

首次覆盖

评级：增持

目标价格：40.70

当前价格：34.78

2017.02.24

国内领先的空间环境艺术设计行业服务商

——公司首次覆盖报告

本报告导读：

公司凭借领先的创意和技术优势，通过打造一站式空间环境艺术设计整体解决方案，全面受益于消费升级和城镇化加速带来的展馆空间艺术行业高速成长的市场红利。

投资要点：

- 首次覆盖增持评级，目标价 40.7 元。公司凭借创意+技术优势和“多元总包”的一体化项目管理模式，打造一站式空间环境艺术设计整体解决方案，全面受益于消费水平和企业品牌意识同步升级以及政府城市规划重视程度提升带来的文博馆、城市规划馆等展馆空间艺术设计行业高速增长市场红利。预计 2016-2018 年 EPS 为 0.33/0.37/0.50 元，给予公司目标价 40.7 元，首次覆盖，给予增持评级。
- 品牌意识及文化消费需求提升带来展馆行业千亿空间。首先居民文化娱乐消费水平提升以及科学素养提升带来博物馆等公共文化设施千亿级别市场规模；其次城市化率提升带来政府对城市规划重视程度提升，城市规划馆行业前景可观；最后消费升级引致居民品牌消费意识提升，同时企业营销方式由以前的产品宣传转向企业品牌和文化价值塑造，企业文化馆方兴未艾。而 3D/VR/CG 等数字多媒体技术为文化主题展馆的创意实现、互动体验带来了全新工具。
- 模式创新占据主动地位，创意+技术构建核心竞争力。公司采取独特的多元总包项目制的整体运营模式，把握产业顶端优势，一方面缩短项目周期，通过合理外包优化收入结构，另一方面有效整合全资源，突出公司创意与技术优势，掌握核心创意设计环节实现对项目的整体把控。公司此次 IPO 募投项目主要集中于创意技术研发和数字多媒体产能扩张，未来有望持续强化公司创意和技术优势，从而实现在空间艺术创意设计领域市场份额和毛利率的双重提升。
- 风险提示：单一项目收入占比过大及市场竞争带来一定不确定性

交易数据

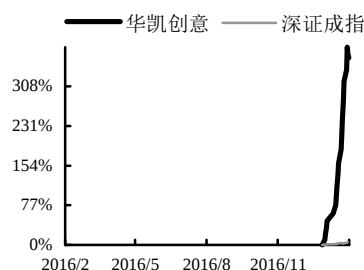
52 周内股价区间（元）	6.25-37.78
总市值（百万元）	4,256
总股本/流通 A 股（百万股）	122/31
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	25%
日均成交量（百万股）	352.31
日均成交值（百万元）	121.94

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	321
每股净资产	2.62
市净率	13.3
净负债率	17.06%

EPS（元）	2015A	2016E
Q1	-	0.03
Q2	-	0.04
Q3	-	0.16
Q4	0.30	0.10
全年	0.30	0.33

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	322%	0%	0%
相对指数	316%	5%	-1%

财务摘要（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	436	482	512	573	633
(+/-)%	4%	11%	6%	12%	10%
经营利润（EBIT）	55	49	49	59	69
(+/-)%	23%	-10%	1%	20%	17%
净利润	37	37	41	45	61
(+/-)%	21%	1%	10%	11%	37%
每股净收益（元）	0.30	0.30	0.33	0.37	0.50
每股股利（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率(%)	12.6%	10.2%	9.6%	10.3%	10.9%
净资产收益率(%)	14.3%	12.6%	12.2%	8.8%	10.8%
投入资本回报率(%)	16.3%	13.3%	12.4%	9.0%	10.1%
EV/EBITDA	54.8	59.5	59.7	52.9	44.4
市盈率	121.4	120.5	109.5	98.8	72.3
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

模型更新时间：2017.02.24

股票研究

社会服务

传播文化业

首次覆盖

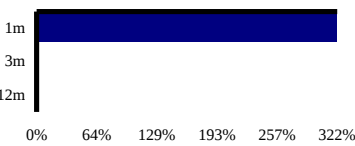
评级：增持

目标价格：40.70

当前价格：34.78

2017.02.24

绝对价格回报 (%)



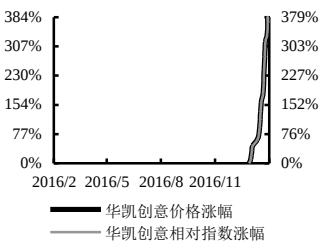
52 周价格范围 6.25-37.78

市值 (百万) 4,256

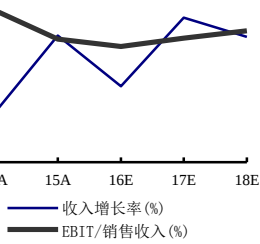
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	436	482	512	573	633
营业成本	289	339	377	417	457
税金及附加	12	14	3	3	3
销售费用	33	40	37	42	46
管理费用	47	40	46	52	58
EBIT	55	49	49	59	69
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	11	10	7	12	13
营业利润	38	32	37	41	59
所得税	7	6	7	7	10
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	37	37	41	45	61
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	73	89	300	300	300
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	68	65	63	162	148
无形及其他资产	6	28	29	51	53
资产合计	543	630	844	1,093	1,105
流动负债	257	281	494	565	512
非流动负债	31	56	17	19	22
股东权益	255	292	333	509	571
投入资本(IC)	284	316	341	562	586
现金流量表					
NOPLAT	46	42	42	51	59
折旧与摊销	7	7	7	26	32
流动资金增量	-96	-22	-27	-105	-33
资本支出	-2	-25	5	-136	-8
自由现金流	-45	3	26	-164	50
经营现金流	-40	38	29	-21	64
投资现金流	-2	-19	5	-136	-8
融资现金流	28	1	177	157	-56
现金流净增加额	-14	20	211	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	4.1%	10.5%	6.3%	12.0%	10.4%
EBIT 增长率	22.7%	-10.4%	0.5%	19.7%	16.7%
净利润增长率	21.5%	0.8%	10.1%	10.8%	36.5%
利润率					
毛利率	33.7%	29.7%	26.4%	27.2%	27.8%
EBIT 率	12.6%	10.2%	9.6%	10.3%	10.9%
净利润率	8.4%	7.7%	7.9%	7.8%	9.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.3%	12.6%	12.2%	8.8%	10.8%
总资产收益率(ROA)	6.7%	5.9%	4.8%	4.1%	5.6%
投入资本回报率(ROIC)	16.3%	13.3%	12.4%	9.0%	10.1%
运营能力					
存货周转天数	245	244	210	210	230
应收账款周转天数	89	120	140	150	150
总资产周转天数	411	445	525	616	634
净利润现金含量	-1.10	1.02	0.71	-0.48	1.04
资本支出/收入	0%	5%	-1%	24%	1%
偿债能力					
资产负债率	53.0%	53.6%	60.5%	53.4%	48.3%
净负债率	11.2%	8.2%	2.5%	10.3%	2.7%
估值比率					
PE	121.4	120.5	109.5	98.8	72.3
PB	13.0	11.4	10.0	8.7	7.8
EV/EBITDA	54.8	59.5	59.7	52.9	44.4
P/S	7.6	6.9	6.5	7.7	7.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

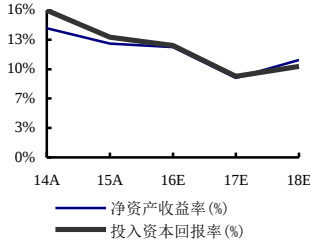
股票绝对涨幅和相对涨幅



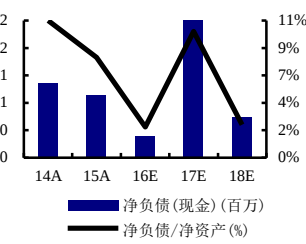
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

