

锋尚文化 (300860.SZ) 文旅演艺固本，C端新业态开启成长新篇

2024年07月02日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

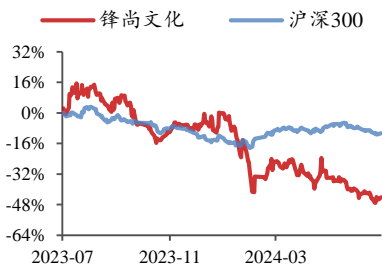
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

日期	2024/7/1
当前股价(元)	21.43
一年最高最低(元)	65.49/20.13
总市值(亿元)	40.95
流通市值(亿元)	23.98
总股本(亿股)	1.91
流通股本(亿股)	1.12
近3个月换手率(%)	121.13

股价走势图



数据来源：聚源

● 深耕演艺主业，B端订单充沛，C端开启成长，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内文化创意产业头部公司，2022年以来先后完成北京冬奥会、杭州亚运会开闭幕式文艺演出等重大国家级项目，具备丰富的大型活动及文旅演艺设计运营经验。截至2024年4月公司累计在手订单为9亿元，后续业绩或逐步释放。此外，公司近几年开始大力开拓C端文旅业务，其中上海中心Sky632项目初具规模，在杭州打造的新型文娱空间“尚Livespace”及沉浸式文旅演艺项目《湘湖·雅韵》于2024年6月先后开业或开演，项目模式或持续推广复制至其他城市，打开成长空间。我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为1.98/2.41/2.78亿元，对应EPS分别为1.04/1.26/1.45元，当前股价对应PE分别为20.7、17.0、14.8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 旅游演艺市场持续火热，资金实力、品牌效应为参与者竞争的关键

2023年全国旅游演艺完成场次15.07万场，较2019年增长72.61%，票房收入166.36亿元，较2019年增长125.45%。旅游演艺行业总体呈现高投资、大场面、大制作的特点，资金实力及品牌效应成为参与者核心竞争要素。当前C端新型文旅演艺形式发展提速，为旅游演艺行业注入新动能，打造文旅新质生产力。

● 大型项目的丰富经验彰显公司核心竞争力，C端新文旅项目打开成长空间

公司先后参与了2008年北京奥运会、2016年G20杭州峰会《最忆是杭州》、2018年韩国平昌冬奥会、2022年北京冬奥会、2023年杭州亚运会等大量国内、国际级活动的灯光及演艺项目，积累了丰富的大型演艺活动承办经验，在业内形成了突出的品牌影响力。借助B端大型项目运营积累的经验、品牌优势，公司持续获得优质资源，发力C端文旅演艺新业态，上海中心天吋Sky632、尚LiveSpace、《湘湖·雅韵》等项目或驱动C端商业化长期空间打开。

● 风险提示：重大项目执行风险、市场竞争加剧风险、C端项目不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	320	677	947	1,190	1,471
YOY(%)	-31.4	111.5	40.0	25.6	23.6
归母净利润(百万元)	15	134	198	241	278
YOY(%)	-84.0	813.9	47.1	22.0	14.9
毛利率(%)	25.7	37.4	38.0	39.3	40.4
净利率(%)	4.6	19.9	20.9	20.3	18.9
ROE(%)	0.3	4.0	4.9	5.5	5.8
EPS(摊薄/元)	0.08	0.70	1.04	1.26	1.45
P/E(倍)	278.3	30.4	20.7	17.0	14.8
P/B(倍)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

内容目录

1、 立足大型文化演艺活动，逐步开拓 C 端文旅业务	4
1.1、 公司业务：深耕文化演艺主业，拓展照明及虚拟演艺产品	4
1.2、 公司股权集中，形成全域式、一体化经营模式	5
1.3、 财务分析：业绩修复开启，账面资金充沛	6
2、 文旅演艺需求持续增长，资金与品牌构成核心竞争要素	8
2.1、 文化消费需求持续释放，旅游演艺市场规模快速增长	8
2.2、 旅游演艺市场核心竞争要素：资金实力、品牌效应	9
2.3、 C 端新兴演艺空间发展提速，VR/AR 等技术注入新动能	10
3、 公司大型演艺活动订单充沛，C 端新文旅项目扬帆起航	12
3.1、 以大型演艺活动为切口，积累良好的声誉口碑	12
3.2、 B 端经验及品牌优势或迁移至 C 端，打开成长空间	14
4、 盈利预测与投资建议	17
4.1、 关键假设	17
4.1.1、 营业收入及毛利	17
4.1.2、 期间费用率	18
4.2、 盈利预测	18
4.3、 估值及投资建议	18
5、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 公司完成了多个国内、国际大型文化项目	4
图 2： 公司主营大型活动及文旅演艺业务	5
图 3： 公司股权较为集中（截至 2024Q1 末）	6
图 4： 2023 年公司营业收入开始恢复性增长	6
图 5： 2023 年公司归母净利润增长显著	6
图 6： 大型文化演艺活动与文化旅游演艺营收占比提升（百万元）	7
图 7： 2023 年大型活动及文旅演艺毛利率大幅提升	7
图 8： 2023 年毛利率与净利率恢复至 2021 年水平	7
图 9： 2023 年管理费用率显著下降	7
图 10： 2024Q1 公司类现金资产占总资产比达 79%	8
图 11： 文旅演艺主要参与要素	8
图 12： 旅游演艺场次占全部演出场次的 34%	8
图 13： 2023 年旅游演艺票房收入大幅提升至 166.36 亿元	9
图 14： 2023 年国内旅游演艺观演人次达 8055 万	9
图 15： 现象级项目《消失的法老》11 个月内吸引超过十万人次到场体验	11
图 16： 演艺新势力丰富了演艺内容	11
图 17： 沙晓岚与张艺谋在北京冬奥会等多项大型活动中携手合作	12
图 18： 《海上有青岛》全景秀演于 2024 年 6 月首演	13
图 19： 公司应收账款账面余额自 2021 年保持稳定，逐步回收	14
图 20： 上海中心天时（Sky632）光影演绎秀	15
图 21： 《湘湖 雅韵》呈现烟雨江南的朦胧灵秀之美	15

