中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评报告　　其他休闲服务Ⅱ

三季度收入、利润增长超预期，疫情后行业龙头加快复苏

锋尚文化(300860)

事件

公司发布三季报，前三季度公司实现营业收入8.27亿元，同比增长26.58%；实现归母净利润2.04亿元，同比增长15.93%；实现扣非归母净利润1.89亿，同比增长12.48%。第三季度公司实现营业收入3.99亿元，同比增长63.37%；实现归母净利润1.70亿，同比增长17.85%；实现扣非归母净利润1.01亿元，同比增长15.50%。

简评

1、净利润增速超此前预期。公司前三季度实现归母净利润2.04亿，同比增长15.93%，此前管理层测算业绩增速为-5.11%至5.93%；第三季度实现归母净利润1.07亿，同比增长17.85%，此前管理层测算第三季度业绩增速为-21.91%至-1.11%。前三季度和第三季度的归母净利润均超过管理层在招股书中的预测上限。

2、第三季度收入高增，疫情后回暖明显。公司第三季度实现营业收入3.99亿元，同比增长达到63.37%。根据招股书披露，截止2019年末公司在手订单数量共计17个，金额共计13.15亿元。其中第一项合同为"《天汉传奇》《汉颂》《汉乐府》节目制作及汉中汉源湖演出背景艺术灯光制作项目"，合同金额4.08亿元。公司投资者关系记录显示，第三季度公司确认汉中项目。因此，汉中项目的确认成为第三季度驱动公司收入高增长的核心。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	573	912	1,087	1,447	1,795
YoY(%)	177.7	59.3	19.2	33.1	24.1
净利润(百万元)	136	254	298	399	506
YoY(%)	152.1	86.6	17.4	34.0	26.8
毛利率(%)	40.1	40.6	39.8	40.4	41.7
净利率(%)	23.8	27.8	27.4	27.6	28.2
ROE(%)	36.3	40.3	13.3	15.1	16.1
EPS(摊薄/元)	2.52	4.70	4.13	5.54	7.03
P/E(倍)	57.9	31.0	35.2	26.3	20.7
P/B(倍)	21.0	12.5	4.7	4.0	3.3

首次评级　　买入

杨艾莉
yangaili@csc.com.cn
-
SAC 执证编号：S1440519060002
发布日期：2020年10月20日
当前股价：145.6 元

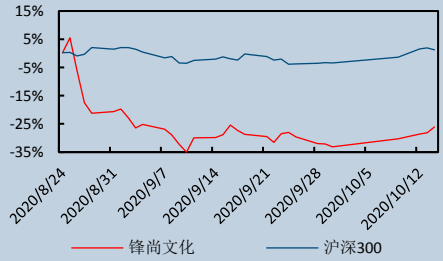
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1个月	3个月	12个月
5.61/1.72	5.49/6.44	5.49/-17.4

12月最高/最低价（元）	242.0/126.01
总股本（万股）	7,207.41
流通A股（万股）	1,709.55
总市值（亿元）	104.94
流通市值（亿元）	24.89
近3月日均成交量（万股）	230.91
主要股东	
沙晓岚	41.96%

股价表现



相关研究报告

3、收入与成本确认进度存在差异导致毛利率/净利率有所下滑。公司前三季度毛利率为 36.26%，同比下滑 4.3pct，第三季度毛利率 36.49%，同比下滑 15.49pct。受毛利率影响，前三季度净利率为 24.65%，同比下滑 2.26pct。

根据公司投资者关系记录显示，毛利率下滑主要系第三季度公司收入与成本确认进度有所差异导致。通常而言，公司的项目会在整体执行完成后依据合同金额一次性确认收入（不按项目流程分步确认收入）。第三季度公司确认的汉中项目，尚有一部分未进行整体结算，公司仅按照合同额进行确认，而项目对应的所有成本已经确认。因此导致三季度毛利率偏低。公司认为后续汉中项目将有部分收入继续确认。

4、期间费用保持稳定。公司前三季度期间费用率为 4.1%，同比上升 0.1pct，基本保持稳定。其中管理费用仍为主要构成，管理费用率为 3.2%，同比上升 0.1pct，销售费用率继续保持 1%的低位，同比上升 0.1pct，虽然销售费用率仍然较低，但公司在今年 8 月成立了销售部门，由过去纯粹依靠项目的口碑传播逐渐向口碑+主动销售两个方向共同发力。此外，公司第三季度产生 445.22 万的研发费用，去年同期无研发费用，显示公司对于技术能力积累的重视增加。

5、第三季度现金流环比恢复。前三季度公司经营活动现金流为 2488.85 万，同比降低 86.76%，主要是因为疫情影响客户回款所致，其中第三季度经营活动现金流为 7917.55 万，同比降低 42.91%，但环比上半年的-5428.7 万已经有显著的改善，预计 Q4 公司现金流将随疫情局面进一步改善而改善。

