

机械设备

2025 年 12 月 26 日

金马游乐

(300756)

——技术突破引领业绩高增，AI+机器人共筑新篇

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 12 月 26 日

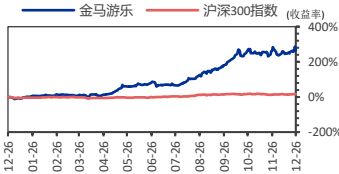
收盘价 (元)	57.70
一年内最高/最低 (元)	63.92/13.04
市净率	6.2
股息率% (分红/股价)	0.09
流通 A 股市值 (百万元)	7,572
上证指数/深证成指	3,963.68/13,603.89

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	9.29
资产负债率%	37.82
总股本/流通 A 股 (百万)	158/131
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com
戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
胡书捷 A0230524070007
husj@swsresearch.com

联系人

张蕴达 A0230125030003
zhangyd@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **立足全产业链布局与技术突破，实现业绩增长与运营质量提升。**公司至今发展数十年，核心业务涵盖游乐装备制造与游乐投资运营，已构建起覆盖 13 大类大型游乐设施及 8 大系列虚拟沉浸式项目的产品矩阵，多项技术实现进口替代，远销全球近 50 个国家与地区。公司股权结构稳定，实控人为创始人兼董事长。2024 年起业绩步入拐点，营收利润大幅改善回升，2025 年 Q1-Q3 营业收入 5.69 亿元，同比增长 23.8%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比增长 456.5%，在手订单及应收账款周转维持在健康水平。
- **政策支持与市场需求驱动行业转型，技术突破与智能化成核心竞争力。**我国游乐设施行业正进行结构化升级，国家政策持续发力服务消费及大规模设备更新，行业监管体系成熟且准入壁垒较高，行业 beta 预期向上。大型游乐设备制造行业产业链清晰，主题公园为主要下游应用场景，全球主题公园市场正朝收入多元化与体验服务化转型，2024 年市场规模达 559 亿美元，同比增长 8.21%，复苏势头显著。国内主题公园增速领跑全球，当前已进入设备集中更新周期，为上游制造企业带来持续需求。金马游乐作为业内标杆企业，依托超过 240 项授权专利及参与制定的 26 项行业标准，在中高端市场占据领先地位，同时近年来持续强化研发护城河，加速布局 AI 与机器人在文旅行业的应用，重塑我国游乐设备产业形态。
- **以技术研发为本拓宽全球化布局，积极推动“AI+机器人”落地。**公司客户网络覆盖广泛，深度绑定国内头部主题公园集团，同时切入欧美高端市场与“一带一路”新兴市场，2024 年新签订单同比增长超 40%，国际市场营收同比大增 414.84%，全球化布局成效显著。公司当前研发团队规模达 184 人，2024 年研发费用投入 2706 万元占营收 4.69%，投入强度持续提升。新业务战略布局上，公司战略投资上海矩阵超智，合资设立“金马矩阵”子公司推动文旅机器人业务落地，双方以“股权+合资”的架构实现制造场景与研发技术的优势互补，旨在构建文旅智能装备与数字化服务生态平台。公司现已和星尘智能合作推出“机器人 MART”产品，成为全球首个自主完成零售服务的绳驱 AI 机器人，未来想象空间充足。
- **投资分析意见：**金马游乐作为国内游乐设施制造头部企业，核心主业竞争优势稳固，技术水平迭代助推下游订单持续增长，利润端长期有望贡献稳定增量。公司当前已参股投资国内头部机器人企业打通技术堵点，同时与国内外多个知名文旅&文娱企业达成稳定合作关系，拥有机器人落地的广阔应用场景，远期有望开辟第二增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.09/2.07/3.46 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 83/44/26 倍。给予公司 2025 年 DCF 模型估算股权市值 128 亿元，对应目标价 81.16 元，目标价对应当前股价上行空间为 40.7%。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**游乐设备订单需求不及预期；新业务发展不及预期；行业竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	577	569	784	1,385	2,098
同比增长率 (%)	-21.9	23.8	35.9	76.7	51.5
归母净利润 (百万元)	7	90	109	207	346
同比增长率 (%)	-84.1	456.5	1,386.0	89.9	66.9
每股收益 (元/股)	0.05	0.57	0.69	1.32	2.20
毛利率 (%)	31.0	37.5	36.4	37.6	39.4
ROE (%)	0.5	6.2	7.4	12.7	18.4
市盈率	1,237		83	44	26

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

金马游乐作为国内游乐设施制造头部企业，核心主业竞争优势稳固，技术水平迭代助推下游订单持续增长，利润端长期有望贡献稳定增量。我们采用 DCF 法进行估值，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.09/2.07/3.46 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 83/44/26 倍。给予公司 2025 年 DCF 模型估算股权市值 128 亿元，对应目标价 81.16 元，目标价对应当前股价上行空间为 40.7%。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

我们认为公司游乐装备制造相关业务均将实现快速增长。24 年公司在手订单金额达 13.68 亿元，整体订单量及交付速度均较往年有明显提升，考虑到公司业绩主要由订单交付驱动，因此我们假设 25-27 年公司交付订单套数分别为 900/1150/1500 套，对应游乐制造业务 25-27 年营收分别为 7.1/9.8/14.1 亿元，同比增速分别为 36.3%/37.8%/43.8%。

公司本身作为游乐设施赛道中专业技术能力过硬的高新技术企业，多年来持续推动文旅+科技深度融合，25 年以来正通过“自主创新+参股投资”方式有序推进新产业布局，探索开发“文旅+机器人”、“游乐+机器人”概念的智能化产品，成长空间广阔。公司已与乐华娱乐等合作方获取订单 1000 台，平均均价超 25 万元，将于 25 年 12 月起逐步交付、于 26 年起贡献营收，因此我们预计 26-27 年收入分别为 3.0/5.3 亿元。

有别于大众的认识

市场普遍认为，我国主题乐园市场趋于饱和，下游需求增速将因此放缓。我们认为，自上而下来看，近年来国家出台了一系列政策鼓励游乐设施行业发展，包括不限于提振服务消费、鼓励文旅数字化转型、推动大规模设备更新等，政策导向与支持将成重要驱动。另外，全球主题公园市场正经历稳健复苏，24 年前十大主题公园运营商接待游客同比增长 3.3%，而我国主题乐园客流增速领跑行业，且下沉市场展现出强劲潜能。叠加我国大型游乐设备正步入更新周期，公司核心主业订单需求确定性向上。

市场普遍认为，机器人相关技术仍不成熟，投放应用后实际长线的投资回报率存疑。我们认为，公司与机器人行业内领先的技术型公司矩阵超智、星尘智能等达成战略合作，将金马的渠道和客户资源优势与技术公司的研发能力融合互补，首批产品已落地应用，展现出高拟人化运动表现、高动态响应和安全交互能力，且产品与技术仍在持续迭代升级。当前产品售价对标市面均价优势明显，未来渠道端院线、主题公园以及乐华旗下潮玩店等都将重要赋能，订单量有望实现超预期增长。

股价表现的催化剂

公司游乐设备技术突破，核心产品质量提升达国际标准，国产替代与海外出口推动主业订单需求持续释放；文旅文娱机器人落地应用情况超预期，下游订单需求爆发式增长，技术迭代升级下具身智能产品矩阵不断扩围，成功打造第二增长曲线。

核心假设风险

游乐设备订单需求不及预期，新业务发展不及预期，行业竞争加剧。

目录

1.国内文旅装备制造标杆企业，主业经营迎来复苏拐点	7
1.1 以游乐装备制造为核心，跻身国内文旅科技企业头部阵营	7
1.2 核心团队持股股权结构稳定，管理层多年深耕经验丰富	8
1.3 公司盈利能力逆势跃升，订单储备与运营效率共振凸显长期成长价值	9
2.行业需求预期向上，技术突破驱动长期成长	12
2.1 政策红利驱动行业规范与升级，行业正经历结构性转型	12
2.2 全球游乐设备行业稳健扩容，我国市场已成核心驱动	15
2.3 技术融合与设备更新共筑新引擎，业内主要竞对公司梯队分化显著	19
3.多维优势共振，行业领先地位持续深化	23
3.1 政策周期双轮驱动，全链协同夯实根基	23
3.2 技术研发为本，构筑深厚护城河	24
3.3 打造全产业链协同，广拓全球生态版图	28
3.4 前瞻布局智能新赛道，生态协同构建新引擎	30
4.盈利预测与估值	32
4.1 盈利预测	32
4.2 估值分析	34
5.风险提示	36

图表目录

图 1：四十余载战略深耕，金马游乐从游乐行业拓荒者到国内文旅科技服务引领者 7	
图 2：营收短期波动系验收节奏所致	10
图 3：归母净利润 25 年以来大幅增长	10
图 4：游乐设施类为支柱，多业态协同增收	10
图 5：核心业务毛利率维持相对稳定	10
图 6：毛利率和净利率见底回升，上修空间充足	11
图 7：公司费用管控能力持续增强	11
图 8：应收账款周转效率改善	11
图 9：合同负债稳定侧面反映在手订单储备充裕	11
图 10：经营活动现金流近三年来均为正	11
图 11：流动比率速动比率稳健，保障短期偿债能力	11
图 12：我国游乐设施行业正步入转型高质量发展阶段	12
图 13：大型游乐设备制造行业产业链分工明确，主题乐园等下游需求驱动增长 ..	16
图 14：25 年中国占据全球游乐设备市场 60% 份额	16
图 15：全球游乐设备市场销售额呈稳定增长态势	16
图 16：2024 年国内旅游总花费创历史新高	17
图 17：城镇居民构成国内游客主体占比超七成，农村居民潜力正逐步释放	17
图 18：24 年人均文旅财政投入同比转负	17
图 19：中国文旅 IP 市场规模 2024 年达 4341 亿元，预期未来将稳步提升	17
图 20：美国主题公园发展领先全球，中国与之差距缩小	18
图 21：24 年全球主题公园非门票收入占比已达 54%	18
图 22：合家欢骑乘设备在全球主题乐园最常见的 5 大游乐项目中位于榜首	18
图 23：我国大型主题乐园年均接客量与营收均实现强劲增长	19
图 24：华东地区主题公园集群效应显著，华北华南单园运营效率领先	19
图 25：金马游乐专利储备持续领跑国内行业主要竞对	22
图 26：国家与地方政策形成合力，文旅设备迎发展红利	23
图 27：国内扩张和更新周期共同推动需求上行	24
图 28：公司海外业务快速扩张	24
图：构建内外协同的研发体系	

图 30: 凭借高新技术巩固行业地位.....	25
图 31: 公司具备高素质的人才团队.....	25
图 32: 公司持续进行研发投入.....	25
图 33: 公司打造多维核心技术矩阵.....	26
图 34: 知识产权体系扩张, 技术优势壁垒稳固	26
图 35: 打造“高端游乐设备+虚拟沉浸式项目”产品矩阵.....	26
图 36: 布局三大专业化生产基地打造高端制造体系	28
图 37: 生产制造形成全产业链协同.....	28
图 38: 通过多层次运营结构丰富业务矩阵	28
图 39: 公司多年经营构建了广泛的合作伙伴生态网络	29
图 40: 参加国际会展积极布局海外业务.....	30
图 41: 国际合作与布局	30
图 42: 国内出游缓升, 文旅市场回暖	31
图 43: 我国数字文旅市场规模快速增长.....	31
图 44: “文旅+机器人”可切入多元应用场景	31
图 45: 机器人 MART 能自主完成门店订单交付	32
图 46: 矩阵超智人形机器人	32
表 1: 公司游乐装备制造业务已形成全品类产品矩阵	7
表 2: 管理层深耕游乐行业, 专业背景加持筑牢企业发展基石	8
表 3: 我国出台大量鼓励中国游乐设施行业发展的政策.....	12
表 4: 中国大型游乐设施安全监管以《特种设备安全法》为核心.....	14
表 5: 中国大型游乐设施分类标准与主要技术参数界定.....	14
表 6: 2024 年全球前十主题公园集团游客量, 中国运营商包揽四席.....	19
表 7: 我国各主要类型主题乐园均步入设备更新周期	20
表 8: 我国大型游乐设备制造商正突破核心技术, 逐步实现进口替代.....	20
表 9: 全球及国内五家主要游乐设备制造商业务布局与竞争优势对比.....	21
表 10: 公司具备完善资质体系.....	27
表 11: 国家与地方政策齐发力, 数字化文旅或成行业下一风口	30
表 12: 金马游乐收入拆分简表.....	33

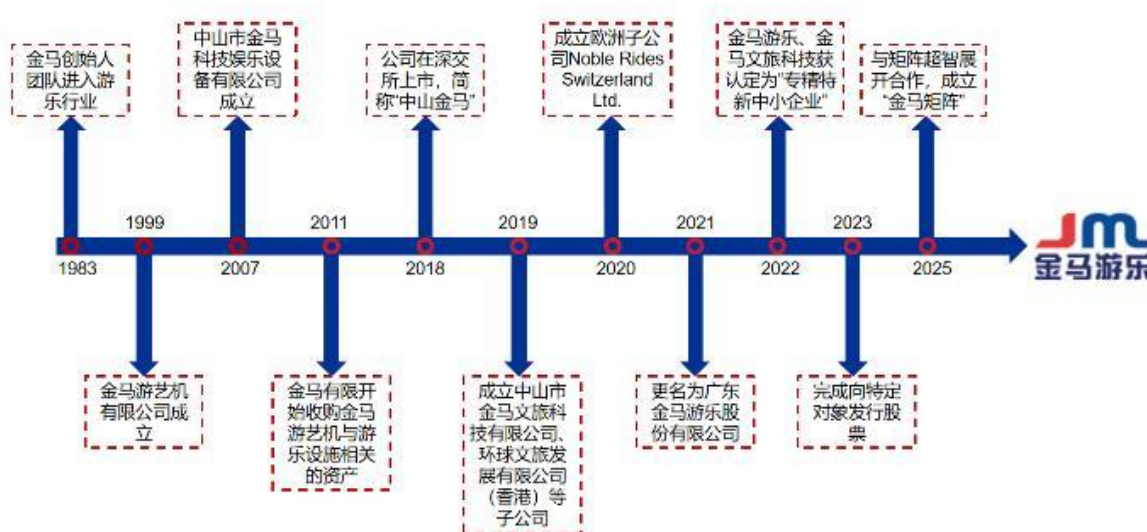
表 13: DCF 模型估值表	35
表 14: DCF 估值法敏感性分析	35