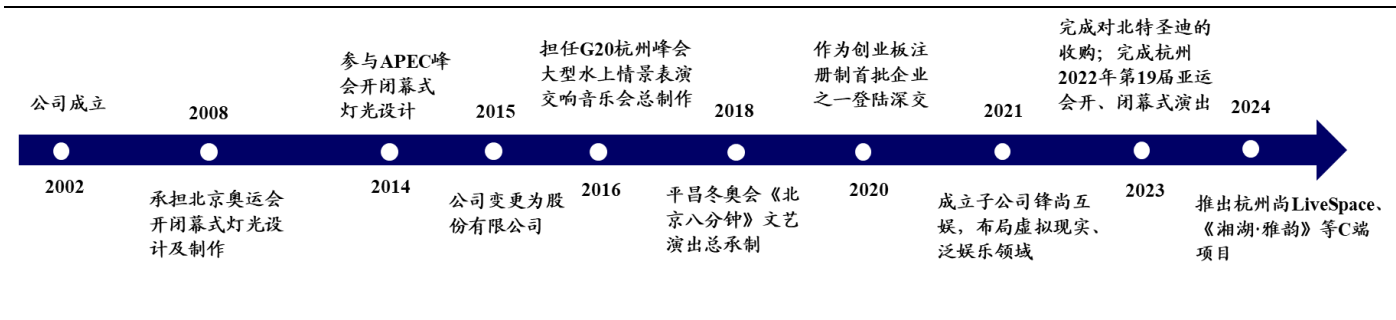
图 22: 《湘湖雅韵》开票当日已售罄	15
图 23: 尚 LiveSpace 在杭州上城区酒吧销量中位列前 10	16
图 24: 尚 LiveSpace 获明星推荐	16
表 1: 公司重要子公司	5
表 2: 国内著名旅游演艺项目情况一览	9
表 3: 旅游演艺项目合作模式	10
表 4: 公司 2024Q1 新签订单	13
表 5: 青岛唐岛湾文化艺术中心配套项目交付条件	14
表 6: C 端项目合作中公司股权占比高	16
表 7: 公司营收拆分	17
表 8: 公司 PE 低于可比公司平均 PE	18

1、立足大型文化演艺活动，逐步开拓 C 端文旅业务

1.1、公司业务：深耕文化演艺主业，拓展照明及虚拟演艺产品

以创意设计为核心，提供全流程解决方案。锋尚文化集团股份有限公司（后称“锋尚文化”或“公司”）是国内文化创意产业头部企业，主要为客户提供“创意策划+方案设计+设备租赁与销售+项目制作+后续服务”的全流程解决方案。2002 年成立以来，公司先后参与了 2008 年北京奥运会、2018 年韩国平昌冬奥会、2022 年北京冬奥会、2023 年杭州亚运会、亚残运会等大量国内、国际大型文化庆典活动或纪念活动、大型体育赛事开闭幕式、大型演出、电视文艺晚会项目的创意、设计、制作、展现工作。2016 年公司完成 G20 杭州峰会大型水上情景表演交响音乐会《最忆是杭州》总制作，2020 年公司登陆深交所。2021 年以来，公司逐步拓展 C 端文旅业务，2021 年 12 月 31 日于上海中心推出天时 632 艺术空间；2022 年 6 月 5 日推出 404#Lab·杭演出；2023 年 11 月推出大型驻场观念演出《无界·长安》；2024 年 6 月 21 日杭州尚 LiveSpace 文娱社交新空间开业；2024 年 6 月 30 日正式公演实景演艺《湘湖·雅韵》等。

图1：公司完成了多个国内、国际大型文化项目



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司主营业务包括大型文化演艺活动、文化旅游演艺、景观艺术照明及演绎的创意、设计及制作服务。**(1) 大型文化演艺活动**：主要覆盖大型文化庆典活动或纪念活动、大型体育赛事开闭幕式、大型演出、电视文艺晚会、企业品牌文化活动、电视栏目等。**(2) 文化旅游演艺**：主要为实景旅游演出、主题公园旅游演出、剧场表演旅游演出等文化旅游演艺活动提供概念策划、艺术创意设计及其制作服务，其中子公司锋尚六三二公司致力于打造沉浸式数字艺术地标项目“天时 Sky632”项目，2023 年实现营收 3354.11 万元，拉动 C 端业务发展。**(3) 景观艺术照明及演绎**：公司主要为艺术灯光、动态灯光秀、灯光投影秀等提供创意、设计及制作服务。**(4) 虚拟演艺产品**：由旗下子公司锋尚互娱负责，锋尚互娱已有虚拟演绎云平台、虚拟数字人运营商、打通总公司自营产品 IP、虚拟演出供应商四大业务板块，拓展了公司产业链，曾完成杭州 2022 年第 19 届亚运会闭幕式 AR 制作部分，携手咪咕共同打造全新“赛博朋克”元宇宙比特场景——J WORLD。2024 年锋尚互娱将继续参与华晨宇火星演唱会整体舞美效果等设计工作。

图2：公司主营大型活动及文旅演艺业务


资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表1：公司重要子公司

子公司名称	业务性质	战略地位	持股比例
北京锋尚煜景文化艺术有限公司（锋尚煜景）	专业设计及制作服务	以北京为轴心，辐射周边，拓展全国地区项目服务网络；公共艺术光影演绎业务核心	直接持股 100%
上海锋尚世纪工程设计有限公司（锋尚设计）	专业设计及制作服务	以上海为轴心，辐射周边，形成华东地区项目服务网络；对接三大业务板块支持	直接持股 100%
郑州锋尚世纪文化旅游发展有限公司（锋尚文旅）	专业设计及制作服务	以郑州为轴心，辐射周边，形成华中地区项目服务网络；创新型文旅产业业务核心	直接持股 100%
北京北特圣迪科技发展有限公司（北特圣迪）	舞台机械设备安装	核心团队来自原总装备部工程设计研究总院，掌握航天尖端技术，为文化演艺提供技术支持	持股 45%
北京锋尚互动娱乐技术有限公司（锋尚互娱）	技术开发及制作服务	以北京为轴心，辐射全国，形成虚拟产品研发及内容生产矩阵	直接持股 100%
上海锋尚六三二文化科技有限公司（锋尚六三二）	打造数字艺术地标项目	深耕长三角，辐射全国积极拓展，助推文化沉浸地标项目科技娱乐互动多元发展；落地C端运营项目	持股 60%

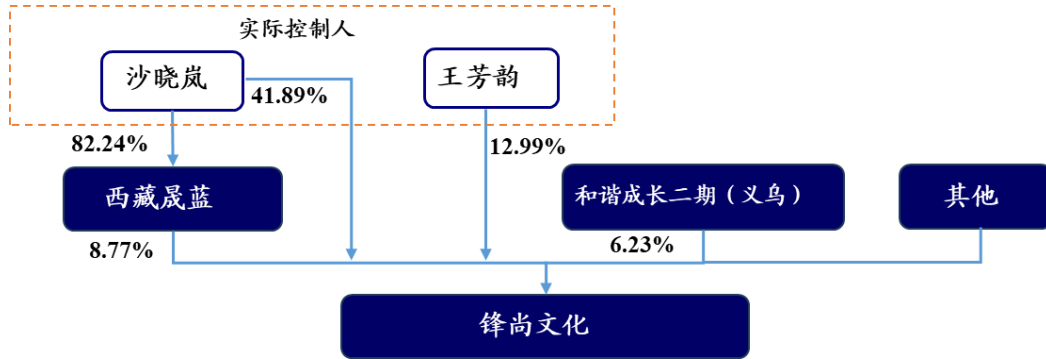
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、公司股权集中，形成全域式、一体化经营模式

公司股权结构相对集中，实际控制人为公司董事长、总经理沙晓岚及其夫人王芳韵。截至 2024 年一季度末，沙晓岚直接持有公司 41.89% 股份，通过员工持股平台西藏晟蓝文化传播合伙企业间接持股 7.21%，合计持股 49.10%。王芳韵直接持股 12.99%。和谐成长二期（义乌）投资中心持有 6.23% 股份，其为 IDG 资本管理的私募基金。集团旗下拥有 16 家全资、控股和参股子公司，业务涵盖文化演艺、创新文