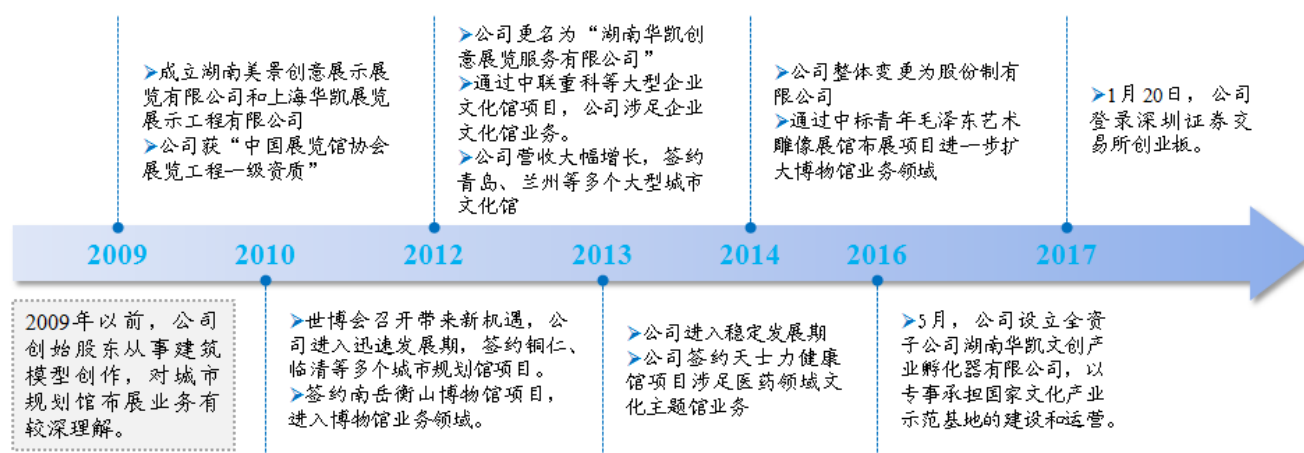
1. “文化+创意+科技”融合，打造一流文创企业.....	4
1.1. 行业领先的空间艺术设计综合服务商	4
1.2. 核心管理与技术人员持股，有利于公司长期发展	4
1.3. “多元总包”模式下全面布局主题展馆业务体系	5
2. 消费升级、品牌意识提升带来文化主题展馆广阔空间	7
2.1. 消费升级与城市化进程加快推动市政类主题馆	7
2.1.1. 政策支持与消费水平提升共助力文化主题展馆业	7
2.1.2. 居民消费水平提升，博物馆布展迎来千亿级市场规模	9
2.1.3. 城市化进程不断加快，城市规划馆市场容量巨大	10
2.2. 品牌意识增强，企业文化馆兴起	11
2.3. 数字多媒体技术成为文化主题展馆发展新趋势	13
3. 模式创新占据主动地位，创意+技术构建核心竞争力	14
3.1. 整合资源，“多元总包”模式把握产业链顶端优势	14
3.1.1. 总包模式确保项目展示效果、缩短项目周期	14
3.1.2. 合理分包优化收入结构	15
3.2. 突出的创意设计与数字技术，确保行业领先地位	16
3.2.1. 突出的创意策划设计确保公司核心竞争力	16
3.2.2. 领先的数字展示技术，致力于建立全球化数字创意平台 ..	17
3.3. 大型文化主题馆为主体，拓展数字多媒体业务	19
3.3.1. 着力拓展影视动画制作等板块，强化文化主题展馆业务 ..	19
3.3.2. 数字多媒体业务不断延伸，打造全球化的数字创意平台 ..	19
4. 公司估值.....	20
4.1. 相对估值法	20
4.1.1. 核心假设	20
4.1.2. 盈利预测	20
4.1.3. 可比公司估值	21
4.2. 绝对估值法	21
5. 风险提示.....	22
5.1. 单一项目收入占比过大风险	22
5.2. 市场竞争风险	22

1. “文化+创意+科技”融合，打造一流文创企业

1.1. 行业领先的空间艺术设计综合服务商

湖南华凯创意股份有限公司（以下简称公司）前身为湖南美景创意展示展览有限公司，公司创立于 2009 年，后更名为湖南华凯创意展览服务有限公司，2014 年完成股份制改革。公司是一家以文化创意为核心，以高新数字技术展示手段为依托，为各类客户提供空间环境艺术设计服务的国内大型文化创意企业。公司在城市文化馆、博物馆、企业文化馆等大型文化主题展馆综合布展领域处于国内领先地位。公司于 2017 年 1 月 20 日登陆创业板。公司在 7 年时间内迅速发展，逐步成为布局全国的大型文化创意企业。

图 1：公司成立七年迅速发展

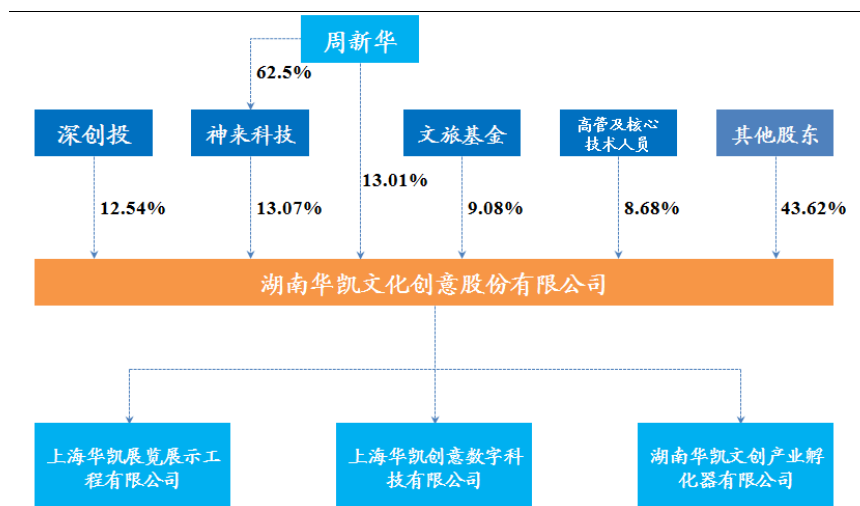


资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

1.2. 核心管理与技术人员持股，有利于公司长期发展

公司实际控制人周新华先生直接持有公司股份 13.01%，且周新华先生为公司第一大股东神来科技的实际控制人，合计控制公司股权 26.08%。公司三大控股股东持有股权合计 38.6%。我们注意到，公司主要高管及核心技术人员均持有公司股份，合计 8.68%，有利于公司核心技术人员和管理团队的稳定，对公司实施未来长期发展战略有积极影响。

