

视觉即话语，细琢数字内容创意

增持(首次)

——丝路视觉(300556)首次覆盖

2024年06月28日

报告关键要素:

公司立足于CG创意和技术，将文化与科技深度融合，依托稳健的技术实力和优秀的创意设计能力，为包括政府机构、城市发展商、各行业企业等在内的各类型客户提供数字创意设计、数字内容制作以及视觉整体呈现的全流程服务和整体解决方案。

投资要点:

深耕数字化展览展示领域，持续提升核心竞争力。当前我国数字创意产业保持蓬勃发展态势，是引领文化振兴、实施文化强国的重要产业，是我国数字经济的重要力量。随着博物馆和科技馆数量的持续增长，数字化展览的需求预计将不断上升。近年来，数字技术的显著进步，包括增强现实(AR)、虚拟现实(VR)、混合现实(MR)、裸眼3D、全息技术、人工智能、大数据和超高清视频等多媒体高科技展示交互技术的应用，正推动着展览展示行业的数字化转型。公司凭借其在数字创意行业多年的专业深耕和经验积累，依托先进的数字展示技术和高质量的创意内容，为城市规划馆、企业展厅、主题展馆、博物馆、科技馆、产业园区展馆以及工业遗产等不同类型的展馆展厅提供数字化、智能化的展览展示解决方案。

发展数字内容应用业务，动态数字内容应用前景广阔。数字内容应用服务分为静态与动态。**静态数字内容应用业务**，每年为超千家建筑设计、规划设计、工业设计等机构提供高效、高质量的各类视觉效果图像，受国家房地产宏观政策的变化、房地产市场持续走低的影响，该业务在公司的占比逐年下降，随着中央政府出台一系列房地产宽松政策，预计房地产市场将出现一定程度的回暖，带动业务的回升；**动态数字内容应用业务**，利用CG技术，将创意构想通过3D建模、实拍等多维度的表达，最终呈现高清特效的数字化内容作品。主要产品形式为动画影片、宣传片、特效制作、商业文创体验产品、裸眼3D技术、城市灯光秀以及各类数字多媒体内容等，国家对于文化产业的数字化赋能发展均予以了高度重视，并在政策上给与明确的支持，动态数字内容业务顺应政策未来市场前景广阔。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1430.90	1631.84	1820.15	2000.16
增长比率(%)	10.82	14.04	11.54	9.89
归母净利润(百万元)	23.02	51.22	85.78	106.67
增长比率(%)	-50.39	122.54	67.47	24.35
每股收益(元)	0.19	0.42	0.71	0.88
市盈率(倍)	89.35	40.15	23.97	19.28
市净率(倍)	2.17	1.96	1.73	1.52

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	121.47
流通A股(百万股)	102.80
收盘价(元)	16.93
总市值(亿元)	20.57
流通A股市值(亿元)	17.40

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师:

夏清莹

执业证书编号: S0270520050001

电话: 075583223620

邮箱: xiaqy1@wlzq.com.cn

分析师:

李中港

执业证书编号: S0270524020001

电话: 02032255208

邮箱: lizg@wlzq.com.cn

立于数字内容创意领域头部地位，延展业务边界。凭借 CG 技术应用良好的延展性，深入挖掘潜在的市场机遇，在进一步夯实现主营业务的基础上，通过技术更新迭代和技术创新，不断尝试 CG 技术在各个领域的综合应用，将视觉运用延展至智慧城市、文化体育、旅游娱乐、医疗卫生、教育科研等多产业及众多新领域，目前，公司的战略创新业务主要包括提亚数科的数字孪生和智慧城市、丝路视创的 AR/VR/MR 交互式数字内容、瑞云科技的云渲染等业务。

盈利预测与投资建议：预计公司 2024-2026 年营收分别为 16.32/18.20/20.00 亿元，同比增速分别为 14.04%/11.54%/9.89%，归母净利润分别为 0.51/0.86/1.07 亿元，同比增速分别为 122.54%/67.47%/24.35%，对应 EPS 为 0.42/0.71/0.88 元，对应 6 月 27 日收盘价的 PE 为 40.15X/23.97X/19.28X。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素：政策支持力度不及预期、文化新基建需求不及预期、行业竞争加剧、公司新签订单不及预期、公司回款不及预期、订单交付进展不及预期、材料成本上涨风险。

正文目录

1 国内视觉综合服务的领跑者，稳健与创新并存.....	5
1.1 锚定文化+科技发展战略，做国内视觉综合服务领跑者.....	5
1.2 展览展示数字化专家，深耕全产业链实践与科技扩容创新实践.....	5
1.3 股权结构有所变化，第二、四、五股东均为 23Q4 新进.....	6
1.4 营收稳中有升，地方财政+亏损调整+业务结构变化致利润端有所承压.....	7
2 深耕数字化展览展示领域，持续提升核心竞争力.....	8
3 动态数字内容应用前景广阔，静态数字内容应用业务缩减.....	10
3.1 静态数字内容应用：立足建筑设计图，业务占比有所缩减.....	10
3.2 动态数字内容应用：呈现多维化数字内容，业务前景较为广阔.....	11
4 立于数字内容创意领域头部地位，延展业务边界.....	13
4.1 发挥自身竞争优势，致力智慧城市、AR/VR/MR、云渲染创新业务拓展...13	
4.2 创新业务布局行业景气度较高，市场潜力可期.....	13
4.2.1 智慧城市：受政策红利、社会需求、技术升级等利好因素影响，智慧城市行业市场规模稳步提升.....	13
4.2.2 AR/VR/MR：AR/VR 头显出货量增长存在潜力，我国 MR 市场前景广阔.....	14
4.3 深度布局创新业务，提供业绩新增长点.....	15
5 盈利预测与投资建议.....	18
6 风险提示.....	19
图表 1: 公司主要发展历程.....	5
图表 2: 公司目前主营业务.....	6
图表 3: 公司股权结构.....	7
图表 4: 2018-2023 营业收入及增速.....	7
图表 5: 2018-2023 归母净利润及增速.....	7
图表 6: 2018-2023 研发费用总额.....	8
图表 7: 2018-2023 我国博物馆数量及增长率.....	9
图表 8: 2018-2022 我国科技馆及科学技术类博物馆发展情况.....	9
图表 9: 乌镇世界互联网科技馆.....	10
图表 10: 华强北博物馆.....	10
图表 11: 数字内容应用业务.....	10
图表 12: 怀柔科学城“城市客厅”竞赛.....	11
图表 13: 深港科技创新合作区深方园区首批项目.....	11
图表 14: 2018-2023 我国房地产开发企业本年完成投资额.....	11
图表 15: 宣传片《真理永恒》.....	12
图表 16: 新华社合作示例.....	12
图表 17: 文物数字化示例.....	12
图表 18: 2019-2023 年我国规模以上文化及相关产业实现营业收入.....	13
图表 19: 公司战略创新业务.....	13
图表 20: 2019-2024E 中国智慧城市市场规模（万亿元）.....	14
图表 21: 2023Q1-2023Q4 中国 AR/VR 出货量.....	14
图表 22: 2023-2029 中国 MR 行业市场规模预测趋势图.....	15
图表 23: 智慧港口案例.....	16

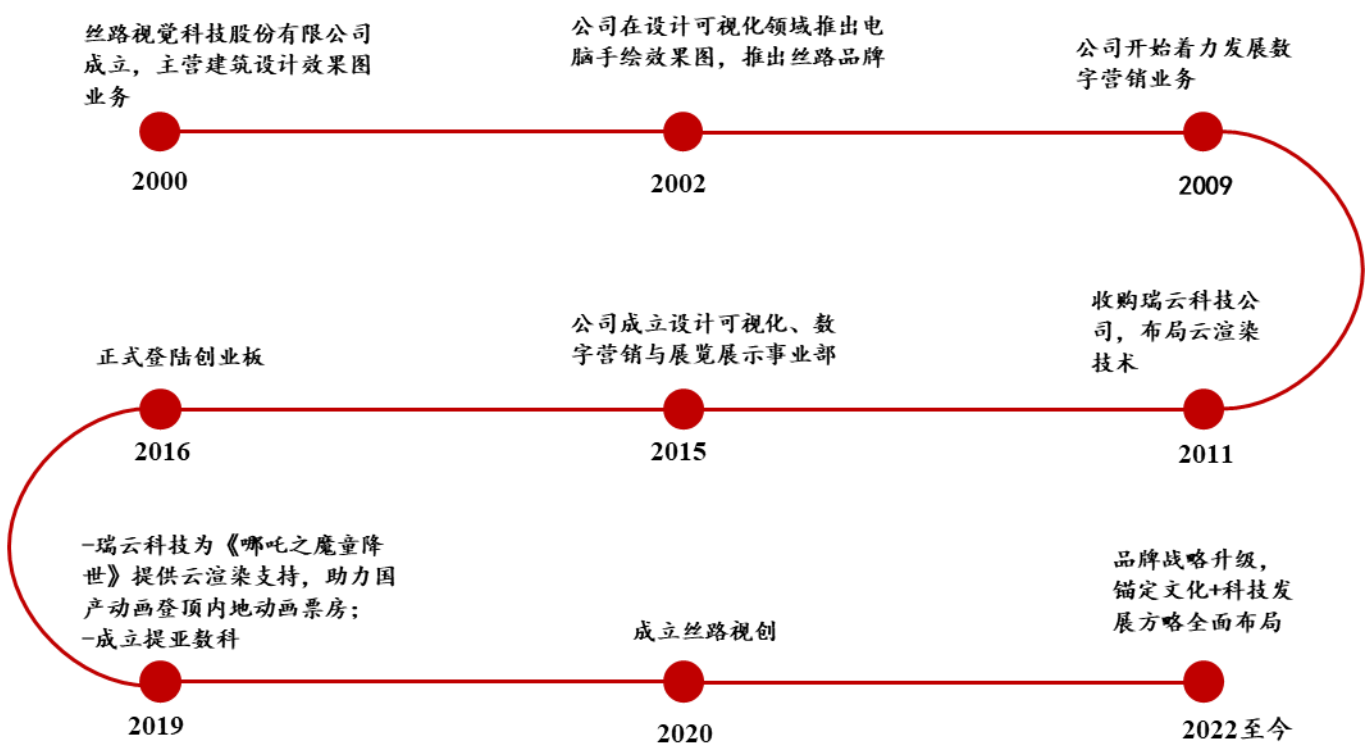
图表 24: 智慧航道案例.....	16
图表 25: 台州城市大脑 IOC 平台	16
图表 26: 丽江古城智慧小镇.....	16
图表 27: 智慧宫:中学虚拟仿真实验室.....	17
图表 28: 新能源汽车虚拟仿真教学实训	17
图表 29: 瑞云科技最新相关案例.....	17
图表 30: 公司盈利预测 (单位: 百万元)	18
图表 31: 可比公司估值表.....	19

1 国内视觉综合服务的领跑者，稳健与创新并存

1.1 锚定文化+科技发展战略，做国内视觉综合服务领跑者

丝路视觉科技股份有限公司是国内视觉综合服务的领跑者。丝路视觉科技股份有限公司（以下简称为“公司”）成立于2000年，最早主营建筑设计效果图业务。2002年，公司在设计可视化领域推出电脑手绘效果图，推出丝路品牌，并持续深耕技术，打造自有品牌效应，于2008年陆续开始全国范围内进行业务拓展，相继成立北京、上海、广州、武汉、成都、南京、青岛、厦门等分支机构，初步完成全国布局。2009年公司开始着力发展数字营销业务，将数字营销业务扩广至全国，相继完成多个城市标志性项目。2011年公司收购瑞云科技公司，布局云渲染技术。2013-2014年，公司着力发展综合类展览展示业务，并相继完成了横琴、前海、南沙等城市项目。2015年，公司成立了设计可视化、数字营销与展览展示事业部。2016年11月，公司正式登陆创业板，成为数字创意领域里第一家上市公司。2019年公司旗下瑞云科技为《哪吒之魔童降世》提供云渲染支持，助力国产动画登顶内地动画票房，并在2019及2020年分别成立提亚数科及丝路视创，拓展智慧城市、数字孪生、AR/VR全新业务。2022年至今公司战略升级，锚定文化+科技发展方略全面布局，致力成为影响世界文化的中国力量。

图表1:公司主要发展历程



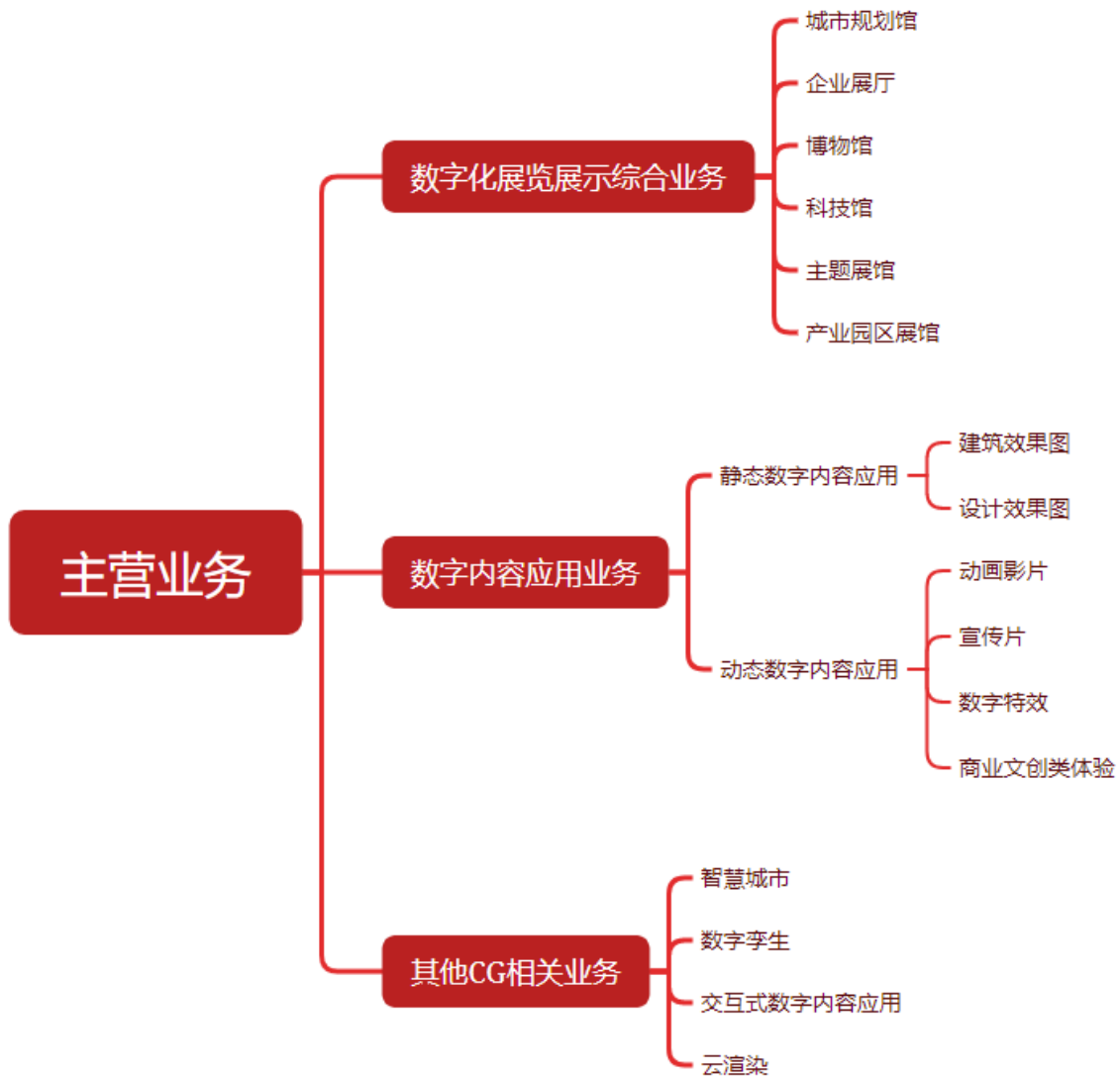
资料来源: 公司官网、iFind、万联证券研究所

1.2 展览展示数字化专家，深耕全产业链实践与科技扩容创新实践

展览展示数字化专家，深耕全产业链实践与科技扩容创新实践。公司主营业务具体分为数字化展览展示综合业务，数字内容应用业务及其他CG相关业务。1) 数字化展览展示业务，收入占比在公司整体营收中，产品和服务形态主要表现为各大城市规划馆、企业展厅、主题展馆、博物馆、科技馆、产业园区展馆、工业遗产等各类展馆展厅，公司用专业的数字化展示技术探索践行科技化、艺术化、沉浸式、交互式的展示模式，通过前沿数字技术与创新表达，以数字创意的力量构造数字化、智能化展览展示空间；2) 数字内容应用业务分为静态数字内容应用以及动态数字内容应用

用服务。静态数字内容应用方面，公司以建筑设计可视化为起点，每年为超千家建筑设计、规划设计、工业设计等机构提供高效、高质量的服务，主要产品形式为各类视觉效果图像；动态数字内容应用方面，主要客户为房地产行业客户、各类商业客户和政府类机构，通过运用动画、影片、数字特效等形式，帮助各行业客户更好地展示其产品、服务，实现展示、营销和宣传目的；**3) 其他CG相关业务**，围绕子公司及参股公司展开智慧城市、数字孪生业务及AR/VR/MR交互式数字内容整体解决方案、云渲染等业务。

图表2:公司目前主营业务

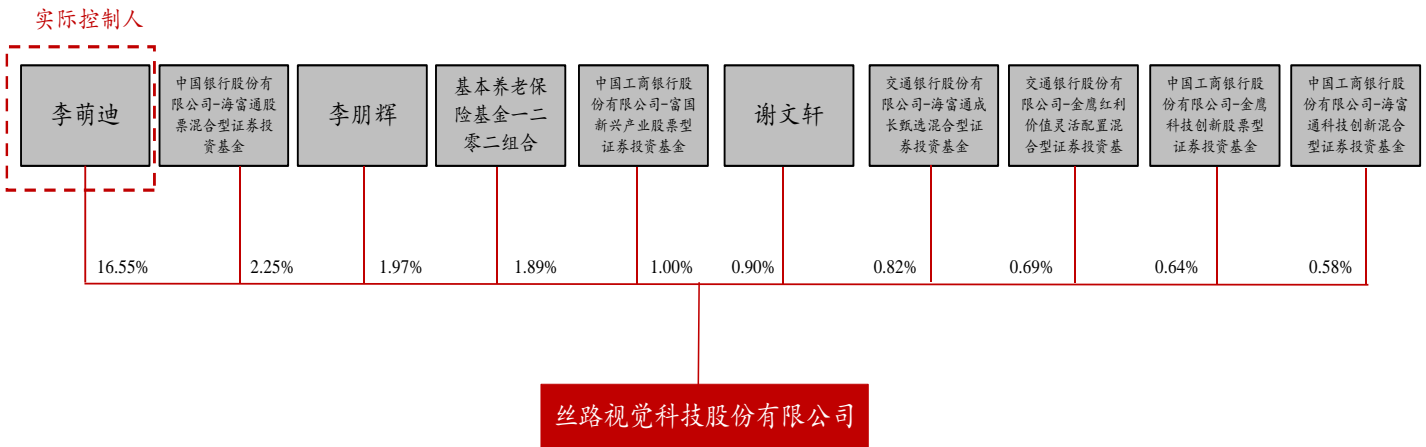


资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.3 股权结构有所变化，第二、四、五股东均为 23Q4 新进

公司股权结构有所变化。根据2023年年报披露，公司董事长、总裁李萌迪为公司实际控制人，持股比例16.55%，为公司第一大股东，中国银行股份有限公司-海富通股票混合型证券投资基金、基本养老保险基金一二零二组合和中国工商银行股份有限公司-富国新兴产业股票型证券投资基金分别持有公司1.89%和1.00%股份，均为2023Q4新进持股，为公司第二大股东、第四大股东和第五大股东，公司原董事、原副总裁李朋辉持有公司1.97%股份，为第三大股东。

图表3:公司股权结构



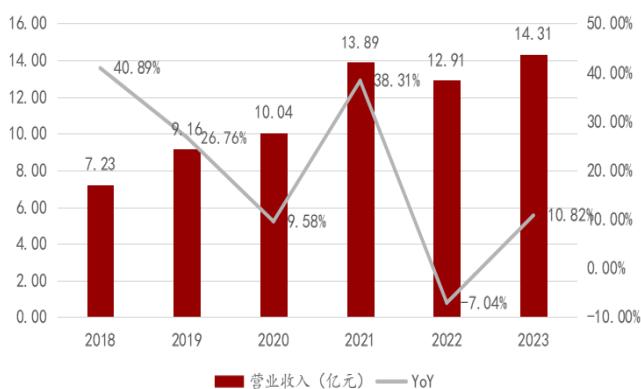
资料来源:公司公告、万联证券研究所

1.4 营收稳中有升, 地方财政+亏损调整+业务结构变化致利润端有所承压

营收稳中有升, 利润端有所承压。从营收端来看, 在2018-2023年总体呈波动上升趋势, 2023年营业收入14.31亿元, 同比上涨10.82%, 主要得益于公司在内部管理、资源整合, 强化数字创意产品技术服务等所做出的努力, 从细分业务情况来看, 营业收入的主要增长来自于展览展示场景构建的增长和公司数字孪生、智慧城市及AR/VR/MR交互式数字业务的收入增长, 由于政策的利好叠加数字技术的迅猛发展, 展览展示行业广阔的生态空间加速释放, 各种大型活动随着消费热情复苏逐渐活跃, 促使展览展示业务的增长。

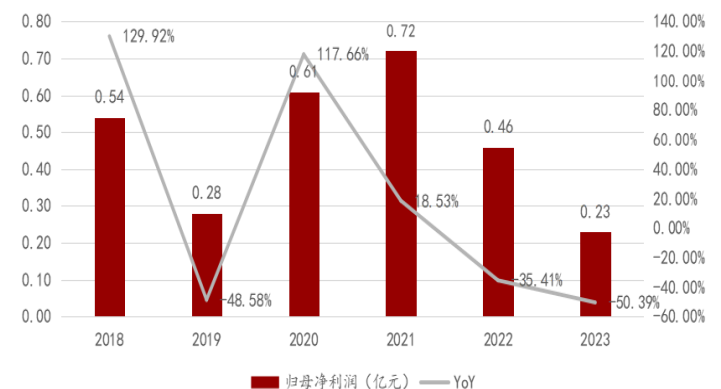
从利润端来看, 2019-2021年, 公司归母净利润实现较大幅度增长, 2022年-2023年归母净利润有所下降, 2023年归母净利润0.23亿元, 同比下降50.39%, 这是受国内经济下行压力和地方财政支出紧张的影响, 叠加公司对以往房地产行业项目专项计提坏账减值准备以及瑞云科技报告期内的亏损导致公司投资损失, 从业务来看, 由于近年来公司业务重心逐渐往数字化展览展示方向转移, 该业务的整体收入增长较快, 其中场景构建(施工、硬件、安装等)实施过程中的标准化程度较高, 较低毛利率的硬件及装修实施费用压低了整体毛利率, 导致公司整体归母净利润呈现下降的趋势。我们预计随着该类业务的进一步拓展, 公司在材料、硬件采购等方面持续优化供应链管理, 进一步强化项目实施的管控, 成本端合作稳定后掌握一定的议价权, 整体净利润水平有望回暖。