旅、互娱科技等三大板块。母公司组建了由国外专家+国内老中青三代设计师梯队组成的锋尚设计院+锋尚规划院，作为创意孵化载体，以演出、文旅、互娱、商务拓展、工程管理五大事业部为核心支撑，形成“五部二院”协同式业务体系，进而实现项目从投资招商、战略规划、创意设计、制作施工到运营维保的全域式、一体化经营模式。

图3：公司股权较为集中（截至 2024Q1 末）

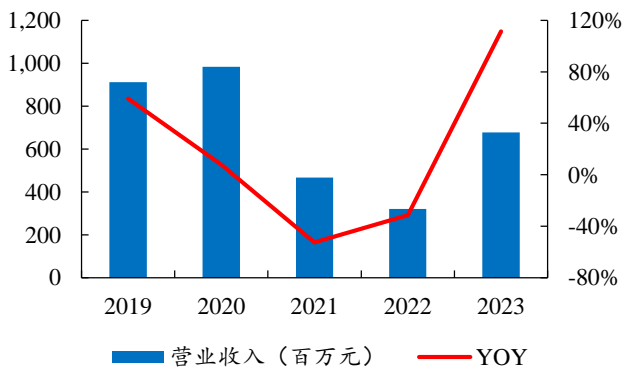


资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

1.3、财务分析：业绩修复开启，账面资金充沛

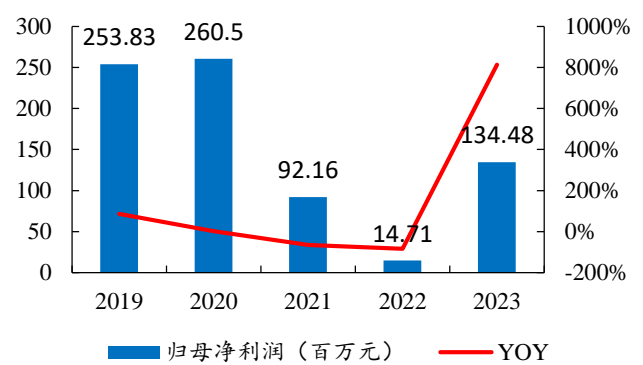
大型文化演艺活动助力公司业绩开始修复。公司 2021-2023 年营业收入分别为 4.67、3.20、6.77 亿元，同比增速分别为-52.56%、-31.43%、111.46%，其中 2023 年大型文化演艺活动、文化旅游演艺、景观艺术照明及演绎的营收占比分别为 66.92%、31.47%、0.93%；大型文化演艺活动 2021-2023 年分别实现收入 1.37、2.60、4.53 亿元，其中 2023 年公司成功承办多项大型活动，推动收入同比增长 74.22%；文化旅游演艺业务从 B 端的项目承制向 C 端的文旅商业运营拓展，2021-2023 年分别实现收入 1.74、0.35、2.13 亿元。2023 年公司大型活动与文旅演艺毛利率全面提升，大型活动的毛利率同比提升 10.4pct 至 37.45%，文旅演艺的毛利率由负转正至 35.18%，主要系 2022 年积压的项目在 2023 年顺利开展并确认收入，驱动公司 2023 年整体毛利率从 25.71% 提升至 37.37%，同时期间费用率明显下降，驱动净利率提升至 19.56%。2024Q1 公司实现营业收入 0.35 亿元，同比增长 109.37%，当前 B 端在手订单充沛，构筑后续业绩增长的基础。

图4：2023 年公司营业收入开始恢复性增长



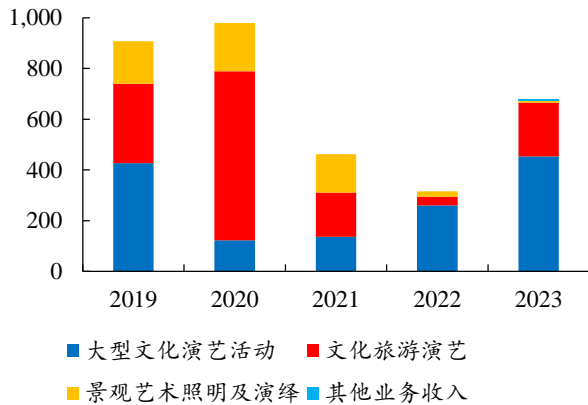
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年公司归母净利润增长显著



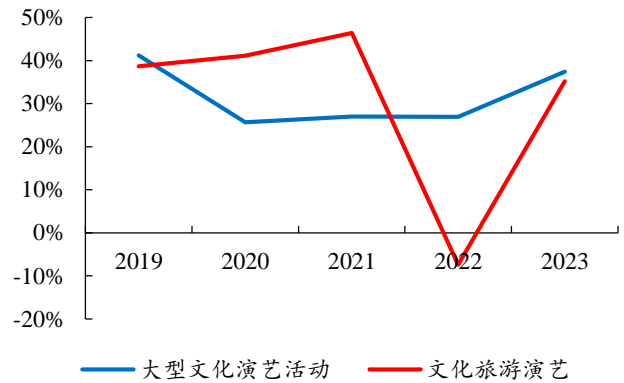
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：大型文化演艺活动与文化旅游演艺营收占比提升（百万元）



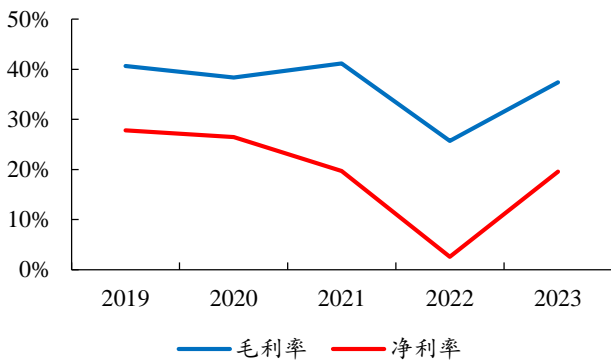
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023年大型活动及文旅演艺毛利率大幅提升



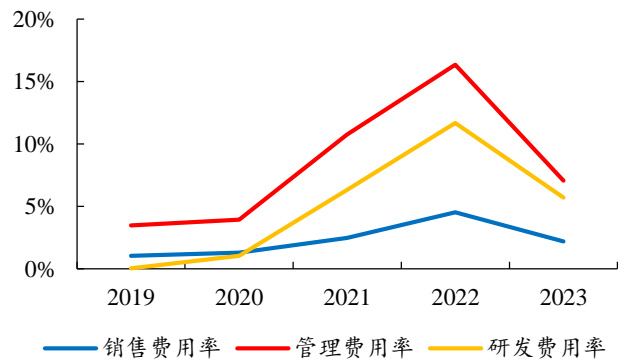
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023年毛利率与净利率恢复至2021年水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

