



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 旺盛需求初现迹象，疫情影响延后需求落地

——风语筑一季度订单跟踪专题

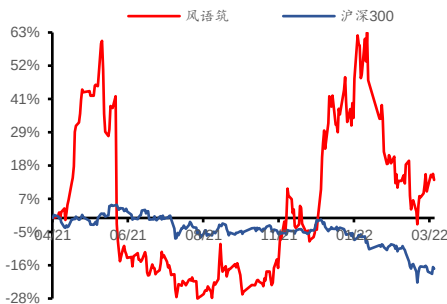
### 买入（维持）

行业：传媒  
日期：2022年04月01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）         | 22.71       |
| 12mth A 股价格区间（元） | 14.57-32.83 |
| 总股本（百万股）         | 421.97      |
| 无限售 A 股/总股本      | 99.48%      |
| 流通市值（亿元）         | 95.33       |

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《基本面优秀，持续受益于元宇宙大趋势，具有升格为平台型公司的潜能》

——2022年03月10日

#### ■ 投资摘要

公司 Q1 订单情况符合预期。根据我们首次覆盖报告，我们认为短期（2-3 年）公司业务受益于需求端持续旺盛，基本面保持优异。我们认为元宇宙发展将经历三个阶段：G 端/B 端大型项目及应用推动、B To C 应用普及、C 端应用及内容普及。G 端/B 端项目有望率先产生规模化经济效益。元宇宙相关软硬件及基础设施处于发展早期，相关建设成本较高，G 端/B 端初步尝试拥抱新技术、新业态，尤以 G 端项目落地速度及进度更快。目前地方政府陆续推出支持元宇宙发展的相关政策，主要目标一是 G 端元宇宙项目起到示范及指引作用，对经济效益回报诉求较低，二是可通过政府投资吸引民营资本大举进入，推动技术发展。因此 G 端/B 端大型项目有望率先落地并产生较大的新增需求。

根据北京千里马网信科技公司数据，受益于需求端保持旺盛，公司 2022 年 1 月、2 月中标订单金额同比高增长，统计金额分别 4.25 亿元、1.08 亿元，分别同增 110.5%、90.1%；受疫情影响，2022 年 3 月中标订单金额同比下降明显，统计金额为 5054 万元，同减 68.4%。我们认为需求并未消失，而是出现延后。2021 年 Q1 中标订单同比保持较高增速，主要系 2020 年同期受疫情影响导致订单需求延后，2020 年 Q2 公司中标订单大幅增长至 6.51 亿元，环增 106.6%，明显高于 2019 年、2021 年 Q2 环比增速，2019 年、2021 年 Q2 分别环增 13.4%、60.4%。

公司新签订单增速预计影响次年业绩表现，营收确认节奏同时也会受验收开馆时间点外部环境（如疫情）影响。2022 年 Q1 中标订单金额保持较高增速，预计影响 2023 年业绩表现。2021 年 Q1 中标订单金额为 4.19 亿元，同增 32.9%，但受 2022 年疫情影响，项目验收开馆时间点出现延后，影响收入确认时间点，预计疫情将对 2022 年一季度产生影响。

#### ■ 投资建议

公司 2022 年 Q1 订单表现符合我们首次覆盖报告预期，公司系 G 端展馆领域龙头，核心能力为数字技术、内容创意设计及其一体化整合能力，未来 3 年受益于政策支持下的不断增加的数字创意体验空间建设需求，基本面预计将保持优异。同时公司积极迭代并创新商业模式，中期存在业绩弹性空间，长期具有升格为平台型公司的潜能。我们预计 2021-2023 年公司实现归母净利润分别为 4.54 亿元、5.7 亿元、7.75 亿元，分别同增 32.5%、25.7%、35.8%，对应 EPS 分别为 1.08 元、1.35 元、1.84 元，对应估值分别为 21.1 倍、16.8 倍、12.4 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、行业竞争烈度加剧、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

损失等风险、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的风险。

#### ■ 数据预测与估值

| 单位：百万元  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 2256  | 2939  | 3716  | 5129  |
| 年增长率    | 11.2% | 30.2% | 26.5% | 38.0% |
| 归母净利润   | 343   | 454   | 570   | 775   |
| 年增长率    | 30.6% | 32.5% | 25.7% | 35.8% |
| 每股收益（元） | 1.19  | 1.08  | 1.35  | 1.84  |
| 市盈率（X）  | 19.39 | 21.12 | 16.80 | 12.37 |
| 市净率（X）  | 4.94  | 3.75  | 3.06  | 2.46  |

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022年03月31日收盘价）

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1 中标订单统计规则 .....                     | 4  |
| 2 2022 年一季度订单需求旺盛，3 月订单受疫情影响需求延后 ... | 5  |
| 2.1 月度订单情况 .....                     | 5  |
| 2.2 季度订单情况及一季报展望 .....               | 7  |
| 2.3 平均订单金额情况 .....                   | 9  |
| 2.4 中标订单统计与实际订单的差异 .....             | 10 |
| 3 盈利预测 .....                         | 11 |
| 4 风险提示 .....                         | 11 |
| 5 附表：2022 年一季度详细中标订单情况 .....         | 13 |