图 2：高管及核心技术人员持股有利于公司长期稳定发展

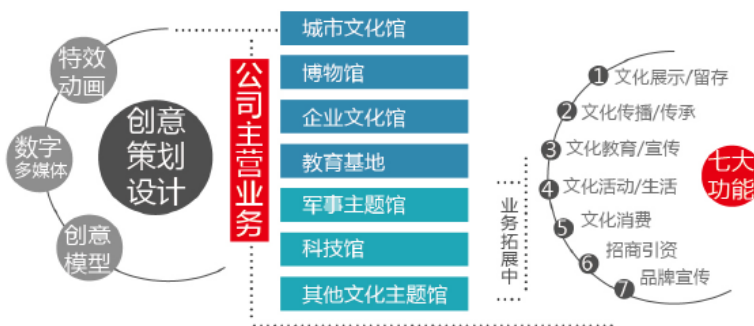


数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

1.3. “多元总包”模式下全面布局主题展馆业务体系

公司采用“多元总包”业务运营模式，全面布局各类文化主题展馆领域。公司首创集“创意设计+影视动画+多媒体集成+模型制作+布展装修”于一体的“多元总包”的项目制运营模式，通过全面管控项目流程以保证设计的展现效果，缩短项目周期，并且可以通过适度外包选择性优化收入结构。针对现阶段客户需求，公司形成了以城市文化馆展示系统、博物馆展示系统、企业文化馆展示系统、教育基地展示系统及其他文化主题馆展示系统（包含教育馆、科技馆等）等为主要内容的业务体系。

图 3：“多元总包”模式全面布局文化主题馆领域

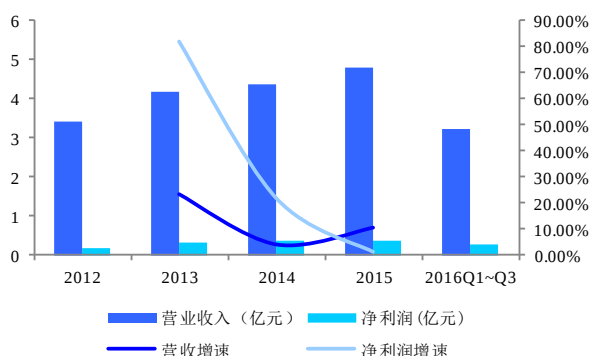


数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

公司业绩稳定增长，由于大型文化主题展馆项目的季节性和公司采用完工百分比法确认收入，公司主营收入具有一定季节性。2015 年公司实现营收 4.8 亿元，同比增长 10.5%，2012~2015 年营收复合增长 12.3%；实现净利润 3687 万元，同比增长 0.79%，2012~2015 年净利复合增长 30.5%，处于稳定增长阶段。同时 2016Q1~Q3 实现营收 3.2 亿元，实现净利 2826 万元，考虑到公司营收主要来源于各个工程项目，受春节等因素的影响，一季度工程进度较慢，加上冬季受特殊气候条件影响通常不宜施工，导致公司项目施工主要是在后三季度。而公司采用完工百分比法确认收入，收入的确认为施工进度影响，因此公司的收入确认主要集中在后三个季度。根据公司 2016 年业绩指引，预计公司实现归母净利润区间为

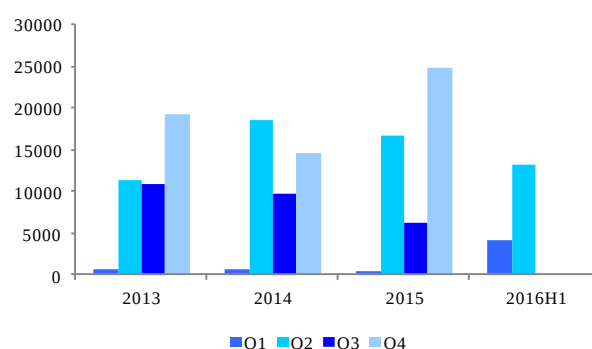
3800~4200 万元，同比增长幅度为 3.1%~13.9%，维持平稳增长态势。

图 4：2012~2016Q1~Q3 公司营收净利稳定增长



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

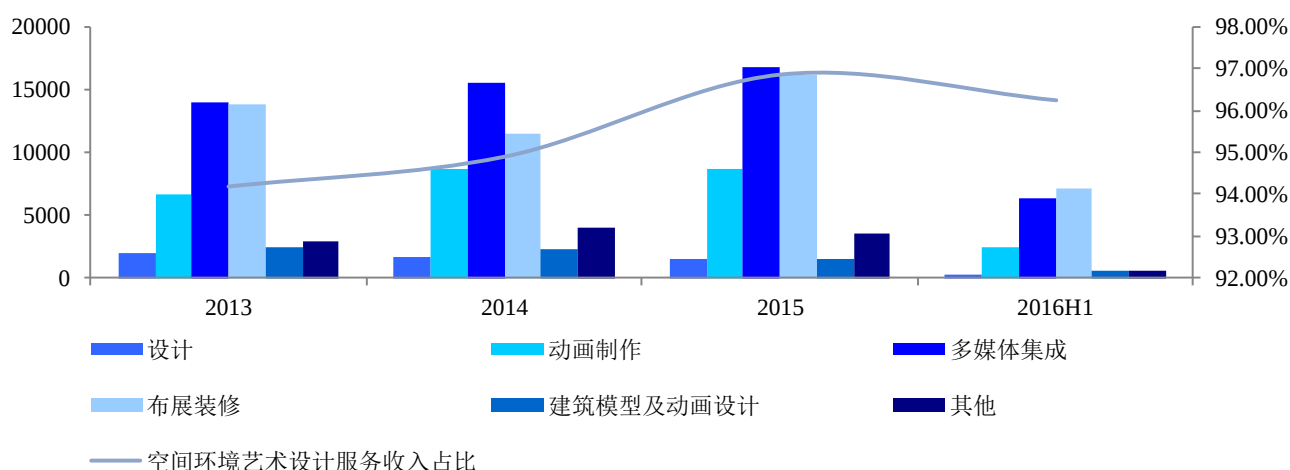
图 5：公司主营业务收入体现一定季节性（万元）



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

大型室内空间艺术设计综合服务是主要收入来源，其中创意设计为核心，动画制作与多媒体集成业务为重要依托。公司成立以来主要为展馆、展厅等大型室内空间提供环境艺术设计综合服务，2013~2016H1 该部分业务收入占公司主营业务收入比重分别为 94.17%、94.89%、96.87%及 96.25%。其中，创意设计在业务中占据核心地位，而动画制作、多媒体集成、布展装修是最主要的收入来源。2015 年，空间环境艺术设计服务实现营收 4.66 亿元，其中动画制作占比 18%，布展装修占比 33.6%，多媒体集成占据 35%，是最重要的收入来源。布展装修业务虽然是营收的重要组成部分，但由于毛利率较低，在公司外包业务中占据较大比重。

图 6：公司主营业务突出，动画制作与多媒体集成业务为主要收入来源（万元）

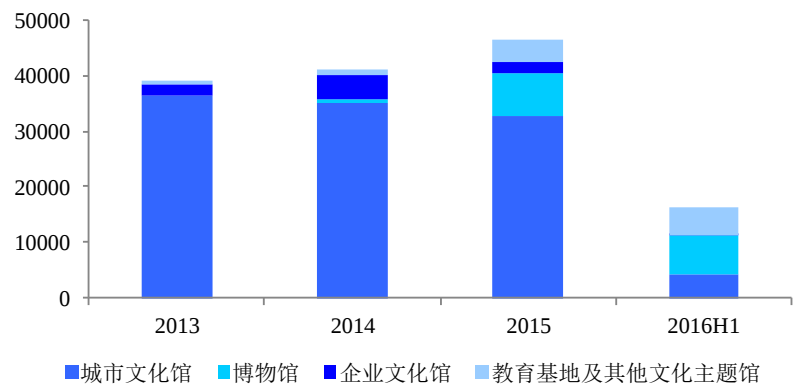


资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

从文化主题馆种类考察营收结构，城市规划馆业务始终是公司的业绩基础，多种类型主题馆业务逐步展开。2013-2015 年公司城市规划馆业务年营收占比均超过 60%，城市规划馆业务作为公司最初的优势业务领域，营业收入始终保持在较高水平。在城市规划馆业务逐渐成熟并稳步发展的同时，公司积极开拓博物馆、教育基地、企业文化馆等其他主题馆业务，博物馆业务自 2014 年开始涉足发展迅速，2015 年博物馆业务实现

营收 7761.7 万元，占比达 16%。

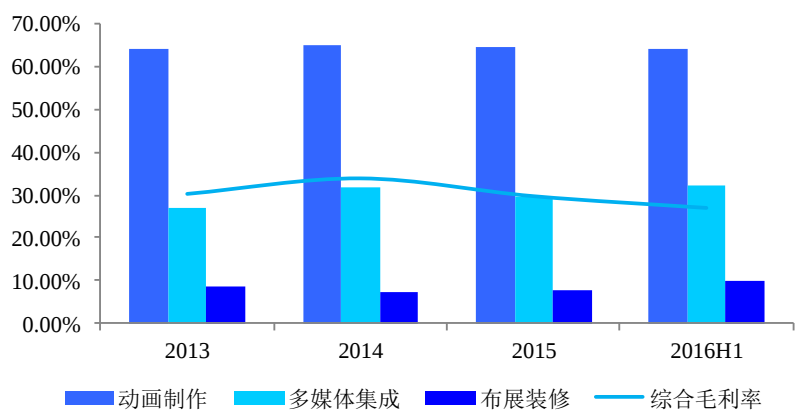
图 7：城市规划馆业务构筑业绩基础（万元）



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

公司主营业务毛利率基本维持稳定，文化主题展馆设计服务的非标准化导致毛利率波动。2013~2016H1 公司主营业务综合毛利率分别为 30.1%、33.7%、29.6%及 26.95%，保持相对平稳。空间环境艺术设计服务主营业务收入占比高达 96%，是公司综合毛利率波动最核心的影响因素，其中动画制作、多媒体集成的毛利率较高，而布展装修的毛利率偏低。由于大型空间环境设计项目需要非标准定制化设计且项目周期较长，每个项目客户需求的差异、设计方案不同导致项目之间毛利率存在差异。

图 8：公司毛利率基本维持稳定



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

2. 消费升级、品牌意识提升带来文化主题展馆广阔空间

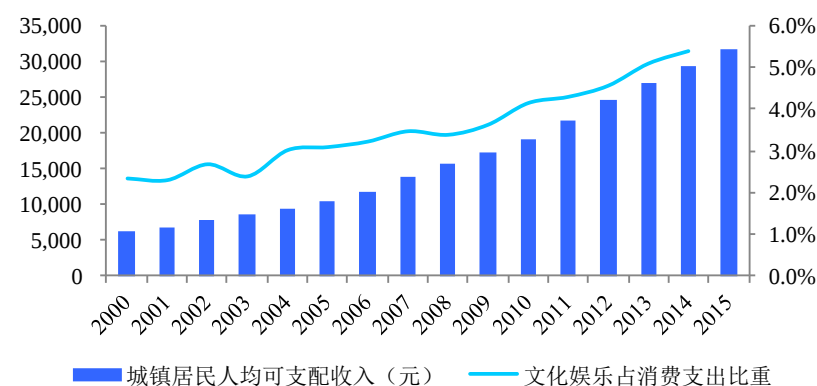
2.1. 消费升级与城市化进程加快推动市政类主题馆

2.1.1. 政策支持与消费水平提升共助力文化主题展馆业

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。

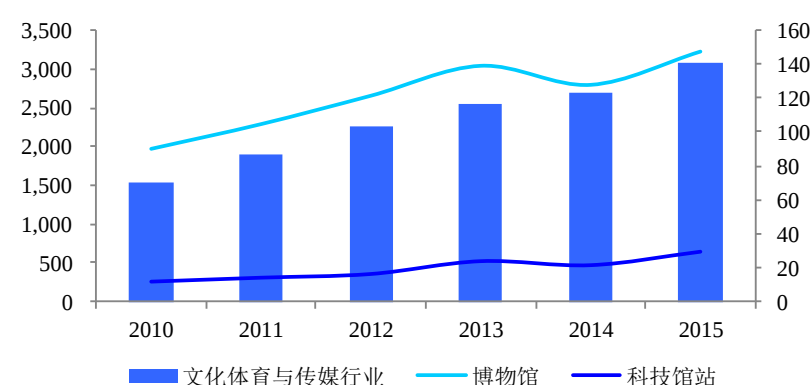
图 9：消费水平提升，文化娱乐支出比重不断增加



数据来源：Wind，中国文物统计年鉴，国泰君安证券研究

政策密集落地支持各类型文化主题展馆建设，政府文化产业财政支出持续增长，从供给侧助力市政类主题展馆发展。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各有关部门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 10：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 1：国家相关部门、地方政府出台多项政策支持各类文化主题展馆建设

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	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

	产业发展专项规划》	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，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。

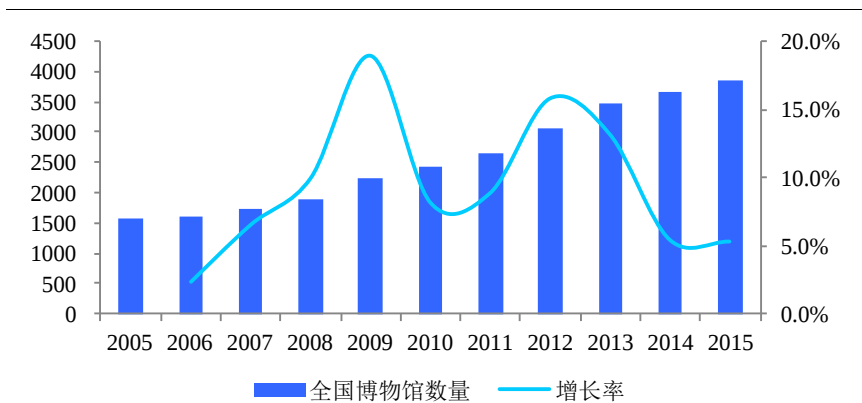
数据来源：国务院，各部委，地方政府，国泰君安证券研究

2.1.2. 居民消费水平提升，博物馆布展迎来千亿级市场规模

博物馆覆盖程度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，但是博物馆类型、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，依然存在较大的发展空间。《博物馆事业中长期发展规划纲要（2011-2020年）》提到至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25万人一个博物馆。根据西方发达国家的发展经历，在城市化和社会发展达到一定水平之后，一般会达到10-20万人平均拥有一座博物馆，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，较上世纪90年代翻了一番。至2015年我国博物馆共计3852座，覆盖率为平均36万人一座，具有巨大的发展空间。

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，2015-2020年国内博物馆数量将至少增加1679座，至2020年博物馆总数达到5531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，按照博物馆展馆行业内企业估算，大型博物馆布展费用在1亿元左右，中小型博物馆在5000万-6000万，据此估算，2015至2020年博物馆布展的市场规模超过910亿元。

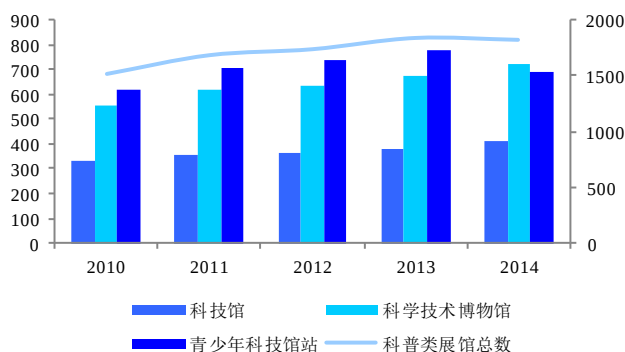
图 11：国内博物馆规模持续扩张



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

科普事业愈受重视，科技馆发展迅速。随着经济发展达到一定水平，人们的物质生活水平不断提高，科普事业越来越受到政府的关注 and 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。考察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 12：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 13：与国外科技馆覆盖规模仍有一定差距