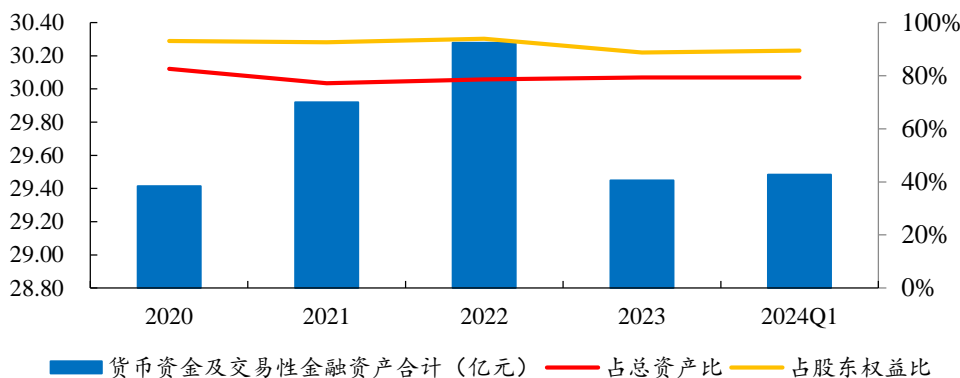
图9：2023年管理费用率显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司账面资金充沛，提供较高安全边际。2024Q1公司资产负债表货币资金为7.56亿元，交易性金融资产为21.92亿元，合计类现金资产达29.48亿元，占总资产的比例为79%，占市值的比例为73.3%（按照2024年6月28日收盘价），充沛的在手现金为公司提供较高安全边际。另外，公司2023年强化对股东的回馈，分红总额为0.81亿元，股利支付率提升至60.27%，按照2024年6月28日收盘价计算的股息率达2.85%。

图10: 2024Q1 公司类现金资产占总资产比达 79%



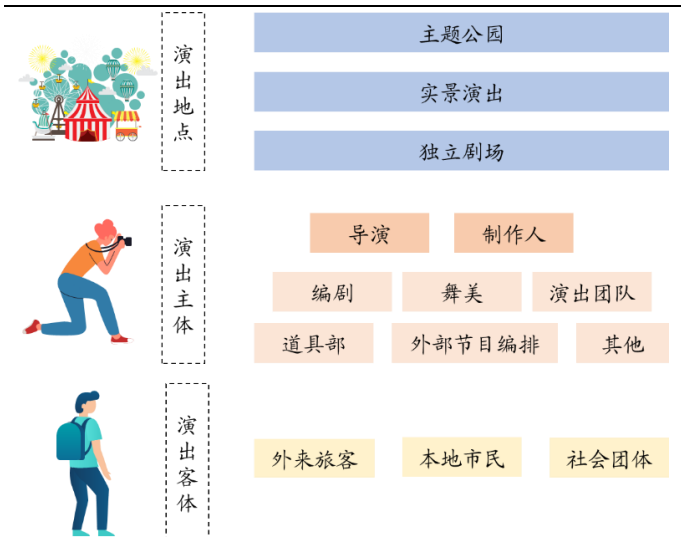
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、文旅演艺需求持续增长，资金与品牌构成核心竞争要素

2.1、文化消费需求持续释放，旅游演艺市场规模快速增长

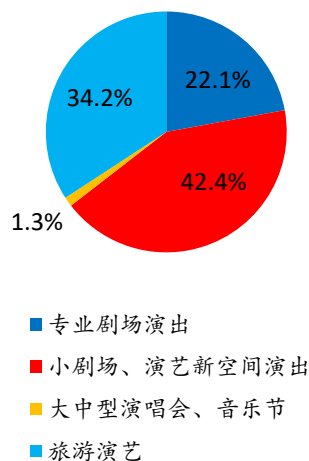
旅游演艺分为主题公园、实景演出与独立剧场等。根据国家标准《旅游演艺服务与管理规范》，旅游演艺为在旅游景区及相关空间内，以室内场景、室外自然或模拟的山水景观为演出场所，为游客提供的具有一定观赏性和娱乐性的各类演艺产品，其分类包括旅游景区实景演出、独立剧场演出及主题公园演出等多种形式。实景演出是以自然景观或人文景观为场地和背景，有鲜明的情景主题、固定的场所和演出时间的露天或半露天的文艺演出。2023 年旅游演艺场次占全部演出场次的 34%，构成全国演出市场的中坚力量。

图11: 文旅演艺主要参与要素



资料来源: 中华人民共和国旅游行业标准、开源证券研究所

图12: 旅游演艺场次占全部演出场次的 34%



数据来源: 中国演出行业协会、开源证券研究所

附加值高，融合性强，旅游演艺市场规模快速增长。2023 年旅游演艺实现快速增长，2023 年全国旅游演艺场次为 15.07 万场，与 2019 年相比增长 72.61%；票房收入为 166.36 亿元，与 2019 年相比增长 125.45%；观演人数为 8055.13 万人次，与 2019 年相比增长 54.14%，占总人次的 47.1%。一方面，持续走高的出行需求推动老牌及

传统旅游演艺项目维持较高热度，多个重点演艺项目单日演出场次创下历史新高。另一方面，新增、更新的旅游演艺项目更凸显地方和传统文化底蕴，或为既有景区增加“卖点”，或以演艺内容为核心重新串联旅游资源和城市“打卡点”，形成旅游演艺的新形态。2024年“五一”假期旅游市场持续火热，全国国内旅游出游合计2.95亿人次，较2019年同期增长28.2%。随旅游市场恢复，文旅深度融合的核心价值正逐步释放。

图13：2023年旅游演艺票房收入大幅提升至166.36亿元

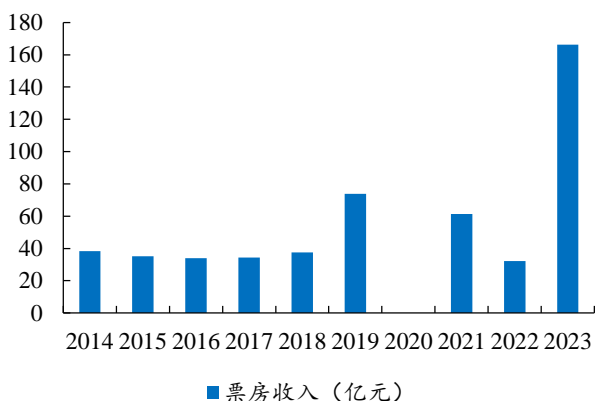
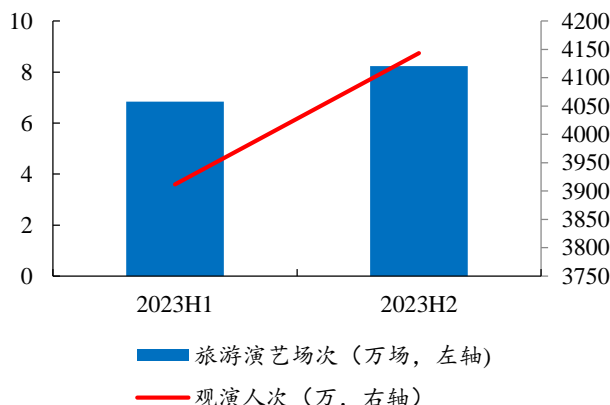