## 图

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 1 哈工大机器人（合肥）国际创新研究院数字展厅布展设计一体化项目招标流程 .....    | 4  |
| 图 2 2019 年 1 月-2022 年 3 月月度中标订单金额（万元） ..        | 6  |
| 图 3 2019 年 1 月-2022 年 3 月月度中标订单金额同比增速 ..        | 6  |
| 图 4 2020 年 1 月-2022 年 3 月全国疫情情况 .....           | 7  |
| 图 5 历年 Q1 中标订单金额及同比 .....                       | 9  |
| 图 6 2019Q1-2022Q1 单季度中标订单金额及同比 .....            | 9  |
| 图 7 2019-2022 年 1-3 月平均每月订单金额及同比 .....          | 10 |
| 图 8 2019-2022 年 1-3 月合计中标订单金额及同比 .....          | 10 |
| 图 9 2019-2022 年平均每项目订单金额（万元） .....              | 10 |
| 图 10 2019-2021 年统计的公示中标订单金额/年报披露的实际新签订单金额 ..... | 11 |
| 图 11 2019-2021 年实际新签订单金额及同比 .....               | 11 |

## 表

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 1：统计的中标订单数量（例） .....          | 4  |
| 表 2：2022 年 1-3 月风语筑详细中标订单 ..... | 13 |

## 1 中标订单统计规则

风语筑获得订单分招标订单、非招标订单两类，其中招标订单会全网公示，本篇报告所统计的订单金额均为中标订单公示的金额，不包括未走招标流程的订单金额。参照哈工大机器人国际创新研究院数字展厅招标流程，并结合我们统计的大量订单数据，招标公告包括招标公告、澄清/变更公告、中标候选人公示、中标结果公示、进场交易见证书公告、合同及履约公告 6 类。我们统计的中标订单（2019-2022 年 Q1）会在上述全部节点、部分节点或单独某一个节点在北京千里马网信科技有限公司所属招标网站上查询到。其中 2019 年共计 116 例（31 例重复，4 例金额空缺）；2020 年共计 127 例（34 例重复，7 例金额空缺）；2021 年共计 168 例（41 例重复，8 例金额空缺）；2022 年 1-3 月共计 28 例（7 例重复，3 例金额空缺）。

表 1：统计的中标订单数量（例）

|            | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 合计统计订单     | 116    | 127    | 168    | 28     |
| 重复订单       | 31     | 34     | 41     | 7      |
| 预估金额的订单    | 4      | 7      | 8      | 3      |
| 去重统计订单     | 85     | 93     | 127    | 21     |
| 订单平均金额（万元） | 1806.0 | 1929.1 | 1944.3 | 2777.6 |

资料来源：北京千里马网信科技有限公司，上海证券研究所

图 1 哈工大机器人（合肥）国际创新研究院数字展厅布展设计一体化项目招标流程



资料来源：全国公共资源交易平台（安徽省·合肥市），上海证券研究所

我们纳入统计的订单金额的情况包括（统计会进行去重、补缺）：

（1）各类时间节点全部或部分公告，同时披露订单金额：我们按照最先披露金额的公告日作为新签订单计算日（实操中应为合同签订日），并将以后年月中重复公告披露的金额扣除；

