

数字文创展示行业龙头，“文化新基建”践行者

风语筑(603466)

►2020年净利润+30.63%，拟10股分红5元转增4.5股

2020年，公司实现营收22.56亿元，同比增长11.15%；实现归母净利润3.43亿元，同比增长30.63%。疫情之下，公司收入、利润均实现逆势增长，公司盈利能力显著提升，毛利率由2019年的28.73%上升至2020年的34.88%，净利率由2019年的12.92%上升至2020年的15.18%。根据2020年年报，公司拟向全体股东以每10股派发现金红利人民币5元（含税），同时以资本公积转增股本，每10股转增4.5股。

►文化及品牌类新增订单翻倍，驱动公司毛利率上行

2015-2020年，公司的“文化及品牌数字化体验空间”业务营收规模由2.07亿元增长至7.76亿元，CAGR为30.28%，营收占比由2015年的20.30%上升至2020年的34.40%。通过新增订单数据反映的趋势，我们预测公司“文化及品牌数字化体验空间”业务的占比还将进一步提升，根据2020年年报，公司实现新签订单30.69亿元，较上年同期增长48.43%，其中，文化及品牌数字化体验空间新签订单20.45亿元，占比66.63%，较上年同期增长109.05%，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。

过去几年公司业务整体毛利率的提升主要获益于高毛利水平的“文化及品牌数字化体验空间”业务占比持续提升。根据公司新增订单数据及业务占比结构的变化，我们判断公司未来几年整体毛利率水平有望维持上行趋势。

►“文化新基建”正当时，下游需求有望加速释放

受益于“文化新基建”及“十四五”规划各地政府加大对文旅产业的投入，我们公司所从事的数字文化空间展示业务在未来几年政府及企业端的需求还将加速释放。展望公司的未来，今年的党建主题文化建设、下半年的迪拜世博会（公司中标迪拜世博会中国馆项目）、国家的“文化新基建”、“一带一路”战略进一步驱动文化出海及展示文化自信等，都是支撑我们由近及远看好风语筑投资价值的原因。

►投资建议：上调公司评级至“买入”

公司2020年实现归母净利润3.43亿元，高于我们此前预测的3.16亿元。我们因此调整了公司的盈利预测，预计公司2021-2023年实现营业收入分别为26.20（-4.27）、30.60（-6.63）、35.72亿元，实现归母净利润分别为4.39（+0.38）、5.34（+0.29）、6.50亿元，EPS分别为1.50（+0.12）、1.83（+0.10）、2.23元，对应当前股价的PE分别为14、11、9倍。公司财务数据稳定性及业绩增速相对较高，而估值水平则显著低于其他公司，我们上调公司评级至“买入”。

►风险提示

宏观经济波动风险；核心技术人员流失风险；数字技术研

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	20.99
股票代码：	603466
52周最高价/最低价：	26.76/13.48
总市值(亿)	61.20
自由流通市值(亿)	60.90
自由流通股数(百万)	290.16



分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040003

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519070002

联系人：李钊

邮箱：lizhao1@hx168.com.cn
联系电话：021-50380388

注：本公司由华西传媒&建材团队联合覆盖

相关研究

- 【华西传媒】风语筑(603466.SH) 季报点评：季报利润增速亮眼，跨界联合广电布局MCN
2020.10.29
- 【华西传媒】风语筑(603466.SH) 中报点评：广电MCN布局再推进，跨界融合持续出圈
2020.08.26
- 【华西传媒】风语筑(603466.SH) 深度报告：展览展示龙头持续出圈，联手电视台进军MCN
2020.07.20

发风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,030	2,256	2,620	3,060	3,572
YoY (%)	18.8%	11.2%	16.1%	16.8%	16.7%
归母净利润(百万元)	262	343	439	534	650
YoY (%)	24.3%	30.6%	28.1%	21.8%	21.7%
毛利率 (%)	28.7%	34.9%	34.0%	34.1%	34.6%
每股收益 (元)	0.90	1.17	1.50	1.83	2.23
ROE	15.7%	17.4%	19.4%	20.6%	21.0%
市盈率	23.34	17.87	13.95	11.45	9.41

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 前言：风语筑是一家被低估的科技文创公司.....	5
2. 数字化展示体验“跨界总包”行业龙头.....	6
2.1. 主营业务新口径：文化及品牌类项目新中标订单数据亮眼.....	6
2.2. 核心竞争力：设计领衔、科技依托、跨界总包.....	10
2.3. 财务分析：营业收入呈增长态势，未来毛利率有望维持上行趋势.....	14
3. 行业空间叙述：社会需求驱动政府需求在明显加大.....	18
3.1. 展览展示的价值.....	19
3.2. 展览展示的数字化.....	20
3.3. 国家推进“文化新基建”，各地“十四五”规划加大文旅产业投入.....	21
4. 未来展望.....	24
4.1. 联手安徽广电开拓“沉浸式直播+短视频+区域经济电商新生态”，全面提升品牌效应.....	24
4.2. 股权激励稳定核心团队，充分激发员工积极性.....	25
5. 盈利预测.....	26
5.1. 可比公司分析.....	26
5.2. 投资建议：上调公司评级至“买入”.....	28
6. 风险提示.....	28
6.1. 宏观经济波动风险.....	28
6.2. 核心人员流失风险.....	28
6.3. 数字技术的研发风险.....	28

图表目录

图 1 “城市数字化体验空间”业务的项目	6
图 2 “城市数字化体验空间”营收规模及增速情况	7
图 3 风语筑 2014-2020 年各业务营业收入占比情况	7
图 4 “文化及品牌数字化体验空间”业务的项目	8
图 5 “文化及品牌数字化体验空间”营收规模及增速情况	8
图 6 “文化及品牌数字化体验空间”业务新增中标订单情况	9
图 7 “数字化产品及服务”业务的项目	9
图 8 “数字化产品及服务”营收规模	10
图 9 创意设计壁垒解读	11
图 10 风语筑 2016-2020 年营业收入及增速情况	15
图 11 风语筑 2014-2020 年分业务营收占比情况	15
图 12 风语筑 2017-2020 年分季度营业收入情况（单位：亿元）	15
图 13 风语筑 2018-2020 年中标订单及增速情况	16
图 14 风语筑 2017-2020 年在手订单总金额情况	16
图 15 风语筑 2016-2020 年期间费用率情况	17
图 16 风语筑 2014-2020 年毛利率及净利率情况	17
图 17 风语筑 2016-2020 年净利润及增速情况	17
图 18 风语筑 2017-2020 年分业务毛利率情况	18
图 19 数字化展示创意行业的发展趋势	19
图 20 对内&对外+文化自信	20
图 21 智慧城市眼神互动体验区	21
图 22 裸眼 3D 立体数字沙盘	21
图 23 产生深度沉浸感三要素	21
图 24 中国历年沉浸体验数量	21
图 25 “沉浸式直播+短视频+区域经济电商”新零售供应链生态圈	24
图 26 风语筑与同行业可比公司 2020 年 PE (TTM) 比较情况	27

1. 前言：风语筑是一家被低估的科技文创公司

我们在 2020 年 7 月 20 日发布了风语筑的第一篇深度报告《展览展示龙头持续出圈，联手电视台进军 MCN》，之后我们持续跟踪研究公司，先后发布了 2020 年半年报、季报点评报告，并在与市场交流的过程中进一步完善对风语筑投资价值的理解，从而形成了本篇深度报告 2。

我们认为风语筑是一家被低估的科技文创公司，被低估的原因在于市场不够理解公司的核心竞争力及其未来面向的行业需求在持续扩大。市场长期以来对于项目制公司和 To G 业务占比过重的公司存在担忧，并且根据公司从事的业务是基于大型场馆数字展示内容生产，部分机构把公司归为建筑建材行业，从而压制了公司的整体估值。而放眼市场上其他从事同类业务的公司估值水平均显著高于公司，而从行业地位、核心竞争力及业绩增长可持续上来看大多不及公司，我们因此认为公司当前股价被显著低估。

我们看好公司的理由可归纳为如下几点：（1）受益于“文化新基建”及“十四五”规划各地政府加大对文旅产业的投入，公司所从事的数字文化空间展示业务在未来几年政府及企业端的需求还将加速释放，下文我们列举了具体的政策内容。（2）公司的业绩主要是由在手订单及新中标订单的完工转化而成，大部分订单转化周期为 2-3 年。根据公告，目前公司在手订单持续创新高，2020 年公司新中标订单增速亮眼，其中文化及品牌类等毛利率较高的项目从 2019 年开始新增中标订单金额维持高增长态势（2019 年为 41.48%，2020 年为 109.05%），过去两年的新增订单高增速事实上验证了我们对于行业需求在加速释放的判断，相应转化而成的高毛利业务收入占比的提升也将进一步驱动公司整体盈利能力的提升，下文我们整理了公司公告的订单数据。（3）公司 2020 年年报披露的整体毛利率、净利率相比往年有较大幅度的提升，公司作为数字文化展示行业龙头，我们认为公司多年沉淀和积累的品牌效应、规模效应驱动了各项费用成本的下降和上下游议价能力的上升；（4）在原有主业稳定增长的基础上，公司持续布局的 MCN 与展览院线业务也是独具特色。例如 AH Space 及阿玛歌 MCN 项目，一方面有望通过安徽广电的辐射力进一步提升公司的品牌力，获得更多数字文化空间展示项目订单，且这样的合作模式可以借助广电行业布局 MCN 业务的机会复制至其他省份，另一方面通过发挥电视台的平台优势和自身的资源整合能力，网红直播及电商等新业务有望为公司带来增量业绩。

总而言之，我们认为公司作为数字文化空间展示行业的龙头企业，其当下的市场价值是不匹配其实际价值的。展望公司的未来，今年的党建主题文化建设、下半年的迪拜世博会（公司中标迪拜世博会中国馆项目）、国家的“文化新基建”、“一带一路”战略进一步驱动文化出海及展示文化自信等，都是支撑我们由近及远看好风语筑投资价值的原因。

2. 数字化展示体验“跨界总包”行业龙头

2.1. 主营业务新口径：文化及品牌类项目新中标订单数据亮眼

2020年，公司将分业务口径改为城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间及数字化产品及服务三个细分项目，这也为投资者理解公司产品及服务类型和主营业务未来发展方向提供较好的指引。

