

风语筑 (603466)

首次覆盖

数字化展示浪潮下的创意先锋

评级: 增持

目标价格: 86.46

当前价格: 62.40

2017.11.18

——公司首次覆盖报告

 陈筱 (分析师)	陈融 (研究助理)
 021-38675863	021-38675863
 chenxiao@gtjas.com	chenrong016553@gtjas.com
证书编号 S0880515040003	S0880116060082

本报告导读:

公司为展览展示行业龙头,在创意设计和数字展示优势巨大。受益于城市规划馆与文化艺术展馆的新建扩张与数字化展示改造,公司有望扩大龙头优势实现跨越式增长。

投资要点:

- **首次覆盖给予增持评级,目标价 86.46 元。**公司为国内数字展示行业龙头,在创意设计与数字技术方面已建立绝对优势,未来受益于行业趋势有望实现长期增长。预测 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.54/2.06/2.83 元,同比增长为 97.1%/33.5%/37.3%,首次覆盖给予增持评级。
- **城市规划馆与文化展馆展示行业快速扩张,催生百亿级市场。**2016 年地级和县级行政区展览馆数同比增长 62%和 94%,受益于城市化率的进一步提升,城市规划馆展示行业市场潜力空间完全打开,将达 306 亿元。我国《博物馆事业发展规划纲要》提出,到 2020 年博物馆人群覆盖率提升至每 25 万人一个博物馆,未来每年博物馆展陈系统市场规模可达 97 亿。
- **展示数字化浪潮迅猛,传统展示更新改造需求旺盛。**目前国内众多展馆中传统的展陈模式已不能满足公众需求,如 VR/AR 技术、互动投影、数字沙盘等数字技术的运用使展陈模式多维化、互动化。一般展示内容更新周期约为 3 至 5 年,未来几年国内展馆将迎来大规模的数字化改造趋势。
- **创意+技术优势显著,秉承“设计领衔、跨界总包”经营理念,公司行业龙头优势有望进一步扩大。**凭借顶尖的设计师团队和展示手段上的不断创新,公司已在创意与技术领域构建了双重优势。独创“设计领衔、跨界总包”一体化经验理念保证了质量与成本优势。同时叠加多年积累的品牌优势,公司在展馆展示行业的市占率已达 40%。目前公司在手订单达 40 亿,未来业绩弹性巨大。募投项目重点投入新一代 VR/AR 技术、互动技术的开发以及 7D 互动影院与内容相关的技术开发与研究等。项目投成之后,公司竞争优势将进一步扩大,引领国内展馆展示行业的数字化革命。
- **风险提示:应收账款回收风险,人力资源管理风险**

交易数据

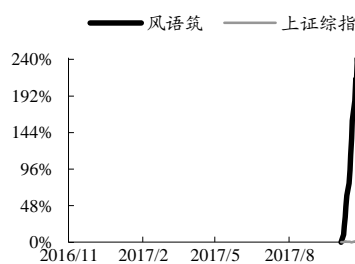
52 周内股价区间 (元)	19.87-84.00
总市值 (百万元)	8,986
总股本/流通 A 股 (百万股)	144/36
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	6.27
日均成交额 (百万元)	466.81

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	721
每股净资产	5.01
市净率	12.5
净负债率	-21.79%

EPS (元)	2016A	2017E
Q1	0	0.20
Q2	0	0.43
Q3	0	0.39
Q4	0.78	0.52
全年	0.78	1.54

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	0%
相对指数	0%	-4%	-6%

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,019	1,227	1,565	2,067	2,806
(+/-)%	27%	20%	28%	32%	36%
经营利润 (EBIT)	108	158	250	335	461
(+/-)%	18%	47%	58%	34%	38%
净利润 (归母)	66	113	222	296	407
(+/-)%	2%	71%	97%	34%	37%
每股净收益 (元)	0.46	0.78	1.54	2.06	2.83
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率 (%)	10.6%	12.9%	16.0%	16.2%	16.4%
净资产收益率 (%)	14.3%	19.6%	16.4%	18.0%	19.8%
投入资本回报率 (%)	16.5%	24.4%	86.7%	120.9%	179.2%
EV/EBITDA	60.1	40.5	31.7	23.2	16.2
市盈率	145.5	84.9	43.1	32.3	23.5
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

模型更新时间: 2017.11.17

股票研究

社会服务
 传播文化业

风语筑 (603466)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 86.46

当前价格: 62.40

2017.11.17

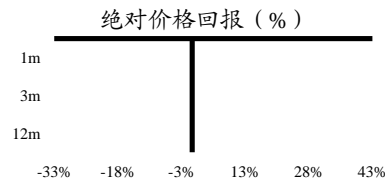
公司网址

www.fengyuzhu.com.cn

公司简介

公司是城市规划展览馆的行业龙头,也是目前国内少有的专注城市规划类的展览馆装饰及展示设计施工一体化工程的专业公司。

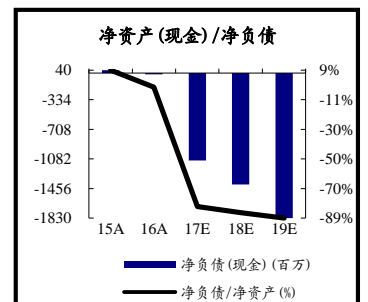
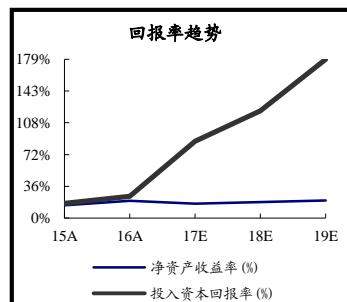
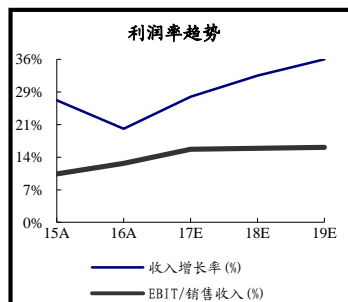
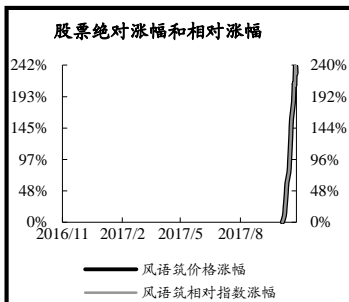
目前公司是行业内拥有最多中国规划馆成功业绩的公司。



52 周价格范围 19.87-84.00
 市值 (百万) 8,986

财务预测 (单位: 百万元)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
损益表					
营业总收入	1,019	1,227	1,565	2,067	2,806
营业成本	742	891	1,123	1,474	1,988
税金及附加	33	20	13	17	22
销售费用	28	49	50	68	98
管理费用	108	109	130	174	236
EBIT	108	158	250	335	461
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	5	6	7
财务费用	-1	3	0	0	0
营业利润	82	124	255	341	468
所得税	20	18	36	48	66
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	66	113	222	296	407
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	20	66	1,143	1,449	1,873
其他流动资产	169	210	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产合计	225	214	188	163	139
无形及其他资产	25	27	28	29	29
资产合计	1,497	1,746	2,825	3,524	4,620
流动负债	984	1,129	1,433	1,836	2,525
非流动负债	51	43	4	43	43
股东权益	461	574	1,349	1,645	2,052
投入资本(IC)	500	558	248	238	221
现金流量表					
NOPLAT	83	136	215	288	397
折旧与摊销	12	18	17	16	15
流动资金增量	64	-24	3	-14	-7
资本支出	-174	-10	11	12	13
自由现金流	-16	121	246	302	418
经营现金流	61	115	516	288	403
投资现金流	-187	-48	16	18	20
融资现金流	134	-12	545	0	0
现金流净增加额	8	55	1,077	306	423
财务指标					
成长性					
收入增长率	26.7%	20.5%	27.5%	32.1%	35.7%
EBIT 增长率	17.6%	46.9%	58.0%	33.8%	37.8%
净利润增长率	1.8%	71.3%	97.1%	33.5%	37.3%
利润率					
毛利率	27.2%	27.4%	28.2%	28.7%	29.1%
EBIT 率	10.6%	12.9%	16.0%	16.2%	16.4%
净利润率	6.5%	9.2%	14.2%	14.3%	14.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.3%	19.6%	16.4%	18.0%	19.8%
总资产收益率(ROA)	4.4%	6.5%	7.9%	8.4%	8.8%
投入资本回报率(ROIC)	16.5%	24.4%	86.7%	120.9%	179.2%
运营能力					
存货周转天数	269	242	256	249	252
应收账款周转天数	134	140	137	138	137
总资产周转天数	482	482	533	560	530
净利润现金含量	0.93	1.02	2.32	0.97	0.99
资本支出/收入	17%	1%	-1%	-1%	0%
偿债能力					
资产负债率	69.2%	67.1%	52.2%	53.3%	55.6%
净负债率	8.7%	-2.6%	-81.6%	-85.5%	-89.2%
估值比率					
PE	145.5	84.9	43.1	32.3	23.5
PB	15.5	12.5	7.1	5.8	4.7
EV/EBITDA	60.1	40.5	31.7	23.2	16.2
P/S	7.0	5.8	6.1	4.6	3.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%





目录

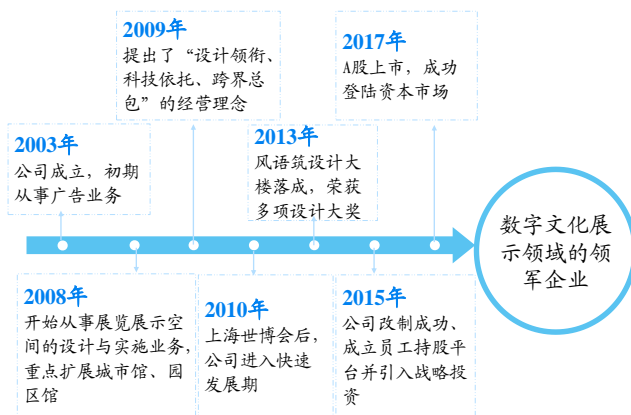
1. “设计领衔·跨界总包”，展览展示行业绝对龙头	4
1.1. 风雨兼程，铸就展示行业王者地位	4
1.2. 股权集中，核心骨干激励充分	6
1.3. 营收规模保持高增，盈利水平持续提升	7
2. “参观经济”崛起，数字化技术改变展示行业未来	8
2.1. 城市化进程不断加快，城市规划馆市场容量巨大	9
2.2. 文化消费需求提升加快推动文化类展馆建设	11
2.2.1. 政策大力支持，助力文化主题展馆业发展	11
2.2.2. 居民消费水平提升，文化展馆展示行业迎千亿市场规模	13
2.3. 市场品牌意识增强，企业文化馆兴起	14
2.4. 数字多媒体技术成为展馆展示行业发展新趋势	15
3. 创意为先&技术驱动，最好的时代才刚刚开始	19
3.1. 公司竞争优势明显，行业地位一马当先	19
3.1.1. 无可比拟的跨界创意设计优势	19
3.1.2. 业内领先的数字文化展示技术优势	21
3.1.3. 从创意到实施的一体化全程控制运作服务优势	22
3.1.4. 良好的品牌与经验优势	22
3.2. 40 亿在手订单业绩弹性巨大，市场份额有望进一步扩张	23
3.3. 募投项目高瞻远瞩，重点研发 VR/AR 技术应用	24
4. 盈利预测与估值	25
4.1. 相对估值法	25
5.1.1. 核心假设	25
5.1.2. 盈利预测	26
5.1.3. 可比公司估值	27
4.2. 绝对估值法	27
6. 风险提示	28
6.1. 应收账款回收风险	28
6.2. 人力资源管理风险	28

1. “设计领衔·跨界总包”，展览展示行业绝对龙头

1.1. 风雨兼程，铸就展示行业王者地位

风语筑成立于2003年，主要从事展览馆数字文化展示体验系统的策划、设计、实施和维护服务，目前已经成为中国展览展示行业龙头，主题空间数字化展示专家。公司首创“设计领衔·跨界总包”经营理念，以定制化设计为核心，利用数字化展示手段，重新定义主题文化展示领域。公司成立初期从事广告业务；2008年起开始从事展览展示空间的设计与实施业务，确定了重点扩展城市馆、园区馆展示系统领域的经营方向；2009年，公司在行业内首创“设计领衔、科技依托、跨界总包”的经营理念并在此基础上进行业务拓展；伴随上海世博会的成功举办，公司获得良好的发展机遇并进入快速发展期；2013年，公司打造的集创意设计、数字科技、艺术文化、多元研发于一体的风语筑设计大楼落成，该办公空间作品相继获得多项设计大奖，同时其作为创意展示体验核心基地；2015年，公司整体变更为股份有限公司，同时成立员工持股平台、引入战略投资；2017年10月，公司A股上市，登陆资本市场。

图 1: 公司历经多年发展成为行业领军企业



数据来源：公司官网，公司招股说明书，国泰君安证券研究

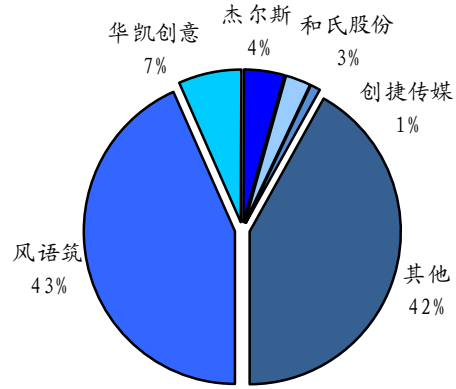
图 2: 公司最佳名片——风语筑设计大楼



数据来源：公司官网

公司将“风”一时尚、“语”一文化、“筑”一建筑结合，打造创意和科技的核心竞争力，市场占有率遥遥领先。目前公司已打造了超过400座主题展示馆，包括17个省会馆、城市馆、园区馆、博物馆、科技馆、商业体验馆、旅游景区展示体验中心、市民文化中心、纪念馆和综合展览馆各类型主题空间。同时公司还为茅台、华为、中车等大型企业打造了独具特色的企业文化馆。根据中国招标网相关数据统计，2015年、2016年公司在城市馆和园区馆展示领域的累计中标金额分别达7.53亿元及13.64亿元，增幅达81.14%，分别占当年城市馆和园区馆展示服务领域中标总金额的39.92%及43.33%，位居全国第一。

图 3: 2016年园区馆展示服务中标金额比例，公司遥遥领先



数据来源：中国招标网，国泰君安证券研究

图 4：公司服务展馆遍布全国各地



数据来源：公司官网

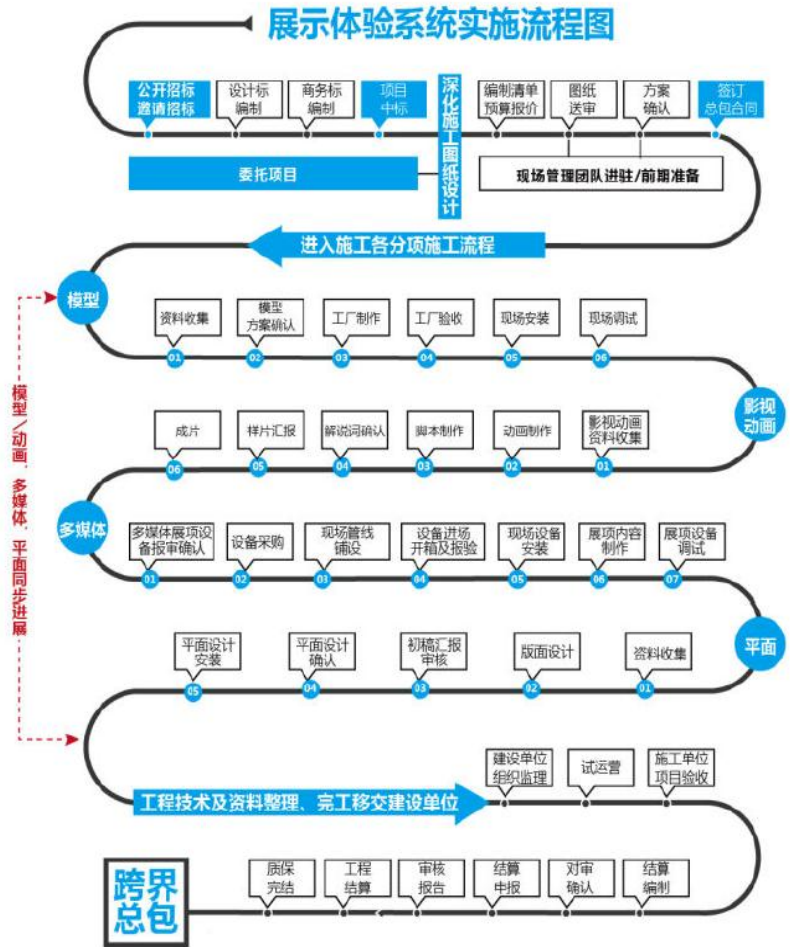
图 5：公司近期的主要代表性项目



数据来源：公司官网

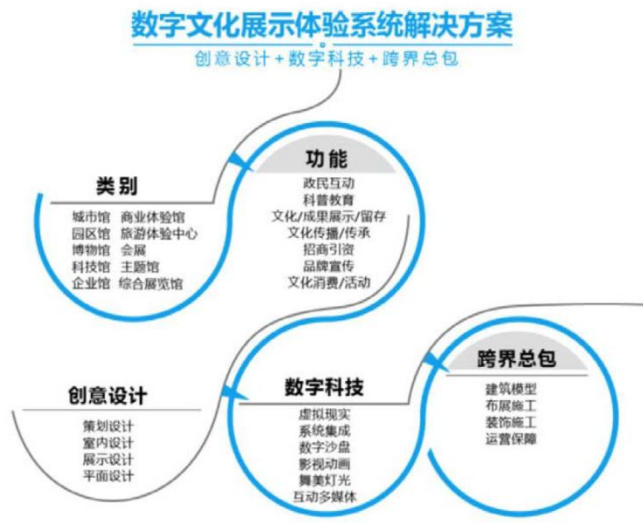
公司首创“设计领衔、科技依托、跨界总包”的经营理念，以数字化手段重新定义展示行业。创意设计是整个展示系统的核心，公司首先根据展馆类型、展馆空间和受众人群不同，遵循独特的创意设计理念以打造个性化模型；其次，运用影视动画、数字沙盘、互动技术、多媒体集成等数字化技术将创意设计方案有效呈现；最后，公司将整体方案进行完善与检测，最终移交建设单位。整个流程中，公司将策划创意、空间装饰、互动科技、软件开发、数字 CG、影视制作、系统集成、舞美灯光、平面设计、建筑模型等行业进行跨界整合，通过跨领域运作将不同门类之间的工作任务进行有效衔接。

图 6：公司业务整体流程——创意先行，数字化手段革新展示行业



数据来源：公司招股说明书

图 7：公司首创“设计领衔、跨界总包”经营理念



数据来源：公司招股说明书

图 8：公司运用多种先进的数字科技展示手段



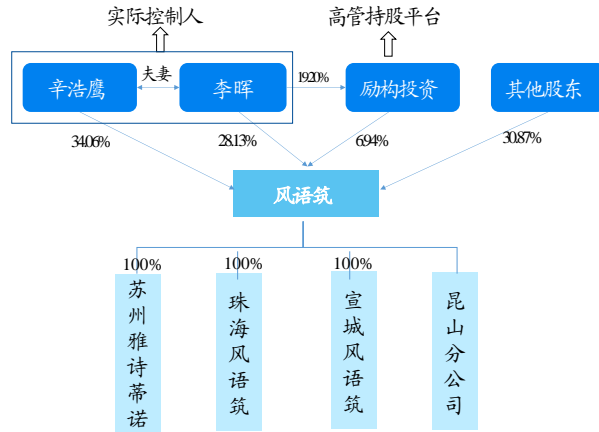
数据来源：公司招股说明书，公司官网

1.2. 股权集中，核心骨干激励充分

公司股权集中，同时设置员工持股平台，激励充分。公司控股股东、实际控制人为李晖、辛浩鹰夫妇，其中辛浩鹰直接持有公司 34.06% 股份，李晖直接持有公司 28.13% 股份，还持有第三大股东励构投资 19.20% 财

产份额。励构投资是公司 2015 年设立的员工持股平台，拥有公司 6.94% 的股份，该平台将员工利益与公司利益深度捆绑，可以充分调动员工的积极性、创造性，提高公司的可持续发展能力。

图 9：公司股权集中，高管持股平台提供充分激励

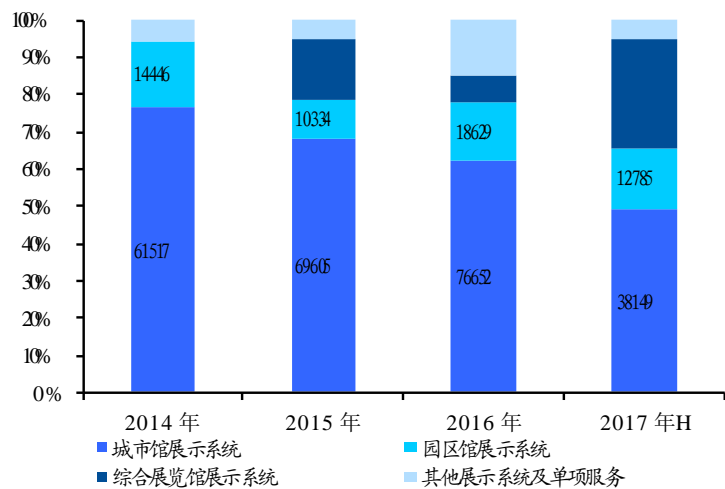


数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

1.3. 营收规模保持高增，盈利水平持续提升

城市馆、园区馆和综合馆展示体验系统是公司营业收入的主要来源，2014 年至 2017 年上半年，公司城市馆和园区馆展示系统收入合计分别为 75,963 万元、79,939 万元、95,281 万元和 50,935 万元，业务规模持续增长，同期占营业收入比例分别为 94.46%、78.46%、77.64%和 65.75%，总体呈现下降趋势，城市馆和园区馆以外的其他场馆展示系统项目收入及占比总体逐步增长，公司主营业务结构不断优化。

图 10：城市馆、园区馆和综合馆展示业务是公司业绩主要来源

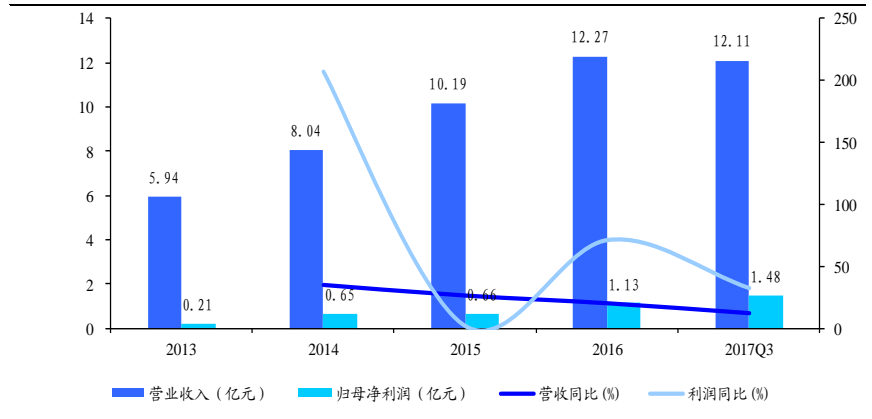


数据来源：wind，国泰君安证券研究

公司营收规模和盈利能力总体呈现上升趋势，2014 年、2015 年和 2016 年，公司营业收入分别为 8.04 亿元、10.19 亿元和 12.27 亿元，年复合增长率为 23.54%；净利润分别为 6456 万元、6575 亿元和 1.13 亿元，年

复合增长率为 32.07%。2017 年前三季度，公司营业收入为 12.11 亿元，净利润为 1.48 亿元，公司业绩增长迅猛。

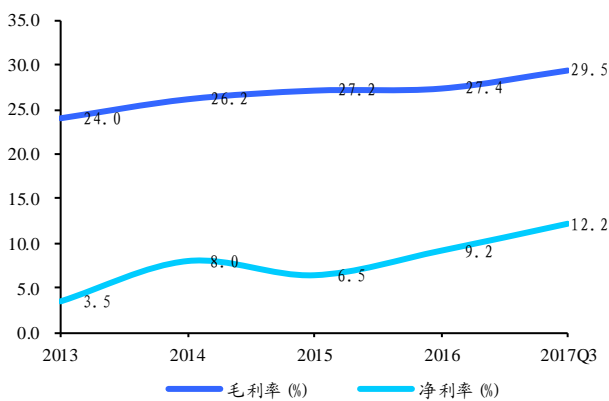
图 11: 公司营收和利润呈现逐年上升趋势



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

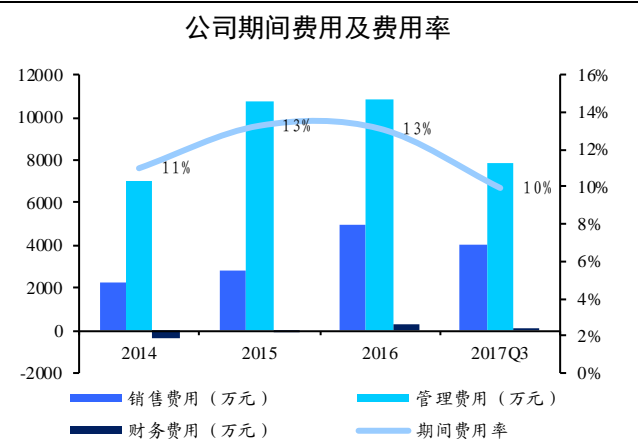
公司毛利率和净利率呈现上升态势，盈利能力不断增强。2013 年到 2017 年前三季度，公司主营业务毛利率分别为 24.0%、26.2%、27.2%、27.4% 和 29.5%，总体呈现稳中上升的趋势。毛利率上升一方面是由于公司自身项目经验和行业地位不断提升，推动公司对下游客户的议价能力相对提升；另一方面是由于公司坚持一体化全程控制运作服务，充分发挥规模效应，持续优化采购流程，推动自身成本控制能力不断增强。在毛利率拉动下，公司净利率同样水涨船高，从 2013 年的 3.5% 增长到现在的 12.2%，公司盈利能力持续改善。2014 年到 2017 年前三季度，公司期间费用分别为 8868 万元、1.35 亿元、1.61 亿元和 1.21 亿元，占同期营业收入的比例分别为 11.03%、13.29%、13.13% 和 9.98%，总体呈现平稳趋势，公司期间费用的变动与营业收入的变动相匹配。

图 12: 公司盈利能力持续增强



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 13: 公司期间费用管控得当



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. “参观经济”崛起，数字化技术改变展示行业未来

在发达国家中，各类展馆是民众获取知识与信息的重要渠道。展馆所提供的全面性视角和沉浸式体验远远超过其他媒介渠道，吸引了众多参观



者，由此形成规模性的“参观经济”。随着国内文化消费需求的提升，博物馆、主题文化馆等正逐渐发挥“三 E”功能——教育国民 (Educate)、提供娱乐 (Entertain)、充实人生 (Enrich)。同时随着城镇化进程的加快，城市规划馆、园区馆等建设数量增多，并成为民众了解未来城市、园区建设蓝图的重要渠道。发达国家的经验表明，展陈质量的高低直接影响观众的参观兴趣，并最终影响展馆职能的发挥。目前国内众多展馆中传统的平面、静态、呆板式展陈已经不能满足公众的需求，数字展示的运用使展陈形式变得多维化、互动化、鲜活化，正逐步改变国内展示行业的未来。

2.1. 城市化进程不断加快，城市规划馆市场容量巨大

在中国的快速城市化进程中，城市规划馆作为城市“城市名片”随之产生，并迅速发展。城市规划馆作为中国城市发展的产物，构成政府与市民沟通、互动的良好平台，也是城市建设中的重要公共文化设施。她记录了一个城市的过去、现在和未来，同时展示了当地的历史沿革、发展成就和城乡规划。从 2000 年开始我国城市规划馆的发展阶段可以划分为三个阶段：

- 阶段一：2000—2006 年。2000 年 2 月上海城市规划展示馆开馆试营业。此后的 7 年中，我国建设了约 30 座城市规划馆，如常州规划馆、重庆市规划展览馆、合肥城市规划建设展览馆等。此阶段城市规划馆主要出现在经济较为发达的城市或是政治地位比较高的城市，并且主要集中的出现在沿海地区。这一阶段为我国城市规划馆的基础奠定阶段。
- 阶段二：2007—2010 年。这一阶段全国建成运营 110 余座与城市规划相关的展览馆，如杭州市城市规划展览馆、沈阳市城市规划展览馆、天津市规划展览馆等，在建设数量上相较于之前的 7 年有了较大的提升，其分布状态由沿海地区开始逐步的向内陆地区转移，发达城市所属的区、县、工业园区也开始建立相对应的城市规划馆。所以将这一时期定义为城市规划馆的快速发展阶段。
- 阶段三：2011 年至今。随着经济的快速发展，城市化建设步伐的加快，建设城市规划馆的热度进一步升高。这一时期我国城市规划馆进入了爆炸式的发展时期，新建如威海市规划展览馆、平顶山市城市规划展示馆等。这一阶段我国城市规划馆的建设已经形成了一线城市完全覆盖，二线城市基本覆盖，三线城市部分覆盖的格局。

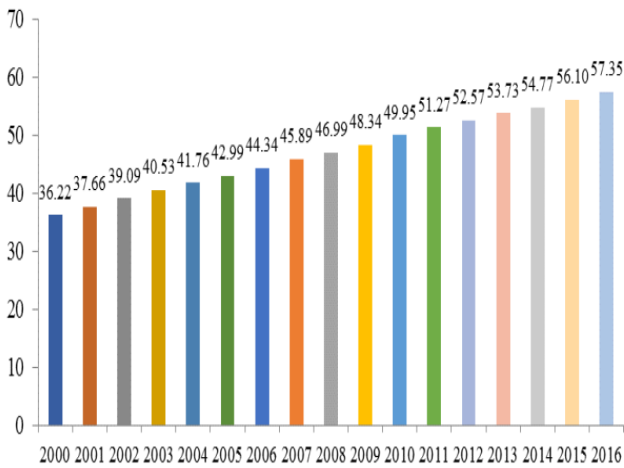
图 14: 上海城市规划馆掀开国内城市规划馆快速发展的序幕



数据来源：上海城市规划馆官网

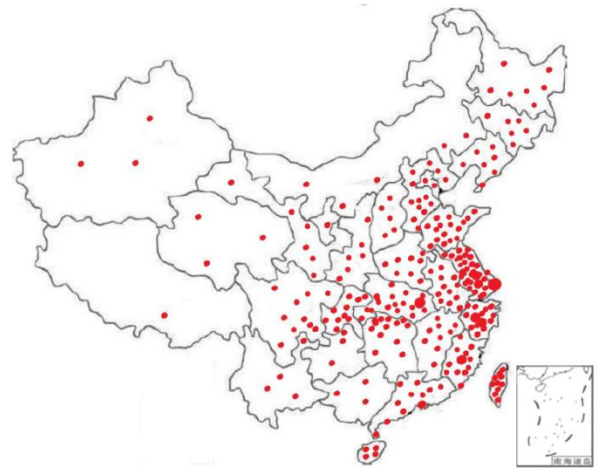
据国家统计局数据显示，中国城市化水平在 2000 年至 2016 年从 36.2% 增长到 57.3%。根据《中国发展报告 2010 年》的预计，到 2030 年城市化率将达 65%。城市化率的不断提升带来了新建城镇规划和老城区改造的要求，作为全方位地集中展示城市科学规划、特有历史文化遗产与新时代的文化发展的重要工具，**城市规划馆数量作有望全面受益于城镇化率的不断提升实现快速增长**。依据中国采招网、中国招标网公开数据，2015 年新增 21 个地级行政区规划展览馆、36 个县级行政区规划展览馆、15 个经济开发区规划展览馆；2016 年新增 34 个地级行政区规划展览馆，70 个县级行政区规划展览馆、33 个经济开发区规划展览馆；地级行政区展览馆项目数同比增速为 61.9%，县级行政区展览馆项目数同比增速为 94.4%，经济开发区展览馆项目数同比增速为 120%。

图 15: 国内城市化率不断提升



数据来源：公司招股说明书

图 16: 城市规划馆分布与城市化率水平息息相关



数据来源：《我国城市规划馆展示设计的问题研究》

目前，国内各省市均在新建和改建城市规划馆，甚至部分省区已经形成了统一的规划纲要。如安徽省 2011 年发布《关于推进市县规划展示馆建设的指导意见》，要求各城市都须建成对外宣传的“城市名片”和展示形象的“会客厅”，并对不同规模的城市做出了规划馆面积规模等各方面做出了具体的规划要求。城市规划馆的建设规模随城市规模正向变化，最大可达 80000 平方米（如广州市城市规划展示中心）。省会城市一般维持在 20000 平方米及以上，一般城市 5000—20000 平方米不等。区县级城市在 500—5000 平方米之间。从各省市区的建馆情况可以看出一二线

城市规划馆已趋于饱和，但三线以下城市规划馆“待建馆”数量较大，市场前景可观。以省会城市规划馆展陈投资额 5000 万元、地级市和开发区规划馆投资额 3000 万元、县级市规划馆投资额 1000 万元估算，城市规划馆的整体市场空间高达 306 亿元。

表 1: 中国城市文化馆“待建馆”数量较大，市场前景广阔

序号	分类	总数量(个)	已建馆(个)	未建馆(个)	已建馆占比
1	省会城市(27个省4直辖市)	31	27	4	87.1%
2	地级市	334	224	110	67.1%
3	县级市、县、区	2853	542	2311	19.0%
4	省会城市(含4直辖市)高新开发区、开发区	219	87	132	39.7%

数据来源:《华凯创意 2016 年公司年报》, 国泰君安证券研究

数字化革新和展馆内容更新是城市规划馆行业未来长期发展的重要机遇。城市规划馆的发展已从以图文展示、模型展示和多媒体技术为主的传统展示馆，现在已经发展到以注重数字内容的展示、强化展示内容与高科技互动体验为主的新型多功能、亲民复合型展示馆。在 2010 年世博会之后，诸如裸眼 3D、互动投影、体感游戏、沉浸式影院等多媒体技术开始在国内的各大展馆中得到运用，数字化革新拥有巨大空间。与此同时，我国城市规划的变化周期约为 3 至 5 年，例如上海市城市规划展示馆分别于 2003 年、2006 年、2009 年、2013 年进行过较为大型的内容更新，未来展馆内容更新将是长期发展的重要机遇。

图 17: 沉浸式影院使城市形象展示更为有效



数据来源: 站酷网

图 18: 数字沙盘更清晰地展示了城市整体规划



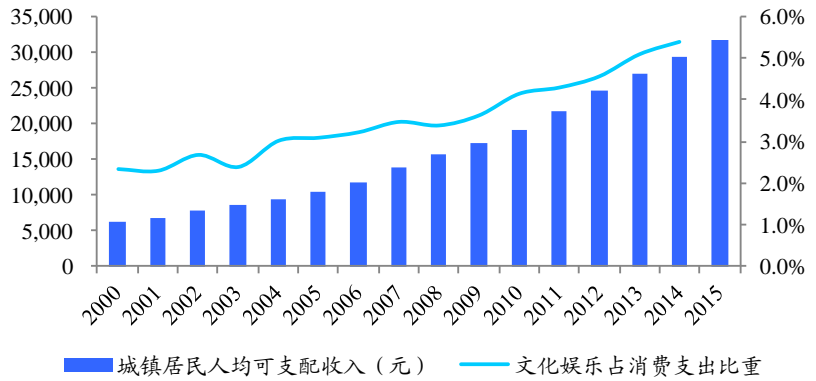
数据来源: 站酷网

2.2. 文化消费需求提升加快推动文化类展馆建设

2.2.1. 政策大力支持，助力文化主题展馆业发展

随着消费水平不断提升，文化娱乐消费升级从需求端推动大型文化主题展馆迅速发展。2000 年至 2015 年城镇居民可支配收入稳步提升，伴随着人们消费水平的不断提升，消费结构逐步升级，文化娱乐消费支出的占比迅速增加，从 2000 年的 2.3% 上升至 2014 年的 5.4%。文化主题展馆消费作为文化娱乐消费的重要组成部分，消费升级将带动各类型的文化主题展馆的消费需求。

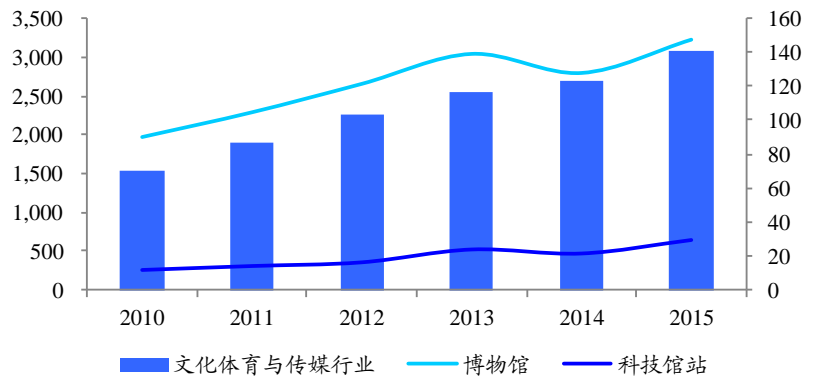
图 19: 消费水平提升, 文化娱乐支出比重不断增加



数据来源: Wind, 中国文化文物统计年鉴, 国泰君安证券研究

利好政策密集落地支持各类型文化类展馆建设。以博物馆、科技馆为主的文化主题展馆建设, 以及其所在的文化创意产业一直以来都受到国家和地方政府的政策的大力支持。近年来文化主题展馆的数字化与网络化建设、多媒体技术与公共文化设施融合成为政策扶持的又一个重点。2010 年至 2015 年中央财政支出对文化产业的支持力度持续加大, 至 2015 年政府对文化体育与传媒行业的中央财政支出达 3077 亿元, 相比 2010 年增加了一倍。对博物馆建设的中央财政支出从 2010 年的 90 亿元增长至 147 亿元, 科技馆中央财政支出由 11 亿元增长至 28 亿元。

图 20: 文化产业中央财政支出进一步扩大 (亿元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 2: 国家相关部门、地方政府出台多项政策扶持各类文化类展馆建设

发布时间	相关政策	主要内容
2009	《中央地方共建国家级博物馆管理暂行办法》	加强我国博物馆建设, 引导和支持地方重要博物馆向国际先进行列迈进。通过调动中央和地方两个积极性, 加大投入力度, 使有关博物馆的藏品保护、展示、科研和运行水平显著提高, 社会教育和服务能力显著增强。
2010	《湖南省战略性新兴产业文化创意产业发展专项规划》	大力发展工业设计、软件设计、建筑与规划设计、广告与咨询策划等创意设计产业, 着力提高创意设计业对二、三产业的关联度、渗透度和融合度。
2011	《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	大力发展公益性文化事业, 保障人民基本文化权益, 要构建公共文化服务体系; 加强博物馆、图书馆、美术馆、科技馆、纪念馆等公共文化服务设施和爱国主义教育示范基地建设。
2012	《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》	加强文化馆、博物馆、图书馆、美术馆、科技馆、纪念馆、工人文化宫、青少年宫等公共文化服务设施和爱国主义教育示范基地建设并完善向社会

		免费开放服务；构建现代文化产业体系。加快发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏等新兴文化产业。
2012	《国家文化科技创新工程纲要》	加强文化创意设计与展示自主核心技术和装备研发，形成整体技术集成解决方案；结合国家公共文化服务体系建设和，加强农家书屋、文化馆、图书馆、博物馆、科技馆等文化公共服务平台的网络化和数字化建设。
2012	《博物馆事业中长期发展规划纲要（2011-2020年）》	到2020年，博物馆公共文化服务人群覆盖率明显提高，从40万人拥有1个博物馆发展到25万人拥有1个博物馆；民办博物馆占全国博物馆比例逐步达到20%；2020年基本实现全国县级博物馆的现代化。
2014	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	创新公共文化服务提供方式，加大政府对创意和设计产品服务的采购力度；增加文化产业发展专项资金规模，加大对文化创意和设计服务企业支持力度。
2015	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提出了“十三五”时期公共文化服务体系基本建成，文化产业成为国民经济支柱性产业。

数据来源：国务院，各部委，地方政府，国泰君安证券研究

2.2.2. 居民消费水平提升，文化展馆展示行业迎百亿市场规模

博物馆数量、展示水平与发达国家存在一定差距，国内博物馆市场空间巨大。目前我国的博物馆事业经过多年的发展，博物馆的类型、藏品、内涵与功能已得到空前拓展和完善。中国国家博物馆 2016 年接待游客量达 755 万人，超过卢浮宫跃居全球第一，上海科技馆排名全球第七。但是博物馆数量、类型、展示形式与覆盖程度等方面都与欧美日等发达国家相比有一定差距。截止到 2015 年，美国博物馆数量达到 35144 座，平均一万人不到拥有一座博物馆。游览博物馆已成为一种休闲娱乐方式，美国民众参观博物馆年人均两次以上。我国《博物馆事业中长期发展规划纲要（2011-2020 年）》提出到 2020 年，博物馆公共文化服务人群覆盖率从 40 万人拥有 1 个博物馆发展到 25 万人一个博物馆。2015 年我国博物馆共计 3852 座，覆盖率为平均 36 万人一座，较西方发达国家水平具有巨大的发展空间。

图 21：国家博物馆和上海科技馆跻身全球展馆游客量前十

排名	博物馆，所在国家（地区）和城市	变化%	2016年游客量	2015年游客量	入场
1	中国国家博物馆，中国，北京	3.6%	7,550,000	7,290,000	免费
2	美国国家航空航天博物馆，美国，华盛顿特区	8.7%	7,500,000	6,900,000	免费
3	卢浮宫，法国，巴黎	-14.9%	7,400,000	8,700,000	付费
4	国家自然历史博物馆，美国，华盛顿特区	2.9%	7,100,000	6,900,000	免费
5	大都会艺术博物馆，美国，纽约	6.3%	6,700,000	6,300,000	付费
6	大英博物馆，英国，伦敦	-5.9%	6,420,000	6,821,000	免费
7	上海科技馆，中国，上海	6.2%	6,316,000	5,948,000	付费
8	国家美术馆，英国，伦敦	6.0%	6,263,000	5,908,000	免费
9	梵蒂冈博物馆，梵蒂冈	1.1%	6,067,000	6,002,000	付费
10	泰特现代美术馆，英国，伦敦	23.9%	5,839,000	4,713,000	免费

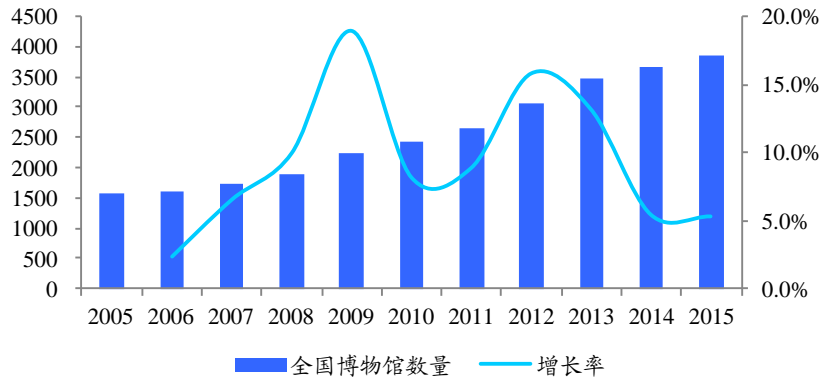
数据来源：TEA《2016 年主题公园报告》

根据中长期发展纲要的规划要求，若不考虑人口增长因素保守估计，2016-2020 年国内博物馆数量将至少增加 1868 座，至 2020 年博物馆总数达到 5720 座。《中国博物馆规范》博物馆分为三类：中央级、省级大



型博物馆；各系统省厅及省辖市中型博物馆；各市地、县局直属博物馆和县级市小型博物馆。依据 2015 年各级别博物馆比例，假设大型博物馆布展费用在 5000 万元，中小型博物馆在 2000 万，据此估算 2016-2020 年间新增规模为 485.7 亿元，则每年博物馆展陈系统的市场规模可以达到 97.14 亿元。

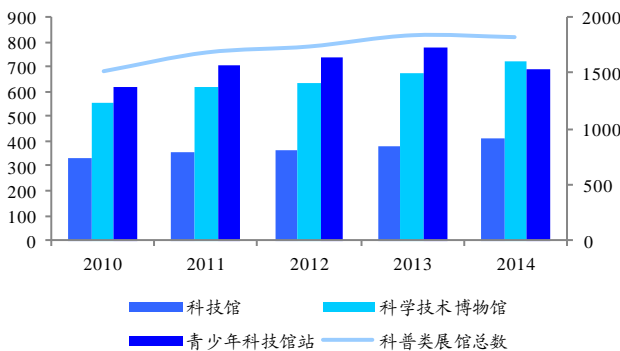
图 22: 国内博物馆数量逐年增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

科普事业备受重视，承担教育职能的科技馆在国内发展迅速。科普事业正越来越受到政府的关注和政策的青睐，对科技类主题展馆提出了现实需求。据全国科普统计数据，2014 年全国科普类展馆总数达 1820 个，比 2010 年增长了 309 个。对比其他国家地区的科技展馆数量与人口总数比例，我国大陆地区仅相当于美国的 1/4、英国的 1/2.4、日本的 1/8 和我国台湾地区的 1/7，覆盖规模与发达国家与地区仍有一定差距。随着生活水平的提高，在休闲旅游中感悟文化、扩展视野已经逐渐成为城市中的时尚，国内科技类博物馆在社会发展的背景下将迎来新的机遇期。

图 23: 国内各类科普主题展馆数量稳步增长



数据来源: 中国科普统计, 国泰君安证券研究

图 24: 与国外科技展馆覆盖率仍有一定差距

国家与地区	科技类博物馆数量	科技馆覆盖率 (万人/个)
美国	560	41
英国	80	75
日本	550	22
中国台湾地区	90	26
中国大陆地区	721	180

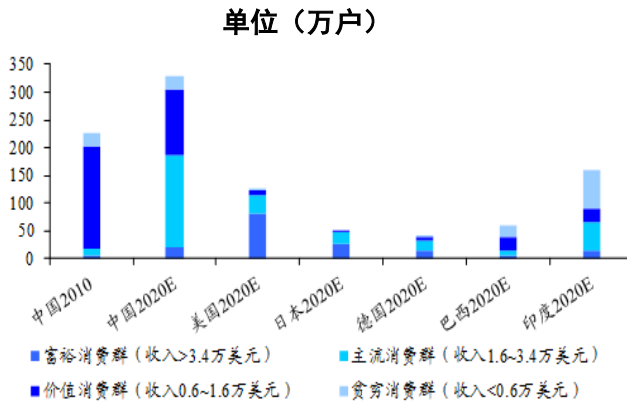
数据来源: 《我国科技类博物馆发展的现状分析和问题思考》, 国泰君安证券研究

2.3. 市场品牌意识增强，企业文化馆兴起

企业自身品牌意识的增强促进了企业文化展馆作为一种新的品牌建设方式兴起。随着国内企业品牌意识的逐步增强，文化品牌创新已经成为企业的一个重要发展方向，而企业文化展馆则是全方位品牌形象建设的

有效创新形式之一。与此同时，消费升级带来消费者品牌意识增强，消费者对于企业的品牌形象、文化底蕴等各方面关注度不断上升，也促使企业不断通过创新手段宣传品牌价值与企业文化。如今，中国电信、中国移动、茅台、华为、国家电网等大型企业均纷纷创建了自己的企业文化展馆。企业文化馆将成为企业宣传品牌价值与企业文化的重要形式，未来市场空间广阔。

图 25: 我国将拥有世界最大主流+价值消费人群



数据来源: 麦肯锡, 国泰君安证券研究

图 26: 茅台打造的数字文化馆

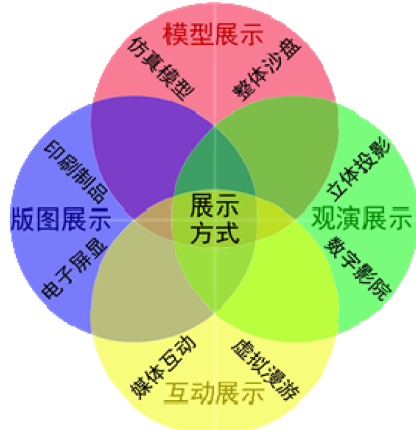


数据来源: 21cn.com

2.4. 数字多媒体技术成为展馆展示行业发展新趋势

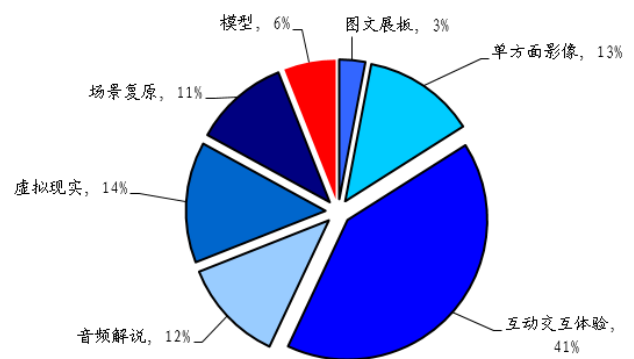
随着数字多媒体技术的革新，传统版图展示、模型展示已不能满足参观者多样化的需求，观演展示和互动展示正成为主要的展示方式。通过数字多媒体技术的应用，展馆展示设计发生了前所未有的变化：变静态展示为动态展示，变“以物为中心”为“以人为中心”，变传统直观展示为应用各种高科技手段，变观赏性为兼具娱乐性的展示。数字展示较传统展示有三大优点：更能节省物理空间，展示更有效率；以高清影像为主要内容，内容更丰富；展示更具有互动特性和体验性。从对展馆参观者的调研数据中，也可以看出相较于传统展示方式，目前参观者青睐具有体验性、互动性、沉浸式的展示方式。

图 27: 展示行业的主要展示方式



数据来源: 《虚拟现实技术在数字展示设计中的应用研究》

图 28: 观众最喜欢互动交互体验的展示方式

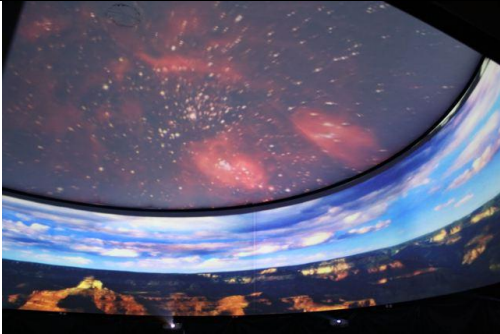





数据来源: 《展示行业的数字革命》，国泰君安证券研究



在新建设的展馆展示陈列中，新媒体的实际总投入已占到展示设计总体投入 25%以上，且这个占比还在提升。目前，3D、4D 特效影片、互动体验技术、数字沙盘、穹顶屏幕、VR/AR 等先进技术已经开始出现在各类主题展馆中，新的展示形式开启了各类主题展馆展示的新篇章。随着多媒体系统及硬件技术的进步，数字影像产品的创意内涵、成像效果、展示效果将进一步提升，表现形式更加丰富，并能够更好地实现制作人员富有创意的构思。行业整体技术水平的提升将促进空间环境艺术设计服务市场的良性发展。

表 3: 数字多媒体技术在各类文化主题展馆中应用更加普遍

数字展示手段	功能介绍	图示
穹幕投影技术	采用虚拟现实技术来制作360度球幕虚拟场景。其使用鱼眼投影对球面，特别是虚拟球体时产生立体沉浸效果。	
特效影片	特效影片通过影视领域的延伸和制作软件方面的各项技术，使观影者有身临其境的体验。	
数字沙盘	数字沙盘是通过声、光、电、图像、三维动画以及计算机程控技术，运用数字投影来实现，数字沙盘可以充分体现区位特点。	
互动技术	互动技术包括投影互动技术、视频互动技术和互动游戏。通过捕捉设备比如感应器等对参观者等进行捕捉拍摄，然后由影像分析系统分析，该动作数据结合实时影像互动系统，使参与者与屏幕之间产生紧密结合的互动效果。	

AR/VR 技术

电脑模拟产生的虚拟世界，提供使用者关于视觉、听觉、触觉等感官的模拟，让使用者如同身历其境一般。



数据来源：公司招股书，Wind，国泰君安证券研究

以虚拟现实技术和增强现实技术为例，目前已在各类展馆中成功运用：

虚拟现实技术（VR）综合利用了多媒体技术、仿真技术、人工智能技术、多传感器技术等，模拟出一种实时的、三维的虚拟环境，使参与者有身临其境的参与感，创造更加立体化、多层次的沉浸式的体验。通过虚拟现实技术，展示方式及手段发生质的变化，由原来的传统的静态展示变为了动态的虚拟的数字化展示。同时观众的角色也发生了重大的变化，由被动接受信息变为了主动参与体验，发挥了自身的主观能动性。

- **故宫博物馆：360° 全景漫游技术：**全景漫游是以静态图像为基础，把二维的静态图像模拟仿真成三维的立体空间在计算机网络上呈现给观众。通过摄影技术无缝处理拼接 360° 全景图像，然后配合其他相关软件呈现在互联网上，观众可对虚拟空间进行操作，对展品与场景可放大、缩小、360° 旋转等，使观众突破时间、空间限制，全方位观览珍贵藏品。

图 29：故宫博物馆的全景漫游技术突破了展陈的时间、空间限制



数据来源：故宫博物馆官网

- **上海科技馆球幕影院球幕影院：**通过环幕、球幕等投影形式可实现沉浸式体验，不仅能充分的展现出城市建筑规划的美轮美奂、自然物种的繁衍生息，还能展现浩瀚繁星的无穷奥妙等难以展示的项目。以球幕投影为例，展厅为穹顶式样，银幕呈现半球形态可把观众全部包围进去，一般情况下人的可视范围在 150° 时就会呈现沉浸式

的体验，而这种球幕银幕放映的可视范围前后 180° 左右可达 360°，呈现无死角的完美画面。上海科技馆的球幕影院放映设备应用了现今全球高技术含量的 IMAX 单机放映系统，“波形环状”输片设计使银幕画面更加高清，给观众一种强烈的亲临感，仿佛触手可及一般。

图 30: 上海科技馆的球幕影院提供给观者独一无二的沉浸式体验



数据来源：上海科技馆官网

增强现实技术 (AR) 被称为“混合现实”或“合成的现实”，是基于现实的物质世界，将计算机模拟生成的虚拟世界的数据和信息叠加到现实的环境中，与真实环境融为一体，来增强显示现实的物质世界中事物的信息。为使用者在同一时间更多纬度上提供更多更详细的可参考的数据与信息，补充了现实世界的内容，增强使用者对真实场景的感知体验，从而实现沉浸式的人机交互，实现了由以往的“人主动适应机器”向“以人为本，为社会服务”的转变，增进对展品的理解与认识。

- **加拿大皇家安大略博物馆：**在“恐龙复原”展区巨型恐龙骨架前放置了移动设备 ipad 显示器，当观众点击显示器屏幕时，增强现实的应用就会被激活。显示器上就会显示出有血有肉活灵活现的恐龙实体，观众可看到真实的恐龙及运动，而不仅仅是恐龙的骨骼化石。展馆陈列中通过应用增强现实技术，实现真实与虚拟交互的展示空间，使展示更加的鲜活，为观众呈现穿越时空的画面。

图 31: 加拿大安大略博物馆运用了增强现实技术的“复原恐龙”展



数据来源：《博物馆展示设计中新媒体的应用研究》

3. 创意为先&技术驱动，最好的时代才刚刚开始

展览展示行业是创意与技术的结合，需要出众的创意以创造展示内容，同时需要先进的技术将内容完美展现。公司一直秉承“设计领衔，科技依托、跨界总包”的经营理念，以“国际+本土”的专业化团队，形成了自己的创作风格和设计特色。同时通过不断的技术研发，掌握了数字沙盘、立体投影技术、虚拟现实、动感影院特效技术、多媒体互动技术、全息成像技术、裸眼 3D 技术等诸多高科技数字化展示技术的应用。与国内同类企业相比，公司竞争优势突出，最好的时代才刚刚开始。

3.1. 公司竞争优势明显，行业地位一马当先

3.1.1. 无可比拟的跨界创意设计优势

公司设计团队由西班牙顶级建筑师、同济著名建筑师领衔，主要设计师均有建筑设计专业科班出身的背景，从而以其专业性保证了规划馆展示设计的专业独特性。公司董事长兼首席设计总监李晖先生毕业于上海同济大学建筑系，为中国建筑学会理事、世界华人建筑师协会创会会员，业内地位显著。公司坚持以设计师负责制为原则，打造了一支拥有丰富创意设计经验、专业的数字技术知识和深刻文化底蕴的复合型人才队伍。团队配有室内设计师、布展设计师、美院平面设计师、舞美设计师、灯光及影音顾问、多媒体互动软件设计顾问等多范畴设计骨干。公司曾被中国建筑装饰协会评为 2014 年度优秀设计师团队和 2012-2013 年度十大最具影响力设计机构。公司在多年行业实践中保持开放的创意理念积极进行创意试验，并结合项目特色开发新创意和技术应用。

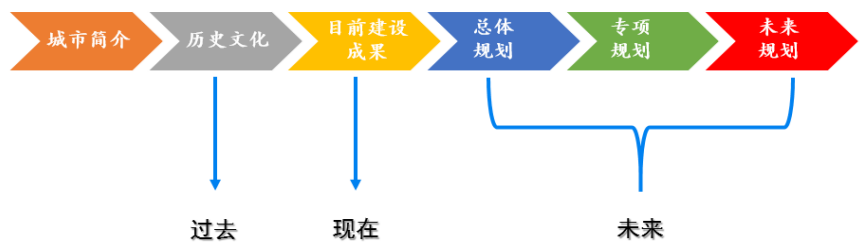
图 32：公司董事长兼首席设计总监李晖先生业内地位显著



数据来源：中装新网

创意设计展览展示行业中的重要性类似于内容制作之于影视行业。以城市规划馆为例，其设计思路一般从“过去”、“现在”再到“未来”，成百上千个城市规划馆的展示若没有独特的创意设计容易出现千篇一律的情况。因此设计师需要深入了解城市特征，通过创意设计突出重点内容，并设计数字化展示模块和互动体验方式使参观者获得独一无二的体验。

图 33: 城市规划馆的展示设计大多遵循“过去、现在、未来”的思路



数据来源：中装新网

公司通过创意设计，将枯燥的展示内容互动化、娱乐化和具象化，大大提升了展示的效果。在公司设计的城市规划馆中，灵活运用城市知识问答——“一站到底”、城市风景漫游——“能量单车”等互动展示模块，以及城市数字立体展廊、数字沙盘等展示方式，大大提升了展示效果。多年的经验积累和强大的设计师团队，使得公司在国内展馆创意设计方面的领先优势无可撼动。

图 34: 公司为城市规划馆提供的多种互动化、数字化展示设计



数据来源：公司官网

3.1.2. 业内领先的数字文化展示技术优势

公司在发展的过程中深刻理解数字科学技术对创意设计实现的重要性，不断创新和开展展览展示的新技术、新应用。公司目前已掌握了数字沙盘、立体投影技术、虚拟现实、动感影院特效技术、多媒体互动技术、全息成像技术、裸眼 3D 技术等诸多高科技数字化展示技术的应用。以展示体验系统的重要环节影视动画制作的技术应用为例：公司在项目实施中运用超高清数字拍摄和 4K 高清航拍、超高清三维动画渲染等技术制作模型沙盘总规影片；运用隔空互动技术与三维动画影片相结合制作隔空互动体验空间影院；运用三维特效动画手段实现大型裸眼 3D 数字空间制作数字沙盘影片；采用高清数字拍摄和后期达芬奇调色系统，真实展现人文历史与风景；通过各类高科技数字化技术的合理应用，使展陈空间达到最理想的展示体验效果。公司目前已拥有 11 项专利技术和 86 项软件著作权，多年积淀的技术优势确保公司的先进设计理念能实践落地，使参观者有更好的观展体验。

图 35: 展示行业的主要展示方式

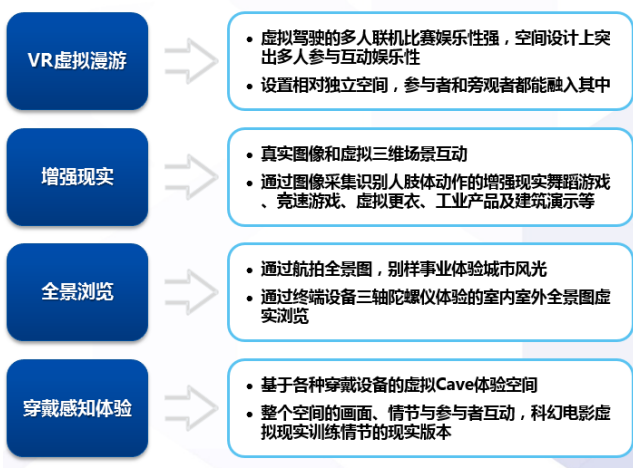


图 36: 公司为兰州馆设计羊皮筏 VR 虚拟漫游体验



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

数据来源：公司官网

图 37: 公司的 360° 环幕影院实现无死角展示



数据来源：公司官网

图 38: 公司打造的 5D 数字互动影院

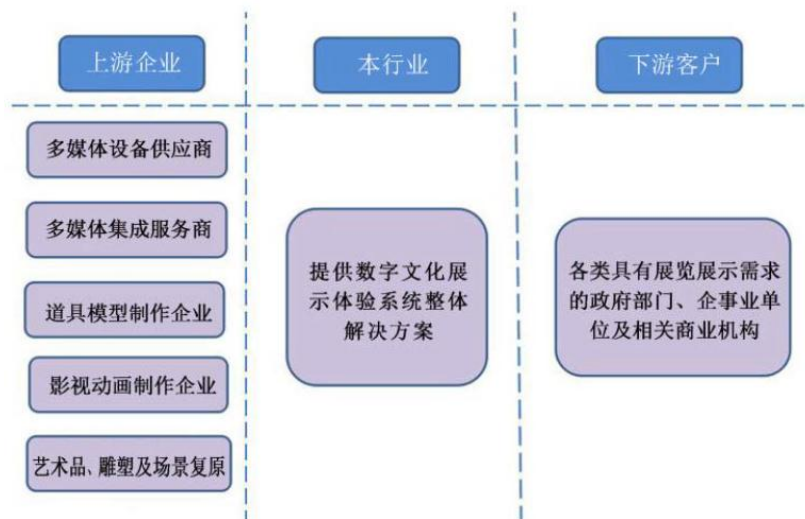


数据来源：公司官网

3.1.3. 从创意到实施的一体化全程控制运作服务优势

公司采用“设计领衔、科技依托、跨界总包”的经营理念，在具体项目实施中运用一体化全程控制的运作模式为各类空间展示需求场景提供数字文化展示体验系统。“跨界总包”强调各部门之间的整合，使各领域的不同施工队伍规范有序地生产，保证了项目的质量、工期、安全、成本等关键要素。公司已构建起涵盖策划、设计、实施和维护服务的完整数字文化展示体验业务链体系。与传统的环节服务模式相比，一体化全程控制运作模式具有快速反应优势、整体品质优势和成本优势。

图 39: 公司通过跨界总包，为下游客户提供一体化的解决方案



数据来源：公司招股说明书

3.1.4. 良好的品牌与经验优势

随着客户成熟度的提高，展览展示行业正在由粗放型向品质型转变，由单纯的价格竞争、关系竞争向品质竞争、服务竞争转变，客户愿意为更



专业的服务支付更高的费用。公司一直坚持通过高品质的创意设计和
技术实现成果构建自己的品牌，坚持通过质量管理、诚信经营和完善的
服务来打造自己的品牌，通过新一代的技术和系统，为客户有层次、有重
点、立体地呈现展示内容，满足客户个性化展览展示需求。经过多年经
营积累，公司在业内已形成了较高的知名度和美誉度，设计并实施完成
了一大批有影响力的项目。长期积累的市场品牌、丰富的成功项目经验
和持续领先的行业地位是公司不断拓展市场、获取订单的有利条件。

表 4: 公司在手订单丰厚，拥有多个大型项目

代表性项目	
1	最具人气文化热点——长沙城市馆
2	复合型城市文化地标——广州城市馆
3	国家新区前沿窗口——舟山群岛新区馆、珠海横琴自贸区馆
4	敬畏历史，文化复兴——呼和浩特市非遗馆
5	智慧城市建设大数据应用——海南三亚智慧旅游体验中心
6	世代传承工匠精神——珠三角工匠精神展示馆
7	上海之根、海派之源——上海松江广富林文化展示馆
8	科普教育的创新阵地——常德市科技馆
9	主题鲜明的文化展示——成吉思汗陵博物馆
10	述说城市，追忆人文——广州新地方志馆
11	记载城市交通发展的足迹——青岛地铁博物馆
12	特色小镇的个性表达——宁海汽车小镇展示馆

数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

3.2. 40 亿在手订单业绩弹性巨大，市场份额有望进一步扩张

截至 2017 年 7 月 31 日，公司在手订单合计金额达到 39.54 亿元。公司在手订单充足，一方面显示了下游客户对数字文化展示体验系统产品、服务需求的持续增长，同时也体现了公司具备良好的市场竞争力。近 40 亿的在手订单为公司未来几年营收和净利的持续增长奠定了坚实的基础。从过去三年与同行业竞争对手的营收、归母净利的对比上可见，公司的领先优势在不断扩大。展览展示行业的核心生产力是设计人才，上市之后公司资金实力将进一步增强、激励机制进一步完善，未来市场份额有望继续扩大。

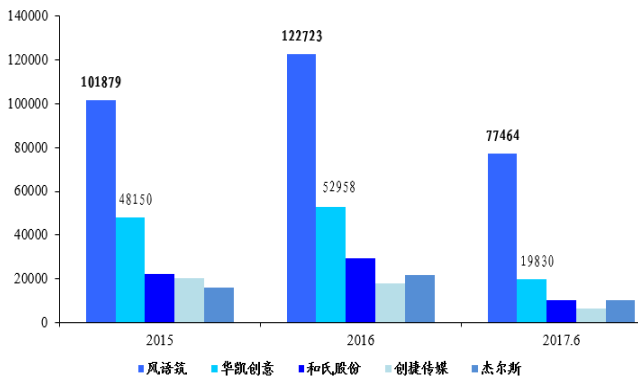
表 5: 公司拥有近 40 亿的在手订单，业绩弹性极大

类型	数量	金额 (亿元)
已中标未签合同订单	23	10.36
已签合同未开工订单	45	15.26
在建订单	62	12.56
2017 年 7 月期间完工订单	10	1.36
合计	140	39.54

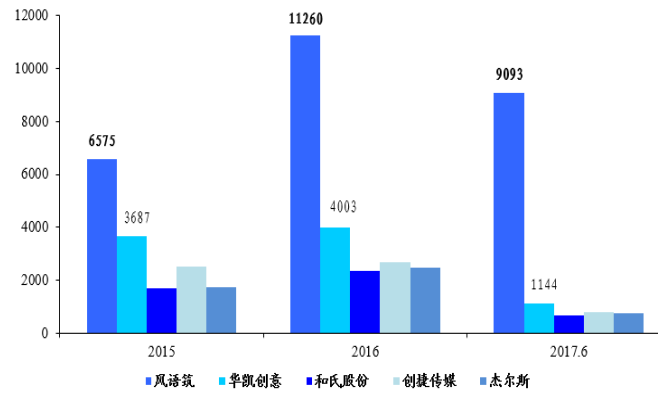
数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

图 40: 2015-17H1 行业主要公司营收 (万元)

图 41: 2015-17H1 行业主要公司归母净利润 (万元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.3. 募投项目高瞻远瞩，重点研发 VR/AR 技术应用

公司此次募集资金共计 7.64 亿元，除了补充营运资金的 2.5 亿元之外，其他资金均投入于前瞻性技术的研发和推广。

表 6: 公司募集资金投向情况

类型	募集资金投资额	项目备案情况
数字文化技术开发与应用研究中心建设项目	25268.22	闽发改投备[2016]8 号
展示体验营销中心建设项目	10456.91	闽发改投备[2016]5 号
三维城市展示及地理信息化项目	15628.46	闽发改投备[2016]21 号
补充营运资金项目	25000.00	
合计	76353.59	

数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

- 公司拟建设国内领先的**数字文化技术开发与应用研究中心**，研究开发国内外领先的数字文化展示技术并实现技术的更新与升级。公司将通过与创意设计相结合的方式将自主研发的数字文化展示技术应用到各类展览展示场馆及空间，使其呈现出视觉、听觉、触觉等立体化的展示效果，让用户在有限的空间体验更多的内容。包括新一代 VR、AR 技术的展示科技应用研发、互动技术的开发升级、全息技术的开发应用、影视动漫制作以及 7D 互动影院与 7D 电影内容相关的技术开发与研究等。项目投成之后，有望成为国内 VR/AR 技术应用最为成熟的公司之一。
- 展示体验营销中心建设项目**拟在风语筑设计大楼内进行整体展示项目新建或改造，包括展示体验营销中心和信息化建设两个分项。其中，展示体验营销中心的建设主要包括数字沙盘到三维城市展示及地理信息化服务系统的建设、7D 动感影院示范体验建设、云数据中心建设、视频会商系统建设、设计大楼整体创意设计改造、虚拟现实体验中心建设等几大方面。通过上述项目的建设，展示体验营销中心将通过单独展项或主题空间的设置予以过渡衔接，给参观体验者以视觉冲击力；信息化建设主要是对风语筑设计大楼进行信息化改造。

➤ **三维地理信息系统的研发**将在公司现有以实现城市核心功能区三维数据模型为主的数字沙盘技术应用基础上，通过构建、调用地理信息等各类基础数据库，进一步实现辅助规划决策智能会议室系统技术应用，三维城市展示及地理信息化服务越来越多的应用于数字文化展示领域中。公司作为数字文化展示领域的领先企业，发展三维城市展示技术及地理信息化项目是公司拓宽业务领域，增强公司盈利能力的途径之一，也是公司主动适应市场需求的必然结果。

图 42: 公司为长春规划馆提供的大数据分析



数据来源: 公司官网

4. 盈利预测与估值

我们采取相对估值法与绝对估值法两种方法对公司进行估值，根据两种估值方法，我们给予公司目标价至 86.46 元，给予“增持”评级。

4.1. 相对估值法

5.1.1. 核心假设

我们的核心假设如下:

(1) 营收及毛利率:

受益于城市馆向三四线城市扩张及原有展馆设备更新、园区馆和综合展览馆需求大幅提升，公司各项分类业务增长假设:

城市馆展示系统 2017 至 2019 年营收分别增长 28%/30%/32%; 毛利率稳中有升;

园区馆展示系统 2017 至 2019 年营收分别增长 35%/40%/45%; 毛利率稳中有升;

综合展览馆展示系统 2017 至 2019 年营收分别增长 45%/50%/55%; 毛利率稳中有升;

其他展示系统 2017 至 2019 年营收分别增长 15%/20%/25%; 毛利率稳中

有升。

(2) 费用:

考虑到公司行业龙头地位稳固, 假设 2017-19 年销售费用率稳中有升, 为 3.17%/3.3%/3.5%。同时考虑到公司管理效率提升, 假设 2017-19 年管理费用率 8.3%/8.4%/8.4%, 基本保持稳定。

5.1.2. 盈利预测

根据我们的核心假设, 我们预计 2017-2019 年, 公司可实现的收入分别为 15.65 亿元、20.67 亿元和 28.06 亿元, 同比增长 27.5%/32.1%/35.7%; 实现归属母公司的净利润分别为 2.22 亿元、2.96 亿元和 4.07 亿元, 分别同比增长了 97.1%/33.5%/37.3%, 对应 EPS 分别为 1.54/2.06/2.83 元。

表 7: 预测利润表 (百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	804	1,019	1,227	1,565	2,067	2,806
增长率	35.29%	26.7%	20.5%	27.5%	32.1%	35.7%
营业成本	-594	-742	-891	-1,123	-1,474	-1,988
%销售收入	73.8%	72.8%	72.6%	71.8%	71.3%	70.9%
毛利	211	277	336	442	593	818
%销售收入	26.2%	27.2%	27.4%	28.2%	28.7%	29.1%
营业税金及附加	-27	-33	-20	-13	-17	-22
%销售收入	3.3%	3.3%	1.6%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-22	-28	-49	-50	-68	-98
%销售收入	2.8%	2.7%	4.0%	3.2%	3.3%	3.5%
管理费用	-70	-108	-109	-130	-174	-236
%销售收入	8.7%	10.6%	8.9%	8.3%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	92	108	158	250	335	461
%销售收入	11.4%	10.6%	12.9%	16.0%	16.2%	16.4%
财务费用	3	1	-3	0	0	0
%销售收入	-0.4%	-0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-16	-29	-34	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	3	5	6	7
%税前利润	2.8%	2.7%	2.6%	1.9%	1.7%	1.5%
营业利润	81	82	124	255	341	468
营业利润率	10.1%	8.0%	10.1%	16.3%	16.5%	16.7%
营业外收支	4	4	7	3	4	5
税前利润	85	86	131	258	345	473
利润率	10.6%	8.4%	10.7%	16.5%	16.7%	16.9%
所得税	-21	-20	-18	-36	-48	-66
所得税率	24.3%	23.3%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	65	66	113	222	296	407
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	65	66	113	222	296	407

净利率 8.0% 6.5% 9.2% 14.2% 14.3% 14.5%

数据来源：国泰君安证券研究

5.1.3. 可比公司估值

我们选取华凯创意、利亚德、丝路视觉进行可比公司估值。根据可比公司估值，2017~2019 年公司同行业可比公司平均估值分别为 53.92/46.36/37.67 倍 PE，相应的公司对应估值水平为 40.50/30.33/22.10 倍，公司估值具有相当的吸引力。

我们认为，公司创意+技术优势突出，品牌地位雄厚，随着展示行业下游需求的提升和数字化改造浪潮迭起，公司有望享受长期增长红利。基于相对估值方法，我们给予公司 2017 年行业平均估值 53.92 倍，相对估值法下公司合理估值为 83.08 元。

表 8:可比公司估值比较 (截止到 2017 年 11 月 17 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股) (wind 一致预期)			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300592.SZ	华凯创意	20.48	25.06	0.40	0.49	0.57	50.63	42.03	35.8
300296.SZ	利亚德	22.51	366.67	0.74	1.12	1.54	30.31	20.16	14.7
300556.SZ	丝路视觉	23.35	25.95	0.29	0.30	0.37	80.82	76.91	62.57
行业均值							53.92	46.36	37.67
603466.SH	风语筑	62.40	89.86	1.541	2.057	2.825	40.50	30.33	22.1

数据来源：wind，国泰君安证券研究

5.2. 绝对估值法

我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下，公司合理估值为 86.46 元。我们绝对估值法的假设如下：

图 43: FCFF/WACC 估值法基本假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.10	股本总额	144.00
无风险利率Rf	2.50%	股价	66.41
风险溢价	5.50%	股本价值Ve	9,563.04
资产贴现率Ka	8.55%	债务总额Vd	51.13
加权平均资本成本WACC		债务利率Kd	5.00%
		实际税率Tc	14.05%
债务比率D/(E+D)	0.53%	股票Beta	1.00
权益比率E/(E+D)	99.47%		
WACC	7.98%	股票贴现率Ke	8.00%

数据来源：国泰君安证券研究

综合相对估值与绝对估值两种方法，我们认为，依托公司在展示产业品牌积累，公司有望迎来未来三年的黄金发展期。给予公司目标价 86.46 元，首次给予“增持”评级。



6. 风险提示

6.1. 应收账款回收风险

随着公司业务规模扩大，应收账款余额可能将保持较高水平，加之宏观经济变化，存在一定回收风险。

6.2. 人力资源管理风险

高素质人才是公司健康持续发展的关键因素。随着公司经营规模的持续扩大，公司对高素质的经营管理、科研开发、文化创意和市场支持等方面的人才需求相应增加，公司面临人才储备不足的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		