图14：2023年国内旅游演艺观演人次达8055万



数据来源：中国演出行业协会、开源证券研究所

数据来源：中国演出行业协会、开源证券研究所

2.2、旅游演艺市场核心竞争要素：资金实力、品牌效应

旅游演艺市场呈现重投资、大制作、强调旅游资源禀赋等特点。近年来，旅游演艺市场总体呈现高投资、大场面、大制作的特点，投资额普遍超过1000万元，超过亿元的占比60%以上，资金优势成为重要考量因素。此外，旅游演艺项目由于面向C端收费，知名度、号召力、品牌效应也成为核心竞争要素，大型旅游演艺项目相对而言能获得各地政府资源支持，较为雄厚的资金实力也降低了市场引流推广的难度，叠加优质IP内容支持，有助于顺利度过早期高昂的成本开支阶段，相比中小文旅演艺项目，能更快打开市场。随行业竞争加剧，具备资金、品牌优势的公司更可能脱颖而出。

表2：国内著名旅游演艺项目情况一览

	《又见五台山》	《印象·刘三姐》	《重庆·1949》	《无界长安》
演出地点	山西忻州	广西阳朔	重庆市沙坪坝区	陕西西安
导演	王潮歌	张艺谋、王潮歌、梅帅元	闫兵	张艺谋、沙晓岚
建筑面积	0.98万平方米	100多亩	2.5万平方米	歌剧院14.39万平方米
总投资	4.96亿元	1亿左右	8亿元以上	/
主要内容	向世人展开佛教典故、佛教文化为背景的故事宏图	将刘三姐的歌、少数民族的情、漓江上的渔火等元素融合在一起，融入桂林山水之中，完美地阐释了相生相融的人与自然。	围绕1949年发生在重庆的革命故事创作，将炫酷的舞台科技与红色故事进行融合创作	基于长安浓厚的历史文化，通过提取皮影、木偶、秦腔等属于陕西的原生态艺术元素，结合先进的科技展示手段，推动着传统文化与现代科技碰撞出创意的火花
容纳人数	每场1600人左右	座位3600人	每场1500人左右	2049座
年游客量	每年约50万人次	截至2024年5月，接待观众2000万人次	21天接待观众约20万人次	2024年春节7天接待观众15000+

	《又见五台山》	《印象·刘三姐》	《重庆·1949》	《无界长安》
票价	199-588 元/人	278-888 元/人	298-888 元/人	288-688 元/人 开演 1 个月营收达 1000 万元
演员人数	约 180 位演员	约 600 位演员	百余位演员	/
演出时间	2014 年 9 月首演	2004 年 3 月 20 日公演	2021 年 7 月 1 日首演	2023 年 11 月 9 日首演

资料来源：无界长安公众号、山西文旅集团、印象刘三姐官方信息、一九四九演艺、兴城文投公司、开源证券研究所

多种合作模式，运营方扮演重要角色。大型旅游演艺目前主要合作模式包括租赁式、部分委托模式、全委托模式、剧目委托+租赁式、承包合作式、自营+外聘执行导演式等模式，不同模式区别主要在于演出运营方的职责分工及分成比例。由于较少业主方具备成熟的演出后运营能力，因此往往呈现演出运营方负责内容设计、制作及后期运营工作，票务收入两方分成的模式。

表3：旅游演艺项目合作模式

合作模式	业主方职责	演出运营方职责	常见场景
租赁式	出租演出场地	向业主方支付剧场租金及一定票房分成	巡演式剧目
部分委托模式	每年或一次性给演出运营公司支付委托费	只负责内容运营，不对票房负责	
全委托模式	每年或一次给演出运营公司支付委托费+票房分成	负责内容及票房营销	
剧目委托+租赁式	付费委托内容公司创制剧目内容	负责剧目内容及票房营销，内容公司每年给业主方支付场地费及票房分成	
承包合作式	获得固定收益	承包演出运营，自负盈亏，每年给业主方支付一定的承包费用或票房分成	
自营+外聘执行导演式	首演交付后，业主方自主运营	每年负责演员的训练和内容的提升，业主方支付内容公司服务费	需要业主方具备成熟运营能力

资料来源：兴城文投公司、开源证券研究所

2.3、C 端新兴演艺空间发展提速，VR/AR 等技术注入新动能

城市新型演艺空间发展提速，催生演艺产业 To C 新生态。新型演艺空间指以演艺为主营业务，形成多业态融合、多功能协同的新型演出场所，包括以沉浸式体验、场景式消费为突出特点的小剧场、演艺新空间、小型音乐现场等。据《2023 年全国演出市场发展简报》，小剧场、演艺新空间（含小型音乐现场 Livehouse）演出场次 18.69 万场，与 2019 年相比增长 471.07%；票房收入 48.03 亿元，与 2019 年相比增长 463.13%；观演人数 2442.40 万人次，与 2019 年相比增长 250.54%。2023 年 5 月首演的《消失的法老》在 11 个月内吸引超过十万人次到场体验，成为现象级沉浸式文旅项目。随 Z 世代逐步成为消费主力军、消费升级意识的觉醒以及移动互联网的大规模普及，人们更愿意为特定场景的解决方案付费，“场景消费时代”逐步展开。

图15：现象级项目《消失的法老》11个月内吸引超过十万人次到场体验



资料来源：博新全宇宙

演艺新势力为文旅演艺产业注入新动能，打造文旅新质生产力。在5G、大数据、VR/AR、云计算等技术飞速发展的背景下，旅游演艺行业呈现“演艺+科技”融合趋势。“虚拟现实+演艺”项目逐步常态化，拓展了舞台的艺术形式和观看渠道，给观众带来更加沉浸式、多元化的体验。歌舞、话剧、戏曲、喜剧、影视片段、相声、杂技、魔术、动漫、非遗技艺等表现形式，也推动旅游演艺向新发展。此外，通过IP实现品牌营销、周边衍生、影视转化、综艺输出、商综合作、虚拟偶像开发等更多赛道探索，也在逐步拓宽受众，实现演艺内容多元化变现。

图16：演艺新势力丰富了演艺内容



资料来源：中国演出行业协会、开源证券研究所

3、公司大型演艺活动订单充沛，C端新文旅项目扬帆起航

3.1、以大型演艺活动为切口，积累良好的声誉口碑

公司承办大型活动及文旅演艺项目经验丰富，创意设计团队实力雄厚。2002年成立以来，公司先后参与了包括2008年北京奥运会、2016年G20杭州峰会《最忆是杭州》、2018年韩国平昌冬奥会、2022年北京冬奥会等大量国内、国际活动。2023年以来，公司先后完成中国-中亚峰会文艺演出、杭州第19届亚运会开闭幕式、杭州第4届亚残运会开闭幕式等国家级重大活动。公司同时积极探索文旅融合新场景，推出了上海天时632项目、《湘湖·雅韵》等创新型文旅产品。丰富的大型活动设计及承办经验其背后，源于公司雄厚的创意设计实力。公司自2002年由著名灯光导演沙晓岚成立以来，与张艺谋导演展开多年合作，分别承办了2022年冬奥会开闭幕式制作、2016杭州G20峰会《最忆是杭州》总承制等大量国事活动，于2023年就《无界·长安》再次展开合作。与知名导演合作，集结文化创意顶尖人才，承担多项国家级活动为公司打开知名度。公司坚持创意为王的铁律，执行见过的创意不用，别人用过的创意不用的“两不”原则。通过顶尖创意人才+高标准创新要求，公司成功打造了一系列具有广泛影响力的项目。丰富的大型演艺活动承办经验彰显公司持续创新能力。