6、我们认为公司三季度收入和利润的超预期增长，体现出公司核心竞争力：

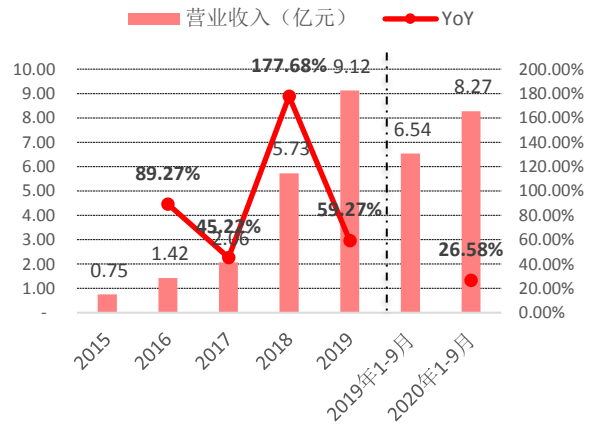
- **历史项目口碑持续拉动和转换公司新项目。**公司有持续获得优质项目的能力：如 2016 年承接 G20 杭州峰会《最忆是杭州》总制作后 2017 年将其改编为实景旅游版本在杭州进行驻演；2018 年公司在山西省运动会项目后，在山西省内获取的《如梦晋阳》、第二届全国青年运动会开闭幕式等项目累计金额已经超过 3 亿元。公司既可以在同一客户处持续获得新的项目，也可以通过一次省级大型活动在省内获得其他类型的相关业务。而公司的三项业务之间不断形成业务转化：通过大型文化演艺活动造就公司的业界声誉和品牌，并通过此持续吸引其他有文化旅游演艺和景观艺术照明需求的客户。
- **ROE 高于行业平均水平。**2017-2019 年公司 ROE 分别为 40.74%/44.84%/50.56%，高于行业平均水平。
- **品牌价值大，销售费用率低。**公司 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月的销售费用率为 0.35%/0.52%/1.05%/1%，低于行业平均水平，公司依靠过去几年获取的国家级大项目在行业中形成口碑和品牌影响力，便可持续获取优质项目：对于一般项目，由于公司市场影响力与综合竞争力较强，大多由客户主动与公司进行接洽，公司在获取项目信息后，根据项目规模、特点、难点、风险点、收费水平等对项目进行全面评估后决定是否承接，并具有较高的议价能力；对于个别重大特殊项目，公司凭借过往的大型项目经验和市场声誉，在承接该类项目时具有一定优势。

7、盈利预测：我们认为公司在灯光演艺行业具有极高的护城河及品牌声誉。行业格局较为分散，公司 2019 年收入体量已达到 9 亿元，是行业绝对的龙头。随着公司上市，在资金、资源、人才等方面的优势将更加突出。我们认为公司有机会利用资本市场各种手段，加大内外部人才吸引，持续扩充产能，保持较高速度增长。

预计公司 2020-2022 年主营业务收入分别为 10.87 亿、14.47 亿和 17.95 亿，分别同比增长 19.2%、33.1%和 24.1%。预计 2020-2022 年净利润为 2.98 亿、3.99 亿、5.06 亿，分别同比增长 17.4%、34.0%、26.8%，EPS 分别为 4.13、5.54、7.03 元，最新收盘价对应 2020-2022 年 EPS 的市盈率分别为 36.5x、27.2x、21.5x。首次覆盖给予买入评级。

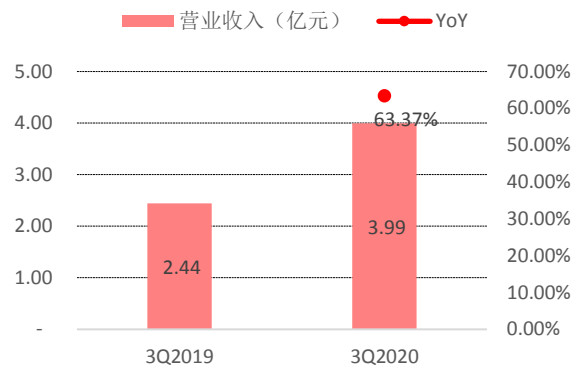
风险提示：国家重大项目执行风险、市场竞争风险、高端创意人才不足的风险等。

图表1： 公司营业收入及增速



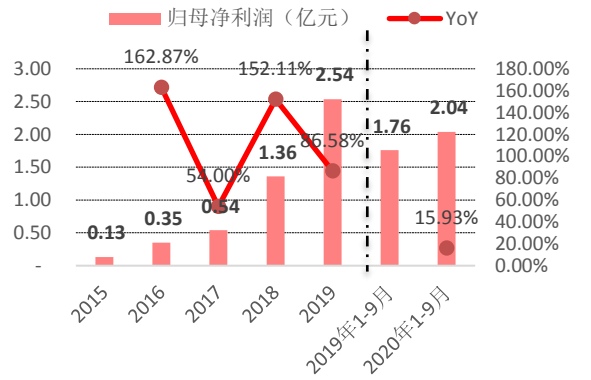
资料来源：Wind，中信建投

图表2： 公司单季度营业收入及增速



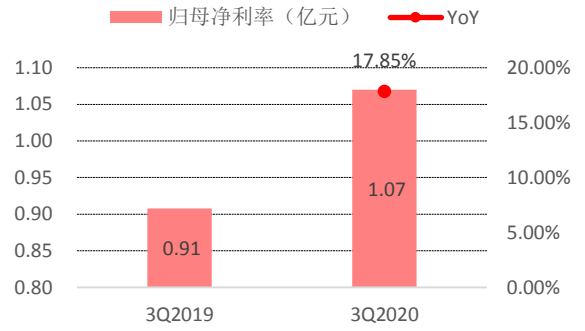
资料来源：Wind，中信建投

图表3： 公司归母净利润及增速



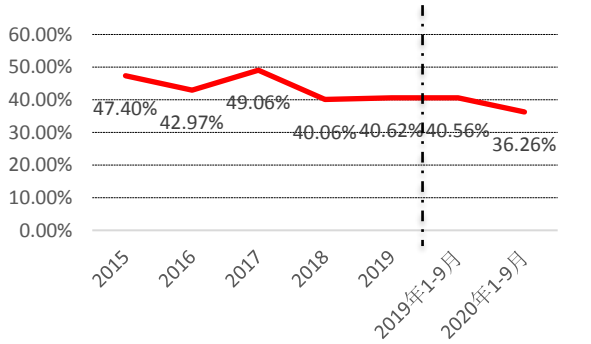
资料来源：Wind，中信建投

图表4： 公司单季度归母净利润及增速



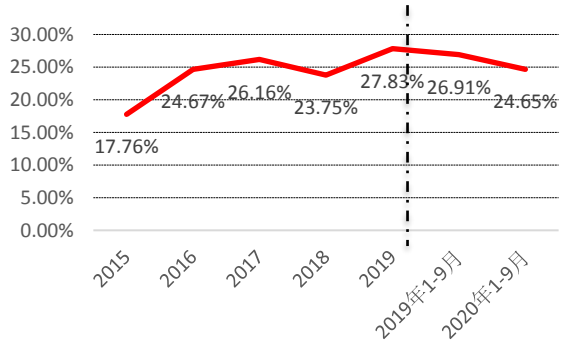
资料来源：Wind，中信建投

图表5： 公司毛利率情况



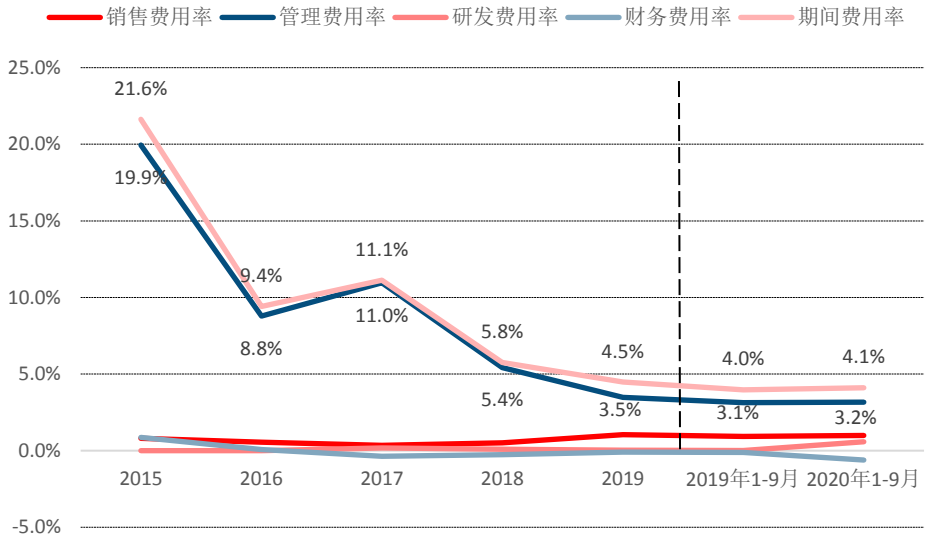
资料来源：Wind，中信建投

图表6： 公司净利率情况



资料来源：Wind，中信建投

图表7： 锋尚文化期间费用率



资料来源：Wind，中信建投

分析师介绍

杨艾莉：中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：杨洁
邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话：（8621） 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话：（86755）8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk