

中山金马(300756)

报告日期: 2020年09月15日

大型游乐设施龙头受益消费升级, 拓展运营打开空间

——中山金马首次覆盖报告

投资要点

国内大型游乐设施龙头, 研发投入收入占比 20%, 盈利能力强

公司为国内大型游乐设施制造业第一品牌, 是国际顶级著名主题乐园在中国地区项目的唯一设备供应商。过去 7 年营收复合增长 18%, 净利润复合增长 30%, 毛利率维持在 50% 以上。公司在技术 (2019 年公司研发投入总额 1.26 亿元, 同比增长 77%, 占营业收入比例为 20%)、品牌 (与万达、欢乐谷和方特的大型主题公园有长期合作, 与国际顶级著名主题乐园紧密合作) 和产品线 (拥有行业内全系列、全类别大型游乐设施 A 级资质) 方面优势明显, 具备进口替代实力; 同时立足“一带一路”沿线国家, 积极开拓海外游乐设施市场。

消费升级, 中国主题公园进入黄金发展期, 大型游乐设施需求旺盛

根据海外经验, 人均 GDP 超过 8000 美元是主题公园发展分水岭。2015 年我国人均 GDP 已经超过 8000 美元, 已进入主题公园快速发展的黄金期。随着消费升级, 主题公园正由一线城市向二三线城市加速渗透。根据 AECOM 数据, 我国 2025 年前将建设完成的项目至少有 70 个。目前在建项目约 50 个, 2018-2020 年拟建主题公园的投资总额为人民币 745 亿元。2021-2025 年的投资总额预计为人民币 1300 亿元, 平均投资额约为每座人民币 29 亿元, 高于之前平均水平。

大力拓展文旅终端运营, “制造+文旅”双轮驱动, 打开成长空间

2019 年公司设立金马文旅发展有限公司, 并与广弘集团及天弘国富股权投资基金签署了《战略合作方案》, 拟就“文化旅游产业园区建设等相关项目”开展全面的战略合作。2020 年半年报披露“已在国内布局多个项目, 目前正在全面持续推进中, 争取 2020 年内实现项目落地”。文旅终端运营项目收入波动小, 毛利率高于原有游乐设施, 有助于培育新的利润增长点, 打开成长空间。

盈利预测及估值: 下半年迎业绩拐点, 明后年高增长, 市值具提升空间

根据公司公告, 公司大型游乐设施市场需求持续增长, 在手订单从 2015 年末 10.02 亿元增长到 2017 年末 12.81 亿元, 截止 2018 年 7 月, 公司在手订单 18.33 亿元。按照股权激励要求, 公司 2019-2021 年净利润不低于 1.08、1.18、1.37 亿元。2020 年受疫情影响, 公司业绩不达预期。我们预计 2020~2022 年公司净利润为 0.56/1.65/2.35 亿元, 增速为 -49%/194%/42%, 对应 PE 为 59/20/14 倍。参考相关可比公司, 给予公司 2021 年 32 倍 PE, 6-12 月目标市值为 53 亿元, 目标价为 52 元/股。给予买入评级。

风险提示: 1) 新冠疫情导致项目交付推迟; 2) 文旅运营项目推进不达预期等。

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	625	555	853	1153
(+/-)	20.1%	-11.2%	53.7%	35.2%
净利润	110	56	165	234
(+/-)	11.7%	-48.9%	194.0%	42.4%
每股收益 (元)	1.1	0.5	1.6	2.3
P/E	30	59	20	14
ROE	10.8%	5.1%	13.3%	16.3%
PB	2	3	2	2

评级

上次评级

当前价格

买入

首次评级

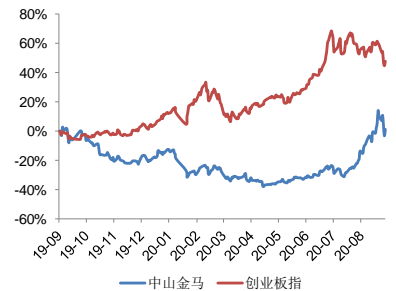
¥32.33

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李锋

执业证书号: S1230517080001
lifeng1@stocke.com.cn



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

公司 2020 年下半年将迎来业绩拐点。预计 2020~2022 年营业收入为 5.6 亿元、8.5 亿元和 11.5 亿元，增速为 -11%、54% 和 35%，净利润为 0.56 亿元、1.65 亿元和 2.34 亿元，增速分别为 -49%、194% 和 42%，EPS 分别为 0.5 元/股、1.6 元/股和 2.3 元/股。

预计 2020~2022 年公司净利润为 0.56/1.65/2.34 亿元，增速为 -49%/194%/42%，对应 PE 为 59/20/14 倍。参考相关可比公司，给予公司 2021 年 32 倍 PE，6-12 月目标市值为 53 亿元，目标价为 52 元/股。给予买入评级。

● 关键假设

(1) 消费升级，中国主题公园进入黄金发展期，大型游乐设施需求旺盛。

根据海外经验，人均 GDP 超过 8000 美元是主题公园发展分水岭。2015 年我国人均 GDP 已经超过 8000 美元，已进入主题公园快速发展的黄金期。随着消费升级，主题公园正由一线城市向二三线城市加速渗透。根据 AECOM 数据，我国 2025 年前将建设完成的项目至少有 70 个。目前在建项目约 50 个，2018-2020 年拟建主题公园的投资总额为人民币 745 亿元。2021-2025 年的投资总额预计为人民币 1300 亿元，平均投资额约为每座人民币 29 亿元，高于之前平均水平。

(2) 疫情之后，中国主题公园建设仍将保持较快增长

2020 年新冠疫情导致部分项目交付推迟，但 2021~2025 年我国主题公园建设仍处于黄金期，公司在行业内的市场份额在稳步提升。

● 我们与市场的观点的差异

(1) 市场担心受疫情影响，公司业务发展可能会低于预期。我们认为疫情影响为短期影响，受益消费升级，国内主题公园目前正处于投资建设的黄金期。市场认为新冠疫情对下游主题公园运营产生不利影响，主题公园的投资节奏会放缓从而导致公司项目交付延迟；我们认为这种影响是暂时的，国内主题公园目前正处于投资建设的黄金期。

(2) 市场担心公司规模较小，业绩波动较大，我们认为公司在手订单充裕，未来成长性较为确定。根据公司公告，公司大型游乐设施市场需求持续增长，在手订单从 2015 年末 10.02 亿元增长到 2017 年末 12.81 亿元，截止 2018 年 7 月，公司在手订单 18.33 亿元。按照股权激励要求，公司 2019-2021 年净利润不低于 1.08、1.18、1.37 亿元。2020 年受疫情影响，公司业绩不达预期。我们预计公司 2021-2022 年业绩有望大幅增长。

(3) 市场认为公司为设备公司，行业天花板不高。我们认为游乐设施行业受益消费升级，未来几年成长性较好；公司转型运营，大力拓展文旅终端运营，“制造+文旅”双轮驱动，打开成长空间。

● 股价上涨的催化因素

(1) 游乐设施业务获得重大订单。(2) 文旅终端运营项目获得重大突破

● 投资风险

- (1) 新冠疫情反复导致项目交付可能推迟。
- (2) 文旅终端运营项目推进不达预期。
- (3) 游乐设施发生安全事故导致公司品牌受损。

正文目录

1. 国内游乐设施龙头，拓展文旅终端运营打开成长空间	5
1.1. 国内游乐设施龙头，受益消费升级，游乐园及文旅需求提升	5
1.2. 前十大股东持股 55%，股权激励面向中高层及核心技术与业务人员	5
1.3. 游乐设施和国内收入占比最高，2019 年融创为第一大客户	6
1.3.1. 游乐设施收入占比接近 90%，细分中滑行车类占比最高	6
1.3.2. 国内收入占比超过 90%，主要集中在华东和华南地区	7
1.3.3. 下游客户较为集中，前五大客户收入占比达到 56%	7
1.4. 历史业绩：前 7 年营收复合增速 18%，净利润复合增速 30%	8
1.4.1. 过去 7 年营收复合增速为 18%，净利润复合增速达 30%	8
1.4.2. 毛利率连续五年超过 50%，净利率逐年上升至 18%	8
1.4.3. ROE 水平优秀，2016~2019 年几何 ROE 为 19%	9
2. 游乐设施高端产品对内进口替代加快，对外开拓“一带一路”	10
2.1. 安全与创意并重，大型游乐设施行业壁垒较高	10
2.2. 文旅消费持续增长，公司具备进口替代实力	11
2.2.1. 文旅产业消费需求持续增长，主题公园进入投资窗口期	11
2.2.2. 技术、品牌和产品线优势明显，公司具备进口替代实力	14
2.3. 立足“一带一路”沿线国家，积极开拓国外市场	16
2.3.1. “一带一路”沿线国家旅游业发展迅速，潜在发展空间广阔	16
2.3.2. 借力“一带一路”国家战略，公司海外收入占比总体上升	17
3. 拓展文化终端运营，“制造+文旅”双轮驱动，打开成长空间	18
3.1. 设立中山金马文旅发展有限公司，聚力拓展文旅终端运营	18
3.2. 文旅终端运营：有助于培育新的利润增长点，打开成长空间	18
4. 盈利预测与估值	19
4.1. 盈利预测：下半年迎业绩拐点，明后年收入、利润大幅增长	19
4.2. 估值：对比可比公司，公司估值具提升空间	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 截至 2020 年半年报前 10 大股东合计持股 55%	5
图 3: 2019 年营业收入中游乐设施占比最高，2019 年达到 89.6%	6
图 4: 2018 年 H1 滑行车类收入占比最高，为 32.3%	6
图 5: 国内华东区域收入占比最高，稳定在 30%-50%之间	7

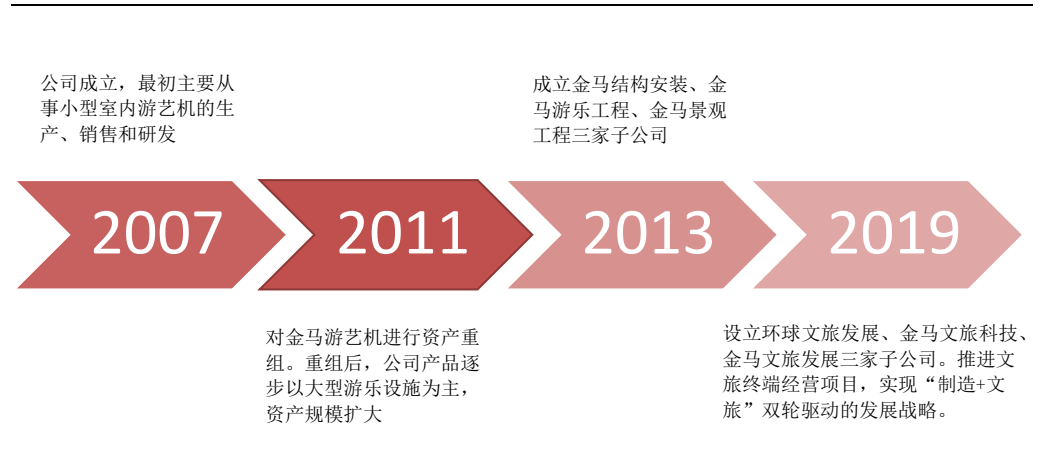
图 6: 海外营收规模和营收占比总体呈上升趋势	7
图 7: 2019 年前五大客户营收占比超过 55%	8
图 8: 过去七年营业收入复合增长率 18%	8
图 9: 过去亲年净利润复合增长率 30%	8
图 10: 毛利率连续五年超过 50%	9
图 11: 净利率逐年上升, 2019 年达到 18%	9
图 12: IPO 募集资金导致 2018 年之后 ROE 出现较大下滑	9
图 13: 净利率和权益乘数下降导致 19 年 ROE 下降	9
图 14: 建国以来我国游乐设施行业发展的三个阶段	10
图 15: 我国旅游收入持续增长, 增速接近 GDP 增速的 2 倍	11
图 16: 城镇居民和农村居民出游率不断创新高	11
图 17: 2019 年我国城镇居民人均可支配收入同比增长 7.9%	11
图 18: 城镇居民和农村居民恩格尔系数不断创新低	11
图 19: 2018 年我国城市公园数量同比增长 7.1%	12
图 20: 我国人均公园绿地面积不断创新高	12
图 21: 2015 年我国人均 GDP 超过 8000 美元	13
图 22: 中国主题公园年平均游客量从近 100 万提高至 150 万	13
图 23: 目前在运营的主题公园投资额集中在 11-30 亿区间	13
图 24: 到 2025 年我国在建和拟建主题公园至少 70 个	13
图 25: 2019 年公司研发支出同比增长 77%, 营收占比 20%	15
图 26: 公司形成了从创意到管理咨询的一站式服务能力	15
图 27: 公司与万达、欢乐谷和方特等顶尖主题公园均有合作	15
图 28: 产品线丰富, 是国内外游乐设备制造商中品类最全企业之一	16
图 29: 2018 年马来西亚旅游产业增加值同比增长 10%	16
图 30: 2016 年泰国入境游人数超过 3000 万, 同比增长 9%	16
图 31: 2019 年菲律宾入境游支出增长率达到 23.2%	16
图 32: 2019 年来越外国游客数超过 1800 万人, 同比增长 16.2%	16
图 33: 2018 年中国赴一带一路沿线国家旅游人次超 3000 万	17
图 34: 泰、越、新成为 2018 年最受国人欢迎一带一路国家	17
图 35: 中山金马 JL-26D 激流勇进产品	17
图 36: 除个别年份, 公司海外收入占比总体呈上升趋势	17
表 1: 股权激励行权条件	6
表 2: 不同类型主题公园及其特点描述	12
表 3: 不同类型主题公园及其特点描述	14
表 4: 中山金马与华侨城 A、宋城演艺和大连圣亚收入增速波动率比较	18
表 5: 中山金马与华侨城 A、宋城演艺和大连圣亚毛利率波动率比较	19
表 6: 公司细分业务盈利预测	19
表 7: 中山金马与可比公司主要财务指标对比	20
表附录: 三大报表预测值	22

1. 国内游乐设施龙头，拓展文旅终端运营打开成长空间

1.1. 国内游乐设施龙头，受益消费升级，游乐园及文旅需求提升

公司成立于 2007 年，经过多年的积累和发展，现已成为国内规模最大的集大型游乐设施、高科技动漫影视项目的研发、制造与销售于一体、拓展文旅终端运营的国内游乐制造行业龙头企业。并且能够为游乐园、主题乐园、城市综合体等游乐和文旅企业提供从主题策划、创意设计、技术研发、产品制造、终端运营等系统解决方案。

图 1：公司发展历程

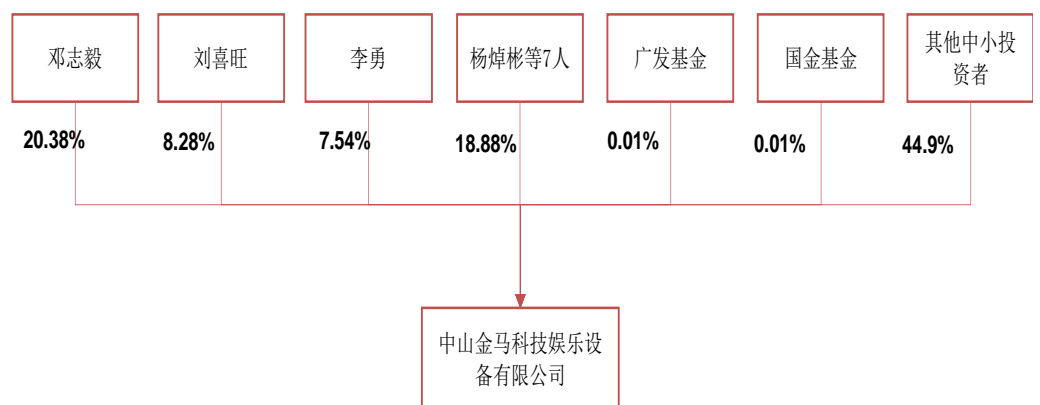


资料来源：招股说明书、公司官网、浙商证券研究所

1.2. 前十大股东持股 55%，股权激励面向中高层及核心技术与业务人员

公司实际控制人为董事长邓志毅、总经理刘喜旺和董事李勇，持股比例分别为 20.38%、8.28% 和 7.54% 三人和合计持股 36.2%，公司前十大股东目前合计持股占比为 55.08%。

图 2：截至 2020 年半年报前 10 大股东合计持股 55%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2019 年 7 月推出限制性股票激励计划。公司通过定向增发 A 股的方式，向高级及中层管理人员以及核心技术与业务人员共 72 人授予限制性股票 108.90 万股，占激励计划公告日公司股本总额 7200 万股的 1.51%。限制性股票的授予价格为 19.29 元/股，在授予完

成日起满 12 个月后，达到业绩要求分三期解除限售，每期解除限售的比例分别为 30%、30%、40%。

表 1：股权激励行权条件

激励标的	实施时间	激励总数 (万股) /总股本占比	授予对象	解除限售和行权条件
限制性股票	2019-09-13	108.9/1.51%	高级和中层管理人员、核心技术与业务人员 72 人	以 2018 年净利润为基础，2019、2020、2021 年净利润增长率不低于 10%、20%、40%。 备注：2018 年公司净利润 9804 万元，按照股权激励要求，2019-2021 年净利润不低于 1.08、1.18、1.37 亿元。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

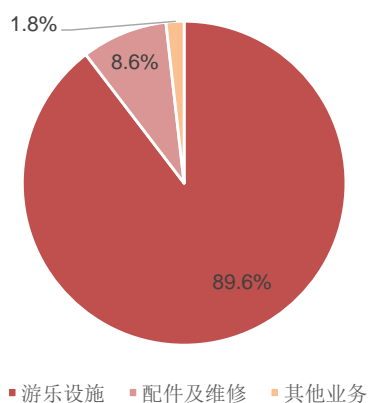
1.3. 游乐设施和国内收入占比最高，2019 年融创为第一大客户

1.3.1. 游乐设施收入占比接近 90%，细分中滑行车类占比最高

公司业务主要包括游乐设施，配件及维修和其他业务，2019 年营收分别为 5.6、0.5 和 0.1 亿元。其中游乐设施占比最高，2019 年达到 89.6%。

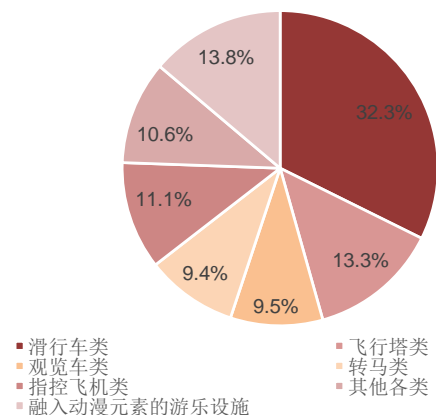
游乐设施细分来看，公司产品有滑行车类、飞行塔类、转马类、融入动漫元素类等众多游乐设备，除滑行车类设施占比较大外，各项游乐设施在营收中的占比较为均衡。根据招股说明书披露的最新数据来看，2018 年上半年营收占比前三的游乐设备为滑行车类、融入动漫元素类和飞行塔类游乐设施，在整体游乐设施营收中分别占比 32.3%、13.8% 和 13.3%。

图 3：2019 年营业收入中游乐设施占比最高，2019 年达到 89.6%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 4：2018 年 H1 滑行车类收入占比最高，为 32.3%



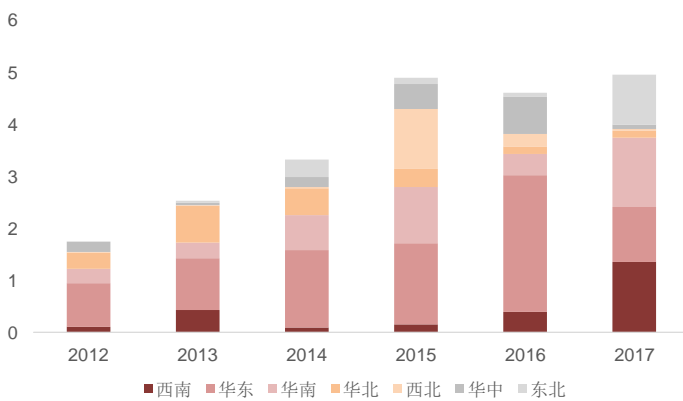
资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

1.3.2. 国内收入占比超过 90%，主要集中在华东和华南地区

国内业务主要以华东和华南地区为主，其中华东的确占比特别高，营收占比常年稳定在 30%-50% 左右。2017 公司国内营收占比前三的区域为西南、华南和华东，营收占比分别为 27.1%、26.7% 和 21.2%。

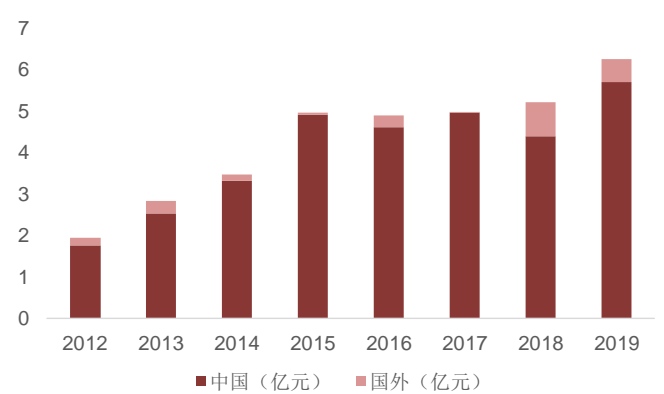
公司除了大力布局国内市场以外，正积极开拓“一带一路”沿线国家和地区的市场，布局全球化战略。目前公司国际化战略取得了不俗的成绩，凭借稳定优质的产品，公司产品出口覆盖欧洲、南美、东南亚、中亚、西亚、非洲等多个国家和地区，收到海外客户的广泛认可。另外还通过设立子公司-环球文旅发展有限公司进行国际化业务的开展。2018-2019 年，公司海外业务营收分别为 0.83 和 0.55 亿人民币，占营收比重的 15.9% 和 8.8%。

图 5：国内华东区域收入占比最高，稳定在 30%-50% 之间



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 6：海外营收规模和营收占比总体呈上升趋势



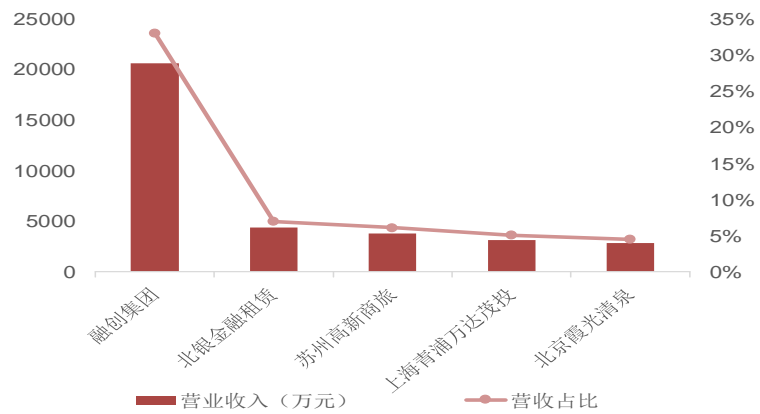
资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

1.3.3. 下游客户较为集中，前五大客户收入占比达到 56%

下游客户主要为传统游乐园、主题公园及城市综合体等文化、旅游行业。公司在销售模式上采取直销方式，直接独立面向市场，向国内外客户进行销售，有助于对客户的个性化设计需求、产品制造、安装验收及售后服务等方面及时负责反馈。公司拥有专业的营销团队，与国内外主要客户群建立了长期、稳定的合作关系，已建立起较完善的市场营销体系。

前五大客户收入历年来占比较高，销售对象较为集中。2019 年，公司前五大客户营收合计 3.5 亿人民币，占整体营收比重达到 55.7%，其中最大客户为融创集团，实现营收 2.1 亿元，占比 33%。销售对象涵盖其旗下多家子公司：包括无锡融创城投资有限公司，重庆万达城投资有限公司和广州万达文化旅游城投资有限公司等。

图 7：2019 年前五大客户营收占比超过 55%



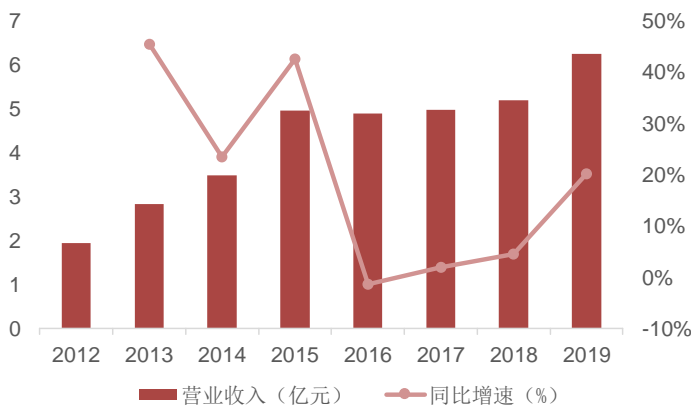
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.4. 历史业绩：前 7 年营收复合增速 18%，净利润复合增速 30%

1.4.1. 过去 7 年营收复合增速为 18%，净利润复合增速达 30%

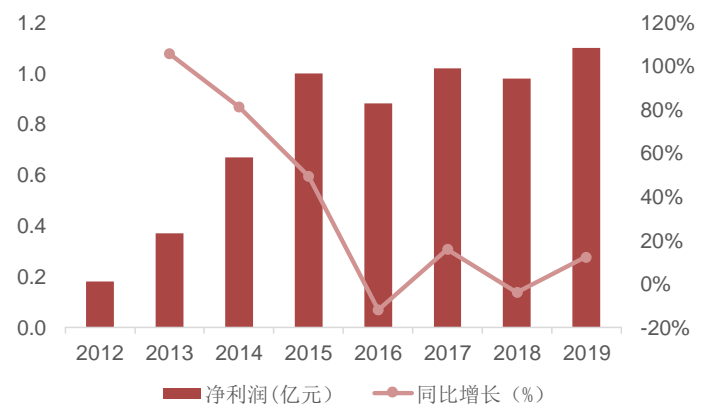
公司营收及净利润近年来整体呈现稳步增长的态势。营业收入由 2012 年的 1.9 亿上升到 2019 年的 6.3 亿元，七年年均复合增长率为 18.2%。净利润由 2012 年的 0.18 亿上升到 2019 年的 1.1 亿，七年年均复合增长率为 29.5%。公司利润增速整体快于营收增速，目前公司营业收入有望再次进入加速上升通道。

图 8：过去七年营业收入复合增长率 18%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 9：过去七年净利润复合增长率 30%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

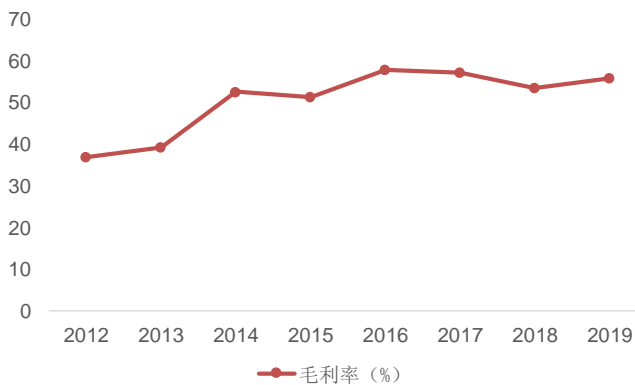
1.4.2. 毛利率连续五年超过 50%，净利率逐年上升至 18%

毛利率连续五年超过 50%。2019 年公司毛利率为 55.8%，已连续五年处于 50% 以上的水平，相当不易。分产品毛利率方面，2019 年游乐设施毛利率为 55.2%，配件及维修毛利率为 54.6%。公司净利率方面同样十分优异，由 2012 年的 9.1% 攀升到 2019 年的 17.5%，并且常年维持在 20% 左右的水准。

净利率逐年上升，2019 年达到 18%。2019 年净利率有所下滑主要受当年研发费用大幅增加所致。公司为丰富产品品类和产品线，增强核心技术和竞争力，大力进行新产品的开发工作。2019 年共投入研发费用 1.3 亿元，占营业收入的 20.2%，同比大增 76.9%，

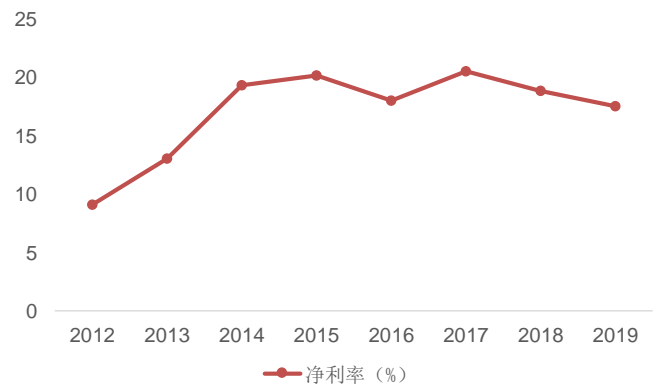
且全部费用化。目前已累计完成 15 项研发项目, 有利于巩固公司在高端游乐设施、动漫机电一体化游乐设备等方面的行业龙头地位及品牌优势。

图 10: 毛利率连续五年超过 50%



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 11: 净利率逐年上升, 2019 年达到 18%

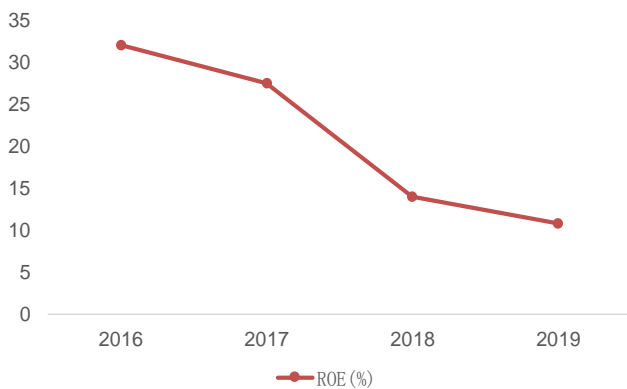


资料来源: Wind、浙商证券研究所

1.4.3. ROE 水平优秀, 2016-2019 年几何 ROE 为 19%

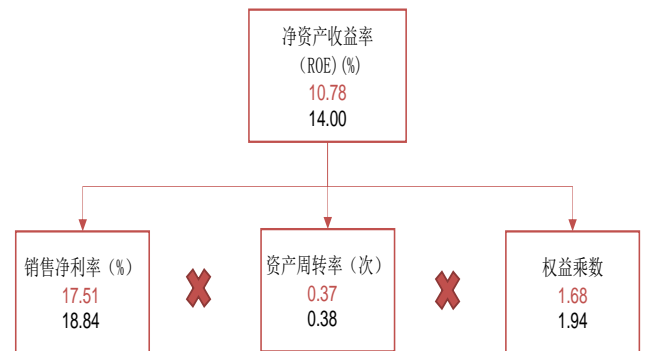
2019 年 ROE 为 10.78%, 相比 2018 年有一定幅度的下滑。19 年 ROE 下降主要是受到净利率和权益乘数下滑影响。净利率方面因为当年研发费用的大幅增加, 导致有小幅的下滑。权益乘数下滑主要是因为公司应付账款、应付职工薪酬和预收款项减少所致。整体来看, 公司历史 ROE 一直处于相当优异的水平, 2016-2019 年的几何 ROE 为 19.1%。2018 年以后 ROE 有所下滑, 主要是因为 IPO 募集资金导致的资产周转率和权益乘数有较大幅度的回落。

图 12: IPO 募集资金导致 2018 年之后 ROE 出现较大下滑



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 13: 净利率和权益乘数下降导致 19 年 ROE 下降



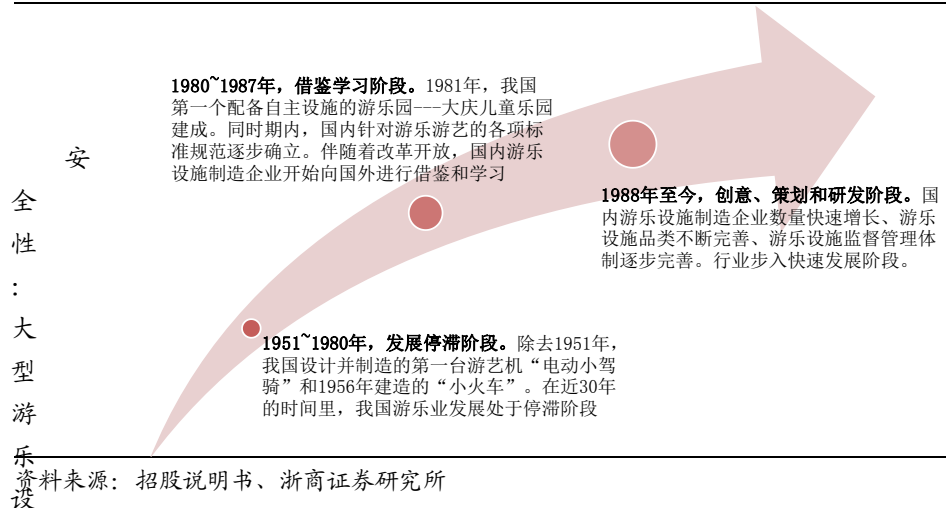
资料来源: Wind、浙商证券研究所

2. 游乐设施高端产品对内进口替代加快, 对外开拓“一带一路”

2.1. 安全与创意并重, 大型游乐设施行业壁垒较高

游乐设施在我国发展经历了三个阶段: 1) 1951~1980 年, 发展停滞阶段。1951 年, 我国设计并制造了第一台游艺机“电动小驾骑”, 1956 年又建成一台“小火车”, 拥有两台属于自己设计并制造的儿童游乐设施。但此后近 30 年时间, 我国游乐业的发展处于停滞阶段; 2) 1980~1987 年, 借鉴学习阶段。1980 年改革开放初期, 也是我国游乐设施快速发展的开端。1981 年, 我国第一个由自己制造的游乐设施来建设的游乐园——大庆儿童乐园建成。同时国内制定并颁布了游艺机安全暂行规定、游艺机和游乐设施安全标准、游艺机和游乐设施通用技术条件等规范性文件。但由于当时国内制造业整体发展水平有限, 国内早期的游乐设施制造企业开始向国外进行借鉴和学习; 3) 1988 年至今, 创意、策划和研发阶段。这一阶段, 国内游乐设施制造企业数量快速增长、游乐设施品类不断完善、游乐设施监督管理体制逐步完善。尤其在大型游乐设施制造领域, 凭借近三十年的不断创意、策划和技术研发, 行业步入快速发展阶段。

图 14: 建国以来我国游乐设施行业发展的三个阶段



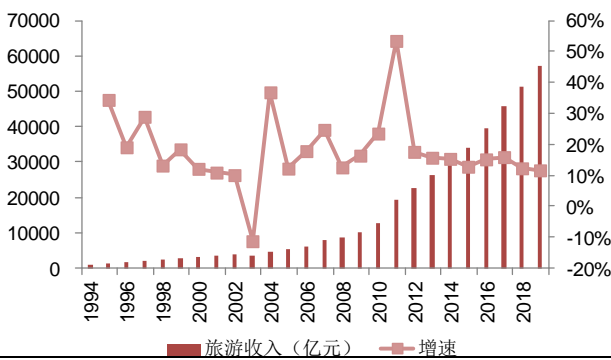
大型游乐设施属于特种设备监管范畴, 对游乐设施的制造工艺和运行安全要求严格, 同时对文化创意和娱乐体验要求较高, 具有较高的进入壁垒。行业高壁垒主要体现在两方面: 1) 安全性。一是资质许可壁垒。大型游乐设施制造行业需严格按照《特种设备安全法》、《特种设备安全监察条例》等法律法规要求经营, 对大型游乐设施的制造需按照《游乐设施安全技术监察规程(试行)》及《关于调整大型游乐设施分级并做好大型游乐设施检验和型式试验工作的通知》申请相应生产、安装、改造及维修许可资质; 二是售后服务壁垒。大型游乐设施是下游客户运营中极为重要的设备, 如果设备操作及运营过程中出现失误或安全事故, 将会给下游客户带来较大经济损失甚至是造成品牌损失。因此下游客户非常关注产品售后服务工作, 要求设备供应商能够快速对大型游乐设施的安全运营提供建议、维护等服务。因此生产企业需要配备高素质的技术服务团队。2) 创意性。一是产品均是定制化。由于客户在项目主题、规划、规模、娱乐体验方式等方面都有不同要求, 导致产品的个性化要求较高, 公司建立了专业的项目策划和营销团队, 提前为客户进行园区文化和主题规划; 二是对人才要求高。在产品创意、工艺设计、机械加工、焊接、钢结构等方面具有严格要求, 对相关从业人员创新能力、技术能力及从业资格要求较高, 但熟练掌握上述能力不仅需要具有丰富理论知识, 而且要经过长期的实践经验和磨合

2.2. 文旅消费持续增长，公司具备进口替代实力

2.2.1. 文旅产业消费需求持续增长，主题公园进入投资窗口期

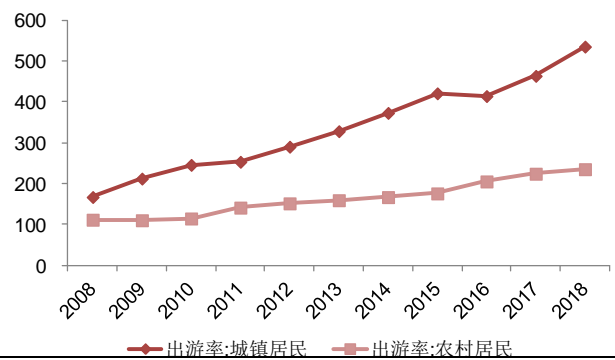
我国国内旅游收入持续增长，城镇和农村居民出游率不断创新高。2010~2019年，我国国内旅游发展迅猛，旅游收入持续增长，CAGR为18.8%。2019年末国内全年旅游总收入达5.73万亿元，同比增长11.6%。2019年旅游收入增速接近为GDP增速（2019年我国GDP增速为6.1%）的2倍。与此同时，我国城镇居民和农村居民出游率也不断创新高。2018年我国城镇居民出游率达到535.3%，同比提高71.6pct，与10年前相比提升了322.8pct；2018年我国农村居民出游率达到235.5%，同比提升11.1pct，与10年前相比也提升了124.9pct。

图 15：我国旅游收入持续增长，增速接近 GDP 增速的 2 倍



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

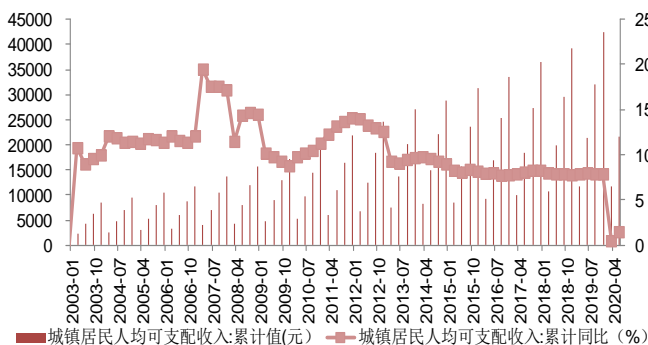
图 16：城镇居民和农村居民出游率不断创新高



资料来源：国家旅游局、浙商证券研究所

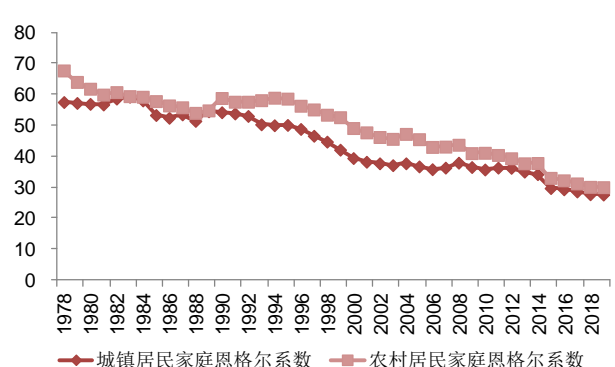
人均可支配收入持续增长和消费观念升级是游乐设施行业发展的根本动力。游乐设施的下游主要依赖于文旅产业的发展，而人均可支配收入的持续增长和消费观念的升级会带动文旅产业的健康发展。1) 我国城镇居民人均可支配收入持续增长。2019年我国城镇居民人均可支配收入2.2万元/年，同比增长7.9%；尽管受到新冠疫情的不利影响，2020年Q1、Q2城镇居民的人均可支配收入仍然维持正增长，增速分别为0.5%和1.5%；2) 我国城乡居民恩格尔系数不断创新低，居民消费观念升级趋势明确。随着国民经济持续增长、人均收入快速增加及城镇化率不断提高，城镇居民的恩格尔系数持续下降，居民消费观念随之转变和升级，其不再局限于单纯的物质消费，旅游消费倾向及对参与性、体验性较强的娱乐消费需求大幅提高，进而形成对大型游乐设施的需求提升。

图 17：2019 年我国城镇居民人均可支配收入同比增长 7.9%



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 18：城镇居民和农村居民恩格尔系数不断创新低

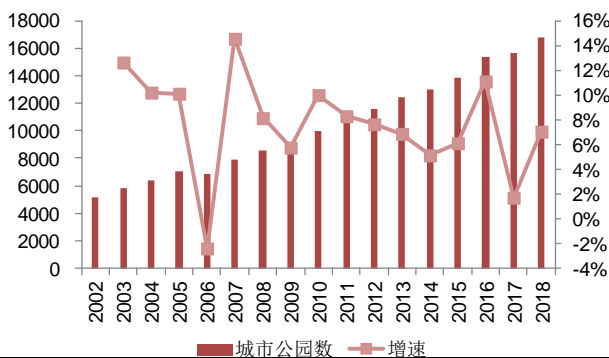


资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

传统游乐园、主题公园和城市综合体等游乐设施需求增长的直接驱动因素。大型游乐设施的主要下游应用领域为传统游乐园、主题公园及城市综合体等文化、旅游行业。因此，其需求主要来自传统游乐园、主题乐园、城市综合体等文化、旅游行业的投资建。

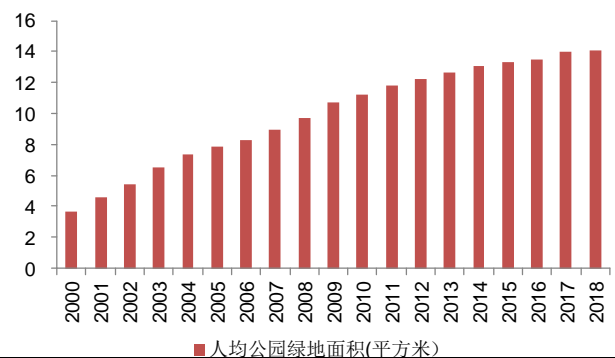
1) 传统游乐园对大多与公园、绿地等绿化设施配套建设，其增长主要来自：(1) 公园数量及城市绿地面积增加带来的增量需求；(2) 设备年久失修带来的更新升级需求。2018 年我国城市公园数量达到 16735 座，同比增长 7.1%，人均公园绿地面积达到 14.11 平方米/人，同比增长 1%。我国早期的传统游乐园对于游乐设施的需求爆发主要集中于二十世纪八九十年代，目前这些传统游乐园的设备大多使用年限较长，存在更新升级的需求。

图 19：2018 年我国城市公园数量同比增长 7.1%



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 20：我国人均公园绿地面积不断创新高



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

2) 人均 GDP 超过 8000 美元，主题公园迎来快速发展窗口期。根据旅游体验类型，主题公园可分为游乐类、景观类、动物园类、民俗风情类及情境模拟类五大类型。从主题公园发展现状来看，游乐类、情景模拟类主题公园广泛使用大型游乐设施，部分动物园类、景观类或民俗风情类主题公园也引入了结合主题的大型游乐设备等项目。

表 2：不同类型主题公园及其特点描述

主题公园类型	特点描述	代表公园
游乐类	提供各种刺激的室外机械游乐设施	深圳欢乐谷、北京石景山游乐园、长隆欢乐世界
景观类	浓缩了一些著名景观或特色景观，让游客在短暂的时间欣赏最具特色的景观	深圳世界之窗
动物园类	各式各样的水族馆和野生动物公园	香港海洋公园、广州长隆野生动物园
民俗风情类	向游客展现不同的民族风俗和民族色彩	北京中华民族园、杭州宋城、曲江文旅
情景模拟类	由应用现代科学技术成果的骑乘类游乐设施、特种电影、特效表演等构成，追求文化与游乐的完美结合	迪士尼乐园、环球影城、方特欢乐世界

资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

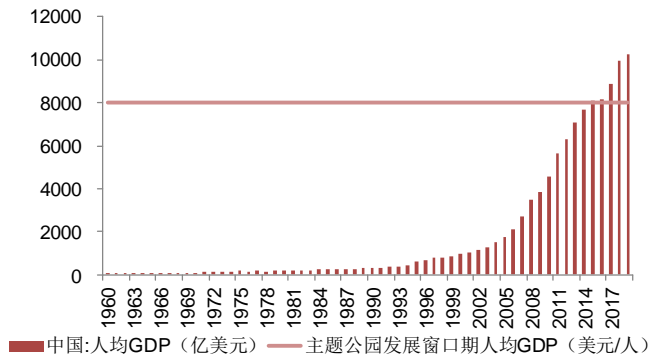
2015 年我国人均 GDP 已经超过 8000 美元，已经进入主题公园快速发展的窗口期。根据海外经验，人均 GDP 超过 8000 美元是主题公园发展分水岭。以美日韩为例，美国

在 1971 年人均 GDP 到达 8000 美元，迪士尼开始在美国大规模扩张；日本 1977 年人均 GDP 达到 8000 美元，1983 年东京迪士尼乐园开业；韩国于 1992 年达到人均 GDP8000 美元，1989 年韩国被载入吉尼斯世界纪录的世界最大室内主题公园乐天世界开园。根据世界银行的数据，2015 年我国人均 GDP 已到达 8000 美元，2019 年我国人均 GDP 达到 10262 美元，目前正处于主题公园快速发展的关键时间窗口。

主题公园的布局正由一线城市向二三线城市加速渗透。目前我国主题公园主要分布在北京、长三角、珠三角等经济发达地区，一线城市的主题公园不仅处于饱和状态，而且未来将要面对迪士尼、环球等国际巨头的进入。目前万达、世贸和华谊兄弟已兴建或正在建设的主题公园选址都瞄准了土地及运营经费较便宜的地方城市，并看好二三线城市即将爆发的旅游需求，主题公园布局正逐步向二三线城市渗透。

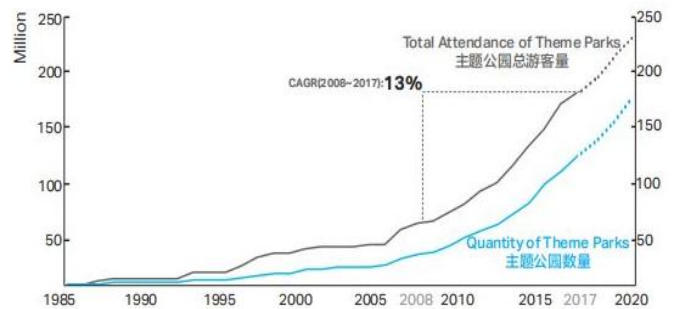
主题公园零售额快速增长，带动主题公园投资热度不减。根据 AECOM 《中国主题公园项目发展预测报告》的数据，中国主题公园的年平均游客量从近 100 万提高至 2017 年的 150 万。过去十年(2008-2017)，主题公园游客量每年平均增长 13%，预计该市场将持续快速增长至 2020 年。根据已发布的官方消息，我国 2025 年前将建设完成的项目至少有 70 个。目前在建项目约 50 个，主要集中在华东、华中、西南三个区域。2018 年(含 2018 年)至 2020 年拟建主题公园的投资总额为人民币 745 亿。2021 年至 2025 年的投资总额预计为人民币 1,300 亿，平均投资额约为每座人民币 29 亿，高于之前平均水平。

图 21：2015 年我国人均 GDP 超过 8000 美元



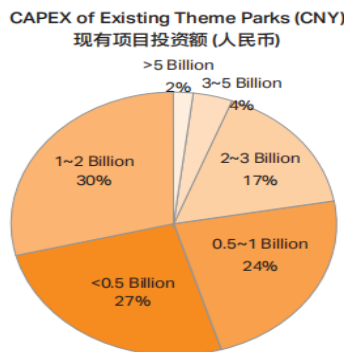
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 22：中国主题公园年平均游客量从近 100 万提高至 150 万



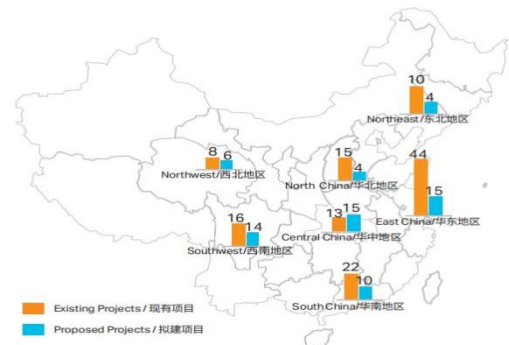
资料来源：AECOM、浙商证券研究所整理

图 23：目前在运营的主题公园投资额集中在 11-30 亿区间



资料来源：AECOM、浙商证券研究所整理

图 24：到 2025 年我国在建和拟建主题公园至少 70 个



资料来源：AECOM、浙商证券研究所整理

2.2.2. 技术、品牌和产品线优势明显，公司具备进口替代实力

游乐设施行业进入壁垒较高，目前主要市场参与者包括国外生产商和国外头部生产商。游乐设施最早起源于欧洲，目前国际上知名的大游乐设施制造企业大多在欧美地区，且具有数十年甚至上百年历史，多在某一类或某几类游乐设施上具有绝对优势，形成很高的进入门槛和相当的市场垄断性，如 Bolliger & Mabillard Consulting Engineers Inc.、Intamin Amusement Rides Int.Corp. Est.、Vekoma Rides Manufacturing B.V.、Antonio Zamperla S.P.A.等。国内游乐设备供应商最初主要以生产中小型游乐设备为主，发展初期的产品主要面向全国各地的中小型游乐园、动物园、植物园、市政公园等。随着国内游乐设施制造企业设计水平、技术工艺的不断提高，其在大型游乐设施制造领域快速发展壮大，所生产的游乐设施越来越多应用于主题乐园，在国内市场与国外企业形成正面竞争，且市场份额正不断扩大。目前在数百家国内游乐设施制造企业中，具有大型游乐设施生产资质的企业约 100 多家。

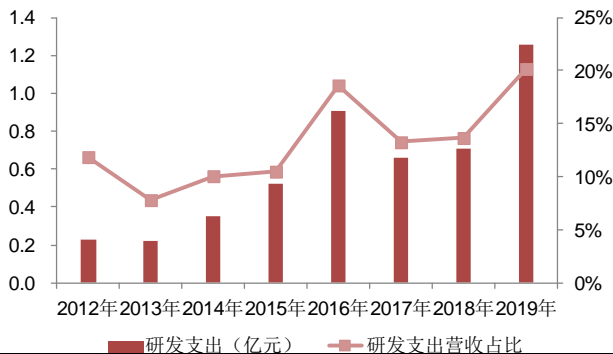
表 3：不同类型主题公园及其特点描述

公司名称	国家或地区	成立年份	注册资本	主营业务
南方文旅	浙江温州	1990	5000 万元	各类游乐设施的设计、制造、销售、安装、维修；年销售额和生产能力近 5 亿元
北京实宝来	北京	1900	617 万元	大中型游乐设备产品的研发、设计、制造和销售
北京佳龙	北京	2003	1000 万元	各类游乐设施的制造、销售、安装、维修
中山金马	广东中山	2007	10197 万元	大型游乐设备、高科技动漫影视项目，19 年销售收入 6.3 亿元，年产能超过 800 台/套
BMI	瑞士	1988		从事过山车类游乐设施的设计、生产和销售
IARI	列支敦士登	1967		从事过山车、摩天轮等各类游乐设施
VRMB.V.	荷兰	1926		从事过山车、摩天轮等各类游乐设施
AZS.P.A.	意大利	1966		从事过山车、摩天轮等各类游乐设施

资料来源：公司官网、招股说明书、浙商证券研究所

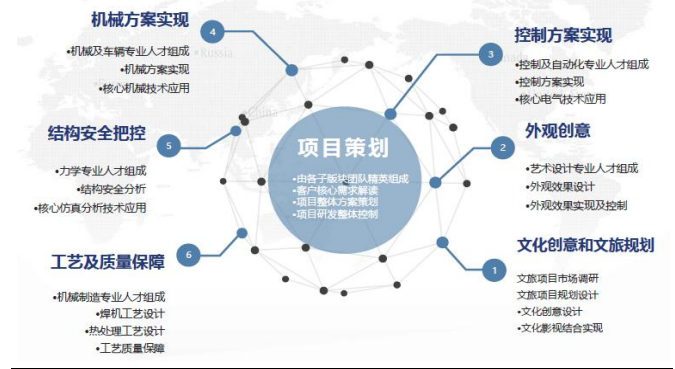
重视研发，技术水平行业领先。游乐设备制造产品的发展趋势是需要更加新颖的功能创意、更好的人机互动体验感以及更高水平的产品质量，为此公司需要持续提升公司产品创意设计、功能制造以及产品质量安全水平。一方面，公司加大研发投入力度，实现研发投入总额 12,617.77 万元，较上年同期增长 77.0%，占营业收入比例为 20.2%。2019 年度，公司累计完成研发项目 15 项，截至 2019 年底累计已获得 107 项授权专利，其中发明专利 34 项（含 1 项美国发明专利）、实用新型 49 项、外观专利 24 项同时公司进一步加大对动漫影视一体化产品投入和研发，加大产学研合作和推进国际技术合作，开发集影视、动漫一体化具有自主 IP 的高科技娱乐产品。2019 年公司设立中山市金马文旅科技有限公司，主要专注于融入动漫类游乐设备的技术开发及应用的平台，专注于开发公司动漫影视类游乐设备；另一方面，2019 年公司设立环球文旅发展有限公司，主要是为引进海外高端、先进游乐设备制造技术及布局海外市场，这将有利于公司的产品、技术迈向国际高端水平。公司目前形成了包含“创意-规划设计-研发-制造-安装-培训交付-售后服务和管理咨询”的一站式服务能力。目前公司拥有行业内全系列、全类别大型游乐设施 A 级资质。公司产品观览车（GLC-98A）、速降过山车（KSC-16C）等获得 TÜV 审核认证。

图 25：2019 年公司研发支出同比增长 77%，营收占比 20%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 26：公司形成了从创意到管理咨询的一站式服务能力



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

与国内顶尖主题公园广泛合作，高端品牌形象受认可。经过在大型游乐设施制造行业的长期积淀，公司在技术、产品及服务方面的整体实力得到极大提升，目前已成为国内大型游乐设施的主要生产企业之一，行业地位较高。凭借高品质的产品和优质的服务，公司的高端品牌形象获得了下游客户的广泛认可，赢得了较高声誉。公司作为中国游艺机游乐园协会及广东省特种设备行业协会副会长单位，国内与万达、欢乐谷、方特乐园等中大型主题公园展开广泛合作。

图 27：公司与万达、欢乐谷和方特等顶尖主题公园均有合作

万达主题公园	欢乐谷	方特主题公园	长隆欢乐世界
			
合作项目：西双版纳、哈尔滨、合肥、无锡、青岛、南宁、南京、上海、昆明、成都、桂林、济南、广州、重庆等	合作项目：北京、武汉、成都、天津、上海、深圳、重庆、柳州、常德、顺德、南京等	合作项目：芜湖、株洲、大同、嘉峪关、济南、青岛、泰安、沈阳、郑州、宁波、厦门、南宁、太原、邯郸、绵阳、荆州、长沙、伊明等	其他中大型主题乐园：恒大海花岛、富力海洋欢乐世界、长隆欢乐世界、苏州华谊电影世界、西安乐华欢乐世界、银基佳宝乐园、安顺大兴东旅游度假区、海昌等

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

产品线丰富，能够同时参与全标段和分标段竞标。公司产品涵盖了含滑行车类游乐设施、飞行塔类游乐设施、观览车类游乐设施、转马类游乐设施、自控飞机类游乐设施及其他各类游乐设施和融入动漫元素的游乐设施在内的丰富的产品线，是目前国内外游乐设备制造商中品类最全的企业之一，成为少数能够参与大型游乐集团全标段或分标段竞标的企业，客户也能通过集中采购提高效率和降低后续服务成本。经过多年的经营，公司已与国内主要大型游乐园集团如万达、华侨城和华强方特等建立了良好的合作关系，拥有较稳定的客户群体。

图 28：产品线丰富，是国内外游乐设备制造商中品类最全企业之一



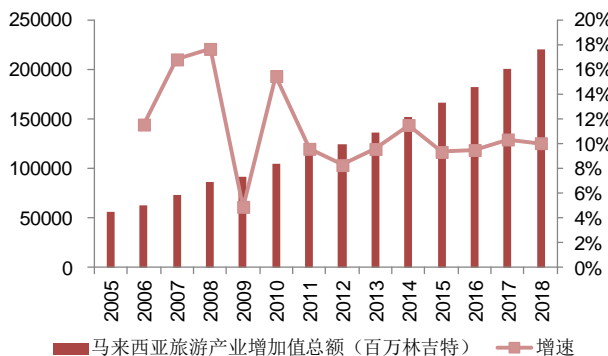
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2.3. 立足“一带一路”沿线国家，积极开拓国外市场

2.3.1. “一带一路”沿线国家旅游业发展迅速，潜在发展空间广阔

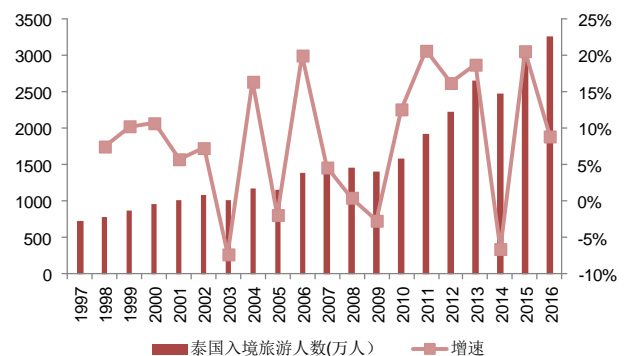
“一带一路”沿线国家旅游业发展迅速，尤其是旅游业作为经济重要的支柱的东南亚地区，马来西亚、泰国、菲律宾和越南近年来旅游业发展势头都非常迅速。

图 29：2018 年马来西亚旅游产业增加值同比增长 10%



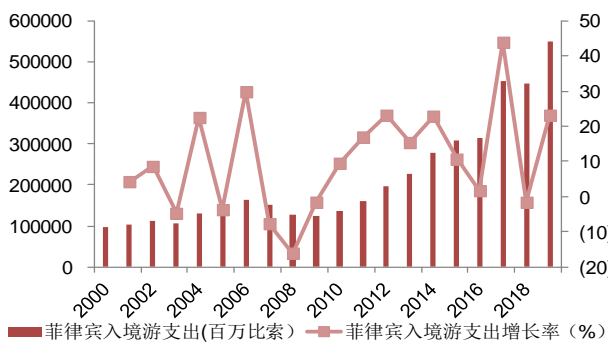
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 30：2016 年泰国入境游人数超过 3000 万，同比增长 9%



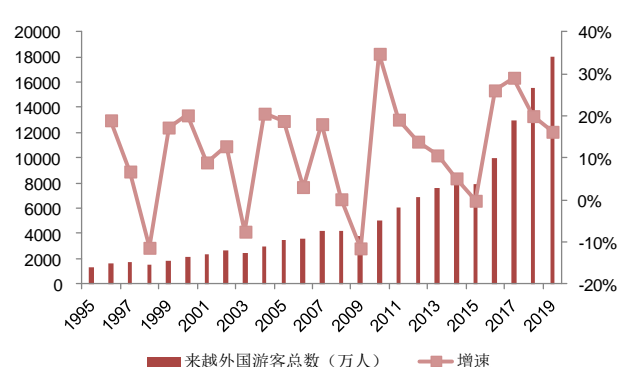
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 31：2019 年菲律宾入境游支出增长率达到 23.2%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

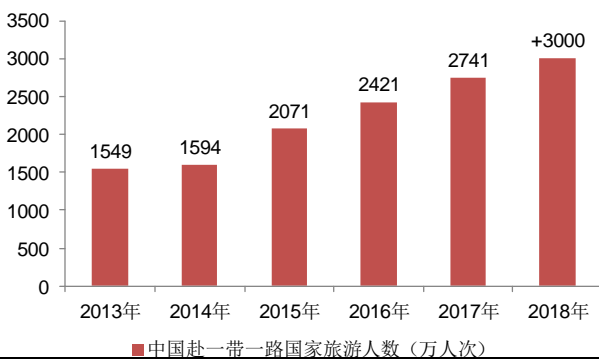
图 32：2019 年来越外国游客数超过 1800 万人，同比增长 16.2%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

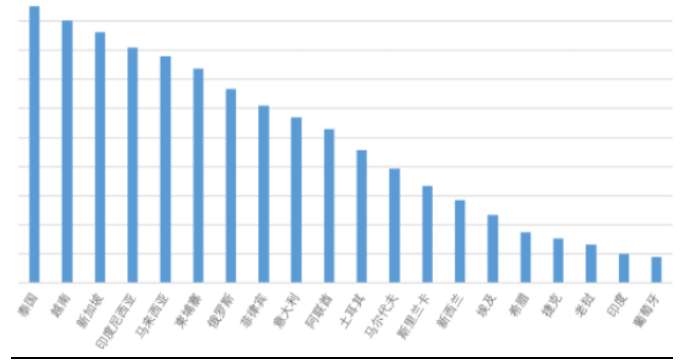
中国到“一带一路”沿线国家旅游人次高速增长，为大型游乐设施出口提供便利。根据中国旅游研究院数据显示，中国到“一带一路”沿线国家的游客人次逐年攀升，由2013年的1549万人次，增长到2017年的2741万人次，五年间增长了77%，年均增速达15.34%。按照这一增速测算2018年将突破3000万人次，超过日本、美国，成为中国游客第一大海外旅游目的地区域。“一带一路”是旅游资源的富集区，汇集了80%的世界文化遗产，涉及60多个国家，44亿人口，被视为世界上最具活力和潜力的黄金旅游之路。2017年“一带一路”国家国际旅游人次约为5.82亿人次，占世界国际旅游人次的44.02%，为全球重要的国际游客净流入地。

图 33：2018 年中国赴一带一路沿线国家旅游人次超 3000 万



资料来源：中国社科院旅游研究中心、浙商证券研究所

图 34：泰、越、新成为 2018 年最受国人欢迎一带一路国家



资料来源：中国社科院旅游研究中心、浙商证券研究所

2.3.2. 借力“一带一路”国家战略，公司海外收入占比总体上升

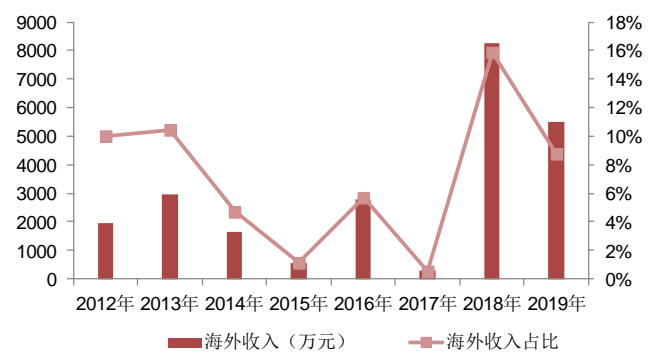
国家推进的“一带一路”战略，沿线国家和地区对娱乐设施的需求不断增长。公司的产品远销俄罗斯、韩国、土耳其、印度尼西亚、越南、泰国、沙特阿拉伯、乌兹别克斯坦、坦桑尼亚、阿尔及利亚、阿根廷、墨西哥等近30个国家和地区。公司生产的全球最高的激流勇进落户中国台湾高雄市和韩国釜山。除了个别年份以外，公司海外收入占营收的比重整体呈现上升趋势。

图 35：中山金马 JL-26D 激流勇进产品



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 36：除个别年份，公司海外收入占比总体呈上升趋势



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

3. 拓展文化终端运营，“制造+文旅”双轮驱动，打开成长空间

3.1. 设立中山金马文旅发展有限公司，聚力拓展文旅终端运营

2019年10月16日公司公告，将出资1000万元设立中山市金马文旅发展有限公司。经营范围主要包括游乐场项目；投资经营旅游景点、景区项目；餐饮服务；销售：百货；停车服务；经营休闲娱乐体育项目等。设立金马文旅发展有利于进一步完善与优化公司现有产业布局及业务结构，提升公司综合竞争力及企业品牌影响力。

2019年12月28日，公司又与中山市广弘集团有限公司及广东天弘国富股权投资基金管理有限公司签署了《战略合作方案》，拟就“文化旅游产业园区建设等相关项目”开展全面的战略合作。通过本次合作，有效利用并整合协议各方资源优势，进一步拓展公司业务领域，加快产业布局。

2019年公司年报披露“推进文旅运营，提升终端运营能力”。随着游乐行业不断发展，国内文旅主题乐园在不断转型升级，国际著名的文旅运营商也在布局国内市场，游乐成为人们生活娱乐的刚需，也催生一种更生活化、更普及化的文旅需求。通过挖掘行业的新业态、新需求，凭借在行业多年的市场积累和服务优势，公司成立了文旅发展子公司，采取小规模、差异化的市场策略，努力打造新一代艺术、文化、娱乐一体化文旅项目，推进具有特色的文旅终端经营项目，实现制造+文旅双轮驱动业务模式。

2020年半年报中公司披露已在国内布局多个项目，目前正在全面持续推进中，争取2020年内实现项目落地，通过建立特有的运营模式和盈利模式，打造出新一代融入生活的体验感强、娱乐性高的文旅项目。

3.2. 文旅终端运营：有助于培育新的利润增长点，打开成长空间

文旅终端运营项目收入增速波动较小。我们将中山金马与三家A股上市的主题乐园运营商华侨城A（仅包含旅游业务收入）、宋城演艺和大连圣亚过去7年收入增速进行对比，发现除了宋城演艺由于并购因素导致收入波动较大（2015年并购六间房）以外，华侨城A的旅游收入和大连圣亚的收入增速波动都比中山金马的波动率小。同时目前文旅终端业务主要以门票收入为主，也能为公司带来稳定的现金流。因此，进军拓展文旅终端项目可以有效平抑周期波动。

表 4：中山金马与华侨城 A、宋城演艺和大连圣亚收入增速波动率比较

公司名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	收入增速波动率
华侨城-A	26.4%	9.1%	4.9%	10.1%	19.3%	13.7%	24.7%	8.2%
宋城演艺	15.8%	37.8%	81.2%	56.1%	14.4%	6.2%	-18.7%	33.4%
大连圣亚	20.7%	14.9%	5.2%	3.9%	8.7%	0.8%	-8.3%	9.5%
平均	21.0%	20.6%	30.5%	23.3%	14.1%	6.9%	-0.8%	17.0%
中山金马	45.4%	23.1%	42.5%	-1.3%	1.8%	4.5%	20.1%	19.1%

资料来源：Wind、浙商证券研究所（华侨城 A 仅为其旅游业务收入）

文旅终端运营有助于提升公司毛利率，培育新的利润增长点。我们将中山金马与三家A股上市的主题乐园运营商华侨城A（仅包含旅游业务收入）、宋城演艺和大连圣亚过去7年毛利率进行对比，发现除华侨城-以外，宋城演艺和大连圣亚的毛利率都显著高于

中山金马的毛利率，并且中山金马因为研发项目的投入全部计入研发费用，当研发项目实现销售时，其毛利率为 100%。如果将的扣除研发投入还原为营业成本，则公司 2015 年到 2017 年的综合毛利率分别为 46.12%、44.33%、40.62%，将显著低于宋城演艺和大连圣亚的毛利率。综上，公司拓展文旅终端运营项目，如果能达到行业平均水平，也会显著提高公司的毛利率，进而带来新的利润增长点。

表 5：中山金马与华侨城 A、宋城演艺和大连圣亚毛利率波动率比较

公司名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	毛利率增速波动率
华侨城-A	49.2%	49.4%	42.5%	40.7%	42.3%	46.3%	40.6%	3.8%
宋城演艺	70.8%	67.2%	65.7%	63.2%	66.4%	71.4%	77.1%	4.6%
大连圣亚	53.5%	54.2%	54.8%	58.6%	59.8%	66.0%	61.2%	4.5%
平均	57.8%	56.9%	54.3%	54.2%	56.2%	61.2%	59.7%	2.6%
中山金马	39.2%	52.5%	51.3%	57.8%	57.2%	53.5%	55.8%	6.3%

资料来源：Wind、浙商证券研究所（华侨城 A 仅为其旅游业务毛利率）

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测：下半年迎业绩拐点，明后年收入、利润大幅增长

关键假设：

1) 游乐设施收入和毛利率假设：考虑到虽然 2020 年新冠疫情导致部分项目交付推迟，但是 2021~2025 年我国主题公园建设仍处于黄金期，公司在行业内的市场份额在稳步提升。预计 2020~2022 年公司游乐设施的收入增速分别为-15.2%、62.4%和 40.8%。由于研发项目交付时全部确认为收入，但是其成本已经在以前会计年度做了费用化处理，其毛利率为 100%。因此，研发项目收入的变动会影响毛利率变化。预计 2020~2022 年研发项目收入增速分别为 15.4%、30.7%和 12.2%，占营收比重分别为 13.5%、11.5%和 9.5%。公司的游乐设施的毛利率将跟随研发项目收入占比波动，2020-2022 年游乐设施毛利率分别为 56.2%、53.5%和 52.3%。

2) 配件及维修收入和毛利率假设：配件及维修收入基本与游乐设施收入同方向变化，预计 2020~2022 年公司配件及维修的收入增速分别为-6.7%、16.0%和 12.1%；配件及维修的毛利率主要与规模效应相关，主要随着收入增速的波动而变化。预计 2020-2022 年游乐设施毛利率分别为 54.0%、56.9%和 56.9%。

3) 其他业务收入及毛利率假设：其他业务收入主要是边角料等废料的销售产生的。其收入基本与游乐设施收入变动方向一致，但是增速波动较大，毛利率基本保持稳定。预计 2020~2022 年公司其他业务收入增速分别为-10.4%、50%和 20%，毛利率分别为 88.0%、88.0%和 88.9%。

表 6：公司细分业务盈利预测

业务类型	2019	2020	2021	2022
游乐设施-产品收入（万元）	49552	42000	68200	96000
yoy	21.7%	-15.2%	62.4%	40.8%

游乐设施-研发收入 (万元)	6500	7500	9800	11000
yoy	30.0%	15.4%	30.7%	12.2%
游乐设施-毛利率	55.2%	56.2%	53.5%	52.3%
游乐设施-毛利 (万元)	30954	27800	41700	56000
游乐设施-营收占比	89.6%	89.2%	91.4%	92.8%
游乐设施-毛利占比	88.8%	88.6%	90.0%	91.4%
配件及维修-营业收入 (万元)	5359	5000	5800	6500
yoy	-15.4%	-6.7%	16.0%	12.1%
配件及维修-毛利率	54.6%	54.0%	56.9%	56.9%
配件及维修-毛利 (万元)	2926	2700	3300	3700
配件及维修-营收占比	8.6%	9.0%	6.8%	5.6%
配件及维修-毛利占比	8.4%	8.6%	7.1%	6.0%
其他业务-营业收入 (万元)	1117	1000	1500	1800
yoy		-10.4%	50.0%	20.0%
其他业务-毛利率	89.1%	88.0%	88.0%	88.9%
其他业务-毛利 (万元)	995	880	1320	1600
其他业务-营收占比	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%
其他业务-毛利占比	2.9%	2.8%	2.8%	2.6%

资料来源：浙商证券研究所

根据以上假设，我们预计中山金马 2020~2022 年营业收入分别为 5.6 亿元、8.5 亿元和 11.5 亿元，增速分别为-11.2%、53.7%和 35.2%，净利润分别为 0.56 亿元、1.65 亿元和 2.34 亿元，增速分别为-48.9%、194.0%和 42.4%，EPS 分别为 0.5 元/股、1.6 元/股和 2.3 元/股。

4.2. 估值：对比可比公司，公司估值具提升空间

我们选择珠江钢琴（乐器文化企业）、大丰实业（文体科技装备）和宋城演艺（主题公园企业）作为可比公司，通过对比发现中山金马的毛利率高于可比公司平均水平，净利率仅低于宋城演艺而高于珠江钢琴和大丰实业，ROE 也接近行业平均水平，考虑到公司 IPO 募投产能还未全部投产，公司 ROE 水平仍有较大改善空间。综合来看，中山金马在可比公司中盈利能力处于中等偏上水平，但是 2021 年预测 PE 却大幅低于行业平均水平。目前公司净利润对应的 PE 分别为 59 倍、20 倍、14 倍。给予公司 6-12 月目标 PE 为 32 倍，股价为 52 元/股。给予买入评级。

表 7：中山金马与可比公司主要财务指标对比

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	PE (2021E)	19 年净利润 (亿元)	19 年毛利率	19 年净利率	19 年资产负债率	19 年 ROE
300144	宋城演艺	486	31.4	13.65	71.4%	52.3%	10.5%	14.5%

603081	大丰实业	49.02	12.4	2.35	32.2%	12.0%	52.7%	13.1%
002678	珠江钢琴	106.1	52.3	1.87	30.4%	9.1%	23.4%	5.7%
行业平均		213.7	32.0	6.00	44.7%	24.5%	28.9%	11.1%
300756	中山金马	33	20	1.10	55.8%	17.5%	37.9%	10.8%

资料来源：Wind、浙商证券研究所（中山金马为浙商证券预测，其余公司为 Wind 一致预期）

5. 风险提示

- 1) 新冠疫情反复导致项目交付可能推迟
- 2) 文旅终端运营项目推进不达预期
- 3) 游乐设施发生安全事故导致公司品牌受损

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1433	1504	1960	2396
现金	517	868	980	1098
交易性金融资产	350	117	156	207
应收账款	172	142	217	286
其它应收款	5	5	8	11
预付账款	32	43	74	87
存货	350	306	513	693
其他	6	23	12	14
非流动资产	269	320	391	481
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	181	212	257	315
无形资产	38	36	34	32
在建工程	26	53	83	114
其他	24	19	18	20
资产总计	1702	1823	2351	2877
流动负债	645	664	1027	1319
短期借款	0	0	0	0
应付款项	35	39	59	79
预收账款	572	592	924	1178
其他	39	32	45	62
非流动负债	0	1	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	1	0	0
负债合计	646	665	1028	1319
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1056	1159	1323	1558
负债和股东权益	1702	1823	2351	2877
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	40	123	216	254
净利润	110	56	165	234
折旧摊销	16	15	18	22
财务费用	(15)	(10)	(14)	(15)
投资损失	(10)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(64)	13	257	193
其它	4	59	(200)	(170)
投资活动现金流	(393)	171	(117)	(152)
资本支出	(29)	(70)	(90)	(110)
长期投资	0	(2)	1	(0)
其他	(365)	243	(29)	(42)
筹资活动现金流	(15)	56	14	15
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(15)	56	14	15
现金净增加额	(368)	351	112	118

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	625	555	853	1153
营业成本	277	241	390	540
营业税金及附加	6	8	12	14
营业费用	29	39	43	46
管理费用	83	97	102	127
研发费用	126	122	136	173
财务费用	-15	-10	-14	-15
资产减值损失	4	8	8	12
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	10	10	10	10
其他经营收益	14	7	9	10
营业利润	131	67	195	277
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	130	66	194	276
所得税	20	10	29	41
净利润	110	56	165	234
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	110	56	165	234
EBITDA	138	71	198	283
EPS (最新摊薄)	1.1	0.5	1.6	2.3
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	20.1%	-11.2%	53.7%	35.2%
营业利润	15.3%	-48.8%	190.3%	42.1%
归属母公司净利润	11.7%	-48.9%	194.0%	42.4%
获利能力				
毛利率	55.8%	56.5%	54.3%	53.2%
净利率	17.5%	10.1%	19.3%	20.3%
ROE	10.8%	5.1%	13.3%	16.3%
ROIC	9.7%	4.1%	11.5%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	37.9%	36.5%	43.7%	45.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.2	2.3	1.9	1.8
速动比率	1.7	1.8	1.4	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
应收帐款周转率	4.2	3.7	4.8	4.6
应付帐款周转率	7.4	6.5	8.0	7.8
每股指标(元)				
每股收益	1.1	0.5	1.6	2.3
每股经营现金	0.4	1.2	2.1	2.5
每股净资产	14.5	11.4	13.0	15.3
估值比率				
P/E	30	59	20	14
P/B	2	3	2	2
EV/EBITDA	12	33	11	7

资料来源: Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>