图17：沙晓岚与张艺谋在北京冬奥会等多项大型活动中携手合作



资料来源：中国舞台美术学会、网信浙江、开源证券研究所

品牌及资源优势显著，在手订单充裕。公司质量控制体系严格，品牌及资源优势显著。基于母公司锋尚设计院+锋尚规划院的创意孵化载体，公司汇聚行业资源，

通过扎实的专业功底和丰富的实战经验，从用户需求到设计呈现，都形成了专业的质量管理体系，在行业享有较高美誉度，进入“2024 全国成长性文化企业 30 强”。显著的品牌及资源优势驱动公司持续获取优质订单，目前公司在手订单储备充裕。2024 年 1-3 月公司中标和签约 3.79 亿，截止 2024 年 3 月 31 日累计在手订单 9 亿元。根据公司年报，大型文艺演出和文化旅游演艺从合同签订、销售回款、项目制作到项目验收周期分别为 6-12 个月和 12-24 个月。其中于 2023 年 12 月中标的唐岛湾文化艺术中心配套项目（工程总承包）总金额达 1.63 亿，已于 2024 年 6 月开展 360° 全景秀演《海上有青岛》场内排练仪式，并于 2024 年 6 月 28 日首演，有望在 2024 年持续贡献营收。

表4：公司 2024Q1 新签订单

序号	项目名	项目规模	活动时间	活动地点
1	全国第十二届少数民族运动会	1.04 亿	2024 年 11 月份	海南三亚
2	杭州湘湖湖山广场综合公园(三期)项目	0.65 亿	/	杭州湘湖
3	《如梦大同》大型综合演绎 策划实施整体服务项目	0.90 亿	/	山西大同
4	映月里一期项目演艺制作	0.29 亿	/	无锡惠山
5	第九届亚洲冬季运 会开闭幕式	0.88 亿	2025 年 2 月	哈尔滨

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：《海上有青岛》全景秀演于 2024 年 6 月首演

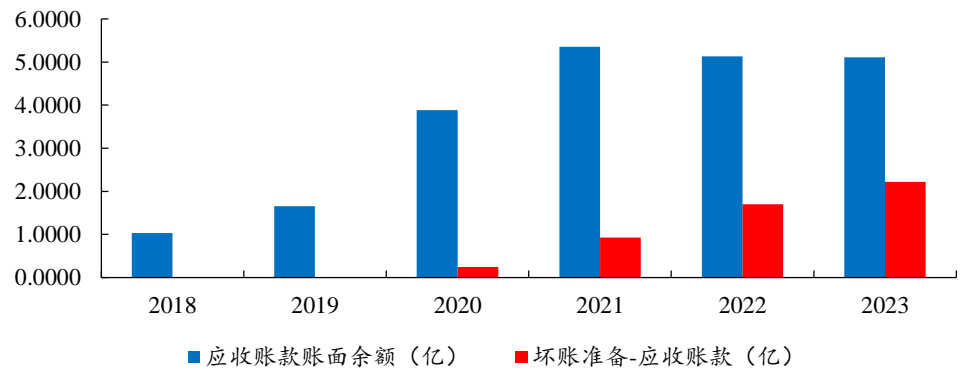

资料来源：西海岸凤凰岛艺术中心

紧抓款项回收进度，严控回款风险。以青岛唐岛湾文化艺术中心配套项目合同为例，公司按“项目首付款-设备制造完工-验收-调试-竣工-质保”六个步骤逐步收回款项，在设备调试完成阶段已收回 80% 款项，对整体回款风险把控严格。公司 2023 年末应收账款账面余额为 5.11 亿元，保持稳定。后续随公司持续紧抓款项回收进度，控制回款风险，应收账款账面余额有望得到进一步控制。

表5: 青岛唐岛湾文化艺术中心配套项目交付条件

步骤	流程	执行要求	回款进度	时间节点
1	首付款	支付采购费用暂定总金额的 20% 作为预付款	20%	合同生效后 7 日内
2	设备制造完成	发包人提交设备(物资)《发货通知》后,并由发包人现场确认设备制造完成	40%	设备制造完成后 7 日内
3	验收设备	主要设备(物资)运至交货地点,经发包人验收设备品目及数量并书面确认	55%	发包人验收设备品目及数量并书面确认后 7 日内
4	设备调试完成	设备经验收并安装调试完成	80%	设备经验收并安装调试完成后
5	竣工结算	竣工验收结算审计完成	97%	竣工验收结算审计完成后 7 日内
6	质保	质保期(质量缺陷责任期)届满	100%	质保期(质量缺陷责任期)届满后 7 日内

资料来源:公司公告、开源证券研究所

图19: 公司应收账款账面余额自 2021 年保持稳定, 逐步回收


数据来源:公司公告、开源证券研究所

3.2、B 端经验及品牌优势或迁移至 C 端, 打开成长空间

Sky632 项目初具规模, 为 C 端业务拓展积累经验。上海中心天时 (Sky632) 光影演绎项目是公司 2021 年 12 月 31 日在上海中心大厦成立的首个 C 端项目, 通过 136 台激光和 244 个扬声器等多种装置, 创造一场视听盛宴。项目目前已初具规模, 成人套餐价格为 268 元/人。项目采用联合运营参与票房分成形式。根据公司公告, 2023 年实现收入 3354.11 万元, 实现净利润 991.94 万元, 2023 年暑期总营业时长 806 小时, 平均每天营业时间达 13 小时, 总计播放演绎场次 1674 场, 接待 130000+位游客。

图20：上海中心天时（Sky632）光影演绎秀



资料来源：中国舞台美术学会

《湘湖·雅韵》开演，暑期旺季票房可期。2024年6月30日首部亚运遗产大型沉浸式跨时空数智湖景演艺秀《湘湖·雅韵》在湘湖畔正式公演，该项目由杭州湘湖雅韵文化科技有限公司负责运营，公司持有75%的股份，公司负责项目的承办及运营，所归属的杭州湘湖湖山广场综合公园（三期）项目订单额为0.65亿，同时参与活动运营，延长服务链条。项目场内设置1214个座位，售价为428元/人，演出时间为19:30-20:30，将杭州亚运会、亚残运会开闭幕式四场演出的文化精粹创意性留存，打造一台重体验、高融合、强科技的文旅新场景，集合全球100多个国家和地区的1亿多名数字火炬手，汇聚在钱塘江上，形成一个具象的“数智人”，或将作为公司C端运营的又一代表作。

图21：《湘湖·雅韵》呈现烟雨江南的朦胧灵秀之美



资料来源：湘湖·雅韵公众号

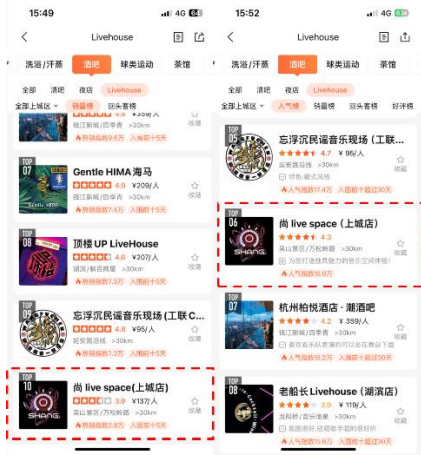
图22：《湘湖·雅韵》开票当日已售罄

资料来源：抖音

“尚 Live Space”持续探索文娱社交新空间。2024年4月26日，公司在杭州推出全新业态模式下的文娱社交空间“尚 Live Space”试运营，采用顶级的声光电设备、360度无死角观演环境、丰富多样的音乐活动和文化交流。该项目由公司与杭州利星百货成立合资公司运营，公司占股67%。项目中还会增加科技体验类项目，如结合

锋尚互娱积累的交互技术，植入 VR\AR、交互类体验等科技元素，目前酒吧销量在杭州上城区排名分别位列第 6 与第 10，人均价格为 137 元左右。2024 年 6 月 21 日项目正式营业，作为新业态探索，“尚 Live Space”模式或将在未来的全国多个城市进行模式复制。

图23: 尚 LiveSpace 在杭州上城区酒吧销量中位列前 10



资料来源: 美团、大众点评

图24: 尚 LiveSpace 获明星推荐



资料来源: 锋尚文化

大型项目积累的经验、品牌优势或助力 C 端新文旅业务空间打开。公司的 C 端项目合作中，在合资公司的股权占比多超过 50%，在项目运营中扮演重要角色。目前公司的 C 端项目主要选址在上海中心大厦、杭州西湖、湘湖等热门旅游城市的核心地段，彰显公司资源获取能力突出，或主要得益于公司多年大型项目所积累的经验 and 品牌优势。C 端项目具有高频、高复购率、回款周期短、生命周期长等特点，天时 Sky 632、湘湖·雅韵、尚 LiveSpace 等 C 端文旅新业态项目模式或不断复制，成为公司第二成长曲线，助力公司业绩长期成长。

表6: C 端项目合作中公司股权占比高

项目名	负责运营公司	公司占比	合作方	合作方占比
1 青岛唐岛湾文化艺术中心 (演艺秀)	曜泽 (青岛) 商业管理有限公司	30%	青岛旅投生态康养有限公司	/
2 上海中心 632	上海锋尚六三二文化科技有限公司	60%	上海中心大厦商务运营有限公司	40%
3 湘湖·雅韵	杭州湘湖雅韵文化科技有限公司	75%	杭州湘湖资产运营有限公司	/
4 尚 Livespace	杭州锋尚利星文化科技有限公司	67%	杭州利星百货	33%
5 404#Lab · 机	西安机空间文化旅游发展有限公司	60%	西安曲江文商产业投资合伙企业 (有限合伙)	/

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

4.1.1、营业收入及毛利

公司作为国内文化创意设计领军企业，在 B 端和 G 端承办大型活动及文旅演艺项目的经验丰富，曾承办北京冬奥会、杭州亚运会等国家级重大活动，优质文旅演出频频出圈，截至 2024 年 3 月 31 日，公司累计在手订单为 9.00 亿元。同时，公司以大型活动设计运营经验为切口，逐步拓展 C 端增量，主要项目包括天时 Sky 632、实景演艺《湘湖·雅韵》、杭州尚 LiveSpace 文娱社交新空间等，或打开 C 端成长空间。大型活动及文旅演艺在手订单充裕，C 端模式逐步贡献营收，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 9.47、11.90、14.71 亿元，分别同比增长 40.0%、25.6%、23.6%。

(1) 大型活动

我们预计 2024-2026 年公司大型活动收入分别为 5.66、6.91、8.29 亿元，分别同比增长 25.0%、22.0%、20.0%，主要系公司 2024 Q1 公司中标和签约订单额为 3.79 亿，截止 2024Q1 累计在手订单 9.00 亿元，大型文艺演出执行周期为 6-12 个月，收入预计在年内收回，预计 2025 年公司订单增量可观，收入有望维持较高增速。

毛利率来看，大型活动 2023 年毛利率为 37.5%，同比提升 10.48 pct，主要系部分 2022 年项目延至 2023 年承制，项目回款较好，预计随公司持续承接大型活动订单，针对性落实项目回款，毛利率或将逐步提升。预计 2024-2026 年大型活动业务毛利率分别为 38.5%、39.2%、39.7%。

(2) 文旅演艺

我们预计 2024-2026 年文旅演艺收入分别为 2.77、3.46、4.15 亿元，分别同比增长 30.0%、25.0%、20.0%，或受益于线下文旅市场持续火热及多个项目完工并开启运营。毛利率来看，2023 年毛利率为 35.2%，同比转正，预计 2024-2026 年毛利率稳中有升，分别为 35.8%、36.6%、37.6%。

(3) C 端新文旅项目

我们预计 2024-2026 年 C 端新文旅项目收入分别为 0.97、1.45、2.18 亿元，2025-2026 年分别同比增长 50%、50%。公司 2024 年开展的 C 端项目包括上海中心 Sky632 项目、杭州《湘湖·雅韵》项目、杭州尚·Live space 项目等，伴随多个项目于 2024 年下半年开业，或将持续贡献营收，后续有望将成功模式推广至其他城市，打开 C 端成长空间。毛利率方面，基于公司品牌知名度高，租金成本方面议价能力较强，预计 2024-2026 年毛利率随 C 端运营经验积累及品牌知名度提升而逐步提升，分别为 40%、45%、48%。

表7：公司营收拆分

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	320.05	676.78	947.38	1190.31	1471.09
YOY	-31.43%	111.46%	39.98%	25.64%	23.59%
毛利率	25.71%	37.37%	38.00%	39.27%	40.44%
一、大型活动（百万元）	259.96	452.92	566.15	690.70	828.84

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
YOY	89.85%	74.23%	25.00%	22.00%	20.00%
毛利率	26.97%	37.45%	38.55%	39.25%	39.75%
二、文旅演艺（百万元）	34.66	212.95	276.84	346.04	415.25
YOY	-80.02%	514.40%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	-7.44%	35.18%	35.78%	36.58%	37.58%
三、C端项目（百万元）	/	/	96.80	145.20	217.80
YOY	/	/	/	50.00%	50.00%
毛利率	/	/	40.00%	45.00%	48.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、期间费用率

销售费用率：2022、2023 年分别为 4.53%、2.20%，2023 年主要为在手订单的逐步确认，销售费用率有所下降，2024 年以来公司持续开拓新项目，尤其是多个 C 端新文旅项目开始运营，销售费用率或有所增加，假设 2024-2026 年销售费用率分别为 2.63%、2.96%、3.08%。

管理费用率：2022-2023 年分别为 16.35%、7.08%，2023 年管理费用率大幅下降主要系股权支付费用的减少所致，预计 2024 年开始随公司加强精细化管理及规模效应显现而稳中有降，假设 2024-2026 年管理费用率分别为 6.88%、6.78%、6.58%。

4.2、盈利预测

结合上述假设分析，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 9.47、11.90、14.71 亿元，同比分别增长 40.0%、25.6%、23.6%；归母净利润分别为 1.98、2.41、2.78 亿元，同比分别增长 47.1%、22.0%、14.9%，对应当前股本的 EPS 分别为 1.04、1.26、1.45 元。

4.3、估值及投资建议

公司为国内知名的文化创意设计公司，拥有丰富的大型活动及文旅演艺承制运营经验，在可比公司选择方面，我们选择同样从事文体旅运营服务及舞台机械设备的大丰实业、以规划展示、文化体验、数字化产品及服务为主业的风语筑、从事数字创意产品设计的凡拓数创、布局城市照明、数字文旅业务的罗曼股份作为可比公司，公司 2024 年预测 PE 为 20.7 倍，低于行业可比公司预测 PE 均值（21.2 倍）。公司作为国内文化创意设计领军企业，大型活动及文旅演艺在手订单充裕，C 端模式逐步贡献营收，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表8：公司 PE 低于可比公司平均 PE

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	当前市值 (亿)	基期归母净利润 (2023A, 亿)	预测归母净利润 (2024E, 亿)	PE (2023A)	PE (2024E)
603466.SH	风语筑	8.45	50.26	2.82	3.37	17.80	14.90
603081.SH	大丰实业	9.36	38.29	1.01	2.44	37.91	15.69
301313.SZ	凡拓数创	20.13	21.07	0.11	0.62	200.67	34.27
605289.SH	罗曼股份	25.31	27.78	0.81	1.39	34.50	19.99
平均值					1.95	72.72	21.21
300860.SZ	锋尚文化	21.43	40.95	1.34	1.98	30.45	20.69

数据来源：Wind、开源证券研究所（预测归母净利润取自 Wind 一致预测，股价取自 2024 年 6 月 28 日）

5、风险提示

(1) 国家重大项目执行风险。公司承担了一系列国家级大型文艺演出项目，该类项目是公司重要的收入来源，但对于创意设计的要求极高，而且必须确保安全性、保密性，若公司在设计、制作、执行国家重大项目过程中出现实质问题，将对公司未来业务开展造成重大不利影响。

(2) 市场竞争加剧风险。整体来看，行业内中低端市场竞争较为激烈，大量创意设计能力较弱的企业采取低价策略获取市场份额，但高端市场竞争需要市场参与者具有优秀的创意设计能力和丰富的重大项目经验，目前市场上能满足条件的企业较少，高端市场总体呈现向优势品牌企业集中的趋势，日趋激烈的市场竞争将可能降低公司的市场份额，影响公司的市场地位和综合竞争力。

(3) C端新文旅项目收入不及预期的风险。公司近几年开始新拓展的C端新文旅项目或受到宏观经济、居民收入水平、居民消费意愿、旅游市场景气度及演出内容品质等各方面影响，票房等收入存在不及预期的风险，从而或对公司盈利能力产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3521	3372	3451	3725	4117
现金	642	764	1070	1344	1661
应收票据及应收账款	360	292	0	0	0
其他应收款	11	8	18	15	26
预付账款	5	19	15	28	25
存货	71	71	127	117	178
其他流动资产	2432	2217	2222	2221	2227
非流动资产	333	341	348	350	352
长期投资	77	75	75	75	76
固定资产	64	70	79	82	85
无形资产	1	1	1	1	1
其他非流动资产	191	194	193	192	191
资产总计	3855	3712	3800	4074	4470
流动负债	576	342	347	508	744
短期借款	0	0	111	269	480
应付票据及应付账款	153	116	0	0	0
其他流动负债	423	226	236	239	264
非流动负债	53	50	50	50	50
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	53	50	50	50	50
负债合计	629	393	397	559	795
少数股东权益	26	39	7	-41	-107
股本	137	137	192	192	192
资本公积	2330	2323	2268	2268	2268
留存收益	741	876	1000	1147	1300
归属母公司股东权益	3199	3280	3396	3557	3782
负债和股东权益	3855	3712	3800	4074	4470

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18	-42	244	145	127
净利润	8	132	165	193	212
折旧摊销	23	28	21	28	36
财务费用	-5	-6	-1	4	14
投资损失	-123	-69	-70	-82	-86
营运资金变动	23	-208	40	-134	-250
其他经营现金流	91	82	89	136	201
投资活动现金流	387	223	44	55	46
资本支出	23	34	29	29	38
长期投资	286	181	0	-0	-0
其他投资现金流	124	76	73	84	84
筹资活动现金流	-5	-58	-93	-84	-66
短期借款	0	0	111	158	211
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-0	55	0	0
资本公积增加	10	-7	-55	0	0
其他筹资现金流	-15	-51	-204	-243	-277
现金净增加额	399	123	194	116	106

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	320	677	947	1190	1471
营业成本	238	424	587	723	876
营业税金及附加	3	2	5	6	8
营业费用	14	15	25	35	45
管理费用	52	48	65	81	97
研发费用	37	39	47	51	60
财务费用	-5	-6	-1	4	14
资产减值损失	-4	-13	0	0	0
其他收益	2	7	6	5	5
公允价值变动收益	-13	-2	2	1	-3
投资净收益	123	69	70	82	86
资产处置收益	0	2	1	1	1
营业利润	10	168	207	241	259
营业外收入	0	0	2	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	9	168	209	242	260
所得税	1	36	44	49	48
净利润	8	132	165	193	212
少数股东损益	-6	-2	-33	-48	-66
归属母公司净利润	15	134	198	241	278
EBITDA	13	173	209	249	276
EPS(元)	0.08	0.70	1.04	1.26	1.45

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-31.4	111.5	40.0	25.6	23.6
营业利润(%)	-92.2	1667.1	23.1	16.6	7.6
归属于母公司净利润(%)	-84.0	813.9	47.1	22.0	14.9
获利能力					
毛利率(%)	25.7	37.4	38.0	39.3	40.4
净利率(%)	4.6	19.9	20.9	20.3	18.9
ROE(%)	0.3	4.0	4.9	5.5	5.8
ROIC(%)	-0.3	3.5	4.2	4.6	4.6
偿债能力					
资产负债率(%)	16.3	10.6	10.5	13.7	17.8
净负债比率(%)	-19.3	-22.6	-28.2	-30.6	-32.1
流动比率	6.1	9.9	10.0	7.3	5.5
速动比率	5.9	9.5	9.5	7.0	5.2
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	0.8	2.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.4	3.2	10.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.70	1.04	1.26	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	-0.22	1.28	0.76	0.66
每股净资产(最新摊薄)	16.74	17.17	17.77	18.61	19.79
估值比率					
P/E	278.3	30.4	20.7	17.0	14.8
P/B	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	84.3	7.1	4.7	3.3	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn