

2024 年 04 月 15 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

锋尚文化（300860）

在手订单充沛，C 端项目有望驱动新成长

投资评级

买入

首次评级

2024 年 04 月 12 日

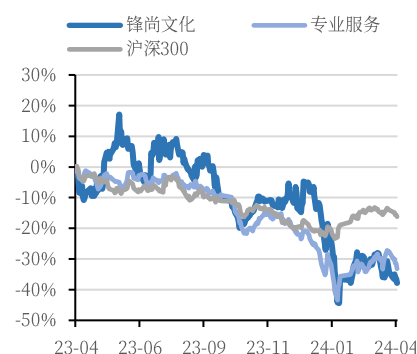
收盘价(元):

35.69

公司基本数据

总股本(百万股)	137.17
总市值(百万)	4,895.52
流通股本(百万股)	80.49
流通市值(百万)	2,872.62
12 月最高/最低价(元)	70.00/29.74
资产负债率(%)	10.58
每股净资产(元)	23.91
市盈率(TTM)	36.40
市净率(PB)	1.49
净资产收益率(%)	4.10

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 研究助理
SAC 执业证书: S0640123040023
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

- ◆ 以“文化+科技”为创意核心，打造独特中国文化名片。公司成立于 2002 年 7 月，以创意设计为核心，将传统文化与现代科技相结合，业务范围涵盖大型文化演艺活动、文化旅游演艺、景观艺术照明及演绎、虚拟演艺产品等多个领域的创意、设计及制作服务。公司正在积极拓展虚拟演艺产品的创意设计及其制作服务等线上业务，投资并购方面围绕着主营业务横向和纵向两个方向及 C 端领域发展，并持续研发新的文化旅游产品。
- ◆ 2023 年收入呈恢复性增长，同比扭亏。公司全年实现营收 6.77 亿元/同比+111.46%，归母净利润 1.34 亿元/同比+813.92%，扣非后归母净利润 0.71 亿元/同比+200.24%，净利率 19.56%/同比+16.97pct。
 - 收入端：分季度看，Q1-Q4 分别实现收入 0.16/0.37/3.16/3.07 亿元，分别同比-88.04%/+288.77%/+251.89%/+270.98%，除 Q1 均实现同比增长，经营状况显著改善。分业务看，大型文化演艺活动业务营收 4.53 亿元/同比+74.22%，主要系杭州亚运会开闭幕式贡献增量；文化旅游演艺业务营收 2.13 亿元，/同比+514.45%，主要系《无界·长安》等演艺项目驱动。
 - 毛利率端：2023 年公司整体毛利率 37.37%/同比+11.66pct，主要系主营业务毛利率均上升所致（大型文化演艺活动：37.45%/同比+10.48pct，文化旅游演艺：35.18%/同比+42.62pct，景观艺术照明及演绎：87.76%/同比+31.21pct），距离 2021 年毛利率高点 41.16%仍有提升空间。
 - 费用端：整体费用率为 14.08%/同比-16.95pct，其中销售费用率为 2.20%/同比-2.33pct，主要系公司凭借丰富的专业背景和经验能够在较短的时间内准确把握客户需求，提供多元化服务减少销售过程的冗余成本；管理费用率为 7.08%/同比-9.27pct，主要系股权支付费用的减少所致；研发费用率为 5.71%/同比-5.97pct；财务费用率为-0.91%/同比+0.62pct。

