

风语筑 (603466.SH)

下半年产能有序恢复，关注元宇宙商业场景落地

增持

核心观点

上海疫情全面拖累经营业绩，目前恢复较好。2022H1 公司实现营收 5.55 亿，同减 61.54%，实现归母净利润-7300 万，同减 126.4%。其中 22Q2 实现营收 3.13 亿，同减 62.73%，22Q2 实现归母净利润-5721 万，同减 146.93%。公司总部在上海，且公司项目多为线下场景订单，公司项目出现不同程度延迟或推后，业绩下滑因上半年产能未能得到充分利用、产值未能有效释放。上海复工复产以来，公司新签订单回升较好，下半年复苏确定性较强。

主业在手订单储备充足，下半年蓄势待发。G 端订单方面，公司在 2022 上半年先后中标杭州 2022 年亚运会、典籍里的中国陈列馆、开封国家文化出口基地等项目，2022H1 公司新签订单 9.45 亿元，为公司业绩复苏奠定了基础。截至 2022 年 6 月 30 日，公司在手订单余额 55.11 亿元，较 2021 年末增加 2.99%，较去年同期增加 9.61%。

响应地方元宇宙配套政策扶持，布局商业应用场景。公司积极响应《上海市培育“元宇宙”新赛道行动方案》：城市服务方面公司携手上海奉贤新城落地国内首个元宇宙城市会客厅；商业零售方面公司为上海“五五购物节”静安国际美妆节打造元宇宙发布会；教育方面公司与上海 MBA 教育指导委员会、华东师范大学、中国联通、百度等打造上海 MBA 元宇宙中心；文旅方面公司将作为牵头单位，共建文旅元宇宙融合体；公司推出虚拟艺术世界风语筑元宇宙数字艺术馆；公司为安徽卫视及上海证券报打造虚拟主播，为新华社及湖南卫视打造虚拟会务场景及全息虚拟舞台。

风险提示：数字技术研发风险；元宇宙落地进展慢；数字展示行业竞争激烈。

投资建议：长期来看，G 端的订单确保公司业绩的基本盘，公司把握新技术浪潮，通过内生外延对元宇宙、数字藏品、虚拟数字人和 VR/AR 领域有深入的布局，公司具备打造全域（虚拟场景+线下场景）平台型公司的潜力。短期来看，公司订单储备充足，公司产能只是延后确认，后续修复性仍然较强，考虑疫情承压，我们下调公司 22-23 年利润预测 57.75%/39.94%，新增 2024 年利润预测，预计公司 22-24 年归母净利润为 2.46/4.43/5.75 亿，增速为 -44%/80.3%/29.7%，EPS 为 0.58/1.05/1.36 元，对应 PE 为 41/22/17X，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,256	2,940	2,516	3,276	3,982
(+/-%)	11.2%	30.3%	-14.4%	30.2%	21.5%
净利润(百万元)	343	439	245.81	443.27	574.77
(+/-%)	30.6%	28.1%	-44.0%	80.3%	29.7%
每股收益(元)	1.17	0.73	0.58	1.05	1.36
EBIT Margin	24.7%	23.4%	15.7%	19.2%	19.5%
净资产收益率 (ROE)	17.4%	19.1%	10.0%	16.0%	18.1%
市盈率 (PE)	20.1	32.2	40.5	22.4	17.3
EV/EBITDA	15.9	22.9	29.7	19.5	16.5
市净率 (PB)	3.49	6.15	4.03	3.58	3.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·数字媒体

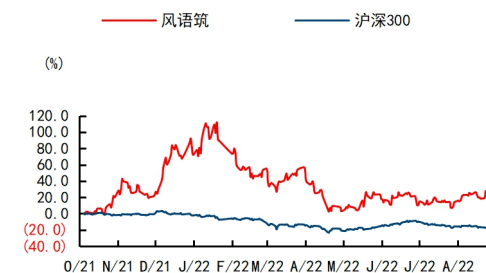
证券分析师：夏妍
 021-60933162
 xiayan2@guosen.com.cn
 S0980520030003

证券分析师：张衡
 021-60875160
 zhangheng2@guosen.com.cn
 S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	13.00 元
总市值/流通市值	7774/7748 百万元
52 周最高价/最低价	35.03/11.31 元
近 3 个月日均成交额	168.68 百万元

市场走势



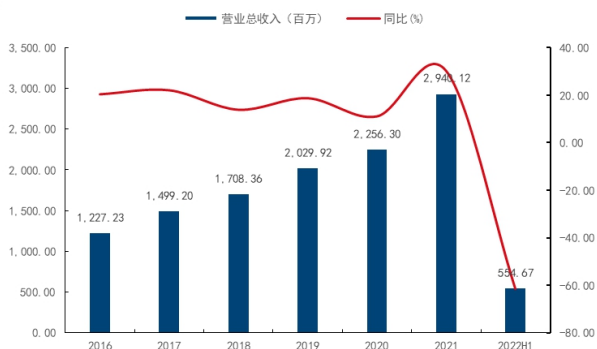
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《风语筑 (603466.SH) - 数字展示龙头业绩稳健，关注公司订单进展》——2022-04-08

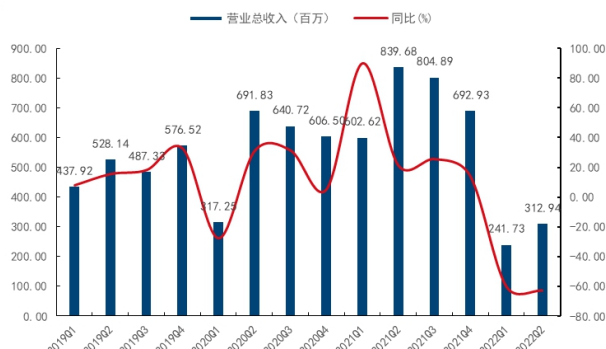
上海疫情全面拖累经营业绩，目前恢复较好。2022H1 公司实现营收 5.55 亿，同减 61.54%，实现归母净利润-7300 万，同减 126.4%。其中 22Q2 实现营收 3.13 亿，同减 62.73%，22Q2 实现归母净利润-5721 万，同减 146.93%。公司总部在上海，且公司项目多为线下场景订单，公司项目出现不同程度延迟或推后，业绩下滑因上半年产能未能得到充分利用、产值未能有效释放。上海复工复产以来，公司新签订单回升较好，下半年复苏确定性较强。

图1：风语筑营业收入及增速（单位：百万、%）



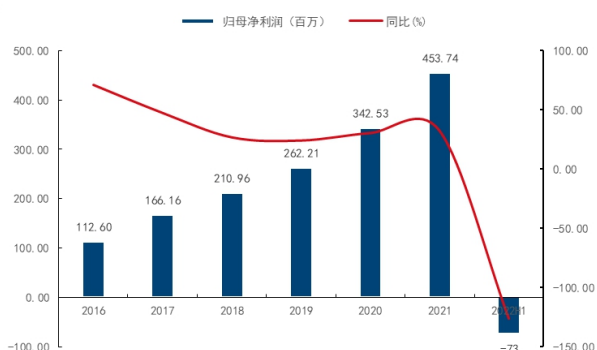
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：风语筑单季营业收入及增速（单位：百万、%）



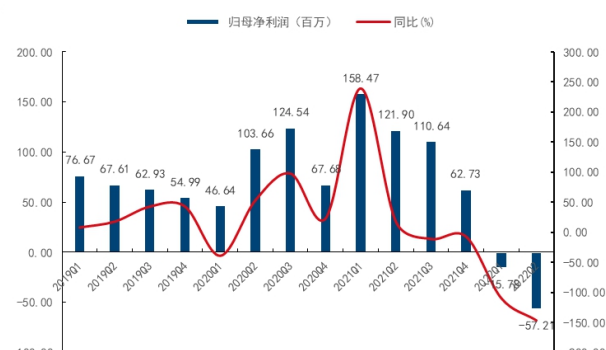
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：风语筑归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

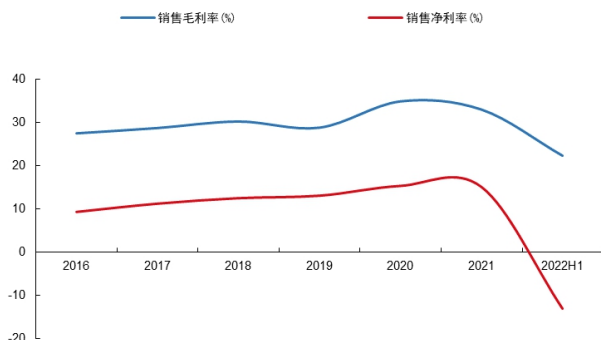
图4：风语筑单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

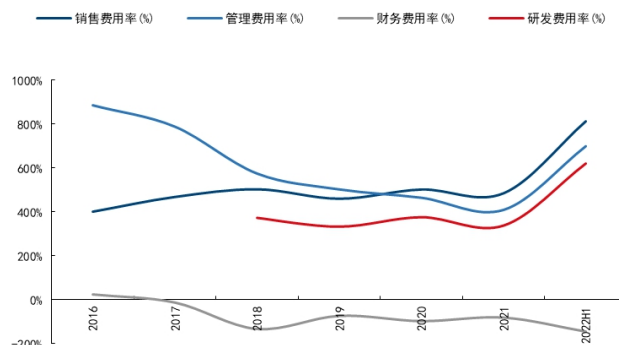
2022H1 公司毛利率、净利率为 22.16%/-13.16%，毛利率同减 14.17pct，期间费用率增加较多，2022H1 销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 8.13%/6.99%/-1.44%/6.19%，同比变化 3.72/3.2/-0.55/3.15pct。

图5: 风语筑毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 风语筑三项费用率变化情况

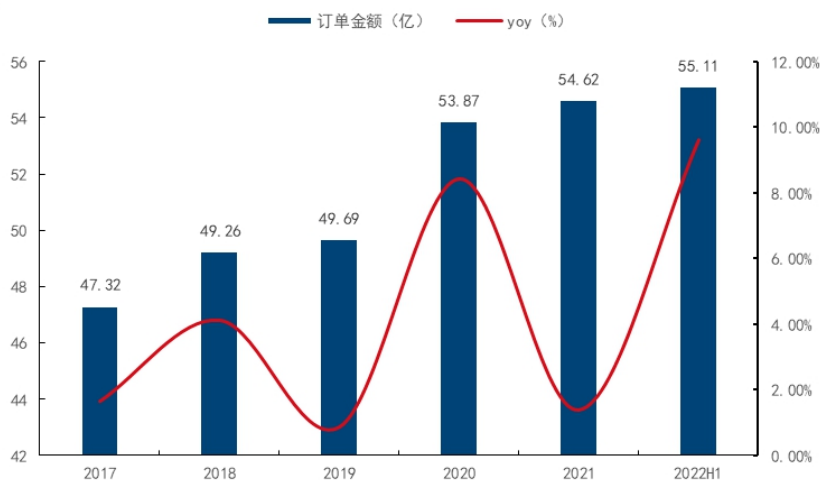


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主业在手订单储备充足，下半年蓄势待发

G 端订单方面，公司在 2022 上半年先后中标杭州 2022 年亚运会、典籍里的中国陈列馆、开封国家文化出口基地等项目，2022H1 公司新签订单 9.45 亿元，为公司业绩复苏奠定了基础。截至 2022 年 6 月 30 日，公司在手订单余额 55.11 亿元，较 2021 年末增加 2.99%，较去年同期增加 9.61%。

图7: 2017-2022H1 公司在手订单金额变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

响应地方对元宇宙政策配套扶持，公司积极布局元宇宙应用场景

公司积极响应《上海市培育“元宇宙”新赛道行动方案》，布局元宇宙商业应用场景：1）“元宇宙+城市服务”：公司携手上海奉贤新城落地国内首个元宇宙城市会客厅；2）“元宇宙+商业零售”：公司为上海“五五购物节”静安国际美妆节打造元宇宙发布会；3）“元宇宙+教育”：公司与上海 MBA 教育指导委员会、华东师范大学、中国联通、百度等元宇宙生态共建合作伙伴联合打造上海 MBA 元宇宙中心；4）“元宇宙+文旅”：公司将作为牵头单位，共建文旅元宇宙融合体；5）公司推出面向 M 世代用户开放运营的虚拟艺术世界——风语筑元宇宙数字艺术馆；6）数字虚拟人：为安徽卫视及上海证券报打造虚拟主播，为新华社及湖南

