开启智能舞台升降技术的国产化之路并牵头承担了“十二五”国家科技支撑计划项目，拥有国内外多项首创技术，获得一致认可；灯音视频方面，大丰集先进的灯具、音响、视频系统于一体，采用国际标准，达到世界先进水平，超百个灯光音响工程的完美交付；智能系统方面，大丰自主研发的 DAFENG STACON 是全新一代的舞台专用的运动控制系统，是国内舞台行业唯一获得国际权威机构 TUV 认证的符合 SIL3 标准的安全控制系统，比国内现行系统更可靠、更安全，完成各种高动态的复杂的运动控制及各种实时的安全监控，适用于各种剧院、秀场、演播厅，以及各种特殊表演用的舞台机械设备的控制。

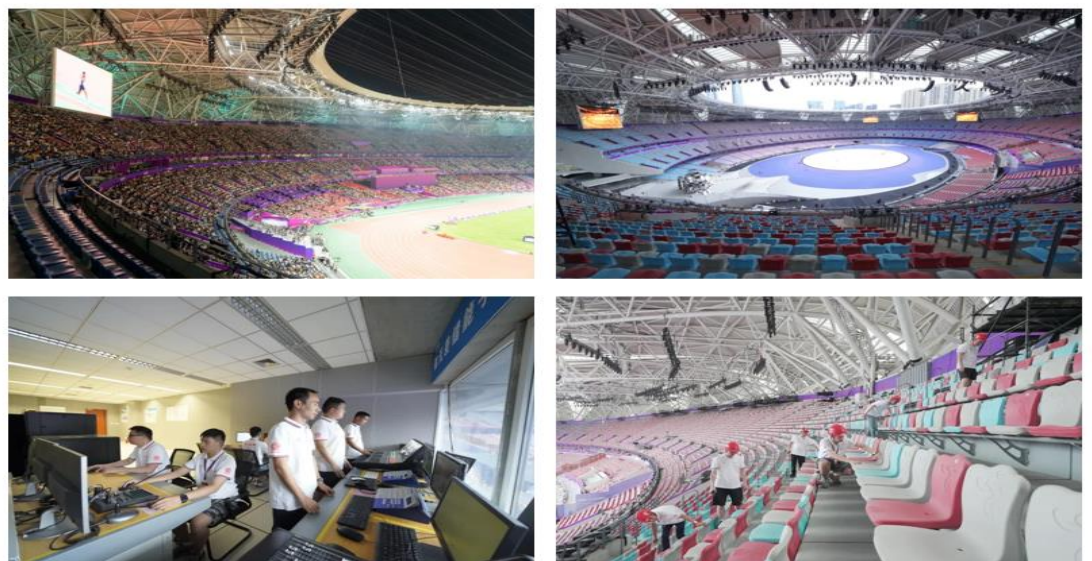
图 11: 文体产业中智能舞台、灯音视频、智能系统、活动看台业务布局



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

2023 年杭州奥体中心主体育场“大莲花”，作为杭州亚运会的主场馆，拥有世界顶尖技术和设备，也成为了大丰实业参与建设的核心设施与整体解决方案的地标性建筑。在比赛照明系统方面，大丰定制的 LED 照明系统，是目前国内首个超大体育场采用 4K 高清转播照明系统，满足高清电视转播要求，为运动员和观众创造最佳的视觉环境。DMX 智能照明控制系统实现灯光与音乐、视频同步播放，可一键开启灯光秀，营造出浓厚的现场氛围；扩声系统，各项指标达到国家一级标准，为观众带来清晰、震撼的音质体验；比赛设备集成管理系统：智能控制，便捷高效；座椅设计：人体工学，舒适体验。大丰为本届杭州亚运会提供专业硬件、场地工艺、声光智控、竞赛智能化等系统集成及整体解决方案，近年来更是全面参与国内外顶级赛事和体育场馆建设，为奥运会、世界杯、F1 赛事等贡献高品质产品和服务，以“文体旅创新科技”+“文体旅赋能服务”为强大引擎，大丰致力于向全产业链拓展、全价值链提升。

图 12: 大丰实业为杭州亚运会主场馆搭建的比赛照明系统、扩声系统、设备集成系统、座椅等



资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

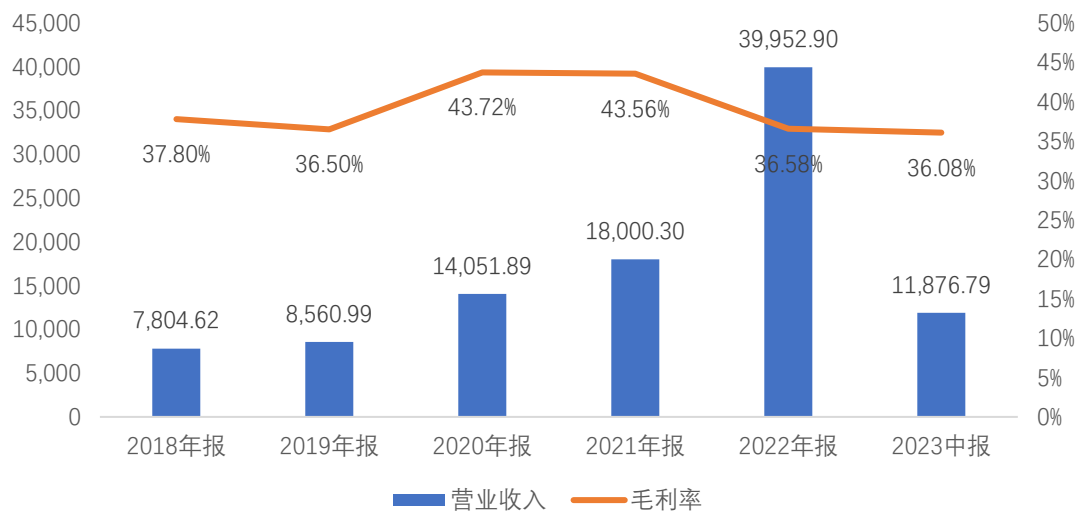
1.2 数字艺术科技业务

浙江大丰数艺科技有限公司（简称数艺科技）为浙江大丰实业股份有限公司全资子公司，2017年成立。数艺科技运用增强现实（AR）、虚拟现实（VR）、混合现实（MR）、全息、裸眼3D、智能、光影、音效、互动等国际前沿手段，为客户提供策划、创意、导演、设计、建设、运营、管理等整体集成解决方案和专业化定制式服务，围绕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三大业务领域策划实施文旅项目。