图表4:2018-2023 营业收入及增速



资料来源: iFind、公司公告、万联证券研究所

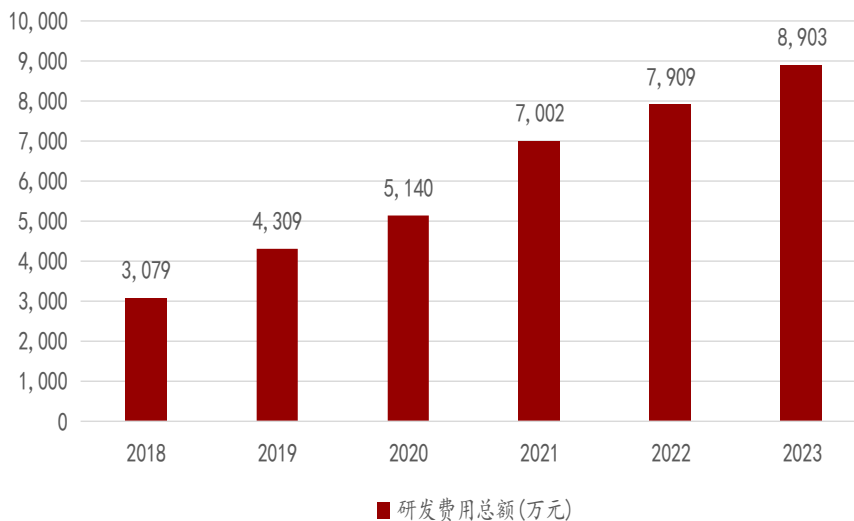
图表5:2018-2023 归母净利润及增速



资料来源: iFind、公司公告、万联证券研究所

研发投入逐年上涨。公司致力于强化数字创意产品技术服务等各方面研发和创新能力，持续提升核心竞争力，加强研发投入，2018年来研发费用逐年上升。2023研发费用8903万元，较上年同期有所上升。2023年公司新增注册授权专利8项(发明专利2项，实用新型4项、外观设计2项)、软件著作权2项，进一步夯实“文化+科技”综合实力，为持续高品质内容输出提供强力支撑。

图表6:2018-2023 研发费用总额



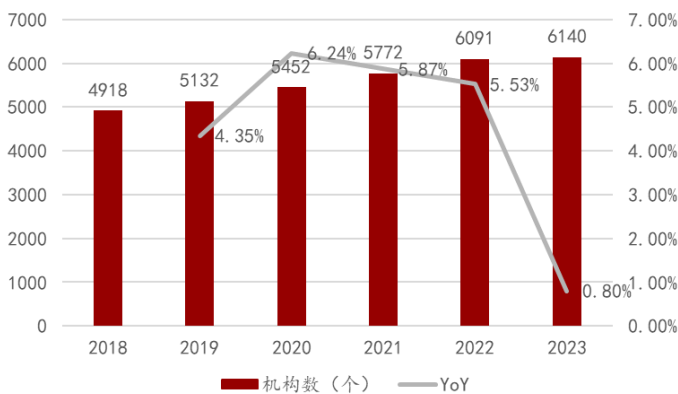
资料来源: iFinD、万联证券研究所

2 深耕数字化展览展示领域，持续提升核心竞争力

锚定数字化展览展示综合业务主赛道，持续提升核心竞争力。当前我国数字创意产业保持蓬勃发展态势，是引领文化振兴、实施文化强国的重要产业，是我国数字经济的重要力量。丝路视觉作为国内数字创意行业的领跑者，在数字化展览展示领域深耕多年，拥有丰富的项目经验和市场领先地位。数字化展览展示综合业务是公司近年来的业务重心，数字化展览展示综合业务收入占公司营业收入逐年攀升，2023年该业务占整体营业收入比例为84%。

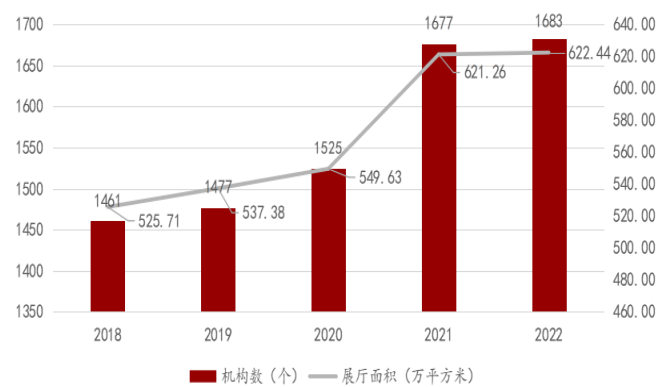
数字文化产业政策利好，博物馆、科技馆数量显著增长。近年来，各地方政府和相关部门在国家政策的引导下，积极支持并投入资源于城市馆、博物馆、科技馆和旅游景区体验中心等文化设施的建设，以满足地区宣传、招商引资、市民文化体验和文化消费等需求，这些需求是经济发展和社会公益基础设施的重要组成部分。根据文化和旅游部发布的《国内旅游提升计划(2023-2025年)》，该计划强调了对博物馆等文博场馆数字化发展的推动，以及线上线下服务融合的加速。根据国家统计局的数据显示，2023年中国博物馆总数增至6140座，保持连续增长态势。同时，国家科技部的统计表明，2022年我国科技馆及科学技术类博物馆数量达到1683座，展厅面积总计622.44万平方米，相较于2020年增加了72.81万平方米，这些数据体现了我国文化设施建设的显著进展和持续增长。

图表7:2018-2023 我国博物馆数量及增长率



资料来源: 国家统计局、万联证券研究所

图表8:2018-2022 我国科技馆及科学技术类博物馆发展情况



资料来源: 科技部、万联证券研究所

高新技术推动博物馆、科技馆数字化发展。随着博物馆和科技馆数量的持续增长，数字化展览的需求预计将不断上升。近年来，数字技术的显著进步，包括增强现实(AR)、虚拟现实(VR)、混合现实(MR)、裸眼3D、全息技术、人工智能、大数据和超高清视频等多媒体高科技展示交互技术的应用，正推动着展览展示行业的数字化转型。根据国家发展改革委等部门6月13日印发的《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》提出，鼓励开展数字赋能文旅场景建设行动，积极发展数字艺术、沉浸式体验等新业态，并拓展VR体验等文娱业态场景创新，我国正利用这些数字技术来增强文化产业的发展，催生新的应用、体验和消费模式，为文化强国的建设提供了动力。现代博物馆和科技馆与传统展馆不同，它们融合了最新的3D展示、动画模拟和虚拟现实技术，使得原本单一的展示变得更加互动和有趣，增强了科技感和智能化，实现了教育与娱乐的结合。在政策支持和数字技术快速发展的双重推动下，展览展示行业的生态空间正在迅速扩展，数字化展览展示的市场潜力可期。

丰富项目经验赋予综合竞争优势。公司凭借其在数字创意行业多年的专业深耕和经验积累，依托先进的数字展示技术和高质量的创意内容，为城市规划馆、企业展厅、主题展馆、博物馆、科技馆、产业园区展馆以及工业遗产等不同类型的展馆展厅提供数字化、智能化的展览展示解决方案。公司在展馆空间设计、综合布展和运营保障等方面拥有丰富的项目经验，并与国内其他展馆运维商相比，展现出其独特的、差异化的综合竞争优势。在积极拓展数字化展览展示业务的同时，公司也着眼于展馆运营领域，致力于构建一个涵盖规划设计、建设、采购、运营一体化的EPCO全产业链条，以实现业务的全面覆盖和深度整合。

图表9:乌镇世界互联网科技馆



资料来源: 公司公众号、万联证券研究所

图表10:华强北博物馆

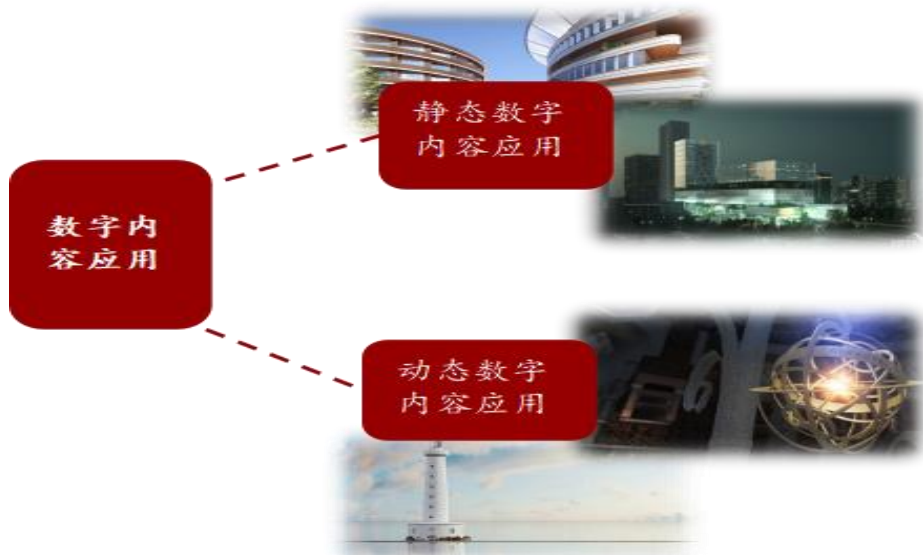


资料来源: 公司官网、万联证券研究所

3 动态数字内容应用前景广阔，静态数字内容应用业务缩减

数字内容应用业务分为静态数字内容应用以及动态数字内容应用服务。其中，静态数字内容应用业务用视觉语言勾画未来城市和建筑，建立全球设计可视化价值链，以建筑设计为起点向其他设计领域拓展。动态数字内容应用利用CG技术，建立全产业链的数字视觉营销服务体系，从地产营销为起点，将在商业营销中提供视觉服务的价值。

图表11:数字内容应用业务



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

3.1 静态数字内容应用：立足建筑设计图，业务占比有所缩减

静态数字内容应用以建筑设计为起点，利用计算机图形图像制作和处理技术将设计师2D的设计蓝图转换为3D立体的视觉呈现表达。公司结合专业设计视觉技术与细腻画面表达，将设计灵感和创意完美呈现，每年为超千家建筑设计、规划设计、工业设计等机构提供高效、高质量的各类视觉效果图。近年来打造了怀柔科学城“城市客厅”竞赛、深港科技创新合作区深方园区首批项目等各类建筑设计项目标杆案例。

图表12:怀柔科学城“城市客厅”竞赛



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

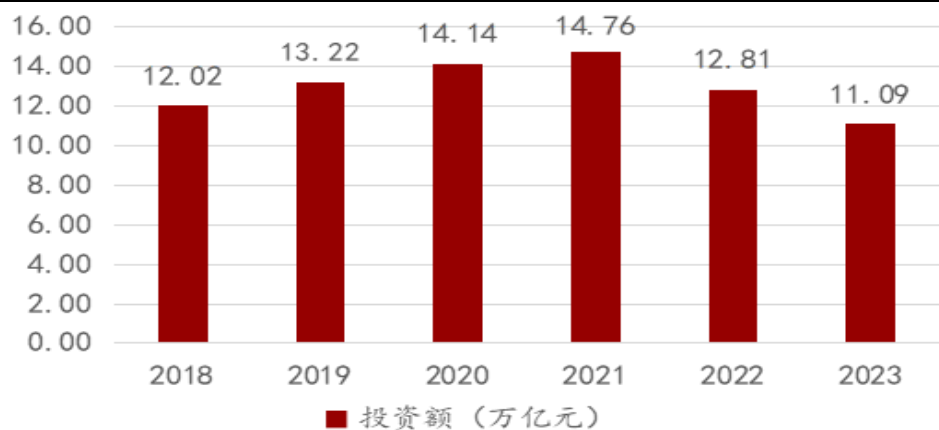
图表13:深港科技创新合作区深方园区首批项目



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

房地产投资规模逐年降低,静态数字内容应用营收缩减,展望24年政策宽松带动业务回升。公司静态数字内容应用服务覆盖了政府机构、城市发展商以及建筑、设计、房地产等多个领域。2022年,受宏观经济环境和政策调控的影响,房地产投资规模较2021年显著减少1.95万亿元,降至12.81万亿元。进入2023年,房地产投资规模继续呈现下跌趋势,全年累计投资额为11.09万亿元,同比大幅下降9.6%。尽管公司在静态数字内容应用服务领域拥有广泛且稳定的客户基础,并且近年来服务的客户群体也在逐渐从传统的建筑设计和房地产行业向政府、工业广告、会展和娱乐等领域拓展,但受到国家房地产宏观政策调整和房地产市场持续低迷的影响,该业务在公司整体业务中的占比呈现逐年下降的趋势。展望2024年,随着中央政府出台一系列房地产宽松政策,包括加强住房公积金支持和提供购房财税补贴等措施,预计房地产市场将出现一定程度的回暖。这一政策导向预计将对公司的静态数字内容业务产生积极影响,带动业务的回升。

图表14:2018-2023 我国房地产开发企业本年完成投资额



资料来源: 国家统计局、万联证券研究所

3.2 动态数字内容应用: 呈现多维化数字内容, 业务前景较为广阔

动态数字内容应用利用CG技术,将创意构想通过3D建模、实拍等多维度的表达,最终呈现高清特效的数字化内容产品形式包括动画影片、宣传片、特效制作、商业文创体验产品、裸眼3D技术、城市灯光秀以及各类数字多媒体内容。这些产品旨在为政府机构和各行业客户,特别是那些寻求利用数字化营销手段进行展示或宣传的实体,创造沉浸式和商业消费场景。通过这些创新的展示方式,公司帮助客户更有

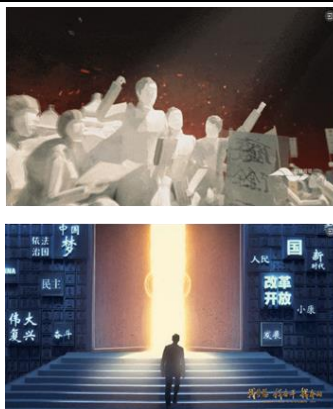
效地展示其产品和服务，实现其展示、营销和宣传的目标。近年来，公司成功打造了包括真理永恒在内的多个宣传片项目，并且携手新华社等国家级媒体为国家形象提供主题宣传服务，并利于在数字特效领域的创新能力，与国家博物馆、字节跳动等展开深度合作，展示了公司在数字创意领域的专业实力和创新能力。

图表15:宣传片《真理永恒》



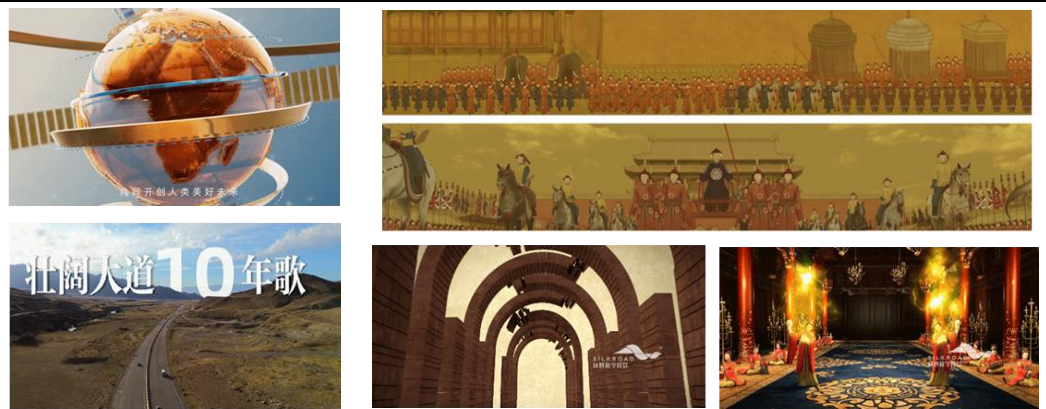
资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表16:新华社合作示例



资料来源：公司公众号、万联证券研究所

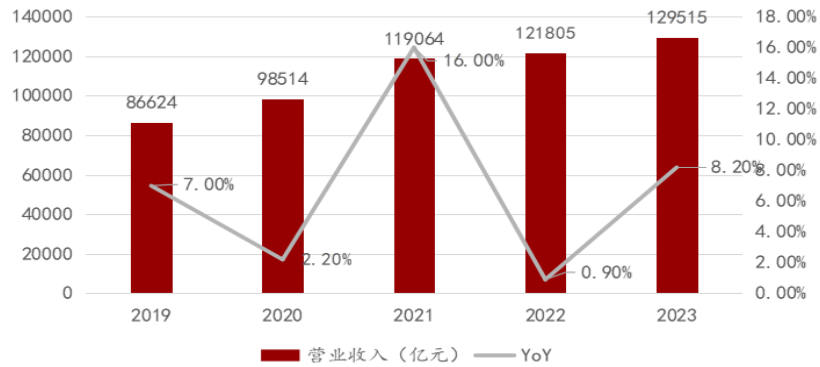
图表17:文物数字化示例



资料来源：公司公众号、万联证券研究所

我国文化新业态显现活力，数字创意行业前景广阔。2022年初，国务院发布了《“十四五”数字经济发展规划》，随后工信部、文旅部等相关部门以及全国多地迅速响应，密集出台了一系列旨在鼓励和引导数字经济发展的专项产业政策。这些政策对文化产业的数字化转型和赋能发展给予了高度重视，并在政策层面提供了明确的支持。根据国家统计局网站发布的最新数据，2019至2023年间，我国文化创意设计服务业保持了稳定的增长态势。2023年，规模以上文化及相关产业的营业收入达到1,295,150亿元，同比增长了8.2%。在这一总体增长中，丝路视觉所在的内容创作生产和创意设计服务行业表现尤为突出，营业收入达到495,110亿元，同比分别增长了10.7%和8.7%。这些数据反映出我国文化新业态的活力和文化产业发展的强劲动力，同时也预示着数字创意行业的广阔发展前景。

图表18:2019-2023 年我国规模以上文化及相关产业实现营业收入



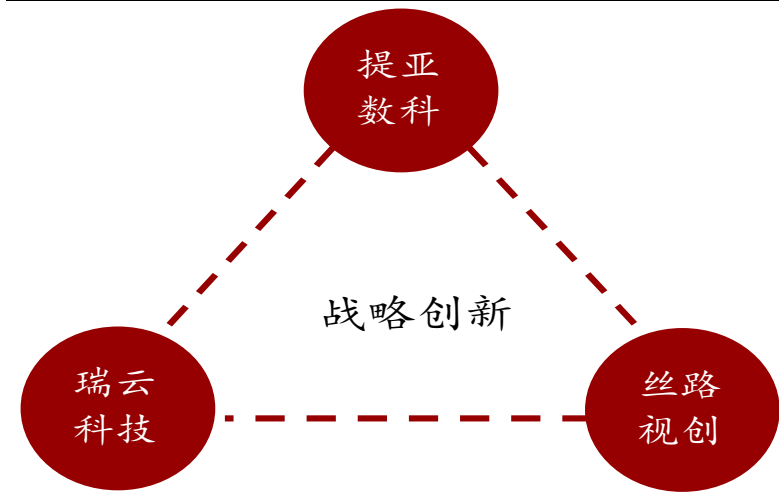
资料来源：国家统计局、万联证券研究所

4 立于数字内容创意领域头部地位，延展业务边界

4.1 发挥自身竞争优势，致力智慧城市、AR/VR/MR、云渲染创新业务拓展

依托数字内容创意领域头部地位，努力延展公司业务边界。丝路视觉凭借CG技术应用良好的延展性，深入挖掘潜在的市场机遇，在进一步夯实主营业务的基础上，通过技术更新迭代和技术创新，不断尝试CG技术在各个领域的综合应用，将视觉运用延展至智慧城市、文化体育、旅游娱乐、医疗卫生、教育科研等多产业及众多新领域，目前，丝路视觉的战略创新业务主要包括提亚数科下数字孪生和智慧城市、丝路视创下AR/VR/MR交互式数字内容、瑞云科技云渲染等业务。

图表19:公司战略创新业务



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

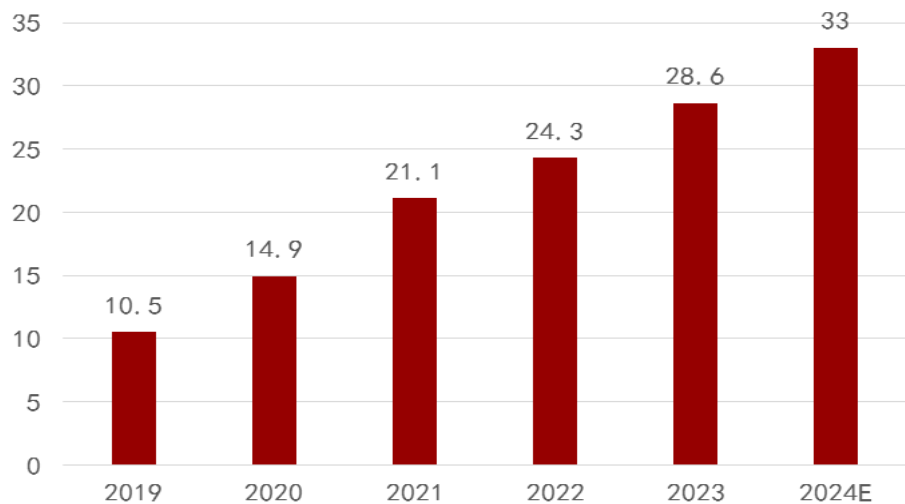
4.2 创新业务布局行业景气度较高，市场潜力可期

4.2.1 智慧城市：受政策红利、社会需求、技术升级等利好因素影响，智慧城市行业市场规模稳步提升

受政策红利、社会需求、技术升级等利好因素影响，智慧城市行业市场规模稳步提升。自“十四五”规划的开局之年起，全国各地都将智慧城市列为重要发展任务，数字化转型驱动发展，技术赋能结合机制创新，给城市规划、建设和管理带来了新的模式，

各个城市正加速迈向城市转型升级和可持续发展的目标，我国智慧城市发展正式迈入全面发展期。近年来，我国各级政府持续推动智慧城市建设工作，吸引了大量社会资本加速投入，直接拉动智慧城市产业的大规模发展。根据中商产业研究院数据显示，中国智慧城市市场规模近几年均保持30%以上增长，2023年我国智慧城市市场规模为28.6万亿元，在2024年我国智慧城市市场规模预计达到33万亿元。

图表20:2019-2024E 中国智慧城市市场规模（万亿元）

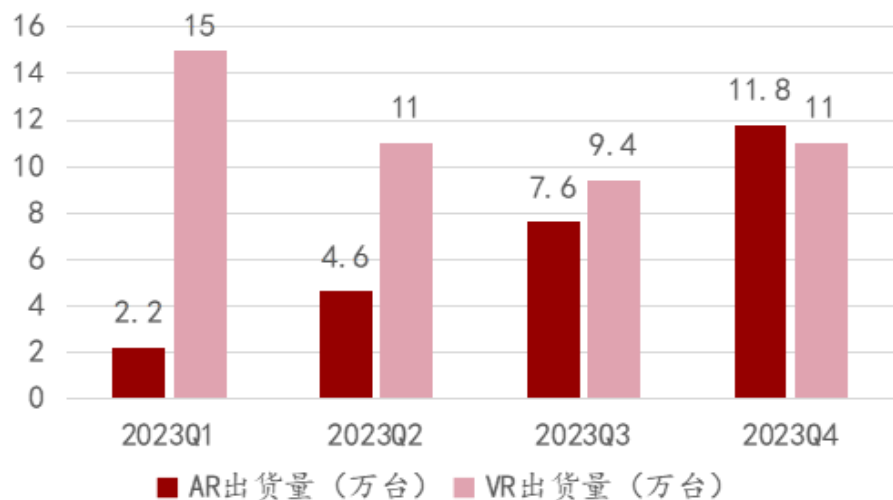


资料来源：中商产业研究院、万联证券研究所

4.2.2 AR/VR/MR: AR/VR 头显出货量增长存在潜力，我国 MR 市场前景广阔

我国AR市场规模逐渐扩大，全球AR/VR头显出货量增长存在一定潜力。根据IDC公布的数据，2023年中国AR/VR头显出货72.5万台，其中AR出货26.2万台，同比上涨154.4%，VR出货46.3万台，同比下滑57.9%。2023全年，AR出货占整体中国市场AR/VR出货的36.1%，创历史新高，其中在第四季度AR出货11.8万台，VR出货11万台，这是中国市场AR出货量首次单季度超过VR，根据IDC数据，2023年第四季度全球AR/VR头显出货量同比增长130.4%。IDC预计在2024年，AR/VR头显的出货量预计将增长46.4%，存在一定潜力。

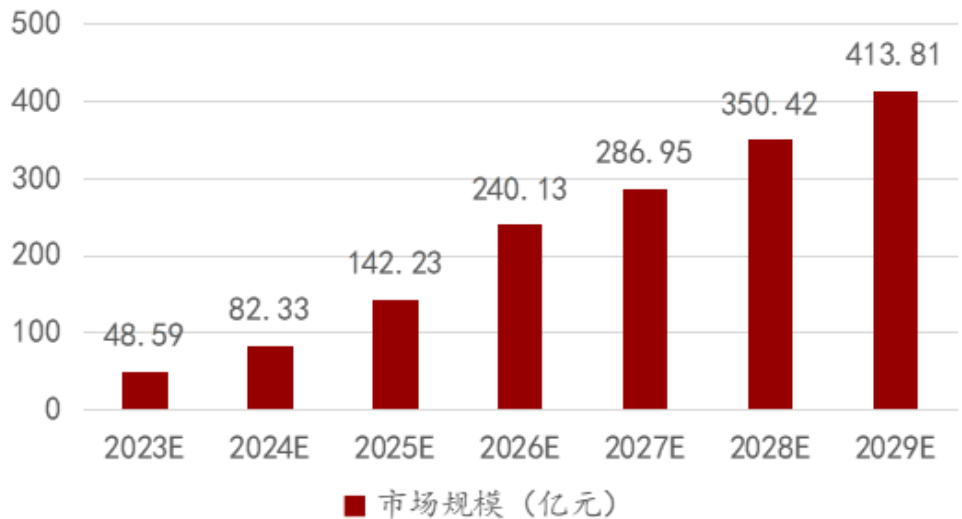
图表21:2023Q1-2023Q4 中国 AR/VR 出货量



资料来源：IDC、万联证券研究所

我国MR市场前景广阔，C端应用的需求增长。2023年苹果Vision Pro发布，硬件的创新拓宽了C端消费者对于MR类头显产品功能和性能的认知边界，由此带来C端应用的需求增量。MR是近年来快速崛起的一种新兴技术，在多个领域有广泛的应用潜力，中商产业研究院发布的《2023-2029全球与中国扩展现实技术市场现状及未来发展趋势》显示，2023年中国MR市场规模将达48.59亿元，2024年将达82.33亿元，并且未来将继续快速增长，到2029年，MR市场规模将增长至413.81亿元。

图表22:2023-2029 中国 MR 行业市场规模预测趋势图

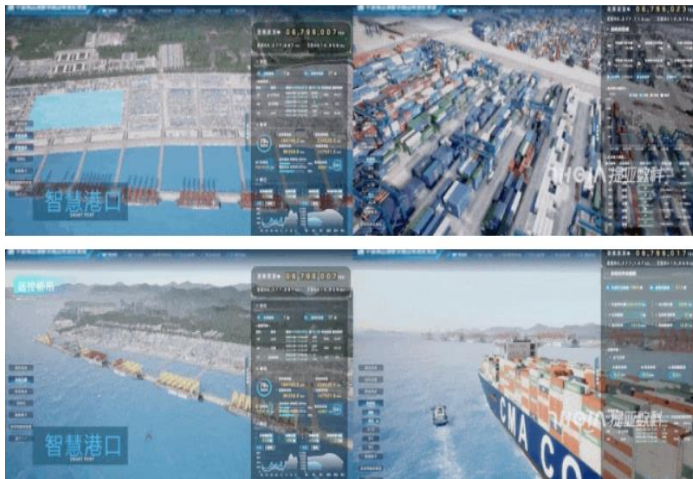


资料来源：中商产业研究院、万联证券研究所

4.3 深度布局创新业务，提供业绩新增长点

提亚数科专注数字孪生，深耕城市数字化转型。截至2023年12月31日，公司持有提亚数科70%的直接股份和12.30%的间接股份。2023年，中共中央、国务院发布了《数字中国建设整体布局规划》，明确提出加快建立数据产权制度，开展数据资产计价研究等，标志着国家数据要素政策布局的进一步细化。提亚数科紧跟国家政策导向，以数据驱动业务融合，致力于释放数据价值。自成立伊始，一直专注于利用城市基础设施、生态建筑等要素构建三维数字城市底图，探索和实践三维立体世界场景和实时图形的呈现与应用，以打造数字孪生技术，为城市和产业的可持续发展提供数字化转型的思路，与各方合作伙伴共同推进数字化转型业务的发展。其生产平台提亚引擎经过持续的升级和迭代，具备了强大的渲染和交互能力，为公司在数字孪生领域的深入发展提供了坚实的技术基础，显著提升了提亚数科在大数据专业化展示领域的的能力。具体成果包括丽江小镇项目荣获“CIM案例成果组二等奖”、台州城市大脑IOC项目获得了“DIDA金芦苇工业设计奖优秀产品设计奖”。至今，提亚数科凭借在大数据可视化领域的技术积累和专业经验，为城市和产业的可持续发展提供了数字化转型的新思路，并与合作伙伴共同构建了数字化转型业务的新生态。

图表23:智慧港口案例



资料来源: 提亚数科公众号、万联证券研究所

图表24:智慧航道案例



资料来源: 提亚数科公众号、万联证券研究所

图表25:台州城市大脑 IOC 平台



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

图表26:丽江古城智慧小镇



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

丝路视创提供AR/VR/MR交互式数字内容整体解决方案。截至2023年12月31日,公司持股丝路视创60%股份。公司在VR、AR、MR等交互内容和解决方案早已深入布局,公司根据自身的资源禀赋,以创意为导向,以高品质的VR定制化内容为切入口,积极投身到VR、AR、MR内容与场景的构建之中。公司2021年、2022年连续两年被虚拟现实产业联盟评选为“中国VR50强企业”。公司通过子公司丝路视创,在教育、智能制造、企业运维、可视化营销和文化旅游等多个场景实现了应用布局和落地。

利用G端、B端业务的内容沉淀和品牌认知优势,持续构建C端新业务、新生态。多年来,丝路视创专注于给G端和B端业务的发展,在数字内容的生产制作和项目落地方面积累了丰富的经验,这为C端业务发展提供了良好的内容积累和经验储备。在MR市场规模未来持续增长的背景下,丝路视创牢牢把握住硬件设备迭代可能带来的商业机会,以VR数字内容创作为核心和突破口,拓展虚拟现实和增强现实场景服务以及虚拟现实培训课程等业务。Vision Pro作为对C端业务延展的起点,把握Vision Pro硬件设备更迭的机会,为包括苹果在内的各品牌终端产商提供优质的MR数字内容和服务,致力于通过对产品的创新和开发以获取稳定的客流量,进而期待获得较好的转化率。