请务必阅读尾页重要声明

(2) 各类时间节点仅公告但不披露金额：我们按照估计值计算订单金额，并将最先公告日作为新签订单计算日，以保持统计上的一致性和可比性。

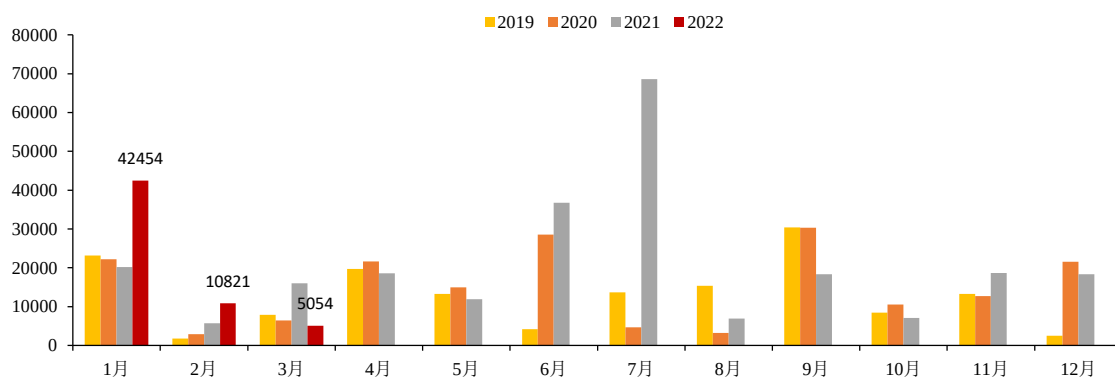
## 2 2022 年一季度订单需求旺盛，3 月订单受疫情

### 影响需求延后

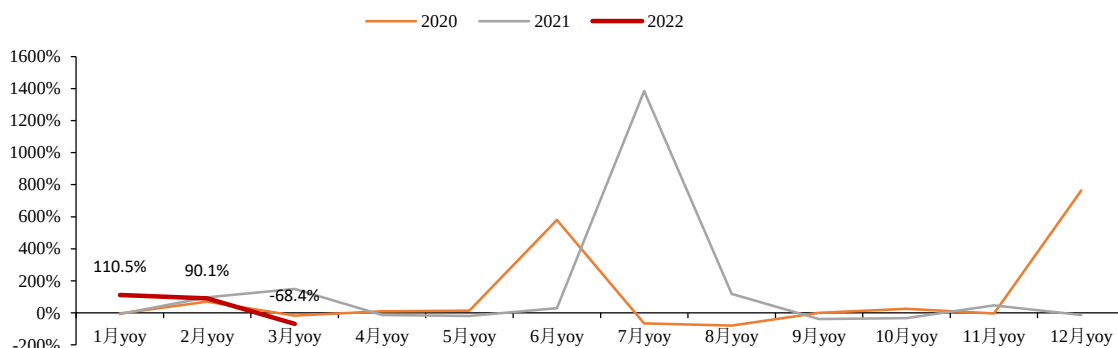
#### 2.1 月度订单情况

根据北京千里马网信科技公司数据，公司 2022 年 1 月、2 月中标订单金额同比高增长，统计金额分别 4.25 亿元、1.08 亿元，分别同增 110.5%、90.1%，符合我们此前首次覆盖报告逻辑：我们认为元宇宙发展将经历三个阶段：G 端/B 端大型项目及应用推动、B To C 应用普及、C 端应用及内容普及。G 端/B 端项目有望率先产生规模化经济效益。元宇宙相关软硬件及基础设施处于发展早期，相关建设成本较高，G 端/B 端初步尝试拥抱新技术、新业态，尤以 G 端项目落地速度及进度更快。目前地方政府陆续推出支持元宇宙发展的相关政策，主要目标一是 G 端元宇宙项目起到示范及指引作用，对经济效益回报诉求较低，二是可通过政府投资吸引民营资本大举进入，推动技术发展。因此 G 端/B 端大型项目有望率先落地并产生较大的新增需求。

上海于 2021 年 12 月率先提出要引导企业加紧研究未来虚拟世界与现实社会相交互的重要平台，适时布局切入。此举被视为我国地方政府就元宇宙相关产业发展的首次正面表态，此后元宇宙被写入上海“十四五”产业规划。此后武汉、合肥、无锡、三亚、浙江均在上海表态后发布相关元宇宙政策。因此我们认为 2022 年元宇宙 G 端项目需求将较为旺盛。

**图 2 2019 年 1 月-2022 年 3 月月度中标订单金额（万元）**


资料来源：北京千里马网信科技有限公司，上海证券研究所

**图 3 2019 年 1 月-2022 年 3 月月度中标订单金额同比增速**


资料来源：北京千里马网信科技有限公司，上海证券研究所

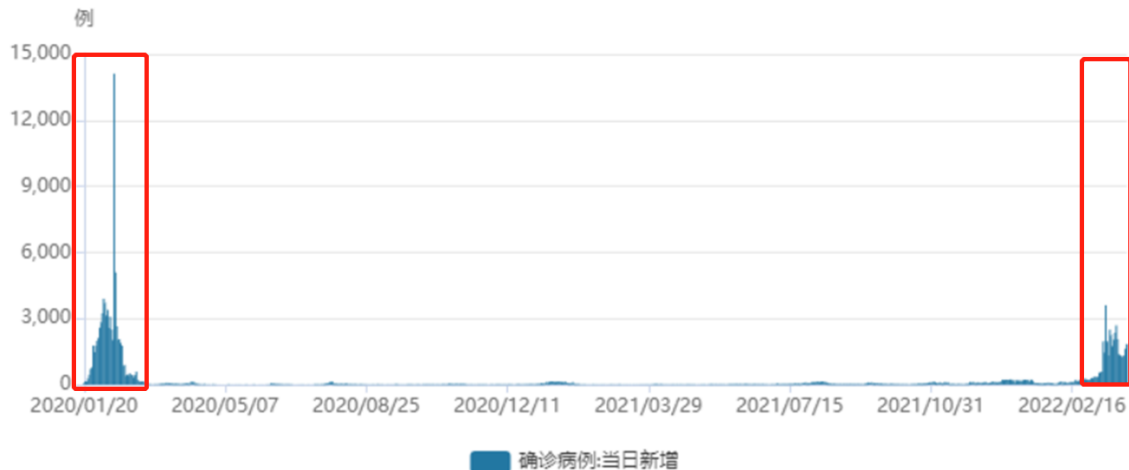
根据北京千里马网信科技公司数据，2022 年 3 月中标订单金额同比下降明显，统计金额为 5054 万元，同减 68.4%。我们认为主要系受全国疫情反复影响，一方面项目组成员受到隔离政策影响，另一方面各地地方政府防疫优先。我们认为需求并未消失，而是出现延后。

经过分析历年数据，我们发现疫情及每月中上旬假期较多的月份订单金额明显小于正常月份

- **春节且假期出现在中上旬：**2019 年 2 月、2021 年 2 月、2022 年 2 月中标订单总金额分别为 1722 万元、5692 万元、10821 万元。
- **五一假期：**2019 年-2021 年 5 月中标订单总金额分别为 13244 万元、14912 万元、11912 万元。
- **国庆假期：**2019 年-2021 年 10 月中标订单总金额分别为 8449 万元、10498 万元、7057 万元。
- **疫情冲击月份：**2020 年 2 月、3 月及 2022 年 3 月疫情较为严重导致中标订单额较低，中标订单金额分别为 1722 万元、

7851 万元、5054 万元。2020 年 Q2 公司中标订单大幅增长至 6.51 亿元，环增 106.6%，明显高于 2019 年、2021 年 Q2 环比增速，2019 年、2021 年 Q2 分别环增 13.4%、60.4%。

图 4 2020 年 1 月-2022 年 3 月全国疫情情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

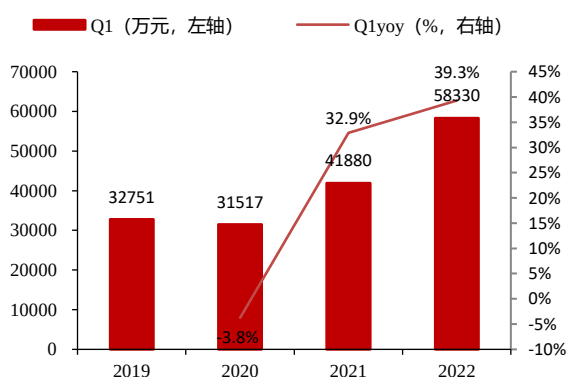
## 2.2 季度订单情况及一季报展望

**2022 年 Q1 中标订单金额保持较高增速，2022 年一季报预计受到疫情影响。**月度数据受外部环境（疫情、假期）影响波动较大，季度数据相对更为稳定，可参考性更强。根据我们统计的结果，公司 2022 年 Q1 中标订单金额分别为 5.83 亿元，同增 39.3%。其中 2022 年 Q1 受 3 月疫情影响，大幅拉低 1、2 月同比增速水平，**预计对 2022 年一季报产生影响，主要原因预计为原定 3 月份验收开馆的项目均受疫情影响出现延后，导致收入确认时间点受到影响。**2022 年 Q1 中标订单金额同比增速情况也印证我们首次覆盖报告的逻辑。2021 年 Q1、Q3 中标订单金额分别为 4.19 亿元、9.38 亿元，分别同增 32.9%、146.4%，2021 年 Q2、Q4 中标订单金额分别为 6.72 亿元、4.4 亿元，分别同增 3.2%、-1.5%，Q1、Q3 同比增速较高及 Q2、Q4 同比增速较低，我们认为主要系 2020 年 Q1、Q3 受疫情影响导致订单需求延后至下一个季度，2020 年 Q2、Q4 中标订单基数较高。

分季度看，Q1（预计主要受 2 月时间较短及春节影响）、Q4（预计接近年底）属于季节性淡季，普遍中标订单金额较低；Q2、Q3 属于季节性旺季，普遍中标订单金额较高。其中 2020 年 Q3 订单相较之下较低，我们认为可能受 7、8 月疫情反复影响。