数字艺术科技业务拥有实景演艺、影视视觉艺术、装置艺术、综合水景、互动体验、特效等手段的综合创新能力，典型案例北京冬奥会主火炬、无锡拈花湾动态雕塑、海口国际免税城主题中庭、临安苕溪光影秀、厦门星际酒吧、厦门“白鹭水秀”、韩城水秀“黄河魂”、济南“大明湖秀”、雅加达亚运会“杭州时间”智能舞屏、国庆70周年大典浙江彩车、深圳欢乐海岸“深蓝秘境”等。景区型文旅融合方面，数艺成功中标并完成落地的黄酒小镇等项目，通过行进式演艺、游戏互动演艺、结构投影秀、激光水秀等艺术体验，打造多角度的场景化环境与多维度的沉浸式体验空间。

2018年数艺科技营收7805万元，2022年营收近4亿元，复合增速较高。2022年营收同比增长+122%，数艺科技2023年内通过准备大量项目策划方案、技术储备等有望在2024年及后续进行及时交付。毛利率方面，数艺科技要高于公司传统文体科技装备业务毛利率，2020及2021年均可达到43%+，公司有望通过数艺科技项目订单的快速增长带动公司整体毛利率提升。

图 13：2018-2023H1 数艺科技收入（单位：万元）及毛利率

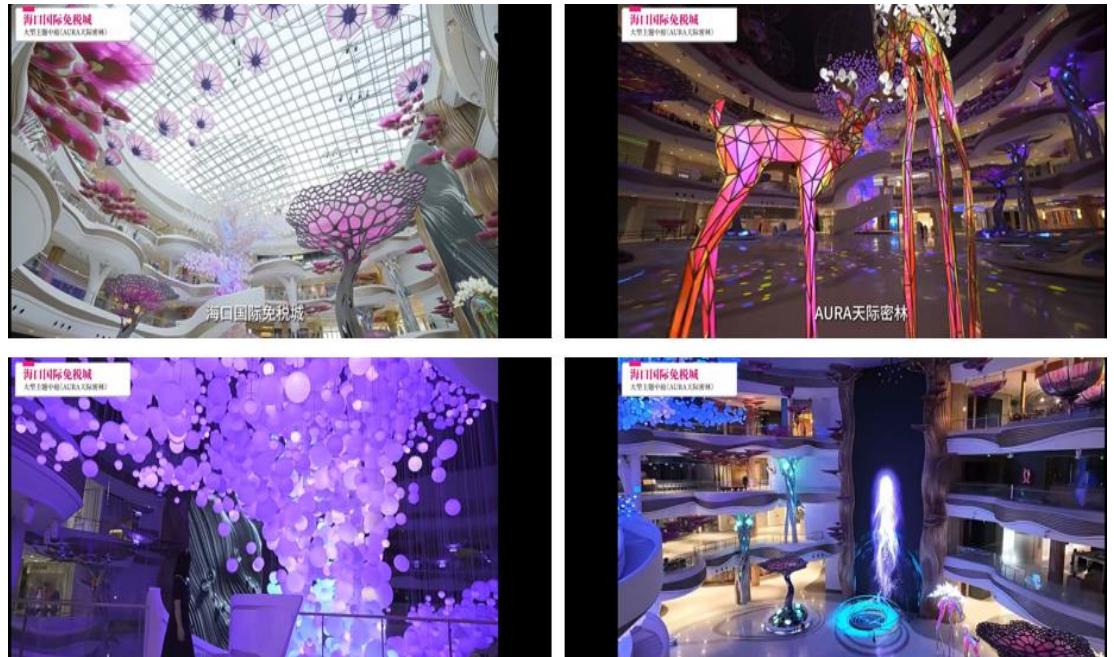


资料来源：iFind，信达证券研发中心

典型案例：海口国际免税城市。2021年11月11日，大丰顺利中标海口市国际免税城主题中庭施工项目，中标金额约2.33亿元，于2022年11月开幕。项目位于海口市西海岸新海港东侧，总占地675亩，建设用地485亩，总建筑面积约93万平方米。联手中免集团，以数艺科技板块为切入口，通过数字艺术演绎、科技智造装备、系统研发集成的融合驱动，在商业空间中注入文旅能量，打造突破两个行业的新型消费场景。

项目名称“**AURA 天际秘林**”，以海南岛独特的生态为文化灵感，通过数字艺术演绎、科技制造装备等赋能亚洲最大免税城，在商业空间中注入文旅能量。公司与子公司大丰装饰主要负责装饰的悬挂、包装、灯光影、控制系统集成、互动装置设计与安装等，让游客在购物同时感受到沉浸式的灯光视觉效果体验。大丰数艺科技作为科技文创行业领先企业，将持续加大对数字新媒体技术的投入，强化数字文化 IP 的开发、打造及运营能力，巩固数字内容的生产制作及场景供给优势。

图 14: 数艺科技打造的海口国际免税城市项目案例



资料来源：大丰数艺科技微信视频号，信达证券研发中心

表 2: 数艺科技经典案例

项目时间	项目名称	项目介绍
2017	厦门海沧湖白鹭水秀—亚洲最大水幕投影秀	180*80 米震撼的水幕投影效果，48 台顶级投影机。投影视频充分结合海沧湖的滨海特色，以喷泉为主，水幕和焰火配合表演，巧妙运用当今国际上最先进的高科技手段，结合舞蹈、音乐等艺术形式，为观众带来一场绝美的海上夜宴。
2018	雅加达亚运会—“杭州时间”智能舞屏	“会跳舞的机器人”总重超百吨，伸展高度超 13 米，宛如舞台上的变形金刚大黄蜂。搭载国内唯一，大丰自主研发，运用 SIL3 标准的 DAFENG STACON 系统，基于人工智能独创的仿生控制系统，开创了 4 节机械臂的多轴联动机器人技术，通过 3D 动画模拟驱动 54 个轴运行的空间控制曲线，实时呈现“所见即所得”的效果。
2018	“意象凤城”泰州盐税博物馆—裸眼 3D 投影秀	以泰州盐税博物馆为载体，运用先进的裸眼 3D 手法，将泰州的历史、文化、民俗、景观与艺术元素有机结合，呈现泰州古韵今辉，带给观众一场波澜壮阔、全景式的视听体验。现已成为泰州一张具有人文特色的夜游新名片。
2018	厦门星际酒吧	整个项目采用未来科技打造四维空间理念。多媒体机械组合舞台，多维化演绎出“椭圆星系”、“星云穿梭”、“战舰降临”三个震撼场面，缔造出一个迷幻的未来世界，带来前所未有的异次元空间体验。它对整个娱乐行业舞台机械、声光电等专业发展提供了参考方向。

2018	济南大明湖水秀	近万平方的水秀场地，40层楼高的喷泉，表演场景由灯光、古船、浮台、烟火、水幕、喷泉、纱幕等营造，绚丽多彩的灯光和美景从波光粼粼的湖面上奔涌而出。多种艺术与技术手段综合展演，营造出动人心魄场景，演绎齐鲁千年文化，为市民和游客奉上一场穿越古今的“泉城夜宴”
2019	国庆70周年大典 浙江彩车	大丰作为该项目的生产制作团队，创造性地将浙江元素融会贯通，完美呈现在小小的方寸间，真正展现了大丰高精尖的集成能力：智能机械、AI控制、声学设计、光导纤维等新技术、新工艺的运用，将传统非物质文化遗产的彩车工艺和现代科学技术紧密结合，成为国庆大典游行队伍中一道亮丽的风景线
2019	印象南京·雅颂金陵—南京中华门光影秀	以技术手段搭建新的成像载体，复原城墙门楼，在整体结构上进行构建和创作，将投影秀的优势和特点最大化，通过变迁、印象、风情、流彩四大篇章故事，仰望六朝古都的绝代风华，是一场全面展示城市魅力的优秀工程。
2020	无锡“拈花一笑”	大丰匠心之作——核心景观雕塑“拈花一笑”整体充满现代美学张力，通过开合、旋转等形式诠释禅的意境，搭配广场周边的禅意园林景观，构建出现代审美与禅宗意境的完美融合。它由8根形态各异的空间S曲线柱配合平均分布的45个花片在平面内平移旋转组成一个18米高的人体造型。象征修德、修智、修体、修身、修心、修性、修过、修行——八修合体终成正果。从开始运行到合成人体形状，整个过程仅需8分钟。这一动态雕塑为全世界观众带来了全新的艺术体验。
2019	杭州“西溪诗话”景观互动装置	雕塑“云梦书”的设计灵感来源于西溪的自然景观与人文内涵。白天的“云梦书”好似清新脱俗的“少女”；夜晚则化身为明丽的“舞者”，上演一场动感的3D投影秀，将洪园的前世今生娓娓道来；在观赏区的户外三防交互触摸一体机内存500首古诗词可供对答，同时还能与云梦书形成互动效果，趣味十足。
2020	贵州安顺“夜书·今生缘”——全国首个大型光影装置互动体验秀	《夜书今生缘》，全国首个沉浸式大型光影装置互动体验秀，安顺爆款文旅IP，位于旧州古镇山里江南景区。依托当地特有的屯堡、地戏、花海三大文化元素，以光影为笔墨，活化“今生缘”故事IP，为游客讲述一段明朝将军沐英与阿达堡花神之间穿越千年的爱情奇缘。数十项与内容紧密关联的机械、水景、影像等互动体验装置，结合唯美绚丽的音乐、音效，融入八大片区的行进式实景演绎，贯穿完整故事轴线，为游客开启一场前所未有的沉浸式夜游之旅。
2022	浙江黄酒小镇	围绕“花雕里、越红里、潏台里”三大板块，打造约1.5平方公里核心区。通过行进式演艺、游戏互动演艺、结构投影秀、激光水秀等艺术体验，打造多角度的场景化环境与多维度的沉浸式体验空间。
...

资料来源：公司官网、Hi 黄酒小镇公众号，信达证券研发中心

手握“流浪地球”IP，大丰数艺科技有望将业务延展至线下实景娱乐。2023年4月，大丰文化获得《流浪地球》小说版权正式独家授权。大丰以实景娱乐、舞台剧、沉浸式演艺等泛娱乐项目作为主要呈现形式，将《流浪地球》搬至线下，打造硬核科幻项目。基于大丰在文体旅领域的全产业链竞争优势，《流浪地球》牵手大丰文化瞄准泛娱乐市场，力图将人文精神和审美追求融入泛娱乐产品开发中，大丰文化将通过多维度的跨界整合，深度挖掘《流浪地球》小说改编实景娱乐、舞台剧、沉浸式演艺等泛娱乐项目的衍生价值，实现效益最优和最大化，《流浪地球》也成为大丰向泛娱乐产业进一步发展的切入点。