1.国内文旅装备制造标杆企业，主业经营迎来复苏拐点

1.1 以游乐装备制造为核心，跻身国内文旅科技企业头部阵营

金马游乐发展四十余年，已成长为文旅服务领域的国内标杆企业。据公司官网，金马游乐核心团队于1983年进入游乐行业，2007年主体公司成立后逐步整合游艺设备资产，2018年于深交所成功上市。2019-2020年设立文旅科技子公司、欧洲子公司，纵向延伸文旅服务链条，横向开拓国际市场。2022年获“专精特新”认定筑牢技术壁垒，2025年携手矩阵超智展开智能领域合作，积极布局文旅机器人应用新场景。通过数十年在设备制造、文旅运营、全球化布局上的持续发力，金马游乐已实现从单一制造商到全产业链文旅科技企业的蜕变，当前旗下资产总占地面积达30多万方，拥有300余台仪器设备和200多个授权专利，产品覆盖300多个品类，以技术、资本与生态创新为核心竞争力，在文旅科技赛道持续领跑行业。

图 1：四十余载战略深耕，金马游乐从游乐行业拓荒者到国内文旅科技服务引领者



资料来源：公司官网，申万宏源研究

金马游乐构建“制造+运营”双轮驱动业务生态，两大主营业务协同快速发展。据公司公告，公司当前主营业务分为游乐装备制造与游乐投资运营两大类，其中游乐装备制造为核心收入支柱，24年占全年营收比重达90.49%。游乐装备制造业务已形成覆盖13大类大型游乐设施及8大系列虚拟沉浸式项目的全品类产品矩阵，多项技术达到国际先进水平并实现进口替代，与华侨城、华强方特等头部文旅企业也已建立稳定合作，产品成功进入环球影城等国际顶级主题乐园，远销全球近50个国家和地区。游乐投资运营业务聚焦亲子乐园、游乐嘉年华等生活化业态，提供从项目策划到委托运营的一站式服务。从市场布局看，公司以国内市场为根基，海外业务空间充足有望实现爆发式增长，全球化渠道布局成效显著。

表 1：公司游乐装备制造业务已形成全品类产品矩阵

产品板块	项目	代表类目详情
------	----	--------

高端游乐装备	过山车系列	弹射、开环、大型、自旋、互动、家庭过山车等系列
	观览车系列	观览车 GLC-88A、摇摆观览车 GLC-46A 等系列
	水上系列	激流勇进、峡谷漂流、射水战船、漂流河等系列
	飞行塔类系列	星空之环、飞旋塔、冲上云霄、跳伞塔、飞行塔、自由塔、太空梭等系列
	转马系列	豪华单/双层转马、转转杯等系列
	游览车系列	揽月游览车、高架车、架空游览车、智行空轨、环园列车等系列
	经典系列	海盗船、大摆锤、弹跳机、自控飞机、飓风飞椅、迪士高、机甲等系列
	儿童系列	碰碰车、小火车、逍遥水母、自控飞机、旋转小蜜蜂、水果旋风、青蛙跳等系列
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、炫舞飞车等系列
	动感影院	野外探险、动感舱、4D 影院等系列
	VR 系列	VR 摩托、旋风铁臂、时空飞轮等系列
	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、影视动力过山车等系列
	影视滑行车	弹射悬挂过山车、雪山矿山车、速降过山车等系列
	影视跳楼机	影视跳楼机等系列
	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，申万宏源研究

1.2 核心团队持股股权结构稳定，管理层多年深耕经验丰富

公司实控人为创始人兼董事长，前十大股东大多数为核心团队自然人，股权结构稳定。

据公司公告，股权层面，邓志毅等核心团队自然人股东合计持股超 25%，保障战略连贯性与团队执行力，其中创始人兼董事长邓志毅持股 11.27%为公司实控人。业务层面，公司通过 100%控股中山市金马游乐设备工程、环球文旅发展等多家子公司，实现游乐装备制造、文旅运营、智慧科技等全产业链覆盖；同时参股广东金马矩阵智能科技、深圳造梦游乐等企业，布局智能科技、沉浸式游乐等新兴赛道。这种股权与业务的联动布局，既强化了资源整合与产业链协同能力，又为技术迭代和业态创新提供灵活空间，进一步巩固其在文旅科技行业的竞争壁垒。

金马游乐核心管理层于游乐设备行业内长期深耕，具备过硬的专业素养和行业洞见。据公司公告，从管理层履历看，董事长兼创始人邓志毅先生自 1975 年起便一直深耕游乐设备领域，为公司战略方向把控与行业资源整合奠定坚实基础。副总经理林泽钊、高庆斌等均为教授级高级工程师、高级工程师，拥有数十年游乐机械领域技术研发与生产管理经验，支撑公司多类大型游乐设施实现技术突破与进口替代。整体而言，公司核心管理层的高效配合分工，既强化了技术研发的持续性，又提升了战略执行的精准度，成为金马游乐构筑文旅科技竞争壁垒的关键支撑。

表 2：管理层深耕游乐行业，专业背景加持筑牢企业发展基石

姓名	职务	性别	主要工作经历
邓志毅	董事,董事长	男	1975 年至 1999 年先后在中山机床厂、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工、班长、车间主任、科长、经理等职。1999 年至今历任中山市金马游艺机有限公司董事长、总经理、董事。2007 年至今任广东金马游乐股份有限公司董事长，兼任中国游艺机游乐园协会副会长、广东省特种设备行业协会副会长、中山市文化产业促进会会长等多项职

林泽钊	副总经理	男	<p>务，是中山市第十四届人大代表。2011年2月获中山市政府颁发“中山市二〇一〇年度十杰市民”荣誉称号，2019年11月获广东省人民政府、政协广东省委员会和全国工商联评为“第五届广东省非公有制经济人士优秀中国特色社会主义事业建设者”</p> <p>本科学历，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任工程师。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年起，历任广东金马游乐股份有限公司总经理、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</p>
曾庆远	副总经理,董事会秘书	男	<p>本科学历，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年起，任广东金马游乐股份有限公司副总经理、董事会秘书</p>
郑彩云	财务总监	女	<p>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，历任广东金马游乐股份有限公司财务经理、财务总监</p>
李勇	董事,副总经理	男	<p>本科学历，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。2011年起至今，任公司董事、副总经理</p>
李建伟	副总经理	男	<p>本科学历。2004年6月至2012年12月，历任中山市金马游艺机有限公司国际事业部销售经理、副部长。2013年1月起，历任本公司国际事业部部长、副总经理、总经理。2023年10月起，任本公司副总经理</p>
高庆斌	董事,总经理	男	<p>本科学历，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，任广东金马游乐股份有限公司副总经理，兼任广东省特种设备行业协会专家</p>

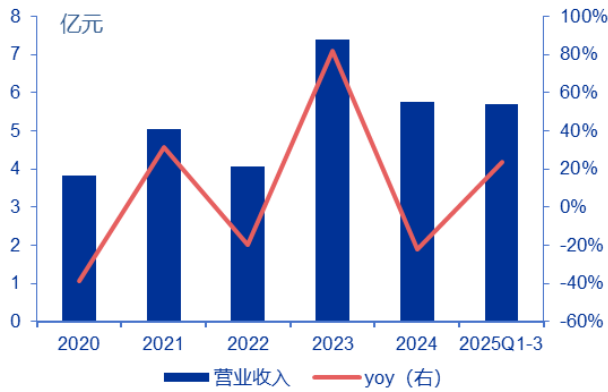
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

1.3 公司盈利能力逆势跃升，订单储备与运营效率共振凸显长期成长价值

金马游乐近年业绩波动较大，24年起利润向上修复趋势明确。据公司公告，由于收入确认受到长交付周期影响，公司近年来营收和净利润波动较大，2025Q1-Q3实现营收5.69亿元，同比增长23.8%，利润端同步实现突破性增长，归母净利润同比大幅增长456.5%至0.9亿元，归母净利润率达15.9%。我们认为公司的业绩确认主要取决于项目与客户的验收节奏，而大部分大型定制项目交付周期达1-1.5年，因此季度间业绩波动并不代表订单或生产能力下滑。24年以来我们观察到公司生产制造能力持续提升，国内外订单同比增长，在

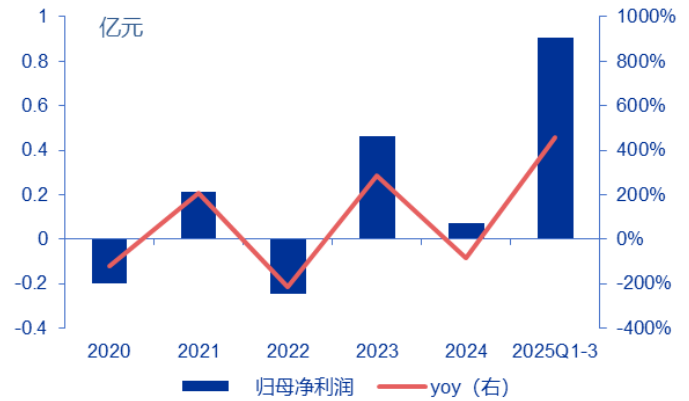
手订单始终保持健康水平，短期验收节奏的波动不影响长期发展逻辑，在当前时点基本有确定性向上修复动力。

图 2：营收短期波动系验收节奏所致



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：归母净利润 25 年以来大幅增长

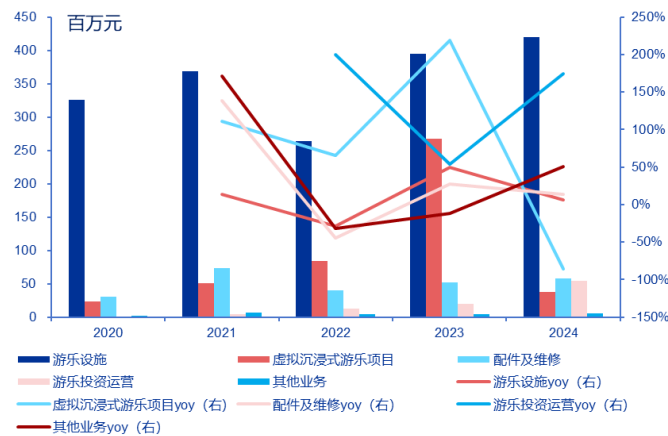


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司以游乐设施类为核心构建多业态盈利矩阵，各业态毛利率分化凸显业务结构韧性。

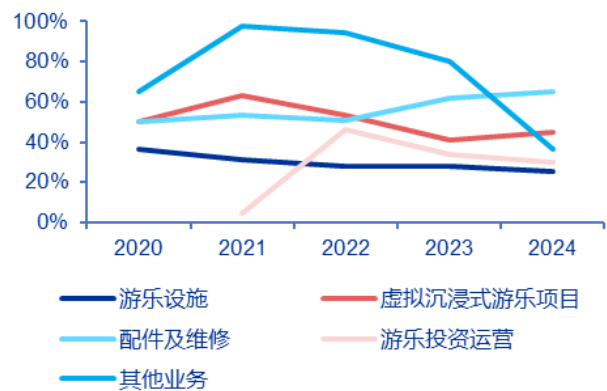
从分业态营收与毛利率表现看，游乐设施类是公司核心业务，近年来基本实现稳步增长，2024 年实现营收 4.2 亿元，同比增长 6.3%，占营业收入比重达 72.8%，毛利率同比-2.6pct 达 25.1%。游乐投资运营作为 21 年起步的新业务，近年来增长强劲逐步成为驱动公司业绩成长的第二增长极，24 年实现营收 0.55 亿元，同比增长 174.3%，毛利率同比-3.9pct 达 29.8%。整体而言，公司核心业态保持强劲增收，新业态快速成长，毛利率保持基本稳定，为公司长期发展奠定坚实基础。

图 4：游乐设施类为支柱，多业态协同增收



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：核心业务毛利率维持相对稳定



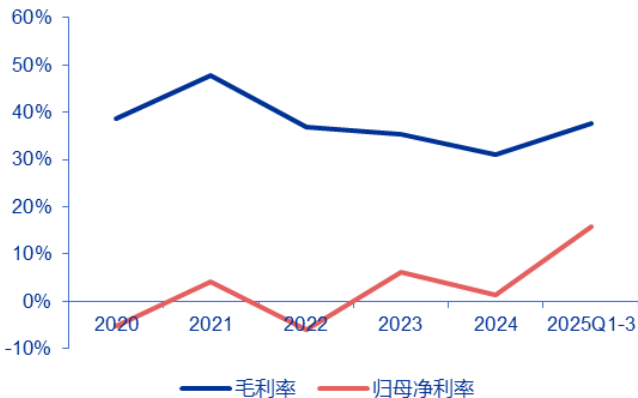
资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司盈利能力步入拐点，经营效率提升与成本管控筑牢长期竞争壁垒。

据公司公告，从毛利表现看，公司毛利率虽随业务节奏有所波动，但 2025Q1-Q3 回升至 37.54%，凸显游乐装备产品的盈利韧性与成本控制能力。费用端，公司研发费用率长期保持行业较高水平，为技术创新与沉浸式游乐项目突破提供持续动能，而销售费用率、管理费用率持续优化，2025Q1-Q3 分别为 3.54%/13.74%，分别同比-1.22/-2.61pct，体现公司在营销与管理环节的效率提升。这种毛利韧性与费用结构的协同，既源于核心游乐设施业务的技术壁垒，又得

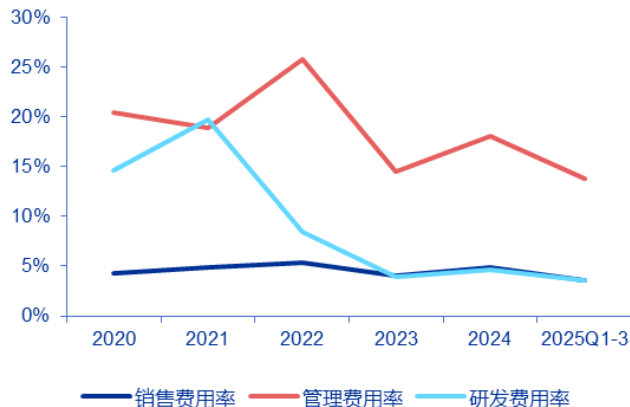
益于精细化费用管控能力的持续强化，为公司在文旅科技赛道的长期盈利增长与市场竞争力构建提供了双重支撑。

图 6：毛利率和净利率见底回升，上修空间充足



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司费用管控能力持续增强

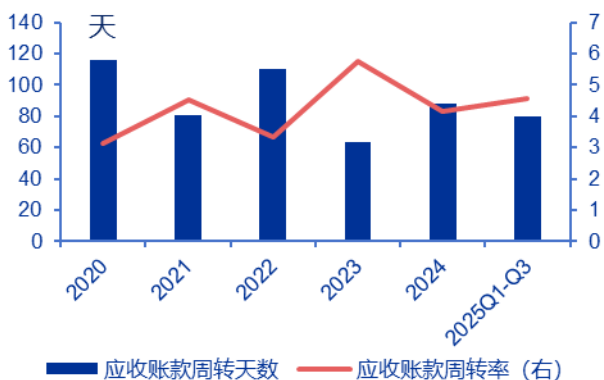


资料来源：公司公告，申万宏源研究

合同负债与应收账款周转稳中向好，侧面刻画出公司稳健的主业经营和健康的现金流。

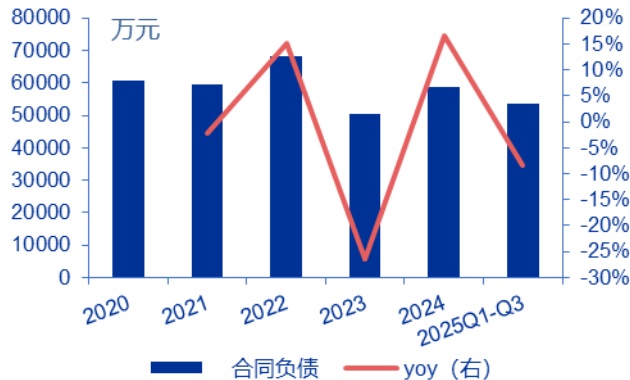
由于公司游乐设备交付周期较长，营收需以设备检测合格为确认节点，因此合同负债与应收账款周转率成为观测其经营质量的关键锚点。据公司公告，公司合同负债 2024 年达 5.87 亿元，其作为阶段性结算款间接反映公司在手订单的规模储备，近年始终保持在健康水平。应收账款管理上，2025Q1-Q3 公司应收账款周转天数为 80 天，较 24 年底进一步降低，周转效率的持续优化体现公司在长周期交付模式下的运营管控能力，有效保障现金流健康与经营稳定性。

图 8：应收账款周转效率改善



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：合同负债稳定侧面反映在手订单储备充裕



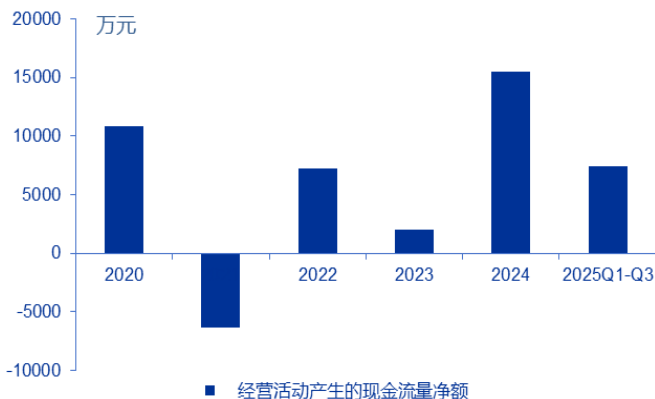
资料来源：公司公告，申万宏源研究

金马游乐经营现金流与短期偿债指标稳健，财务流动性管理凸显流动性质量。

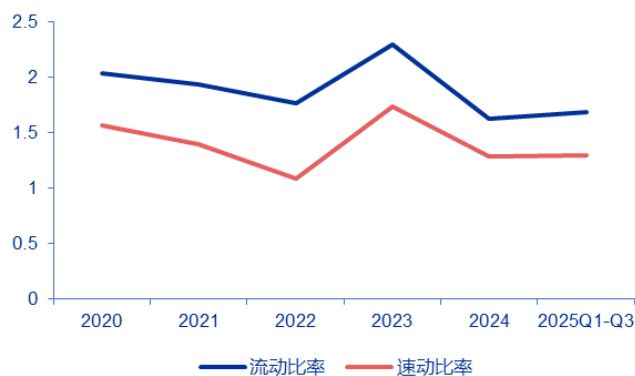
据公司公告，从经营活动现金流看，公司 2024/2025Q1-Q3 经营活动现金流量净额分别达 15,498.81/7,377.6 万元，近年来多数年份保持净流入，尤其是 2024 年以来显著增长充分彰显经营活动的现金造血能力。从短期偿债能力来看，公司 2025Q1-Q3 流动比率为 1.68、速动比率为 1.30，多年均稳定在 1 以上，短期偿债具备坚实流动性支撑。

图 10：经营活动现金流近三年来均为正

图 11：流动比率速动比率稳健，保障短期偿债能力



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.行业需求预期向上，技术突破驱动长期成长

2.1 政策红利驱动行业规范与升级，行业正经历结构性转型

我国游乐设施行业于 50 年代起步，现正处于结构性重塑、高质量发展阶段。据公司公告，我国游乐设施制造最早可追溯至上世纪 50 年代，首台游艺机等产品于此时推出，但随后三十余年间行业发展陷入停滞。到改革开放初期，首家国产游乐园“大庆儿童乐园”的建成标志着我国游乐设施市场的启蒙，大批游乐设施制造企业也在此阶段设立。90 年代后，行业步入以自主研发为核心的高速成长期，以金马游乐为代表的头部企业，在产品创意、技术工艺与安全标准上实现关键突破，并成功开拓海外市场。2020 年起受外部不可抗力影响，行业遭受冲击，期间 39.6% 的企业营收降幅超过 91%，账面现金能维持 1 年以上的企业仅占 6.3%，主题乐园与景区普遍陷入困境。22 年以来行业启动深刻重塑，“十四五”旅游业发展规划将文旅产业与旅游装备制造制造业置于战略高度，国家也出台了一系列鼓励游乐设施行业发展的政策，为行业创造了良好的成长环境，行业自此重启增长。

图 12：我国游乐设施行业正步入转型高质量发展阶段



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：我国出台大量鼓励中国游乐设施行业发展的政策

时间	相关部门	政策名称	政策内容及影响
----	------	------	---------

2009/8/31	国家旅游局和文化部	《关于促进文化与旅游结合发展的指导意见》	鼓励主题公园、旅游度假区游戏游艺场所。结合不同主题公园、旅游度假区的特点，鼓励游艺娱乐企业在主题公园和旅游度假区开设游艺娱乐场所，丰富文化主题内容，创新文化传播体验方式，提升主题公园和旅游度假区的感染力和吸引力，打造一站式旅游消费和娱乐园区。
2012/8/24	科技部，中宣部，财政部，文化部，广电总局，新闻出版总署	《国家文化科技创新工程纲要》	研发文化主题公园关键技术及装备，形成系统集成解决方案，提升主题公园创意设计自主创新能力和文化旅游应用服务效果。
2014/8/9	国务院办公厅	《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》	继续支持邮轮游艇、索道缆车、游乐设施等旅游装备制造国产化，积极发展邮轮游艇旅游、低空飞行旅游。
2018/3/9	发展改革委，国土资源部，环保部，住房城乡建设部，旅游局	《关于规范主题公园建设发展的指导意见》	支持主题公园企业加强科技创新，充分调动社会各方面积极性，促进技术创新、业态创新、内容创新、模式创新和管理创新。支持利用数字技术、仿真、互联网等高新技术支撑文化内容、装备、材料、工艺、系统的开发和利用，加快技术改造步伐。推动动漫游戏与虚拟仿真技术在主题公园设计、制造等领域中的集成应用。
2023/9/27	国务院办公厅	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	加大优质旅游产品和服务供给，优化旅游基础设施投入。支持文化体育场所增强旅游休闲功能，合理设置旅游咨询区、餐饮区、文创产品销售区等旅游接待设施。推动利用数字技术改造提升传统旅游消费场所，打造智慧旅游、沉浸式体验新空间。
2024/3/13	国务院办公厅	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升。
2024/5/21	国家发展改革委，住房城乡建设部，文化和旅游部，国家电影局，广电总局，国家文物局	《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》	更新升级游乐设施。推动游乐园、城市公园等场所更新一批高可靠性的先进游乐设备，提升设施安全运营水平。推动游戏游艺设备更新升级，促进科技含量高、能效等级高、沉浸式体验感好的设备使用，更好满足消费者文化娱乐需求。
2025/1/9	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	引导商场、景区、街区等引入亲子乐园、无动力儿童乐园、手工坊等业态。
2025/9/5	商务部等 9 部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	支持优质消费资源与知名 IP 跨界合作，打造一批商旅文体健融合的消费新场景。开展“人工智能+消费”典型应用案例推荐，持续打造信息消费新产品新场景新热点。

资料来源：政府官网，申万宏源研究

我国大型游乐设施行业已建立起覆盖全工艺流程的监管体系。据公司公告，国家市场监督管理总局负责全国大型游乐设施安全监察工作，县级以上地方质量技术监督部门负责本行政区域内大型游乐设施安全监察工作。具体操作环节，在设计制造阶段，企业需通过设计文件鉴定、型式试验与生产许可审批方可开展后续工作；安装环节实行施工前告知制度，安装过程必须接受监督检验，合格后方可投入使用；运营使用阶段要求办理使用登记、建立安全管理制度、进行定期检验与应急演练，并配备持证操作与安全管理人员。在改造与修理环节，涉及主体结构或性能参数的变动需重新进行设计鉴定与监督检验，重大修理需经专项检验合格，此外企业需对超过设计使用期限的设备实施安全评估与重点监控。

表 4：中国大型游乐设施安全监管以《特种设备安全法》为核心

序号	法律法规、国家标准名称	生效日期	文件编号
1	《大型游乐设施安全管理人员和作业人员考核大纲》	2008年6月1日	TSGY6001-2008
2	《特种设备安全监察条例》	2009年5月1日	中华人民共和国国务院令 549号
3	《特种设备作业人员监督管理办法》	2011年7月1日	国家质检总局令第140号
4	《特种设备作业人员考核规则》	2013年6月1日	TSGZ6001-2019
5	《特种设备安全法》	2014年1月1日	中华人民共和国主席令第4号
6	《大型游乐设施安全监察规定》	2014年1月1日	国家市场监督管理总局令第101号
7	《游乐设施安全使用管理》	2014年7月1日	GB/T30220-2013
8	《特种设备使用管理规则》	2017年8月1日	TSG08-2017
9	《特种设备事故报告和调查处理规定》	2022年3月1日	国家市场监督管理总局令第50号
10	《特种设备安全监督检查办法》	2022年7月1日	国家市场监督管理总局令第57号
11	《特种设备生产单位落实质量安全主体责任监督管理规定》	2023年5月5日	国家市场监督管理总局令第73号
12	《大型游乐设施安全技术规程》	2023年11月29日	TSG71—2023

资料来源：国家市场监管总局，申万宏源研究

市场监管总局对大型游乐设施进行分类分级管理，引入了A、B级分类标准，行业形成了较高的准入壁垒。据国家市场监管总局和公司公告，市场监管总局于23年制定了《大型游乐设施安全技术规程》，在原有规定的基础上进一步强化了文件鉴定和监督检验的相关要求。行业当前主要准入壁垒包括：1) 资质许可壁垒。依据《特种设备安全法》及配套规章，企业须取得制造、安装、改造及维修许可资质，缺乏资质的企业无法合法开展业务，这对企业的人员、设备、质量管理体系提出了较高要求。2) 技术与人才壁垒。国家对于AB级不同分类的设施行使不同的监管办法，并运用四种检验模式将设计文件鉴定、型式试验和监督检验进行不同组合，这些环节均要求企业具备扎实的技术基础与专业的设计团队，相关技术人员需要具备长期的实践经历和过硬的专业素养。

表 5：中国大型游乐设施分类标准与主要技术参数界定

分类	类别	型式	级别	
			A级	B级
观览车类		有主轴摩天轮型	设备高度≥50m, 或者单舱承载人数 ≥38人	其他
		无主轴摩天轮型		
		摆锤型		
		遨游太空型		
		时空穿梭型		
		飞毯型		
滑行和旋转类		摩天环车型	倾角≥70°, 或者回转直径≥12m	其他
		其他型式观览车类		
		陀螺类		
飞行塔类		陀螺系列	运行高度≥30m, 或者承载人数≥40人	其他
		其他型式陀螺类		
		旋转飞椅系列		
		青蛙跳系列		
		探空飞梭系列		
	观览塔系列			
	其他型式飞行塔类			

		转马系列	均为 B 级	
转马类		转转杯系列	回转直径 $\geq 14\text{m}$, 或者承载人数 ≥ 90 人	其他
		旋转快车系列		
		其他型式转马类		
自控飞机类		自控飞机系列	回转直径 $\geq 14\text{m}$, 或者承载人数 ≥ 40 人	其他
		章鱼系列		
		其他型式自控飞机类		
滑行车类		单车滑行车系列	运行速度 $\geq 50\text{km/h}$, 或者轨道高度 $\geq 10\text{m}$	其他
		多车滑行车系列		
		激流勇进系列		
		弯月飞车系列		
		其他型式滑行车类		
架空游览车类		轨道滑管	均为 B 级	
		电力单双轨列车系列	轨道高度 $\geq 10\text{m}$, 或者单车(列)承载人 数 ≥ 40 人	其他
		脚踏车系列		
		其他型式架空游览车类		
滑道类		管轨式滑道	滑道长度 $\geq 800\text{m}$	其他
		槽式滑道		
		电动滑道		
游乐车辆	赛车类	赛车系列	均为 B 级	
	小火车类	内燃机驱动小火车系列	均为 B 级	
		电力驱动小火车系列	均为 B 级	
	碰碰车类	碰碰车系列	均为 B 级	
水上游乐设施	水上游乐设施	峡谷漂流系列	均为 B 级	
		水滑梯系列		
		碰碰船系列		
无动力游乐设施	无动力游乐设施	蹦极系列	均为 B 级	
		滑索系列		
		空中飞人系列		
		系留式观光气球系列		

资料来源：国家市场监督管理总局，申万宏源研究

2.2 全球游乐设备行业稳健扩容，我国市场已成核心驱动

大型游乐设施制造行业已形成清晰的上中下游产业链，主题乐园是最主要应用场景。据公司公告，游乐设备行业上游涵盖钢材、轴承、电机等原材料与 VR/AR 等核心技术与设备；中游为以金马游乐为代表的设备制造商，负责设备研发与集成；下游消费场景则集中于主题乐园、传统游乐园及城市综合体，其中主题公园是下游最核心的客户群体与需求驱动力。据 Fortune Business Insights 咨询，2024 年全球主题公园市场规模已达 559 亿美元，同比增长 8.21%，呈现强劲复苏与扩张态势，预计未来仍将延续高速增长以 10.55% 的年复合增速增至 2032 年的 1247 亿美元。

图 13: 大型游乐设备制造行业产业链分工明确, 主题乐园等下游需求驱动增长

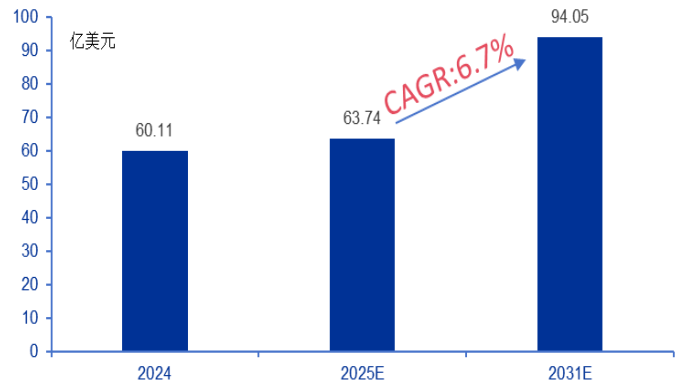
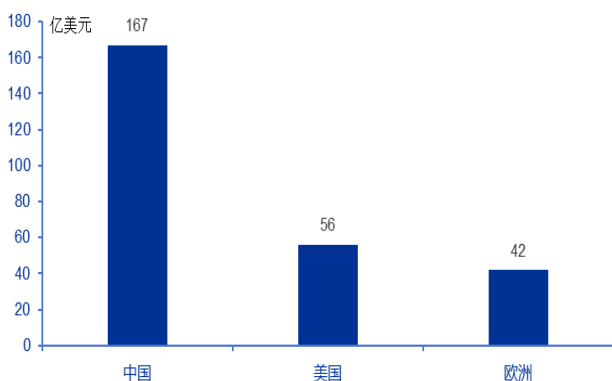


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

全球游乐设备制造行业市场规模强劲增长, 核心市场区域性发展特色显著。据 ZION Market Research (研究机构), 2024 年全球游乐设备制造市场规模达 165 亿美元, 预计至 2034 年将突破 380 亿美元, 期间年复合增长率达 11%左右。同步观察关联市场, 据 Globe Newswire 环球新闻社, 全球娱乐车辆领域 2024 年规模已达 629 亿美元, 预计 2033 年将攀升至 1683 亿美元, 印证休闲娱乐消费需求爆发下游游乐设备制造行业的持续活力。从区域结构看, 亚太、北美和欧洲为主要贡献市场, 其中亚太地区成为全球增长核心驱动力, 中国市场份额占全球超 60%; 北美市场依托迪士尼、环球影城等国际品牌持续推动高端设备迭代; 欧洲市场则聚焦绿色转型, 绿色材料应用占比超 30%。

中国已成为全球最大游乐设备市场, 产业同时面临规模扩张与技术升级。据恒州博智 QYR 数据, 截至 2025 年 7 月中国游乐设备市场以约 1200 亿元规模占据全球总市场份额的 60%以上。需求端方面, 行业增长动力持续强劲, 据中国游艺机游乐园协会 CAAPA 调研显示, 63.9%的受访企业计划在 2026 年增加装备采购预算, 仅 20.9%的企业将维持现有采购规模, 超六成企业认为当前装备产品能够满足运营需求。随着市场边界从城市向乡村、从国内向海外持续拓展, 行业正通过产品提质与运营增效, 在更广阔的领域实现高质量可持续发展。

图 14: 25 年中国占据全球游乐设备市场 60%份额 图 15: 全球游乐设备市场销售额呈稳定增长态势



资料来源：QYR，申万宏源研究；注：数据截至 25 年 7 月 资料来源：QYR，申万宏源研究

我国文旅消费市场呈现量价齐升的复苏态势，下沉市场潜力释放为产业链带来新机遇。

据国家统计局，2025 年前三季度全国居民出游总人次达 49.98 亿，同比增长 18.0%。其中城镇居民出游人次 37.89 亿，增长 15.9%；农村居民出游人次 12.09 亿，增速达 25.0%。旅游消费方面，2025 年前三季度居民出游总花费 4.85 万亿元，同比增长 11.5%。其中城镇居民花费 4.05 万亿元，增长 9.3%；农村居民花费 0.80 万亿元，大幅增长 24.0%。据国家文旅部数据，2024 年全国文化和旅游事业费占财政总支出的比重为 0.43%，较上年下降 0.04 个百分点，文旅行业发展正从政策驱动转向市场内生驱动，为游乐设备制造企业提供了广阔的发展空间。

图 16：2024 年国内旅游总花费创历史新高

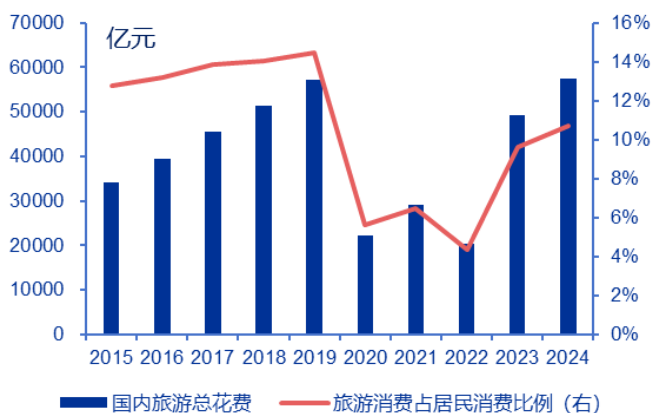
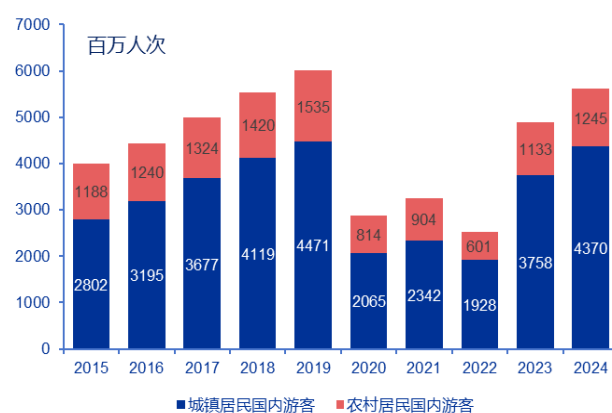


图 17：城镇居民构成国内游客主体占比超七成，农村居民潜力正逐步释放



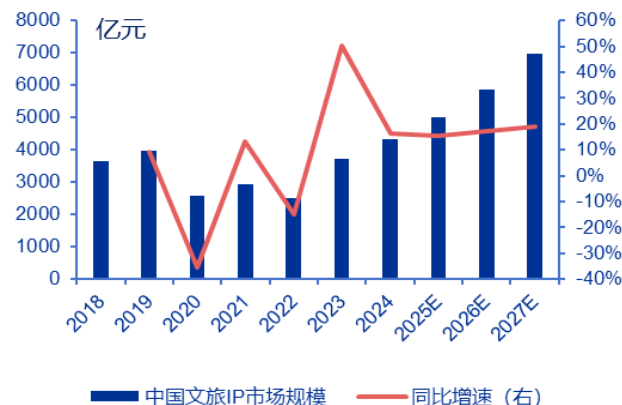
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 18：24 年人均文旅财政投入同比转负



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 19：中国文旅 IP 市场规模 2024 年达 4341 亿元，预期未来将稳步提升



资料来源：国家文旅部，申万宏源研究

资料来源：CAAPA，申万宏源研究

全球主题公园市场呈现出“一超多强”格局，分地区看中美包揽前二且领先优势显著。

据 TEA（主题娱乐协会）和 AECOM（艾奕康），2024 年全球主题公园 TOP25 榜单中迪士尼独占 12 席，在前 10 名中包揽 8 席。分地区来看，美国以 9 家公园、合计 1.04 亿人次游客量占据绝对主导地位。中国内地上榜 6 家公园，游客总量达 5185 万人次，整体规模位列第二。日本虽仅 3 家公园入围，却凭借东京迪士尼与日本环球影城等旗舰项目，以 4354

万人次的高流量稳居第三，单位公园产出效率显著。欧洲市场中，法国与德国等传统强国仍保持稳定表现，但整体规模上看与前三差距较大。

图 20：美国主题公园发展领先全球，中国与之差距缩小



资料来源：TEA, AECOM, 申万宏源研究

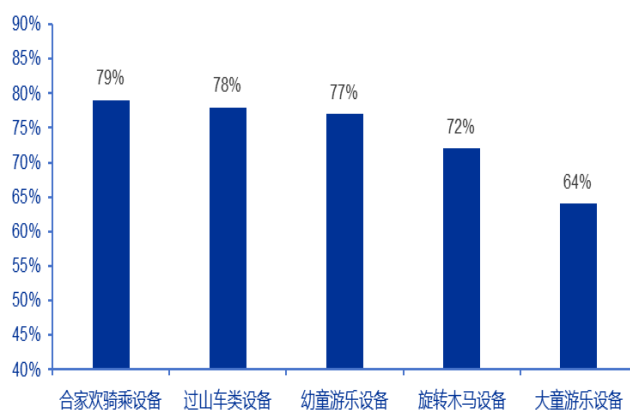
全球主题乐园收入结构多元化，家庭客群成消费主力，园区运营正从单一门票经济向综合服务体验转型。据亚洲博览会 IAAPA, 2024 年主题乐园行业收入来源中，门票收入仍占据主导，但非门票收入合计占比已达 54%，乐园正通过延伸消费场景提升客单价值。从项目配置看，合家欢骑乘设备、过山车及幼童游乐设备成为全球乐园标准配置，侧面反映出当前主题乐园客群正形成以家庭为核心的用户结构，另外游客年龄分布数据显示，17 岁以下未成年客群占比达 48%，其中 3-11 岁儿童占比最高。

图 21：24 年全球主题公园非门票收入占比已达 54%



资料来源：IAAPA, 申万宏源研究

图 22：合家欢骑乘设备在全球主题乐园最常见的 5 大游乐项目中位于榜首



资料来源：IAAPA, 申万宏源研究

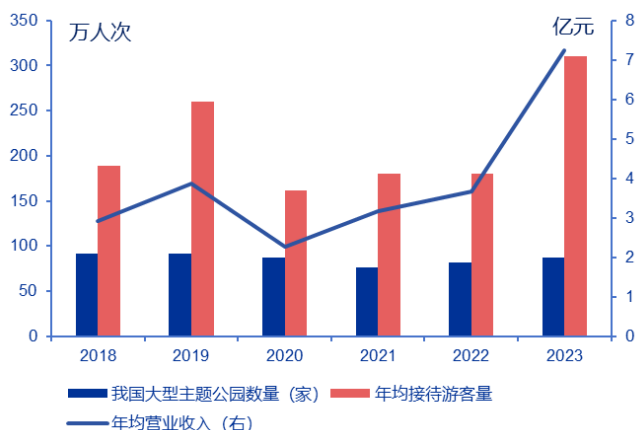
全球主题公园市场稳健复苏，中国市场成为增长主引擎。据 TEA 数据，2024 年全球前十大主题公园运营商总接待游客 5.499 亿人次，同比增长 3.3%，增长动能主要源自中国市场的强劲表现。我国国内头部运营商增速显著领先，华侨城客流量同比增长 15.1% 实现领跑，海昌海洋公园与长隆分别大幅增长 12.2% 和 9.1%。竞争格局上，中国企业在十强中占据四席，除华强方特、华侨城和长隆持续稳居前列外，海昌海洋公园首次跻身全球前十，展现出我国主题公园集团的全球影响力正持续提升。

表 6: 2024 年全球前十主题公园集团游客量, 中国运营商包揽四席

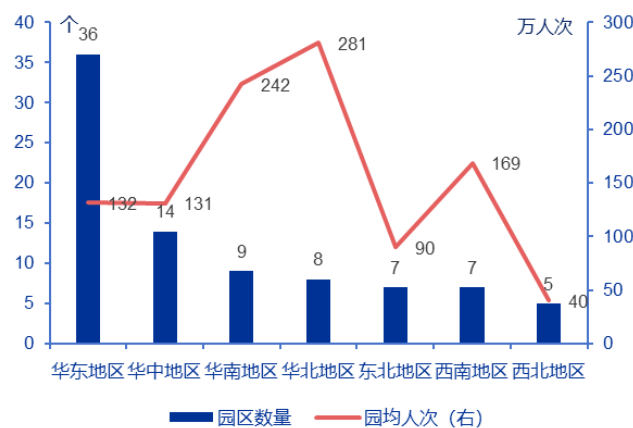
排名	主题乐园集团	地区	2024 年游客人次 (单位: 万人次)	2023 年游客人次 (单位: 万人次)	2024 年同比增长
1	迪士尼	美国	14520	14343	1.2%
2	华强方特	中国	8717	8569	1.7%
3	默林娱乐	英国	6280	6210	1.1%
4	环球影城	美国	5898	5941	-0.7%
5	六旗娱乐	美国	5030	4895	2.8%
6	华侨城	中国	4110	3571	15.1%
7	长隆	中国	3937	3609	9.1%
8	联合公园	美国	2295	2161	6.2%
9	海昌海洋公园	中国	2260	2014	12.2%
10	团聚公园	西班牙	1940	1934	0.3%
合计	/	/	54985	53245	3.3%

资料来源: TEA, AECOM, 申万宏源研究

我国主题公园行业核心经营指标全面超越 19 年水平, 区域呈梯度发展态势。据《2024 中国主题公园竞争力评价报告》, 2023 年国内大型主题公园数量回升至 87 家, 年均接待游客量达 310 万人次, 较 2019 年增长 19.0%; 年均营业收入跃升至 7.24 亿元, 较 19 年大幅提升 86.9%。从区域分布看, 华东地区以 36 家园区占据全国 42% 的份额, 形成最密集的主题公园集群。华北与华南地区展现出卓越的单园运营效率, 园均接待游客量显著高于全国平均水平。西北地区仍有较大培育空间。

图 23: 我国大型主题乐园年均接客量与营收均实现强劲增长


资料来源: 中国主题公园研究院, 申万宏源研究

图 24: 华东地区主题公园集群效应显著, 华北华南单园运营效率领先


资料来源: 中国主题公园研究院, 申万宏源研究

2.3 技术融合与设备更新共筑新引擎, 业内主要竞对公司梯队分化显著

我国主题公园行业步入集中设备更新周期, 为上游设备制造企业持续创造需求。据公司公告, 我国主题公园根据核心体验可分为五大类型, 其大型游乐设施的安全运营与更新换代严格受法规约束, 制造单位需明示整机及主要受力部件的设计使用期限。据深圳市市场

监督管理局和南方网，实际操作中大型游乐设施的使用年限一般为 10 至 20 年，深圳等地方法规进一步明确，设备“超过生产制造单位规定的使用期限”或“无制造单位使用期限规定已投入满十年”的，应当报废。我们认为近年我国各主要类型代表性项目已陆续进入设备使用年限中后期，行业正迎来为期约 5-8 年的集中设备更新窗口。

表 7：我国各主要类型主题乐园均步入设备更新周期

主题公园类型	特点描述	代表公园	建立时间
游乐类	提供各种刺激的室外机械游乐设施	深圳欢乐谷	1998 年
		北京石景山游乐园	1986 年
		长隆欢乐世界	2006 年
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特色的景观	深圳世界之窗	1994 年
动物园类	各式各样的水族馆和野生动物园	香港海洋公园	1977 年
		广州长隆野生动物园	1997 年
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	1992 年
		杭州宋城	1996 年
		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	上海迪士尼	2016 年
		北京环球影城	2021 年
		方特欢乐世界	2008 年

资料来源：公司公告，各乐园官网，申万宏源研究

游乐设备国产化进程加速，核心技术突破重构市场格局。长期以来，高端游乐设备市场由国际品牌主导，但这一局面正在改变。据公司官网，以金马游乐为代表的本土企业通过自主研发，成功攻克了 LSM 电磁弹射技术在弹射式过山车领域的应用，打破了国外垄断。在同等产品下，国产设备价格仅为进口设备的二分之一甚至更低，产品市场份额持续提升。当前，政策红利进一步助推国产替代，根据国务院及六部门印发的设备更新实施方案，文旅领域设备更新被列为重点支持方向，为金马游乐等具备技术实力的国内企业提供了进口替代的新机遇。

智能技术深度融合，AI 与机器人应用重塑游乐设备产业形态。据中研网，游乐设备行业技术演进已从机械制造向“AI+娱乐”深度融合转型，VR/AR 技术在游乐设备中的渗透率快速提升，从 2023 年的 15% 增至 2025 年的 28%，AI 与机器人技术在运营环节广泛应用，AI 算法驱动的智能安全监测系统覆盖率已达 75%。据 QYR 及南方日报等报道，上海迪士尼等领先项目通过引入 5D 沉浸式技术，成功将游客平均停留时长提升 45%；北京环球影城的变形金刚主题区采用高科技机器人布景、互动仿生角色及 3D 暗骑项目；亦庄打造全市首个机器人主题公园，推出全球首个实现拟人奔跑的纯电驱全尺寸人形机器人“天工”；Ex-Robots 和小米等公司也正在研发机器人系统，部分前沿技术已在深圳电子展等平台展示和测试，很快将在我国主题乐园落地应用。

表 8：我国大型游乐设备制造商正突破核心技术，逐步实现进口替代

制造商	金马游乐	巨马文旅	海山游乐	南方文旅
-----	------	------	------	------

设备类型	新一代文旅文娱机器人	"炫酷飞驰"弹射式过山车：国产首台应用 LSM 电磁弹射技术的过山车	高端摩天轮	"天空之眼"滑道	大型沉浸式多媒体项目
具体突破	与星尘智能合作，在文旅场景落地全球首个由绳驱 AI 机器人自主运营的零售服务店"机器人 MART"，实现从语音交互到商品递送的全自主服务，开创文旅体验新形式。	自主研发的 LSM 电磁弹射技术，达到国内领先、国际先进水平，使金马成为全球第三家掌握该核心技术的游乐企业。打破了 LSM 电磁弹射技术在游乐装备领域的国外长期垄断，实现了国产替代。	通过无轴式轮桥合一、大型回转式太空舱、整机耐极寒等颠覆性技术，占据国内高端摩天轮市场 90%以上份额，并拿下全球 50%以上的高端摩天轮市场。其中，深圳"湾区之光"应用 25 人椭圆球形回转式太空舱技术，舱体可自转保持水平，提升了客户体验。	将主题公园常用的全息投影技术，成功移植并适配到水上滑道这种高速、开放的动态环境中，解决了画面稳定性、与滑行节奏的精准匹配等一系列工程难题，提供了"物理刺激+视觉叙事+环境氛围"的多层次、沉浸式体验。	通过多媒体数字技术内容融合大型 6 自由度动感设备，结合激流险滩、索桥、狂风暴雨、泥石流、峡谷森林和雄狮猛兽等精准匹配，打造成虚拟现实的宏大探险场面，为游客带来沉浸式体验。业内专家评价其代表国内顶尖水平，具有国际水准。
示意图					

资料来源：各公司官网，南方日报，绍兴网，申万宏源研究

全球游乐设备制造企业呈现出清晰的梯队格局，各自具备核心差异化优势。据各公司官网，Vekoma、ZAMPERLA 等国际巨头凭借数十年的技术积淀、强大的原创研发与系统工程能力，主导了高端市场，成为全球多家顶级主题乐园的供应商。我国国内厂商起步较晚，当前在技术力水平和产品质量等方面快速追赶，并形成了差异化竞争路径：金马游乐作为国内龙头，凭借全品类产品线与“制造+文旅”双轮驱动策略，对低中高线城市项目实现全覆盖；海山游乐专注于水上乐园这一细分领域，以全产业链服务构建壁垒。当前，国内厂商正凭借供应链优势与日趋成熟的技术力水平，在进口替代与文旅产业升级的浪潮中迎来发展机遇。

表 9：全球及国内五家主要游乐设备制造商业务布局与竞争优势对比

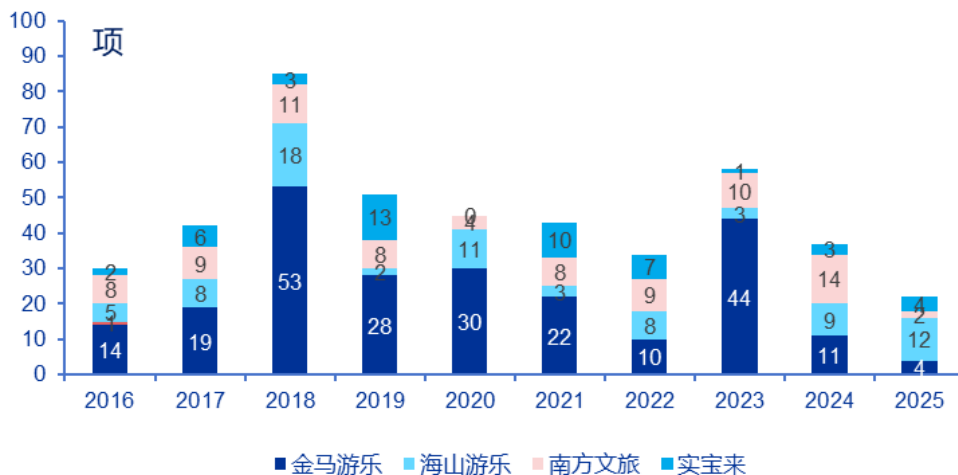
公司名称	成立日期	经营范围	产品研发	客户	竞争优势
金马游乐	2007	大型游乐设备、虚拟沉浸式游乐项目研发、制造、安装以及游乐文旅投资运营	滑行车类、飞行塔类、观览车类等 13 大类大型游乐设施产品黑暗乘骑、飞行影院、VR 系列等 8 大系列虚拟沉浸式游乐项目产品	华侨城、华强方特、长隆等国内高端大型连锁主题乐园；环球影城等国际顶级主题乐园唯一的国产游乐设施供应商	差异化定位：相对国外竞争对手更具性价比，相对国内竞争对手具有较高技术水平、品牌声誉和较稳定的客户群体，同时

公司名称	成立日期	经营范围	产品研发	客户	竞争优势
ZAMPERLA	2006	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，并提供相应售后和技术服务。	设备种类涵盖普通游乐设施、大型过山车、水上游乐设施、塔类游乐设施等。其中包括专门为家庭和儿童设计的项目，如“TweenerRideZ”系列产品中的“NebulaZ”（太空星云）和“旋转弹跳塔”等；还包括惊险刺激类项目，如BigWaveZ”“超级特技飞行”等。	迪士尼、华纳兄弟娱乐公司、六旗游乐园、乐高积木乐园、中国华侨城欢乐谷连锁主题园(深圳、北京、成都、上海、武汉等)、融创集团连锁主题乐园（合肥、南昌、哈尔滨、无锡等），广州长隆欢乐世界等	开拓投资运营文旅项目、机器人等新业务 全球覆盖：在全球拥有强大的影响力，在六个战略位置上设有分支机构，并拥有三个尖端的生产基地。每个分公司都拥有一名意大利文化翻译，确保无缝协作。在弘扬当地传统的同时，坚持质量和创新的核心价值观。
海山游乐	2002	为水上乐园、四季游乐园项目客户提供项目策划规划、主题景观包装设计、设备研发、设备制造安装、经营管理全产业链一站式服务	开发有六大产品系列、200多个设备品种	保利集团、华侨城集团、长隆集团、融创文旅集团、万科集团、米高梅酒店及度假村、华纳兄弟、Agualand 等	细分领域技术领先：专注于水上乐园的规划设计、设备研发制造和销售安装，参与起草水上游乐设施国家标准
INTAMIN	1967	过山车、摩天轮等各类游乐设施的设计、生产和销售业务	提供业内最完备的互补型产品线，涵盖过山车、水上游乐设施、观景类设备（如观光塔与摩天轮）、自由落体塔、平面旋转类设备以及沉浸式体验项目（包括黑暗骑行与飞行影院）	阿布扎比法拉利世界、冒险岛乐园、海德公园、瑞典里瑟本游乐园、奥地利家庭乐园、迪士尼、幻象乐园、弗雷斯珀图伊城乐园等	核心技术共享：能将过山车的乘客约束系统、垂直骑乘的磁力制动等核心技术，跨领域复用于水上设备等其他产品线，形成了深厚的技术壁垒
Vekoma	1926 (2018年被日本三生科技收购)	过山车及特殊游乐设施的开发、制造和安装，提供从家庭级到极限级的全面产品组合，并持续为国际客户开展定制项目	坐式与悬吊式家庭过山车、矿车过山车、倾斜过山车、飞行过山车、摩托过山车等过山车；互动式水上船游、奇幻屋、媒体类互动设施及悬吊式黑暗骑乘等家庭娱乐项目	六旗德州嘉年华乐园、六旗探索王国、荷兰艾夫特琳乐园、比利时 Walibi 乐园、美国 Dollywood 主题乐园等	一体化服务：集研发、工程设计、生产、项目管理和售后服务等所有环节于一身的制造商

资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

我国游乐设备制造业研发能力持续增强，金马游乐始终保持行业领先地位。据公司公告和爱企查，金马游乐在 20 年后研发投入成效显著，专利数量稳定增长。公司依托 244 项授权专利（含 77 项发明专利）及参与制定的 26 项行业标准，正加速实现对国际高端产品的技术替代。海山游乐与南方文旅呈现追赶态势，其中海山游乐在 2023 年后增长加速。实宝来起步基数较低，但近年来正稳步提升。业内头部企业的持续创新将共同推动行业向价值链上游迈进，有望逐步改变以往依赖国外设备的市场格局。

图：金马游乐专利储备持续领跑国内行业主要竞对



资料来源：爱企查，申万宏源研究

3.多维优势共振，行业领先地位持续深化

3.1 政策周期双轮驱动，全链协同夯实根基

政策东风正盛，文旅设备更新步入全面加速期。据政府官网，2024年5月，国家发改委等部门发布《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》，明确提出开展游乐设施更新提升行动，推动主题乐园、城市公园及景区乐园加快更换高可靠性、沉浸式体验类设备，并同步推进标准升级、智慧文旅改造与服务质量提升，奠定行业更新周期开启的顶层逻辑。在国家指引下，多地迅速落地细化方案，普遍设定“到2027年设备投资规模较2023年提升25%以上”的阶段性目标，并结合当地文旅特色提出分领域支持方向，如浙江建立项目库并推出400亿元融资租赁支持、广东明确700项更新量化指标、黑龙江聚焦冰雪装备、贵州和安徽强调沉浸式体验设备等。国家战略与地方执行形成合力，明确释放中长期确定性的增量需求。

图 26: 国家与地方政策形成合力，文旅设备迎发展红利

国家层面政策指导

- 2024年5月, 《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》
- 发布部门: 国家发改委等

地方层面积极响应

各省围绕“到2027年设备投资提升25%+”目标加速落地, 形成全国性政策合力

量化明确

- 广东: 提出“700项设备更新”
- 浙江: 400亿融资租赁支持
- 甘肃: 5个专项行动, 9大更新领域

差异化

- 冰雪装备: 黑龙江、吉林。
- 沉浸式体验设备: 安徽、贵州。
- 智慧文旅与数字化场景: 广东、湖南。
- 大型游乐设施更新: 广东、湖南。

效率提升

- 简化项目审批流程、
- 建立重点项目库、
- 推进数字化管理平台。

资料来源: 各省政府官网, 申万宏源研究

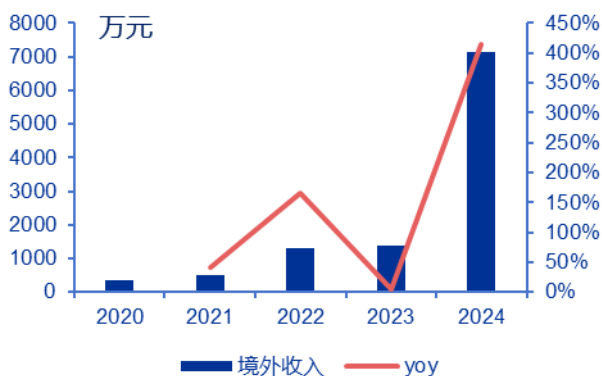
“国内扩张和更新周期+中国供应链出海”双主线推动公司成长动能释放。国内方面, 文旅装备需求由“新建扩张+存量更新”共同驱动: 宏观回暖带动主题公园与城市文旅综合体投资修复, 应用场景从大型主题公园向商业综合体、文旅小镇等多元业态延伸; 同时, 一批于2000年前后建成的乐园已进入设备替换窗口, 折旧期满叠加技术迭代推动更新需求滚动释放, 形成稳健的订单底盘。**海外方面,**“一带一路”等战略持续推进, 中国文旅装备凭借性价比与整体方案输出能力在全球竞争力增强, 据公司公告, 公司2024年新签订单同比增长超40%, 其中国际市场营收激增400%。公司项目加速向中东、东南亚等增量市场外溢, 国际化布局步入提升期。双周期共振下, 公司内生增长韧性与外延空间同步扩张, 中长期业绩弹性显著增强。

图 27: 国内扩张和更新周期共同推动需求上行



资料来源: 申万宏源研究

图 28: 公司海外业务快速扩张



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.2 技术研发为本, 构筑深厚护城河

公司前瞻性地构建了“内部平台+外部智库”的研发组织架构, 系统性地推进产学研深度融合。据公司官网, 在内部, 公司依托多个省级工程技术研究中心与企业技术中心作为研发基石, 包括广东省游艺设备(金马科技)工程技术研究中心等高水平平台; 在外部, 则聚合

了以武汉大学、中山大学、华南理工大学、北京理工大学等高校为核心的“学术智库”，强化前沿技术共研能力。这一开放式创新机制，与其作为中国游乐装备制造行业领军者的地位相契合——公司是国家高新技术企业、全国索道与游乐设施标准化技术委员会副主任委员单位，持续以系统化研发与广泛产业参与巩固其技术优势与市场竞争力。

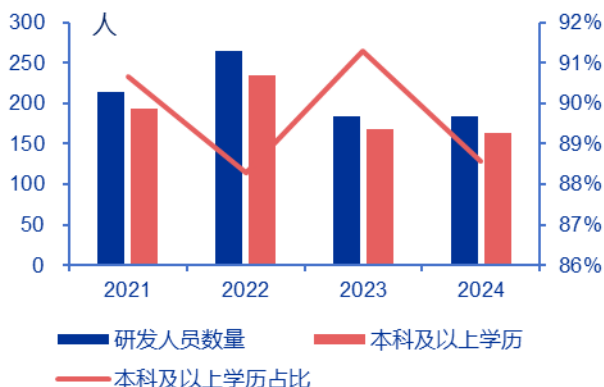
图 29：构建内外协同的研发体系


资料来源：公司官网，申万宏源研究

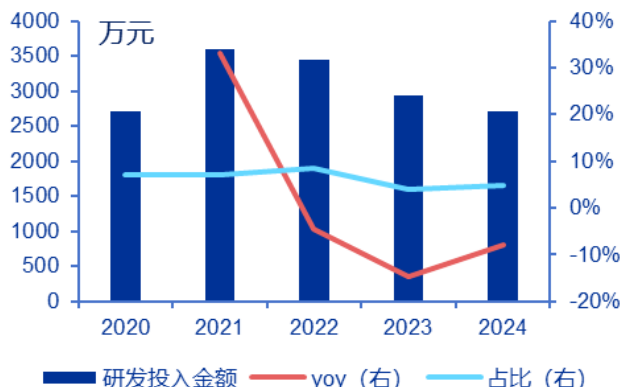
图 30：凭借高新技术巩固行业地位


资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司在研发人才体系与资源投入方面持续强化。据公司公告，公司研发团队结构专业完备、跨学科融合，由行业权威专家与教授级高级工程师领衔，覆盖机械工程、自动化控制、复合材料、工业设计、动漫影视、项目策划及运营管理等全产业链关键领域，形成多专业协同的技术优势。团队规模达 184 人，占员工总数 15.51%，本科及以上学历占比 88.6%，40 岁以下青年骨干占比高达 90.2%，呈现出“高素质+年轻化”的梯队特征，既具创新活力，又兼顾经验传承。资源投入方面，2024 年公司研发费用达到 2,706 万元，占营业收入 4.69%、同比提升 0.71pct，重点聚焦于大型游乐设施与虚拟沉浸式项目两大方向，不断加强核心技术攻关与新品迭代。

图 31：公司具备高素质的人才团队


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：公司持续进行研发投入


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司形成了覆盖“产品工程、安全控制、智能体验”三大维度的核心技术矩阵，技术体系完备且持续迭代。据公司公告，在产品工程方面，公司掌握滑行车轨道 CAD 二次开发设计、摩天轮主轴结构、组合运动游艺机等关键技术；在安全控制领域，具备静音控制、发射

机构、换轨对位结构及功能安全控制系统等核心能力；在智能体验方向，开发了基于空间拓扑的标志区域校验方法、大范围视频空间目标分区与识别方法等新型技术。

技术矩阵的深化带动知识产权体系快速扩张。据公司官网，截至 2024 年末，公司累计拥有 231 项授权专利（其中包括 65 项发明专利，含 1 项美国发明专利），并持有 107 项实用新型专利、59 项外观专利、9 项软件著作权及 17 项作品著作权，同时参与制定 26 项行业及国家标准。成熟的核心技术矩阵与完善的专利壁垒共同构筑了公司在全球游乐装备领域的技术护城河，显著提升其产品竞争力与技术议价能力。

图 33：公司打造多维核心技术矩阵

核心技术矩阵	产品工程类技术	安全控制类技术
	游乐设施静音控制技术	功能安全控制系统
	游乐设施的发射机构	机械锁链车结构
	游乐设施的换轨对位结构	一种连杆锁紧机构
	基于CAD二次开发的滑行车轨道设计技术	断轨过山车翻车平台前部挡块与弹出轨道锁链机构
	滑行车轨道制作技术	一种踏轨锁紧及车体限位锁链机构
	跳珠类游乐设施	一种踏轨导向装置机构
	创新的摩天轮主轴技术	挂钩式二道保险结构
	一种组合运动游艺机	
	悬臂式架空过山车	智能体验类技术
	一种水上游乐设备导向停靠结构	一种城市游乐设备的屏幕定位装置
	一种多场观赏的游乐设施	一种用于观看电影的游乐设施
	一种轨道车的自适应感应传感器	基于空间拓扑关系的标志区域校验方法
	游艺设备行走轮系的轮架构件	应用于大范围视频空间目标定位系统的分区与识别方法
	一种摩天轮带触摸屏自适应系统	
	架空轨道类游艺机的驱动机构	

资料来源：招股书，申万宏源研究

图 34：知识产权体系扩张，技术优势壁垒稳固



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司依托研发能力加速打造高端智造产品，形成“高端游乐设备+虚拟沉浸式项目”两大产品矩阵。据公司官网和游乐界，在高端游乐装备领域，公司为全球第三、国内首家掌握电磁弹射过山车技术的企业，已交付 5 套设备并持续获得新订单，打破国际技术垄断；自主研发 40 余项摩天轮相关授权专利，设计了国内第一台达欧洲标准的摩天轮，为高端游乐设施市场奠定技术话语权。在虚拟沉浸式项目方面，公司集成 VR/AR、AGV 导航、六自由度运动平台及实时交互影像系统，打造兼具沉浸感、互动性和叙事性的文旅产品，应用从主题乐园拓展至文博展陈、夜游及商业综合体等场景。两条产品线互为支撑，体现公司在高端装备制造及数字文旅创新的综合能力，为构建未来高端智造体系提供基础。

图 35：打造“高端游乐设备+虚拟沉浸式项目”产品矩阵



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司凭借体系化技术与高端智造能力，构建起从资质体系到市场应用的完整进口替代闭环。据公司公告，公司当前已取得特种设备 A 级生产许可证，并通过 ISO9001、欧盟 EN1090、TÜV 等国际认证，同时参与多项国家与行业标准制定，实现从“符合标准”向“输出标准”的能力升级。在此基础上，进口替代路径呈现“头部验证—国际突破—反向出口”的递进结构：其一，长期依赖海外高端设备的长隆集团在“电音狂飙”LSM 弹射过山车等项目中指定金马进行研发定制，验证公司技术水平突破国产替代有望持续贡献增量订单；其二，公司进入国际顶级主题乐园供应链，在全球统一高规格采购体系下实现对海外头部厂商的进口替代；其三，产品在性能对标国际一流的同时，价格约为其 1/2-1/3，形成可规模复制的性价比优势；其四，实现向德国、美国等成熟市场的“反向出口”，并在部分项目中直接中标，标志国产替代已从国内市场渗透走向国际主流市场。

表 10：公司具备完善资质体系

资质类别	具体资质	详细说明
特种设备资质	国家特种设备 A 级生产许可证	特种设备生产最高级别许可，覆盖锅炉、压力容器等制造，要求先进设备、完善检测及专业技术人员。
质量管理体系	ISO9001 质量管理体系认证	国际通用质量管理标准，总结多国管理经验，是企业发展的核心管理体系，全球 100 多个国家和地区采用。I
结构/焊接/出口资质	欧盟 EN1090 认证	欧盟 CPR 法规下的强制认证，适用于钢结构、铝结构及相关构件，是产品进入欧洲市场的重要资质。
产品安全/第三方认证	TÜV 认证	德国权威安全认证，覆盖电气、机械等领域安全测试与体系认证，可转换多国认证，避免重复测试。

参与国家/行业标准制定 (如行业/国家标准参与 GB/T18158-2019 转马类设施技术条件)

企业深度参与行业核心标准制定, 体现技术研发实力与行业话语权, 所参与标准为相关领域产品生产、检验的重要依据。

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.3 打造全产业链协同, 广拓全球生态版图

金马游乐正通过战略延伸, 构建“高端制造+文旅运营”双轮驱动的全产业链生态。

制造端从构建高端制造体系到全产业链协同。据公司官网和公告, 公司在中山布局三大专业化生产基地 (火炬区综合装备基地、港口镇文旅科技基地、板芙镇过山车轨道基地), 总占地面积近 12 万平方米, 配备三百余台套先进加工与检测设备, 在机加工、玻璃钢成型、热处理、焊接、电控系统集成与整机装配等关键环节具备行业领先的实施能力。构建了覆盖研发设计、精密制造到安装调试全流程的高端智造体系, 贯穿创意策划、研发设计、采购生产、检验售后的全生命周期, 确保产品安全性、可靠性与一致性。通过“制造-策划-研发-运营”全链条协同, 公司实现前端主题策划与场景需求的精准对接、中端关键技术的自主可控、后端凭借特种设备安装资质保障项目质量并以运营数据反哺制造优化, 这一全产业链一体化模式显著提升了工程化能力、交付稳定性和客户黏性。

图 36: 布局三大专业化生产基地打造高端制造体系 图 37: 生产制造形成全产业链协同



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

资料来源: 公司官网, 公司公告, 申万宏源研究

金马游乐在运营端构建了多层次、轻重结合的商业模式。据公司公告, 公司当前已通过自主投资运营、合作投资运营、委托运营及快闪式微乐园多元化模式, 形成从重资产控制到轻资产服务输出的完整业务矩阵。这一布局不仅实现 2024 年运营业务收入同比增长 174.31% 的业绩突破, 更关键的是构建了“需求-研发-制造”的闭环生态: 运营项目作为实景测试平台, 通过持续收集设备运行数据与用户行为数据, 直接驱动产品迭代升级, 同时成功运营案例为设备销售提供实证支持, 显著增强了客户对整体解决方案的信心。这种“制造+运营”双轮驱动模式, 使公司从设备供应商升级为文旅生态组织者, 既通过前沿需求洞察提升研发精准度, 又以运营实践验证技术可靠性, 最终夯实高端装备制造的核心竞争力。

图 38: 通过多层次运营结构丰富业务矩阵



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

金马游乐在国内外市场均建立了广泛且分层的客户网络。据公司官网，在国内公司深度服务欢乐谷、长隆、华强方特等大型主题公园集团，同时覆盖区域性游乐园及融创、万达等地产与影视跨界企业，形成稳固且高粘性的客户基础，提高了新进入者的市场准入门槛。在国际拓展方面，公司产品已规模化进入“一带一路”沿线国家及日韩等成熟市场，尤其凭借上海迪士尼、北京环球影城等国际顶级项目供应，凭借高标准项目履历建立可复用的品质信任背书。该分层、跨域的客户结构不仅验证了公司全产业链协同能力，也为从“设备出口”向“运营模式输出”的全球生态布局提供了坚实市场基础，同时进一步巩固了其在高端文旅装备领域的竞争护城河，历经 40 余年发展的“金马”品牌在业内享有极高声誉，已成为高端客户在追求安全、可靠与创新解决方案时的优先选择，并具备持续的品牌溢价能力。

图 39：公司多年经营构建了广泛的合作伙伴生态网络



资料来源：公司官网，申万宏源研究

金马游乐已构建起系统化、多层次的全球市场拓展体系，形成“高端市场品牌化与新兴市场规模化”双轮驱动的国际化布局。据公司公告，公司通过参与美国、欧洲等国际顶级展会切入高端市场，借助沙特、迪拜、俄罗斯等区域展会深耕“一带一路”及新兴市场，实现从北美、欧洲到东南亚、中东的全球业务覆盖。2024 年公司国际市场营业收入达 7,125.14 万元，同比大幅增长 414.84%，彰显国际化战略成效。未来，公司将继续深耕欧美市场以树立品牌形象，同时加大新兴市场开拓力度，构建全球化营销与服务体系，成为具有全球竞争力的世界级游乐装备供应商。

图 40：参加国际会展积极布局海外业务



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 41：国际合作与布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.4 前瞻布局智能新赛道，生态协同构建新引擎

人工智能与实体经济深度融合正被政策明确推动，为“AI+文旅”赛道提供长期政策支持。国家层面，2023 年工信部等 17 部门联合印发《“机器人+”应用行动实施方案》，明确提出到 2025 年制造业机器人密度翻番、推广 200 余个典型应用场景，为机器人与文旅场景融合提供量化目标与政策支撑，此前的《“十四五”旅游业发展规划》亦强调数字化、智能化升级，整体勾勒出文旅产业从设备更新向智能运营与沉浸式体验升级的趋势。地方层面，多省市迅速响应，北京市《机器人产业创新发展行动方案（2023-2025 年）》及广东省《智能文旅装备创新发展专项行动计划（2024-2026 年）》等通过示范场景建设和专项资金支持，加速新技术落地，形成政策驱动的试点验证与规模化应用窗口。整体来看，国家与地方政策的“双重发力”为“AI+文旅”及智能化文旅装备企业提供了明确发展方向和可持续市场空间。

表 11：国家与地方政策齐发力，数字化文旅或成行业下一风口

相关政策	主要内容
“十四五”旅游业发展规划	国务院发布，强调“数字化、网络化、智能化”智慧旅游的发展，推动服务机器人、沉浸式体验、智能导览等
广东省数字经济促进条例	支持无人智能游览、智能终端等设备技术提升
江苏智慧文旅行业大脑	智慧服务、智慧监管、智慧分析
浙江省“数据要素×文化旅游”三年行动实施方案（2025-2027 年）	强调构建文旅领域高质量数据集，支持 AI 大模型训练等
徐汇区 AI+文旅生态计划	推出全国首个文旅行业 MaaS 平台，集成 AI、大模型等技术

资料来源：各省政府官网，申万宏源研究

我国文旅市场持续复苏，行业正向智能化升级迈进。据文旅部，2024 年国内居民出游总花费约 5.8 万亿元，同比增长 17.1%，文旅消费持续回暖。与此同时，我国文旅产业已由“信息化+文旅”“互联网+文旅”阶段，升级至“数字化+文旅”，推动产业向智能化、体验化方向发展。据中研普研究院，2021-24 年数字文旅市场规模由 4800 亿元增长至 9600 亿元，占整个文旅产业比重超过 30%，数字化装备与互动体验在产业结构中的重要性不断提升。在此背景下，以智能设备、机器人、VR/AR 交互体验为核心的文旅装备制造与系统服务细分领域，正迎来政策支持与市场需求双重驱动的新机遇。

图 42：国内出游缓升，文旅市场回暖

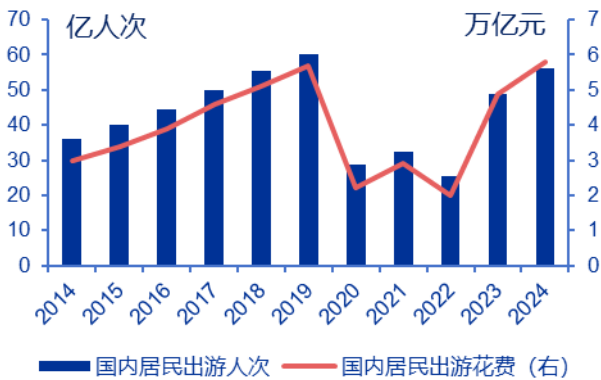
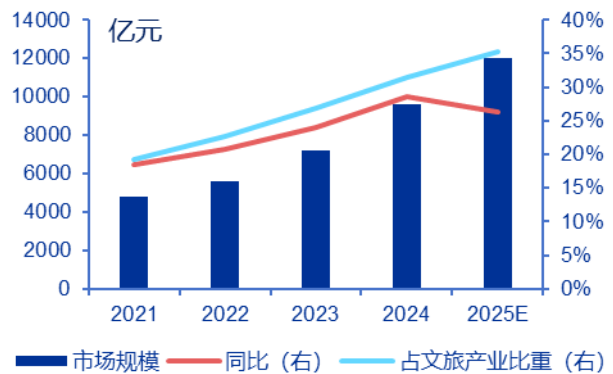


图 43：我国数字文旅市场规模快速增长



资料来源：文旅部公报，申万宏源研究

资料来源：中研普华研究院，申万宏源研究

在文旅产业智能化升级背景下，机器人与智能装备的应用场景正在快速扩展。据公司公告，文旅机器人可切入的环节主要包括：主题乐园中的互动导览与表演、沉浸式体验区的虚拟现实/增强现实交互、景区和商业综合体的服务巡检与安全监控，以及博物馆、展览馆的讲解与智能运营管理等。通过替代传统人工，机器人可提升体验互动性、运营效率与安全性，同时为运营方提供实时数据与行为分析，支撑内容迭代与智能化管理。公司与矩阵超智的合作已进入产品开发与测试阶段，优先聚焦智能导览、互动售卖及前台服务等功能型机器人，并计划在 1-2 个战略合作乐园或商业体试点验证高负荷运行稳定性、人机交互体验及运维成本，为规模化应用奠定基础。

图 44：“文旅+机器人”可切入多元应用场景

场景	导览智能讲解	无轨轨道式智能载具	演艺互动表演	安防巡检应急响应	园区接驳自动驾驶班车	餐饮零售服务机器人	运维与预测性维护 (数字孪生)	沉浸式 AR VR 互动体验	数据与智能运营客流/排队/营销
机器人类型	自主导航+语音 AR交互导航机器人 AI导览系统	无轨 AGV 承载系统 6-DOF 动感平台	舞台机器人 协作机器人 (含人/机械臂)	巡检机器人 巡逻机器人 无人机巡检	自动驾驶接驳车 车载服务机器人	自助点餐 送餐机器人 机器人饮品吧 照相机器人	设备数字孪生 AI预测维护平台	AI驱动的 AR 导览 MR 舞台系统	人流分析 智能排队系统 营销机器人
功能	路线指引、实时讲解、个性化推荐、AR增强信息显示、扫码取票与互动拍照	无轨轨道行驶、精确定位控制、动态同步影像与动感控制、可编程剧情路径 (便于沉浸式叙事)	舞台动作编排、同步灯光/影像互动、机器人演员与人演员协同表演、沉浸式互动剧情	夜间巡逻、设备巡检/异常检测、漏油报警、快速到场辅助、环境监控	园区短途运送、无缝接驳游客、沉浸式移动体验、数据收集	自助点餐、桌边送餐、互动拍照、桌边服务、即时打印/扫码分享	远程监控、故障预测、优化检修计划、延长设备寿命、降低停机	个性化内容、多人同步互动、AI生成剧情/通行引导、排队优化、提高重游率	实时客流预测、动态票务、精准营销/推送

资料来源：公司公告，申万宏源研究

金马游乐抓住战略机遇对上海矩阵超智完成战略投资，开辟“文旅+机器人”第二增长曲线。据公司公告及矩阵超智官网，公司与矩阵超智共同成立合资公司“金马矩阵”，共同推动文旅机器人相关业务落地。矩阵超智团队来自特斯拉、英伟达、OpenAI 等国际顶尖企业，专注人形机器人及通用人工智能研发，其 MATRIX-1 机器人具备 22 自由度工业级灵巧手、全自主任务执行能力及板载 AI 高算力，为文旅场景智能升级提供技术支撑。合作采用“股权投资+合资实体”双层架构，实现金马制造与场景落地能力与矩阵超智技术研发的优势互补。短期内，公司聚焦核心产品场景验证与标杆项目落地，形成可规模化复制的“智能装备+内容”标准化方案；中长期目标是升级为文旅智能装备及数字化服务生态平台，提供智能硬件、运营数据洞察和内容迭代服务，确立在智慧文旅产业的核心平台地位。

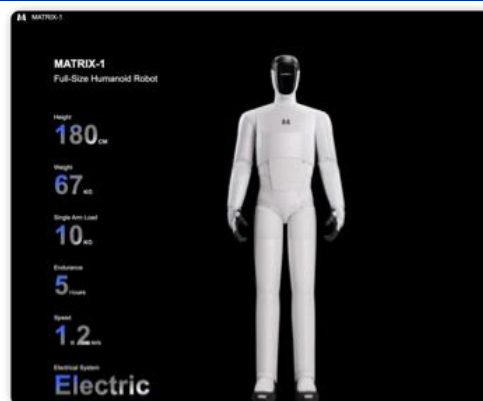
金马游乐正系统推动文旅机器人落地应用，首款“机器人 MART”已正式亮相。据公司官网，金马游乐与星尘智能双方联合开发的“机器人 MART”在中山奇遇时光乐园正式运营，成为全球首个由绳驱 AI 机器人自主完成零售服务的商业场景应用。该机器人基于星尘智能自研的绳驱传动设计，具备高拟人化运动表现、高动态响应和安全交互能力，可独立完成语音接待、下单支付、精准商品搬运与配送等复杂操作，涵盖饮品、零食及文创商品等多品类服务。系统配备端到端具身大模型 (DuoCore-WB)，能够在真实商业环境中自主感知场景、理解任务并优化执行策略，实现持续自我迭代与智能升级。

图 45: 机器人 MART 能自主完成门店订单交付



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 46: 矩阵超智人形机器人



- 自主智能
- 视觉感知
- 算力核心
- 语音交互
- 视觉推理
- 灵巧手

资料来源：矩阵超智官网，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

分业态来看：

- 1) **游乐设施&虚拟沉浸式游乐项目&配件及维修收入：**我们认为公司游乐装备制造相关业务均将实现快速增长。据公司公告，24 年公司在手订单金额达 13.68 亿元，其中新签订单相较 2023 年同比上升 42.35%，整体订单量及交付速度均较往年有明显提升，考虑到公司业绩主要由订单交付驱动，因此我们假设 25-27 年公司交付订单套数分别为 900/1150/1500 套，对应游乐制造业务 25-27 年营收分别为

7.1/9.8/14.1 亿元，同比增速分别为 36.3%/37.8%/43.8%。参考前几年各细分业务营收占比，我们分别预测 25-27 年游乐设施实现营收 4.9/6.7/9.5 亿元，虚拟沉浸式游乐项目实现营收 1.4/2.0/3.0 亿元，配件及维修实现营收 0.7/1.1/1.6 亿元。

2) **游乐投资运营收入**：我们认为公司游乐投资运营业务仍将维持高增速扩张。据公司公告和公众号，24 年金马新增文旅投资运营项目 5 个，考虑到 25 年公司重点发力主业及新业态且运营项目模型仍在探索中，公司当年并无新增运营项目计划，因此我们假设 25-27 年公司新增项目数分别为 0/2/4 个，项目对于营收平均贡献也将随着公司运营能力持续深化而相应增长。综上，我们预计公司游乐投资运营收入在 25-27 年收入分别为 0.7/1.0/1.6 亿元，同比增速分别为 32.0%/44.2%/57.0%。

3) **机器人相关业务收入**：据公司公告，公司本身作为游乐设施赛道中专业技术能力过硬的高新技术企业，多年来持续推动文旅+科技深度融合，25 年以来正通过“自主创新+参股投资”方式有序推进新产业布局，探索开发“文旅+机器人”、“游乐+机器人”概念的智能化产品，成长空间广阔。我们预计该块业务将于 26 年起贡献营收，26-27 年收入分别为 3.0/5.3 亿元。

综上，我们预计公司 25-27 年收入为 7.8/13.8/21.0 亿元，同比增速为 35.9%/76.7%/51.5%。

表 12：金马游乐收入拆分简表

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5.0	4.1	7.4	5.8	7.8	13.8	21.0
yoy	31.6%	-19.5%	82.0%	-21.9%	35.9%	76.7%	51.5%
毛利率	47.7%	36.9%	35.4%	31.0%	36.4%	37.6%	39.4%
游乐设施							
营业收入	3.7	2.6	4.0	4.2	4.9	6.7	9.5
yoy	13.2%	-28.4%	49.8%	6.3%	16.0%	36.5%	42.4%
毛利率	44.1%	28.1%	27.7%	25.1%	28.8%	29.1%	29.3%
虚拟沉浸式游乐项目							
营业收入	0.5	0.8	2.7	0.4	1.4	2.0	3.0
yoy	111.4%	65.7%	219.0%	-86.0%	280.7%	41.2%	47.3%
毛利率	63.0%	53.4%	41.2%	45.2%	48.1%	48.5%	48.8%
配件及维修							
营业收入	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7	1.1	1.6
yoy	138.0%	-44.9%	27.2%	13.2%	27.8%	41.7%	47.8%
毛利率	53.3%	51.0%	61.6%	65.1%	67.0%	68.0%	69.0%
游乐投资运营							
营业收入	0.0	0.1	0.2	0.5	0.7	1.0	1.6
yoy	-	200.1%	54.0%	174.3%	32.0%	44.2%	57.0%
毛利率	4.9%	46.1%	33.7%	29.8%	32.9%	33.4%	33.8%
机器人							
营业收入						3.0	5.3
yoy							75.0%
毛利率						%	%

其他

营业收入	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
yoy	171.6%	-32.0%	-11.8%	50.5%	18.6%	15.7%	19.8%
毛利率	97.4%	94.5%	80.2%	36.6%	38.0%	40.0%	42.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：各项业务营业收入单位为亿元

营业成本及毛利假设：我们认为公司将进一步优化订单交付效率，凭借强技术力不断推动创新项目落地交付，核心产品毛利率预计将实现稳步提升，同时乐园运营、机器人等高毛利新业态快速发展占比提升将进一步带动整体毛利率上行，综上预计公司 25-27 年毛利率分别为 36.4%/37.6%/39.4%。

期间费用假设：1) 销售费用：公司 21-24 年费用绝对值控制在相对稳定水平，考虑到公司业务将迎来高速扩张，我们认为相关销售费用将同步增长，但仍会控制在远低于营收增速的增长水平，预计公司 25-27 年销售费用率分别为 4.1%/3.4%/3.1%；2) 管理费用：公司近年来管理费用率呈不断下降趋势，未来受业务规模扩张影响将会出现一定上升，我们预计公司 25-27 年管理费用率分别为 14.3%/12.3%/11.5%；3) 研发费用：公司作为高技术力企业，始终在研发方面有较大支出，近两年受外部环境影响虽然有所收缩，但考虑到公司 25 年起启动推动创新业态高速发展的战略，研发费用预计将实现较快增长，我们预计公司 25-27 年研发费用率分别为 4.3%/4.1%/3.9%。

综上，金马游乐作为国内游乐设施制造头部企业，核心主业竞争优势稳固，技术水平迭代助推下游订单持续增长，利润端长期有望贡献稳定增量。公司当前已参股投资国内头部机器人企业打通技术堵点，同时与国内外多个知名文旅&文娱企业达成稳定合作关系，拥有机器人落地的广阔应用场景，远期有望开辟第二增长曲线。我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 1.09/2.07/3.46 亿元，同比分别增长 1386.0%/89.9%/66.9%。

4.2 估值分析

DCF 模型绝对估值：目标价 81.16 元。

我们通过预测计算公司未来 FCFF 并以此搭建 DCF 模型对公司进行绝对估值。通过我们之前盈利预测相关假设，我们能够得到公司 25-27 年的财务指标盈利预测，并将这三年作为预测阶段。中期增长阶段我们假设为 6 年，并根据过往几年盈利预测相关的增速及比例指标，分别给予合理的预测假设，阶段末 2033 年相关比例假设分别为，营收增速 4%，EBIT 利润率为 30%，所得税/EBIT 为 -15%，净营运资本变化/营收为 8.2%，折旧&摊销/营收为 2.6%，其余年份的相关假设见下表。2034 年及以后假设为永续增长期，FCFF 永续增速假设为 2%。根据以上假设，我们可以计算得到公司未来的预测 FCFF。

我们根据公司的财务数据和 Wind 数据来计算公司 WACC。无风险利率取当前十年期国债收益率 1.85%，风险溢价 E(r)取上证指数 20 年平均收益率与无风险利率差值 4.50%，以此假设为基础通过 CAPM 模型计算得 Ke 为 7.61%，Beta 值与 Kd 由 Wind 数据得分别为 1.28 和 4.61%，综合以上计算得公司 WACC 约为 7.4%。根据以上假设及自由现金流折现我们可以计算得到公司企业价值约为 113 亿元，最后考虑净负债和少数股东权益影响计算得到公司股权价值约为 亿元。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.09/2.07/3.46 亿元, 对应 25-27 年 PE 分别为 83/44/26 倍。给予公司 2025 年 DCF 模型估算股权市值 128 亿元, 对应目标价 81.16 元, 目标价对应当前股价上行空间为 40.7%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 13: DCF 模型估值表

	预测阶段				中期增长阶段				永续增长阶段
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营收	783.75	1384.54	2097.99	2727.39	3272.86	3763.79	4140.17	4429.99	4607.19
EBIT	108.71	227.50	402.47	600.03	785.49	978.59	1159.25	1329.00	1382.16
所得税	-17.53	-35.23	-61.33	-90.00	-117.82	-146.79	-173.89	-199.35	-207.32
NOPAT	91.18	192.27	341.14	510.02	667.66	831.80	985.36	1129.65	1174.83
净营运资本变化	76.23	104.70	220.82	273.43	311.76	339.70	361.25	373.25	377.79
流动资产	1472.02	1711.88	2138.21						
流动负债	841.21	976.38	1181.89						
CashNOPAT	14.94	87.57	120.32	236.59	355.91	492.10	624.11	756.40	797.04
加:折旧&摊销	29.19	32.22	35.33	51.82	68.73	86.57	103.50	115.18	119.79
减:CAPEX	-57.66	-38.51	-18.03	-38.07	-45.68	-54.82	-65.78	-72.36	-79.59
FCFF	-13.53	81.29	137.62	250.34	378.96	523.85	661.83	799.22	837.23
关键假设									
营收增速	36%	77%	52%	30%	20%	15%	10%	7%	4%
EBIT%	14%	16%	19%	22%	24%	26%	28%	30%	30%
所得税/EBIT	-16%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
净营运资本变化/营收	10%	8%	11%	10%	10%	9%	9%	8%	8%
折旧&摊销/营收	3.7%	2.3%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%

资料来源: 公司公告, Wind, 申万宏源研究; 注: 表格中非百分比数据单位为百万元; 时间取 2025 年 12 月 26 日

表 14: DCF 估值法敏感性分析

敏感性检验	永续增长率							
	81.16	1.85%	1.90%	1.95%	2.00%	2.05%	2.10%	2.15%
WACC	7.1%	84.45	85.09	85.74	86.40	87.08	87.77	88.47
	7.2%	82.72	83.33	83.95	84.59	85.23	85.89	86.56
	7.3%	81.05	81.64	82.23	82.84	83.46	84.09	84.73
	7.4%	79.44	80.01	80.58	81.16	81.75	82.35	82.97
	7.5%	77.90	78.43	78.98	79.54	80.10	80.68	81.27
	7.6%	76.40	76.92	77.44	77.98	78.52	79.07	79.63
	7.7%	74.96	75.45	75.96	76.47	76.99	77.52	78.06

资料来源: 公司公告, Wind, 申万宏源研究; 注: 表格中股价单位为元

5.风险提示

1、游乐设备订单需求不及预期。公司短期内利润端主要贡献仍将来自于主业游乐设施制造,受益于设备更新周期和部分新建主题乐园订单增量,公司短期利润预计将强劲增长,但未来仍面临订单需求下滑、利润增速回落的风险。

2、新业务发展不及预期。公司正在大力布局文旅机器人等创新业态,长期估值叙事也将显著依托于该部分新业务的快速扩张,然而公司新业务仍处于初期发展阶段,面临未来增长不及预期风险,进而影响公司利润空间上限。

3、行业竞争加剧。25年我国消费市场仍处于弱复苏阶段,许多产业链上下游企业都在寻求转型和变革路径,迪士尼等下游大型厂商也已经启动布局园区机器人等相关产业,未来公司面临一定行业竞争加剧挤占市场份额和利润空间的风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	738	577	784	1,385	2,098
营业收入	738	577	784	1,385	2,098
游乐设施	395	420	487	665	947
虚拟沉浸式游乐项目	268	37	142	201	296
配件及维修	52	58	75	106	156
游乐投资运营	20	55	72	104	164
机器人	0	0	0	300	525
营业总成本	647	562	673	1,142	1,677
营业成本	483	398	498	863	1,272
游乐设施	286	315	347	472	669
虚拟沉浸式游乐项目	157	20	74	103	152
配件及维修	20	20	25	34	48
游乐投资运营	13	38	49	70	109
机器人	0	0	0	180	289
税金及附加	7	7	9	16	25
销售费用	24	28	32	47	65
管理费用	107	104	112	170	241
研发费用	29	27	34	57	82
财务费用	-4	-2	-13	-11	-9
其他收益	8	3	16	15	15
投资收益	3	2	5	4	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-25	-13	-5	-8	-16
资产减值损失	-34	-10	-5	-15	-12
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	43	-3	122	239	411
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	44	-2	122	239	411
所得税	-2	-7	18	35	61
净利润	46	4	104	203	350
少数股东损益	0	-3	-5	-4	3
归母净利润	46	7	109	207	346

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	46	4	104	203	350
加：折旧摊销减值	87	54	39	55	63
财务费用	1	3	-13	-11	-9
非经营损失	-9	-10	2	-6	-3
营运资本变动	-109	99	-9	-131	-51
其它	4	5	-3	-30	-28
经营活动现金流	21	155	122	80	322
资本开支	133	147	89	71	52
其它投资现金流	-136	80	30	36	-18
投资活动现金流	-269	-67	-59	-36	-70
吸收投资	274	0	0	0	0
负债净变化	0	50	-88	12	-6
支付股利、利息	1	18	3	55	104
其它融资现金流	-7	-3	44	7	1
融资活动现金流	266	29	-46	-36	-109
净现金流					

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,438	1,445	1,472	1,712	2,138
现金及等价物	830	888	884	863	1,027
应收款项	204	187	186	197	193
存货净额	352	302	327	545	767
合同资产	30	30	37	70	115
其他流动资产	23	38	38	38	38
长期投资	62	60	60	60	60
固定资产	412	586	653	697	718
无形资产及其他资产	197	267	257	252	248
资产总计	2,110	2,357	2,442	2,720	3,165
流动负债	627	890	841	976	1,182
短期借款	2	113	25	37	31
应付款项	100	181	199	360	553
其它流动负债	524	596	617	579	597
非流动负债	74	67	102	96	88
负债合计	701	958	943	1,072	1,270
股本	158	158	158	158	158
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	655	655	655	655	655
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	38	40	69	125	218
未分配利润	532	521	598	696	845
少数股东权益	23	19	14	9	13
股东权益	1,410	1,400	1,499	1,648	1,895
负债和股东权益合计	2,110	2,357	2,442	2,720	3,165

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.05	0.69	1.32	2.20
每股经营现金流	0.13	0.98	0.77	0.51	2.05
每股红利	0.00	0.10	0.02	0.35	0.66
每股净资产	8.80	8.76	9.43	10.40	11.94
关键运营指标(%)					
ROIC	6.4	0.3	12.6	21.2	34.9
ROE	3.3	0.5	7.4	12.7	18.4
毛利率	34.6	31.0	36.4	37.6	39.4
EBITDA Margin	9.3	4.6	17.6	18.8	20.9
EBIT Margin	5.4	-0.8	13.9	16.4	19.2
营业总收入同比增长	82.0	-21.9	35.9	76.7	51.5
归母净利润同比增长	-	-84.1	1,386.0	89.9	66.9
资产负债率	33.2	40.6	38.6	39.4	40.1
净资产周转率	0.53	0.42	0.53	0.84	1.11
总资产周转率	0.35	0.24	0.32	0.51	0.66
有效税率	-5.7	145.1	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.2	0.0	0.6	1.1
估值指标(倍)					
P/E	197.0	1,236.7	83.2	43.8	26.3
P/B	6.6	6.6	6.1	5.6	4.8
EV/Sale	12.5	16.1	11.8	6.7	4.4
EV/EBITDA	134.5	350.8	67.0	35.6	21.1
股本	158	158	158	158	158

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。