



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

深化布局 AI，订单有望高增长

——风语筑 2022 年报点评

买入（维持）

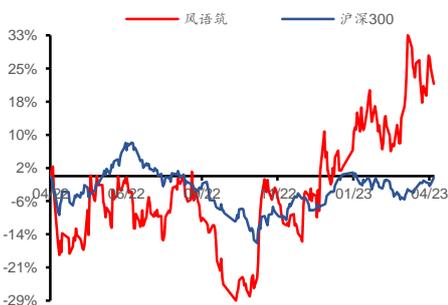
行业： 传媒
日期： 2023年04月18日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

基本数据

最新收盘价（元）	16.30
12mth A 股价格区间（元）	9.47-19.98
总股本（百万股）	596.35
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	97.21

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

- 《战略合作百度，深化布局 AIGC》
——2023 年 02 月 19 日
- 《关注疫后复苏，23 年业绩有望集中释放》
——2023 年 01 月 30 日
- 《Q3 恢复良好扭亏为盈，关注 G 端元宇宙项目需求释放节奏》
——2022 年 10 月 26 日

■ 投资摘要

事件概述

4月18日，公司发布2022年年报，2022年公司实现营业收入、归母净利润分别为16.82亿元、6604.4万元，分别同减42.8%、85%。同时公司拟10派0.35元。

分析与判断

业绩处于预告中值符合预期。2022全年业绩确认节奏受疫情影响较大而推迟确认。公司Q4单季分别实现营业收入、归母净利润4.04亿元

(yoy-41.6%)、5373.7万元 (yoy+12.4%)；公司经营性现金流持续保持优异，2022年全年经营活动产生的现金流量净额为2.42亿元，其中Q4单季为3.58亿元，相比前三季度明显提升，主要系年底集中回款。根据我们跟踪的公开公示的中标信息订单（不完全统计，资料来源于北京千里马网信科技公司），2022年新签中标订单15.3亿元 (yoy-27.3%)，其中Q1-Q4各季度中标订单分别预计为5.8亿元

(yoy+39%)、2.9亿元 (yoy-57%)、4.7亿元 (yoy-50%)、1.8亿元 (yoy-58.3%)；2023年Q1季度中标订单预计6.3亿元，相比去年同期高基数仍增长8.6%；4月1日至4月18日，公司中标订单预计1.5亿元（22年4月全月预计1.2亿元）。疫后复苏叠加数字中国建设需求，公司新签订单自3月以来重新进入较高增长区间。

疫情复苏逻辑叠加数字中国项目需求，预计公司2023年新签订单及收入确认节奏有望优于2021年。根据我们跟踪的公开中标订单，节后新签订单增速明显提升，其中3月中标订单预计4.4亿元 (yoy+766%)，4月截止至公告日，中标订单总额预计已超去年单月同期。我们认为公司存在较大认知差，应定位为内容及技术型公司，非工程建筑类公司：

- **内容：**我们认为公司主营场景化的沉浸式体验空间（城市形象、传统文化、文旅景区等），内容能力可低成本复用于C端VR内容生产（视频为主），且公司是国内VR内容平台Veer股东。
- **技术：**我们认为AIGC提升场景化内容和C端内容的生产效率，公司积极拥抱AI，有望明显提升主营业务生产效率及效果。此前公司宣布与百度战略合作并接入文心一言，我们认为：
 - (1) **对百度：**我们认为公司拥有丰富的三维建模等VR视频应用场景和生产能力，有助于百度大模型多模态训练；
 - (2) **对公司：**我认为有望提升VR内容生产效率（对应利润率提高）及生产质量（对应潜在需求提高）。

■ 投资建议

受疫情影响，22年公司收入确认节奏（在手订单转化）及新签订单进度均受到明显影响；23年3月以来公司中标订单金额快速恢复，基于对公司基本面和未来G端元宇宙项目需求的看好，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为4.54亿元、5.89亿元、7.11亿元，分

别同增 578.2%、29.8%、20.7%，对应估值分别为 21 倍、17 倍、14 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