图 15: 大丰文化获得《流浪地球》IP 授权

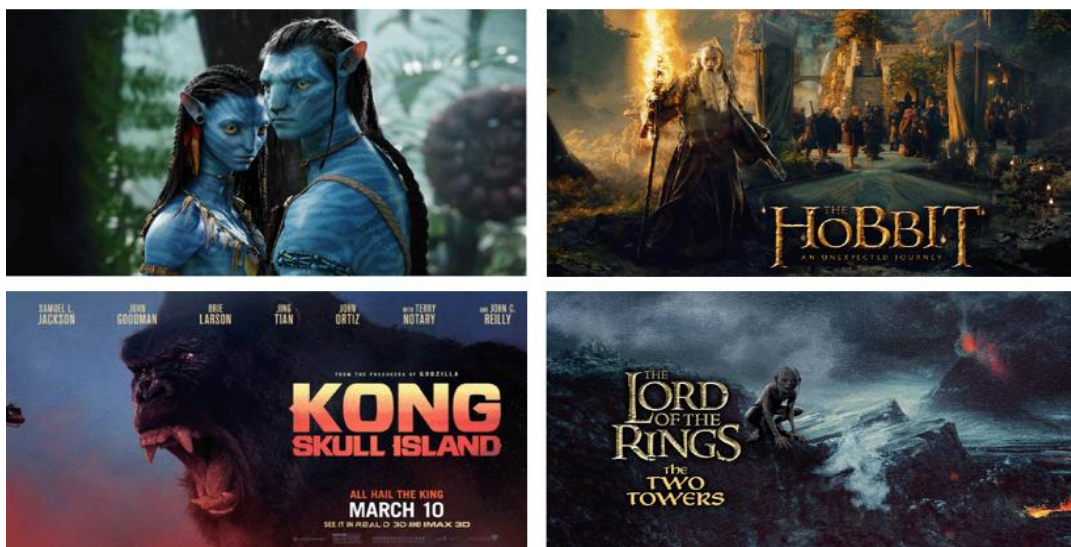


资料来源: 大丰微信公众号, 信达证券研发中心

与维塔工作室达成深度合作，共同打造数字艺术应用场景，推进文体旅融合发展。2023年10月23日至26日，全球顶尖特效公司维塔工作室创始人理查德·泰勒爵士莅临大丰深度考察洽谈，基于全球领先的行业策划创意、科技研发、整合落地能力，大丰和维塔工作室已成为紧密的战略合作伙伴。

理查德·泰勒创立的维塔工作室，是新西兰国宝级企业，坐落于新西兰首都惠灵顿，在全球范围拥有超过400名艺术家和专业人才。主要服务于电影及实体娱乐行业，获得包括5项奥斯卡金奖在内的50余项国际大奖。维塔工作室参与世界经典影视作品60余部，包括《指环王》三部曲、《霍比特人》三部曲、《金刚》、《阿凡达》、《纳尼亚》、《魔兽世界》等电影，擅长电影概念设计、世界观架构及实体特效，得到行业内普遍认可。大丰此前顺利中标的海口市国际免税城主题中庭施工项目，就是通过聘请五次获得过奥斯卡奖的电影特效大师理查德·泰勒带领的WETA工作室负责创意。在此基础上，大丰数艺科技迅速吸收、分解了国际顶尖视效设计团队的创意方案，围绕主题进行故事构建，用感官叠加的沉浸式叙事方法来驱动游客的探索历程，最终转化形成了完美、精准的深化落地方案。

图 16: 维塔工作室参与创作的经典影视



资料来源: 大丰微信公众号, 信达证券研发中心

Weta Workshop Unleashed 品牌：Weta 的两位联合创始人，Richard Taylor 和 Tania Rodger 一直以来想创建一个专供大家游览的体验式景点，让人们了解特效模型从创作，到电影中的运用，因此创造出了 Weta Unleashed 品牌，目前位于奥克兰。在 weta unleashed 里面可以体验到 3 大电影场景（以及制作过程），分别展示维塔所创造的恐怖、科幻和奇幻世界，里面会涉及大量电影 IP、触控装置、电影特效、场景模型、机械装置等，成为电影迷打卡点。

图 17：维塔 Unleashed 线下实景娱乐品牌



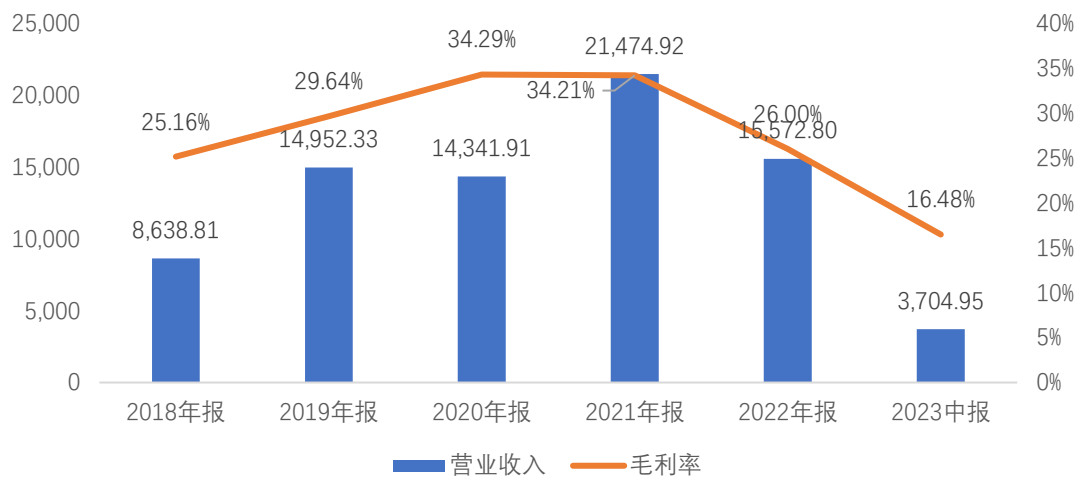
资料来源：新西兰生活快讯公众号，信达证券研发中心

1.3 轨道交通业务

浙江大丰轨道交通装备有限公司是中国轨道交通行业新兴的装备研发制造企业，是浙江省规模大，实力强的轨道车辆整体内饰、座椅生产企业。公司年配套能力 2000 辆车，公司生产规模，装备实力，研发能力以及试验检测能力，均处于行业领先地位。通过 IRIS 国际铁路行业标准、EN15085 焊接体系、DIN6701 粘接体系和 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 国际体系认证。拥有各类先进的数控加工设备，包括激光切割机、数控冲床、数控加工中心、雕刻机、数控折弯机、多层高温热压机、焊接机器人、喷涂流水线等。拥有机加、钣金、焊接、粘接、复合、涂装及碳纤维、芳纶蜂窝、FRP 等全部车辆座椅、内饰、营运设备生产的工艺和设备。

公司积极助力杭州地铁多线顺利开通，为杭州亚运筹备做出贡献；参建国内首列齿轨列车，在“名配角”之路上行稳致远。抓开发、研新品，自主研发新能源自动驾驶观光车、架车机、逃生门、PIS 系统、可调节座椅、高铁座椅及多款军品，年度新品开发平均达成率 90%。抓工法、促增效，建立焊接、粘接管理系统、环保在线监控系统，进行碳纤维、陶瓷喷涂新工艺开发，为规范工艺和推广智能制造打下坚实基础。涉及到主要应用产品包括：高铁列车、城轨列车、城际列车、磁悬浮列车、观光列车。

图 18: 2018-2023 中报公司轨道交通业务收入 (单位: 万元) 及毛利率



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 19: 公司参与打造的宁波地铁 2 号线



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

三、拓展剧院+文旅运营，软硬件一体化打造新型体验场景

1.1 剧院场馆运营

杭州大丰文化传媒有限公司，大丰实业文化传媒子公司，已正式更名为大丰文化，专注于以剧院为核心的文化综合体的综合运营管理服务，打造前期规划、剧场设计、剧场装修，剧场运营，剧目内容五位一体管理模式，依托剧院平台，打造剧目演出、艺术节策展、艺术教育、艺术商业开发，大丰文化目标定位于全球领先的剧院运营管理服务商。

典型案例包括：拥有杭州金沙湖大剧院、杭州临平大剧院义乌文化广场剧院、平阳文化艺术中心、温州高新文化广场、天津滨海演艺中心、神木大剧院、昆山周市文化艺术中心、杭州亚运会博物馆、临安体育文化会展中心、杭州大学城北体育健身中心等 20 余个大剧院及泛文体场馆项目。公司每年从 18 个国家和地区引进项目，每年主办各类演出超 2000 场，其中包括中蒙俄国际文化旅游节、李渔国际戏剧节、蓝草生活节、苏溪音乐节等大型公共文体活动。

表 3: 大丰文化剧院场馆运营案例

项目名称	项目介绍	项目示意图
杭州金沙湖大剧院	金沙湖大剧院位于杭州市幸福路隧道以东，金沙大道以南，规划公园绿地以西，金沙湖以北岸；总用地面积 31889 m ² ，总建筑面积 44141.9 m ² ，地上建筑面积 30064.5 m ² ，地下室 14077.4 m ² ；其中大剧场 1365 座，多功能剧场 500 座。金沙湖大剧院地处钱塘区金沙湖畔，项目建筑风格、形态、色彩新颖别致，内部装修大气现代，充满艺术时尚感。大丰承揽了包括舞台、灯光、音响、座椅在内的一揽子工程。	
杭州临平大剧院	临平大剧院是浙江省规模最大、功能最全、设施最完善、建设标准定位最高的大型公益性文化建筑之一，位于杭州临平新城艺尚小镇，建筑高 39.6 米，总用地面积 79.4 亩，分为 1200 座大剧场、500 座小剧场，独特的冰裂纹造型和倾斜的屋顶让大剧院充满了设计感，大剧院采用的是“框剪+型钢砼”的结构形式，外立面使用的新型材料 UHPC 也是国内建筑运用的首例。	
温州平阳文化中心	平阳县文化中心坐落于昆阳镇城东规划新区中心，位于经六路以东，经八路以西，凤凰路以南，一环路以北，毗邻县便民服务中心和城东公园。项目总用地面积 234585.6 m ² (351.9 亩)，总建筑面积 185471 m ² 。文化中心是集文化展演、娱乐休闲、文艺推广等功用于一体的标志性文化建筑群体，具有浓郁的文化氛围和时尚的艺术气息。	
义乌文化广场剧院	是目前义乌市最新、功能最全、实施最完善的大型城市文体地标性建筑，总投资 5.5 亿元。义乌文化广场剧院位于文化广场内，是义乌市功能齐备、设施完善的综合性中型剧场。2019 年 6 月，义乌市文化馆正式与杭州大丰文化传媒有限公司签订剧院托管合作。大丰文化将致力于提升义乌城市文化品味以及文化消费习惯，秉承“公益性定位,市场化运作”的原则，以高质量、多样化的演出和惠民活动满足不同观众的文化需求，每年计划演出 100 余场。	