表 1 风语筑主营业务新口径

业务类型	具体内容描述
城市数字化体验空间	主要展示城市历史文化底蕴、发展历程、建设成就和未来规划愿景，以城市馆、园区馆等为载体，使其成为城市空间特色、历史文化特色、经济发展特色高度整合的独特体验空间。其中，城市馆主要包括城市文化展示馆和城市规划展示馆两类，园区馆主要用作展示区域经济建设成就。
文化及品牌数字化体验空间	主要通过创意设计、互动技术、沉浸体验等方式构建特定场景进行科普教育、品牌宣传、弘扬社会主义精神、传播科学文化知识，以公共文化中心、博物馆、科技馆、企业馆、党建主题空间、科普教育空间、文旅主题空间等为载体，发掘在地文化精髓，融合时尚艺术潮流的创新体验空间。
数字化产品及服务	主要通过专题定制形式，融合当下具有时尚锐度、艺术水准、文化情怀以及科技含量的内容，以高清特效影片、互动体验、全息影像、VR/AR、商业文创展览、文旅产品等数字化体验，服务于各类商业客户和政府类机构，打造沉浸式场景、商业消费场景。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

“城市数字化体验空间”业务对应的项目**偏向规划和展示属性**，参考上表的介绍，如城市馆、园区馆等，其面向的观众主体多为政界领导、商界嘉宾等重要访客，此类项目贡献了公司成立之初至2014年期间接近95%的营业收入。2015-2019年，公司的“城市数字化体验空间”业务营收规模由7.99亿元增长至14.45亿元，CAGR为12.57%，营收占比由78.46%下降至64.05%。

图 1 “城市数字化体验空间”业务的项目



广州规划展览中心



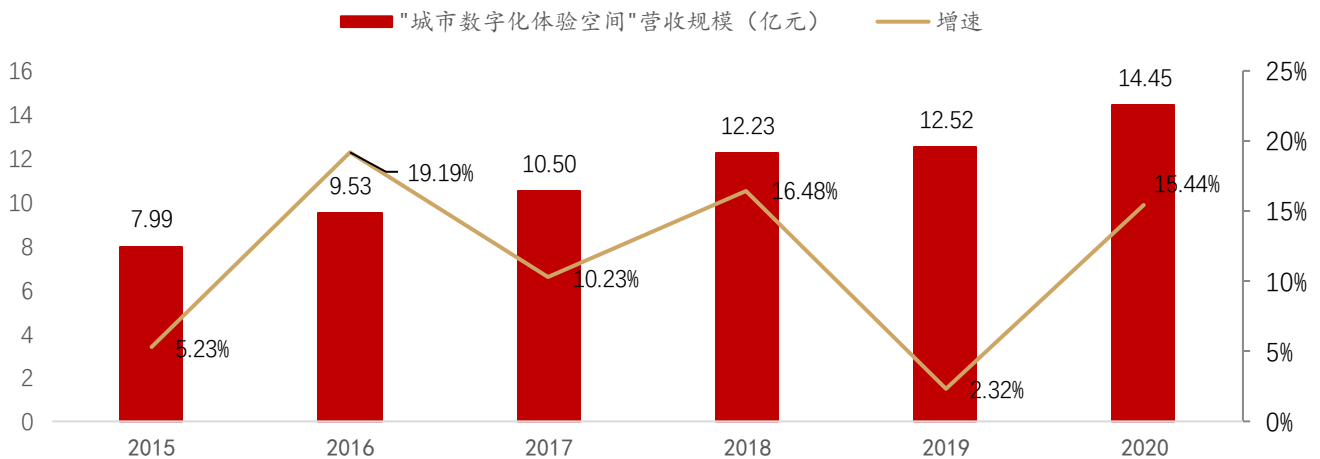
长沙规划展示馆



澳门城市发展展示中心

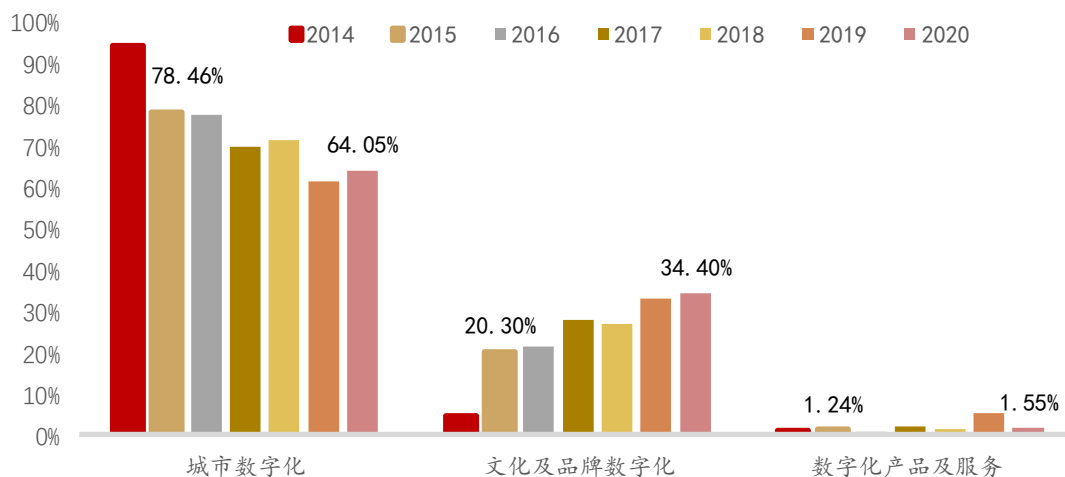
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 “城市数字化体验空间” 营收规模及增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 风语筑 2014-2020 年各业务营业收入占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

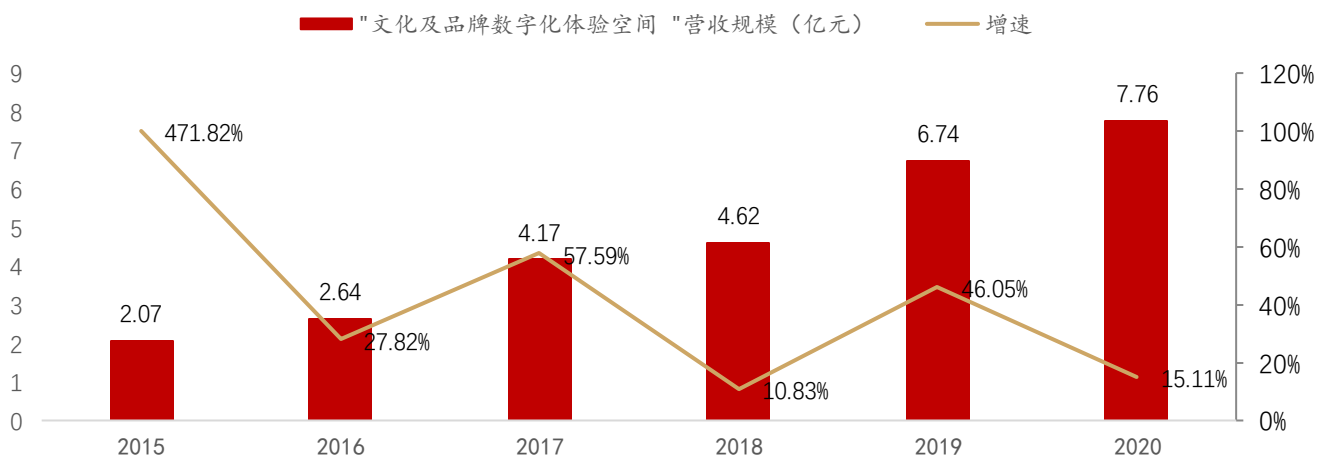
“文化及品牌数字化体验空间”业务对应的项目**偏向文化宣传属性**，面向的观众主体多为本地市民、外地游客等人民群众，此类项目自 2015 年开始营收贡献超过 20%，其占比持续提升，在 2020 年上升至 34.40%。2015-2020 年，公司的“文化及品牌数字化体验空间”业务营收规模由 2.07 亿元增长至 7.76 亿元，CAGR 为 30.28%。

图 4 “文化及品牌数字化体验空间”业务的项目



资料来源：公司公告，华西证券研究所

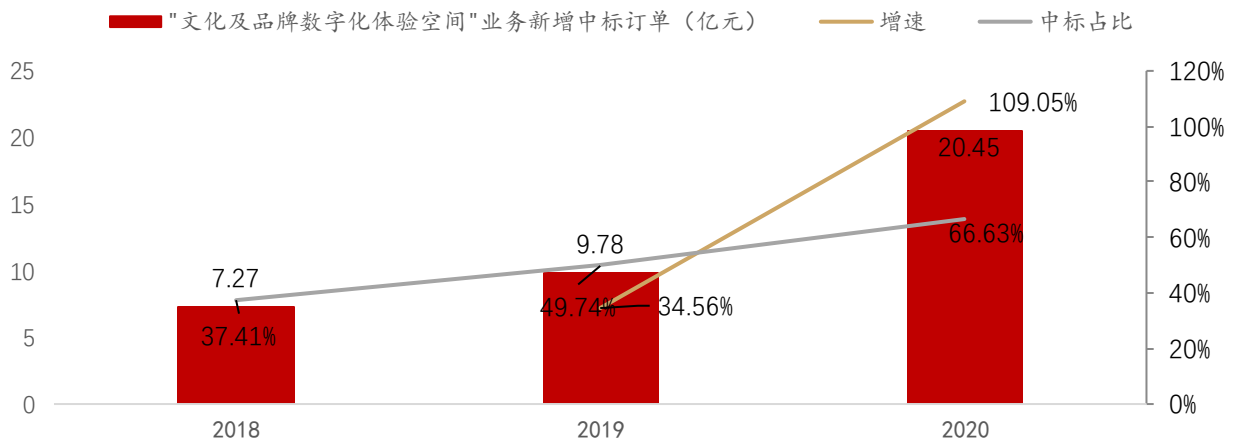
图 5 “文化及品牌数字化体验空间”营收规模及增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

通过新增订单数据反映的趋势，我们预测公司“文化及品牌数字化体验空间”业务的占比还将进一步提升，根据 2020 年年报，公司实现新签订单 30.69 亿元，较上年同期增长 48.43%，其中，文化及品牌数字化体验空间新签订单 20.45 亿元，占比 66.63%，较上年同期增长 109.05%。

