

风语筑 (603466.SH)

数字展示龙头业绩稳健，关注公司订单进展

增持

核心观点

公司是数字展示龙头。公司致力于成为国内领先的数字化体验服务商，核心主业包括城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间、数字化产品及服务。公司控股股东、公司实际控制人为李晖、辛浩鹰夫妇，所持股份占流通股 58.83%。公司目前业绩主要是以订单驱动为主，政府订单在 21 年以前是核心收入来源，21H1 文化及品牌数字化体验空间由占比由 39%提升至 61%。政策扶持、数字技术、文化需求推动公司所在行业蓬勃发展，在一超多强的竞争格局下，公司有望持续扩大市场份额，奠定行业龙头平台型公司的位置。

主业稳健，业绩持续增长。2021 年公司实现营收 29.4 亿，同增 30.31%，实现归母净利润 4.54 亿，同增 32.47%。其中 21Q4 实现营收 6.93 亿，同增 14.25%，21Q4 实现归母净利润 0.63 亿，同减 7.31%。公司经营活动产生的现金流量净额 3.25 亿元，同增 48.37%，加权平均 ROE 为 21.21%，同增 2.68pct。公司业绩靓丽，主营业务持续稳健增长，积极推进多元化，持续控成本精细化管理。

在手订单丰富，G 端之外的业务占比渐提升。截至 2021 年 12 月 31 日，公司在手订单约为 54.62 亿元，较上年期末增长约 1.39%。2021H1 公司文化及品牌数字化体验空间业务占比显著增加，公司新签订单 15.98 亿元，同增 7.39%，其中文化及品牌数字化体验空间新签订单 9.33 亿元，同增 12.70%，数字化产品及服务新签订单 4750 万元，较上年同期大幅增长。

持续布局元宇宙、NFT 相关业务，积极把握产业新趋势。1) 公司与苏宁影城达成战略合作，探索“元宇宙+影院+剧本杀”泛娱乐商业新模式；2) 公司与百度希壤达成元宇宙生态共建合作，拓展 3D 虚拟建筑开发；3) 闪萌联手风语筑将推出国内首个 NFT 表情包数字藏品；4) NFT 发行技术服务公司星图比特获得风语筑千万级人民币的投资，双方有望在 NFT 领域展开合作。

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：公司作为设计展示龙头，受益于数字空间较广阔的市场前景。一方面，G 端的订单确保公司业绩的基本盘，另一方面公司把握新技术浪潮，探索多元化和高毛利业务，通过内生外延对元宇宙、NFT 和 VR/AR 领域都有深入的布局，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。因而我们将公司对标板块内的内容+技术型的平台公司，预计公司 21-23 年归母净利润为 4.54/5.82/7.38 亿，增速为 32.6%/28.1%/26.9%，EPS 为 1.08/1.38/1.75 元，对应 PE 为 22/17/14X，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,030	2,256	2,940	3,645	4,436
(+/-%)	18.8%	11.2%	30.3%	24.0%	21.7%
净利润(百万元)	262	343	454.21	581.81	738.04
(+/-%)	24.3%	30.6%	32.6%	28.1%	26.9%
每股收益(元)	0.90	0.81	1.08	1.38	1.75
EBIT Margin	18.6%	24.7%	21.8%	22.0%	22.1%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	17.4%	20.6%	23.4%	25.8%
市盈率 (PE)	23.9	26.5	20.0	15.6	12.3
EV/EBITDA	20.8	19.7	17.5	14.5	12.5
市净率 (PB)	3.76	4.60	4.13	3.64	3.17

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：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn xiayan2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：夏妍

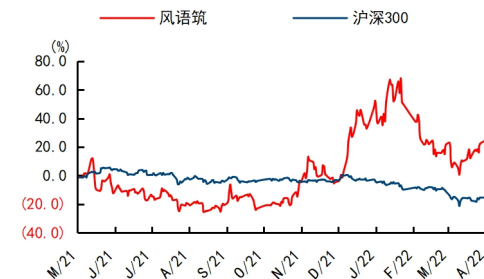
021-60933162

S0980520030003

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	27.00 - 30.00 元
收盘价	23.58 元
总市值/流通市值	9951/9904 百万元
52 周最高价/最低价	35.03/14.10 元
近 3 个月日均成交额	451.80 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