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

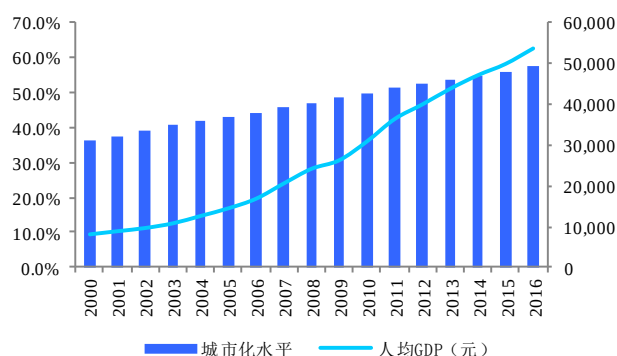
数据来源：《我国科技类博物馆发展的现状分析和问题思考》，国泰君安证券研究

2.1.3. 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，并在 16 年时间内迅速发展。规划馆在国内出现的较晚，发展历程与博物馆、科技馆等相比也相对较短，但是发展迅速。2000 年上海城市规划展览馆作为国内首个城市规划展馆投入运营，此后各直辖市及省会城市陆续开始建设，至 2007 年，有 20 多个城市规划展馆开馆运营，且多为北京、重庆等大型展馆。2010 年上海世博会更是为各地城市规划馆的建设带来了大量高科技展示手段，各地区城市规划馆建设进入集中快速发展阶段。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%，2005 至 2013 年城镇人口数量

复合增速达到 3.34%，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，城市规划馆作有望全面受益于城镇化率的不断提升实现快速增长。

图 14：城市化水平逐年提升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 15：公司承揽项目：兰州新区规划展示馆



数据来源：公司招股书

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。据公司招股书的数据显示，从各省市区的建馆情况可以看出中国城市文化馆“待建馆”数量较大，市场前景可观。

表 2：中国城市文化馆“待建馆”数量较大，市场前景巨大

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	26	5	83.87%
2	地级市	338	207	131	61.24%
3	县级市、县、区	2528	490	2038	19.38
4	省会城市 (含 4 直辖市) 高新开发区、开发区	190	60	130	31.57%

数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

2.2. 品牌意识增强，企业文化馆兴起

企业自身品牌意识的增强和消费升级带来的消费者品牌意识的提升共同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、宝钢、国家电网等大型企业均纷纷创建了自己的企业文化展馆。企业文化展馆在推动企业文化和企业进步方面正发挥着日益重要的作用。

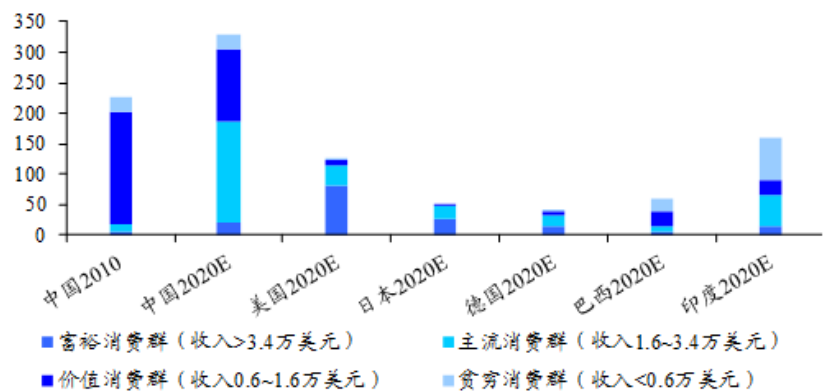
图 16：公司承揽天士力展馆项目涉足企业文化馆领域



数据来源：公司招股书

随着我国经济转入新常态发展，传统的出口+投资拉动经济增长驱动模式逐渐转向消费驱动。根据麦肯锡的数据，以收入为衡量基准，到2020年我国将拥有1.67亿户（约4亿人口）的主流消费人群（家庭年收入在1.6~3.4万美元之间），占总户数的51%，较2010年提升了44.7个百分点；另外拥有1.16亿户（约3.07亿人）的价值消费人群（年收入在0.6~1.6万美元之间），占总户数的35.5%。收入的快速上升使得许多价值消费者会在2020年前进入到主流消费群中。

图 17：到2020年我国将拥有世界上最大主流+价值消费人群（万户）



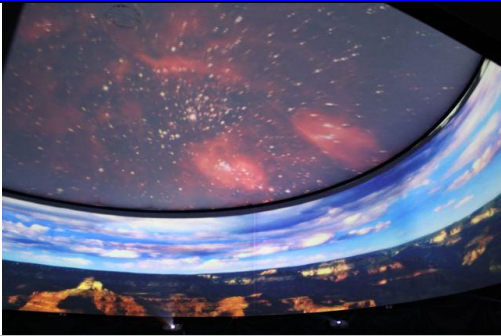
数据来源：麦肯锡，国泰君安证券研究

消费者收入水平提升推动消费需求升级，品牌意识提升是消费升级的重要体现，也是企业通过创意手段传递品牌价值和企业文化的重要推动力。居民购买力上升引致消费升级，而消费升级一方面体现在非必须品消费占比的提升，另一方面则体现在同类消费品中的高端产品消费量的上升。随着消费者需求升级，其对商品的要求不再仅限于商品使用价值，而是更注重商品在时尚、品质和个性等方面的附加价值，在此趋势下，企业愈加重视通过创意设计将品牌价值、文化创意元素融入其产品当中，使其具备个性化、差异化特征，以满足新形势下消费者对生活品质的需求。在此背景下，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。

2.3. 数字多媒体技术成为文化主题展馆发展新趋势

科学技术的日新月异使数字新媒体技术在传统展馆的应用成为主题展馆发展的热点。随着多媒体系统及软硬件技术的进步，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。美国新媒体联盟发布的《新媒体联盟地平线报告：2016 年博物馆版》提出要制定有效的数字化战略，开发软硬件和网络，设置多种技术通道为观众提供独特的参与机会，数字化解决方案将成为博物馆为代表的主题展馆教育技术应用的新趋势。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。

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

3. 模式创新占据主动地位，创意+技术构建核心竞争力

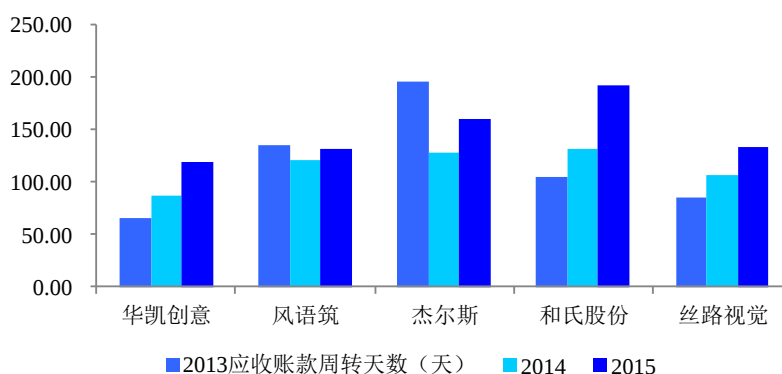
3.1. 整合资源，“多元总包”模式把握产业链顶端优势

公司采取独特的“多元总包”项目制的整体运营模式，把握产业顶端优势，有效整合全资源，突出创意与技术的统合。经过多年发展，结合市场需求特点，公司形成了集“创意设计+影视动画+多媒体集成+模型制作+布展装修”于一体的“多元总包”的项目制运营模式，提供大型空间环境艺术设计行业综合布展服务整体解决方案。

3.1.1. 总包模式确保项目展示效果、缩短项目周期

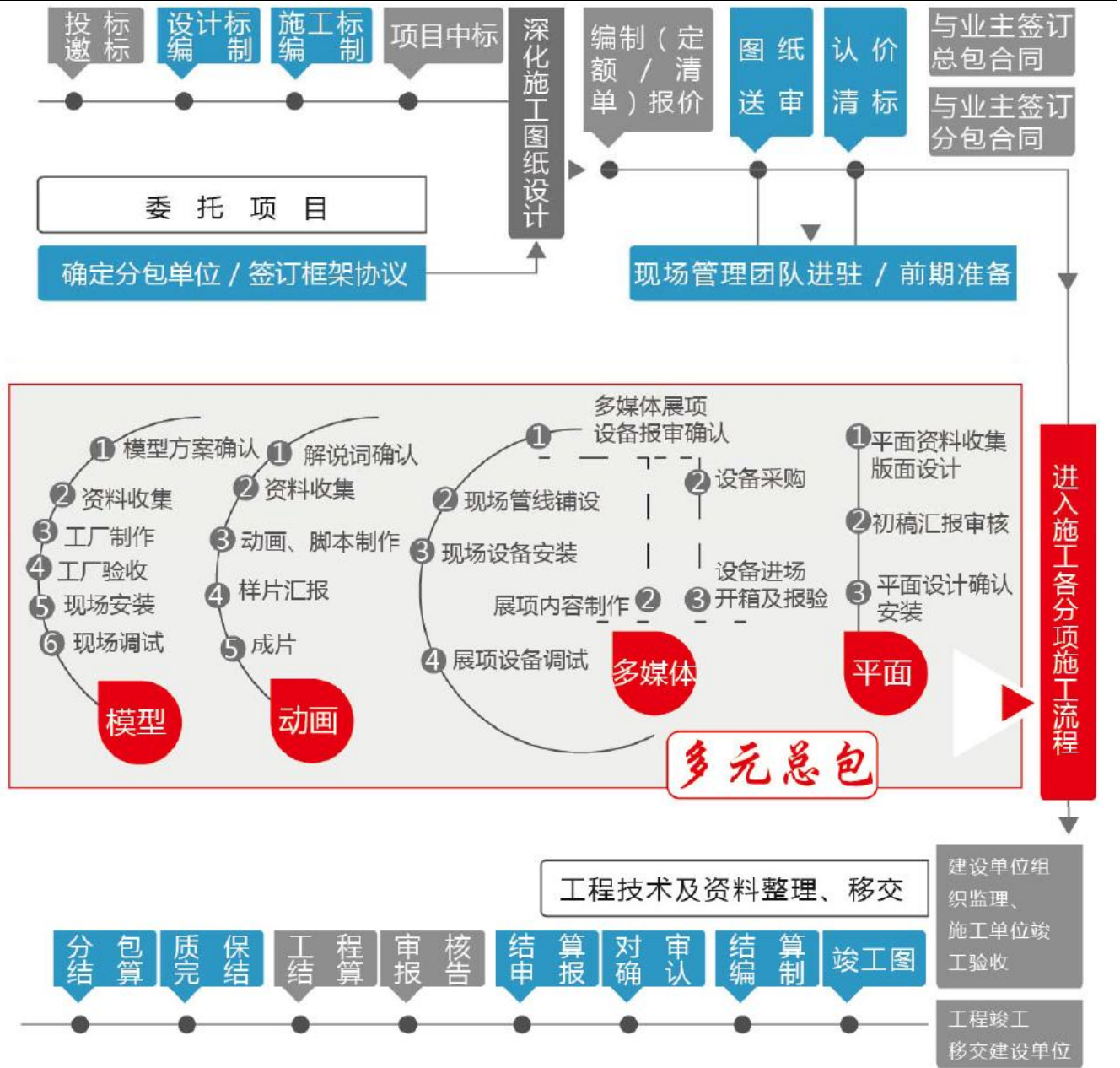
由于公司承接的城市文化馆、博物馆、企业文化馆等大多均为具有独特主题的“非标准化”项目，设计及定制加工涉及环节众多，“多元总包”的一体化项目管理模式下公司可以统筹管理项目执行的各阶段，及时得到各部分问题反馈并迅速直接地调整设计方案、告知施工方。因此，这样的运营模式一方面有利于保证展示效果；另一方面能够为客户提供展馆布展服务一站式解决方案，规避了大量个体服务商之间的沟通牵绊以及配合问题，缩短项目运作周期，并极大地提高客户满意度。项目运作周期的缩短将有效改善单个项目资金占用周期长、资金周转缓慢的问题，与同行业其他公司相比，公司的应收账款周转天数处于较低水平，资金周转速度较快。

图 18：与同行业比较公司应收账款周转天数位于较低水平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 19：公司“多元总包”项目制运营模式



资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

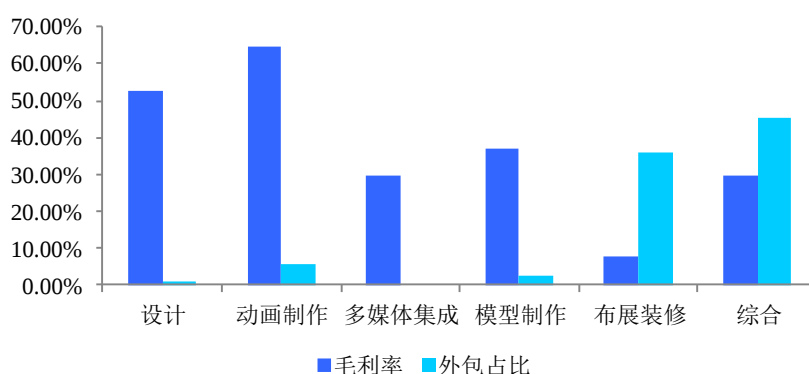
3.1.2. 合理分包优化收入结构

在“多元外包”的整体运行模式下，公司将毛利率较低或者产能不足的部分环节外包，以此来优化盈利结构。由于涉及环节较多且各环节的毛利率差异较大，公司在将创意设计、影视动画、多媒体、模型制作、布展装修全面纳入项目管理流程的同时，结合自身优势，合理安排外包业务。

综合分析各关键环节的毛利率与外包占比，公司集中将毛利率较低的业务环节外包，将资源集中在毛利率高的影视动画制作、多媒体集成等业务。其中，由于布展装修毛利率较低，公司分包给具备专业资质

的装修工程公司完成；多媒体集成业务与模型制作业务的毛利率较高，公司多媒体部负责方案制定与效果指导并将部分设备安装调试外包给专业公司，模型事业部负责模型制作，外包占比较低；影视动画制作作为毛利率最高的业务，主要由公司动画设计部门自主完成，但由于产能不足公司将部分动画制作进行外包；而创意设计决定了整个项目的文化主题思想和艺术表达路径，在所有业务中具有核心地位，所有项目总体设计方案均由公司设计团队自主完成。

图 20：对于产能不足和毛利率偏低的环节选择性外包



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

3.2. 突出的创意设计与数字技术，确保行业领先地位

3.2.1. 突出的创意策划设计确保公司核心竞争力

创意设计是文化创意产业的“灵魂”，也是空间艺术设计行业的核心竞争力之一。公司行业领先的创意策划能力来源于公司的人才优势，亦来源于公司创意设计管理的持续优化。通过多年策划设计行业的业务积累和沉淀，公司已成为环境艺术设计行业具有较强文化创意策划能力的企业。创意策划设计能力是公司参与竞争并最终获得中标的核心优势。

公司不断壮大策划设计师队伍，构建了立体人才架构体系，人才优势构筑了公司创意策划核心优势的基础。公司通过在人才引入、学习培训、设计管理等方面的长期努力，组织海外培训交流、与中央美术学院等高校合作设立人才交流培养机制、并在上海设立创意设计中心，借助上海对高端设计人才的聚合力为公司人才引进、优化人才结构提供良好平台。截至 2016 年 6 月 30 日，公司拥有技术研发与创意设计人员 184 人，占公司员工总数的 56.27%。公司以创意设计为核心，形成了涵盖创意设计、特效动画、多媒体集成及高校专家顾问团队的立体人才架构体系，强大的策划设计人才队伍为公司的持续发展奠定了坚实基础。

图 21：完善的立体人才架构体系



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

科学的数据库管理方法和成熟的策划设计流程保证创意设计独特性与高效率。公司建立策划设计资源库，并且持续更新，将大量案例设计方案采用科学的数据库管理方式综合管理，提高策划设计人员工作效率。公司策划团队经过多年的案例经验积累以及对大量项目的策划设计与主题文化的提炼，在文献收集、资料整理、元素提炼、现场勘测、客户访谈、创意深化、设计提升等方面摸索建立了一整套成熟流程。

3.2.2. 领先的数字展示技术，致力于建立全球化数字创意平台

公司的文化主题展馆布展业务以数字展示技术为重要依托，公司以业界领先的数字展示技术，打造出超出客户预期的展示内容和传播载体。公司对基础研发和集成创新的重视以及多年数字化展馆服务的经验累积下掌握了多项先进的数字展示技术奠定了公司的技术优势。在各类文化主题展馆数字化与智能化的趋势下，领先的数字展示技术将为公司未来发展的核心竞争力之一。

公司坚持技术的基础研发与集成创新，管理层高度重视研发，在研发经费上投入较大，注重研发团队培养。公司设立企业技术中心，组建了长沙市智能展馆控制系统工程研究中心，并创建行业首家数字多媒体实验室。除此以外，公司与高校合作构建产学研创新平台与技术研发支撑体系。2015 年公司与湖南大学联合组建了“交互式数字娱乐系统湖南省工程研究中心”，开展沉浸式影视特效特技制作技术，实时特效渲染技术，智能交互体验技术等方面的研究；2015 年公司与中南大学共同研发了“智能家居”项目，此项目公司已经申请了 4 个实用新型专利。公司一直十分重视研究与开发工作，目前公司及子公司已拥有专利技术 23 项，计算机软件著作权 36 项，在设计领域拥有 395 项版权作品，另有 15 项专利在申请中，未来，技术研发中心争取每年可产生研发成果 10 项以上，其中专利不少于 5 项，每年有不少于 5 个新的研发成果实现转化并应用于项目中。

表 4：公司有多项研究项目处在研发阶段

序号	核心技术	目前所处阶段	技术来源
1	靶向式全智能展馆及旅游语音云服务平台	研发初期阶段	自主开发
2	智慧文化展馆系统技术与应用	研发阶段	自主开发
3	基于AR 增强现实技术的数字多媒体综合服务平台	设计、研发初级阶段	自主开发
4	大型数字多媒体移幕换景舞台系统	设计、研发初级阶段	自主开发
5	基于媒体大数据的科普展陈交互平台研究与应用示范	设计、研发初级阶段	自主开发

数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

公司数字化展馆服务经验丰富，掌握多项领先数字展示技术。公司的技术研发团队已掌握了物理数字沙盘技术、剧场式沙盘技术、球幕投影技术、立体投影技术、4D 动感影院特效技术、360°全息投影技术、裸眼立体展示技术、多媒体互动技术等多项数字展示技术的运用，能够为数字展馆提供各项高科技数字化创意展项、展馆智能化控制方案、特色多媒体软件开发等服务，专业化的操作系统流程，安装、调试与培训为客户提供一体化高效率高品质完整服务体系。

表 5：公司掌握多项先进核心技术

序号	核心技术	技术来源
1	声光电沙盘技术	自主研发，获一项实用新型专利
2	剧场式沙盘技术	自主研发，获四项软件著作权，并已申请一项发明专利
3	数字模型技术	自主研发，获四项实用新型专利
4	立体投影技术	自主研发，获一项软件著作权
5	穹幕投影技术	自主研发，获一项软件著作权
6	异形投影技术	自主研发，获一项软件著作权
7	幻影成像技术	自主研发
8	360°全息投影技术	自主研发
9	魔镜互动技术	自主研发
10	展馆智能中控技术	自主研发，获两项实用新型专利以及三项软件著作权
11	展馆语音导览系统	自主研发，三项发明专利申请中

数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

文化创意与科技融合研发中心建设项目公司是本次发行的募投项目之一，重点提升公司创意策划能力与数字技术水平。公司计划新建研发中心，项目总投资5913.2万，其中研发费用占36%。项目将新建文化创意研究中心和真实感影视特效技术研发、沉浸式交互体验技术研发、虚拟现实空间显示技术研发、三维数字视觉展示设备研发等四个实验室，进一步提升公司创意研发能力。项目建成以后，文创与科技融合中心将负责：开展自主基础性技术应用研发、引进、吸收和创新设备及技术、借助学研结合机制寻求外部合作、充实研发团队，从创意设

计人才储备、技术研发等多方面巩固与发展公司创意策划能力与数字技术两大核心竞争能力。

3.3. 大型文化主题馆为主体，拓展数字多媒体业务

3.3.1. 着力拓展影视动画制作等板块，强化文化主题展馆业务

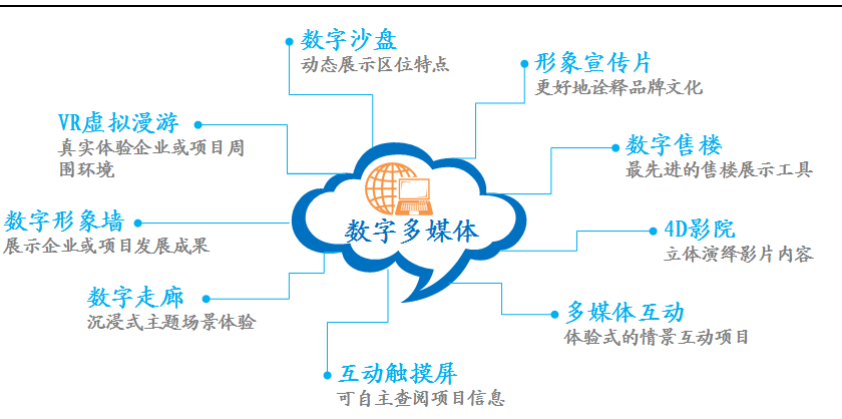
公司未来发展将以大型文化主题馆为主体，以数字多媒体展示产品开发、文化旅游产品设计与开发为两翼，未来三年将重点加大数字多媒体技术的研发和相关产品的开发力度，着力扩充影视动画产能。影视动画制作业务是众多业务环节中毛利率较高的部分，但公司随着公司大型主题文化展馆主营业务规模的不断扩大，配套的影视动画产品的需求也快速增长，由于产能规模有限，公司配套数字动画产品自给率较低，重点拓展影视动画产能将为公司主营业务快速发展奠定扎实的基础。