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

- ◆ **C 端运营初见成效，有望打造新的增长曲线。**公司注重开拓 C 端业务，将有助于减轻应收账款的压力，并提高整体业务的稳定性。C 端项目案例：①上海六三二项目主要负责运营上海中心天时（Sky632）光影演绎项目，2023 年实现收入 3354 万元，净利润 992 万元，净利率约 30%，未来伴随规模做大有望提振公司盈利能力；②2023 年 10 月，公司与杭州萧山区正式签约，后续将继续运营实景演艺《湘湖·雅韵》，并有望于 2024 年 5 月开演，为公司贡献业绩新增量。我们认为，公司已经通过上海中心天时项目，打通商务逻辑，掌握 C 端项目运营模式，新项目拓展或更加得心应手，2024 年有望开拓新的 C 端项目，并通过持续的票务收入提升盈利能力，提升估值水平。
- ◆ **在手订单储备丰富，为今后业绩奠定较好基础。**目前公司项目储备丰富，截至 2023 年底，公司在手订单共计 5.5 亿元，包括青岛唐岛湾文化艺术中心项目、第十四届冬季运动会开闭幕式、西安中亚峰会、山西省第十六届运动会等，项目周期在 6-24 个月不等。2024 年 1-2 月，公司新中标第十二届少数民族运动会开闭幕式、杭州湘湖湖山广场综合公园项目，分别为 0.87 亿元和 0.65 亿元。以上在手订单有望在两年内确认收入，公司 24/25 年业绩确定性强。
- ◆ **加速延伸产业链布局，助力文化科技融合。**报告期内，公司完成了对北京北特圣迪科技发展有限公司收购，截至 2023 年末，公司累计持有北特圣迪 45%股权，完成了又一产业链上的重要战略布局。近年来，北特圣迪深耕文化旅游演艺、国家级大型活动及剧场剧院建设，承接了一批具有影响力的大型舞台机械、灯光音响、音视频工程。公司将借助北特圣迪雄厚的技术创新和研发实力，助力实现公司的产业扩张和生态整合，推动公司健康发展。公司未来将继续以产业并购为主导，围绕三大业务领域，主动需求优质的上下游企业作为兼并收购对象，进一步拓展公司的人才储备和市场领域。
- ◆ **“低空+文旅”打造视觉新体验，打造 2C 业务新亮点。**在无锡拈花湾小镇的《禅行 3.0》项目中，无人机与其他高科技手段如建筑美学、微观光艺、高流明激光投影和互动演艺装置相结合，不仅丰富了表演的层次，也为观众呈现更震撼的视觉效果。此外，公司携手咪咕共同打造的全新主题乐园式元宇宙空间 J WORLD，沿用了虚拟场景结合实景建模等深度虚实融合的生产方式，并成功延续了在“星座·M”中已验证的实时渲染、超精建模等超前沿虚拟技术，地编时长将近 6000 小时。公司注重产品创新和用户体验，无人机、AR/VR 等

技术引入均有望进一步巩固公司产品的市场竞争力，提升品牌影响力，率先抢占文旅演艺市场份额。

- ◆ **投资建议：**公司现阶段在手订单充裕，且加速布局 C 端项目，24/25 年业绩既有 B 端、G 端订单放量保障，亦有 C 端票房收入贡献新增量，产业链布局利好公司长期发展。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.52/2.95/3.36 亿元，EPS 分别为 1.84/2.15/2.45 元，对应目前 PE 分别为 19/17/15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策变动风险、行业竞争加剧的风险、新项目不及预期。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	320.05	676.78	876.63	1056.80	1204.84
增长率 (%)	-31.43%	111.46%	29.53%	20.55%	14.01%
归属母公司股东净利润	14.71	134.48	252.00	294.60	335.74
增长率 (%)	-84.03%	813.92%	87.39%	16.91%	13.96%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.98	1.84	2.15	2.45
PE	332.70	36.40	19.43	16.62	14.58