卫视打造虚拟会务场景及全息虚拟舞台。

考虑元宇宙处于行业发展早期阶段尚有一定不确定性，公司距离收入确认和商业化变现还有较长时间培育。

风险提示：数字技术的研发风险；元宇宙相关业务落地进展缓慢；数字展示竞争激烈。

投资建议：长期来看，G 端的订单确保公司业绩的基本盘，公司把握新技术浪潮，通过内生外延对元宇宙、数字藏品、虚拟数字人和 VR/AR 领域有深入的布局，公司具备打造全域（虚拟场景+线下场景）空间设计平台型公司的潜力。短期来看，公司订单储备充足，公司产能只是延后确认，后续修复性仍然较强，考虑疫情承压，我们下调公司 22-23 年利润预测 57.75%/39.94%，新增 2024 年利润预测，预计公司 22-24 年归母净利润为 2.46/4.43/5.75 亿，增速为-44%/80.3%/29.7%，EPS 为 0.58/1.05/1.36 元，对应 PE 为 41/22/17X，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
300413.SZ	芒果超媒	27.63	524.36	1.13	1.24	1.47	1.69	24.45	22.28	18.80	16.35	买入
002027.SZ	分众传媒	5.88	846.31	0.42	0.28	0.43	0.5	14.00	21.00	13.67	11.76	买入
002739.SZ	万达电影	11.10	247.61	0.05	-0.2	0.47	0.6	222.00	-55.50	23.62	18.50	增持
002555.SZ	三七互娱	20.06	449.78	1.3	1.5	1.72	1.96	15.43	13.37	11.66	10.23	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1317	1187	1793	1771	2072	营业收入	2256	2940	2516	3276	3982
应收款项	1295	1460	1379	1795	2182	营业成本	1469	1971	1861	2273	2734
存货净额	893	553	763	933	1123	营业税金及附加	11	17	13	16	20
其他流动资产	306	299	327	426	518	销售费用	114	143	113	167	211
流动资产合计	3831	3815	4281	4945	5915	管理费用	105	121	134	191	240
固定资产	192	176	128	88	66	财务费用	(22)	(23)	(37)	(44)	(48)
无形资产及其他	23	23	22	21	20	投资收益	17	6	5	5	5
投资性房地产	243	338	338	338	338	资产减值及公允价值变动	1	21	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	41	52	57	65	73	其他收入	(206)	(229)	(150)	(120)	(120)
资产总计	4329	4404	4826	5457	6412	营业利润	392	511	238	508	659
短期借款及交易性金融负债	7	15	10	11	12	营业外净收支	(1)	(4)	45	2	2
应付款项	820	930	1017	1244	1497	利润总额	391	507	283	510	661
其他流动负债	1456	1082	1240	1314	1591	所得税费用	48	68	37	66	87
流动负债合计	2283	2027	2267	2568	3100	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	343	439	246	443	575
其他长期负债	74	82	92	112	132						
长期负债合计	74	82	92	112	132	现金流量表（百万元）					
负债合计	2356	2109	2359	2680	3233	净利润	343	439	246	443	575
少数股东权益	(0)	0	0	0	0	资产减值准备	(59)	(2)	0	0	0
股东权益	1973	2294	2467	2777	3179	折旧摊销	23	20	19	20	23
负债和股东权益总计	4329	4404	4826	5457	6412	公允价值变动损失	(1)	(21)	50	50	50
						财务费用	(22)	(23)	(37)	(44)	(48)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(390)	(170)	99	(365)	(117)
每股收益	1.17	0.73	0.58	1.05	1.36	其它	59	2	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.00	0.24	0.17	0.32	0.41	经营活动现金流	(25)	267	413	149	530
每股净资产	6.77	3.83	5.84	6.58	7.53	资本开支	0	(21)	(20)	(30)	(50)
ROIC	28%	31%	20%	32%	33%	其它投资现金流	60	(296)	296	0	0
ROE	17%	19%	10%	16%	18%	投资活动现金流	55	(328)	271	(38)	(58)
毛利率	35%	33%	26%	31%	31%	权益性融资	(0)	16	0	0	0
EBIT Margin	25%	23%	16%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	24%	16%	20%	20%	支付股利、利息	0	(145)	(74)	(133)	(172)
收入增长	11%	30%	-14%	30%	22%	其它融资现金流	10	206	(5)	1	1
净利润增长率	31%	28%	-44%	80%	30%	融资活动现金流	10	(68)	(79)	(132)	(171)
资产负债率	54%	48%	49%	49%	50%	现金净变动	39	(129)	606	(21)	301
股息率	0.0%	1.0%	0.5%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	1278	1317	1187	1793	1771
P/E	20.1	32.2	40.5	22.4	17.3	货币资金的期末余额	1317	1187	1793	1771	2072
P/B	3.5	6.2	4.0	3.6	3.1	企业自由现金流	0	425	442	173	530
EV/EBITDA	15.9	22.9	29.7	19.5	16.5	权益自由现金流	0	631	469	212	573

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032