锋尚文化（300860.SZ）

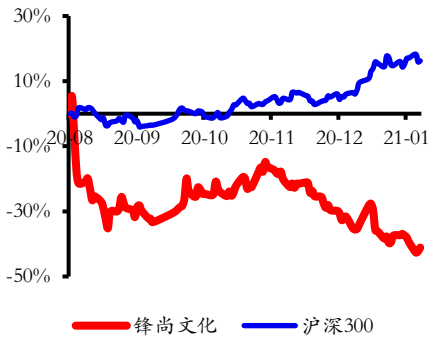
公司研究/深度报告

大型文化演艺龙头，纵横向业务扩张拓宽成长边界

投资评级：增持（首次覆盖）

报告日期：	2021-01-29
收盘价（元）	118.45
近 12 个月最高/最低（元）	242.00/111.11
总股本（亿股）	0.72
流通股本（亿股）	0.17
流通股比例（%）	23.7%
总市值（亿元）	85.37
流通市值（亿元）	20.23

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：姚天航
执业证书号：S0010520090002
邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊
执业证书号：S0010120040032
邮箱：zhenglei@hazq.com

主要观点：

- **国内大型文化演艺龙头**

公司是**国内大型文化演艺行业龙头**，传统优势业务为大型文化演艺活动的灯光舞美设计及制作服务，代表性作品包括 **2008 年北京奥运会开闭幕式**等国家级项目，拥有较强品牌影响力。2016 年后，公司作为总制作相继承接 **G20 峰会实景演出《最忆是杭州》、平昌冬奥会闭幕式“北京八分钟”**等重大项目，同时下沉拓展商业市场，进一步挖掘业务深度，巩固行业龙头地位。此外，公司相继制作**延安宝塔山灯光秀、旅游版《最忆是杭州》**等项目，**成功实现向高端景观照明及文化旅游演艺市场的横向业务拓展。**全流程、多领域的业务拓展推动公司营收在 2015-2019 年复合增速达到 86.7%，归母净利润年复合增速达 110%。2020 年前三季度，疫情影响下公司营收仍同增 26.6%，归母净利润同增 15.9%。

- **主创团队创意设计能力突出，文化演艺灯光舞美项目塑造优质品牌**

公司在成立初期即组建了以沙晓岚为核心的创意设计团队，业界背景资深，**为公司提供优秀的创意设计能力及优质客户资源，构筑公司核心竞争力。**基于业界顶尖的团队实力，公司深耕大型文化演艺活动的灯光舞美制作业务，先后承接了 2008 年北京奥运会开闭幕式等多个国家级重要项目，完成了客户资源和业界口碑的深厚积累，奠定了在大型文化演艺市场的品牌基础。

- **纵向挖掘业务深度：全流程覆盖巩固龙头地位，下沉拓展商业市场**

立足于大型文化演艺活动灯光舞美设计的传统优势业务，公司在 2016 年后**纵向挖掘业务深度：1）全流程覆盖，**承接 2016 年杭州 G20 峰会大型水上情景表演交响音乐会《最忆是杭州》项目，首次担纲国家级大型文化演艺活动总制作，实现了从灯光设计到总制作的全流程业务覆盖，进一步巩固了在大型文化演艺市场的龙头地位；**2）拓展商业市场，**承接《汉语桥 2016 全球外国人汉语大会》节目制作，拓宽先进设计能力的应用场景。**未来，公司有望继续受益于大型文化演艺市场规模提升，实现业绩稳健增长，同时打开商业市场广阔空间。**

- **横向拓宽业务广度：布局景观照明高端市场，文旅演艺扬帆起航**

2016 年后，公司在纵向挖掘业务深度的同时，**横向拓展业务广度：1）景观艺术照明及演绎业务**，紧跟市场转型升级趋势，以 2016 年延安宝塔山灯光秀等项目先行布局高端市场；**2）文化旅游演艺业务**，在完成旅游版《最忆是杭州》等多个旅游演艺项目制作后，于 2020 年参与成立郑州黄河颂演艺公司开展运营业务，进一步完善文旅演艺产业链布局。**未来，公司有望在高端景观照明市场建立先发优势，进一步提升市占率；同时通过精品化、系列化的文化旅游演艺产品，在 to C 市场建立自有品牌，拓宽成长边界。**

投资建议：

公司是国内大型文化演艺行业龙头，传统优势业务以大型文化演艺活动为主，纵向业务拓展实现全流程覆盖后，营收稳定增长且确定性较强。通过横向拓展业务广度，公司布局高端景观照明及文化旅游演艺市场。**未来有望凭借创意设计能力及优质客户资源，建立高端景观照明市场先发优势，同时持续发力文化旅游演艺 to C 业务，扩宽公司未来的成长边界。**我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 11.0/16.4/20.4 亿元，同比增长 20.4%/49.4%/24.2%，归母净利润分别为 3.01/4.56/5.74 亿元，同比增长 18.4%/51.7%/25.9%。对应 PE 分别为 28.41X/18.73X/14.87X。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险提示：

1）国内疫情反复的风险；2）国家重大项目执行风险；3）高端创意人才不足的风险。

重要财务指标 **单位：百万元**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	912	1098	1640	2038
收入同比（%）	59.3%	20.4%	49.4%	24.2%
归属母公司净利润	254	301	456	574
归母净利润同比（%）	86.6%	18.4%	51.7%	25.9%
毛利率（%）	40.6%	40.0%	40.0%	40.0%
ROE（%）	40.3%	32.3%	32.9%	29.3%
每股收益（元）	-	4.17	6.33	7.96
P/E	-	28.41	18.73	14.87
P/B	-	9.18	6.16	4.36
EV/EBITDA	-	13.31	8.10	5.67

资料来源：Wind，华安证券研究所 （Wind 数据截至 2021/01/28 收盘）

正文目录

1 公司概况：全流程覆盖、多领域拓展的文化演艺龙头 6
1.1 公司简介：立足大型文化演艺活动，纵向挖掘业务深度，横向拓宽业务广度 6
1.2 股权结构：股权结构集中，管理层业界背景资深 7
1.3 财务分析：大型文化演艺活动夯实业绩基础，纵横向业务拓展驱动业绩快速增长 8
2 行业介绍：大型文化演艺头部效应显著；景观照明高端化转型升级；文化旅游演艺内容为王 13
2.1 大型文化演艺活动市场：市场规模稳中有升，壁垒较高利好头部企业 13
2.2 景观照明市场：城镇化及夜游经济推动高端化结构升级，市场集中度有望提升 14
2.3 文化旅游演艺市场：深度游需求有望继续驱动行业增长，优质内容提供商机会犹存 15
3 公司核心看点：大型文化演艺龙头，纵向挖掘业务深度，横向拓宽业务广度 18
3.1 核心竞争力：主创团队创意设计能力突出，大型文化演艺灯光舞美设计塑造优质品牌 18
3.2 纵向挖掘业务深度：全流程业务覆盖巩固龙头地位，探索商业项目潜在机会 20
3.3 横向拓宽业务广度：布局景观照明高端市场，文化旅游演艺 TO C 业务扬帆起航 23
4 盈利预测和投资建议 28
4.1 盈利预测 28
4.2 估值分析 29
4.3 投资建议 29
风险提示 30

图表目录

图表 1 公司历史沿革 6
图表 2 公司股权结构 7
图表 3 公司主要高管介绍 8
图表 4 公司历年营业收入及增速 9
图表 5 公司历年归母净利润及增速 9
图表 6 公司历年收入构成（分业务） 9
图表 7 公司历年毛利率水平 10
图表 8 公司历年营业成本构成 10
图表 9 公司历年费用率水平 11
图表 10 公司历年应收账款及占营收比重 11
图表 11 公司应收账款控制程序 11
图表 12 公司历年存货 12
图表 13 公司尚未执行完毕的订单数量和金额（截止 2020 年 8 月） 12
图表 14 中国历年举办的周年庆典活动、国际体育赛事、论坛会议数量 13
图表 15 2008 年北京奥运会开幕式 14
图表 16 2018 年平昌冬奥会闭幕式“北京八分钟” 14
图表 17 中国城镇人口数及城镇化率 14
图表 18 中国景观照明市场规模及同比增长率 14
图表 19 中国夜间经济相关政策历年发布数量 15
图表 20 深圳中心区灯光秀夜游项目 15
图表 21 景观照明中低端市场案例：小区楼体亮化 15
图表 22 景观照明高端市场案例：上海中心大厦灯光秀 15
图表 23 中国旅游演出剧目票房及同比增长率 16
图表 24 中国旅游演艺细分行业票房占比 16
图表 25 阳朔县旅游年收入及同比增长率 16
图表 26 中国旅游演出剧目数量及同比增长率 16
图表 27 中国旅游演出观众人数及同比增长率 17
图表 28 中国旅游演出观众渗透率 17
图表 29 山水盛典《天门狐仙》 17
图表 30 宋城演艺《杭州千古情》 17
图表 31 中国旅游演艺市场竞争格局 18
图表 32 公司主创团队履历 19
图表 33 历年大型文化演艺活动数量及公司参与数量 19
图表 34 公司担纲总制作的代表性大型文化演艺活动项目 20
图表 35 公司历年大型文化演艺活动项目数量 21
图表 36 公司大型文化演艺活动收入及同比增长率 21
图表 37 直接委托和招投标承接的项目收入占比 22
图表 38 2021-2023 年我国预计举办的大型赛事、论坛会议、庆典活动等 22
图表 39 《汉语桥·全球外国人汉语大会》 23
图表 40 《2020-2021 湖南卫视跨年演唱会》 23
图表 41 2016 年延安宝塔山大型景观灯光表演设计 24

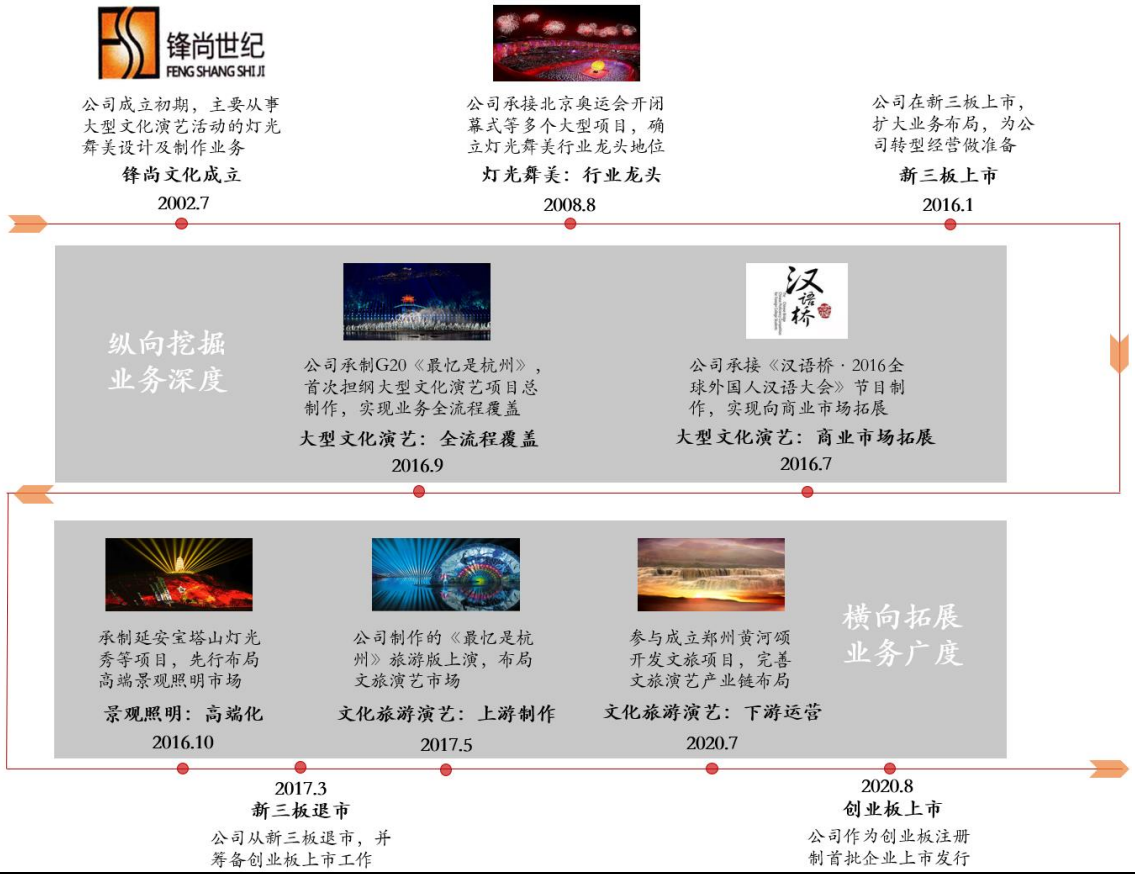
图表 42 2019 年“浮光贝影·醉美珠海”光影秀.....24
图表 43 公司历年景观艺术照明及演绎项目数量.....24
图表 44 公司景观艺术照明及演绎收入及同比增长率.....24
图表 45 公司文化旅游演艺业务收入及同比增长率.....25
图表 46 公司历年大型文化演艺活动及文化旅游演艺项目分布地区.....25
图表 47 山西太原《如梦晋阳》演出效果.....26
图表 48 《如梦晋阳》OTA 用户评价.....26
图表 49 公司文旅演艺类在手订单（截至 2020 年 8 月）.....27
图表 50 郑州黄河颂演艺有限公司股权结构.....27
图表 51 公司分业务盈利预测.....28
图表 52 可比公司估值.....29