影视动画制作与多媒体应用测试基地建设项目作为公司此次发行的募投项目之一，将解决产能限制，拓展公司业务领域。项目主要目的为建设影视动画创意及制作基地，新增创意、制作团队，提高特效影视动画生产能力，从而使公司目前面临的影视动画产能限制问题得到有效的缓解。项目总投资 1.34 亿，其中建设投资 9878.4 万，铺底流动资金 3513.7 万，将通过购置办公楼、添购设备、增加人员等手段快速扩大企业既有影视动画产品生产规模，增强多媒体集成服务输出能力，影视动画与多媒体集成业务的自给率将大幅度提高。

3.3.2. 数字多媒体业务不断延伸，打造全球化的数字创意平台

数字多媒体业务经过多年的发展，业务范围不断拓展延伸。公司逐步形成了涵盖形象宣传片、数字沙盘、VR 虚拟漫游、数字形象墙、数字走廊、互动触摸屏、多媒体互动、4D 影院、数字售楼等丰富多样的业务体系，积极地全面布局数字多媒体业务。以“多元总包”的运营模式把握产业链顶端优势，整合全资源，致力于将华凯数字打造成高端品牌，拓展到多方位应用领域，成为全球化的数字创意平台。数字多媒体业务的延伸将丰富和优化公司的产品结构，强化公司的竞争优势，提高公司的盈利能力。

图 22：公司数字多媒体业务不断拓展延伸



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

4. 公司估值

4.1. 相对估值法

4.1.1. 核心假设

我们的核心假设如下：

➤ 营收

空间环境艺术设计业务：受益于募投项目实施，公司空间环境艺术设计服务有望凭借技术和创意优势实现稳定增长，2016-2018 年有望分别同比增长 6%、12%和 10.4%，毛利率稳中略升；

动画设计业务：受益于募投项目解决动画设计和动画制作产能问题，公司动画设计业务有望实现高速增长，2016~2018 年营收增速分别为 5%、40%和 100%，毛利率持续提升。

➤ 费用

综合考虑公司新增项目带来的营业费用和管理费用，同时经营规模效应及降本增效带来的期间费用率的降低，我们预计公司管理费用率和销售费用率基本维持稳定。

4.1.2. 盈利预测

根据我们的核心假设，公司 2015-2017 年可实现的收入分别为 5.12 亿元、5.73 亿元和 6.33 亿元，分别同比增长了 6.3%/12.0%/10.4%，实现归属母公司的净利润分别为 0.41 亿元、0.45 亿元和 0.61 亿元，分别同比增长了 10.1%/10.8%/36.5%，对应 EPS 分别为 0.33/0.37/0.50 元。

表 6: 预测利润表（百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	419	436	482	512	573	633
增长率	23.3%	4.1%	10.5%	6.3%	12.0%	10.4%
营业成本	-292	-289	-339	-377	-417	-457
% 销售收入	69.8%	66.3%	70.3%	73.6%	72.8%	72.2%
毛利	126	147	143	135	156	176
% 销售收入	30.2%	33.7%	29.7%	26.4%	27.2%	27.8%
营业税金及附加	-12	-12	-14	-3	-3	-3
% 销售收入	2.8%	2.7%	2.9%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-28	-33	-40	-37	-42	-46
% 销售收入	6.6%	7.6%	8.3%	7.3%	7.3%	7.3%
管理费用	-43	-47	-40	-46	-52	-58
% 销售收入	10.2%	10.9%	8.3%	9.0%	9.1%	9.1%
息税前利润 (EBIT)	45	55	49	49	59	69
% 销售收入	10.7%	12.6%	10.2%	9.6%	10.3%	10.9%
财务费用	-10	-11	-10	-7	-12	-13
% 销售收入	2.3%	2.6%	2.1%	1.5%	2.2%	2.0%
资产减值损失	-2	-5	-7	-5	-5	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0

投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	33	38	32	37	41	59
营业利润率	7.8%	8.7%	6.7%	7.3%	7.2%	9.4%
营业外收支	3	5	11	10	11	12
税前利润	35	43	43	47	52	71
利润率	8.5%	9.9%	8.9%	9.2%	9.1%	11.3%
所得税	-5	-7	-6	-7	-7	-10
所得税率	15.0%	15.1%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	30	37	37	41	45	61
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	30	37	37	41	45	61
净利率	7.2%	8.4%	7.7%	7.9%	7.8%	9.7%

数据来源：国泰君安证券研究

4.1.3. 可比公司估值

我们选取恒信移动、奥拓电子、丝路视觉与公司进行可比公司估值比较。根据可比公司估值，2016~2018 年，公司同行业可比公司平均估值分别为 129.84/74.02/57.94 倍 PE，公司对应估值水平为 106.91/95.35/70.56 倍 PE，公司 2016 年估值具有一定的吸引力。

表 7: 可比公司估值比较（截止到 2017 年 2 月 22 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		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
300081.SZ	恒信移动	14.18	62.97	0.09	0.23	0.30	153.63	61.49	47.06
002587.SZ	奥拓电子	13.78	56.48	0.18	0.29	0.36	75.30	47.39	38.24
300556.SZ	丝路视觉	45.22	50.25	0.28	0.40	0.51	160.58	113.19	88.53
行业均值							129.84	74.02	57.94
300592.SZ	华凯创意	35.28	43.18	0.33	0.37	0.50	106.91	95.35	70.56

数据来源：wind，国泰君安证券研究

我们认为，公司持续布局创意文化产业，有望将凭借自身强大的创意能力和技术核心竞争优势，实现在城市规划馆、博物馆、企业文化馆等空间艺术创意设计领域市场份额和毛利率的双重提升。考虑到公司为新上市股票，我们给予一定的估值溢价至 2017 年估值为 110 倍 PE，对应公司估值为 40.7 元。

4.2. 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，公司股票估值为 34.18 元。我们绝对估值法的假设如下：

图 23: FCFF/WACC 模型核心假设

资产贴现率 K_a		股票贴现率 K_e	
行业Beta	0.90	股本总额	91.78
无风险利率 R_f	2.00%	股价	28.51
风险溢价	5.00%	股本价值 V_e	2,616.68
资产贴现率 K_a	6.50%	债务总额 V_d	113.04
加权平均资本成本WACC		债务利率 K_d	5.50%
债务比率 $D/(E+D)$	4.14%	实际税率 T_c	14.00%
权益比率 $E/(E+D)$	95.86%	股票Beta	0.80
WACC	5.95%	股票贴现率 K_e	6.00%

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，公司持续在文化创意产业布局，凭借创意+技术优势和“多元总包”的一体化项目管理模式，打造一站式大型空间环境艺术设计行业综合布展服务整体解决方案，全面受益于企业品牌升级、居民文化娱乐消费需求增加以及政府城市规划重视程度提升带来的以企业文化馆、博物馆和城市规划馆为代表的展馆空间艺术设计行业高速成长的市场红利。基于以上理由，我们首次覆盖华凯创意，首次给予公司目标价 40.7 元，首次给予增持评级。

5. 风险提示

5.1. 单一项目收入占比过大风险

由于单一项目对公司收入影响较大，公司获得大型项目业务机会受客户项目实施计划及中标情况影响，即使公司大型项目投标中标并签订合同，也有可能由于客户调整项目方案等原因而影响项目进度，从而影响公司收入确认的进度，公司未来收入可能存在较大波动。

5.2. 市场竞争风险

公司目前客户主要为地方政府部门和投资平台，地方政府有可能出现财政状况紧张，导致公司回款时间加长，一方面公司按照会计政策需计提较多的坏账准备，另一方面，公司如通过银行借款补充营运资金还将增加公司的财务费用，从而影响公司的盈利水平。