图 6 “文化及品牌数字化体验空间”业务新增中标订单情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

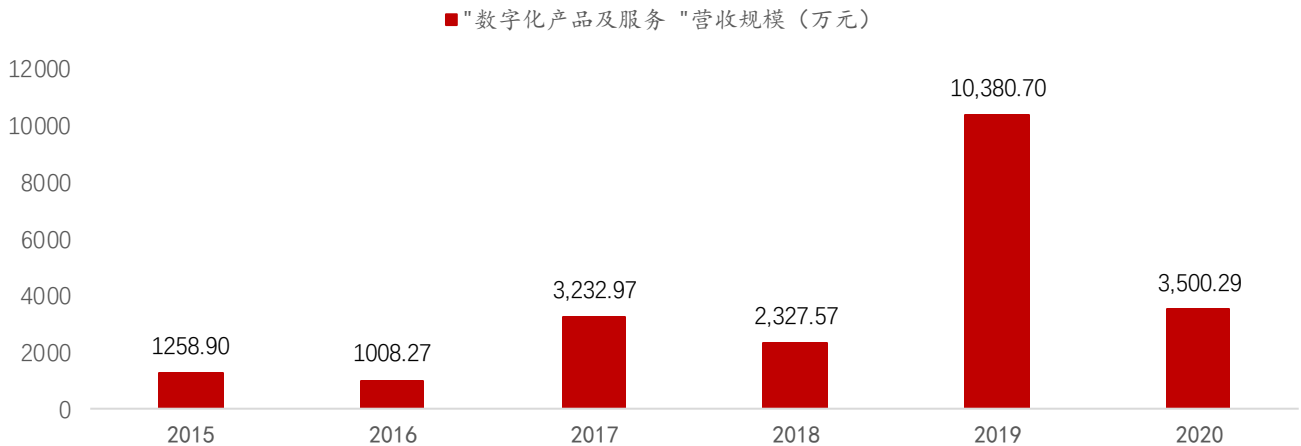
“数字化产品及服务”为原口径中的“单项服务”，指的是公司承担数字化体验空间项目中特定环节（创意设计、影视动画、模型制作等）的业务，为客户提供某个数字化体验空间项目中单个环节的服务。2015-2020年，公司的“数字化产品及服务”业务营收规模由1258.9万元增长至3500.29万元，CAGR为22.69%，2020年在数字化体验空间整体营收中占比1.55%，业务规模基数较低。该类业务还具有订单规模较小，毛利率高的特点。“数字化产品及服务”业务得以快速增长且毛利率大幅高于其他业务，主要基于公司长期落地大型数字化体验空间项目而锻造和沉淀的庞大的数字文创内容生产中台。

图 7 “数字化产品及服务”业务的项目



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 “数字化产品及服务” 营收规模



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2.核心竞争力：设计领衔、科技依托、跨界总包

2.2.1.创始人牵头，打造业内顶尖多元人才团队

公司创始人及团队原主要从事建筑规划领域内专业模型设计制作，2008年起，公司结合建筑模型设计制作和为展览展示行业提供服务的经验，整合了跨专业、多领域的优秀人才专注从事展览展示空间的设计与实施业务。公司在业务发展中不断挖掘市场需求，将高科技数字展陈手段与创意设计相结合，在行业内较早地提出了“设计领衔、科技依托、跨界总包”的经营理念，为客户提供一体化全程控制运作模式的展示系统解决方案。多年来，公司展示系统项目实施过程涵盖多专业知识、跨领域工种组织、多元化系统总包，公司目前已形成较强的技术优势和管理优势。

伴随着我国经济的高速发展，居民消费结构逐步升级，从以“物质消费”为主转向以“精神文化消费”为主，大众对文化消费的需求日渐强烈，对文化消费体验感的重视程度也在逐步攀升，因此，数字化展示行业的公司只有具备领先的文化、内容输出能力才能在数字化体验领域拔得头筹。多年来，公司打造了一支拥有丰富创意设计经验、专业数字科技能力和深刻文化底蕴的复合型人才队伍，能够在深刻理解项目背景、深度挖掘客户诉求的基础上，高质量地输出创意设计内容，对项目文化或主题进行完整有效的呈现，以高质量文化内容输出为导向的创意设计能力已经成为公司的核心竞争力。

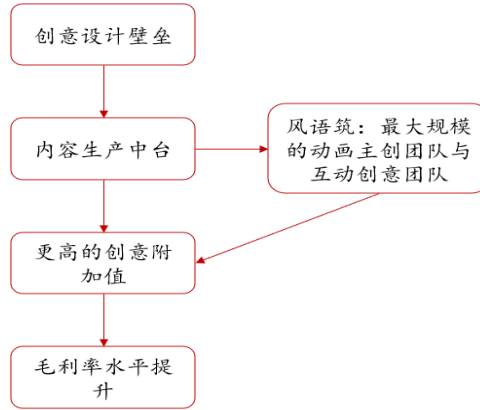
2.2.2.高科技赋能创意设计，提高业务附加值

拥有客户认可的创意设计是行业的核心竞争点之一。只有在充分理解客户需求的背景下，结合项目实施背景、实施目的，有针对性地进行主题、风格等设计，才能最终实现创意设计方案落地。创意设计方案获取客户认同的决定性因素，是确保项目实施效果达到预期的基础条件，创意设计水平的高低也决定了行业内企业的竞争能力。因此，本行业具有较高的创意设计壁垒。创意设计为内容输出服务，因此，文化项目相对于规划馆、城市馆等项目有着更高的创意附加值，毛利率有所提升。

根据公司公告，公司拥有一支约 400 人的创意设计团队，并根据服务对象或岗位职能的不同划分为 20 余个设计部门。由同济建筑师领衔设计，涵盖了行业内最大规

模的动画主创团队与互动创意团队、二次元、8K 图像、VR、裸眼 3D、AR 增强现实、3D 打印、MR 技术、全息投影技术、达芬奇调色、云渲染农场、动作捕捉系统、AI 人工智能展示系统。这个阵容强大的内容生产中台既长期支撑了公司业内最高规格的项目质量和品牌溢价，也给公司未来进一步布局扩张模式的展览院线、MCN 平台、短视频策划等 To B/To C 业务带来无限可能性。

图 9 创意设计壁垒解读



资料来源：公司公告，华西证券研究所整理

公司在发展的过程中深刻理解数字科学技术对创意设计实现的重要性，不断创新和开展展览展示的新技术、新应用。公司目前已掌握了数字沙盘、立体投影技术、虚拟现实、动感影院特效技术、多媒体互动技术、全息成像技术、裸眼 3D 技术等诸多高科技数字化展示技术的应用。以展示体验系统的重要环节影视动画制作的技术应用为例：公司在项目实施中运用超高清数字拍摄和 4K 高清航拍、超高清三维动画渲染等技术制作模型沙盘总规影片；运用隔空互动技术与三维动画影片相结合制作隔空互动体验空间影院；运用三维特效动画手段实现大型裸眼 3D 数字空间来制作数字沙盘影片；采用高清数字拍摄和后期达芬奇调色系统，真实展现人文历史与风景；通过各类高科技数字化技术的合理应用，使展陈空间达到最理想的展示体验效果。公司目前已拥有 11 项专利技术和 86 项软件著作权，多年积淀的技术优势确保公司的先进设计理念能实践落地，使参观者有更好的观展体验。

表 2 风语筑公司技术（部分）

应用技术	技术描述
互动飞屏技术	使用者通过手指点击触摸屏，选择感兴趣的主题，并将之向屏幕上方拖曳，互动飞屏通过光的传输将所选主题的文字、图片、视频、动画等多媒体信息传递到所有辅屏幕及主屏幕。辅屏幕与主屏幕内容交替变化。观众通过多元的展示形式可深入了解主题内容。
隔空互动影院技术	使用者在指定感应区域挥动双手，即可启动影片播放。当影片播放至互动参与部分，使用者在指定区域挥动双手，即可出现绚丽的互动效果。
数说城市	使用者点击触摸屏上不同的数字，播放相应数字的相关视频介绍，同时通过传输点亮数字所对应的灯箱，使展项更为完整、丰富。
一站到底/互动	以简单又富有趣味的互动问答形式，使使用者对城市的历史、文化以及城市规划有更为深入

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

问答	的了解。使用者通过扫描二维码，或者点击触摸屏开启互动展项。若干名玩家全部启动后，自动进入问答环节。视频播放完毕后显示题目，使用者点击屏幕进行答案选择。全部问答结束后，显示玩家答题情况。
智幻隔空互动墙	智幻隔空互动墙将真实街景与隔空感应技术相结合。使用者只需在感应区域隔空点击墙面上感兴趣的街景坐标，即可欣赏到关于此的多媒体信息。该展项虚实结合，融合核心技术，使交互体验感提升。
刷新城市	使用者在指定区域挥动手臂进行感应开启互动体验。屏幕由待机画面显示为城市旧貌图，挥动手臂作擦拭动作，画面会随着擦拭逐渐出现城市新貌图，直至呈现出新貌全景图。该技术将触摸屏与城市面貌发展的概念结合，使展项更为生动，富有创意。
互动拍照	参观者站在触摸屏前，系统通过摄像头捕捉人的图像，参观者可以挑选风光模板照片，然后实时地将真实人与电脑中的风光照片合而为一，然后以数码相机即时拍照，使得参观者不须到达景点就可以得到在该景点的旅游照片。
手机触动体验空间	以手机为互动手段，将其放置于感应台面，即可弹出多媒体信息，图片、视频等内容，使观者进入沉浸式体验。
互动采访	真实还原演播录制棚的互动空间，空间由触控选择部分及互动报道录制部分组成。观众可选择新闻视频进行观看，熟悉完毕后进入演播棚。台前主屏幕开始播放所选的新闻报道，辅屏幕则同步播放新闻报道的字幕，观众进入互动采访录制环节。可选择停止或重新录制，并可回放所录制成品。
魔镜墙	魔镜墙技术运用特殊材质镜面玻璃作为投影介质，它不仅可以照镜子，同时还能看到高画质投影的图像，并可用手指触摸镜子表面，选择自己感兴趣的内容，镜面内的投影内容会被触发并形成互动
飞趣 360	互动展区由触摸屏操作台及墙面拼接屏组成。观众可点击触摸屏进入互动体验。观众任意点击屏上地点，即出现所选区域的详细文字介绍，同时观众通过触摸移动 360 度的方向，从而控制拼接屏上所选区域的三维实景地图。飞趣 360 使观众有如在真实场景中穿行，全方位、全角度地领略到城市重点区域的真实风景
AR 增强现实	通过摄像头实时地计算摄影机影像的位置及角度并加上相应图像的技术，将虚拟展示或呈现物体和现实生活实时互动。该技术和规划展示结合，让建筑展示零距离接触，互动性和表现效果大大增强
VR 虚拟现实	通过制作可交互的三维虚拟环境并利用虚拟世界的仿真技术，综合利用计算机图形系统和各种现实及控制等接口设备，加入需要展示内容和互动点，让虚拟世界和真实世界无缝结合，使人机交流更友好，产品体验更真实。
8K 同步播放系统	使用 GPU 解码视频，单台主机最大支持 8K (7680x4320) 分辨率，视频清晰，播放不卡顿，不掉帧。大幅降低 CPU 占用率，无论在解码能力还是画面质量上，都表现出了极为明显的优势，同时也降低了高清视频播放的门槛，使低价主机也能轻松应对繁重的高清解码工作。
MR 沙盘	利用 MR 技术，通过配套眼镜实现对沙盘各要素的深入讲解与体验，让体验者感受到全息影响与真实物理空间交互融合带来的真实感。
飞行器 VR 虚拟	虚拟飞行主要是用来『模拟飞行』。我们的全景虚拟仿真飞行驾驶模拟器是一个有效的体验手