元宇宙行业发展不及预期、政策支持力度不及预期、文化新基建需求不及预期、行业竞争烈度加剧、疫情影响持续时间超预期、公司新签订单不及预期、公司回款不及预期并产生超预期的坏账损失、统计订单金额和实际订单金额存在差异导致分析结论失真等风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1682	2792	3376	4068
年增长率	-42.8%	66.0%	20.9%	20.5%
归母净利润	66	454	589	711
年增长率	-85.0%	587.2%	29.8%	20.7%
每股收益（元）	0.11	0.76	0.99	1.19
市盈率（X）	147.18	21.42	16.50	13.67
市净率（X）	4.42	3.72	3.04	2.49

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 04 月 17 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1662	2737	3120	4175
应收票据及应收账款	1455	1563	1985	2354
存货	699	1155	1087	1615
其他流动资产	630	786	806	930
流动资产合计	4445	6241	6998	9073
长期股权投资	99	99	99	99
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	162	148	133	118
在建工程	0	0	0	0
无形资产	21	21	21	21
其他非流动资产	389	389	389	389
非流动资产合计	671	656	642	627
资产总计	5116	6898	7639	9701
短期借款	20	20	20	20
应付票据及应付账款	1074	1893	1694	2628
合同负债	941	1393	1684	2030
其他流动负债	348	446	506	576
流动负债合计	2382	3752	3904	5254
长期借款	0	0	0	0
应付债券	471	471	471	471
其他非流动负债	65	65	65	65
非流动负债合计	536	536	536	536
负债合计	2919	4288	4441	5791
股本	598	596	596	596
资本公积	485	477	477	477
留存收益	1122	1576	2165	2876
归属母公司股东权益	2198	2610	3199	3910
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2198	2610	3199	3910
负债和股东权益合计	5116	6898	7639	9701

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	242	1095	356	1022
净利润	66	454	589	711
折旧摊销	19	15	15	15
营运资金变动	34	485	-356	167
其他	122	142	108	129
投资活动现金流量	-82	22	27	33
资本支出	-1	0	0	0
投资变动	-67	0	0	0
其他	-14	22	27	33
筹资活动现金流量	286	-42	0	0
债权融资	500	0	0	0
股权融资	0	-10	0	0
其他	-215	-32	0	0
现金净流量	445	1075	383	1055

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1682	2792	3376	4068
营业成本	1226	1815	2194	2644
营业税金及附加	9	13	18	22
销售费用	102	126	152	183
管理费用	91	112	137	165
研发费用	72	94	127	153
财务费用	-5	0	0	0
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	15	22	27	33
公允价值变动损益	19	0	0	0
营业利润	76	519	673	813
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	76	519	673	813
所得税	10	65	84	102
净利润	66	454	589	711
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	66	454	589	711

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	27.1%	35.0%	35.0%	35.0%
净利率	3.9%	16.3%	17.5%	17.5%
净资产收益率	3.0%	17.4%	18.4%	18.2%
资产回报率	1.3%	6.6%	7.7%	7.3%
投资回报率	1.2%	23.2%	21.7%	21.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	-42.8%	66.0%	20.9%	20.5%
EBIT 增长率	-91.7%	2,121.5%	11.3%	20.4%
归母净利润增长率	-85.0%	587.2%	29.8%	20.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.76	0.99	1.19
每股净资产	3.69	4.38	5.36	6.56
每股经营现金流	0.41	1.84	0.60	1.71
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.33	0.40	0.44	0.42
应收账款周转率	1.18	1.84	1.74	1.78
存货周转率	1.75	1.57	2.02	1.64
偿债能力指标				
资产负债率	57.0%	62.2%	58.1%	59.7%
流动比率	1.87	1.66	1.79	1.73
速动比率	1.44	1.24	1.39	1.32
估值指标				
P/E	147.18	21.42	16.50	13.67
P/B	4.42	3.72	3.04	2.49
EV/EBITDA	122.75	8.92	7.61	5.40

资料来源: Wind, 上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

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、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断