1 公司概况：全流程覆盖、多领域拓展的文化演艺龙头

1.1 公司简介：立足大型文化演艺活动，纵向挖掘业务深度，横向拓宽业务广度

公司立足于大型文化演艺活动业务，通过纵向挖掘业务深度、横向拓展业务广度打开成长空间。公司于 2002 年成立，初期主要从事大型文化演艺活动的灯光舞美设计、制作及相关设备的租赁、销售等业务。通过 2008 年北京奥运会开闭幕式等国家级大型文化演艺活动项目的承办，公司确立了在灯光舞美工程行业的龙头地位。积累大型项目经验和优质客户资源后，公司于 2016 年开启纵、横向转型，**一方面，纵向挖掘业务深度：1）全流程覆盖**，凭借 2016 年杭州 G20 峰会《最忆是杭州》总制作，实现大型文化演艺活动业务从灯光舞美设计到总制作的全流程覆盖；**2）拓展商业市场**，在保持国家级项目高市占率的基础上，通过《汉语桥·2016 全球外国人汉语大会》节目制作等项目探索文化演艺商业市场，多点发挥经验优势；**另一方面，横向拓展业务广度：1）景观艺术照明及演绎业务**，紧跟市场转型升级趋势，以 2016 年延安宝塔山灯光秀等项目先行布局高端市场；**2）文化旅游演艺业务**，在完成旅游版《最忆是杭州》等多个旅游演艺项目制作后，于 2020 年参与成立郑州黄河颂演艺公司开展运营业务，进一步完善文旅演艺产业链布局。2020 年 8 月，公司作为创业板注册制首批企业上市发行。

图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司业务主要由三部分构成：

大型文化演艺活动：公司传统优势业务，通过全流程覆盖及商业市场拓展挖掘业务深度。公司自 2002 年成立后，聚焦大型文化演艺活动的舞台灯光创意、设计及制作服务，承接了 2008 年北京奥运会开闭幕式等多个国家级文化演艺活动的灯光设计及制作项目，形成了良好的业界口碑。立足于大型文化演艺活动灯光设计制作的传统优势业务，公司在 2016 年后开始挖掘业务深度：**1）全流程覆盖，**承接 2016 年杭州 G20 峰会大型水上情景表演交响音乐会《最忆是杭州》项目，首次担纲国家级大型文化演艺活动总制作，实现了从灯光设计到总制作的全流程业务覆盖，进一步巩固了在大型文化演艺市场的龙头地位；**2）拓展商业市场**，承接《汉语桥 2016 全球外国人汉语大会》节目制作，拓宽先进设计能力的应用场景，探索商业市场广阔空间。

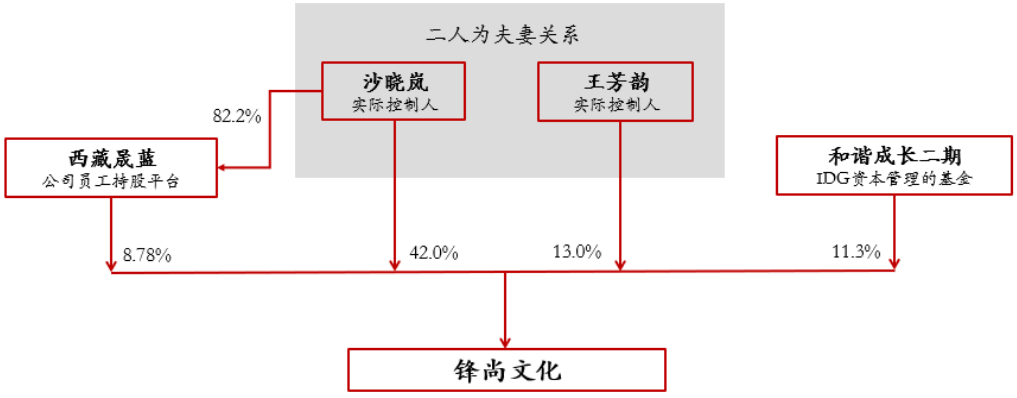
景观艺术照明及演绎：公司近年增速最快业务，大型高端项目推动高速增长。基于大型演艺项目中积累的丰富灯光设计经验及优质口碑，公司成功承接延安宝塔山灯光秀等多个大型高端景观艺术照明项目，拓展了文化演艺业务广度。同时，受益于大量高额订单的确认，景观艺术照明及演绎业务收入高速增长，成为公司近年增速最快业务。

文化旅游演艺：公司近年重点发展业务，文旅运营完善产业链布局。2017 年，随着“旅游版《最忆是杭州》实景演出”项目的成功实施，公司正式进军文化旅游演艺领域。依托文创实力及优质客户资源，公司多次与地方政府合作，先后承接并完成陕西西安《大唐追梦》、山西太原《如梦晋阳》等大型旅游演艺项目，助力文旅演艺业务迅速增长。2020 年，公司参与设立郑州黄河颂演艺有限公司，积极布局文旅项目运营等下游领域，进一步深挖产业链价值，打开广阔市场空间。

1.2 股权结构：股权结构集中，管理层业界背景资深

公司股权结构集中，实际控制人合计持股 62.2%。公司董事长及控股股东沙晓岚直接持股 42.0%，通过西藏晟蓝文化传播合伙企业间接持股 7.22%，合计持股 49.2%；王芳韵直接持股 13.0%，沙晓岚、王芳韵夫妇合计持股 62.2%，为公司实际控制人，股权较为集中。此外，IDG 资本管理的基金“和谐成长二期”持股 11.3%，员工持股平台西藏晟蓝持股 8.78%。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

核心创意团队项目经验丰富，管理层业界背景资深。公司拥有以沙晓岚、于福申、马洁波、王雪晨、郑俊杰为代表的资深创意设计团队，其成员多次参与国家级大型文化演艺活动的设计、制作工作，并获得由各级政府部门和大型赛事组委会授予的各项荣誉。同时，公司高管团队中包括多名创意团队核心成员，对于行业发展水平和趋势有着深刻的理解。由于公司所处文化创意行业为知识密集型、人才密集型行业，因此公司核心创意团队的丰富经验，以及管理团队深厚的专业背景，是公司保持市场竞争力的重要优势。

图表 3 公司主要高管介绍

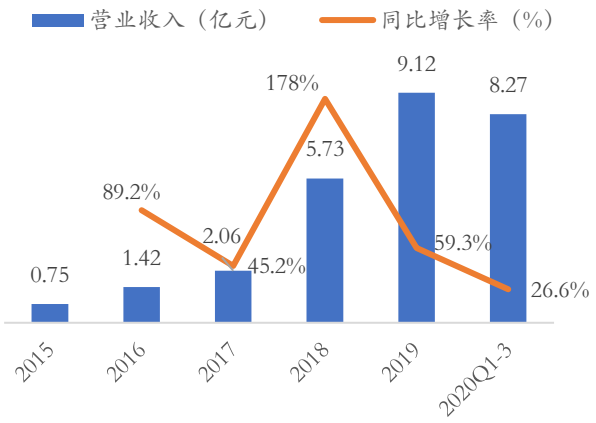
高管	公司职务	履历
沙晓岚	董事长、总经理	历任北京歌剧舞剧院舞台灯光设计师、中国人民解放军总政歌舞团灯光设计师、东方演艺集团一级舞美设计师；2002 年联合创立锋尚文化，现任董事长、总经理
王芳韵	董事	2002 年联合创立锋尚文化，现任公司董事；与沙晓岚系夫妻关系
于福申	董事、副总经理	历任北京市艺术学校教师、北京歌剧舞剧院舞台灯光设计师；2002 年联合创立锋尚文化，现任公司董事、副总经理
苗培如	董事	历任河南省话剧团设计室主任、中国儿童艺术剧院艺术室主任、国家一级舞美设计；2015 加入锋尚文化，现任公司董事
郑俊杰	副总经理	历任北京天行九洲项目监制、日本 TEICHIKU MEDIA GROUP 亚洲首席监制、中巨嘉演投资人、真嵘冼平投资人；2016 年加入锋尚文化，现任公司副总经理
付胜	副总经理	历任北京派格影视运营部总监、派格投资总裁办副主任、派格传媒总裁办副主任；2016 年加入锋尚文化，现任公司副总经理
王雪晨	副总经理	历任良业照明技术有限公司照明设计师、东芝照明照明产品设计师、栋梁国际照明设计中心照明设计总监；2011 年加入锋尚文化，现任公司副总经理
李勇	董事会秘书、财务总监	历任北京仁歌科技财务总监、董事会秘书；2018 年加入锋尚文化，现任公司董事会秘书、财务总监

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 财务分析：大型文化演艺活动夯实业绩基础，纵横向业务拓展驱动业绩快速增长

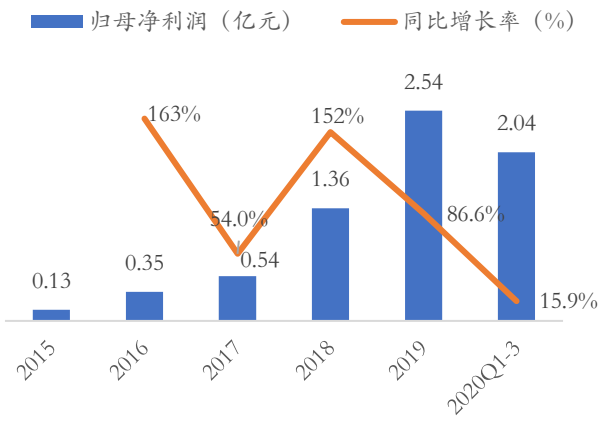
大型文化演艺活动夯实业绩基础，纵向挖掘业务深度、横向拓展业务领域驱动公司业绩快速增长。2015-2019 年，公司营业收入保持高速增长，从 2015 年的 0.75 亿元增长至 2019 年的 9.12 亿元，年复合增长率高达 86.7%。2015 年以前，公司业务以大型文化演艺活动的灯光设计、制作服务及相关设备的销售、租赁为主，业务范围较窄、合同金额较小。2016 起，随着公司纵向挖掘业务深度，作为总制作承接的大型文化演艺项目数量逐年增加。同时业务范围向景观艺术照明及演绎、文化旅游演艺横向扩展，单一合同金额和项目数量的同步提升推动总营收高速增长，其中 2018 年受平昌冬奥会闭幕式交接仪式“北京八分钟”等亿元级别大型项目驱动，营收增速达到 178%的峰值。**归母净利润方面，**营收高速增长推动归母净利润同步提升，2015-2019 年，公司归母净利润从 0.13 亿元增至 2.54 亿元，年复合增长率为 110%。2020 前三季度，公司业绩受疫情影响增速放缓，实现营业收入 8.27 亿元，同比增长 26.6%；归母净利润 2.04 亿元，同比增长 15.9%。

图表 4 公司历年营业收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

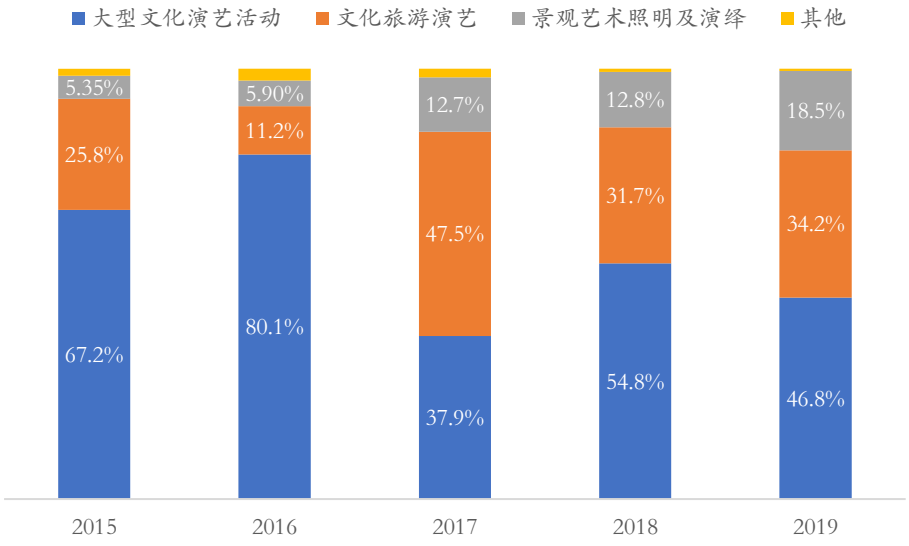
图表 5 公司历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

各业务收入构成：大型文化演艺活动占比降低，景观艺术照明及演绎、文化旅游演艺占比逐年提升。由于公司营收结构受单一大型项目影响较大，公司各年收入构成呈现较大波动，但总体呈分散化趋势。2017 年前，大型文化演艺活动是公司最主要的收入来源，收入占比保持在 65%以上。2017 年开始，公司景观艺术照明业务转型升级的同时快速扩张，收入占比从 2016 年的 5.90%增长至 2019 年的 18.5%；同时，公司承接多个文化旅游演艺项目，收入占比从 2016 年的 11.2%提升至 2019 年的 34.2%。而大型文化演艺活动收入占比减小，从 2016 年的 80.1%下降至 2019 年的 46.8%。

图表 6 公司历年收入构成（分业务）

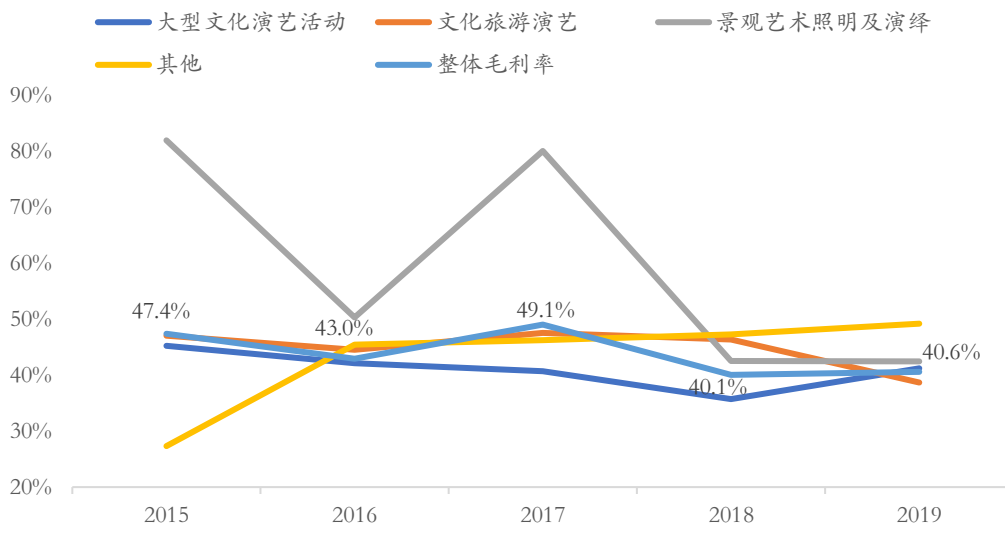


资料来源：公司公告，华安证券研究所

毛利率：公司以创意设计为核心，使得毛利率保持在较高水平。由于公司核心的创意设计业务附加值较高，同时在产业链上下游拥有较强的议价能力，2015-2019 年，公司整体毛利率保持 40%左右的较高水平。**分业务来看，**公司各项主营业务毛利率趋于平稳，受个别项目影响略有波动。大型文化演艺活动业务毛利率保持在 40%左右，其中 2018 年毛利率降至 35.7%，主要原因系“北京 8 分钟”等国家重大项目耗费人力、物力较多，导致毛利率偏低；景观艺术照明及演绎业务毛利率下调幅度较大，从 2015 年的 82.0%降至 2019 年的 42.5%，主要因为公司在该领域进行战略调整，业务重心从小型项目的前期

创意策划转移至大型项目的全流程制作服务，使该业务毛利率调整至与其他业务同一水平；文化旅游演艺业务毛利率保持在 40%以上，其中 2019 年降至 38.7%，主要原因系《如梦晋阳》、《归来三峡》等大型项目外部采购较多导致毛利率偏低。

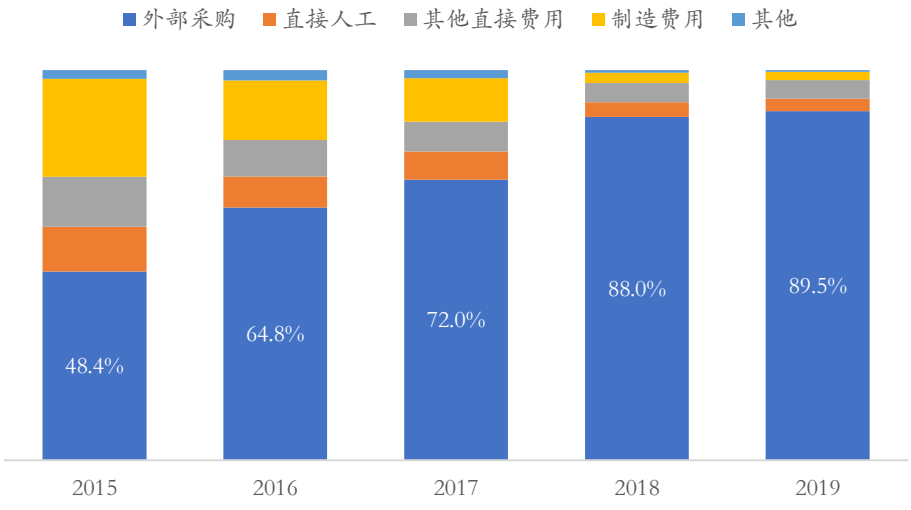
图表 7 公司历年毛利率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

营业成本：经营重心向大型项目转移、外包非核心业务导致外部采购成本占比提升。2015-2019 年，公司营业成本随公司业务扩张同步增长，由 0.39 亿元增至 5.42 亿元。从成本类型来看，外部采购占比逐年提升，2019 年达到 89.5%，包括设备采购、服务外包等费用。2016 年后，公司进行经营战略调整，放弃部分中小型项目，业务重心逐步向大型演艺项目转移。一方面，由于大型项目对演艺设备要求较高，专业演艺设备的外部采购金额随之提升；另一方面，由于大型项目执行过程复杂，为提高经营效率，公司选择将资源集中于创意设计及制作等利润率较高的核心业务上，而将舞台搭建、服装道具制作等附加值不高的非核心业务外包。二者共同导致公司外部采购成本占比逐年提高。

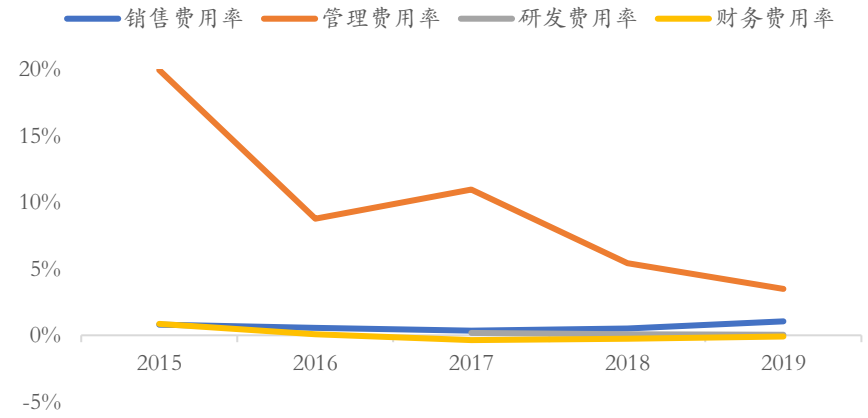
图表 8 公司历年营业成本构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

三费：公司整体费用率较低，其中管理费率用呈显著下降趋势。由于公司经营模式特性，整体费用率维持在较低水平，且持续降低。分类来看，管理费用率及销售费用率相对较高。管理费用方面，主要包括职能部门员工薪酬与股权支付费用，二者占比之和超过 50%。近年来，公司管理费用率大幅降低，从 2015 年的 20.0%降至 2019 年的 3.49%，其原因主要系公司 2017、2018 年的股权激励及股份支付均为一次性费用，且近年职工薪酬增速远低于营收增速。销售费用方面，公司销售费用率从 2015 年的 0.81%增至 2019 年的 1.05%，保持在较低水平，主要由于公司市场竞争优势较大，对于一般项目的议价能力较强，而重大项目的承接方式则多为直接委托，因此销售费用主要来源于项目调研与投标服务费，占比相对较低。

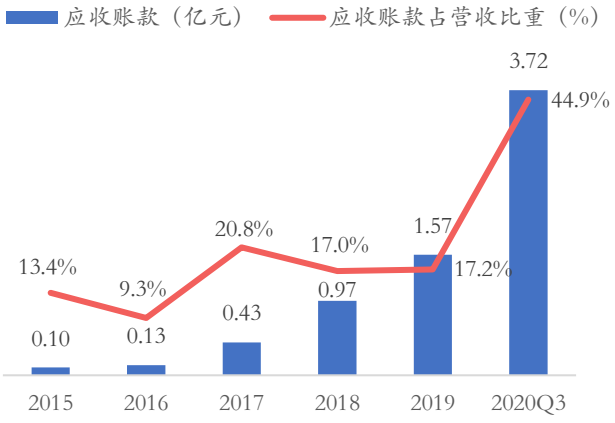
图表 9 公司历年费用率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

应收账款：公司回款控制良好，坏账风险较低。公司历年应收账款账面余额占同期营收比重相对较低，且自 2017 年起有下降趋势，主要原因系：1）公司客户多为政府部门、国有企业等，资金实力较强且信誉较高；2）公司行业地位领先、话语权较强，回款率相应较高；3）公司在项目确认收入前通过预收款项程序回收大部分账款，进一步减小坏账风险。新冠疫情期间，公司部分项目现场制作进度受到影响，导致公司应收账款短期承压，2020Q3 账面累积 3.72 亿元。但随着疫情对于项目进度的影响逐渐降低，公司回款有望逐步恢复常态。

图表 10 公司历年应收账款及占营收比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

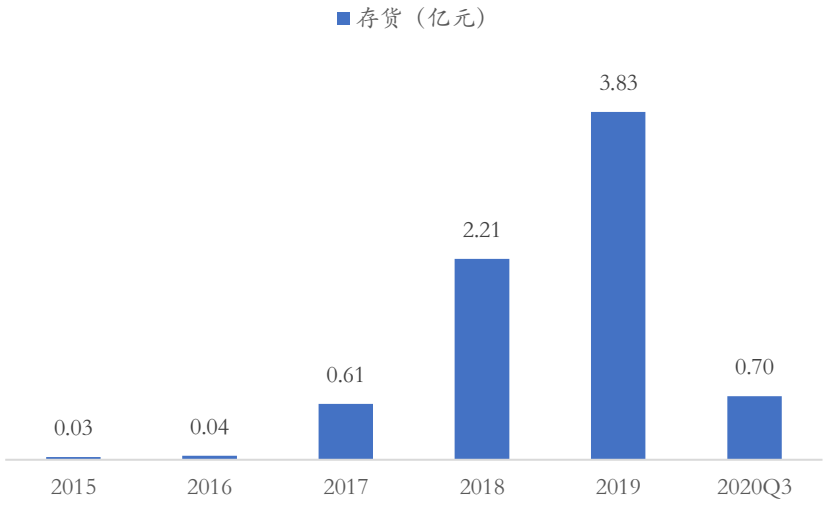
图表 11 公司应收账款控制程序

合同环节	应收账款控制措施
1、签订合同	控制一定比例预付款
2、设备进场前	控制回款 60%
3、首演前	控制回款 80%
*回款率与业务人员 KPI 挂钩	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

存货：存货规模保证项目供应，优质客户资源降低减值风险。作为文化创意企业，公司存货主要为未完成项目成本。2015-2019 年，公司期末存货账面价值大幅增长，从 2015 年的 0.03 亿元增至 2019 年的 3.83 亿元，表明公司业务规模不断扩大，在做的大型项目数量不断增加，项目供应充足。由于公司客户多为政府部门、国有企业等，信誉良好、项目回款率高，故公司存货减值风险较低。2020 年第三季度，由于陕西汉中《天汉传奇》旅游演艺出等成本较高的大型项目集中完工确认收入，期末存货余额减少至 0.7 亿元。

图表 12 公司历年存货



资料来源：公司公告，华安证券研究所

项目储备：公司订单储备充足，为业绩增长提供有力支撑。由于公司业绩增长主要由订单驱动，且采取完工后一次性确认收入政策，公司订单储备量及完工进度是未来业绩的直观体现。截至 2020 年 8 月，公司已签订且尚未在 2019 年执行完毕的合同金额达 13.36 亿元，其中前十大项目中履行进度达到 90%以上的项目合同金额达 6.16 亿元，大部分预计于 2020 年完工，为公司 2020 年业绩提供有力支撑。此外，由于业务实力过硬、业界口碑良好，公司订单获取能力较强，2020 年 1-5 月，公司新增订单 3.16 亿元，在疫情对线下文娱市场的整体性影响下，仍同比增长 10.47%，为业绩增长可持续性提供保障。

图表 13 公司尚未执行完毕的订单数量和金额（截止 2020 年 8 月）

应用领域	合同数量（个）	合同金额（亿元）
大型文化演艺活动	7	1.60
文化旅游演艺	42	9.99
景观艺术照明及演绎	22	1.78
合计	**71**	**13.36**

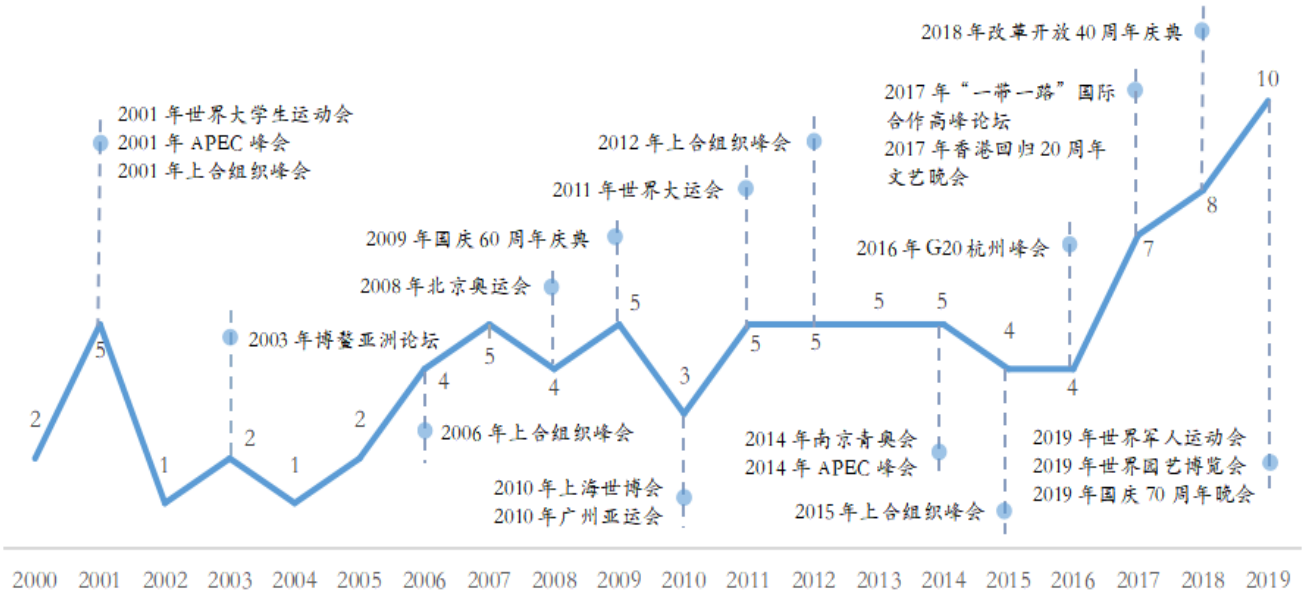
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 行业介绍：大型文化演艺头部效应显著；景观照明高端化转型升级；文化旅游演艺内容为王

2.1 大型文化演艺活动市场：市场规模稳中有升，壁垒较高利好头部企业

随着我国综合国力、国际地位不断提升，大型文化演艺活动市场规模有望稳中有升。大型文化演艺活动包括大型文化庆典或纪念活动、大型体育赛事或论坛会议开幕式、大型电视文艺晚会等，多为政府或大型国有企业主办或投资。其举办频率相对稳定，如国家纪念活动每一/五/十年举办一次，奥运会、全运会等大型体育赛事四年一届等。近年来，随着我国综合国力提升、国际影响力持续扩大，国际赛事、论坛会议等大型活动的举办数量呈逐年增长态势，未来预计将保持稳步提升。相应地，大型文化演艺活动将继续承担对内增强民族自豪感，对外展示中国形象的重要作用，在保持稳定举办频率的基础上，项目数量及政府预算有望持续增加。

图表 14 中国历年举办的周年庆典活动、国际体育赛事、论坛会议数量



资料来源：华安证券研究所整理

大型文化演艺活动对节目质量及安全性有较高要求，利好经验丰富的头部制作企业。由于大型文化演艺项目制作多涉及国家形象的宣传和展示，为确保安全性、保密性并达到高质量、无差错的要求，政府多直接委托创意设计能力强、项目经验丰富的头部公司进行制作。因而项目资源的聚集效应较为明显，如锋尚文化在承制北京奥运会开闭幕式灯光设计后，接连担任杭州 G20 峰会开闭幕式、平昌冬奥会闭幕式“北京八分钟”等重要演艺活动的制作工作。我们认为，大型文化演艺活动对节目质量和安全性的较高要求使头部公司后续项目获取确定性较强。

图表 15 2008 年北京奥运会开幕式



资料来源：百度图片，华安证券研究所

图表 16 2018 年平昌冬奥会闭幕式“北京八分钟”

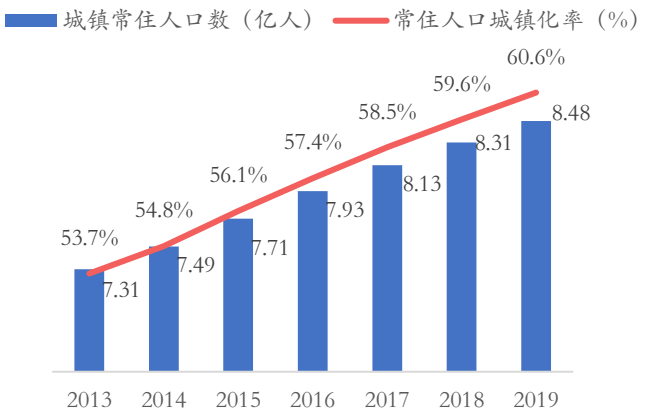


资料来源：百度图片，华安证券研究所

2.2 景观照明市场：城镇化及夜游经济推动高端化结构升级，市场集中度有望提升

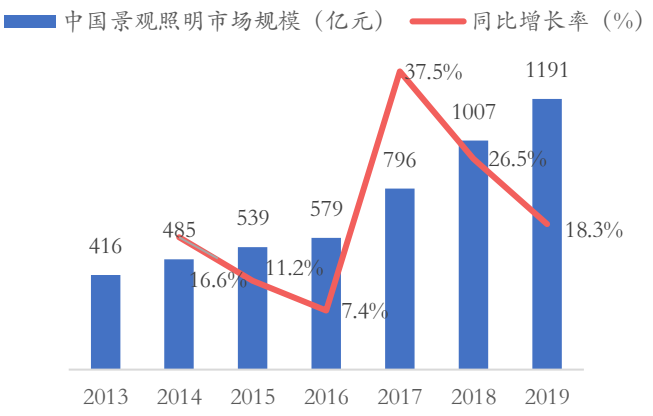
城镇化进程推动景观照明市场规模持续增长。随着我国经济的快速发展，城镇化进程也同步快速提升。2013-2019 年，我国城镇人口从 7.31 亿增至 8.48 亿，城镇化率从 53.7%增至 60.6%。城镇人口的快速增长和城镇化水平的提高推动了城镇地区夜间商业活动的发展，城镇居民也对景观照明提出了由“变亮”到“变美”的更高需求，直接推动景观照明市场持续增长，从 2013 年的 416 亿元增至 2019 年的 1191 亿元，年复合增长率 19.16%，成为全球最大的景观照明市场。根据中国社科院《中国城市竞争力第 17 次报告》，中国城镇化率将在 2035 年达到 70%以上，景观照明市场未来空间广阔。

图表 17 中国城镇人口数及城镇化率



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 18 中国景观照明市场规模及同比增长率

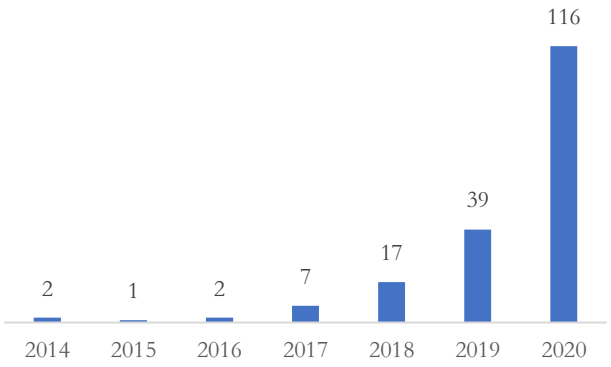


资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

夜游经济兴起，助推景观照明市场高端化转型升级。夜游经济指从下午 6 点到次日凌晨 6 点进行的第三产业服务活动，包括夜间旅游、商务活动、休闲娱乐等。在城镇化进程下，夜游经济逐渐成为城市经济业态的重要组成部分。**从需求端看，**中国夜间消费金额占比从 2018 年的 24.67%增至 2019 年的 26.81%，2020 年由于疫情原因收缩，但看好其长期占比提升。**从政策端看，**为顺应市场需求，自 2019 年 8 月国办发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》提出要“大力发展夜间文旅经济”以来，七省出台百余

项政策推进夜间经济发展，夜间经济已成为文化旅游建设规划的主旋律。在需求和政策端双向推动下，景观照明作为夜游经济的重要一环，为满足城市夜景从“更亮”到“更美”的需求升级，将进一步向高端化市场转型升级：一方面，向大型化、智能化过渡，衍生出动态灯光秀、艺术喷泉、人光互动等新型城市景观灯光形态；另一方面，由照明市场向文旅市场延伸，更加注重灯光形态的艺术化及其背后文化内容的挖掘。

图表 19 中国夜间经济相关政策历年发布数量



资料来源：中国旅游研究院，华安证券研究所

图表 20 深圳中心区灯光秀夜游项目



资料来源：百度图片，华安证券研究所

景观照明市场较为分散，高端化趋势下市场集中度有望提升。受城镇化、夜游经济发展等影响，未来景观照明项目大型化、艺术化趋势显著，对公司的创意设计能力提出更高要求。近年来，我国景观照明行业发展迅速，市场规模较大，但行业参与主体多为灯具制造、销售及施工企业，且多分布于道路、楼体亮化等低端市场，2014 年 CR10 市占率仅为 20%，行业集中度较低，龙头企业尚未出现。我们认为，在景观照明市场高端化的转型升级趋势下，创意设计能力较强的企业将占据显著优势，市场份额逐步扩大，有望带动市场集中度进一步提升。

图表 21 景观照明中低端市场案例：小区楼体亮化



资料来源：百度图片，华安证券研究所

图表 22 景观照明高端市场案例：上海中心大厦灯光秀



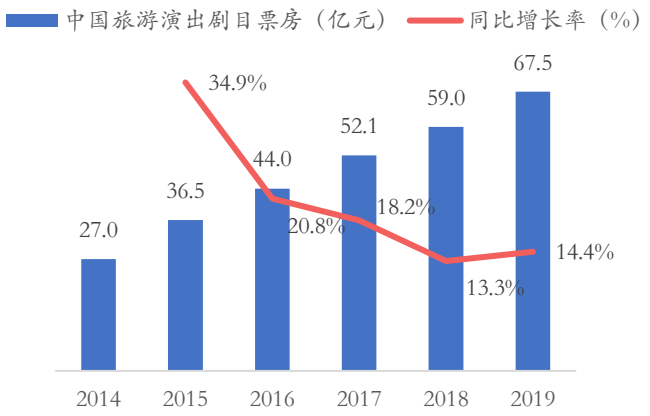
资料来源：百度图片，华安证券研究所

2.3 文化旅游演艺市场：深度游需求有望继续驱动行业增长，优质内容提供商机会犹存

我国旅游演艺行业快速发展，市场增长潜力仍有待释放。旅游演艺是一种采用歌舞、曲艺等形式，为游客展现当地民俗风情和文化特色的演艺活动。2004 年，山水盛典推出

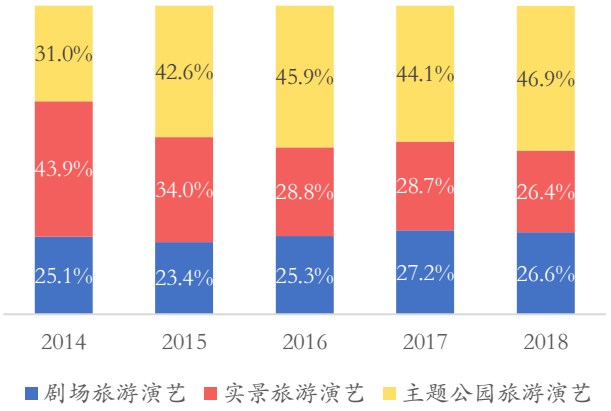
我国第一部山水实景演艺《印象·刘三姐》，开创了文化旅游和山水实景相融合的中国特色文旅演艺模式。自此，我国旅游演艺市场以实景、主题公园、剧场三种模式并行，开启增长阶段。2015 年至 2019 年，我国旅游演艺票房收入从 2015 年的 36.5 亿元增长至 2019 年的 67.5 亿元，增速从 34.9%回落至 14.4%，由粗放扩张回归理性增长，但市场规模仍较小，增长潜力有待释放。近年来，随着我国居民深度游、文化游的需求日益增长，以及各地政府对旅游演艺项目的积极投入，旅游演艺行业增长潜力有望得到进一步释放。

图表 23 中国旅游演出剧目票房及同比增长率



资料来源：道略文旅，华安证券研究所

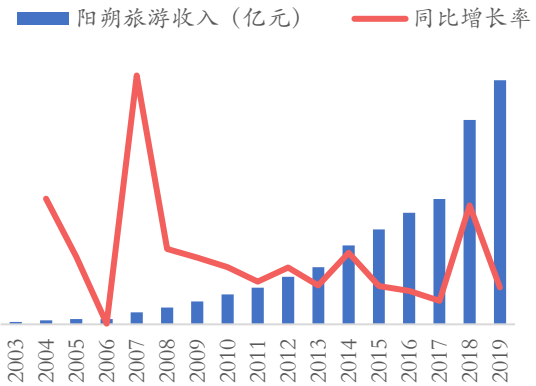
图表 24 中国旅游演艺细分行业票房占比



资料来源：道略文旅，华安证券研究所

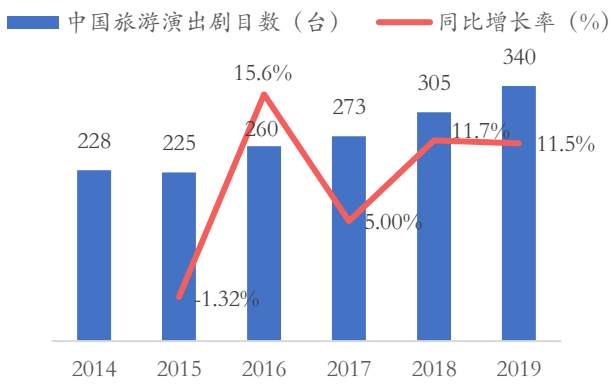
驱动力之一：供给端，文旅演艺项目高附加值吸引政府投资，剧目数量持续增长。目前，我国旅游演艺项目投资多为政府参与，主要原因是旅游演艺不仅可获得门票收益，更能为周边地区旅游、酒店、餐饮等第三产业带来引流效果，从而促进就业、带动地方经济增长。以《印象·刘三姐》为例，其 2004 年开演以来，使游客在阳朔的平均停留时间由 1.65 天增长至 2 天以上，当地旅游收入从 2004 年的 4.06 亿元增长至 2019 年的 258 亿元，成为桂林乃至广西省旅游的重要名片。由于旅游演艺为当地经济带来的高附加值，政府对扶持旅游演艺项目多采取积极的态度。近年来，在各地政府的持续投资和扶持下，中国旅游演艺项目多地扩张，剧目数量从 2015 年的 225 台增至 2019 年的 340 台，预计未来将继续保持增长态势。

图表 25 阳朔县旅游年收入及同比增长率



资料来源：阳朔县政府官网，华安证券研究所

图表 26 中国旅游演出剧目数量及同比增长率

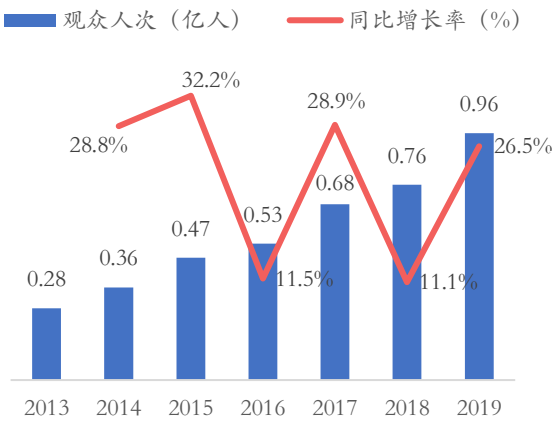


资料来源：道略文旅，华安证券研究所

驱动力之二：需求端，居民旅游方式由观光游向深度游转变，旅游演艺渗透率提升驱动市场规模增长。随着消费水平的提升，我国居民旅游方式从走马观花式的“到此一

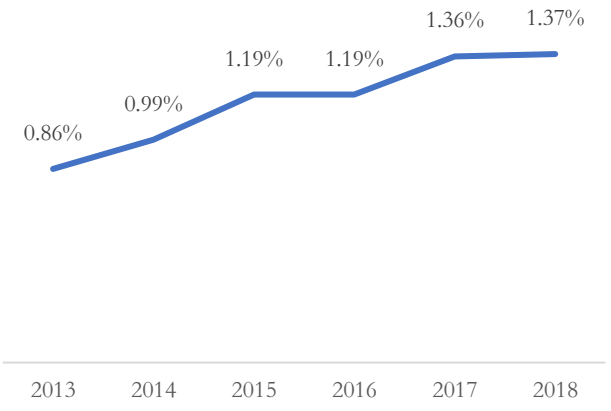
游”逐渐转变为休闲游、深度游，在观赏自然景观之外，对于当地文化历史、风土人情的深入了解和体验需求进一步提升。在需求端驱动之下，旅游演艺作为各地民俗文化的展示窗口，观众人数持续增长，从 2014 年的 3591 万人增至 2019 年的 9583 万人，年复合增长率 21.69%，高于旅游总人数规模增速。与此同时，我国旅游演艺观众渗透率仍处于较低水平，2018 年仅为 1.37%，而成熟市场如美国纽约的旅游演艺渗透率在 2014 年已达到 23%，相比之下，我国旅游演艺市场仍存在较大渗透空间。因此，我们预计旅游演艺渗透率将进一步提升，继续驱动市场规模增长。

图表 27 中国旅游演出观众人数及同比增长率



资料来源：道略文旅，华安证券研究所

图表 28 中国旅游演出观众渗透率



资料来源：道略文旅，华安证券研究所

旅游演艺以旅游资源为线下流量入口，以文化体验为内核，是旅游行业与文化创意的有机融合。一方面，在旅游演艺低频、高客单价的消费属性下，消费者多看重当地景区与旅游演艺项目的综合评价，因此地方旅游资源为文旅演艺提供不可或缺的引流作用，如“杭州千古情”、“印象刘三姐”等龙头项目均依托杭州西湖、桂林漓江等 5A 级旅游胜地打造而成。**另一方面，**在游客日益增长的“深度游、文化游”需求下，优质旅游演艺内容通过对不同文化元素的深度挖掘，带给游客视觉体验和情感共鸣，如山水盛典的《天门狐仙》以湖南民间故事《刘海砍樵》为蓝本、声光电演出为载体，通过哀婉生动的爱情故事引起观众共鸣。优质旅游演艺项目依托地方旅游资源，打造丰富的文化内容，满足游客对“文化旅游”的深度需求。**另外，精品化、系列化的旅游演艺项目将形成品牌效应，增强项目方后续项目获取能力。**

图表 29 山水盛典《天门狐仙》



资料来源：天门山旅游官网，华安证券研究所

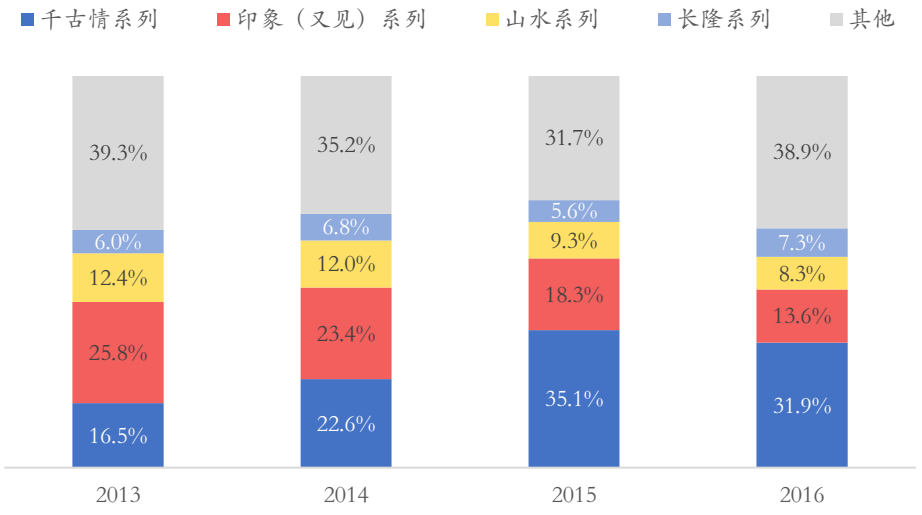
图表 30 宋城演艺《杭州千古情》



资料来源：宋城演艺官网，华安证券研究所

品牌效应推动下“一超三强”格局初显，优质演艺内容的地域性机会仍大量存在。随着头部公司通过布局优质旅游资源，逐步建立系列化旅游演艺内容矩阵，由宋城演艺“千古情”系列、三湘印象“印象（又见）”系列、山水盛典“山水”系列、以及广东长隆“大马戏”组成的“一超三强”竞争格局初显，市占率稳定在50%以上。龙头之外，机会犹存：**一方面，**由于四大演艺龙头目前重点布局桂林、云南、山东、珠三角等地区集群发展，尚未形成全国性旅游资源的渠道垄断，仍有大量优质旅游资源尚待开发；**另一方面，**大量长尾项目由于缺乏优质内容、运营难以为继，生命周期较短，可替代性较强。因此我们认为，旅游演艺企业可通过布局龙头之外的地域性旅游资源，以优质内容提供深度文化体验，破局机会犹存。

图表 31 中国旅游演艺市场竞争格局



资料来源：道略文旅，华安证券研究所

3 公司核心看点：大型文化演艺龙头，纵向挖掘业务深度，横向拓宽业务广度

3.1 核心竞争力：主创团队创意设计能力突出，大型文化演艺灯光舞美设计塑造优质品牌

主创团队创意设计能力突出，业界资源丰富。公司从事的文化创意类业务对人才的需求较高，拥有一支技术精尖、经验丰富、构成稳定的专业团队是公司创意设计能力的基石。公司在成立初期组建了以沙晓岚、于福申、马洁波、王雪晨等为代表的核心设计团队，多数成员至今已在公司任职十年以上。其中，公司创始人沙晓岚是国内著名灯光舞美设计师，担任中国舞台美术家学会副会长、中国演出行业协会副会长，曾负责北京奥运会开幕式、国庆 60 周年晚会等多场国家级大型活动的灯光总设计，与张艺谋等国际著名导演有长达十余年的合作经历。此外，联合创始人于福申在北京歌舞剧院任灯光师长达 29 年，马洁波、王雪晨等均有十余年灯光设计业界经验。主创团队凭借深厚的专业功底与职业履历，为公司提供优秀的创意设计能力及优质客户资源，为建立大型文化演艺品牌打下基础。