漫游 段，它能让观赏者不必冒险上天，在地面上就能接触高度仿真的飞行环境飞行，虚拟仿真飞行模拟器甚至还能模拟真实的环境和事故环境，而且，使用飞行模拟器不需要消耗燃油，也不涉及到飞机维护，比飞行要省钱得多。虚拟飞行器技术已经逐渐进入展览馆、规划馆和科技馆。

汽车 VR 虚拟驾驶 虚拟驾驶利用现代高科技手段如：三维图像即时生成技术、汽车动力学仿真物理系统、大视场显示技术（如多通道立体投影系统）、六自由度运动平台（或三自由度运动平台）、用户输入硬件系统、立体声音响、中控系统等，让体验者在一个虚拟的驾驶环境中，感受到接近真实的汽车驾驶体验。虚拟驾驶技术已经逐渐进入展览馆、规划馆和科技馆。

基于 GPU 的视频融合系统 设计并采用可用于并行运算的几何校正，边缘融合算法，提升了视频处理的高效性。可以用于 4k 格式视频的高质量效果展示，同时能有效降低构建成本，提高系统的经济实用性。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

2.2.3. 打造多个地标性项目，具有良好的业界口碑

客户在选择供应商时更加倾向于口碑良好、品牌信誉高、规模较大的企业，这类企业大多凭借其丰富的项目执行经验、多年的客户口碑积累以及行业内专业机构的认可，树立了较高的品牌信誉，在市场竞争中更具优势。而行业新进入者往往缺乏经验和品牌积累，在市场竞争中更难以获取项目资源。因此，本行业具有较高的品牌壁垒。

公司目前已打造覆盖全国各地超过 800 座主题展示馆，包括 17 个省会馆、城市馆、博物馆、科技馆、园区馆、企业馆、纪念馆、旅游体验馆、市民文化中心等各类主题空间。2020 年中，其连续中标重庆市规划展览馆迁建、浙江省开化县公共文化广场两个亿元级的重大布展项目，其已树立了较高的品牌信誉，形成了自己的客户储备。

表 3 风语筑已落地项目

项目类型	已落地项目（案例）
复合型城市文化地标（省会）	广州城市馆、杭州城市馆、天津规划馆、重庆城市馆、福州城市馆
最具人气文化热点（省会）	长沙城市馆、兰州城市馆、长春城市馆、沈阳城市馆、成都城市馆、昆明城市馆、拉萨城市馆、石家庄城市馆
中国地级市城市馆新标杆	洛阳城市馆、宁波城市馆、金华城市馆、珠海城市馆
博物馆	呼和浩特非遗馆、松江广富林文化展示馆、成吉思汗陵博物馆、逐鹿三祖博物馆、广东平远地质博物馆、张家口怀来湿地博物馆
纪念馆	云南鲁甸地震纪念馆、四川罗泉会议纪念馆

科技馆	内蒙古兴安盟科技馆、湖南常德科技馆、河南宝丰科技馆、密云科技馆
主题馆	广州新地方志馆、兰州大学校史馆、山东建设银行行史馆、上海黄浦区党建中心、珠三角工匠精神馆、玖龙纸业博物馆、青岛地铁博物馆、港珠澳大桥成就馆、上交所投教基地、浙江桐庐城展中心、雄安新区规建展厅、潍坊滨海城市艺术中心、唐山世园会城市主题馆、重庆悦来新城海绵城、武汉中法可持续发展论坛永久会址
文旅馆	上海中心观光体验厅（极限打造 632 米世界第二高的上海中心观光体验厅）、贵州义龙国际山地旅游体验中心、海南三亚智慧旅游体验中心、浙江雁荡山游客中心
特色小镇馆	宁海汽车小镇、绍兴蓝印小镇、东盟休闲食品小镇
市民文化中心	咸阳市民文化中心、安徽宣城城市馆博物馆体验中心、亳州多馆合一城市中心
新区馆	舟山群岛新区馆、重庆两江新区馆、珠海横琴自贸区馆、河南自贸区馆
企业馆	华为玉溪云计算数据中心、中国中车株机展示馆、华夏幸福展示馆、中国建筑第八工程局、中国电子科技集团公司（第五十研究所）、中通快递企业馆、绿地控股企业馆、保利绿色金融商业地块花都区城市展厅、国酒茅台集团文化展示中心
科创馆	安徽创新馆（中国第一座城市科创馆）、中国网谷物联网展示馆、上海大数据中心、哈工大机器人创新数字展馆、亚马逊联合创新中心、上海市北高新 AI 企业体验馆

资料来源：公司官网，华西证券研究所

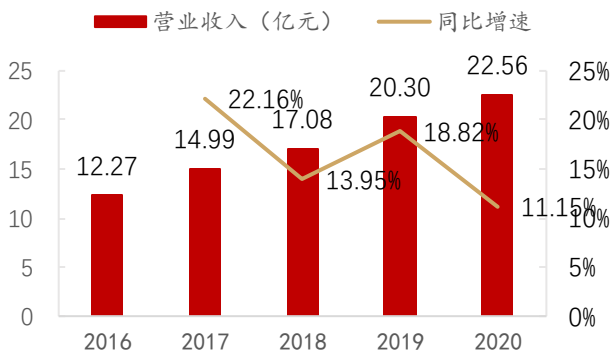
2.3. 财务分析：营业收入呈增长态势，未来毛利率有望维持上行趋势

2.3.1. 在手订单量充足，营业收入呈良好增长态势

2016-2020 年，公司分别实现营业收入 12.27 亿元、14.99 亿元、17.08 亿元、20.30 亿元和 22.56 亿元，同比增速为 22.16%、13.95%、18.82%和 11.15%，公司营业收入呈现良好的增长趋势。

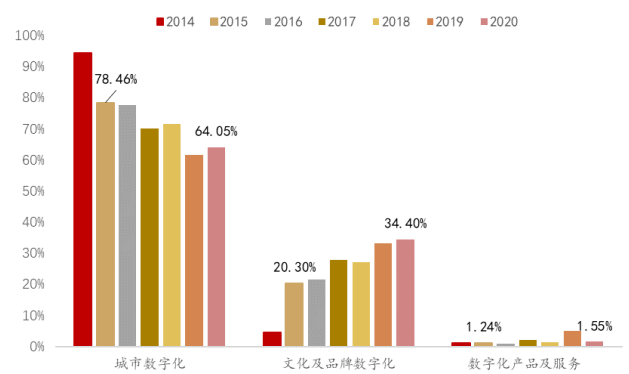
而从分业务来看，城市数字化营业收入占比呈下降趋势，从 2014 年的 94.46% 降至 2020 年的 64.05%。相反，文化及品牌数字化收入贡献占比不断提升，由 2014 年的 4.5%持续增长至 2020 年的 34.40%，预计随着该业务模块订单数的增加，未来文化及品牌数字化业务的占比还将进一步提升。而数字化产品及服务业务模块对公司整体的营业收入贡献较小，2020 年，该业务板块营业收入占比为 1.55%。

图 10 风语筑 2016-2020 年营业收入及增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

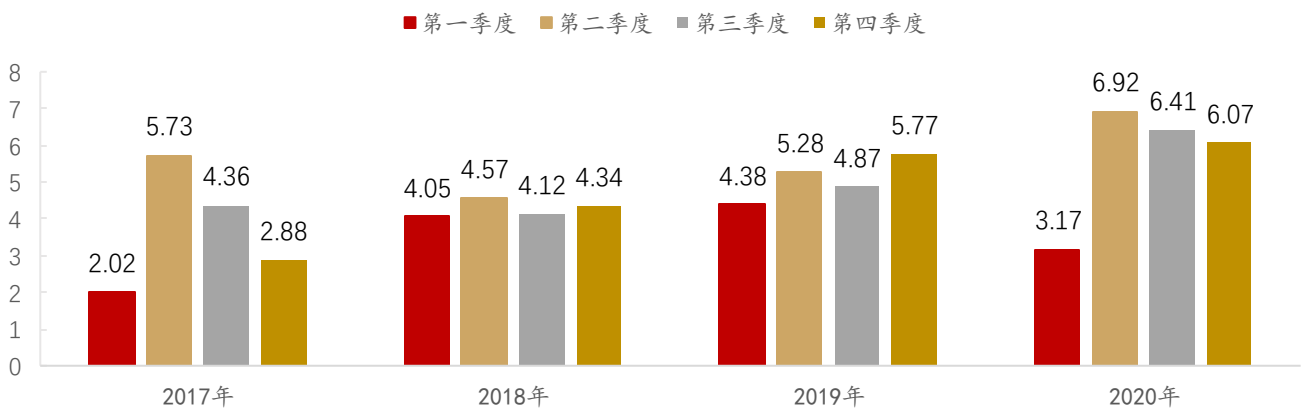
图 11 风语筑 2014-2020 年分业务营收占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

从分季度来看，2020 年 Q1 受新冠疫情影响，公司一些项目停滞，由此导致该季度收入相对下滑，公司面对新冠肺炎疫情和复杂多变的国内外经贸环境，一手抓疫情防控一手抓复工复产，布局新兴业务板块，为公司长期快速发展奠定基础。随着防控措施加强、疫情得到控制，公司业绩在 2020 年 Q2 迅速恢复。

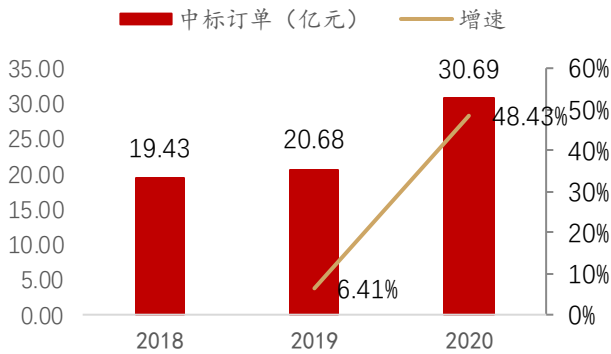
图 12 风语筑 2017-2020 年分季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

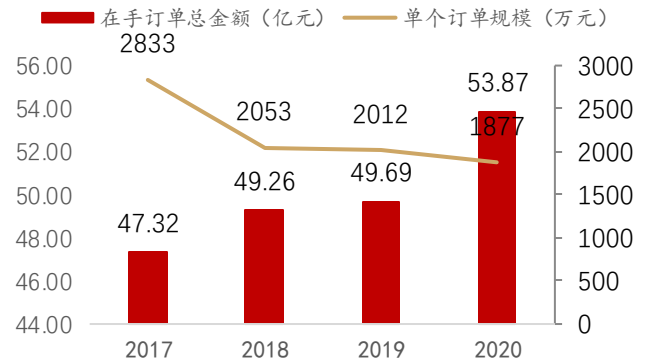
2017-2020 年，公司在手订单数量稳定，且整体上呈增长趋势（已中标未签合同订单+已签合同订单），依次为 167 个、240 个、247 个、287 个，在手订单总额为 47.32 亿元、49.26 亿元、49.69 亿元和 53.87 亿元，平均单个订单规模分别为 2833 万元、2053 万元、2012 万元和 1877 万元。近 3 年来，公司订单数量较为稳定，2018-2020 年新增中标订单金额分别为 19.43 亿元、20.68 亿元和 30.69 亿元，2020 年较去年同期增长 48.43%，新增中标订单带动了公司营业收入的增长。其中，文化及品牌数字化体验空间新签订单 20.45 亿元，较去年同期增长 109.05%，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。

图 13 风语筑 2018-2020 年中标订单及增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 风语筑 2017-2020 年在手订单总金额情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

而截止 2020 年 12 月 31 日，城市数字化体验空间在手订单为 91 个，总共 25.22 亿元，占比 46.82%；文化及品牌数字化体验空间在手订单为 118 个，总共 28.00 亿元，占比 51.97%；数字化产品及服务在手订单为 78 个，总共 0.65 亿元，占比 1.21%。

表 4 2020 年末公司在手订单情况

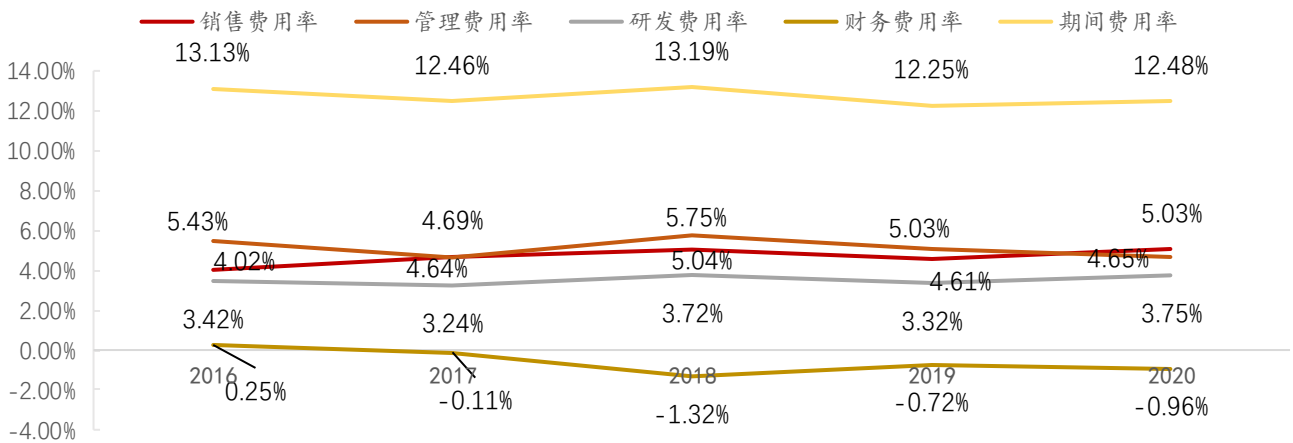
业务类型	数量	金额 (亿元)	占比
城市数字化体验空间	91	25.22	46.82%
文化及品牌数字化体验空间	118	28.00	51.97%
数字化产品及服务	78	0.65	1.21%
合计	287	53.87	100%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3.2. 费用控制加强，期间费用率较为稳定

2016-2020 年，公司期间费用率整体上较为稳定，分别为 13.13%、12.46%、13.19%、12.25%和 12.48%。2017-2020 年，风语筑的销售费用呈现增长趋势，主要系公司业务规模增长较快，项目订单不断增加导致职工薪酬增加所致。2017-2020 年公司管理费用随业务规模扩大而增长，但由于管理费用的增长速度远低于营业收入的增长速度，导致公司管理费用率较为稳定。2017-2020 年，公司研发费用主要为研发部人员薪酬，该项费用也随着公司承接项目的增加而增加。

图 15 风语筑 2016-2020 年期间费用率情况



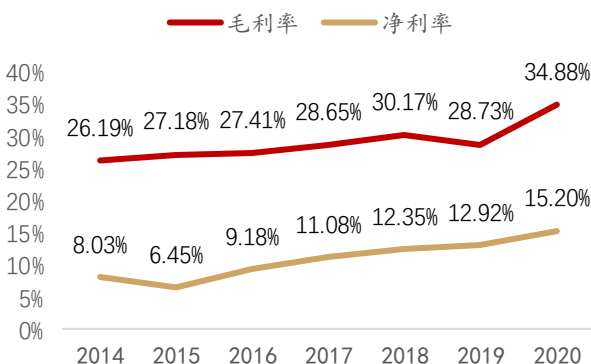
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3.3. 业务亮眼驱动业绩增长，未来毛利率有望维持上行趋势

公司自 2014 年以来，毛利率及净利率整体上都呈现出上升趋势，毛利率历年来均维持在 25% 以上，2020 年毛利率更是达到 34.88%，而净利率自 2017 年以来，均达到 10% 以上，2020 年达到了 15.20%。公司毛利主要来源于主营业务，公司主营业务毛利的增长主要依赖于经营规模的扩大及项目订单数量的增加。

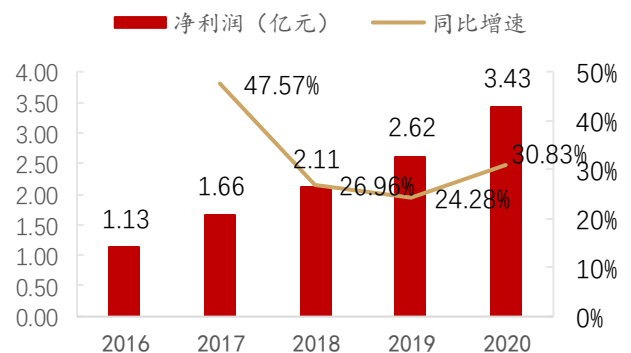
2016-2020 年公司归母净利润稳定增长，由 2016 年的 1.13 亿元增长至 2020 年的 3.43 亿元，2017-2020 年净利润同比增速分别为 47.57%、26.96%、24.28%、30.63%。2020 年公司在上半年业务受到疫情影响较大的背景下，全年净利润增速相比 2018、2019 年出现回升趋势。

图 16 风语筑 2014-2020 年毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 风语筑 2016-2020 年净利润及增速情况

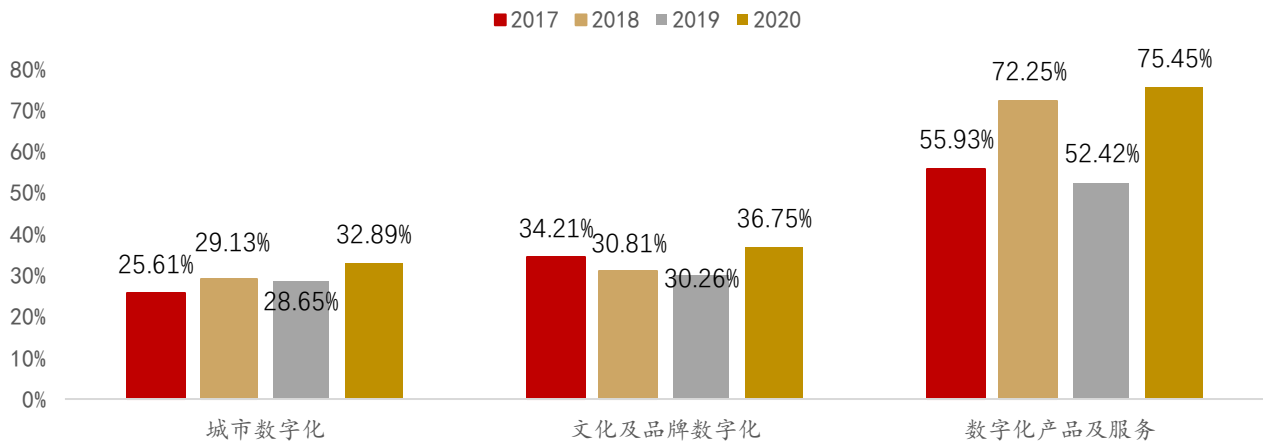


资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为公司未来业绩增长的主要驱动力来自于“文化及品牌数字化体验空间”业务，过去几年公司业务整体毛利率的提升主要获益于高毛利水平的“文化及品牌数字

化体验空间”及“数字化产品及服务”。两项业务占比持续提升，前者毛利率水平在2017-2020年均高于30%（34.21%/30.81%/30.26%/36.75%），后者毛利率水平在这三年持续稳定在50%以上（55.93%/72.25%/52.42%/75.45%），而“城市数字化体验空间”业务在2017-2020年毛利率水平分别为25.61%、29.13%、28.65%和32.89%。据2020年半年报及年报数据，公司整体毛利率分别为31.40%和34.88%，均创历史同期新高。根据公司新增订单数据及业务占比结构的变化，我们判断公司未来几年整体毛利率水平有望维持上行趋势。

