分析师：乔琪
登记编码：S0730520090001
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

数字展示行业龙头，受益文化产业数字化升级

——风语筑(603466)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析 **买入(首次)**

发布日期：2023 年 07 月 19 日

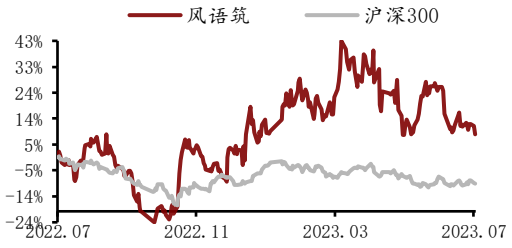
市场数据(2023-07-18)

收盘价(元)	13.49
一年内最高/最低(元)	17.83/9.47
沪深 300 指数	3,854.94
市净率(倍)	3.64
流通市值(亿元)	80.24

基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	3.71
每股经营现金流(元)	-0.34
毛利率(%)	37.60
净资产收益率_摊薄(%)	1.97
资产负债率(%)	54.26
总股本/流通股(万股)	59,477.43/59,477.43
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源，中原证券

相关报告

联系人：马嵌琦
电话： 021-50586973
地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
邮编： 200122

投资要点：

- **布局数字展览展示领域，市占率排名第一。**公司面向政府、企事业单位等客户提供数字展览展示业务，利用 CG 特效影片、VR/AR、裸眼 3D、数字沙盘、互动多媒体、舞美灯光、立体投影等先进的声光电及互动技术打造具有感官冲击力和沉浸式体验感的展览展示空间。根据中国招标网的数据显示，2015-2017 年公司合计中标的城市馆和园区馆展示服务市占率持续排名第一。与业务较为相近的可比公司对比，公司的营业收入规模位居第一，领先优势较为明显。

- **文化消费及产业数字化升级大有可为。**在生活质量提升、教育和知识程度提高的背景下，国内居民的消费支出结构也发生变化，用于教育、文化和娱乐的消费支出占据了越来越重要的位置。加上国家未来加快城镇化建设脚步并逐步向高质量发展转型，城市的公共文化体系和公共文化设施的建设都将处于相当重要的地位。预计国内未来博物馆、科技馆、城市馆、园区馆等各类文化或主题展馆的数量和渗透率还有极大的提升空间，相应地，各类文化类科技类展览的数量、质量以及创新性的需求也会随之不断增加。在政策端，近几年关于文化数字化和数字文化产业的国家级政策文件不断推出，显示出国家在顶层设计层面越来越重视文化产业数字化的大方向。多个国家文化数字化发展政策都提到了要结合虚拟现实技术、裸眼 3D、全息等数字视觉技术手段创造全新文化场景体验，并与博物馆、科技馆等线下文化展馆实现深度融合。

- **新技术助力数字内容生产。**AIGC 正在为内容产业带来新的变化，成为内容生产的新模式之一，为内容产品带来了新的形态和交互体验，展览展示行业也向智能化、交互性的方向转型发展。公司顺应技术变化开始利用 ChatGPT、StableDiffusion、Midjourney、文心一言等底层 AI 模型工具积极探索 AIGC、PGC 在数字文化创意与内容创作领域的融合应用，提升数字内容开发团队的生产效率，加快项目推进速度，提升竞争力。同时通过 AI 技术的赋能还能够达到强化人机对话、实时智能生成图像和音效、沉浸式场景等可视化交互能力的目的，增强公司展览展示业务的智能化、互动性和沉浸感程度，也为数字化展览展示带来更多的创新体验

- **盈利预测与投资评级：**在不考虑可转债转股对总股本影响的情况下，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.52 元、0.67 元和 0.82 元，按照 7 月 18 日收盘价 13.49 元，对应 PE 为 25.76 倍、20.17 倍和 16.46 倍。综合考虑公司所处的行业发展潜力、自身经营优势、现

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

有订单情况、AI 技术为内容产业带来的影响以及对公司未来三年的业绩预测，首次覆盖并给予“买入”投资评级。

风险提示：地方政府财政压力影响项目招标需求；应收账款回款风险；新签订单不及预期；外部环境压力影响线下文化体验消费需求；在手项目建设进展不及预期；竞争加剧影响订单获取

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,940	1,682	2,137	2,609	3,060
增长比率（%）	30.30	-42.79	27.05	22.09	17.28
净利润（百万元）	439	66	311	398	487
增长比率（%）	28.12	-84.95	371.60	27.73	22.53
每股收益(元)	0.74	0.11	0.52	0.67	0.82
市盈率(倍)	18.28	121.49	25.76	20.17	16.46

资料来源：聚源，中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

内容目录

1. 公司概况 5
1.1. 历史发展沿革 5
1.2. 股权结构集中、稳定，员工持股共享成长红利 6
1.3. 数字展示龙头企业，创意设计能力出众 6
1.4. 积极探索外延式发展可能，多点布局深化主营业务 10
2. 行业展望 16
2.1. 文化建设和文化消费方兴未艾 16
2.2. 展览展示需求升级，文化体验空间广阔 17
2.3. 政策助力数字化战略加速推进，拓展文化消费新场景 20
3. 公司经营状况分析 22
3.1. 业绩稳步增长，疫情拖累项目进展造成短期压力 23
3.2. 经营性现金流良好，现金储备不断增加 27
3.3. 账龄结构健康，坏账风险小 28
3.4. 新签订单持续增加，降低大客户依赖 29
3.5. AIGC 技术助力数字内容生产提质增效 30
3.6. 城市更新改造需求激发增长新动能 31
4. 盈利预测与投资建议 32
4.1. 盈利预测 32
4.2. 投资建议 33
5. 风险提示 34

图表目录

图 1：公司发展里程碑 5
图 2：公司前十大股东（截止至 2023 年一季度末） 6
图 3：公司文化展示体验系统解决方案 8
图 4：创意设计流程 9
图 5：展示体验系统实施流程图 9
图 6：2015-2017 年公司在城市馆、园区馆领域中标份额 10
图 7：可比公司收入规模（百万元） 10
图 8：Wonderlabs 案例 11
图 9：良晓科技净利润 11
图 10：良晓科技净资产与总资产 11
图 11：要看文创展览项目 12
图 12：桐庐青龙坞放语空 13
图 13：放语空乡宿文创综合体 13
图 14：一合梦想光影主题餐厅 13
图 15：明道集团参与景区文化展示项目 14
图 16：沉浸式体验基地 AHSPACE 14
图 17：OUTPUT 项目案例 15
图 18：花生动画简介 15
图 19：2000-2021 年全国文化事业费支出 16
图 20：2004-2021 年全国文化产业增加值和占 GDP 比重 16
图 21：2013-2022 年全国居民人均消费支出 17
图 22：2013-2022 年全国居民人均教育、文化娱乐支出及占比 17

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 23：2008-2022 国内展览会数量及场均展览面积 18
图 24：2000-2021 年中国博物馆数量（个） 18
图 25：2000-2021 年中国博物馆参观人次（亿） 18
图 26：国内科普场馆数量 19
图 27：中国城镇化率 20
图 28：每百万人口拥有博物馆数量（家）（2021 年 3 月） 20
图 29：2013-2022 公司营业收入（百万元） 24
图 30：2019Q1-2023Q1 公司单季度营业收入（百万元） 24
图 31：2013-2022 公司归母净利润（百万元） 24
图 32：2019Q1-2023Q1 公司单季度归母净利润（百万元） 24
图 33：2013-2022 公司扣非后归母净利润（百万元） 24
图 34：2019Q1-2023Q1 公司单季度扣非后归母净利润（百万元） 24
图 35：2013-2022 年公司各项主营业务收入（百万元） 25
图 36：2014-2021 年公司主营业务成本构成 25
图 37：2013-2022 年公司利润率（%） 26
图 38：2017-2022 年公司各项主营业务毛利率 26
图 39：2013-2023Q1 公司主要费用率 27
图 40：2016-2022 公司经营性现金流净额（百万元） 27
图 41：2015-2022 年公司现金流质量 27
图 42：2018Q1-2023Q1 公司货币资金及交易性金融资产（百万元） 28
图 43：2013-2023Q1 公司应收账款以及占总资产比重（百万元） 29
图 44：2014-2023Q1 年公司净新增应收账款规模占营业收入比重（百万元） 29
图 45： 2017-2022 年公司新签订单与在手订单余额（亿元） 29
图 46：2018-2021 年公司新签订单结构 29
图 47： 2017-2020 年公司在手订单数量及平均订单金额 30
图 48：2014-2022 年公司营业收入（百万元）与前五大客户销售收入占比 30
图 49：深圳光明区城市规划展览馆 AIGC 舞狮 31
图 50：AIGC 技术融合虚拟人“悲伤蛙 IP” 31
图 51： 阳泉记忆·1947 文化园 32
图 52：淮北市大唐发电厂城市更新项目概念图 32

表 1：主营业务分类及代表作品（以 2020 年及以后披露的主营业务口径为准） 7
表 2：公司设计及技术人员数量及占比 8
表 3：公司部分参股或控股公司（截止至 2023 年 3 月 31 日） 10
表 4：部分与文化或旅游产业数字化发展相关的政策 20
表 5：公司付款政策 22
表 6：公司应收账款账龄结构（百万元） 28
表 7：公司主营业务收入（百万元）、毛利率以及主要费用率 33

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1. 公司概况

1.1. 历史发展沿革

上海风语筑文化科技股份有限公司前身为成立于 2003 年的上海风语筑广告有限公司，最初主要从事广告业务；2008 年-2009 年，结合多年的建筑模型设计制作和为展览展示行业提供服务的经验，公司开始转型从事展览展示空间的设计与实施业务并提出“设计领衔、科技依托、跨界总包”的经营理念，在此基础上进行业务拓展。2015 年公司改制为股份有限公司并于 2017 年成功在 A 股主板上市。

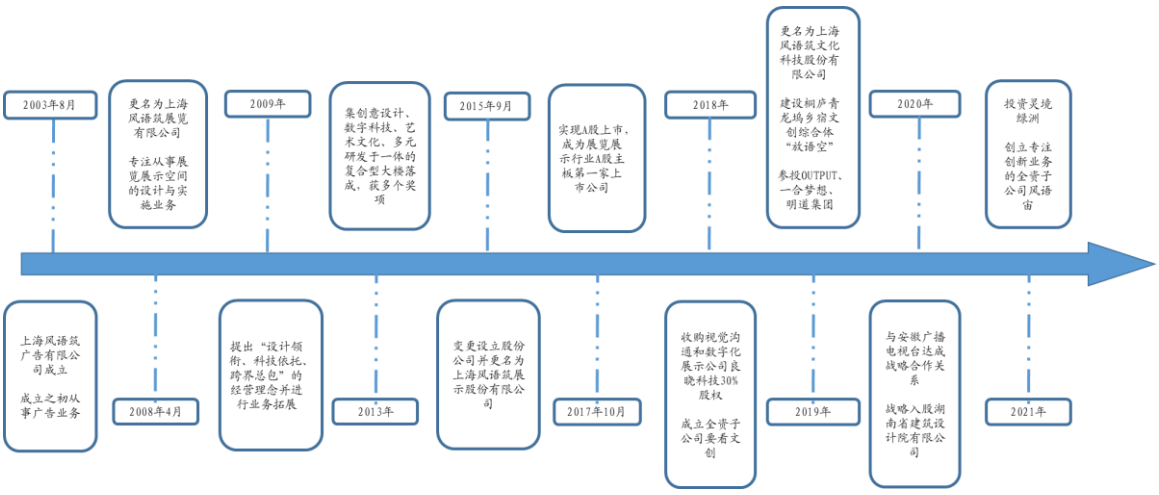
2018 年公司收购视觉沟通与数字化展示企业良晓科技 30%股权，实现了数字文化展示系统在商业展示领域以及新零售体验环节应用的探索，丰富了公司业务的应用场景；同年还设立全资子公司要看文化，针对城市观展人群以展览院线形式开展商业文创展览展示运营，形成了展示展览领域 2G、2B、2C 的全方位布局。

2019 年公司再次更名为上海风语筑文化科技股份有限公司。同年，公司在浙江桐庐青龙坞地区打造了深度融合当地特色、艺术创意和科技手段的乡宿文创综合体示范性项目“放语空”；参股投资了数字艺术创新平台 OUTPUT、专注数字艺术制作及商业运用的公司一合梦想、集文旅夜游创意制作、演艺灯光制造和集成项目为一体的综合性企业集团明道集团。

2020 年公司与安徽广播电视台达成战略合作关系，共同出资成立安徽阿玛歌文化传媒有限公司，开始切入广电 MCN 领域。同时还作为民营资本战略入股湖南省建筑设计院有限公司，进一步打通产业上下游，共享业务渠道，扩张市场份额。

2021 年公司战略投资灵境互娱旗下子公司灵境绿洲，借助灵境绿洲的游戏和互动娱乐体验思维，吸引更多青少年和年轻人走进博物馆、科技馆、城市馆、主题馆等体验文化内容进行文化消费；同年成立了专注创新业务拓展的全资子公司风语宙，开发虚拟人制作、虚拟场景搭建等数字技术服务业务，以及短视频数字内容营销和直播电商等相关业务。

图 1：公司发展里程碑

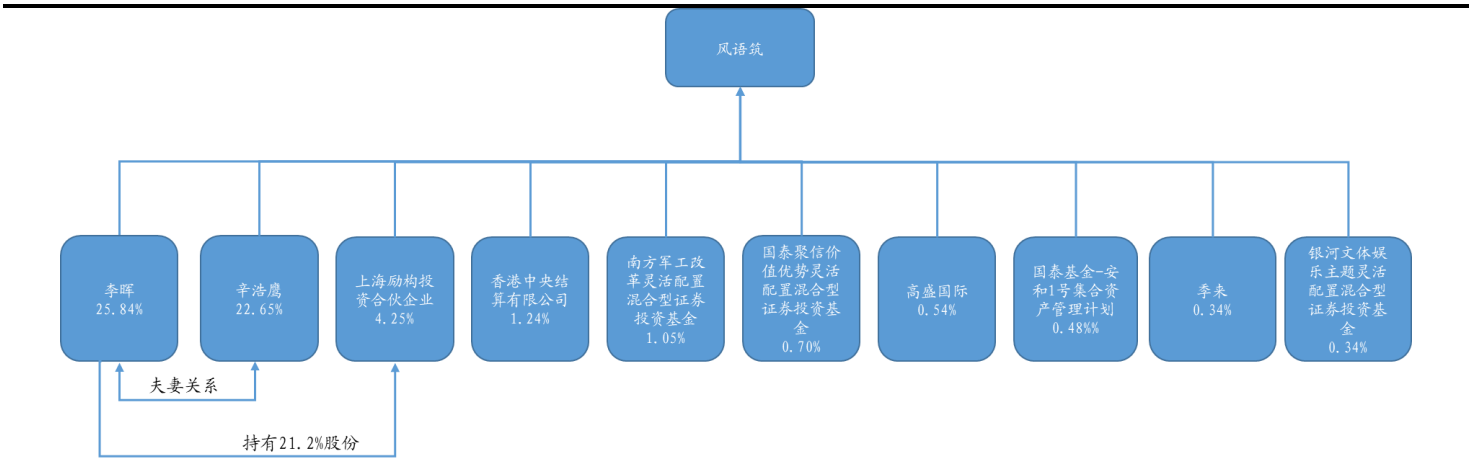


资料来源：公司公告，中原证券

1.2. 股权结构集中、稳定，员工持股共享成长红利

公司控股股东、实际控制人李晖、辛浩鹰夫妇为一致行动人，截止至 2023 年 3 月 31 日，二人分别直接持有公司 25.84%以及 22.65%的股份，合计为 48.49%。第三大股东上海励构投资合伙企业是公司的员工持股平台，持有公司 4.25%的股份，李晖是励构投资最大的股东暨执行事务合伙人，持股比例为 21.20%，李晖通过上海励构投资间接持有公司 0.90%的股份。除李晖、辛浩鹰夫妇以及上海励构投资之外，前十大股东中的其余股东持股比例都比较低。公司的股权结构比较集中、稳定，同时通过设立员工持股平台的方式也能够帮助员工共享公司成长红利，激发员工积极性。

图 2：公司前十大股东（截止至 2023 年一季度末）



资料来源：公司公告，中原证券

1.3. 数字展示龙头企业，创意设计能力出众

2003 年公司成立初期主要从事广告业务，2008 年起转型从事展览展示空间的设计与实施业务，涵盖展示体验系统的策划、设计、实施和维护服务环节。

在业务转型初期，公司确定了重点拓展城市馆和园区馆展示系统领域的经营方向并在市场份额稳定提升的基础上又拓展至博物馆、科技馆、企业馆、商业体验馆、旅游景区展示体验中心、会展、主题馆和综合展览馆等新领域。

与传统的文字、图片、模型等静态展示不同，公司的业务特点是强调数字化展览体验，充分利用 CG 特效影片、VR/AR、裸眼 3D、数字沙盘、互动多媒体、舞美灯光、立体投影等先进的声光电及互动技术达到增强展示视听效果的目的，通过丰富的数字技术手段加上充满创意的设计打造具有感官冲击力和沉浸式体验感的展览展示空间。公司的展示系统产品及服务可以广泛应用于各类有展览展示需求的园区、场馆及企业，满足客户在展示上的各类需求，如政民互动、科普教育、知识普及、品牌宣传、招商引资等功能。

在 2020 年以前，公司对于各项主营业务的披露口径按照城市馆展示系统、园区馆展示系统、主题空间展示系统、展览院线等进行划分。自 2020 年年中开始，公司变更主营业务披露口径，将主营业务划分为城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间以及数字化产品服

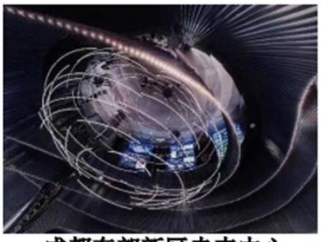
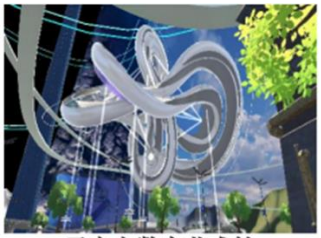
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

务 3 大类。

城市数字化体验空间（原统计口径下城市馆+园区馆）着重于政务宣传目的，可以进一步细分为城市馆规划展示馆、产业园区展示馆等，通过数字化技术手段展示城市或产业园区的历史文化底蕴、发展历程、建设成就和未来规划愿景，是各地开展政务接待、招商引资、规划展示和城市形象宣传的重要窗口和平台。**文化及品牌数字化体验空间（原统计口径下主题空间展馆）**着重文化宣传目的，可以细分为科技馆、博物馆、文化馆或文化主题体验空间等，将创意、设计、数字艺术和沉浸式体验元素深度融入 IP 主题、在地特色和品牌形象之中，重点面向大众和消费者开放的新型互动体验式空间。**数字化产品及服务（原统计口径下商业展览+单项服务）**主要通过全息影像、裸眼 3D、CGI 特效、VR/AR/MR、4K/8K 超高清视频等技术手段和媒介形式，为客户和消费者提供商业展览、数字艺术消费品及各类数字视觉服务。

结合公司的主营业务特点、招股说明书披露的 2014 -2017H1 前五大客户以及公司历年来应收账款前五名来看，公司下游的客户主要以各省、市、区县的规划局、城市建设开发有限公司、城市建设投资集团等政府部门或与政府关联度较高的机构为主，同时也包含一部分对数字化展览展示存在需求的企业客户。

表 1：主营业务分类及代表作品（以 2020 年及以后披露的主营业务口径为准）

主营业务分类	代表作品		
城市数字化体验空间	 成都东部新区未来中心	浦东规划与公共艺术中心	杭州城市规划展览馆（改造）
文化及品牌数字化体验空间	国家方志馆南方丝绸之路分馆	迪拜世博会中国馆	洛阳中国牡丹博物馆
数字化产品及服务	 元宇宙数字艺术馆“云厅 Meta Art Station”	上海证券报 数字虚拟主播“尚真”	上海白玉兰广场 上海解封 AR 秀

资料来源：公司公告，中原证券

公司的展示系统主要通过声光电以及互动数字技术等方式达到多层次多维度的展示效果，

因此核心价值与竞争力也主要体现在创意设计能力以及能够将数字技术与展览展示项目进行落地结合的能力。根据公司 2021 年半年度报告披露，创意设计、互动体验、CGI 特效、VR/AR、全息影像以及其他各类软硬件系统集成服务构成了公司约 80%的收入来源；基础的装饰施工作为公司整体展示效果中的配套辅助工作，重要性和收入规模占比相对较低，仅占公司收入的 20%左右。

公司拥有的专业团队能够完成核心的方案设计、影视动画、数字沙盘、互动技术、多媒体集成等核心环节以及部分基础装饰装修的实施、制作、安装、调试等。在员工的专业构成上，设计和技术等核心的业务人员占公司总员工数量的比重达到近六成。此外，为保障公司产品和技术处于领先水平，促进业务发展，提升竞争力，公司持续加大对新技术和新展示手段的研发投入，拥有多项能够保障公司先进设计理念落地的发明专利、实用新型专利以及软件著作权，根据公司 2018 半年度报告显示，公司拥有 36 项专利技术和 117 项软件著作权。

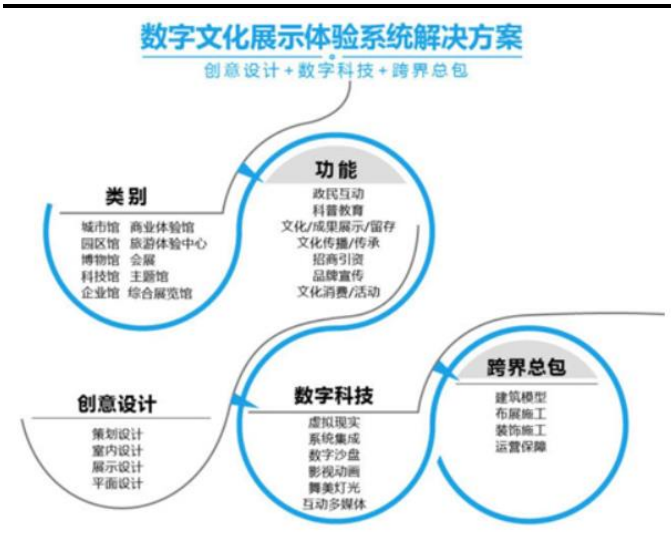
表 2：公司设计及技术人员数量及占比

	2018	2019	2020	2021	2022
设计及技术人员	819	917	899	990	903
总员工数	1403	1540	1532	1669	1548
设计及技术人员数量占比	58.37%	59.55%	58.68%	59.32%	58.33%

资料来源：Wind，公司公告，中原证券

在项目实施上，公司为客户提供一体化全程控制运作模式的展示系统和解决方案，涵盖了展示系统的策划、设计、实施和维护等多个环节。一体化全程控制模式能够将设计师的创意理念贯穿展示体验项目的各个方面，要求设计师对各个环节和模块深度参与，由设计师引领项目团队对模型制作、室内布展装饰等做到全流程整体把控，并为后续维护、升级和改造等全方位服务打下基础，相关部门根据项目设计理念对设计师提供支持，保证各个环节在项目实施进度和实施质量上符合设计师要求。

图 3：公司文化展示体验系统解决方案

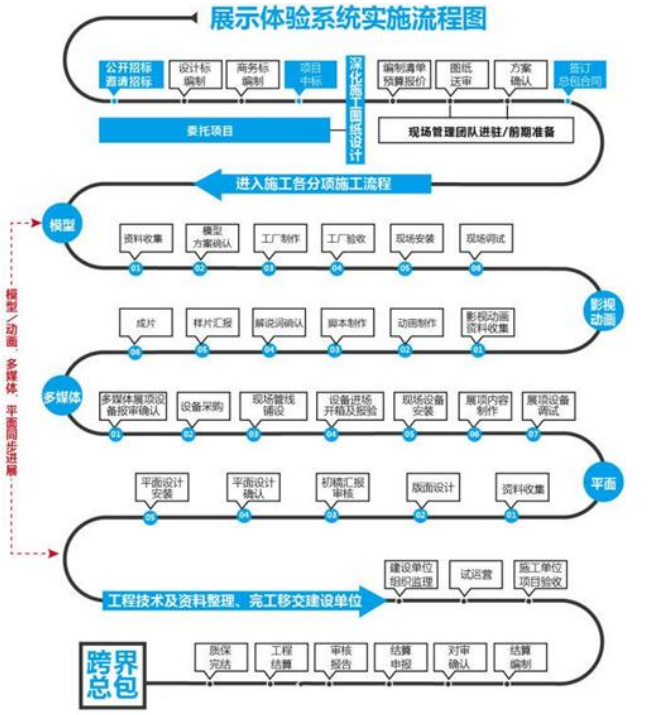


资料来源：招股说明书，中原证券

图 4：创意设计流程

资料来源：招股说明书，中原证券

图 5：展示体验系统实施流程图

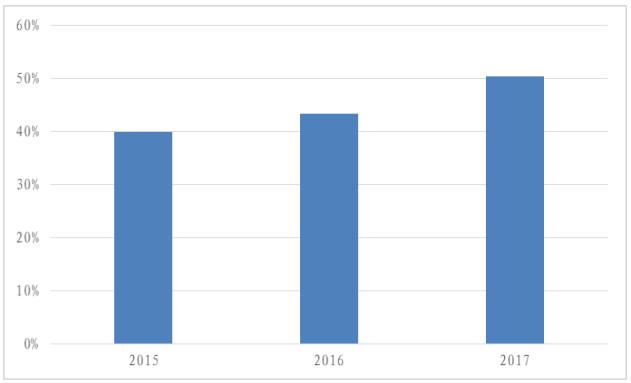


资料来源：招股说明书，中原证券

公司是城市馆和园区馆展示服务领域的龙头企业，市场占有率领先。根据中国招标网的数据显示，2015-2017 年公司合计中标的城市馆和园区馆展示服务金额分别为 7.53 亿元、13.64 亿元、15.76 亿元，分别占当年城市馆和园区馆展示服务中标总金额的 39.92%、43.33%、50.26%，市占率持续排名第一。与业务较为相近的可比公司对比，公司的营业收入规模位居第一，领先优势较为明显。

由于公司的主要服务对象为有数字化展示需求的各地政府部门、企事业单位，此类客户在展览展示服务需求上以及招标过程中会更倾向于选择具有更多成功项目经验、行业口碑好、实力强的头部企业。而公司的业务遍布全国 31 个省、市、自治区，打造了上千座数字化体验空间，涵盖了城市规划展示馆、园区展示馆、科技馆、博物馆、纪念馆、党建展馆、企业展厅、科普教育等多个类型的细分应用场景，丰富的项目经验能够帮助公司在项目承接上更具有优势，同时跨界总包的业务模式也能够将项目较为复杂的业务体系进行统一管理，帮助需求方降低沟通成本。通过承接更多的项目又会进一步提高公司的知名度和业务覆盖区域，从而形成向市场头部公司集中的马太效应。

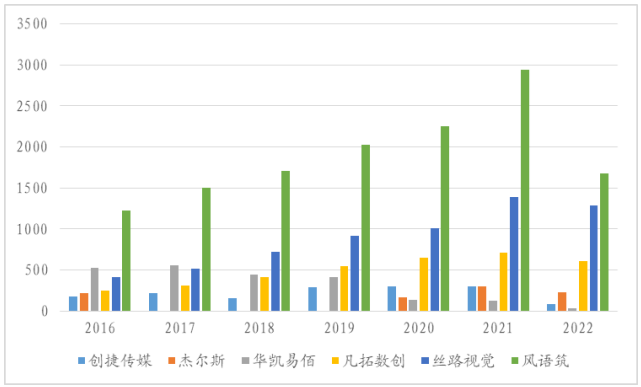
图 6：2015-2017 年公司在城市馆、园区馆领域中标份额



资料来源：公司公告，中原证券

注：不包含未通过中国招标网公布的中标数据

图 7：可比公司收入规模（百万元）



资料来源：Wind，中原证券

注：华凯易佰 2021 年转型跨境电商业务，此处仅统计其披露的“空间环境艺术设计”部分营业收入

1.4. 积极探索外延式发展可能，多点布局深化主营业务

除了公司主营的数字化展示业务之外，公司还通过参股投资、成立全资子公司、与外部共同成立子公司的形式不断丰富升级自有产品线以及探索更多业务外延式发展的可能性，实现了广电 MCN、元宇宙、文旅、数字艺术藏品等赛道的布局，在稳定发展公司城市馆、园区馆、文化馆等 2G 为主的业务的同时逐渐向商业展览展示及新零售等 2B 业务以及 2C 的展览消费的模式进行开拓。

表 3：公司部分参股或控股公司（截止至 2023 年 3 月 31 日）

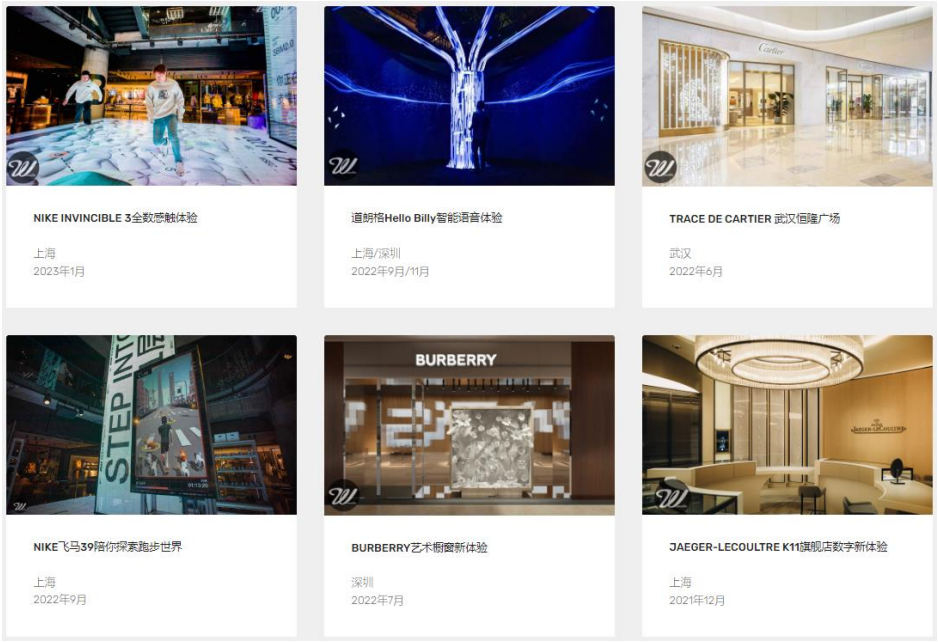
公司	风语筑持股比例	联营方
上海良晓信息科技有限公司	30%	董承良、上海开心盒子市场营销合伙企业、李晓艳
上海要看文化创意有限公司	99.11%	张树玉
桐庐放语空文化创意有限公司	100%	/
衢州南孔放语空文化传播有限公司	30%	衢州市文化旅游投资发展有限公司
山东放语空文化创意有限公司	40%	肥城城投项目管理有限公司
北京一合梦想数字科技有限公司	5%	黎霖、刑鹏
上海灵境绿洲数字科技有限公司	15%	上海零境网络科技有限公司
安徽阿玛歌文化传媒有限公司	49%	安徽广电海豚传媒集团有限公司
上海星图比特信息技术服务有限公司	7.41%	张炯、上海博辉贝赛企业管理合伙企业、上海维凯海峰企业管理合伙企业、上海树图区块链研究院、贾雪丽
广州市明道文化科技集团股份有限公司	1.29%	刘水河、珠海横琴华夏弘道投资中心、林高山、珠海金田合富投资中心等
成都视初文化科技有限公司（OUTPUT）	4.44%	刘茵梦、上海视泽企业管理合伙企业、深圳市青松三期股权投资基金合伙企业等
浙江花花生生动画有限公司	9.5%	寿光硕果累累企业管理咨询服务中心、浙江宇石网络科技有限公司、福建清控融科股权投资合伙企业等

资料来源：公司公告，公司官网，天眼查，中原证券

良晓科技

2018 年 5 月，公司以 3000 万元人民币获得上海良晓信息科技有限公司 30%的股权。良晓科技专注视觉沟通与数字化展示，旗下 Wonderlabs 工作室在高端商业展示领域拥有较好的口碑和知名度，曾为耐克、轩尼诗、保时捷、优衣库等知名品牌提供数字化展示及体验服务。数字文化展示体验系统及多媒体互动技术在商业零售场景的应用还处于发展初期，有比较广阔的市场开发空间，双方的合作有利于共享多元化创意、互动设计制作以及新媒体技术等资源并积极探索公司数字化、互动化以及艺术化技术手段在商业展示领域以及新零售体验环节，拓宽公司产品的应用场景，丰富公司的产品线。

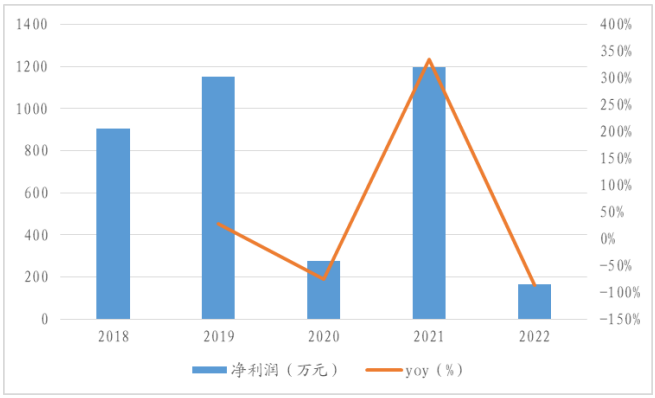
图 8：Wonderlabs 案例



资料来源：Wonderlabs 官网，中原证券

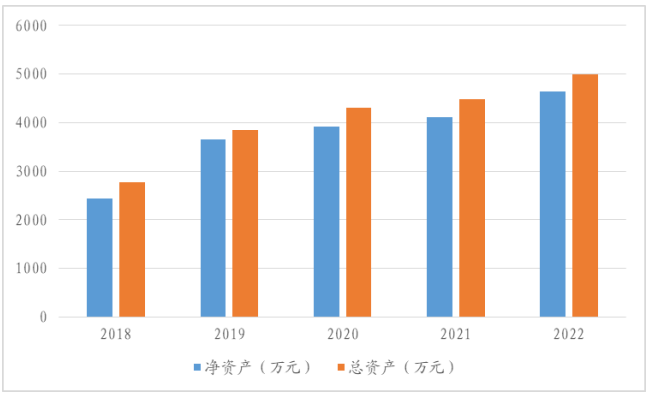
从业绩表现来看，根据公司公告披露，除了 2020 年和 2022 年良晓科技可能受疫情影响导致净利润出现大幅下滑之外，2018、2019、2021 年基本都能有比较好的利润表现，能够为公司业绩增长做出正向贡献。

图 9：良晓科技净利润



资料来源：公司公告，中原证券

图 10：良晓科技净资产与总资产



资料来源：公司公告，中原证券

要看文创

2018 年公司设立全资子公司上海要看文化创意有限公司，专门从事商业展览业务，针对城市观展人群，以展览院线的形式开展商业文创展览展示运营，融合多种消费场景，引入具有时尚锐度、艺术水准、文化情怀以及科技含量的国际水准商业展览项目。

要看文创面向 C 端展览消费，借鉴电影院线理念，以产业化思维、商业化手段建设多城市连锁商业展览院线，持续不断引进国际顶级展览项目实现多城市连锁展览，已推出杭州万象城、苏州中心《凯斯哈林的迷宫之旅》、上海油罐艺术中心《teamLab 油罐中的水粒子》、深圳万象城、北京大悦城、天津万象城《从未止步：披头士时尚艺术展》项目、广州琶醍啤酒创意园区《teamLab 生命之森和未来游乐园》等项目。

图 11：要看文创展览项目

资料来源：公司官网，中原证券

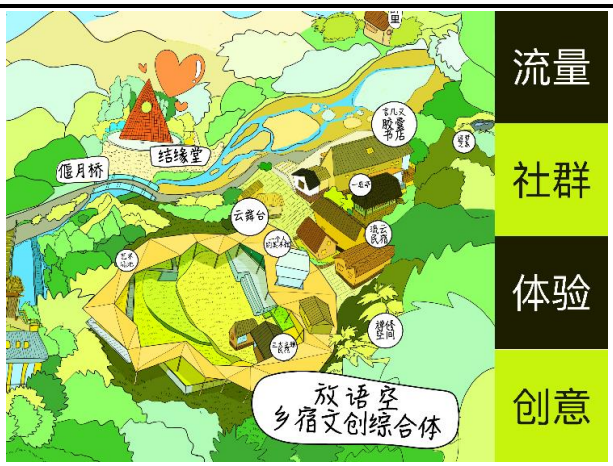
放语空

公司投资建设了以社区公共空间为纽带的新型民宿主客共享平台——乡宿文创综合体“放语空”。其中桐庐青龙坞项目是基于当地特色，以艺术创意加科技手段，为体验乡村文旅慢生活人群打造的乡宿文创综合体。同时放语空也承担了包括主题民宿、云舞台、言几又胶囊书店等多种文创生态，运用科技与创意挖掘文旅市场的新功能、新形态。通过放语空项目，公司开始由 EPC 模式向 EPC-O 模式进行探索尝试。

截止至 2022 年末，除桐庐青龙坞放语空项目之外，公司还全资成立了上海放语空文化创意有限公司以及通过参与出资的形式成立了衢州南孔放语空文化传播有限公司和山东放语空文化创意有限公司。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 12：桐庐青龙坞放语空



资料来源：公司官网，中原证券

图 13：放语空乡宿文创综合体

资料来源：公司官网，中原证券

一合梦想

一合梦想由国内资深专业视觉艺术家、交互技术团队、行业资深创意成员等多个领域的专业人士组成，专注数字艺术制作以及商业运用，擅长运用视频、灯光、多媒体艺术、动画、音效和特效制作沉浸式环境，集数字内容、视觉美学、声音设计、味觉、触觉细节于一体,用沉浸式体验讲述空间故事,用光影艺术为各商业场景赋能。

图 14：一合梦想光影主题餐厅

资料来源：风语筑微信公众号，中原证券

明道集团

明道文化科技集团是一家集文旅夜游创意制作、演艺灯光制造和集成项目实施为一体的综合性高新技术企业集团。集团的灯光产品广泛应用于建国七十周年天安门广场联欢活动、G20杭州峰会文艺晚会、上合组织青岛峰会、央视春晚、美国洛杉矶环球剧院等重大项目。

图 15：明道集团参与景区文化展示项目

资料来源：公司官网，中原证券

广电 MCN

2020 年公司和安徽广电达成深度战略合作，依托安徽广电的全媒体传播渠道和丰富的主持人资源，结合公司自身在数字化体验领域积累的优势技术和旗下的数字艺术内容矩阵平台，双方就广电 MCN、网红经济、直播电商及高清视频直播应用等领域展开全面合作。双方共同出资成立了安徽阿玛歌文化传媒有限公司，打造了国内首个沉浸式网红直播基地——AHSPACE，使其成为兼具直播功能性、参与互动性的新型数字化体验空间。

除了和安徽广电的合作之外，公司还在持续推进在广电 MCN 的布局，先后与 SMG 东方广播中心、湖南红网新媒体集团有限公司签署战略合作协议，以线下数字化体验空间为载体，以数字新媒体技术及数字遗书内容为手段，促进线上线下联动，实现媒体生态转型与融合发展。

图 16：沉浸式体验基地 AHSPACE

资料来源：AHSPACE 官方微博，中原证券

OUTPUT

OUTPUT 是专注于数字艺术的创新平台，曾作为数字艺术内容合作伙伴参与了故宫“宫里过大年”项目，提供合作艺术家的数字艺术作品及技术支持。OUTPUT 透过与全球前沿数字艺术家的合作，开启跨学科、跨领域的多元化项目，更新数字艺术所能引发的多维体验，并以此

联结艺术、科技与其他创意行业，致力于成为数字艺术全球性对话的中心枢纽。

图 17：OUTPUT 项目案例

资料来源：OUTPUT 官网，中原证券

花生动画

公司 2020 年与新型动画 IP 平台花生动画进行战略合作，花生动画主营业务包括 IP 运营及商业化、电子商务、动画发行等，通过布局动画和衍生行业，运营动画项目，赋能稀缺 IP，对动画全产业链 IP 价值进行重塑。通过与花生动画的合作，公司能够打通动画 IP 产业链，与动画产业链中的 IP 创作方、渠道发行方以及消费衍生方等交流合作，促进国内优秀原创动画的创作与传播。同时也能够基于动画 IP 的特点，扩大主题商业展览的差异化、特色化，促成更多优质动画 IP 项目在商业文创展览领域的落地。

图 18：花生动画简介

资料来源：花生动画官网，中原证券

在元宇宙业务方面，公司参股了灵境绿洲、星图比特。

灵境绿洲

公司与零境互娱共同出资成立元宇宙内容孵化平台灵境绿洲，利用零境互娱积累的线上游戏注册用户与公司在全国范围内打造的多个线下数字体验空间，通过赋予展馆参观者定制化的虚拟身份来联通线上与线下的数字化体验，实现“真实体验数据化”以及“数字体验真实化”。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

公司将借助灵境绿洲的游戏和互动娱乐体验思维，吸引更多的青少年和年轻人走进博物馆、科技馆、城市馆、主题馆等等去体验文化内容，进行文化消费。

星图比特

公司与树图区块链研究院联合投资成立上海星图比特信息技术服务有限公司，专注于 Web3.0 技术和应用的推广。星图比特基于区块链技术，围绕潮酷数字文创+产业的融合发展，品牌赋能，城市地标塑造以及文旅核心提升提供全新的解决方案。

2. 行业展望

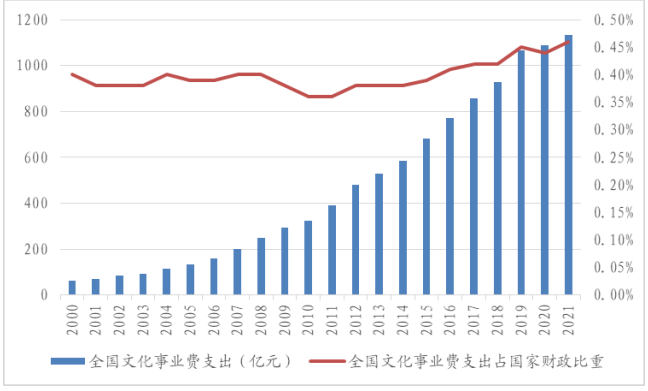
公司主营的数字文化展示体验系统以文化创意为核心、数字技术为基础、展览展示为形式，具有很高的市场价值和应用前景。借助文化创意和数字技术的加持，能够帮助展览展示行业呈现出更多具有创意性、艺术性和科技性元素的展览展示项目。

2.1. 文化建设和文化消费方兴未艾

在产业层面，文化产业具有创造就业、促进经济增长，传播文化价值、提高国家形象等重要作用；加上多年来经济、教育和知识的发展推动国内居民消费需求结构转型升级，开始从物质消费逐渐升级为精神消费，文化产业市场规模不断扩大，成为推动国内经济发展的重要产业之一。国家也越来越重视文化产业的发展，。在全国人大财政经济委员会以及国家发改委编写的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中明确提出 2035 年建成文化强国的目标，国内经济已经从高速发展阶段进入到高质量发展阶段。

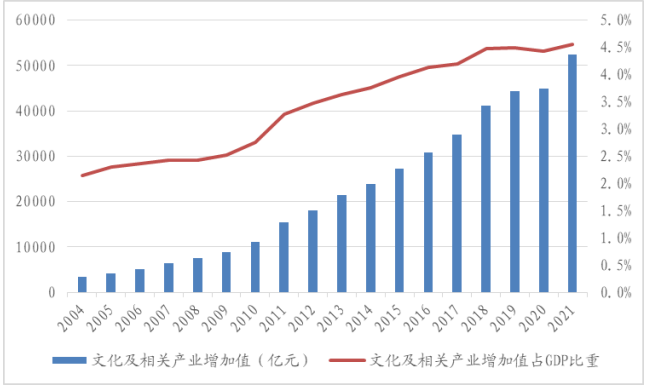
从国家对于文化事业的财政投入上来看，根据文化和旅游局数据，2000-2021 年间，全国文化事业费支出从 63.16 亿元增长至 1132.88 亿元，CAGR 为 13.46%，全国文化事业费支出占国家财政比重也从 0.40%提升至 0.46%；国家统计局数据显示，文化产业经济总量在国民经济中所占比重逐年递增，全国文化产业增加值从 2004 年的 3440 亿元增加至 2021 年的 52385 亿元，占 GDP 比重从 2.15%提升至 4.56%。

图 19：2000-2021 年全国文化事业费支出



资料来源：文化和旅游局，中原证券

图 20：2004-2021 年全国文化产业增加值和占 GDP 比重

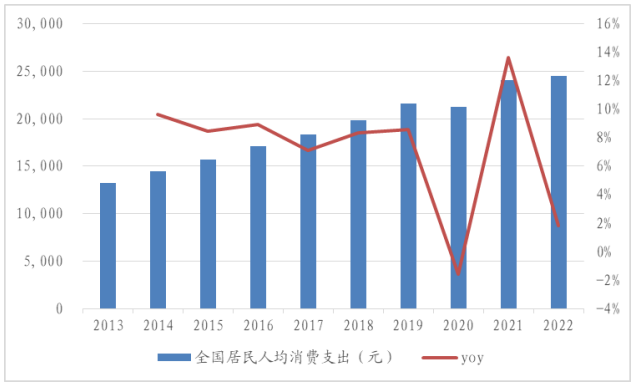


资料来源：国家统计局，中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

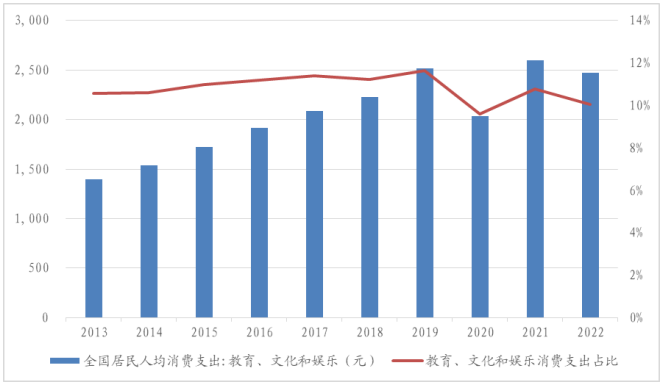
在居民文化消费需求层面，经济的发展推动国内居民生活质量提升，人均可支配收入以及消费支出实现较快增长。在生活质量提升、教育和知识程度提高的背景下，居民的消费支出结构也发生变化，用于教育、文化和娱乐的消费支出占据了越来越重要的位置。根据国家统计局数据显示，国内居民人均教育、文化娱乐消费支出从 2013 年的 1397.7 元增加至 2019 年的 2513 元，占全国居民人均消费支出的比重也从 10.57%提升至 11.66%。虽然 2020 年以后由于疫情的持续性影响导致居民对于未来存在担忧情绪，降低部分非刚性支出的占比，用于教育、文化和娱乐的支出也相应减少，数据显示 2022 年全国居民人均教育、文化娱乐消费支出占人均消费支出比重下降至 10.06%，但在下一阶段国家鼓励消费、提振经济发展的趋势下，国内居民的消费能力或逐渐修复，文化消费需求提升以及文化消费升级的趋势也有望回升。

图 21：2013-2022 年全国居民人均消费支出



资料来源：国家统计局，中原证券

图 22：2013-2022 年全国居民人均教育、文化娱乐支出及占比



资料来源：国家统计局，中原证券

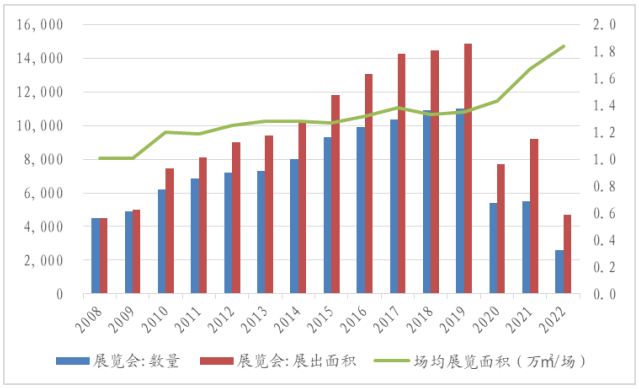
2.2. 展览展示需求升级，文化体验空间广阔

展览展示行业既包括会议、展览会、博览会、教会、展销会、展示会等会展活动，也包括政府机关、公共机构、商业团队、企事业单位通过主题营造和空间设计综合展示主体形象及特定内容的宣传教育、文化以及商业推广活动。

国内的社会经济、文化发展推动展览展示行业规模不断扩大，展览经济效益快速增长。根据商务部数据，2008-2019 年间，国内展览会数量以及场均展览面积持续增加，展览会数量从 4490 场增加至 11033 场，场均展览面积从 1.01 万平方米提升至 1.35 万平方米；2020 及以后由于疫情的影响导致国内展览会需求大幅减少，2022 展览会数量已下降至 2572 场，面积减少至 4721 万平方米。虽然自 2020 年疫情发生后国内展览会的数量和面积出现了不同程度的回落，但展览会的场均面积延续了此前持续提升的趋势，2022 年场均展览面积已经提升至 1.84 万㎡/场，国内的展览会趋于大型化、复杂化，对展会展览的内容形式也提出更高要求。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 23：2008-2022 国内展览会数量及场均展览面积



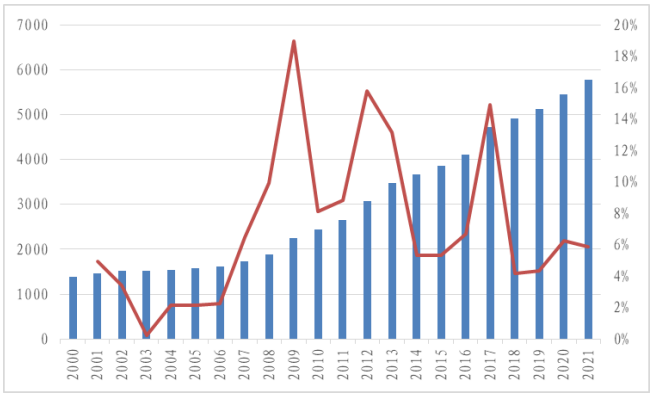
资料来源：商务部，中原证券

在博物馆方面，根据国家统计局数据，2000-2021 年，国内博物馆数量从 1384 家增加至 5772 家，CAGR 为 7.40%；参观人次从 8540 万人次增加至 7.49 亿人次，CAGR 为 11.47%，如果计算至疫情发生之前的 2019 年，CAGR 则达到了 15.52%。博物馆数量增加显示出国家越来越重视国民的文化体验，加大对文化体验场所的建设力度；参观人次的增加显示出在居民消费结构变化之下有越来越多的居民开始注重文化消费体验，走进博物馆，拓展视野、欣赏历史和文化，并且博物馆的参观人次复合增长率也显著高于博物馆数量的复合增长率，博物馆参观需求旺盛。

此外，根据中央宣传部、国家发改委等九部门在 2021 年 5 月发布的《关于推进博物馆改革发展的指导意见》中也特别提到要“推进博物馆大数据体系建设，主动对接国家文化大数据体系建设，标注、解构和重构藏品蕴含的中华元素和标识，**切实融入内容生产、创意设计和城乡建设，充分发挥博物馆在文旅融合发展、促进文化消费中的作用**”、“**加强与融媒体、数字文化企业合作，创新数字文化产品和服务**，大力发展博物馆云展览、云教育，构建线上线下相融合的博物馆传播体系。强化观众调查，推广分众传播，优化参观全过程服务。”

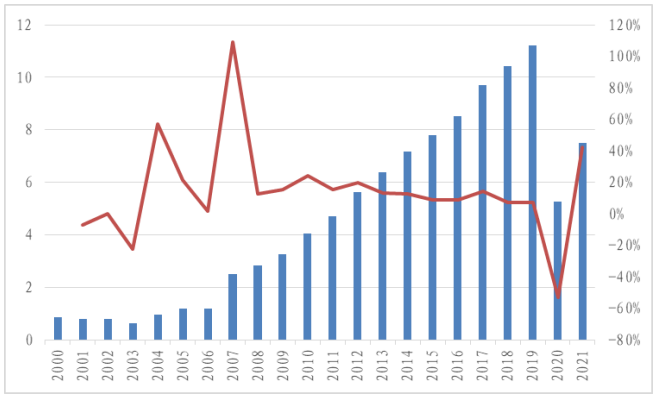
根据政策精神，预计未来国内的博物馆将进一步加大与数字技术的融合力度，打造更加创新、精致、生动的展览项目，让观众能够更加深入地了解体验历史、文化的魅力，为观众带来更好的参观体验。

图 24：2000-2021 年中国博物馆数量（个）



资料来源：国家统计局，中原证券

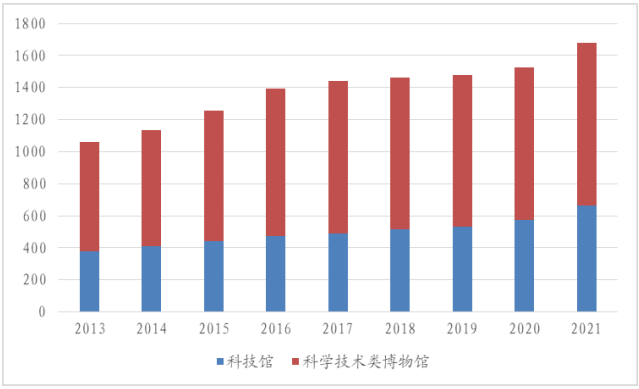
图 25：2000-2021 年中国博物馆参观人次（亿）



资料来源：国家统计局，中原证券

而在科普场馆方面，根据科技部发布的数据，2013-2021 年间，国内科普场馆数量从 1058 家增加至 1677 家，其中科技馆从 380 家增加至 661 家，科学技术博物馆从 678 家增加至 1016 家，均处于稳步增长之中。

图 26：国内科普场馆数量



资料来源：科技部，中原证券

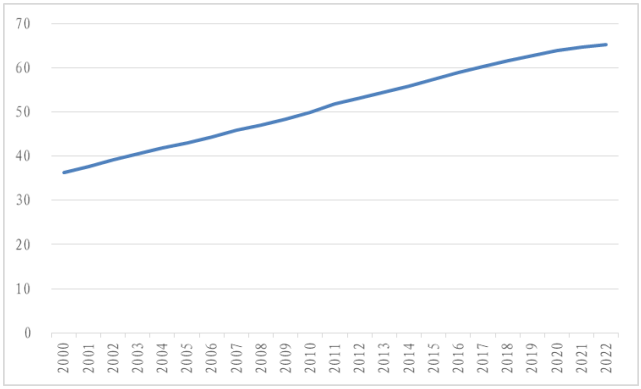
文化基础设施和城市文化体系的建设是国家城镇化和发达程度的重要标志，城市馆、博物馆、科技馆等大型文化类及科技类主题展馆作为国家文化、科技基础设施，对外展示了城市形象和未来的发展方向，对城市人口的文化水平提升起到了重要的作用。

根据国家统计局数据，截止至 2022 年国内城镇化率达到 65.22%，处于持续提升之中。相比于美国、日本等发达国家，国内的城镇化率水平还处在相对比较低的位置，并且国内的博物馆、艺术馆、科技馆等展馆数量和覆盖密度同样较低。根据联合国教科文组织数据显示，截止至 2021 年 3 月，中国每百万人口拥有博物馆数量仅 4.1 家，与全球第二大经济体的地位差距较大，而发达国家的博物馆密度明显更高，其中美国每百万人口拥有博物馆数量可以达到 101.1 家，日本与韩国每百万人拥有博物馆数量分别为 45.3 家与 21.3 家。

基于国家未来加快城镇化建设脚步并逐步向高质量发展转型，城市的公共文化体系和公共文化设施的建设都将处于相当重要的地位。预计国内未来博物馆、科技馆、城市馆、园区馆等各类文化或主题展馆的数量和渗透率还有极大的提升空间，相应地，各类文化类科技类展览的数量、质量以及创新性的需求也会随之不断增加，从事于创新型文化展览、科技展览的企业也将充分受益。

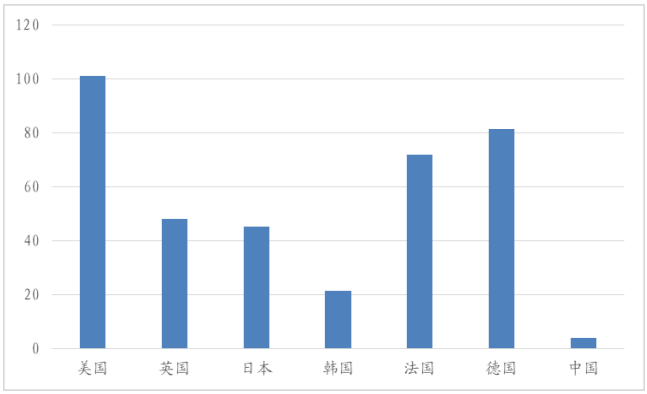
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 27：中国城镇化率



资料来源：国家统计局，中原证券

图 28：每百万人口拥有博物馆数量（家）（2021 年 3 月）



资料来源：联合国教科文组织，中原证券

2.3. 政策助力数字化战略加速推进，拓展文化消费新场景

在政策层面，随着数字化时代的到来，与数字技术应用的结合成为各个产业下一发展的必然趋势，数字化战略也成为了国家当前重要的发展战略之一，包括政府、企业和个人都开始积极探索数字化技术在各个领域的应用，向数字化转型发展。在文化和传播领域，通过数字化的创新表现形式能够为文化消费和文化创意提供新的应用场景，增强文化产业的核心竞争力。

在政策端，近几年关于文化数字化和数字文化产业的国家级政策文件不断推出，显示出国家在顶层设计层面越来越重视文化产业数字化的大方向。根据国家统计局发布的《战略性新兴产业分类（2018）》，明确将数字创意产业纳入战略性新兴产业，具体包括数字创意技术设备制造、数字文化创意活动、设计服务以及数字创意与融合服务四大部分，数字创意产业以数字创意技术和创新设计为基础支撑，以文化创意、内容生产、数字科技为发展核心，是引领文化新供给、促进文化新消费的新型文化业态。多个国家文化数字化发展政策都提到了要结合虚拟现实技术、裸眼 3D、全息等数字视觉技术手段创造全新文化场景体验，并与博物馆、科技馆等线下文化展馆实现深度融合。

表 4：部分与文化或旅游产业数字化发展相关的政策

时间	文件	主要内容
2017.4	《关于推动数字文化产业创新发展的指导意见》	发展目标数字文化产品和服务供给质量不断提升、供给结构不断优化、供给效率不断提高，数字文化消费更加活跃，成为扩大文化消费的主力军。培育若干社会效益和经济效益突出、具有较强创新能力和核心竞争力的数字文化领军企业，一批各具特色的创新型中小微数字文化企业。动漫、游戏、网络文化、数字文化装备、数字艺术展示等重点领域实力明显增强。数字文化产业生态体系更加完善，产业支撑平台更加成熟，市场秩序更加有序，政策保障体系更加完备。
2019.8	《关于促进文化和科技深度融合的指导意见》	促进文化和科技深度融合，全面提升文化科技创新能力，转变文化发展方式，推动文化事业和文化产业更好更快发展，更好满足人民精神文化生活新期待，增强人民群众的获得感和幸福感。
2020.11	《关于推动数字文化产业高质量发展的意见》	顺应数字产业化和产业数字化发展趋势，实施文化产业数字化战略，加快发展新型文化企业、文化业态、文化消费模式，改造提升传统

		业态，提高质量效益和核心竞争力，健全现代文化产业体系，围绕产业链部署创新链、围绕创新链布局产业链，促进产业链和创新链精准对接，推进文化产业“上云用数赋智”，推动线上线下融合,扩大优质数字文化产品供给
2020.11	《关于深化“互联网+旅游”推动旅游业高质量发展的意见》	坚持技术赋能。推动 5G、大数据、云计算、物联网、人工智能、虚拟现实、增强现实、区块链等信息技术革命成果应用普及，深入推进旅游领域数字化、网络化、智能化转型升级，培育发展新业态新模式，推动旅游业发展质量、效率和动力变革。
2021.3	《关于推动公共文化服务高质量发展的意见》	立足城乡特点，打造有特色、有品位的公共文化空间，扩大公共文化服务覆盖面，增强实效性。适应城乡居民对高品质文化生活的期待，对公共图书馆、文化馆（站）功能布局进行创意性改造，实现设施空间的美化、舒适化。支持各地加强对具有历史意义的公共图书馆、文化馆的保护利用。
2021.3	《“十四五”规划》	创新实施文化惠民工程，提升基层综合性文化服务中心功能，广泛开展群众性文化活动。推进公共图书馆、文化馆、美术馆、博物馆等公共文化场馆免费开放和数字化发展。
		实施文化产业数字化战略，加快发展新型文化企业、文化业态、文化消费模式，壮大数字创意、网络视听、数字出版、数字娱乐、线上演播等产业。
2021.9	《“十四五”文化和旅游发展规划》	公共文化服务体系更加健全，基本公共文化服务标准化均等化水平显著提高，服务效能进一步提升，全国各类文化设施数量（公共图书馆、文化馆站、美术馆、博物馆、艺术演出场所）达到 7.7 万，文化设施年服务人次达到 48 亿。
		推动博物馆、美术馆、图书馆、剧院、非物质文化遗产展示场所等成为旅游目的地，培育主客共享的美好生活新空间。 推动数字文化产业加快发展，发展数字创意、数字娱乐、网络视听、线上演播、数字艺术展示、沉浸式体验等新业态，丰富个性化、定制化、品质化的数字文化产品供给。
2022.1	《“十四五”数字经济发展规划》	创新发展“云生活”服务，深化人工智能、虚拟现实、8K 高清视频等技术的融合，拓展社交、购物、娱乐、展览等领域的应用，促进生活消费品质升级。鼓励建设智慧社区和智慧服务生活圈，推动公共服务资源整合，提升专业化、市场化服务水平。支持实体消费场所建设数字化消费新场景，推广智慧导览、智能导流、虚实交互体验、非接触式服务等应用，提升场景消费体验。
2022.3	《“十四五”旅游业发展规划》	实施文化和旅游创意产品开发提升工程，支持博物馆、文化馆、图书馆、美术馆、非遗馆、旅游景区开发文化和旅游创意产品，推进“创意下乡”、“创意进景区”，在文化文物单位中再确定一批文化创意产品开发试点单位，推广试点单位经验，建立完善全国文化和旅游创意产品开发信息名录。
		加快推动大数据、云计算、物联网、区块链及 5G、北斗系统、虚拟现实、增强现实等新技术在旅游领域的应用普及，以科技创新提升旅游业发展水平。
2022.5	《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，基本贯通各类文化机构的数据中心，基本完成文化产业数字化布局，公共文化数字化建设跃上新台阶，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

		到 2035 年，建成物理分布、逻辑关联、快速链接、高效搜索、全面共享、重点集成的国家文化大数据体系，文化数字化生产力快速发展，中华文化全景呈现，中华文化数字化成果全民共享、优秀创新成果享誉海内外。
2022.8	《“十四五”文化发展规划》	实施出版融合发展、电影制作提升、印刷智能制造、大视听产业链建设等工程项目，引导和鼓励文化企业运用大数据、5G、云计算、人工智能、区块链、超高清等新技术，改造提升产业链，促进内容生产和传播手段现代化，重塑文化发展模式。 推动博物馆、美术馆、图书馆、剧院、非遗展示场所、对社会开放的文物保护单位等成为旅游目的地，培育主客共享的美好生活新空间。坚持提升硬件和优化软件并举、提高服务品质和改善文化体验并重，在旅游设施、旅游服务中增加文化元素和内涵，体现人文关怀。
2022.11	《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划(2022-2026 年)》	发展沉浸式主题乐园、剧场、文化场馆等线下体验中心。 推动文化展馆、旅游场所、特色街区开发虚拟现实数字化体验产品，让优秀文化和旅游资源借助虚拟现实技术“活起来”。开展行前预览、虚实融合导航、导游导览、艺术品展陈、文物古迹复原等虚拟现实创新应用，鼓励一二级博物馆、具有条件的旅游活动场所设置沉浸式体验设施设备。
2023.2	《数字中国建设整体布局规划》	提升数字文化服务能力，打造若干综合性数字文化展示平台，加快发展新型文化企业、文化业态、文化消费模式。 普及数字生活智能化，打造智慧便民生活圈、新型数字消费业态、面向未来的智能化沉浸式服务体验。
2023.3	《文化和旅游部办公厅发布关于开展智慧旅游沉浸式体验新空间推荐遴选暨培育试点工作的通知》	智慧旅游沉浸式体验新空间是指依托旅游景区、度假区、休闲街区、工业遗产、博物馆等场所或相关空间，运用增强现实、虚拟现实、人工智能等数字科技并融合文化创意等元素，通过文旅融合、虚实结合等方式，让游客深度介入与互动体验而形成的一种旅游新产品、消费新场景。

资料来源：中国政府网，新华社，人民网，中国社会科学网，各部委官方网站，中原证券

3. 公司经营状况分析

由于公司客户以各地政府部门、大中型事业单位以及与政府部门关联度较高的机构为主，资金支付审批流程复杂，验收和决算受项目工程量、政府预算等情况影响，导致付款周期也较长，资金回笼比较慢。此外公司的展览展示业务需要经历创意设计、客户意向承接、项目招投标、谈判与订立合同、材料与设备采购、项目实施、项目试运营、项目验收、项目决算等多个阶段，公司会根据合同约定的项目进度节点以及付款比例收取相应项目价款。因此公司的收入确认、应收账款的变动与项目实施、竣工、决算进度等因素高度相关，公司的预收账款、营业收入、应收账款规模等指标也会比较显著地受到项目实施进度的影响。

表 5：公司付款政策

项目	时间节点	结算进度	会计处理
第一阶段	签订合同	支付合同价款的 10%-20%	公司确认预收账款

第二阶段	项目实施	根据合同约定的实施进度支付相应价款	
第三阶段	项目试运营		公司确认营业收入
第四阶段	项目验收	支付至合同价款的 50%-80%	-
第五阶段	项目决算	支付至合同价款的 90%-95%	公司根据决算价格与原合同价格的差异调整收入
第六阶段	质保期满	支付剩余 5%-10%的合同价款	公司确认营业收入

资料来源：招股说明书，中原证券

3.1. 业绩稳步增长，疫情拖累项目进展造成短期压力

随着公司各项业务的持续发展以及市场对于数字化展示需求的不断增加,公司的营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润、利润率等指标均处于稳步增长之中。

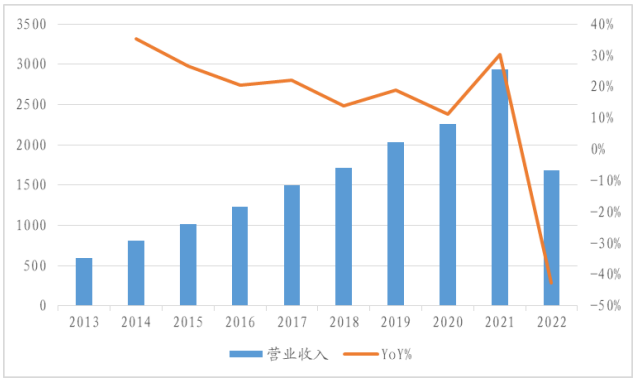
2013 年-2021 年间公司营业收入从 5.94 亿元增长至 29.39 亿元，复合增长率为 22.12%；归母净利润从 2101 万元增长至 4.39 亿元，复合增长率为 46.21%；扣非后归母净利润从 1544 万元增长至 4.12 亿元，复合增长率为 50.74%。

但到了 2022 年，受到国内新冠疫情复发和全球经济形势的影响，外部的复杂环境给公司的生产经营带来了难以避免的挑战。公司总部以及主要团队位于上海，但承接的展览展示项目遍布全国；3-5 月上海采取的全域静态管理以下半年全国范围内各省市都不同程度地对人员流动进行限制，对公司的日常运营和业务开展都造成了比较大的影响，项目进度出现不同程度的推迟或延后。由于公司的一体化项目需要依据项目的进度节点分阶段确认收入，因此项目进度的延后也会影响公司营业收入的确认，导致公司 2022 年全年的营业收入同比减少 42.79%至 16.82 亿元，归母净利润同比减少 84.95%至 6604 万元，扣非后归母净利润同比减少 92.59%至 3049 万元。但如果进一步对比 2022 年的上半年和下半年，公司在下半年的营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润的同比降幅已经有比较明显的收窄。

进入 2023 年后，政策的调整下市场回归常态，线下体验经济复苏，各地项目也有序推进、交付顺利，公司业绩有较为明显的好转。公告显示公司 2023Q1 营业收入同比增长 74.78%至 4.22 亿元，归母净利润从 2022Q1 的亏损 1578 万元转为盈利 4412 万元，扣非后归母净利润从亏损 1804 万元转为盈利 4203 万元；2023H1 公司归母净利润预计为 9400 万元-1.4 亿元，测算 Q2 单季度归母净利润由 2022Q2 的亏损 5721 万元转为盈利 4988 万元-9588 万元，扣非后归母净利润为 5400 万元-8000 万元，测算 Q2 单季度扣非后归母净利润由 2022Q2 的亏损 6099 万元转为盈利 1197 万-3797 万元。

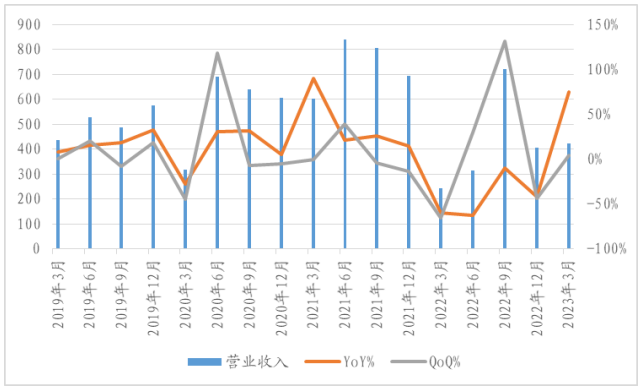
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 29：2013-2022 公司营业收入（百万元）



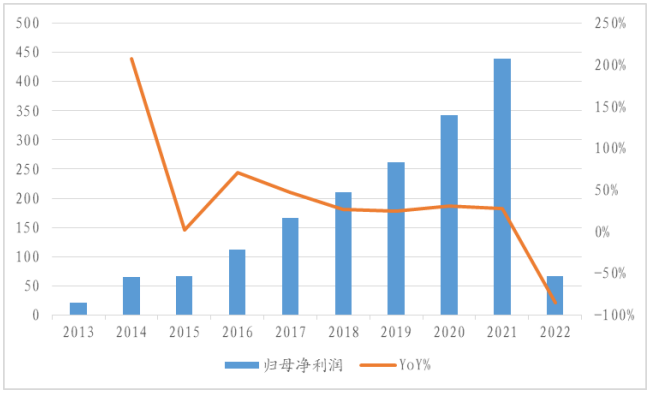
资料来源：公司公告，中原证券

图 30：2019Q1-2023Q1 公司单季度营业收入（百万元）



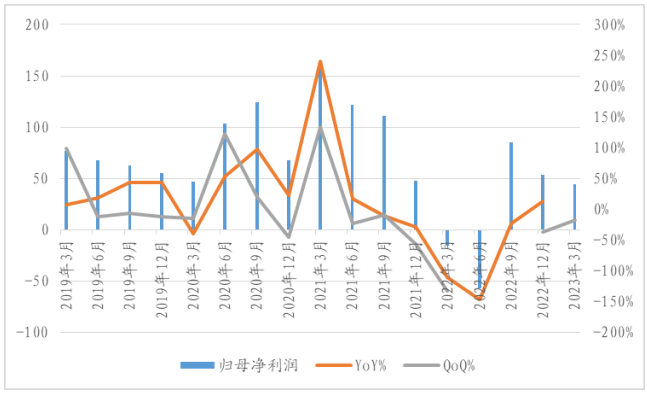
资料来源：公司公告，中原证券

图 31：2013-2022 公司归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

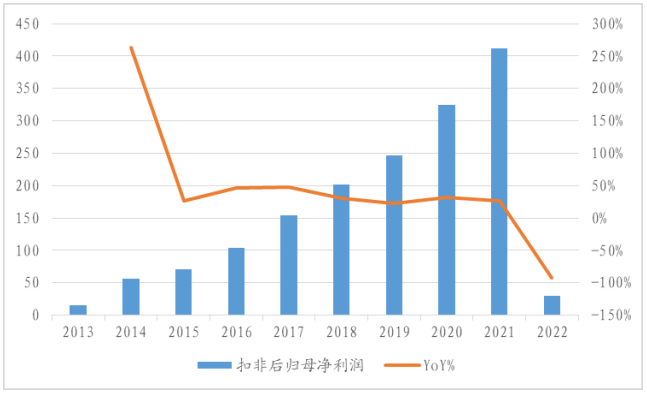
图 32：2019Q1-2023Q1 公司单季度归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

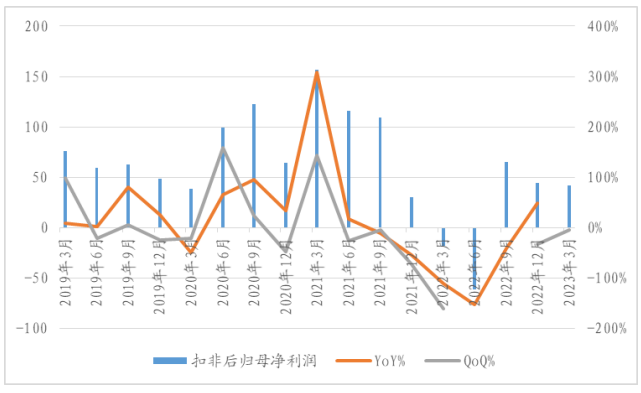
注：当对比基数为负值时不计算增长率

图 33：2013-2022 公司扣非后归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

图 34：2019Q1-2023Q1 公司单季度扣非后归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

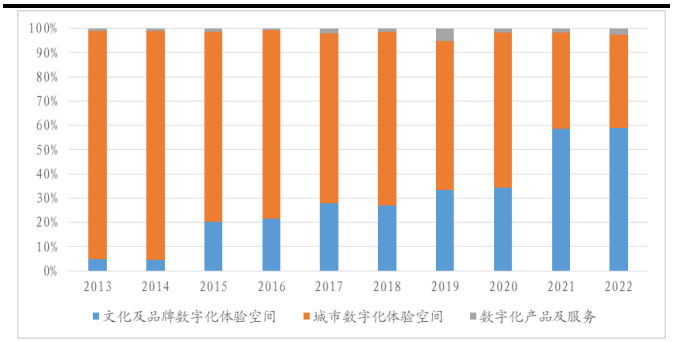
注：当对比基数为负值时不计算增长率

根据公司披露的主营业务口径，展览展示业务依据功能不同可以分为城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间以及数字化产品及服务三类。其中文化及品牌数字化体验空间收入增速远高于其他两项业务，收入占比从 2013 年的 4.70%提升至 2022 年的 59.06%，超越城市数字化体验空间业务成为公司的主导业务；城市数字化体验空间业务的收入占比则从 94.28%下滑至 39.70%，该两项业务的合计收入占比超过 98%，构成公司最主要的收入来源，数字化产品及服务的收入占比较低，仅有 1%-2%左右。

在成本端，公司的主要营业成本来自于材料费、人工费、施工费及其他成本。其中材料费主要包括公司数字化展览展示业务开展过程中所必须的设备、建材等，是公司主营业务成本中占比最高的部分；其次是包含消防施工、装修装饰工程、劳务等在内的施工费以及人工费。

由于公司的数字化展览展示业务根据客户具体需求进行定制，具有个性化和非标准化的特征，因此公司的营业成本结构也会受到具体项目设计方案以及实施方式不同的影响。总体的趋势变化上，营业成本中材料费的占比呈现比较明显下降趋势，从 2014 年的 83.59%下降至 2022 年的 60.74%，人工费和施工费的成本占比分别从 2014 年的 4.35%和 8.95%提升至 21.37%和 13.63%。这种变化一方面是由于公司经营规模的扩大以及议价能力的增强，通过集中采购的方式控制了边际成本的提升，带动材料费的占比下滑；另一方面则是当前的展示项目中对技术含量较高的影视动画、数字沙盘、多媒体互动等技术的需求和质量不断提升，带动营业成本中人工费的占比也随之提升。

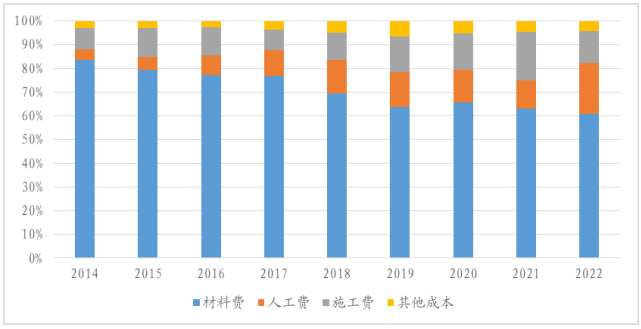
图 35：2013-2022 年公司各项主营业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

注：由于公司曾变更主营业务披露口径，因此部分数据系我们预估和测算所得，可能与实际情况有存在差异

图 36：2014-2021 年公司主营业务成本构成



资料来源：公司公告，中原证券

通过完成诸多具有市场影响力的展览展示体验项目，公司积累了较多的项目成功经验，建立了良好的知名度，议价能力增强，并且随着业务规模的扩大，集中采购的规模优势得到发挥，公司的材料成本得到较好的控制；另外公司加大项目中影视动画、数字沙盘、互动技术等高附加值的展项占比，推动公司在 2013-2021 年间毛利率持续提升，盈利能力增强。毛利率和净利率分别从 2013 年的 24.03%和 3.54%提升至 2021 年的 32.96%和 14.93%。

2022 年公司整体营收下滑，虽然施工费以及材料费能够与营收保持基本的同步下滑，但人工费的支出属于刚性支出，难以随收入的减少而下降，导致 2022 年公司毛利率下滑 5.83pct，净利率下滑 11pct。政策调整后公司业务正常推进，2023Q1 毛利率回升至 37.60%，净利率回

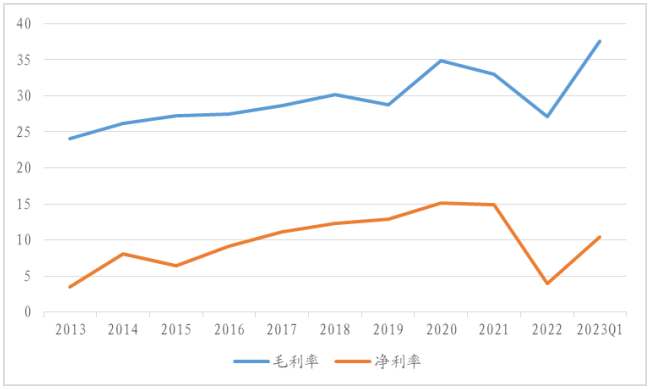
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

升至 10.44%。

在公司的各项业务中，数字化产品及服务的毛利率最高，2017 年-2022 年间该业务平均毛利率为 55.32%，但由于此部分业务的收入占比小，对公司利润的贡献也比较有限；城市数字化体验空间的毛利率从 2017 年的 25.61%逐年提升至 2021 年的 35.98%；文化及品牌数字化体验空间业务的毛利率虽然有波动，但也基本能够保持在 30%以上，随着城市数字化体验空间业务毛利率的提升以及毛利率相对更高的文化及品牌数字化体验空间收入占比的持续性增长，带动了公司整体盈利能力的提升。

在公司的一体化项目中，影视动画、数字沙盘、互动技术、多媒体集成等展项的技术含量比较高，收入占比和毛利率也相对更高，此部分既是设计方案视觉呈现的重要构成，也是公司的核心竞争力所在，而配套的基础装饰部分收入占比和毛利率相对较低。随着公司自身创意设计以及技术能力的不断突破提升，其核心竞争力加强，毛利率也有望继续稳步上升。

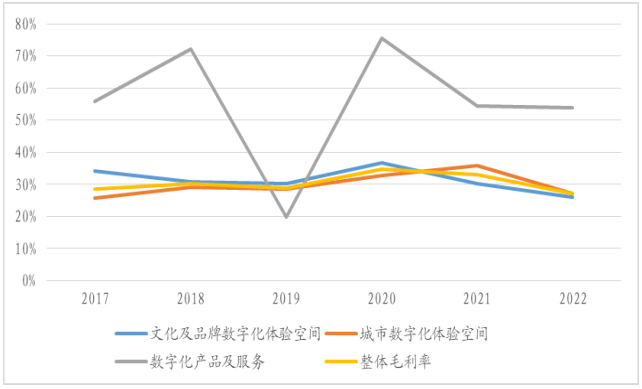
图 37：2013-2022 年公司利润率（%）



资料来源：公司公告，中原证券

注：由于公司曾变更主营业务披露口径，因此部分数据系我们预估和测算所得，可能与实际情况存在差异

图 38：2017-2022 年公司各项主营业务毛利率



资料来源：公司公告，中原证券

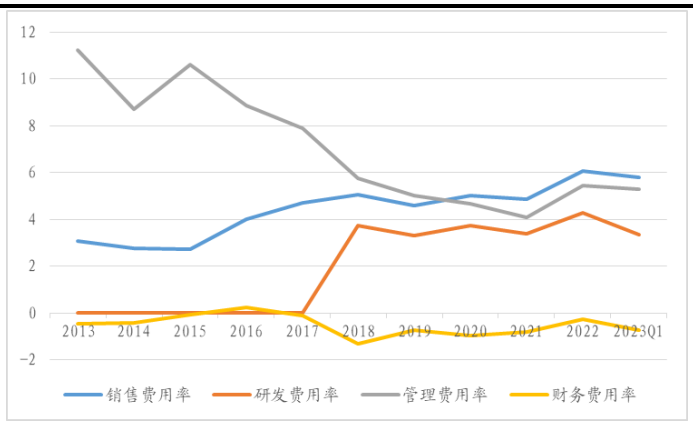
注：由于公司曾变更主营业务披露口径，因此部分数据系我们预估和测算所得，可能与实际情况存在差异

2013-2023Q1 间，公司的整体费用变化幅度基本与营业收入的变化趋势保持一致，整体费用率保持稳定，2013-2022 年平均费用率约为 12.87%。但费用支出方面仍有一些结构性变化，其中销售费用率呈现提升，管理费用率呈现下滑，研发费用率基本平稳。

2022 年公司的营业收入虽然有所下降，但包括销售费用中占比最高的职工薪酬，管理费用中占比前三的职工薪酬、办公费、折旧费等费用支出都属于刚性支出，其降幅显著低于营业收入降幅，也导致公司总体的费用率相比 2021 年提升了 3.95pct。

2023Q1 公司营业收入恢复增长，主要费用率为 13.70%，相比 2022 年全年下滑了 1.79pct，相比 2022Q1 下滑了 7.27pct。

图 39：2013-2023Q1 公司主要费用率

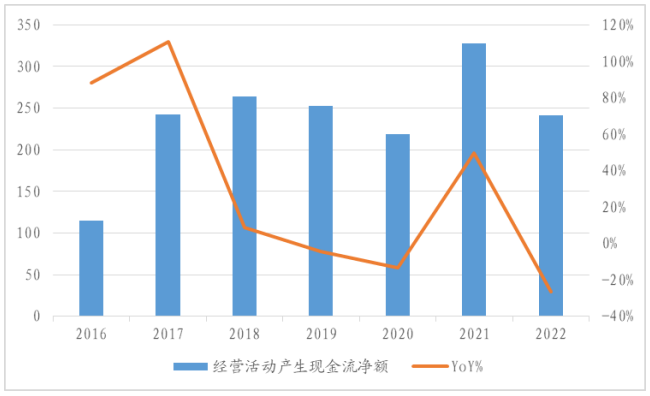


资料来源：公司公告，中原证券

3.2. 经营性现金流良好，现金储备不断增加

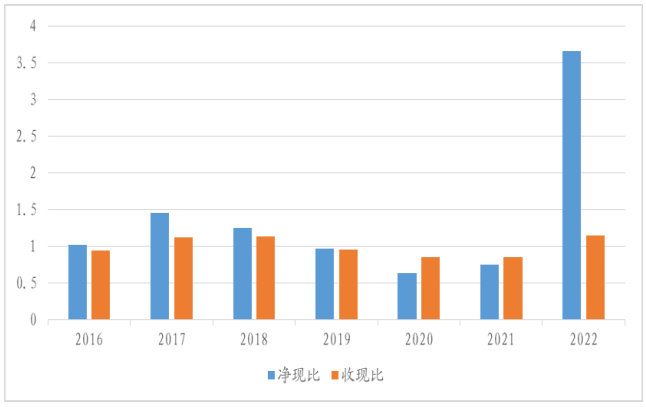
公司在业务规模不断扩大的同时继续维持良好的现金流状态，2016-2022 年间能够连续多年保持经营性现金流的净流入，同时公司的净现比以及收现比也比较稳定，2013-2022 年公司收现比平均值为 1.00；如果剔除 2022 年由于利润大幅下滑导致的净现比异常的情况，公司的整体净现比平均值为 1.01。

图 40：2016-2022 公司经营性现金流净额（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

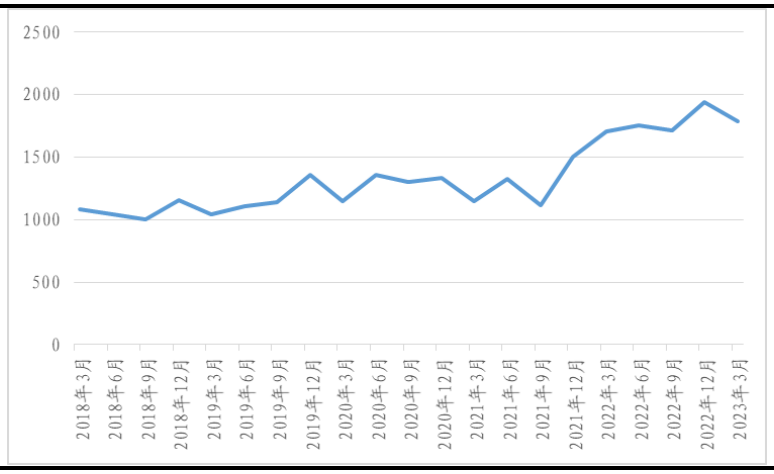
图 41：2015-2022 年公司现金流质量



资料来源：公司公告，中原证券

通过比较稳定的现金流控制能力，公司的现金储备不断增加，截止至 2023Q1，公司拥有货币资金及交易性金融资产合计 17.84 亿元，现金储备较为丰厚，拥有比较强的抗风险能力。

图 42：2018Q1-2023Q1 公司货币资金及交易性金融资产（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

3.3. 账龄结构健康，坏账风险小

虽然公司客户的资金支付审批流程复杂，付款周期长，资金回笼速度较慢，但考虑到客户主要以各地政府、大中型事业单位、与政府部门关联度较高的机构以及部分存在展示需求的大中型企业为主，信用较好，项目也主要承担了政务宣传、城市规划、招商引资、文化宣传等重要功能，因此预计发生坏账的风险相对较小。

从 2019-2021 年间公司应收账款的账龄结构来看，主要集中在 2 年以内，其中 1 年以内的应收账款占比最高。2022 年公司应收账款的账龄结构出现一定恶化，1 年以内应收账款占比下降，2 年及以上应收账款占比提升。我们认为可能是由于疫情影响了公司的项目进度和的回款效率，预计随着公司业务的正常推进，加大对应收账款的回收力度，应收账款账龄结构有望逐渐改善。

表 6：公司应收账款账龄结构（百万元）

	2019		2020		2021		2022	
	应收账款期末余额	占比	应收账款期末余额	占比	应收账款期末余额	占比	应收账款期末余额	占比
1 年以内	557.76	44.26%	659.26	42.34%	766.88	40.52%	581.49	28.19%
1-2 年	303.67	24.10%	356.36	22.89%	432.28	22.84%	574.81	27.87%
2-3 年	220.30	17.48%	248.57	15.96%	253.59	13.40%	377.39	18.29%
3-4 年	78.02	6.19%	168.26	10.81%	222.28	11.74%	187.81	9.10%
4-5 年	43.90	3.48%	57.89	3.72%	125.00	6.60%	180.86	8.77%
5 年以上	56.48	4.48%	66.78	4.29%	92.55	4.89%	160.46	7.78%

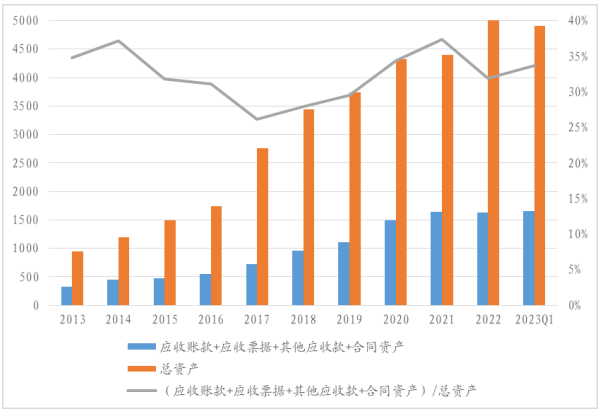
资料来源：公司公告，Wind，中原证券

公司的应收账款、应收票据、其他应收款以及合同资产（主要是未到期的项目质保金，在项目质保期满后实际收到时将确认为收入）的存量规模随着公司业务规模的扩大而不断增长，从 2013 年的约 3.30 亿元增加到了 2023Q1 的约 16.52 亿元，但其占总资产的比重仍旧维持在相对稳定的区间，并未出现大幅提升的情况，显示公司的整体回款正常有序。

此外应收账款、应收票据、其他应收款以及合同资产的每年净新增规模占当期营业收入的

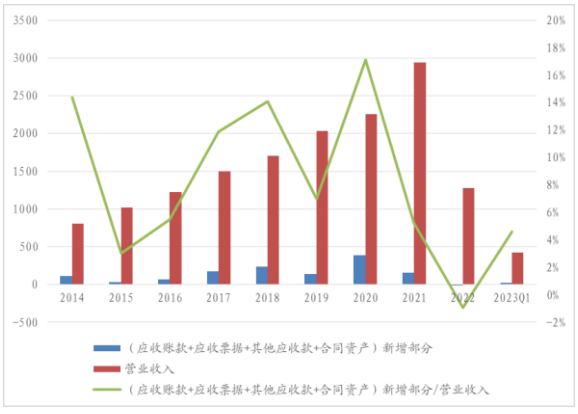
比重虽然存在一定波动，但我们认为整体的占比不高，处于较为可控的状态。

图 43：2013-2023Q1 公司应收账款以及占总资产比重（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

图 44：2014-2023Q1 年公司净新增应收账款规模占营业收入比重（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

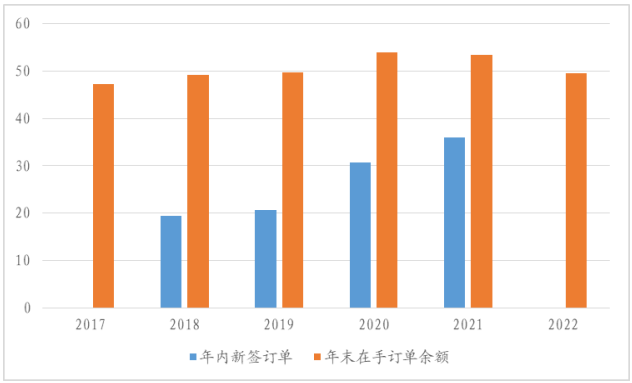
3.4. 新签订单持续增加，降低大客户依赖

公司的订单数量和金额不断增加，显示出下游客户对于数字化展示服务需求的不断增长，也体现了公司在展览展示领域的市场竞争优势。根据公司公告披露，2018-2021 年间公司新签订单金额不断增长，其中文化及品牌数字化体验空间业务的订单增速最快。截止至 2022 年，公司在手订单余额 49.51 亿元，在手订单充沛。随着项目的不断推进，获取的订单项目也将逐渐转化为公司的业绩。

根据公司披露的 2017-2020 年在手订单数量和金额测算，公司在保持订单数量增长的同时，平均每笔订单的金额也有所下降。我们认为可能意味着公司加大对中小客户拓展力度，带动中小客户数量和订单数量增加，降低对大客户依赖程度，在下游的客户层面也更加多样化。

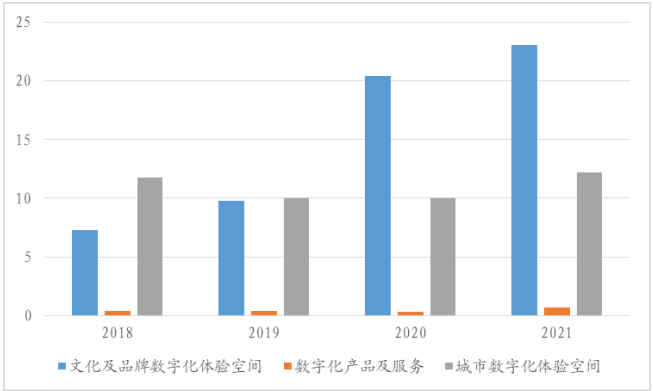
同时结合 2014-2022 年公司前五大客户的销售占比变化趋势来看，公司在营业收入不断增加的同事，对大客户的依赖程度也在不断降低，前五大客户的收入占比从 2014 年的 43.69%下降至 2022 年的 24.64%。

图 45：2017-2022 年公司新签订单与在手订单余额(亿元)



资料来源：公司公告，中原证券

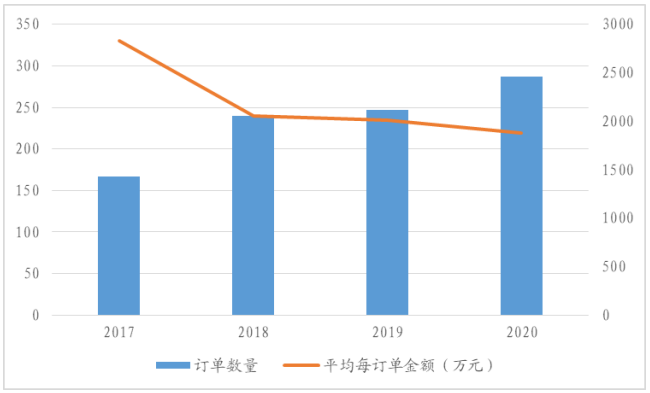
图 46：2018-2021 年公司新签订单结构



资料来源：公司公告，中原证券

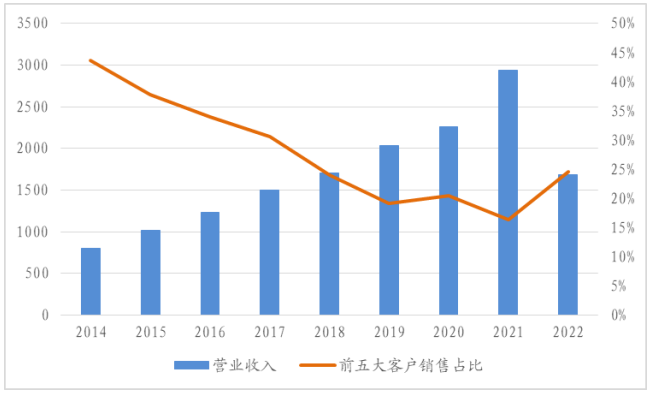
注：由于公司曾变更主营业务披露口径，因此部分数据系我们预估和测算所得，可能与实际情况有差异