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

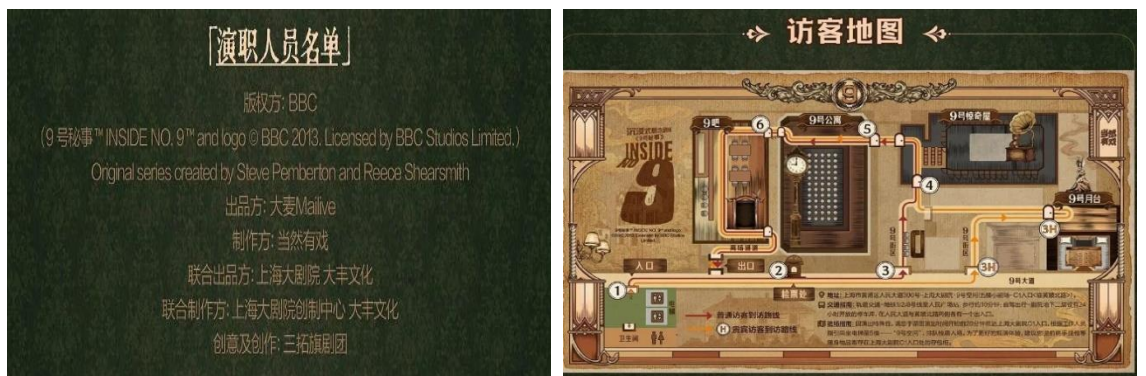
图 20: 金沙湖大剧院演出项目和剧院门票价格梯度



资料来源: 金沙湖大剧院微信小程序, 信达证券研发中心

大丰文化积极投身现场娱乐内容服务行业, 联动优质版权内容, 深度挖掘 IP 衍生价值。《流浪地球》经典 IP 授权打造实景娱乐、舞台剧、沉浸式演艺等现场娱乐内容矩阵; 芒果 TV 独家授权爆款综艺《法医探案团》, 打造悬疑沉浸式剧场。2023 年底, 大丰文化联合上海大剧院共同推出沉浸式悬念剧场、由知名 BBC 英剧改编的《9 号秘事》, 也是其全球首个线下演出版本, 原版电视剧开播近 10 年, 口碑持续保持超高水准, 好评如潮。价格方面, 普通访客 489 元, 贵宾访客 589 元, 普通访客可观看 2 个单元故事, 贵宾访客可观看 3 个单元故事。我们认为, 其体验形式和全球知名线下沉浸式剧目《Sleep No More》较为相似, 《Sleep No More》全球范围内的爆火有望给相同演艺形式的剧目打下良好的基础。

图 21: 大丰文化联合出品沉浸式悬念剧目《9 号秘事》反响较好



资料来源: 大丰文化传媒微信公众号, 信达证券研发中心

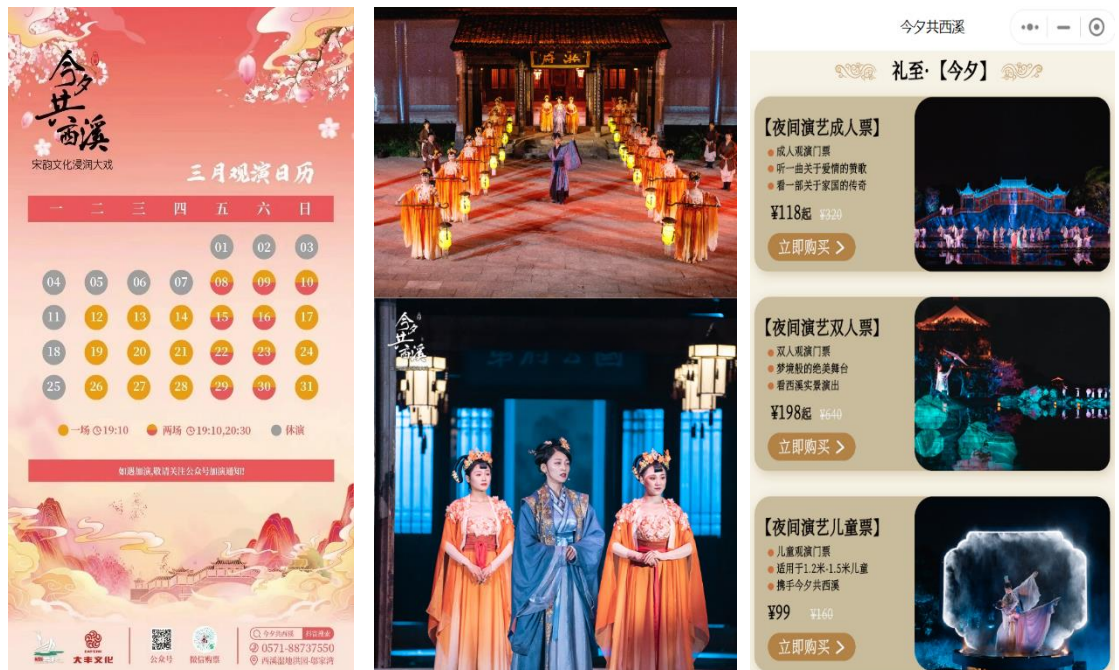
1.1 文旅融合运营

浙江丰云文旅投资有限公司坐落于大气磅礴的钱塘江北岸——杭州钱江新城, 主要业务包括:

文旅项目（文旅小镇、运动康养小镇、田园综合体、全域旅游）整合开发运营服务；文化演艺项目创意制作运营服务；城市和景区数艺科技（夜游）项目创意制作集成服务；文旅衍生产品研发营销四大板块。按“文旅 + 融合 + 创新”的发展模式，依托上市公司和文体产业联盟平台优质资源，拥有“文旅产业优质资源植入能力；数艺光影和演艺融合创意能力；各种业态 + 的整合能力”等核心竞争力。典型案例包括：今夕共西溪、禅宗圣域六祖惠能、意向凤城、临安苕溪光影秀。

《今夕共西溪》：2023年3月18日，由大丰策划打造的宋韵沉浸大戏《今夕共西溪》焕新回归，首演爆棚。随着，西溪宋韵演艺获评“宋韵杭式生活体验基地”，项目选段入选杭州亚运会开闭幕式节目资源库，全国范围内影响力较大。《今夕共西溪》共具备六大亮点，亮点一：中国首个湿地实景演出项目。亮点二：中国首创双动线行进、室内外实景大戏。亮点三：中国首个全息声实景剧场。亮点四：中国首创多个机械、舞美艺术装置。创新性的打造可360°旋转的古建观众席。亮点五：游园互动体验与沉浸式实景演艺相结合。亮点六：多元化运营的“宋韵杭式生活体验基地”。2024年的演出已于3月8日回归。演出分为不同路线，南线：花海—长桥—洪府—归家；北线：长廊—冷山—学堂—归家。门票价格原价单人成人票320/张，2024年3月当月安排一场演出共计12天，安排两场演出共计9天，休演10天，当月演出率为21/31=68%，内容供给较为充足。

图 22: 《今夕共西溪》剧照、演出日历及客单价



资料来源：今夕共西溪微信公众号及小程序，信达证券研发中心

2023年12月14日，公司发布公告，中标岳麓山文旅公司橘子洲沙滩公园项目，项目集城市亲水、生态、文化于一体，坐落于橘子洲景区北段，由岳麓山旅游文化开发有限公司（以下简称“岳麓山文旅公司”）负责投资管理、开发运营。项目总占地面积270亩（18万m²），现有配套建筑8处，总面积约1.48万m²，户外可经营性资源草坪约3.5万m²、沙滩/滩涂约4.6万m²、泳池1670m²。项目投资：暂定10000万元。合作模式为：组建合资公司（大丰

占股比例 35%)，合资公司按年度向岳麓山文旅公司缴纳项目场地使用费，对标的进行策划设计、开发、运营。

四、盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

文化科技装备业务：公司为该领域优质公司，承接了大量国内典型案例项目，具备品牌效应；同时，持续发力“一带一路”沿线国家和地区的文体装备及服务，如 2022 年运作了雅加达文化艺术中心、菲律宾 kingdom 多功能综艺馆等，积极拓展海外市场。2023 年由于非可控因素影响，前期项目的土建施工进度受阻影响公司后续施工进度，但随着国家政策的持续扶持、口碑品牌效应逐渐打响，我们看好公司作为该领域优质企业持续发力国内外市场。我们预计，公司 2023-2025 年文体科技业务有望实现营收 21.7/23.9/26.2 亿元，同比增长-2%/10%/10%，毛利率相对保持稳定；

数字艺术科技业务：数艺科技有望成为公司增长的又一个重要发力点，随着近几年文旅热的发酵，各地政府对文旅方面的相关资源预算略微倾斜，数艺科技拥有顶级创意设计策划，同时联合海外知名影视特效工作室 Weta Workshop 不断打造标杆案例，如海口免税城“Aura 天际秘林”；2023 年同样由于项目前期施工影响，数艺科技已沉淀积累多个项目解决方案，2023 年内中标的项目也有望在 2024 年及后续如期交付。我们认为，数艺科技有望成为公司第二增长曲线着力点，2023-2025 年有望实现营收 2.8/5.6/7.3 亿元，同比增长-30%/100%/30%，毛利率有望保持在 40%-50%之间；

轨道交通装备业务：作为公司的传统业务之一，近期受到国内外宏观经济形势影响，但公司仍积极进行产品研发和项目开拓，助力多城市的高铁、地铁、观光车中的诸如座椅等集成化产品的交付。我们预计，轨道交通装备业务 2023-2025 年有望实现营收 1.01/1.62/1.78 亿元，同比增长-35%/60%/10%，毛利率有望恢复至 25%以上；

其他主营业务：剧院运营和文旅演艺运营正逐渐成为公司靠近 C 端客户群体的着力点，通过直接近身感受用户体验反馈来调整文体设备的设计安装调试等，有助于公司在一体化发展的道路上走的更深更远。沉浸式体验剧目《九号秘事》、宋韵演艺《今夕共西溪》等的正常上映，以及公司后续有望通过结合 IP 如流浪地球等，不断开发新型剧目，有望实现全文旅产业链协同。我们预计，其他主营业务收入 23-25 年有望实现 0.95/1.91/2.86 亿元，同比增长 40%/100%/50%。

表 4: 公司业务拆分及盈利预测

单位: 万元	2020 年报	2021 年报	2022 年报	2023E	2024E	2025E
总营收	250,914	295,858	284,242	265,054	330,390	382,250
yoy	17.2%	17.9%	-3.9%	-7%	25%	16%
文体科技装备	217,520	248,989	221,454	217,025	238,728	262,601
yoy	15.4%	14.5%	-11.1%	-2%	10%	10%
数字艺术科技	14,052	18,000	39,953	27,967	55,934	72,714
yoy	64.1%	28.1%	122.0%	-30%	100%	30%
轨道交通装备	14,342	21,475	15,573	10,122	16,196	17,815
yoy	-4.1%	49.7%	-27.5%	-35%	60%	10%
其他主营业务收入	3,931	6,803	6,814	9,540	19,080	28,619
yoy	154.0%	73.0%	0.2%	40%	100%	50%
其他业务	1066	588.57	447.28	400	450	500
yoy	104.5%	-44.8%	-24.0%	-11%	13%	11%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

大丰实业作为优秀文体科技装备行业公司, 在传统业务保持稳健发展同时, 不断开拓新业务的发展, 诸多数艺科技、剧院场馆运营、文旅运营、IP 授权协同, 从传统 ToB 端的商业模式逐步转向 ToB+ToC 融合发展模式, 有望打造文体旅一体化发展的全产业链优势, 也同时打开公司未来成长空间。我们预计, 公司 2023-2025 年有望实现收入 26.5/33.0/38.2 亿元, 同比增速为 -7%/25%/16%; 有望实现归母净利润 1.23/3.49/4.25 亿元, 同比增长 -57.3%/184.9%/21.8%。截至 2024 年 3 月 18 日, 对应 PE 分别为 39.6/13.9/11.4 倍, 24、25 年低于行业平均估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表 (截至 2024 年 3 月 18 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				市盈率		
			22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
603466.SH	风语筑	78.63	66.0	328.2	422.3	517.4	24.0	18.6	15.2
300860.SZ	锋尚文化	56.24	14.71	134.48	331.82	392.53	41.8	16.9	14.3
300144.SZ	宋城演艺	283.49	9.66	613.67	1287.98	1580.48	46.2	22.0	17.9
605289.SH	罗曼股份	39.85	-15.1	139.0	179.0	215.0	28.7	22.3	18.5
	平均						32.9	20.0	16.5
603081.SH	大丰实业	48.51	286.9	122.57	349.24	425.45	39.6	13.9	11.4

资料来源: iFind, 信达证券研发中心; 注: 可比公司盈利预测均来自 iFind 一致预测

五、风险因素

线下消费恢复趋势不及预期风险：文体旅线下消费受国家经济发展、居民收入水平影响，若线下消费恢复趋势不及预期将影响公司线下运营收入；

项目进度不及预期风险：公司需要在前期土建施工完成的基础上开展文体旅科技装备及运维服务，若前期土建进度不及预期将影响公司后续施工进度，进而影响公司收入确认；

海外业务风险：海外宏观经济环境的波动可能对公司项目出海产生影响。

资产负债表		单位：万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	421,989	393,109	362,368	406,135	441,432	
货币资金	119,044	78,721	66,519	64,761	60,748	
应收票据	2,114	2,620	2,534	2,627	2,682	
应收账款	155,708	168,468	143,487	168,903	182,111	
预付账款	5,418	3,241	4,662	5,152	5,566	
存货	30,954	23,416	30,971	38,305	48,961	
其他	108,751	116,642	114,194	126,387	141,363	
非流动资产	289,824	372,790	382,894	397,488	411,291	
长期股权投资	629	764	764	764	764	
固定资产	27,905	27,053	25,341	24,771	23,332	
(合计)						
无形资产	14,507	14,007	13,626	13,240	12,818	
其他	246,783	330,965	343,162	358,712	374,376	
资产总计	711,813	765,899	745,261	803,623	852,723	
流动负债	261,252	271,389	240,601	266,854	269,521	
短期借款	22,830	35,222	37,222	38,222	39,222	
应付票据	24,921	17,148	21,353	24,523	29,681	
应付账款	126,496	135,491	91,268	104,212	91,797	
其他	87,005	83,527	90,758	99,896	108,820	
非流动负债	184,833	205,005	210,005	215,005	220,005	
长期借款	124,601	143,451	148,451	153,451	158,451	
其他	60,232	61,554	61,554	61,554	61,554	
负债合计	446,085	476,393	450,606	481,858	489,525	
少数股东权益	4,361	4,251	3,963	3,062	1,951	
归属母公司股东权益	261,367	285,255	290,692	318,703	361,247	
权益						
负债和股东权益	711,813	765,899	745,261	803,623	852,723	

重要财务指标		单位：万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	295,856	284,241	265,054	330,390	382,250	
同比(%)	17.9%	-3.9%	-6.8%	24.6%	15.7%	
归属母公司净利润	39,087	28,684	12,257	34,924	42,545	
同比(%)	24.6%	-26.6%	-57.3%	184.9%	21.8%	
毛利率(%)	30.4%	29.9%	24.5%	29.0%	29.0%	
ROE(%)	15.0%	10.1%	4.2%	11.0%	11.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.96	0.70	0.30	0.85	1.04	
P/E	12.41	16.91	39.58	13.89	11.40	
P/B	1.86	1.70	1.67	1.52	1.34	
EV/EBITDA	1,072.80	1,242.36	1,038.89	774.91	706.56	

利润表		单位：万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	295,856	284,241	265,054	330,390	382,250	
营业成本	205,833	199,186	200,116	234,577	271,398	
营业税金及附加	1,942	1,664	1,674	2,049	2,363	
销售费用	9,111	9,771	9,277	11,564	13,339	
管理费用	16,481	18,287	14,578	19,239	22,236	
研发费用	12,453	12,881	10,602	13,216	15,290	
财务费用	2,570	1,677	3,630	4,088	4,465	
减值损失合计	316	-1,281	-1,200	-1,200	-2,000	
投资净收益	1,165	900	795	991	1,147	
其他	-2,972	-7,090	-10,930	-4,658	-2,641	
营业利润	45,976	33,303	13,842	40,790	49,666	
营业外收支	-266	-682	300	-600	-760	
利润总额	45,710	32,621	14,142	40,190	48,906	
所得税	7,385	4,864	2,173	6,167	7,472	
净利润	38,324	27,757	11,970	34,023	41,433	
少数股东损益	-763	-928	-288	-901	-1,111	
归属母公司净利润	39,087	28,684	12,257	34,924	42,545	
EBITDA	52,060	41,231	46,880	62,859	68,955	
EPS(当年)(元)	0.96	0.69	0.30	0.85	1.04	

现金流量表		单位：万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-35,772	-61,030	3,439	21,017	11,311	
净利润	38,324	27,757	11,970	34,023	41,433	
折旧摊销	5,166	6,315	5,012	5,792	5,992	
财务费用	2,437	1,519	1,811	1,886	1,936	
投资损失	-1,165	-900	-795	-991	-1,147	
营运资金变动	-84,079	103,940	-27,449	-27,473	-43,643	
其他	3,545	8,220	12,890	7,780	6,739	
投资活动现金流	-28,637	-5,996	-14,010	-19,975	-19,387	
资本支出	-23,724	-16,877	-12,754	-19,825	-19,200	
长期投资	-7,710	7,759	-2,052	-1,141	-1,334	
其他	2,797	3,122	795	991	1,147	
筹资活动现金流	94,926	26,245	-1,631	2,405	4,064	
吸收投资	5,026	937	-676	-1,709	0	
借款	129,240	82,985	7,000	6,000	6,000	
支付利息或股息	-9,922	-16,979	-7,956	-1,886	-1,936	
现金净增加额	30,459	-40,757	-12,203	3,446	-4,012	

信达传媒互联网及海外研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队联席首席分析师。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。