图 18 风语筑 2017-2020 年分业务毛利率情况

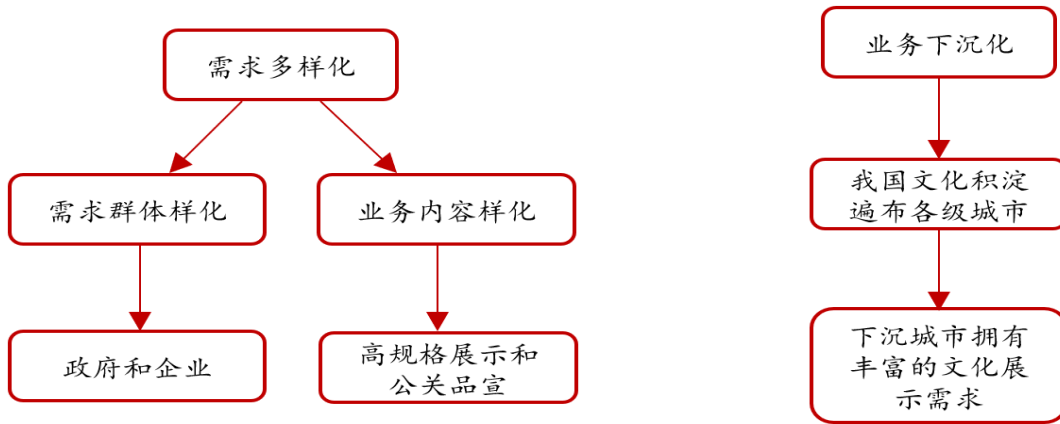


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.行业空间叙述：社会需求驱动政府需求在明显加大

数字文化展示创意行业属于创意设计服务业。该行业的展示通过运用数字化科技手段生动的展现传统的图文展板内容，其展示方式从以物中心逐渐向以人为中心转变，是传统展示方式的有力补充并逐渐成为主流趋势。同时，随着十四五规划的出台，各省市发展纲要中均对加强省市文化建设等方向有所提及，行业顺应了新时代弘扬特色社会主义文化的发展需求。随着我国经济政治的发展、国力的增强和城镇化率的持续提升，国家过去几十年对于“铁公基”等硬件基础设施建设方面的资源投入倾斜将放缓，对于文化软实力相关方面的基础设施建设投入将进一步加大。我们由此判断，数字化展示创意行业作为文化基建的直接受益行业，其业务面临着下游需求多样化及业务下沉化的发展趋势，整个行业空间将加速释放。

图 19 数字化展示创意行业的发展趋势



资料来源：华西证券研究所

需求多样化指的是需求群体和业务内容的多样化，数字文化展示需求一开始出自政府的高规格展示和大企业的公关品宣，随着经济的发展和政府文化产业财政预算的提升，势必会有越来越多的企业和政府部门产生数字文化展示需求。

下沉化指的是业务往三四五线城市的下沉渗透。数字文化展示需求从一开始的直辖市、省会城市、计划单列市等经济较发达的地区开始兴起，随着经济的发展，下沉城市对于数字文化展示的需求正在加速为行业贡献增量。从文化宣传的角度来看，我国五千年的文化积淀遍布各级城市，下沉城市拥有相当丰富的文化展示需求，存在较大的业务空白。

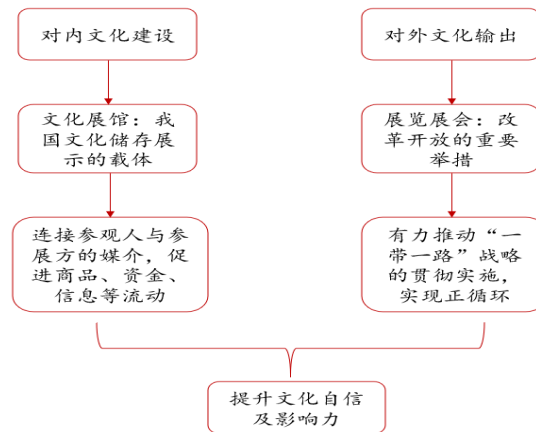
3.1. 展览展示的价值

2015年3月，国务院发布《国务院关于进一步促进展览业改革发展的若干意见》（国发〔2015〕15号），明确指出我国展览业已经成为构建现代市场体系和开放型经济体系的重要平台，并围绕促进展览业发展、发挥展览业在稳增长、促改革、调结构、惠民生中的作用，努力推动我国从展览业大国向展览业强国发展，更好地服务于国民经济和社会发展全局”的总体指导思想。

对内文化建设方面，各类展览馆在一定程度上适应了不同层面观念的需求，在传播知识、弘扬精神方面越来越被国家所重视，文化展馆作为我国文化储存于展示的载体，发挥着重要的作用。展览展示的目的是为参展方提供高效、丰富和完整的展示服务，成为连接参观人与参展方的媒介，促进商品、资金、信息等流动，从而对社会经济和文化发展产生直接或间接的推动作用。

对外文化输出方面，自工信部、中国国际贸易促进委员会联合发文支持中国中小企业参与“一带一路”建设专项行动的国内外展销活动以来，展览展会成为进一步改革开放的重要举措，“一带一路”沿线国家逐渐成为我国境外自主办展的热门举办地。展览展示业的健康发展将有利的推动“一带一路”战略的贯彻实施，国际化的展览平台有利于推动国际和区域层面的经济合作，为我国企业与更多国外企业建立合作伙伴关系、金融、商贸、基建、文化等领域的交流互通创造更多机会，而“一带一路”战略的深入贯彻与实施也将给展览业提供空前的国际化发展的商机，实现正循环效应。

图 20 对内&对外+文化自信



资料来源：华西证券研究所

总体而言，展览展示行业随着社会经济、文化的发展，围绕人们日益增长的物质、精神方面展示、交流的需要而不断发展完善。近年来，国内展览展示行业取得了快速发展，产业链已初步形成，产业政策日益完善。随着我国国际地位的提升，正处于进一步提升文化自信及文化影响力的过程当中，展览展示行业在国家经济社会发展中的作用越发重要，展览展示行业越来越被视为现代服务业的最重要组成部分，其价值日益凸显。

3.2. 展览展示的数字化

当前，虚拟现实、增强现实等体验增强技术已经成为数字文化展示技术创新的前沿技术，通过电脑技术将虚拟的信息应用到真实世界，该种体验将提高展览展示行业体验到一个新的台阶。作为一个跨专业、跨学科的综合服务，数字文化展示服务是一个新兴的融合创意设计、文化传播、数字科技和装饰工程等的系统性工程，旨在理解展示内容理念的基础上，通过对特定展示空间的创意设计，依托数字科技对图片、文字、视频、音频等信息内容运用数字化技术进行制作、加工处理并整合应用，使参观人对展示内容有综合的理解与多方位的体验。

数字文化展示相对于传统文化展示方式具有不可比拟的优势。数字文化展示相对于传统文化展示，突破了物理空间的瓶颈与障碍，能使参观者在较短的时间内对展示内容有深刻印象，即展示更能节省物理空间，同时更具有效率；其次，数字文化展示能够实现内容的可视化，如利用数字沙盘技术可以轻松地将复杂的城市规划展现在巨幅屏幕上，展示内容更加丰富；同时，数字展示能够实现参与者与屏幕的紧密互动，展示更加具有体验性。因此，展览展示的数字化进程具有不可逆性，行业发展空间广阔。

图 21 智慧城市眼神互动体验区



资料来源：华西证券研究所

图 22 裸眼 3D 立体数字沙盘



资料来源：华西证券研究所

数字文化展示产品与服务具备直观、形象、生动、趣味等特点，拥有良好的体验效果，传统线下的展览展示活动不断引入前言多媒体技术和持续数字化是必然趋势。沉浸式，我们认为数字文化展示创意行业未来增长的逻辑可以参考沉浸式产业的发展逻辑。近年来随着沉浸式产业的发展，数字文化展示行业从 2017 年开始规模持续提升。根据《2020 年沉浸式产业发展白皮书》，线下沉浸式体验场景数量从 2017 年开始爆发，2017-2019 年体验中心的数量为 142、442、1100 个。根据 NeXT SCENE，发布的《2020 年全球沉浸式设计产业发展白皮书》，2019 年沉浸式娱乐行业的规模已高达 618 亿美元。从上述数据可得，沉浸式产业正处于爆发式增长阶段，我们可以通过沉浸式产业的发展周期看到未来数字文化展示行业能够有较大地发展。

图 23 产生深度沉浸感三要素



资料来源：幻境，华西证券研究所

图 24 中国历年沉浸体验数量



资料来源：幻境，华西证券研究所

3.3.国家推进“文化新基建”，各地“十四五”规划加大文旅产业投入

“文化新基建”推进文化和科技深度融合，大大释放文化体验场馆市场潜力。2020 年 4 月，中央文化体制改革和发展工作领导小组办公室发布《关于做好国家文化大数据体系建设的通知》。国家文化大数据体系建设旨在打通文化事业和文化产业、畅通文化生产和文化消费、融通文化和科技、贯通文化门类和业态，面向全社会开放。文化大数据体系建设将推动中华文化元素和标识融入内容创作、创意设计、城乡规划

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

建设和生态文明建设、制造强国、网络强国和数字中国建设，成为在新技术条件下推动创造性转化、创新性发展的重要举措。国家文化大数据体系建设是新时代文化建设的重大基础性工程，是宣传文化界的“新基建”，是贯彻国家大数据战略、推进文化和科技深度融合的有效举措。

国家文化大数据的体系架构包括“中国文化遗产标本库建设、中华民族文化基因库建设、中华文化素材库建设、文化体验园建设、文化体验馆建设、国家文化专网建设、国家文化大数据云平台建设、数字化文化生产线建设”共 8 个重点任务，大致可分为国家文化大数据体系建设和国家文化实体体验空间建设两大方面的内容，其中文化体验园建设、文化体验馆建设、国家文化专网建设均是以文化实体体验空间建设为主要内容。

表 5 国家文化大数据的体系架构

项目	具体内容
中国文化遗产标本库建设	将国家历次文物普查相关数据按照国家文化大数据标准，结构化存储于服务器，并通过有线电视网络实现全国联网。
中华民族文化基因库建设	（一期）红色基因库建设以全国爱国主义教育示范基地为目标对象，分批次将各示范基地的陈列品、纪念碑（塔）、出版物、音视频等进行高精度数据采集，按照国家文化大数据体系统一标准进行结构化存储，并以历史事件、英烈人物、感人故事为线索，对红色文化数据进行专业化标注、关联，通过有线电视网络实现全国联网。
中华文化素材库建设	以文化遗产数字化成果为对象，集成运用各种新技术，将已标注和关联的文化数据进行解构，萃取中华文化元素和标识，分门别类标签化，为内容创作生产、创意设计以及城乡规划建设、生态文明建设、制造强国、网络强国和数字中国建设提供素材。
文化体验园建设	以旅游景区、游乐园、城市广场等为目标，建设具有一定空间规模的文化体验园，把地域文化、红色文化从博物馆和纪念馆“活化”到文化体验园，促进文化和旅游深度融合。
文化体验馆建设	以城市购物中心、中小学幼儿园、公共文化机构、城市社区等为目标，建设技术含量高、传播力强的文化体验馆，使其成为爱国主义教育、文化传承传播、大众学习鉴赏的重要场所，推动红色文化、传统文化进社区、进校园、进商场。
国家文化专网建设	依托全国有线电视网络设施，构建从数据采集、存储到数据标注、关联再到数据解构和重构全链条服务的新型基础设施，负责中国文化遗产标本库、中华民族文化基因库、中华文化素材库的数据存储、传输、安全保障，链接文化体验园、文化体验馆以及公共文化机构、旅游景区、城市购物中心、中小学幼儿园、家庭、社区等，建设“数据保真、创作严谨、互动有序、内容可控”的国家文化专网，实现线上线下一体化。
国家文化大数据云平台建设	运用 5G、区块链、大数据、云计算、物联网等新技术，按照“物理分散、逻辑集中”原则，建设国家文化大数据体系的中枢系统和分平台，汇聚文化大数据信息，为文化生产和文化消费的终端用户提供云服务。
数字化文化生产线建设	鼓励出版社、影视公司、演出公司、设计公司等文化生产机构充分发挥内容创作生产优势，积极参与文化数据的标注及解构和重构，开发文化大数据，创作生产具有视觉冲击力和听觉亲和力的适应于现代化网络传播的文化体验产品，展现中国特色社会主义文化的魅力和风采。

资料来源：《关于做好国家文化大数据体系建设的通知》，华西证券研究所

2021 年 3 月 8 日，文化和旅游部、国家发展改革委、财政部联合发布《关于推动公共文化服务高质量发展的意见》，提出（1）“鼓励公共文化机构与数字文化企业

对接合作，大力发展基于 5G 等新技术应用的数字服务类型，拓宽数字文化服务应用场景。探索发展数字文化大众化实体体验空间，**加强数字艺术、沉浸式体验等新型文化业态在公共文化场馆的应用**”；(2) “鼓励与企业合作，**探索有声图书馆、文化馆互动体验等新型文化服务方式**”。

国家和地方在文化实体体验空间建设上出台的相关政策极大利好数字化文化展示行业企业的发展，公司作为行业龙头，拥有首屈一指的品牌实力和一体化运作独特优势，将显著受益于国家“文化新基建”的大趋势，充分发挥打造沉浸式文化体验的优势，进一步扩大业务规模，更进一步提升业内影响力。

表 6 各省市十四五规划推动公众文化发展

省份	文件	内容
江西省	《江西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	新建省文化馆、省赣剧传承保护展示中心、当代陶瓷艺术博物馆等重大文化工程。加强市县(区)公共文化设施建设，实现市有文化馆、图书馆、博物馆、美术馆四馆，县(区)有文化馆、图书馆、博物馆三馆。大力支持陶瓷、中医药、工业遗产等国有特色博物馆建设， 到 2025 年，全省国有县(区)级综合博物馆和专题博物馆达到 100 个，力争博物馆年观众人次超过 5000 万。
浙江省	《浙江省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	解码浙江文化基因，深入研究和挖掘南宋文化、南孔文化、永嘉学派、永康学派、阳明心学、和合文化等丰富内涵。高水准打造宋韵文化传承展示中心。 大力推进标志性重大文化设施建设，重点打造国家版本馆杭州分馆、之江文化中心、浙江音乐厅新馆、良渚古城遗址公园等一批新时代文化地标。
江苏省	《江苏省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	在重大文化项目设施中提出， 推进江苏革命历史纪念馆、江苏文学馆、江苏省自然科学技术馆、南京国际和平中心(南京国际和平博物馆)建设。
上海市	《上海市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	提出建成中国共产党第一次全国代表大会纪念馆。 上海图书馆东馆、上海博物馆东馆、上海大歌剧院、上海市少儿图书馆新馆、中国近现代新闻出版博物馆、上海天文馆、上海越剧传习所，推进上海文学馆、上海马戏城中剧场等一批重大文化设施建设。
山西省	《山西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	深入挖掘尧舜德孝、关公忠义、能吏廉政、晋商诚信等优秀传统文化，大力弘扬太行精神、吕梁精神、右玉精神，加强新时代爱国主义教育基地、社会主义核心价值观示范点建设。
四川省	《四川省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	普查整理传统文化资源，推进历史名人、巴蜀文明、藏羌彝文化、古籍文献等保护传承和创新发展重点工程，发展文博事业。 建设四川名人馆、四川博物院新馆。 布局建设省级重大公共文化设施和区域性文化中心，建设省工人文化宫。推动市县级公共图书馆、文化馆补短板、强弱项。
贵州省	《贵州省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	建设多彩贵州艺术中心、省文化馆、省档案馆(新馆)、省文学馆， 新建、改扩建一批市(州)级和县级图书馆、文化馆、博物馆(非遗馆、生态博物馆)、美术馆。 推进完成遵义会议会址周边环境整治及展陈提升、长征数字科技艺术馆、以长征纪念馆为核心的长征纪念小镇、红二·红六军团长征贵州纪

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

念园、四渡赤水集中展示带、遵义战役纪念馆、贵州长征文物保护修缮工程、《伟大转折》演艺综合体、“重走长征路”研培体验工程等重点项目建设。

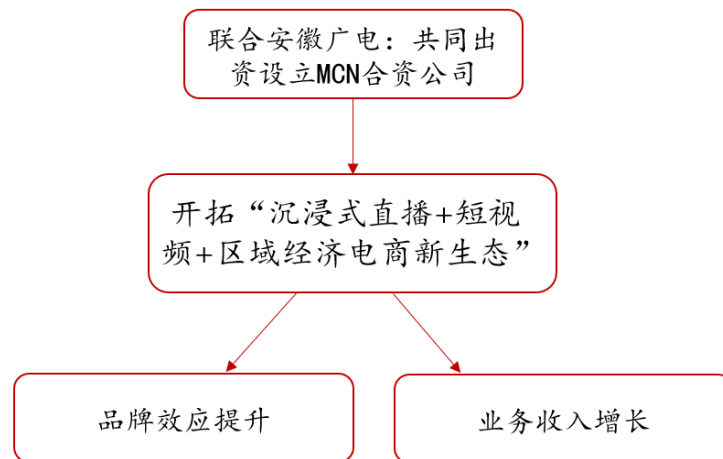
资料来源：各省政府网站，华西证券研究所

4. 未来展望

4.1. 联手安徽广电开拓“沉浸式直播+短视频+区域经济电商新生态”，全面提升品牌效应

2021年3月24日，AH SPACE启动仪式在安徽广播电视台成功举办。在安徽广电与风语筑的通力合作下，AH SPACE通过嫁接资本市场激活体制机制进而实现与各方资源的打通，这种超级链接能力必将进一步释放广电MCN在孵化本地IP、开发垂直内容、拓宽盈利模式、加强政企合作等多维度的潜力。广电MCN正形成规模化、体系化、系统化市场运营机制，AH space作为链接广电的标杆项目有望进一步落地至国内其他省份，风语筑作为合作方，能够有效结合广电MCN这一新兴的传播手段，配合公司的沉浸式场景空间营造能力，进而实现短视频、直播电商、内容代运营等线上业务与商业展览、综艺IP、线下活动、零售商业体等线下业务融合发展，打造“沉浸式直播+短视频+区域经济电商”新零售供应链生态圈进一步开拓公司未来数字文化产业版图。

图 25 “沉浸式直播+短视频+区域经济电商”新零售供应链生态圈



资料来源：华西证券研究所

品牌效应提升：作为官方正规的媒体渠道，广电MCN拥有权威性和话语权，在内容行业、媒体传播、内容管控、生产要素配置都相对比市场MCN略胜一筹。风语筑依托安徽广电的全媒体传播渠道资源与口碑积累，能够进一步提升公司品牌影响力。

业务收入增长：风语筑与安徽广电共同出资设立MCN合资公司，充分运用公司沉浸式场景空间营造能力，创新应用5G+4K/8K+VR直播等技术手段，助力“安徽网红经济产业基地”的建设。这是风语筑在广电新媒体、地方文化数字开发、城市品牌IP化等方面的新尝试，能为公司未来积极拓展新业态、抢占市场制高点打下基础，从而形成收入的新增长点。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4.2.股权激励稳定核心团队，充分激发员工积极性

2021年3月1日，风语筑审议通过了《关于向激励对象授予限制性股票的议案》，公司董事会确定本次激励计划的授予日为2021年3月1日，以10.57元/股的价格向59名激励对象授予150.3万股限制性股票。

公司此次股权激励计划共涉及公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)骨干共59人，授予限制性股票数量150.3万股，计划授予的限制性股票限售期限分别为自授予完成之日起12个月、24个月和36个月，激励力度充足，覆盖范围广，限售期长，有利于公司核心管理。数字文化展示创意行业具有人才价值高度凸显的特点，公司此举有利于技术及业务团队保持稳定，充分激发员工的积极性，利好公司长期发展。

5. 盈利预测

5.1. 可比公司分析

下表为风语筑同行业可比公司，其中锋尚文化于2020年上市A股创业板，其业务以室外数字文化展示项目为主，而风语筑的业务以室内数字文化展示项目为主；宽创国际正处于IPO阶段，其业务与风语筑相比相似度较高，后者的优势在于庞大且成熟的跨界总包中台团队；笔克远东为港交所上市公司PICO FAR EAST (0752.HK)，其业务相比风语筑，最大的区别是客户群体为企业，同时还为企业展示做营销策划，业务规模大但盈利水平较低；华凯创意业务与风语筑相似度较高，业务多分布在华南地区，并于2020年开启对跨境电商公司易佰网络的并购；易尚展示主要为数字文化展示项目提供道具等硬件服务，丝路视觉主要从事数字化的图像设计和视觉艺术创作业务，负责为数字文化展示项目提供软服务。

表 7 风语筑与同行业可比公司比较情况

项目	风语筑	锋尚文化	宽创国际	笔克远东	华凯创意	易尚展示	丝路视觉
证监会 所属行 业	文化、体育 和娱乐业-文 化艺术业	文化、体育 和娱乐业-文 化艺术业	文化、体育 和娱乐业-文 化艺术业	可选消费-媒 体II-媒体III -广告(Wind 所属行业)	文化、体育 和娱乐业-文 化艺术业	制造业-家具 制造业	信息传输、 软件和信息 技术服务业- 软件和信息 技术服务业
业务内 容	各类场馆及 空间提供数 字文化展示 体验系统的 策划、设 计、实施和 维护服务	提供 大型文 化演艺活 动、文化旅 游演艺、景 观艺术照明 及演绎 的全 流程解决方 案	从事 数字文 化展示创意 服务 ，为各 类场馆空间 提供策划、 设计、实施 和维护的系 统性服务或 设计单项服 务	展览、视觉 品牌激活、 主题环境室 内装修及零 售、会议策 划激活 四类 业务	为展馆、展 厅等 大型室 内空间提供 环境艺术设 计综合服务 务，包括服 务创意设计+ 影视动画+多 媒体集成+模 型制作+布展 装修	提供 展示道 具产品 ：整 体展示项目 的策划设 计、展示道 具研发生 产、装饰装 潢等一体化 解决方案； 为会展参展 商提供展览 设计、策 划、可循环 展台搭建服 务；虚拟展 示服务	从事以CG创 意和技术为 基础的数字 视觉综合服 务业务，包 括 数字化的 图像设计和 视觉艺术创 作
优势业 务	城市馆展示 系统、园区 馆展示系统 空间	提供大型文 化演艺活动 的灯光舞美 设计及制作 服务	提供文博 馆、科技 馆、文旅主 题馆以及企 业展厅的展	提供展览及 项目市场推 广服务	城市文化馆 空间布展	提供整体展 示项目的策 划设计、展 示道具研发 生产、装饰 装潢等一体	利用计算机 技术进行数 字化的图像 设计和视觉 艺术创作

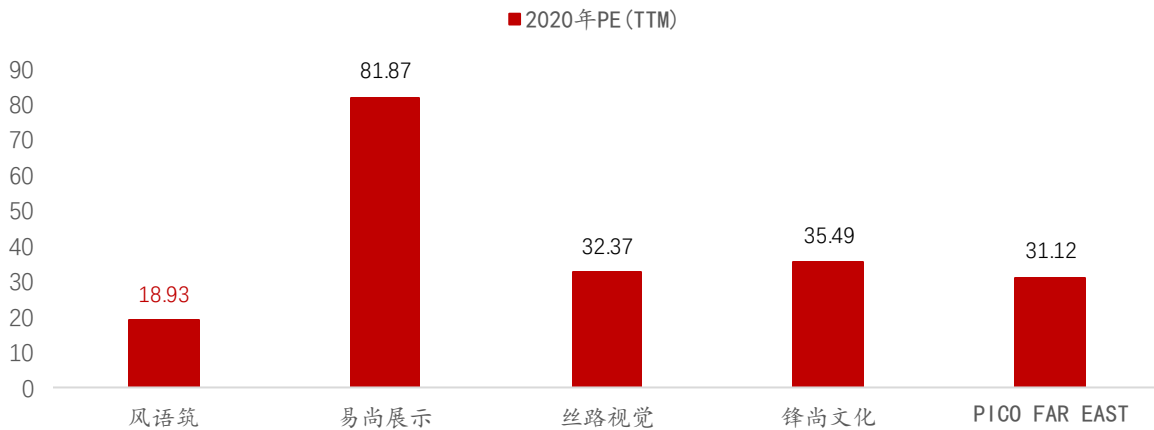
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

客户类型	示创意服务				化解决方案		
	各级政府相关部门、大企业、企事业单位等	各级政府相关部门、大企业、企事业单位等	各级政府相关部门、大企业、企事业单位等	企业为主	各级政府相关部门、大企业、企事业单位等	企业为主	政府机构、城市发展商、企业
2019年销售规模(亿元)	20.30	9.12	4.81	45.80	4.12	10.46	9.16

资料来源：公司官网，华西证券研究所

通过与同行业可比公司的比较，可知无论从盈利水平稳定性、业务增长速度，还是从 PE 估值水平来看，风语筑均优于同行业其他公司。我们认为风语筑股价处于低估，未来上涨空间较大。

图 26 风语筑与同行业可比公司 2020 年 PE (TTM) 比较情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 8 风语筑与同行业可比公司毛利率比较情况

毛利率	2017	2018	2019	2020H1
风语筑	28.65%	30.17%	28.73%	31.40%
华凯创意	31.36%	27.43%	30.98%	17.90%
易尚展示	30.10%	33.48%	36.53%	29.30%
丝路视觉	41.04%	36.29%	33.29%	35.94%
宽创国际	29.59%	32.95%	31.71%	37.89%
锋尚文化	49.05%	40.06%	40.62%	36.05%
PICO FAR EAST	31.29%	30.58%	30.40%	32.98%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 9 风语筑与同行业可比公司净利率比较情况

净利率	2017	2018	2019	2020H1
风语筑	11.08%	12.35%	12.92%	14.89%
华凯创意	8.67%	3.50%	1.94%	-24.57%
易尚展示	3.45%	9.65%	7.30%	4.64%
丝路视觉	2.69%	6.67%	3.16%	8.35%
宽创国际	9.43%	9.11%	10.99%	10.70%
锋尚文化	26.16%	23.75%	27.83%	22.64%
PICO FAR EAST	7.35%	5.81%	5.19%	1.31%

资料来源：Wind，华西证券研究所

5.2.投资建议：上调公司评级至“买入”

由于公司 2020 年年报披露的业绩数据、新增订单数据及盈利能力数据略超我们的预期，也验证了我们对于公司品牌溢价能力提升、行业需求加速释放、业绩增长可持续性强的判断。我们认为公司作为数字文化展示行业的龙头企业，有望充分受益于“文化新基建”对整个行业需求的驱动。

公司 2020 年实现归母净利润 3.43 亿元，高于我们此前预测的 3.16 亿元。我们因此调整了公司的盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 26.20 (-4.27)、30.60 (-6.63)、35.72 亿元，实现归母净利润分别为 4.39 (+0.38)、5.34 (+0.29)、6.50 亿元，EPS 分别为 1.50 (+0.12)、1.83 (+0.10)、2.23 元，对应当前股价的 PE 分别为 14、11、9 倍。根据上述可比公司分析，公司财务数据稳定性及业绩增速相对较高，而估值水平则显著低于其他公司，我们上调公司评级至“买入”。

6.风险提示

6.1.宏观经济波动风险

公司目前的主要客户为政府部门单位，易受国内宏观经济影响。国内经济形势发生重大变化，如经济增长放缓或停滞导致政府部门对文化投入和预算减少，将对公司主营业务带来一定影响。公司将积极研发和丰富产品体系，扩大营销和服务网络，并重点拓展公共文化中心、博物馆、科技馆、主题馆、数字文旅和商业文创展览等业务，强化商业端和消费端的应用能力。

6.2.核心人员流失风险

经过多年的发展，公司培养和积聚了一批核心人员，并形成了一套行之有效的管理制度和措施，成为公司主要的竞争优势。公司通过员工持股不断完善薪酬制度体系，以加强员工凝聚力。从以往情况看，公司未发生大量高级管理人员与核心技术人员流失问题，团队保持稳定。但如果高级管理人员和核心技术人员流失将会在一定程度上影响公司的稳定发展。

6.3.数字技术的研发风险

客户不断提升的产品需求，对公司的技术和研发水平提出更高挑战，公司技术需具有一定的行业前瞻性，若公司不能在技术创新方面占据先机，将使公司在激烈的市场竞争中面临竞争力下降的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,256	2,620	3,060	3,572	净利润	343	439	534	650
YoY (%)	11.2%	16.1%	16.8%	16.7%	折旧和摊销	26	23	24	25
营业成本	1,469	1,730	2,015	2,337	营运资金变动	-232	-314	-334	-420
营业税金及附加	11	13	15	18	经营活动现金流	219	207	273	297
销售费用	114	131	153	179	资本开支	-8	-30	-27	-28
管理费用	105	122	141	161	投资	-88	-80	-40	-40
财务费用	-22	-23	-23	-23	投资活动现金流	-119	-85	-40	-35
资产减值损失	-1	-85	-75	-75	股权募资	0	0	0	0
投资收益	17	25	26	32	债务募资	0	0	0	0
营业利润	392	501	610	742	筹资活动现金流	-60	-146	-204	-146
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	41	-23	28	116
利润总额	391	501	610	742	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	48	62	75	92	成长能力				
净利润	343	439	534	650	营业收入增长率	11.2%	16.1%	16.8%	16.7%
归属于母公司净利润	343	439	534	650	净利润增长率	30.6%	28.1%	21.8%	21.7%
YoY (%)	30.6%	28.1%	21.8%	21.7%	盈利能力				
每股收益	1.17	1.50	1.83	2.23	毛利率	34.9%	34.0%	34.1%	34.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	15.2%	16.7%	17.5%	18.2%
货币资金	1,317	1,293	1,321	1,438	总资产收益率 ROA	7.9%	9.2%	10.0%	10.8%
预付款项	7	9	9	11	净资产收益率 ROE	17.4%	19.4%	20.6%	21.0%
存货	893	1,047	1,223	1,416	偿债能力				
其他流动资产	1,615	1,875	2,210	2,548	流动比率	1.68	1.75	1.79	1.91
流动资产合计	3,831	4,224	4,763	5,413	速动比率	1.20	1.21	1.22	1.29
长期股权投资	41	71	101	131	现金比率	0.58	0.53	0.50	0.51
固定资产	192	192	192	192	资产负债率	54.4%	52.4%	51.3%	48.4%
无形资产	23	25	26	26	经营效率				
非流动资产合计	498	535	568	601	总资产周转率	0.52	0.55	0.57	0.59
资产合计	4,329	4,759	5,331	6,014	每股指标 (元)				
短期借款	7	7	7	7	每股收益	1.17	1.50	1.83	2.23
应付账款及票据	820	848	1,057	1,186	每股净资产	6.77	7.77	8.90	10.63
其他流动负债	1,456	1,565	1,598	1,647	每股经营现金流	0.75	0.71	0.94	1.02
流动负债合计	2,283	2,420	2,662	2,840	每股股利	0.00	0.50	0.70	0.50
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	74	74	74	74	PE	17.87	13.95	11.45	9.41
非流动负债合计	74	74	74	74	PB	3.41	2.70	2.36	1.97
负债合计	2,356	2,494	2,736	2,914					
股本	292	292	292	292					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,973	2,265	2,596	3,100					
负债和股东权益合计	4,329	4,759	5,331	6,014					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

戚舒扬：FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。