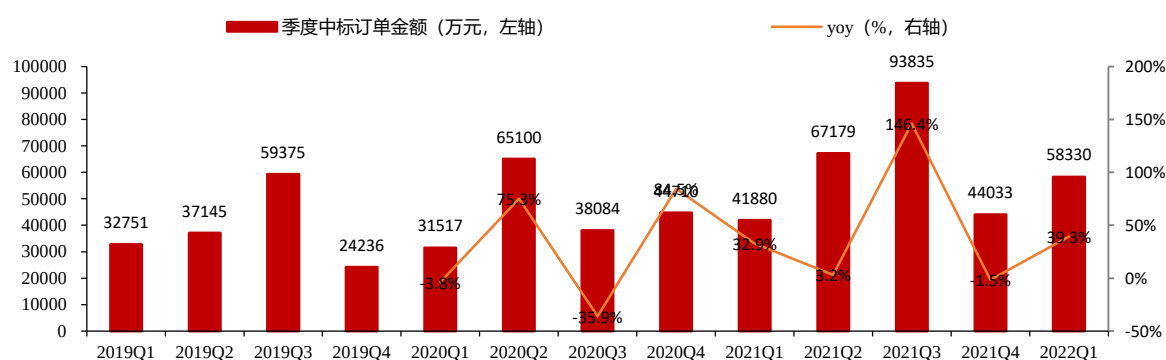


图 5 历年 Q1 中标订单金额及同比



资料来源：北京千里马网信科技有限公司，上海证券研究所

图 6 2019Q1-2022Q1 单季度中标订单金额及同比

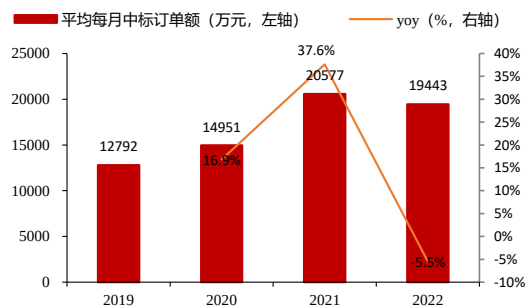


资料来源：北京千里马网信科技有限公司，上海证券研究所

## 2.3 平均订单金额情况

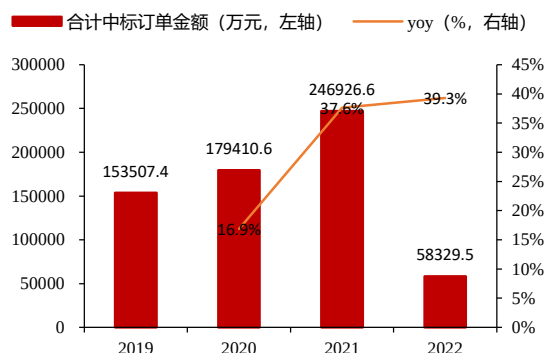
按月计算的平均中标订单金额逐年提高。2019-2021 年公司月平均中标订单金额逐年提高，分别为 1.28 亿元、1.50 亿元、2.06 亿元，2020、2021 年分别同增 16.9%、37.6%；2022 年公司月平均中标订单金额为 1.94 亿元，同减 5.5%，我们认为主要系前述分析 Q1 属于相对淡季所致，而 2022 年 Q1 同比增速较高。

图 7 2019-2022 年 1-3 月平均每月订单金额及同比



资料来源：北京千里马网信科技有限公司，上海证券研究所

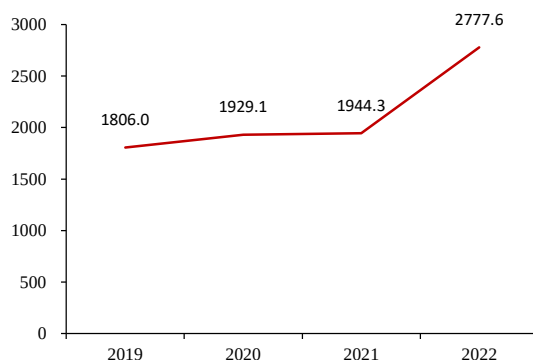
图 8 2019-2022 年 1-3 月合计中标订单金额及同比



资料来源：北京千里马网信科技有限公司，上海证券研究所

按项目数计算的平均中标订单金额逐年提高。2019-2022 年公司平均每项目订单金额分别为 1806 万元、1929.1 万元、1944.3 万元、2777.6 万元。其中 2022 年 Q1 该平均值大幅提高，我们认为主要系 Q1 存在大单所致。因公司项目金额并不固定，非标性很强，故季度性的平均值和年度性的平均值不完全具备可比性，后续还需持续观察，此处具有一定的指引作用。

图 9 2019-2022 年平均每项目订单金额（万元）



资料来源：北京千里马网信科技有限公司，上海证券研究所

## 2.4 中标订单统计与实际订单的差异

我们仅统计中标订单金额及其同比，因此与实际新签订单存在差异性，差异性主要来源于：

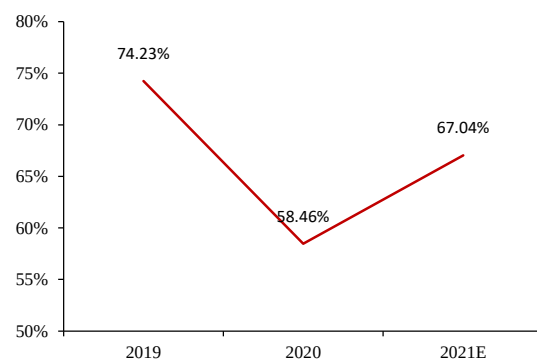
1、公司部分订单并不通过公开招标获得，因此非公开订单并未纳入统计范围。根据 2019-2021 年数据（2021 年新签订单金额为预估值），中标订单金额占实际新签订单金额的比例大致在 60%-75%。2019-2021 年该值分别为 74.23%、58.46%、67.04%。