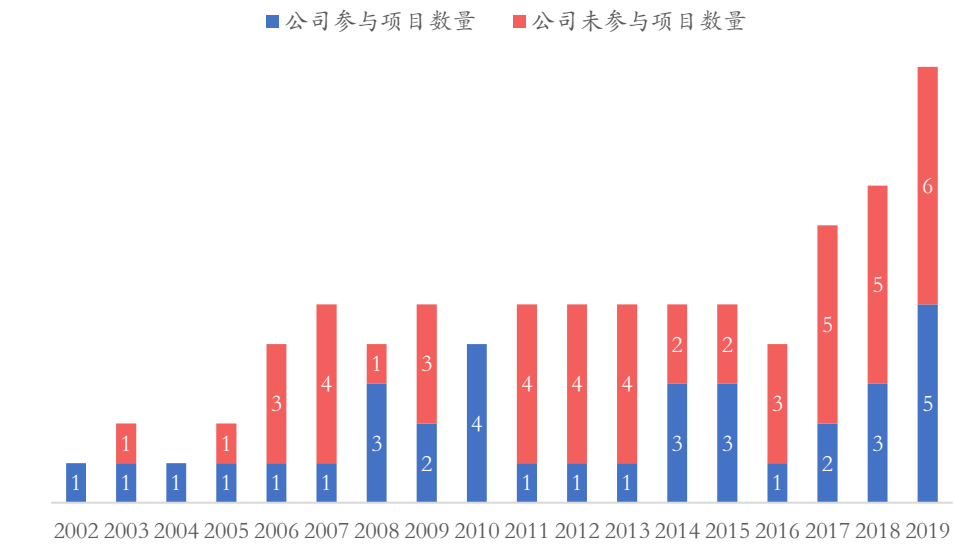
图表 32 公司主创团队履历

姓名	入职年份	专业技术资质	专业履历
沙晓岚	2002 年	一级舞美设计 一级/高级照明设计师	1990-2001 任中国人民解放军总政歌舞团灯光设计师 2001-2015 任中国东方演艺集团有限公司一级舞美设计
于福申	2002 年	高级舞美总监 高级舞台灯光师 一级舞台美术设计 一级项目经理	1977-1986 任北京市艺术学校教师 1986-2015 任北京歌剧舞剧院舞台灯光设计师
马洁波	2002 年	高级舞美总监 高级舞台灯光师 一级项目经理	1990-1999 任北京市设备安装工程有限公司工程设备安装员 1999-2002 从事灯光设计相关工作
王雪晨	2011 年	高级舞台灯光师 一级项目经理 专业灯光项目经理 专业灯光技术人员	2001-2003 任北京王彦智照明设计有限公司照明设计师 2003-2004 任北京良业照明技术有限公司照明工程设计师 2004-2006 任东芝照明有限公司照明产品设计师 2006-2010 任栋梁国际照明设计中心有限公司照明设计总监
郑俊杰	2016 年	一级项目经理 专业音响项目经理 专业音响技术人员	2002-2003 任北京天行九洲影视文化交流有限公司项目部项目监制 2003-2007 任日本 TEICHIKU MEDIA GROUP 亚洲事业部首席监制 2007-2011 任中巨嘉演国际文化传播（北京）有限公司投资人 2011-2016 任真嵘冼平（北京）文化艺术中心投资人

资料来源：公司公告，华安证券研究所

基于自身创意设计能力及优质客户资源，深耕国家级灯光舞美项目塑造公司品牌。公司成立初期主要致力于大型文化演艺活动的灯光舞美制作业务。基于资深专业团队的创意设计能力及优质客户资源，公司在十余年内接连承接了近 30 个大型国家文艺演出的灯光设计及制作项目，包括北京第 29 届奥运会开闭幕式、国庆 60 周年焰火盛典、上海世博会开幕式等，市占率超过 70%。国家级项目的优质执行使公司在灯光舞美行业处于领先地位，完成了客户资源及业界口碑的深厚积累，为之后纵向挖掘大型文化演艺业务深度奠定了坚实基础。

图表 33 历年大型文化演艺活动数量及公司参与数量



资料来源：华安证券研究所整理

3.2 纵向挖掘业务深度：全流程业务覆盖巩固龙头地位，探索商业项目潜在机会

3.2.1 全流程业务覆盖巩固竞争优势，直接委托模式彰显龙头地位

大型文化演艺活动业务范围从灯光舞美设计拓展至总制作，全流程覆盖巩固竞争优势。基于国家级灯光舞美项目中积累的丰富经验及品牌效应，自 2016 年起，公司充分利用自身竞争优势，作为总制作承接的大型项目逐步增加。2016 年，公司承制杭州 G20 峰会大型水上情景表演交响音乐会《最忆是杭州》，首次担纲国家级大型演艺项目总制作。之后，公司陆续承接平昌冬奥会闭幕式交接仪式“北京八分钟”、国庆 70 周年联欢活动等多个重大项目，完成了从灯光设计制作到以创意设计为核心的“创意策划+方案设计+设备租赁与销售+项目制作+后续服务”全流程业务拓展。自此，公司在产业链中话语权进一步增强，巩固了在大型文化演艺活动行业的竞争优势。

图表 34 公司担纲总制作的代表性大型文化演艺活动项目

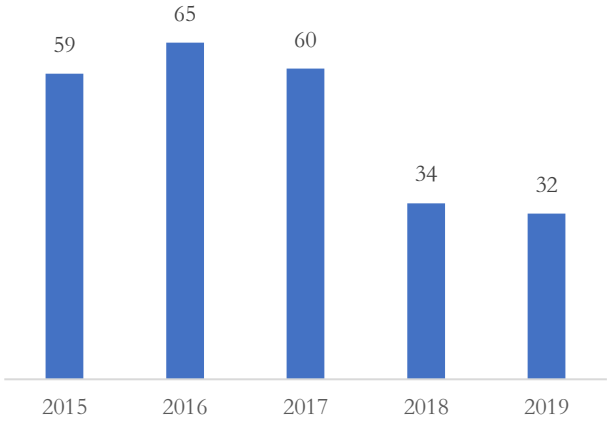
年份	项目名称	提供的产品及服务	现场图片
2016	杭州 G20 峰会大型水上情景表演交响音乐会《最忆是杭州》	总制作	
2018	平昌冬奥会闭幕式交接仪式“北京八分钟”文艺表演	总制作	
2018	上合组织青岛峰会灯光焰火艺术表演《有朋自远方来》	总制作	
2019	第 2 届全国青年运动会开、闭幕式	总制作	

2019	北京世界园艺博览会开幕式	总制作	
2019	亚洲文化嘉年华	总制作	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

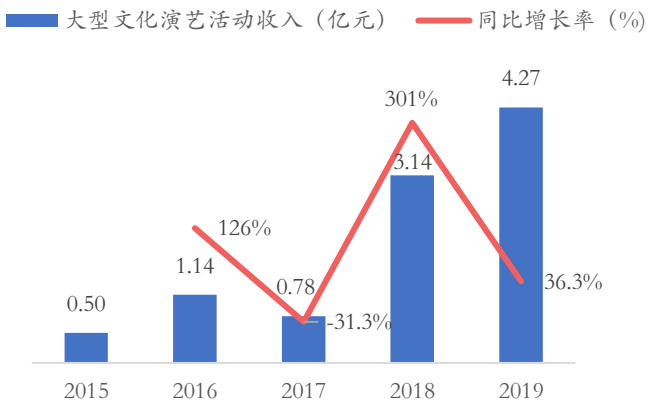
业务重心向大型项目转移，最大化利用公司产能。随着公司作为总制作承接的项目数量逐年增加，公司自 2016 年后适当调整经营策略，放弃部分中小型项目，以承接大型项目为主，项目数量从 2016 年的 65 个削减至 2019 年的 32 个。**一方面，**大型项目多涉及国家形象的展示，是公司创意设计能力天然的“宣传片”，因此有助于公司巩固口碑优势，获取高质量客户资源；**另一方面，**由于大型项目合同金额显著高于中小型项目，集中资源完成大项目可最大化利用公司产能。在大金额项目合同的推动下，公司大型文化演艺活动收入近年来快速增长，从 2015 年的 0.5 亿元增至 2019 年的 4.27 亿元，年复合增长率达 70.95%。其中 2018 年受平昌冬奥会闭幕式交接仪式“北京八分钟”等亿元级别大型项目驱动，营收增速达到峰值，为 301%。

图表 35 公司历年大型文化演艺活动项目数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

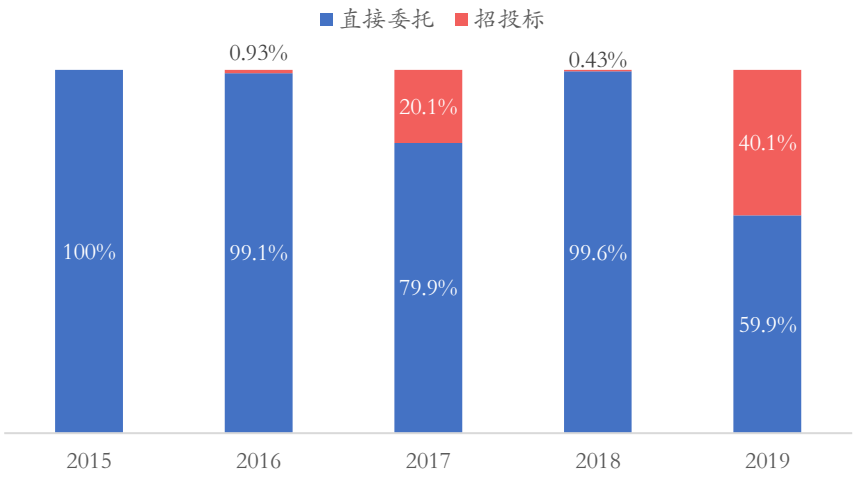
图表 36 公司大型文化演艺活动收入及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

业务承接模式以直接委托为主，彰显行业龙头地位。公司项目主要通过直接委托和招投标两种方式承接，其中以直接委托方式承接的项目收入占比稳定在 50%以上。**一方面，**国家级重大项目对保密性要求较高，无需履行招投标程序而多采取直接委托方式，如 2018 年，受平昌冬奥会闭幕式交接仪式“北京八分钟”等国家级项目的影响，公司直接委托方式承接的项目收入占比接近 100%。**另一方面，**由于公司通过一系列具有广泛影响力的重大项目积累了较高的品牌认可度，一些非必须招标的项目会直接委托公司提供服务。较高的直接委托业务收入占比体现了公司作为行业龙头的强大市场竞争力，为后续项目来源提供了稳定保障。

图表 37 直接委托和招投标承接的项目收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

国内大型文化演艺市场规模有望稳中有升，公司作为龙头将持续受益。随着我国综合国力提升、国际影响力持续扩大，国际赛事、论坛会议等大型活动的举办数量呈逐年增长态势，而其相对应的大型文化演艺活动数量预计也将保持稳步提升。未来 2-3 年内，建党、建团 100 周年等大型纪念活动将陆续举办，冬季奥运会等国际大型体育赛事也将在中国举行。**我们预计，公司将继续发挥品牌效应及客户资源优势，保持较高市占率，承接的大型文化演艺项目数量有望稳步提升。**

图表 38 2021-2023 年我国预计举办的大型赛事、论坛会议、庆典活动等

时间	活动/事件	活动举办地
2021 年 2 月	中央广播电视总台春节联欢晚会	北京等
2021 年 4 月	第 6 届亚洲沙滩运动会	海南三亚
2021 年 4 月	中国共产党成立 100 周年	北京等
2021 年 7 月	第 14 届全运会	陕西西安
2021 年 9 月	第 46 届世界技能大赛	上海
2021 年 10 月	第 18 届世界中学生运动会	福建晋江
2021 年 10 月	第 3 届亚洲青年运动会	广东汕头
2021 年 11 月	世界园艺博览会	江苏扬州
2022 年 2 月	冬季奥运会	北京、张家口
2022 年 3 月	冬季残奥会	北京、张家口
2022 年 5 月	中国共产主义青年团成立 100 周年	北京等
2022 年 7 月	中国香港回归 25 周年	北京等
2022 年 8 月	中国人民解放军建军 95 周年	北京等
2022 年 9 月	第 19 届亚洲运动会	浙江杭州
2023 年	第 13 届亚足联亚洲国家杯	北京等
2023 年	第 3 届全国青年运动会	广西南宁
2023 年	第 6 届少数民族传统体育运动会	海南