图 47： 2017-2020 年公司在手订单数量及平均订单金额



资料来源：公司公告，中原证券

图 48：2014-2022 年公司营业收入（百万元）与前五大客户销售收入占比



资料来源：公司公告，中原证券

3.5. AIGC 技术助力数字内容生产提质增效

在生成式人工智能技术的进步和相关产品密集发布下，AIGC 正在为内容产业带来新的变化，成为内容生产的新模式之一，为内容产品带来了新的形态和交互体验，展览展示行业也向智能化、交互性的方向转型发展。

公司顺应技术的变化开始利用 ChatGPT、StableDiffusion、Midjourney、文心一言等底层 AI 模型工具积极探索 AIGC、PGC 在数字文化创意与内容创作领域的融合应用，提升公司文案策划、创意设计、2D 图像、3D 建模、交互设计和影音合成等数字内容开发团队的生产效率，加快项目推进速度，提升竞争力。同时通过 AI 技术的赋能还能够达到强化人机对话、实时智能生成图像和音效、沉浸式场景等可视化交互能力的目的，增强公司展览展示业务的智能化、互动性和沉浸感程度，也为数字化展览展示带来更多的创新体验。

另外公司还将结合人工智能与虚拟现实技术，探索 AIGC 与 VR/AR/MR、数字虚拟人和元宇宙虚拟空间的融合应用与发展，通过生成式 AI 技术的赋能解决当前虚拟现实产业中存在的内容制作成本高、内容数量少等痛点，加快“AIGC+VR/AR/MR”在城市形象、传统文化和旅游景区等场景的落地应用、打造 AIGC 标杆应用案例，开拓“AIGC+VR/AR/MR”在展览展示、文创文娱和商业消费等行业的多元化应用。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 49：深圳光明区城市规划展览馆 AIGC 舞狮

资料来源：公司官方微信公众号，中原证券

图 50：AIGC 技术融合虚拟人“悲伤蛙 IP”

资料来源：公司官方微信公众号，中原证券

3.6. 城市更新改造需求激发增长新动能

当前国内经济正处在由高速发展转向高质量发展转变的过程之中，在经历了数十年城市经济发展和产业结构转型后，部分原本繁华的老工业园区逐渐走向衰落，而此类地区又承载了城市发展的历史记忆和时代痕迹，具有很高的历史价值、社会价值、文化价值和独特的建筑风貌。

如何在保护老工业遗址的同时重新盘活老工业遗址资源，有效利用存量土地资源打造新的业态和新模式也成为城市更新改造的重要命题之一。在 2020 年 6 月由五部门联合印发的《推动老工业城市工业遗产保护利用实施方案》中曾提出多项主要任务，包括要利用数字技术开发工业主题博物馆资源，建设智慧博物馆；推出各类工业文化主题展览、社教研学活动与文创体验活动，培育新兴文化业态及产业模式；依托工业遗产建设一批主题突出的工业遗址公园、城市文化公园等；推动工业遗产保护与城市形象提升相融合，将能够凸显工业文化特色的景观标志纳入城市建设规划。

公司积极把握城市更新改造阶段的重要机遇，利用自身的项目经验和技术优势先后参与打造基于天水长城控制电器厂改造的“天水工业博物馆”、基于阳泉市水泵厂改造升级的“阳泉记忆·1947 文化园”以及基于合肥老市政府办公大楼改造的“合肥城市记忆馆”等城市更新实践样板。根据公司近期公告显示，公司又成功中标淮北市大唐发电厂城市更新、数字文旅创新项目，以大唐发电厂旧址为载体打造文创特色街区，发展休闲产业和工业旅游业，提升城市文化软实力和综合竞争力，预计总投资近 2 亿元。根据公司公告 2020-2022 年，公司更新改造项目贡献的收入占比分别为 4.59%/12.15%/11.45%，后续的城市更新改造项目有望激发公司增长新动能。

图 51： 阳泉记忆·1947 文化园

资料来源：官方微博，中原证券

图 52：淮北市大唐发电厂城市更新项目概念图

资料来源：公司官方微信公众号，中原证券

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们根据公司披露的业务分类口径将公司的主营业务分为文化及品牌数字化体验空间、城市数字化体验空间以及数字化产品及服务进行分项盈利预测。

文化及品牌数字化体验空间主要面向大众消费者，应用场景包括主题馆、博物馆、科技馆、文化馆等公共文化体验空间，与消费者线下文化体验需求以及政府对旅游产业投入的关联度较高。在政策鼓励下预计各地政府将持续加大对文化产业数字化升级、沉浸式文旅体验的投入；此外，根据文化和旅游部公布的数据，2023 年端午假期国内旅游出游人次达到 1.06 亿，同比增长 32.3%，超越 2019 年同期，国内旅游收入 373.10 亿元，同比增长 44.5%，恢复至 2019 年的 94.9%，显示出国内文化和旅游行业正在复苏之中，消费者外出意愿提升。因此预计公司文化及品牌数字化体验空间业务的收入将继续维持比较好的增长速度。

城市数字化体验空间业务主要承担招商引资、政务交流的重要功能以及部分城市的更新改造项目。预计城市数字化体验空间业务将随各地招商引资和政务交流的需求恢复而增加；另外，城市的更新发展也将带来部分老旧区域的更新改造机会，将已经退出历史舞台但仍具有历史价值、文化价值的老旧厂区、场馆进行产业转型改造。根据公司公告显示，公司更新改造项目占公司营业收入从 2020 年的 4.59%提升至 2022 年的 11.45%，有望为公司城市数字化体验空间业务提供更多的增长动能。

数字化产品及服务业务收入主要是部分单项创意设计以及视觉服务等，占公司总收入的比重较低，对公司业绩的影响相对较小。

虽然公司各项业务的毛利率会根据项目进度、项目预算等因素的不同而产生一定波动，但总体而言我们认为公司多年来承接的项目积累了较多的成功经验和较高的知名度，在项目招标

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

过程中将更具优势，议价能力也比较强，并且随着业务规模的扩大，集中采购的规模优势将继续维持；此外，在业务流程中将 AIGC 技术作为重要的辅助生产力工具能够提升核心团队和环节的工作效率，加快项目进程，同样有望对公司项目毛利率带来正向刺激。因此预计公司各项业务的毛利率将会继续保持小幅增长的状态。

在费用率方面，自 2018 年以来公司的各项费用率中销售费用率和研发费用率虽有波动，但基本平稳，管理费用率持续小幅下滑，预计未来将继续保持该趋势。

表 7：公司主营业务收入（百万元）、毛利率以及主要费用率

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
文化及品牌数字化体验空间	营业收入	674.31	776.22	1719.41	993.29	1241.61	1489.94	1713.43
	yoy	46.05%	15.11%	121.51%	-42.23%	25%	20%	15%
	毛利率	30.26%	36.75%	30.23%	26.08%	33%	34%	35%
城市数字化体验空间	营业收入	1251.8	1445.08	1167.24	646.68	840.68	1050.86	1261.03
	yoy	2.32%	15.44%	-19.23%	-44.60%	30%	25%	20%
	毛利率	28.64%	32.89%	35.98%	27.03%	32%	32.5%	33%
数字化产品及服务	营业收入	103.81	35	53.26	41.94	54.52	68.15	85.19
	yoy	345.92%	-66.28%	52.17%	-21.25%	30%	25%	25%
	毛利率	19.86%	75.54%	54.45%	53.86%	55.0%	55.0%	55.0%
销售费用率		4.61%	5.03%	4.86%	6.07%	5%	5%	5%
管理费用率		5.03%	4.65%	4.10%	5.44%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用率		3.32%	3.75%	3.37%	4.27%	3.5%	3.5%	3.5%

资料来源：公司公告，中原证券

注：由于公司曾变更主营业务披露口径，因此部分数据系我们预估和测算所得，可能与实际情况有差异

综合以上盈利预测假设条件，在不考虑可转债转股对总股本影响的情况下，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.52 元、0.67 元和 0.82 元，按照 7 月 18 日收盘价 13.49 元，对应 PE 为 25.76 倍、20.17 倍和 16.46 倍。

4.2. 投资建议

公司是数字展览展示领域的龙头公司，具有比较强的技术优势和项目经验优势，保障现有订单正常推进的同时也为获取新订单提供可靠基础。公司不断丰富升级自有产品线以及探索更多业务外延式发展的可能性，在原有的展览展示业务之外覆盖了广电 MCN、元宇宙、文旅、数字艺术藏品等赛道，实现从以 G 端业务为主逐渐向 B 端与 C 端模式的覆盖。

新型数字技术的进步和应用普及带动了数字内容的体验升级，也为公司带来了更多的创新可能。一方面结合 VR/AR/MR、元宇宙、AI 等新技术，公司有望在展览展示业务中实现更多的创新性、互动性和沉浸感；另一方面通过 AIGC 技术的介入，在公司的设计和策划流程阶段提升效率，加快项目进度。

在行业层面，未来国内的文化消费前景广阔，文化场馆建设升级以及文化产业数字化升级的需求强烈，为公司的业务提供良好的发展环境。综合考虑公司所处的行业发展潜力、自身经营优势、现有订单情况、VR/AR/MR 以及 AI 等新技术为内容产业带来的影响以及对公司未来

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

三年的业绩预测，首次覆盖并给予“买入”投资评级。

5. 风险提示

地方政府财政压力影响项目招标需求；应收账款回款风险；新签订单不及预期；外部环境压力影响线下文化体验消费需求；在手项目建设进展不及预期；竞争加剧影响订单获取

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	**3,815**	**4,445**	**4,517**	**5,290**	**6,108**
现金	1,187	1,662	1,917	2,453	3,239
应收票据及应收账款	1,419	1,455	1,423	1,497	1,400
其他应收款	41	30	39	47	55
预付账款	9	3	6	7	8
存货	553	699	620	685	722
其他流动资产	606	596	512	601	683
非流动资产	**589**	**671**	**686**	**687**	**686**
长期投资	52	99	102	105	108
固定资产	176	162	154	152	149
无形资产	23	21	20	19	17
其他非流动资产	338	389	411	411	412
资产总计	**4,404**	**5,116**	**5,203**	**5,976**	**6,793**
流动负债	**2,027**	**2,382**	**2,195**	**2,570**	**2,900**
短期借款	15	20	26	23	20
应付票据及应付账款	930	1,074	873	1,044	1,209
其他流动负债	1,082	1,288	1,296	1,503	1,670
非流动负债	**82**	**536**	**530**	**530**	**530**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	82	536	530	530	530
负债合计	**2,109**	**2,919**	**2,725**	**3,100**	**3,430**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	422	598	596	596	596
资本公积	659	485	477	477	477
留存收益	1,258	1,122	1,412	1,810	2,298
归属母公司股东权益	2,294	2,198	2,478	2,876	3,363
负债和股东权益	**4,404**	**5,116**	**5,203**	**5,976**	**6,793**

现金流量表（百万元）

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	**328**	**242**	**250**	**586**	**833**
净利润	439	66	311	398	487
折旧摊销	24	19	19	20	21
财务费用	0	17	11	11	11
投资损失	-6	-15	-12	-15	-17
营运资金变动	-214	34	-165	41	178
其他经营现金流	86	120	86	131	154
投资活动现金流	**-327**	**-82**	**48**	**-36**	**-34**
资本支出	-4	-1	-11	-18	-18
长期投资	-39	-67	47	-33	-33
其他投资现金流	-284	-14	12	15	17
筹资活动现金流	**-132**	**286**	**-43**	**-14**	**-14**
短期借款	8	5	6	-3	-3
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	130	177	-2	0	0
资本公积增加	-133	-175	-8	0	0
其他筹资现金流	-137	278	-39	-11	-11
现金净增加额	**-131**	**445**	**255**	**536**	**786**

利润表（百万元）

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	**2,940**	**1,682**	**2,137**	**2,609**	**3,060**
营业成本	1,971	1,226	1,428	1,723	1,997
营业税金及附加	17	9	12	15	17
营业费用	143	102	107	130	153
管理费用	121	91	96	115	132
研发费用	99	72	75	91	107
财务费用	-23	-5	-24	-26	-28
资产减值损失	1	-9	-15	-18	-21
其他收益	13	20	11	13	15
公允价值变动收益	23	19	4	5	6
投资净收益	6	15	12	15	17
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	**511**	**76**	**359**	**458**	**562**
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	4	0	2	2	2
利润总额	**507**	**76**	**358**	**457**	**560**
所得税	68	10	47	59	73
净利润	**439**	**66**	**311**	**398**	**487**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**439**	**66**	**311**	**398**	**487**
EBITDA	472	56	353	451	554
EPS（元）	0.73	0.11	0.52	0.67	0.82

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入（%）	30.30	-42.79	27.05	22.09	17.28
营业利润（%）	30.34	-85.12	372.12	27.72	22.51
归属母公司净利润（%）	28.12	-84.95	371.60	27.73	22.53
获利能力					
毛利率（%）	32.96	27.13	33.17	33.94	34.73
净利率（%）	14.93	3.93	14.58	15.25	15.93
ROE（%）	19.13	3.00	12.57	13.83	14.49
ROIC（%）	16.77	1.20	9.77	11.12	12.02
偿债能力					
资产负债率（%）	47.90	57.04	52.38	51.87	50.49
净负债比率（%）	91.93	132.79	109.97	107.79	101.97
流动比率	1.88	1.87	2.06	2.06	2.11
速动比率	1.46	1.44	1.65	1.66	1.72
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.35	0.41	0.47	0.48
应收账款周转率	2.25	1.19	1.52	1.84	2.18
应付账款周转率	2.56	1.43	1.73	2.19	2.15
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.74	0.11	0.52	0.67	0.82
每股经营现金流（最新摊薄）	0.55	0.41	0.42	0.98	1.40
每股净资产（最新摊薄）	3.86	3.70	4.17	4.84	5.66
估值比率					
P/E	18.28	121.49	25.76	20.17	16.46
P/B	3.50	3.65	3.24	2.79	2.39
EV/EBITDA	21.85	122.75	18.69	13.44	9.53

资料来源：中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10%以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15%以上；
增持：　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5%至 15%；
观望：　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－5%至 5%；
卖出：　未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。