2、统计的中标订单确认时间点按最先公告日确定，实际订单确认按签订合同日确定，我们统计确认的时间点可能会提前，但因在统计方法上具有一致性，因此相对值具有参考意义。

3、公司订单项目非标性较强，不同项目单项金额差异较大，因此不排除某月签订过亿大单，而因为 1 和 2 所述原因，并未纳入统计，导致月度或季度统计失真。

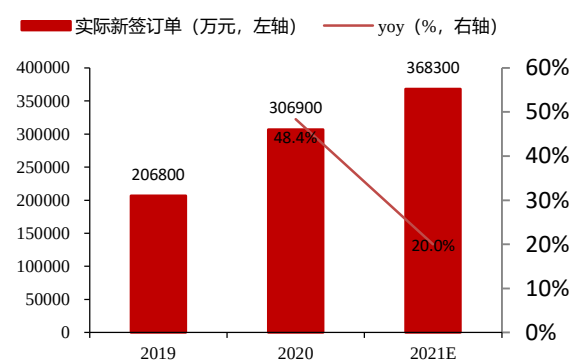
4、缺漏金额订单按照相同类型项目估计金额，可能与实际订单金额存在较大差异。

图 10 2019-2021 年统计的公示中标订单金额/年报披露的实际新签订单金额



资料来源：北京千里马网信科技有限公司，公司公告，上海证券研究所  
 注：2021 年占比基于预计的实际新签订单额计算

图 11 2019-2021 年实际新签订单金额及同比



资料来源：北京千里马网信科技有限公司，公司公告，上海证券研究所  
 注：2021 年实际新签订单额为预计值

### 3 盈利预测

公司 2022 年 Q1 订单表现符合我们首次覆盖报告预期，公司系 G 端展馆领域龙头，核心能力为数字技术、内容创意设计及其一体化整合能力，未来 3 年受益于政策支持下的不断增加的数字创意体验空间建设需求，基本面预计将保持优异。同时公司积极迭代并创新商业模式，中期存在业绩弹性空间，长期具有升格为平台型公司的潜能。我们预计 2021-2023 年公司实现归母净利润分别为 4.54 亿元、5.7 亿元、7.75 亿元，分别同增 32.5%、25.7%、35.8%，对应 EPS 分别为 1.08 元、1.35 元、1.84 元，对应估值分别为 21.1 倍、16.8 倍、12.4 倍。维持“买入”评级。

### 4 风险提示

**1、元宇宙行业发展不及预期**

元宇宙处于早期发展阶段，政策推动支持，但技术发展不及预期导致元宇宙架构和设想落地进度不及预期。

**2、政策支持力度不及预期**

目前地方政府逐步推进元宇宙支持政策，若后续无新的地方政府提出相关支持政策，或中央明确表态不支持元宇宙，都可能造成项目执行和推进的政策风险。

**3、行业竞争烈度加剧**

元宇宙发展初期，商业模式不成熟，技术壁垒较弱，若超预期数量的潜在竞争者进军数字展馆项目，可能造成竞争加剧、利润率降低的风险。

**4、公司新签订单不及预期**

截至 2022 年 2 月底，公司新签订单进度良好，1-2 月同比增速超过 40%，若后续公司新签订单增速明显下降，可能造成公司业绩增速不及预期的风险。

**5 公司回款不及预期并产生超预期的坏账损失等风险**

目前公司现金流状况良好，若下游客户账期超预期延长，可能造成公司现金流及坏账损失风险增加。

**6、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的风险。**

## 5 附表：2022 年一季度详细中标订单情况

**表 2：2022 年 1-3 月风语筑详细中标订单**

| 时间<br>(日) | 中标项目                                                        | 地点  | 金额 (万元)   | 展馆类型 |
|-----------|-------------------------------------------------------------|-----|-----------|------|
| 1 月 4 日   | 中国 (绵阳) 科技城创新馆项目设计施工总承包                                     | 绵阳  | 7258.31   | 科技馆  |
| 1 月 4 日   | 绵阳城市规划馆项目设计施工总承包                                            | 绵阳  | 2870.01   | 城市馆  |
| 1 月 4 日   | 上海中核科创园 A2 栋展厅布展服务采购项目结果公示                                  | 无锡  | 1128.18   | 园区馆  |
| 1 月 11 日  | 新疆兴立众工程咨询有限责任公司关于开发区展馆改造升级服务项目的中标(成交)结果公告 (已记录在 21 年 7 月)   | 石河子 | 重复        | 重复   |
| 1 月 15 日  | 宜宾科技馆布局及装修工程设计施工总承包                                         | 宜宾  | 12560.86  | 科技馆  |
| 1 月 21 日  | 东部新区展示和政务中心展陈及装修工程设计-施工总承包/标段中标结果公示                         | 成都  | 2000 (估计) | 政务中心 |
| 1 月 24 日  | 蚌埠市党性 (警示) 教育基地布展工程施工一体化合同公告                                | 蚌埠  | 2090.7    | 其他   |
| 1 月 25 日  | 宜昌市城市规划展览馆总体规划模型秀展项内容更新和声光电融合项目中标 (成交) 结果公告                 | 宜昌  | 136       | 单项服务 |
| 1 月 25 日  | 衢州市城市展览馆布展工程总承包 (EPC) 中标结果公告                                | 衢州  | 12700     | 城市馆  |
| 1 月 25 日  | 山东青岛市公共空间艺术促进中心青岛规划展览馆提升改造项目-布展提升服务项目中标公告 (已记录在 21 年 12 月)  | 青岛  | 重复        | 重复   |
| 1 月 29 日  | 长沙市自然资源和规划局“十四五”规划及国土空间规划信息更新项目合同公告 (已更新在 21 年 12 月 29 日)   | 长沙  | 重复        | 重复   |
| 1 月 29 日  | 松江区职工综合活动中心 C 馆展陈及设施采购的中标 (成交) 结果公告                         | 上海  | 1710.26   | 其他   |
| 2 月 7 日   | 鹿邑县党史教育中心建设项目 (EPC) -结果公告 (已记录在 21 年 5 月 13 日)              | 周口  | 重复        | 重复   |
| 2 月 7 日   | 漯河市城市展示馆布展提升工程                                              | 漯河  | 309       | 单项服务 |
| 2 月 17 日  | 济宁新材料产业园区智慧园区-智能展示中心设计施工一体化项目合同公示                           | 济宁  | 4608      | 园区馆  |
| 2 月 17 日  | 长三角 G60 科创走廊规划展示馆运营管理服务项目的中标 (成交) 结果公告                      | 上海  | 301.4     | 单项服务 |
| 2 月 22 日  | 绵阳科技城新区展示馆项目施工标段中标公示 (3 月 20 日合同)                           | 绵阳  | 500       | 园区馆  |
| 2 月 22 日  | 武汉春笋科技展示馆项目设计施工一体化 (二次招标)                                   | 武汉  | 855.61    | 园区馆  |
| 2 月 22 日  | 【宜昌市城市规划展览馆】宜昌市城市规划展览馆总体规划模型秀展项内容更新和声光电融合项目 (已记录在 1 月 25 日) | 宜昌  | 重复        | 重复   |
| 2 月 25 日  | 禹州市规划展览馆改造提升布展设计施工一体化项目                                     | 许昌  | 3000 (估计) | 城市馆  |
| 2 月 28 日  | 三亚崖州湾科技城招商服务中心改造项目采购中标公告                                    | 三亚  | 1246.94   | 其他   |
| 3 月 8 日   | “两个中心”建设规划成果展合同书公告                                          | 蚌埠  | 117.51    | 单项服务 |
| 3 月 15 日  | 如东县规划展览馆改造提升项目工程总承包                                         | 南通  | 1508.99   | 城市馆  |
| 3 月 18 日  | 禹州市规划展览馆改造提升布展设计施工一体化项目 (第二标段)                              | 许昌  | 2000 (估计) | 城市馆  |
| 3 月 20 日  | 长三角 G60 科创走廊规划展示馆运营管理服务项目的中标 (成交) 结果公告                      | 上海  | 重复        | 重复   |
| 3 月 22 日  | 建正工程咨询有限公司关于中国共产党富阳历史馆布展采购项目的中标 (成交) 结果公告                   | 杭州  | 448.02    | 其他   |
| 3 月 24 日  | 鹤壁金 (略) 会客厅布展服务采购项目成交公告                                     | 河南  | 979.75    | 其他   |
| 3 月 28 日  | 松江区职工综合活动中心 C 馆展陈及设施采购的合同 (已在 0129 记录)                      | 上海  | 重复        | 重复   |

资料来源：北京千里马网信科技有限公司，上海证券研究所

注：灰底表示中标项目以前已公告；黄底表示中标金额为估计值

## 公司财务报表数据预测汇总

**资产负债表 (单位: 百万元)**

| 指标               | 2020A       | 2021E       | 2022E       | 2023E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金             | 1317        | 1828        | 2187        | 2504        |
| 应收票据及应收账款        | 1243        | 1796        | 2475        | 3697        |
| 存货               | 893         | 1151        | 1456        | 2009        |
| 其他流动资产           | 379         | 467         | 559         | 725         |
| 流动资产合计           | 3831        | 5243        | 6677        | 8935        |
| 长期股权投资           | 41          | 41          | 41          | 41          |
| 投资性房地产           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产             | 192         | 87          | -17         | -121        |
| 在建工程             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 无形资产             | 23          | 23          | 23          | 23          |
| 其他非流动资产          | 243         | 243         | 243         | 243         |
| 非流动资产合计          | 498         | 393         | 289         | 185         |
| <b>资产总计</b>      | <b>4329</b> | <b>5636</b> | <b>6966</b> | <b>9120</b> |
| 短期借款             | 7           | 7           | 7           | 7           |
| 应付票据及应付账款        | 820         | 1073        | 1357        | 1872        |
| 合同负债             | 1138        | 1528        | 1932        | 2667        |
| 其他流动负债           | 318         | 398         | 469         | 598         |
| 流动负债合计           | 2283        | 3006        | 3765        | 5145        |
| 长期借款             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付债券             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他非流动负债          | 74          | 74          | 74          | 74          |
| 非流动负债合计          | 74          | 74          | 74          | 74          |
| <b>负债合计</b>      | <b>2356</b> | <b>3079</b> | <b>3839</b> | <b>5218</b> |
| 股本               | 292         | 422         | 422         | 422         |
| 资本公积             | 793         | 793         | 793         | 793         |
| 留存收益             | 964         | 1417        | 1988        | 2762        |
| 归属母公司股东权益        | 1973        | 2557        | 3127        | 3902        |
| 少数股东权益           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1973</b> | <b>2557</b> | <b>3127</b> | <b>3902</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4329</b> | <b>5636</b> | <b>6966</b> | <b>9120</b> |

**现金流量表 (单位: 百万元)**

| 指标              | 2020A       | 2021E      | 2022E      | 2023E      |
|-----------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流量</b> | <b>219</b>  | <b>356</b> | <b>331</b> | <b>291</b> |
| 净利润             | 343         | 454        | 570        | 775        |
| 折旧摊销            | 26          | 104        | 104        | 104        |
| 营运资金变动          | -232        | -353       | -539       | -870       |
| 其他              | 83          | 152        | 195        | 281        |
| <b>投资活动现金流量</b> | <b>-119</b> | <b>25</b>  | <b>28</b>  | <b>26</b>  |
| 资本支出            | -8          | 0          | 0          | 0          |
| 投资变动            | -88         | 0          | 0          | 0          |
| 其他              | -23         | 25         | 28         | 26         |
| <b>筹资活动现金流量</b> | <b>-60</b>  | <b>130</b> | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| 债权融资            | 0           | 0          | 0          | 0          |
| 股权融资            | 0           | 130        | 0          | 0          |
| 其他              | -60         | 0          | 0          | 0          |
| <b>现金净流量</b>    | <b>41</b>   | <b>511</b> | <b>359</b> | <b>317</b> |

**利润表 (单位: 百万元)**

| 指标                | 2020A       | 2021E       | 2022E       | 2023E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>2256</b> | <b>2939</b> | <b>3716</b> | <b>5129</b> |
| 营业成本              | 1469        | 1910        | 2416        | 3334        |
| 营业税金及附加           | 11          | 17          | 20          | 27          |
| 销售费用              | 114         | 132         | 167         | 231         |
| 管理费用              | 105         | 132         | 167         | 231         |
| 研发费用              | 85          | 110         | 139         | 192         |
| 财务费用              | -22         | -29         | -33         | -49         |
| 资产减值损失            | -1          | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益              | 17          | 25          | 28          | 26          |
| 公允价值变动损益          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>       | <b>392</b>  | <b>515</b>  | <b>645</b>  | <b>881</b>  |
| 营业外收支净额           | -1          | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>       | <b>391</b>  | <b>515</b>  | <b>645</b>  | <b>881</b>  |
| 所得税               | 48          | 61          | 75          | 107         |
| 净利润               | 343         | 454         | 570         | 775         |
| 少数股东损益            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>343</b>  | <b>454</b>  | <b>570</b>  | <b>775</b>  |

**主要指标**

| 指标              | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力指标</b>   |       |       |       |       |
| 毛利率             | 34.9% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 净利率             | 15.2% | 15.4% | 15.3% | 15.1% |
| 净资产收益率          | 17.4% | 17.7% | 18.2% | 19.9% |
| 资产回报率           | 7.9%  | 8.0%  | 8.2%  | 8.5%  |
| 投资回报率           | 16.5% | 16.7% | 17.3% | 18.7% |
| <b>成长能力指标</b>   |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 11.2% | 30.2% | 26.5% | 38.0% |
| EBIT 增长率        | 36.2% | 30.0% | 26.1% | 36.0% |
| 归母净利润增长率        | 30.6% | 32.5% | 25.7% | 35.8% |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.19  | 1.08  | 1.35  | 1.84  |
| 每股净资产           | 4.67  | 6.06  | 7.41  | 9.25  |
| 每股经营现金流         | 0.52  | 0.84  | 0.79  | 0.69  |
| 每股股利            |       |       |       |       |
| <b>营运能力指标</b>   |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.52  | 0.52  | 0.53  | 0.56  |
| 应收账款周转率         | 1.86  | 1.67  | 1.53  | 1.41  |
| 存货周转率           | 1.65  | 1.66  | 1.66  | 1.66  |
| <b>偿债能力指标</b>   |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 54.4% | 54.6% | 55.1% | 57.2% |
| 流动比率            | 1.68  | 1.74  | 1.77  | 1.74  |
| 速动比率            | 1.20  | 1.27  | 1.29  | 1.25  |
| <b>估值指标</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 19.39 | 21.12 | 16.80 | 12.37 |
| P/B             | 4.94  | 3.75  | 3.06  | 2.46  |
| EV/EBITDA       | 13.57 | 13.16 | 10.33 | 7.56  |

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

|                                                                        |                                                                               |  |
|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|--|
| <b>股票投资评级：</b>                                                         | 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                    |  |
| <b>行业投资评级：</b>                                                         | 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

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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。