资料来源：华安证券研究所整理

3.2.2 依托丰富国家级项目经验，拓展商业市场

保持国家级项目市占率的基础上，公司探索商业市场，多点发挥经验优势。基于在大型国家级文化演艺活动项目中积累的创意设计和实现能力，公司近年开始涉足商业项目，包括电视栏目制作、中大型文艺演出等。电视栏目制作方面，公司承接 2016、2017 年两季《汉语桥·全球外国人汉语大会》节目制作，获得收入近 3000 万元；中大型文艺演出方面，公司在 2020 年与多个地方卫视合作，承接跨年晚会的灯光舞美制作项目。其中，《2020-2021 湖南卫视跨年演唱会》是公司作为首支中国团队负责创意制作，通过先锋与传统艺术相结合的创意设计，以及纯钢结构舞台、后区网幕双层设计等先进技术，实现了惊艳的演出效果，收视率夺得六网全域第一。我们认为，未来公司将继续拓展商业市场，进一步发挥国家级项目的经验优势、拓宽先进设计能力的应用场景。

图表 39 《汉语桥·全球外国人汉语大会》



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 40 《2020-2021 湖南卫视跨年演唱会》



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.3 横向拓宽业务广度：布局景观照明高端市场，文化旅游演艺 to C 业务扬帆起航

3.3.1 景观艺术照明及演绎业务：高端市场的先行者，紧跟行业发展趋势

从“照明”到“演绎”，以创意设计能力立足高端景观照明市场。2016 年之前，基于强大的灯光舞美设计经验和技术基础，公司主营业务除大型文化演艺活动之外，也涉及景观灯光工程的创意设计服务，包括上海中心大厦等城市地标性建筑的艺术照明。2016 年后，公司开始将文化演艺的设计理念引入景观灯光工程，发力壁垒更高的高端景观灯光艺术演绎市场。公司利用多年来积累的先进技术经验，发挥创意设计的核心优势，将各城市的文化背景、建筑特色与多种灯光艺术动态形式有机融合，创作出延安宝塔山、珠海大剧院“浮光贝影·醉美珠海”等兼具视觉效果和文化底蕴的“灯光演绎秀”。自此，公司的“景观灯光工程业务”转型升级为“景观艺术照明及演绎业务”，立足于高端景观照明市场。

图表 41 2016 年延安宝塔山大型景观灯光表演设计



资料来源：公司官网，华安证券研究所

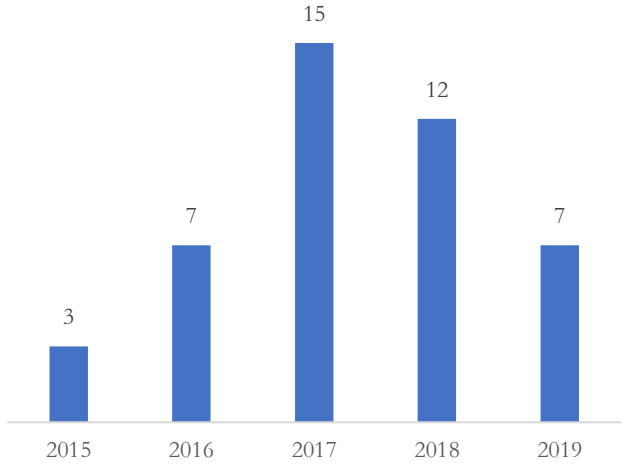
图表 42 2019 年“浮光贝影·醉美珠海”光影秀



资料来源：公司官网，华安证券研究所

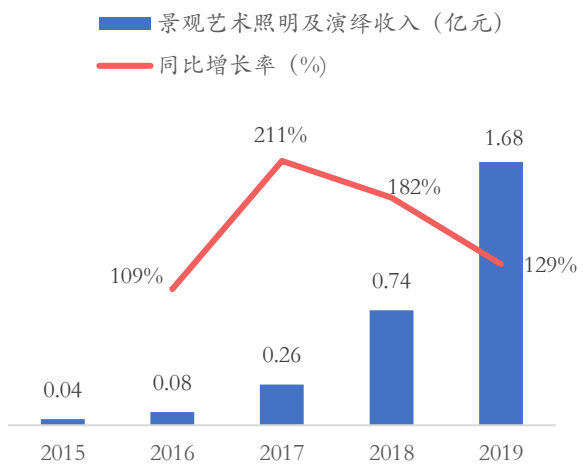
景观照明业务高端化转型助推营收高速增长。由于高端景观艺术照明及演绎项目对技术、设计的要求以及执行复杂度均较高，其单个合同金额普遍高于普通景观照明项目。2016-2017 年，公司景观照明业务高端化转型后，由于项目数量和单一合同金额的同步增长，营收增速达到 211%的峰值。2017 年后，公司逐步调整经营策略，削减中小型项目数量，集中承接千万元以上的大型高端景观照明及演绎项目，如公司于 2019 年完成的太原市长风商务区灯光投影多媒体实景体验秀、珠海大剧院“浮光贝影·醉美珠海”灯光秀，合同金额均接近亿元级别。在高端项目大金额合同的推动下，公司景观艺术照明及演绎业务继续保持较高增速，2019 年营收 1.68 亿元，同比增长 129%，是公司近年来增速最快的业务。

图表 43 公司历年景观艺术照明及演绎项目数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 44 公司景观艺术照明及演绎收入及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

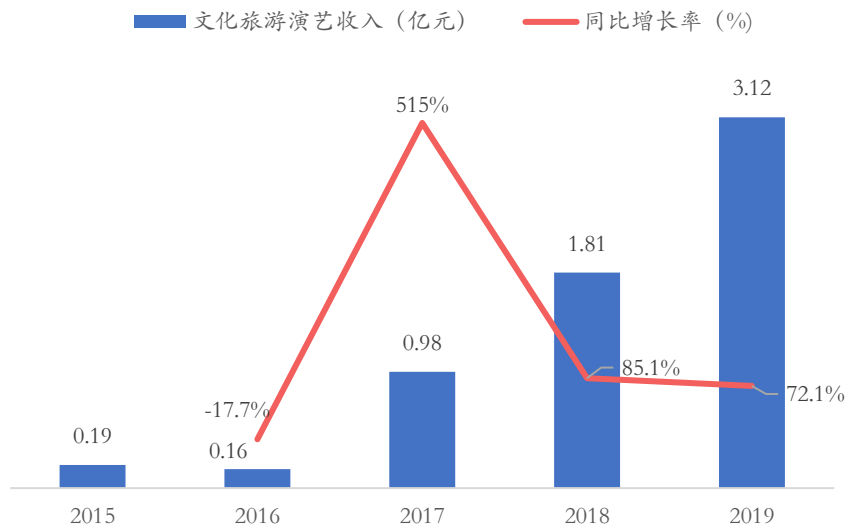
紧跟景观照明行业高端化趋势，先发优势下市占率有望进一步提升。目前，我国景观照明市场集中度较低，且参与主体多分布于灯具制造、照明工程等中低端市场。但在城镇化、夜游经济发展的影响下，景观照明项目大型化、高端化趋势显著，且将持续向文化旅游市场延伸。在景观照明市场高端化的结构升级趋势下，公司顺应行业风向，率先以品牌、创意及技术优势建立竞争壁垒，是高端景观艺术照明及演绎市场的先行者。我们认为，公司景观艺术照明及演绎业务将进一步向艺术化、创意化发展，有望在城市

光影夜游、文化旅游光影演艺等新兴领域打造自有品牌、占据先发优势，收入体量以及市占率预计将持续增长。

3.3.2 文化旅游演艺业务：完善文旅演艺产业链布局，to C 业务扬帆起航

基于优质客户资源及文创实力，公司重点布局文化旅游演艺市场，借此打开 to C 市场空间。2017 年，公司在杭州 G20 峰会大型情景表演《最忆是杭州》的基础上，对演出曲目、表演形式进行改版，形成了《最忆是杭州》实景演出，正式布局文化旅游演艺赛道。基于优质客户资源及文创实力，截至 2020 年，公司已相继承接并完成陕西西安《大唐追梦》、山西太原《如梦晋阳》等十余个文化旅游演艺项目的制作。其中，多个节目已成为地方代表性旅游项目，获得较高口碑与知名度。在此推动下，公司文化旅游演艺业务收入近年来快速增长，从 2015 年的 0.19 亿元增至 2019 年的 3.12 亿元，成为公司业绩增长的主要驱动力。

图表 45 公司文化旅游演艺业务收入及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

优势之一：发挥各业务间协同效应，获取优质客户资源。公司文化旅游演艺业务客户多为地方政府或国有企业，集中于浙江、江苏、山西、陕西等旅游资源大省，项目覆盖杭州西湖、无锡灵山、西安兵马俑等多个 5A 级文化旅游胜地。**一方面，**丰富的国家级文化演艺项目经验彰显公司创意设计实力，助力公司获取优质客户资源。**另一方面，**公司基于国家级项目积累的优质客户资源，挖掘同地区客户的潜在业务机会，以“跨界联动”的方式提高业务附加值。如公司在承接山西省第十五届运动会文艺演出项目后，就此打开山西太原地区客户渠道，获得晋阳湖实景演艺《如梦晋阳》等周边旅游演艺项目资源。未来，公司将继续发挥大型文化演艺活动和文化旅游演艺业务之间的协同效应，进一步转化现有地域性资源，同时开拓其他地区新渠道。

图表 46 公司历年大型文化演艺活动及文化旅游演艺项目分布地区

地区	确认收入年份	项目名称
浙江	2016	G20 峰会大型水上情景表演交响音乐会《最忆是杭州》
	2017	旅游版《最忆是杭州》
江苏	2015	无锡灵山小镇 · 拈花湾《禅行》主题体验活动

	2020	无锡灵山小镇·拈花湾《禅行》提升演艺项目
山西	2018	山西省第十五届运动会开、闭幕式文艺演出
	2019	晋阳湖大型水上实景演艺《如梦晋阳》
	2019	太原市长风商务区内河水秀
	2020	太原市晋阳湖晋阳里艺术光影演绎
山东	2018	尼山圣境《金声玉振》室内演出
	2018	尼山圣境泮水湖多媒体水秀
	2020 年已执行完毕	尼山圣境泮水湖多媒体水秀演出二期项目
陕西	2018	西安兵马俑《秦》秀
	2018	大型城墙光影秀《长安颂》
	2018	汉中兴汉新区春节艺术灯光及星光之夜·艺术灯光秀
	2018	汉中汉源湖演出背景艺术灯光制作
	2020 年已执行完毕	《大唐追梦》水舞光影秀深化项目
	2020 年已执行完毕	汉中《天汉传奇》、《汉颂》、《汉乐府》艺术演出

资料来源：公司公告，华安证券研究所

优势之二：文创实力造就优质内容，增强客户粘性。在文化旅游演艺领域，公司文创实力优势显著，作品质量处于行业前列，主要体现在两方面：1）文本内容上，从剧本到台词设计，与当地历史文化、风土人情有机结合，如《大唐追梦》以曲江游船为演艺载体，以“李白”为人物贯穿、“将进酒”为词牌基调，展现盛唐时代长安的文化气韵；2）技术运用上，以舞台结构与光影特效展现虚实结合的视觉质感，如《如梦晋阳》通过大型舞台机械、巨型喷泉矩阵、全息投影、无人机矩阵等技术手段再现晋阳古城的壮观景象。目前，公司承制的多个文旅演艺剧目已成为地方代表性旅游项目，在 OTA 平台上获得较高口碑及知名度。在此影响下，公司客户粘性较高，如公司在陕西地区先后承接西安《秦》秀、汉中《天汉传奇》等多个大型文旅演艺项目。

图表 47 山西太原《如梦晋阳》演出效果



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 《如梦晋阳》OTA 用户评价



资料来源：大众点评，华安证券研究所

项目储备充足，受疫情影响有限。2020 年起，在新冠疫情冲击之下，由于景区关闭、游客数量减少，文化旅游演艺行业受到整体性冲击。但从三季报来看，公司业绩受疫情影响较小，2020 年前三季度总营收 8.27 亿元，同比增长 26.6%。**一方面，**由于公司主要从事产业链上游的设计及制作业务，在演艺活动完成后即可确认收入，因此受旅游演艺票房下滑影响较小；**另一方面，**公司项目储备充足，且疫情期间部分景区对文旅项目进行改造升级、带来订单新增量，截至 2020 年 8 月，公司文旅演艺类在手订单金额超过 7

亿元；此外，公司通过在大型项目执行过程中预收客户款项确保回款，因此个别项目现场施工环节延期对于公司整体运营影响有限。

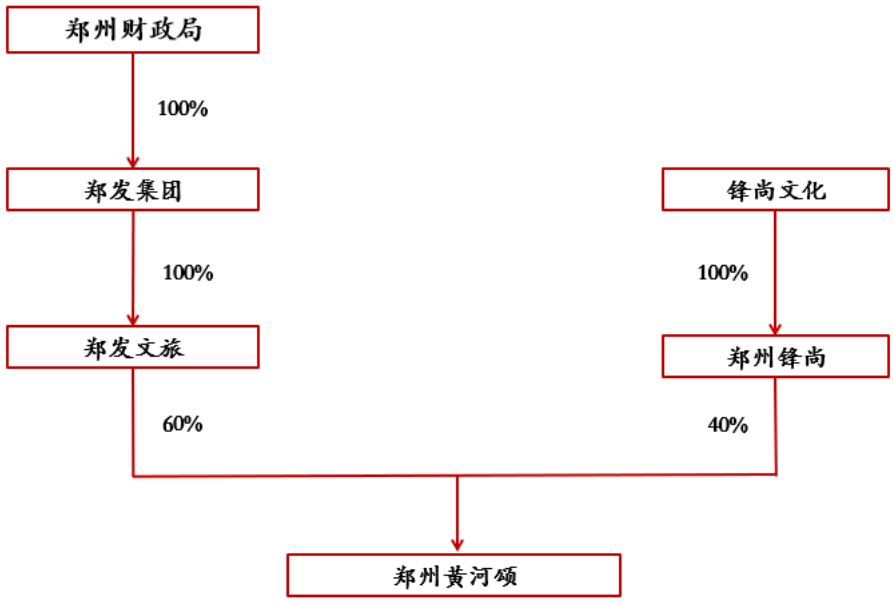
图表 49 公司文旅演艺类在手订单（截至 2020 年 8 月）

项目名称	签署日期	合同金额（万元）
《天汉传奇》、《汉颂》、《汉乐府》演艺项目	2017 年 3 月	39000
《大唐追梦》水舞光影秀	2019 年 7 月	10879
南通市紫琅公园紫琅湖光影水秀项目	2020 年 6 月	7188
《梦回巴国》大型情景史诗剧演出	2020 年 4 月	5454
拈花湾微笑广场演艺项目	2019 年 7 月	3514
拈花湾禅径演艺项目概念设计服务	2019 年 3 月	580
禅行 2020 年提升演艺项目	2020 年 4 月	2657
尼山圣境泮水湖多媒体水秀演出二期项目	2019 年 8 月	2500
合计		71773

资料来源：公司公告，华安证券研究所

进军下游运营业务，进一步完善文化旅游演艺产业链布局。基于公司在文化旅游演艺领域取得的显著成果，2020 年起，公司正式布局下游运营业务，进一步完善文化旅游演艺产业链布局。2020 年 4 月，公司在郑州设立子公司锋尚文旅作为创新型文旅业务核心，并与河南郑发文旅共同成立郑州黄河颂演艺有限公司，持股比例为 40%，进行“黄河颂”文旅项目开发，实现公司在文化旅游演艺领域“规划+投资+创意设计及制作+运营管理”的全方位整体服务。基于公司承制的文旅演艺项目的优异表现，采用轻资产模式运作的“黄河颂”项目有望成为公司文旅演艺下游运营业务的良好开端。

图表 50 郑州黄河颂演艺有限公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 11.0/16.4/20.4 亿元，同比增长 20.4%/49.4%/24.2%，归母净利润分别为 3.01/4.56/5.74 亿元，同比增长 18.4%/51.7%/25.9%。

核心假设：

1) **大型文化演艺活动业务：**受疫情影响，第 18 届中学生运动会等大型项目延期，且部分项目现场制作进度无法按照计划完成，因此我们预计公司 2020 年大型文化演艺活动业务收入将同比下降。后续，随着疫情对于项目进度的影响逐渐放缓，在建党 100 周年、北京冬奥会等重要活动的推动下，公司有望迎来项目大年。此外，由于公司业务以创意设计为核心，毛利率有望保持在稳定水平。因此，我们预计公司 2020-2022 年大型文化演艺活动收入分别为 1.15/2.17/3.22 亿元，同比增速分别为-73.0%/88.1%/48.4%。同时预计 2020-2022 年大型文化演艺活动毛利率稳定在 40%。

2) **景观艺术照明及演绎业务：**2020 年，由于单一大型合同金额同比回落，预计景观艺术照明及演绎业务营收同比略降。但在景观照明市场转型升级的趋势下，公司作为高端市场的先行者，有望受益于行业集中度提升。后续，在大型项目数量和单一合同金额同步增长的推动下，预计营收将重回高速增长轨道。此外，由于公司已完成从小型项目前期策划到大型项目全流程制作服务的战略调整，毛利率预计将保持在稳定水平。因此，我们预计公司 2020-2022 年景观艺术照明及演绎收入分别为 1.33/2.91/3.32 亿元，同比增速分别为-21.3%/119.4%/14.1%。同时预计 2020-2022 年景观照明及演绎毛利率稳定在 40%。

3) **文化旅游演艺业务：上游制作业务：**2020 年，由于较多景区在疫情期间进行文旅演艺项目升级改造，公司承接的大型项目数量同比显著增长，预计 2020 年业绩将保持较高增速。后续随着旅游业复苏，景区投资有望增加，带动公司文化旅游演艺业务稳健增长。同时毛利率预计保持在稳定水平。**下游运营业务：**2020 年，公司参与成立郑州黄河颂演艺公司，进军文化旅游演艺 to C 市场，预计于 2021 年 6-7 月正式启动“黄河颂”项目。基于优质旅游资源及文创优势，公司有望在文化旅游演艺领域打造优质品牌，到 2022 年市占率预计可达 3%。2021-2022 年，公司文旅运营项目预计处于运作前期，在轻资产模式下，其营收主要来自于一揽子服务费，毛利率预计保持在 40%。因此，我们预计公司 2020-2022 年文化旅游演艺收入分别为 8.46/11.3/13.8 亿元，同比增速分别为 170.8%/33.4%/22.3%。同时预计 2020-2022 年文化旅游演艺毛利率稳定在 40%。

图表 51 公司分业务盈利预测 单位：百万元

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
大型文化演艺活动					
收入	313.6	427.3	115.2	216.8	321.6
YoY（%）		36.3%	-73.0%	88.1%	48.4%
成本	201.5	251.2	69.1	130.1	192.9
毛利率（%）	35.7%	41.2%	40.0%	40.0%	40.0%
景观艺术照明及演绎					

收入	73.6	168.3	132.5	290.8	331.9
YoY（%）		128.7%	-21.3%	119.4%	14.1%
成本	42.3	96.8	79.5	174.5	199.2
毛利率（%）	42.6%	42.5%	40.0%	40.0%	40.0%
文化旅游演艺					
收入	181.4	312.2	845.6	1128.0	1379.3
YoY（%）	85.1%	72.1%	170.8%	33.4%	22.3%
成本	97.3	191.4	507.3	676.8	827.6
毛利率（%）	46.4%	38.7%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务					
收入	4.1	4.3	4.5	4.6	4.7
YoY（%）		4.8%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4
毛利率（%）	47.3%	49.2%	50.0%	50.0%	50.0%
公司整体					
收入	572.7	912.1	1097.8	1640.2	2037.6
YoY（%）		59.3%	20.4%	49.4%	24.2%
成本	343.3	541.6	658.2	983.7	1222.1
毛利率（%）	40.1%	40.6%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：华安证券研究所整理

4.2 估值分析

我们选取了从事文化旅游演艺业务的宋城演艺以及主营线下展会业务的风语筑作为可比公司，根据 Wind 一致预期，2020-2022 年可比公司 PE 平均值分别为 86.6x/22.3x/17.4x。我们预测公司 2021 年净利润为 4.56 亿元，按照可比公司估值 22.3x，公司合理市值为 101.7 亿元左右。

图表 52 可比公司估值

可比公司名称	市值（亿元）	归母净利润（百万元）			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
宋城演艺	416.0	269.1	1395.6	1815.9	154.6	29.8	22.9
风语筑	62.5	334.2	423.3	528.9	18.7	14.8	11.8
平均值					**86.6**	**22.3**	**17.4**

资料来源：Wind，华安证券研究所

注：盈利预测采用 wind 一致预期，数据采用 2021/01/28 收盘价

4.3 投资建议

公司是国内大型文化演艺行业龙头，传统优势业务以大型文化演艺活动为主，纵向业务拓展实现全流程覆盖后，营收稳定增长且确定性较强。通过横向拓展业务广度，公司布局高端景观照明及文化旅游演艺市场。**未来有望凭借创意设计能力及优质客户资源，建立高端景观照明市场先发优势，同时持续发力文化旅游演艺 to C 业务，扩宽公司未来的成长边界。**我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 11.0/16.4/20.4 亿元，同比增长

20.4%/49.4%/24.2%，归母净利润分别为 3.01/4.56/5.74 亿元，同比增长 18.4%/51.7%/25.9%。对应 PE 分别为 28.41X/18.73X/14.87X。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险提示

1) **国内疫情反复的风险：**目前国内疫情控制良好，但仍存在反复的可能性，疫情反复有可能导致公司部分项目延期举办，或现场施工进度推迟，对公司业绩产生不利影响；

2) **国家重大项目执行风险：**公司承接的国家级大型项目数量较多，该类项目不但对于创意设计的要求更高，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质量问题，将对公司未来业务开展产生不利影响；

3) **高端创意人才不足的风险：**公司从事的文化创意类业务对人才的专业背景和综合素质要求较高，若公司高端创意人才的引进和培养不能及时满足业务发展的需求，公司短期内可能较难适应业务扩张的要求，从而对公司日常经营和持续发展产生不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1174	1751	2550	3408
现金	560	1024	1494	2105
应收账款	157	195	286	357
其他应收款	3	7	9	11
预付账款	12	24	31	40
存货	383	438	665	828
其他流动资产	59	62	65	66
非流动资产	97	117	141	166
长期投资	0	0	0	0
固定资产	48	73	101	131
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	49	45	40	35
资产总计	1271	1868	2691	3574
流动负债	632	929	1296	1605
短期借款	0	0	0	0
应付账款	134	160	242	300
其他流动负债	498	769	1054	1305
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
负债合计	641	938	1305	1614
少数股东权益	0	0	0	0
股本	54	54	54	54
资本公积	119	119	119	119
留存收益	456	756	1212	1786
归属母公司股东权益	629	930	1386	1960
负债和股东权益	1271	1868	2691	3574

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	175	491	496	634
净利润	254	301	456	574
折旧摊销	16	22	26	28
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-12	-14	-21	-26
营运资金变动	-87	183	38	62
其他经营现金流	345	116	416	509
投资活动现金流	-14	-27	-26	-24
资本支出	-25	-41	-47	-50
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	12	14	21	26
筹资活动现金流	-2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	-3	0	0	0
现金净增加额	160	464	470	610

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	912	1098	1640	2038
营业成本	542	658	984	1222
营业税金及附加	5	7	10	12
销售费用	10	11	11	10
管理费用	32	38	54	61
财务费用	-1	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	14	21	26
营业利润	344	407	617	777
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	344	407	617	777
所得税	90	106	161	203
净利润	254	301	456	574
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	254	301	456	574
EBITDA	339	404	606	758
EPS（元）	3.52	4.17	6.33	7.96

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	59.3%	20.4%	49.4%	24.2%
营业利润	76.1%	18.3%	51.7%	25.9%
归属于母公司净利润	86.6%	18.4%	51.7%	25.9%
获利能力				
毛利率（%）	40.6%	40.0%	40.0%	40.0%
净利率（%）	27.8%	27.4%	27.8%	28.2%
ROE（%）	40.3%	32.3%	32.9%	29.3%
ROIC（%）	37.9%	30.3%	30.9%	27.5%
偿债能力				
资产负债率（%）	50.5%	50.2%	48.5%	45.2%
净负债比率（%）	101.9%	100.9%	94.2%	82.3%
流动比率	1.86	1.88	1.97	2.12
速动比率	1.23	1.39	1.43	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.59	0.61	0.57
应收账款周转率	5.80	5.63	5.73	5.71
应付账款周转率	4.04	4.11	4.07	4.08
每股指标（元）				
每股收益	-	4.17	6.33	7.96
每股经营现金流薄）	-	6.81	6.89	8.80
每股净资产	-	12.90	19.23	27.19
估值比率				
P/E	-	28.41	18.73	14.87
P/B	-	9.18	6.16	4.36
EV/EBITDA	-	13.31	8.10	5.67

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

姚天航，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020 年加入华安证券研究所。

郑磊，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。