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	320.05	676.78	876.63	1,056.80	1,204.84
yoy	-31.43%	111.46%	29.53%	20.55%	14.01%
毛利率	25.71%	37.37%	38.89%	39.37%	39.86%
1、大型文化演艺活动					
收入	259.96	452.92	543.50	625.03	687.53
yoy	89.85%	74.22%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	26.97%	37.45%	39.00%	39.50%	40.00%
2、文化旅游演艺					
收入	34.66	212.95	319.43	415.26	498.31
yoy	-80.03%	514.45%	50.00%	30.00%	20.00%
毛利率	-7.44%	35.18%	38.00%	39.00%	40.00%
3、景观艺术照明及演绎					
收入	20.69	6.28	7.22	8.09	8.89
yoy	-86.38%	-69.65%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	56.54%	87.76%	88.00%	88.00%	88.00%
4、其他业务					
收入	4.75	4.63	6.48	8.43	10.11
yoy	6.13%	-2.42%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	64.68%	61.84%	62.00%	63.00%	64.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	255.01	641.55	764.02	997.09	1219.97	1471.75	营业收入	466.74	320.05	676.78	876.63	1056.80	1204.84
应收票据及账款	481.99	366.03	298.69	764.91	922.11	1051.29	营业成本	274.62	237.75	423.88	532.91	635.54	716.21
预付账款	7.88	5.44	18.87	18.05	21.76	24.81	税金及附加	1.92	3.25	1.56	4.84	5.83	6.65
其他应收款	5.55	10.88	7.97	16.85	20.31	23.16	销售费用	11.63	14.48	14.88	18.41	21.14	22.89
存货	140.36	71.46	71.45	174.13	207.66	234.02	管理费用	50.27	52.33	47.92	61.36	71.86	78.31
其他流动资产	2785.16	2425.99	2210.55	2260.25	2276.55	2289.94	研发费用	29.52	37.39	38.66	48.21	59.18	68.68
流动资产总计	3675.94	3521.36	3371.55	4231.27	4668.36	5094.97	财务费用	-6.83	-4.91	-6.13	-1.62	-2.92	-4.20
长期股权投资	3.92	76.75	75.49	76.94	78.39	78.84	资产减值损失	-4.81	-4.38	-13.08	-12.66	-15.26	-17.39
固定资产	85.78	110.09	120.70	101.79	82.88	63.97	信用减值损失	-68.05	-78.12	-51.13	-43.83	-52.84	-60.24
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	0.89	0.73	0.57	0.48	0.38	0.29	投资收益	66.32	122.61	69.48	86.13	86.13	86.13
长期待摊费用	6.19	10.11	7.68	3.84	0.00	0.00	公允价值变动损益	17.68	-12.72	-2.24	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	104.03	131.91	136.08	130.99	125.90	120.82	资产处置收益	0.75	0.01	2.35	1.04	1.04	1.04
非流动资产合计	200.81	329.60	340.52	314.03	287.55	264.91	其他收益	4.72	2.36	6.50	4.53	4.53	4.53
资产总计	3876.75	3850.96	3712.06	4545.31	4955.91	5359.89	营业利润	122.23	9.50	167.89	247.72	289.77	330.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值收入	3.06	0.17	0.12	1.12	1.12	1.12
应付票据及账款	182.32	153.01	115.89	280.82	334.90	377.41	营业外支出	0.03	0.27	0.14	0.14	0.14	0.14
其他流动负债	417.25	423.16	226.23	714.70	958.47	974.75	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	599.58	576.16	342.12	995.52	1193.36	1352.16	利润总额	125.26	9.40	167.86	248.69	290.74	331.33
长期借款	23.98	33.46	35.53	24.86	14.90	6.25	所得税	33.30	1.12	35.51	49.42	57.78	65.85
其他非流动负债	20.30	16.11	14.95	14.95	14.95	14.95	净利润	91.96	8.29	132.35	199.27	232.96	265.49
非流动负债合计	44.28	49.57	50.47	39.80	29.84	21.20	少数股东损益	-0.20	-6.43	-2.13	-52.73	-61.64	-70.25
负债合计	643.85	625.73	392.59	1035.32	1223.21	1373.36	归母净利润	92.16	14.71	134.48	252.00	294.60	335.74
股本	137.26	137.33	137.17	137.17	137.17	137.17	EBITDA	133.54	27.77	189.32	275.01	315.76	351.23
资本公积	2320.78	2330.49	2323.14	2323.14	2323.14	2323.14	NOPLAT	71.19	16.77	127.46	196.37	229.01	260.51
留存收益	727.66	730.93	819.81	1063.06	1347.42	1671.49	EPS(元)	0.67	0.11	0.98	1.84	2.15	2.45
归属母公司权益	3185.70	3198.75	3280.13	3523.37	3807.73	4131.80	主要财务比率						
少数股东权益	47.20	26.47	39.35	-13.38	-75.03	-145.27	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股东权益合计	3232.90	3225.22	3319.47	3509.98	3732.71	3986.53	成长能力						
负债和股东权益合计	3876.75	3850.96	3712.06	4545.31	4955.91	5359.89	营收增长率	-62.56%	-31.43%	111.46%	29.53%	20.55%	14.01%
现金流量表							营业利润增长率	-63.87%	-92.23%	1667.06%	47.55%	16.97%	14.01%
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EBIT增长率	-64.69%	-96.20%	3497.03%	52.77%	16.49%	13.66%
经营活动现金流	91.96	8.29	132.35	125.02	158.71	191.23	EBITDA增长率	-61.87%	-79.20%	581.69%	45.26%	14.82%	11.23%
折旧与摊销	15.11	23.28	27.60	27.93	27.93	24.09	归母净利润增长率	-64.62%	-64.03%	813.92%	87.39%	16.91%	13.96%
财务费用	-6.83	-4.91	-6.13	-1.62	-2.92	-4.20	经营现金流增长率	-37.20%	-91.90%	-1464.77%	435.90%	-5.84%	16.05%
投资损失	-66.32	-122.61	-69.48	-86.13	-86.13	-86.13	盈利能力						
营运资金变动	-34.00	23.21	-208.33	26.75	-16.36	-16.03	毛利率	41.16%	25.71%	37.37%	39.21%	39.86%	40.56%
其他经营现金流	49.54	76.74	69.33	91.63	91.63	91.63	净利率	19.70%	2.59%	19.56%	22.73%	22.04%	22.03%
经营性现金流净额	49.47	4.00	-54.65	183.58	172.86	200.60	营业利润率	26.19%	2.97%	24.81%	28.26%	27.42%	27.42%
资本支出	25.90	27.05	35.34	0.00	0.00	0.00	ROE	2.89%	0.46%	4.10%	7.15%	7.74%	8.13%
长期投资	-628.69	284.45	180.65	0.00	0.00	0.00	ROA	2.38%	0.38%	3.62%	5.54%	5.94%	6.26%
其他投资现金流	55.53	129.62	77.29	67.30	67.30	67.30	ROIC	22.30%	5.38%	48.47%	41.11%	51.53%	57.59%
投资性现金流净额	-599.05	387.02	222.60	67.30	67.30	67.30	估值倍数						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	53.12	332.70	36.40	19.43	16.62	14.58
长期借款	23.98	9.49	2.07	-10.67	-9.96	-8.65	P/S	10.49	15.30	7.23	5.58	4.63	4.06
普通股增加	65.19	0.07	-0.16	0.00	0.00	0.00	P/B	1.54	1.53	1.49	1.39	1.29	1.18
资本公积增加	-53.03	9.71	-7.35	0.00	0.00	0.00	股息率	0.20%	0.00%	0.00%	0.18%	0.21%	0.24%
其他筹资现金流	-71.68	-24.73	-52.80	-7.14	-7.32	-7.47	EV/EBIT	73.97	936.25	29.01	7.35	5.35	3.74
筹资性现金流净额	-35.54	-5.48	-58.25	-17.81	-17.28	-16.12	EV/EBITDA	65.60	151.57	24.78	6.61	4.88	3.49
现金流量净额	-585.13	385.54	109.70	233.07	222.88	251.78	EV/NOPLAT	123.06	250.98	36.81	9.25	6.73	4.70

数据来源: 阿花顺iFind

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把握最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637