图表27:智慧宫:中学虚拟仿真实验室



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

图表28:新能源汽车虚拟仿真教学实训



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

瑞云科技专注云渲染综合解决方案, 赋能影视剧集市场。公司于2011年收购瑞云科技, 截至2023年12月31日公司持有瑞云科技13.56%的股份。目前, 瑞云科技拥有一支在并行计算、大规模集群管理与调度、高性能I/O系统等专业方向经验丰富的研发团队, 同时拥有30,000+自建的垂直领域大规模算力集群, 为视觉内容制作行业的离线渲染、实时渲染、云存储、数据传输等领域提供强有力的算力支撑, 已经成长为国内视觉云计算的领军者。2023年, 瑞云渲染共渲染了48部影视作品, 助力96.8亿票房, 1500亿播放量, 代表案例包括电影《封神第一部》、《三体》、《飞驰人生2》、《流浪地球》等。丝路视觉利用投资瑞云科技的先发优势, 抢先布局视觉计算垂直领域的云计算平台, 为未来元宇宙实时交互的体验做好算力基础和技术铺垫。

图表29:瑞云科技最新相关案例



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

5 盈利预测与投资建议

我们将公司业务分为三大板块进行预测，分别是数字化展览综合业务、数字内容应用业务及其他业务，分业务盈利预测如下：

1) 数字化展览综合业务：根据国家统计局及科技部数据显示，我国博物馆及科技馆数量已成规模，增速有所放缓，随着国家支持性政策持续推出，科技馆及博物馆数字化转型进程稳步推进，我们预测数字化展览综合业务2024-2026年营收稳步增长，增长率分别为15%、12%、10%；随着该类业务的进一步拓展，公司在材料、硬件采购等方面持续优化供应链管理，进一步强化项目实施的管控，成本端合作稳定后掌握一定的议价权，毛利率将2025年稳步升至31%，并在2026年维持。

2) 数字内容应用业务：随着房地产宽松政策推出，市场有所回暖，静态数字内容应用业务预计回升，同时动态数字内容应用服务不断拓展市场，我们预测2024-2025年营收以每年约两千万的营收增长逐步回升至2022年水平，并在2026年继续保持该增速；该业务持续推进结构优化，缩减成本，预计到25年能稳步提升至约38%的毛利率水平，2026年预计维持稳定。

3) 其他业务：公司其他主营业务主要为包括数字孪生、智慧城市、虚拟现实及云渲染等，发展态势良好，我们预测2023-2025年增长率为5%、8%、10%；由于科技产品中硬件成本的提升，近年来毛利率有所下滑，预计2024年微幅下滑至28%，随着公司业务产品及技术逐渐成熟，成本逐渐控制，整体毛利率在2025-2026年保持平稳，预期稳定在28%左右。

图表30:公司盈利预测（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
数字化展览综合业务	1,202.37	1382.73	1548.65	1703.52
YoY	16.35%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	29.33%	30.00%	31.00%	31.00%
数字内容应用业务	183.12	201.43	220.00	240.00
YoY	-14.60%	10.00%	9.22%	9.09%
毛利率	33.72%	35.00%	38.00%	38.00%
其他业务	45.41	47.68	51.50	56.65
YoY	4.90%	5.00%	8.00%	10.00%
毛利率	29.74%	28.00%	28.00%	28.00%
总营业收入	1,430.90	1,631.84	1,820.15	2,000.16
YoY	10.82%	14.04%	11.54%	9.89%
总归母净利润	23.02	51.22	85.78	106.67
YoY	-50.39%	122.54%	67.47%	24.35%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

综合来看，我们预计公司2024-2026年营收分别为16.32/18.20/20.00亿元，同比增速分别为14.04%/11.54%/9.89%，归母净利润分别为0.51/0.86/1.07亿元，同比增速分别为122.54%/67.47%/24.35%，对应EPS为0.42/0.71/0.88元，对应6月27日收盘价的PE为40.15X/23.97X/19.28X。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表31:可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
301313.SZ	凡拓数创	21.52	0.1	0.58	0.89	0.89	351.37	37.59	24.55	24.74
603466.SH	风语筑	51.69	0.47	0.58	0.67	0.77	30.29	15.08	13.07	11.33
	均值		0.29	0.58	0.78	0.83	190.83	26.34	18.81	18.04
300556.SZ	丝路视觉	20.57	0.19	0.42	0.71	0.88	91.35	40.15	23.97	19.28

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

注: 1. 市值数据统计时间截至于2024.6.27; 2. 可比公司2024-2026年EPS、PE预测值为同花顺统计的机构一致预测, 丝路视觉预测取自于我们团队预测。

6 风险提示

政策支持力度不及预期、文化新基建需求不及预期、行业竞争加剧、公司新签订单不及预期、公司回款不及预期、订单交付进展不及预期、材料成本上涨风险。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1431	1632	1820	2000
同比增速 (%)	10.82	14.04	11.54	9.89
营业成本	1003	1133	1242	1365
毛利	428	499	578	635
营业收入 (%)	29.91	30.56	31.76	31.75
税金及附加	4	6	7	8
营业收入 (%)	0.29	0.35	0.40	0.40
销售费用	86	117	146	160
营业收入 (%)	6.00	7.20	8.00	8.00
管理费用	97	122	140	154
营业收入 (%)	6.77	7.50	7.70	7.70
研发费用	89	108	121	133
营业收入 (%)	6.22	6.60	6.65	6.65
财务费用	13	14	11	13
营业收入 (%)	0.90	0.83	0.61	0.63
资产减值损失	-41	-27	-25	-22
信用减值损失	-74	-51	-53	-53
其他收益	2	3	4	4
投资收益	-7	-6	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	19	52	84	101
营业收入 (%)	1.33	3.16	4.63	5.07
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	20	52	84	101
营业收入 (%)	1.41	3.16	4.63	5.07
所得税费用	-2	2	2	-1
净利润	22	49	82	102
营业收入 (%)	1.53	3.03	4.52	5.12
归属于母公司的净利润	23	51	86	107
同比增速 (%)	-50.39	122.54	67.47	24.35
少数股东损益	-1	-2	-4	-4
EPS (元/股)	0.19	0.42	0.71	0.88

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.19	0.42	0.71	0.88
BVPS	7.80	8.65	9.79	11.11
PE	89.35	40.15	23.97	19.28
PEG	-1.77	0.33	0.36	0.79
PB	2.17	1.96	1.73	1.52
EV/EBITDA	34.22	17.52	12.79	10.01
ROE	2.43%	4.88%	7.21%	7.91%
ROIC	6.32%	4.35%	5.88%	6.59%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	650	761	849	1021
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	675	653	746	800
存货	37	32	13	-2
预付款项	24	63	61	72
合同资产	277	263	310	321
其他流动资产	64	76	82	86
流动资产合计	1728	1848	2060	2298
长期股权投资	130	134	138	142
固定资产	28	26	23	20
在建工程	0	0	0	0
无形资产	52	52	53	53
商誉	5	6	6	8
递延所得税资产	60	71	71	71
其他非流动资产	188	213	224	243
资产总计	2192	2351	2576	2835
短期借款	127	123	135	138
应付票据及应付账款	566	519	567	616
预收账款	0	0	0	0
合同负债	50	109	113	132
应付职工薪酬	80	147	158	179
应交税费	90	65	75	79
其他流动负债	199	202	218	229
流动负债合计	984	1042	1131	1234
长期借款	0	0	0	0
应付债券	232	232	232	232
递延所得税负债	5	4	4	4
其他非流动负债	24	25	25	25
负债合计	1245	1303	1392	1495
归属于母公司的所有者权益	948	1050	1189	1349
少数股东权益	0	-2	-6	-10
股东权益	947	1048	1184	1339
负债及股东权益	2192	2351	2576	2835

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	16	183	114	216
投资	47	-4	-4	-4
资本性支出	-57	-57	-39	-48
其他	7	-4	5	5
投资活动现金流净额	-3	-65	-38	-47
债权融资	0	-4	0	0
股权融资	31	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	42	-4	12	3
筹资成本	-11	0	0	0
其他	-19	1	0	0
筹资活动现金流净额	43	-7	12	3
现金净流量	56	111	88	172

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告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。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场