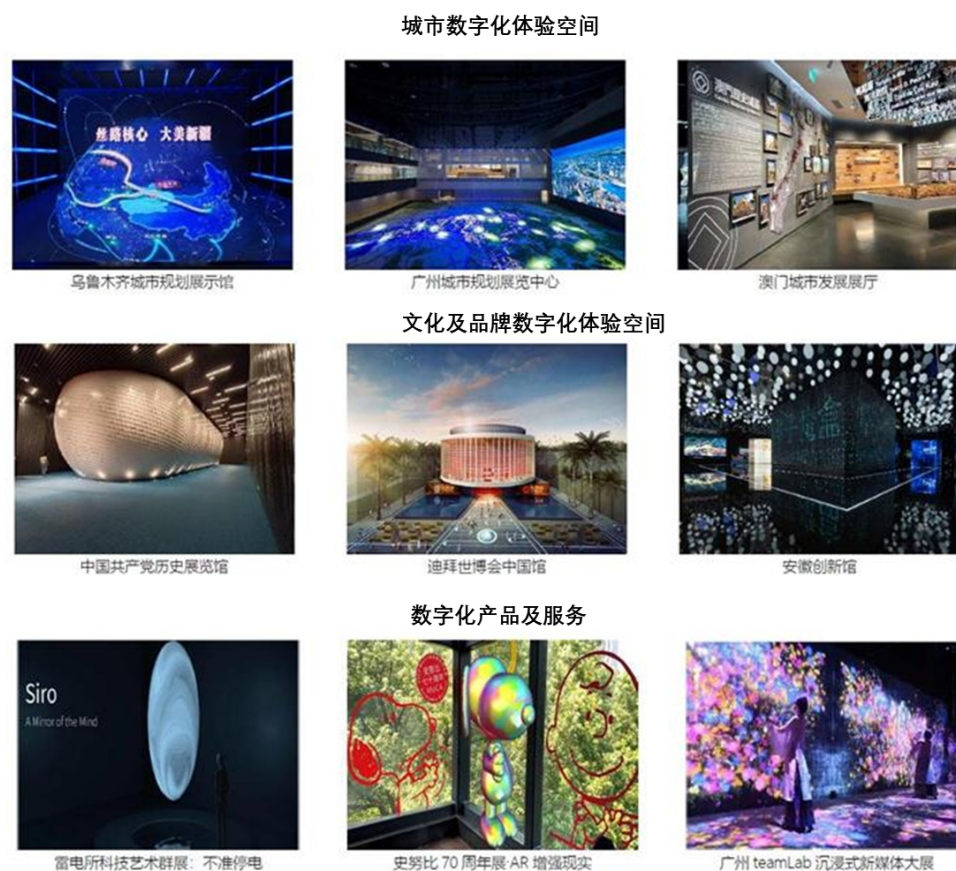
公司概况：数字展示龙头

数字展示行业是以计算机为主要工具进行数字视觉创意、设计和创作的行业。数字展示是以数字图像为核心，把三维数字图像和触摸屏、红外线感应器、投影等多种硬件结合，可呈现出不同的展示方式，强调展现、体验、互动的功能性。相比 CG（数字图像）行业，数字展示行业更接近于展示行业，它是三维数字图像技术结合展示应用而催生的更高层次展示行业。大到规模宏大的奥运会开幕式视觉特效、小到照片及视频效果优化，数字展示行业几乎涵盖了当今计算机时代所有的视觉艺术创作领域。

风语筑是中国数字展示行业的龙头企业，致力于成为国内领先的数字化体验服务商。依托公司在数字科技应用领域的技术优势及公司在数字艺术、沉浸式体验领域积累的资源，公司的产品及服务广泛应用于数字展示、城市文化体验、数字文旅、商业展览及新零售体验、广电 MCN 及数字营销等众多领域。

公司核心主业包括：1) 城市数字化体验空间，主要为政府订单的公共设施为主；2) 文化及品牌数字化体验空间，市场化的订单逐渐成为公司核心业务；3) 数字化产品及服务，主要为公司持续加大在 3D 设计开发等领域的研发投入，增强公司业务的市场竞争力。整体来看，公司目前业绩主要是以订单驱动为主，政府订单在 21 年以前是核心收入来源，21 年上半年文化及品牌数字化体验空间由占比由 39% 提升至 61%。

图1：公司主业介绍示意图



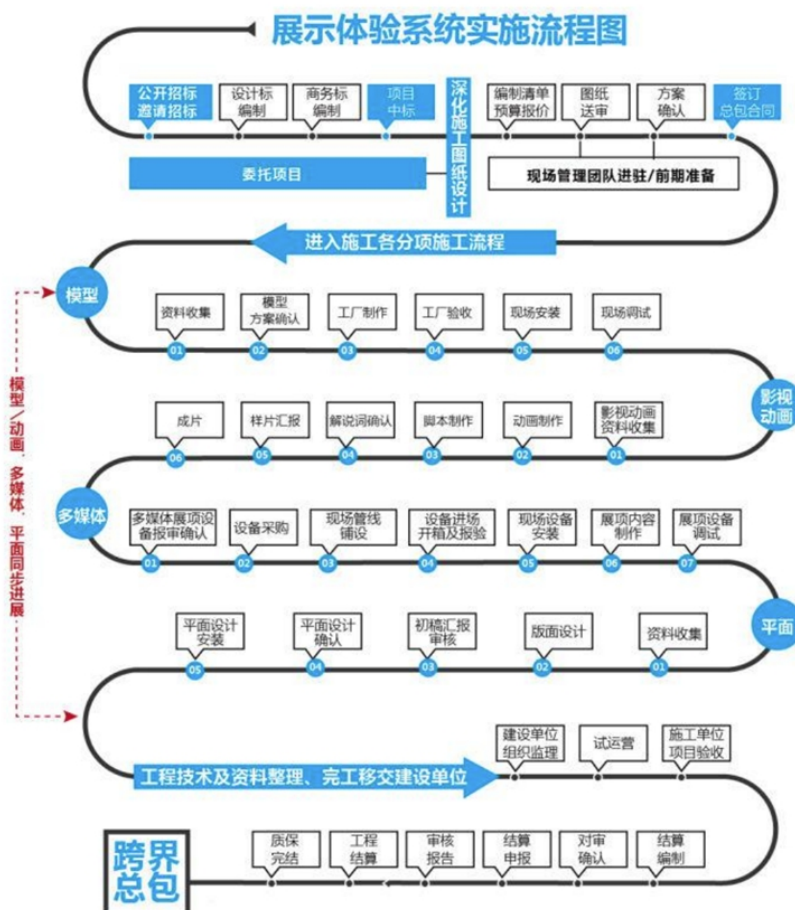
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司通过参加招投标的方式对外承接业务并提供服务。具体包括寻找订单、提供方案、项目前准备和项目实施。

1) **寻找订单**：业务团队通过各级地方政府发改委建设项目信息网站、招标网等渠道获得市场信息，进行实地考察、动态跟踪、信息分析和评估。2) **提供方案**：确定投标后，公司秉承“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。3) **项目实施前准备**：在一体化项目实施过程中，公司实行“设计师负责制”，设计师根据客户需求出具深化设计方案及施工图纸，并通过客户确认；预算部根据深化设计方案，调整项目预算；采购部提供材料和设备价格。采购内容主要为项目多媒体设备、展品展具、装饰材料、定制材料以及相关服务、分包。

4) **项目实施**：数字化体验空间的一体化打造的实施分为场外制作和现场实施两个部分。场外制作包括通过运用计算机为主要工具进行数字视觉创意、设计和创作，制作影视动画、数字沙盘、互动科技展项、平面、模型等。现场实施即在展览场地装饰安装、设备安装调试、平面安装、模型安装与调试等。21H1 公司的营业收入约 80%来源于创意设计、互动体验、CGI 特效、VR/AR、全息影像及其他各类软硬件系统集成服务，装修装饰部分仅占收入结构的 20%。

图2：公司的数字化体验空间的一体化实施流程图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据招股说明书，公司的前五名客户大部分均为政府相关部门。然而，公司 2021 年上半年报显示，以政府相关部门为主体的城市化体验空间业务在 2021 年 1-6 月主营业务收入中占比 57.83%，比去年同期降低 6.29%。与此同时，截止 2021 年 6 月 30 日公司在手订单中，城市数字化体验空间业务占比 47.16%，文化及数字化体验空间业务订单占比 51.09%，公司对政府订单依赖性降低，客户主体更多样化。

公司股权结构及高管情况

截至 2021Q3，公司前五大股东分别为辛浩鹰、李晖、上海励构投资合伙企业（有限合伙）、杨来明和香港中央结算有限公司。前五大流通股东占比 66%，十大流通股东占比 68%，股权集中度较高。**其中控股股东、公司实际控制人为李晖、辛浩鹰夫妇，所持股份占流通股 58.83%**。上海励构投资合伙企业（有限合伙）主要为员工持股设立的平台企业，李晖持有励构投资 21.20% 份额并担任其执行事务合伙人。前十大流通股东之中，除上海励构投资合伙企业（有限合伙）和香港中央结算有限公司分别占股 5.19% 和 0.79%，位列第三和第五大股东，其余均为自然人股东。

表 1：公司前十大股东（截至 2021 年 9 月 30 日）

股东名称	股东性质	持股数量	占流通股
辛浩鹰	境内自然人	130,810,400	31.00%
李晖	境内自然人	117,450,000	27.83%
上海励构投资合伙企业（有限合伙）	其他	21,909,600	5.19%
杨来明	境内自然人	3,580,095	0.85%
香港中央结算有限公司	其他	3,351,097	0.79%
邱彩萍	未知	3,150,070	0.75%
赖国强	境内自然人	1,557,200	0.37%
任小林	境内自然人	1,515,750	0.36%
蔡军	境内自然人	1,396,675	0.33%
蔡爽	境内自然人	1,350,000	0.32%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 2：公司高管介绍

姓名	职位	简介
李晖	创始人	李晖，风语筑创始人。从事建筑装饰设计行业多年。
辛浩鹰	董事长&董事	辛浩鹰，女，1975 年出生，公司创始人，曾任上海风语筑广告有限公司执行董事、总经理，上海风语筑展览有限公司执行董事，上海风语筑展示股份有限公司董事长，现任上海风语筑展示股份有限公司董事。
李祥君	董事&副总经理	李祥君，男，1976 年出生，本科学历，曾任上海中微展览服务有限公司项目负责人。2006 年 3 月加入公司，曾任风语筑有限副总经理、设计总监，现任上海风语筑展示股份有限公司董事、副总经理。李祥君先生设计的作品多次获得艾特奖、金堂奖、现代装饰国际传媒奖等奖项。
杨科	副总经理	杨科，男，1979 年出生，大学学历，曾任新思维展览有限公司设计总监，现任上海风语筑展示股份有限公司副总经理、设计四所总监。
王郁	副总经理	王郁，男，1978 年出生，本科学历，曾任江苏艺成装饰有限公司项目经理、现任上海风语筑展示股份有限公司副总经理、工程部主管。
宋华国	副总经理&董事	宋华国，男，1977 年出生，同济大学 EMBA，曾任上海建境建筑造型有限公司副总经理。2007 年 7 月加入公司，曾任风语筑有限副总经理、财务总监，现任上海风语筑展示股份有限公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书。
边杨	副总经理	边杨，男，1978 年出生，大学学历，曾任西安杨森制药有限公司安徽办行政助理、上海精武模型有限公司策划、平面设计师。2004 年 3 月加入公司，曾任风语筑有限策划、设计师、设计总监、副总经理，现任上海风语筑展示股份有限公司副总经理，宣城风语筑执行董事兼总经理。
周昌生	独立董事	周昌生，男，1965 年 3 月出生，中共党员，硕士研究生，高级会计师。现任申能股份有限公司副总经济师、纪律检查室主任。周昌生曾任上海梅山集团财务处资金科副科长；上海百利安集团财务部经理；申能（集团）有限公司财务部副主管、主管，审计室

主任助理、副主任;申能股份有限公司纪检监察室主任、内控部经理。
哈长虹,女,1978年出生,中国注册会计师。天津财经大学本科学历,浙江大学硕士学位。2001年至2004年就职于德勤华永会计师事务所;2004年至2017年就职于天职国际会计师事务所,曾任上海分所审计一部副主任、总所培训部副主任、上海分所所长助理、浙江分所所长;2017年至2018年就职于上海枫吉贸易有限公司,曾任副总裁、财务总监。
魏旭:女,1986年出生,本科学历,曾任上海风语筑展示股份有限公司人事专员,现任上海风语筑展示股份有限公司监事、行政部经理。

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

行业情况:政策扶持、数字技术、文化需求推动数字展示蓬勃发展

1) 市场规模:21年会展行业有望恢复,技术加持助力行业新发展

随着展览展示行业的快速增长,行业目前已呈现出展馆类型不断丰富,展示空间与展示内容的高度融合,展示手段不断更新的趋势。2011年我国会展业总产值为3016亿元,到疫情前的2019年总产值已达到6055亿元,年复合增长率9.1%。展览数量和展览面积也从2011年的7333场和8173万平方米增至2019年的11,033场和14,877万平方米,2020年会展行业下滑主要受疫情影响。

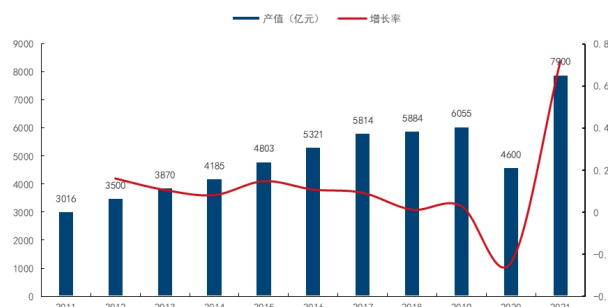
近年来,三维仿真动画、3D Mapping 投影、全息幻影成像等数字媒体展示技术的发展,以及LED屏幕、弧幕、球幕、投影仪、触摸屏等数字媒体介质的日趋成熟。随着人机交互、AR/VR、裸眼3D、全息影像等计算机网络技术和数字媒体展示技术的广泛应用,数字展示行业将迎来新的发展。根据展会说,2021年会展行业总产值有望突破7900亿。

图3:2011年-2020年全国展览、展览面积增长趋势



资料来源:商务部,国信证券经济研究所整理

图4:2011年-2020年我国会展业总产值(亿元)及增长率

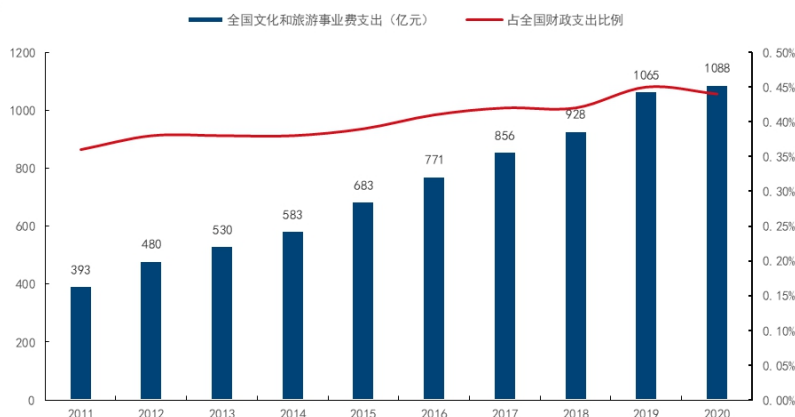


资料来源:商务部,国信证券经济研究所整理

2) 政策端:受益行业双重属性,政策利好扶持数字展示行业

数字展示行业同属具备经济、文化双重效应。从财政投入上看,2011-2020年全国文化和旅游事业费由393亿元增长到1088亿元,年均增长幅度高达17.68%,占全国财政比例从0.34%增至0.44%。从政策支持上看,“十四五”规划提出统筹加强公共文化设施软硬件建设,实施文化产业数字化战略。全国各类文化设施数量达到7.7万,文化设施年服务人次达到48亿。文化设施数量的增加和相关基础设施的完善有利于拓展数字展示行业市场规模,实现G端和G端外市场订单的双重增长。

图5：2011-2020 年文化和旅游事业费及占全国财政支出比例

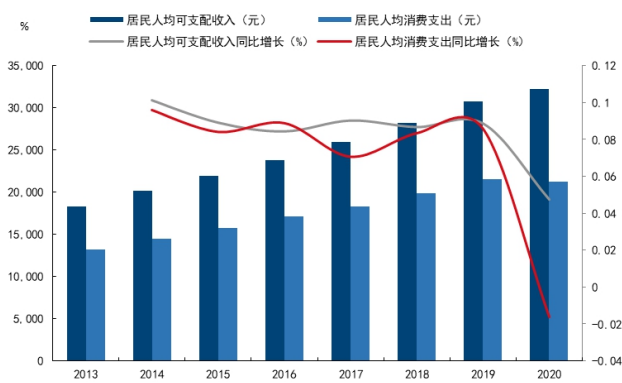


资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

3) 需求端：经济增长和人均可支配收入的增加推动文化消费崛起

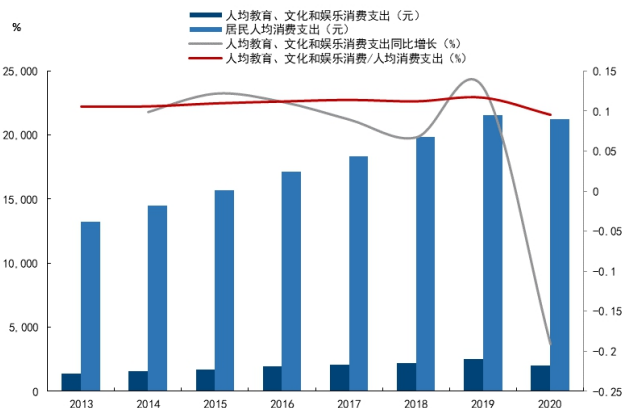
受众对审美水平和信息质量的需求度日益增高，传统静态陈列式的单向传播已经不能满足市场需要，提供沉浸式试听多维度的数字展示行业迎来蓬勃发展。2013年至2019年，居民人均可支配收入从18,311元增至30,733元，年复合增长率为9%；居民人均消费支出从13,220元增至21,210元，年复合增长率8.5%。同时，人均教育、文化和娱乐消费支出也从2013年的1398元增至2019年的2513元，年复合增长率10.3%，所占居民消费支出比例也从10.6%缓步增长至11.7%。

图6：2013 - 2020 居民人均可支配收入及增速、人均消费支出及增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图7：2013 - 2020 居民人均教育、文化和娱乐消费支出及增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

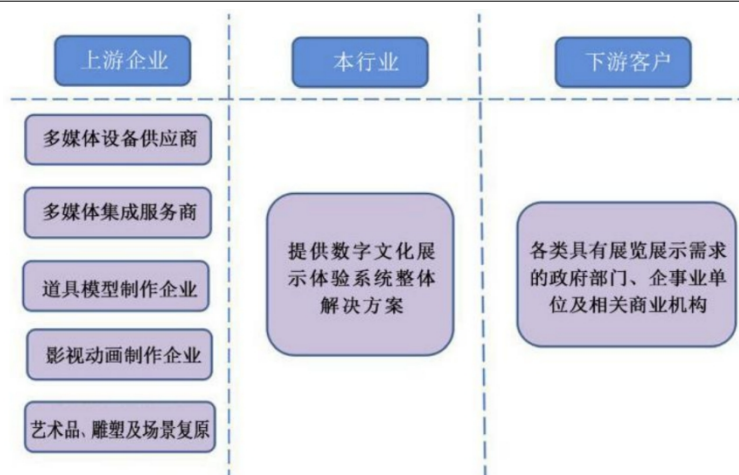
4) 竞争格局：中游竞争不充分，竞争格局一超多强

公司所在数字文化展示的中游环节。上游主要包括多媒体软、硬件供应商、道具模型制作企业、影视动画制作企业和其他相关供应商等，下游包括各类具有展览展示需求的政府部门、企事业单位及有展览需求的商业机构等。

上游目前已处于充分竞争状态，供应商细分类型多。下游因G端属性，一般倾向选择对全程实施有控制把握能力的企业，以保证项目推进速度和质量，下游客户

更在意能否通过合适的数字科技手段展现设计师的创意设计理念，以满足客户的个性化展示需求，并且愿意为新颖独特的创意设计和优异的展示效果支付高额的溢价。下游对可以有全产业链能力、整合能力强、规模大的中游平台公司有更大的需求。

图8：公司所在行业上下游情况

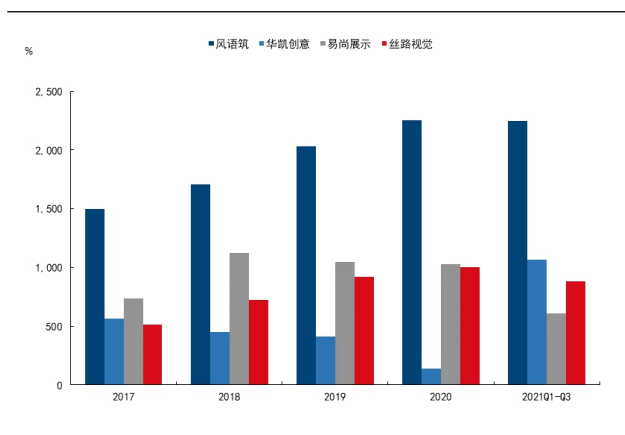


资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

强者恒强，头部集中。目前风语筑是数字展示行业规模最大的公司。行业内主要企业为风语筑、华凯创意、易尚展示和丝路视觉。相比其他三家企业，风语筑在企业营收和扣非净利润上遥遥领先，即使面对疫情的挑战仍保证了每年的稳步增长，应对风险能力强。

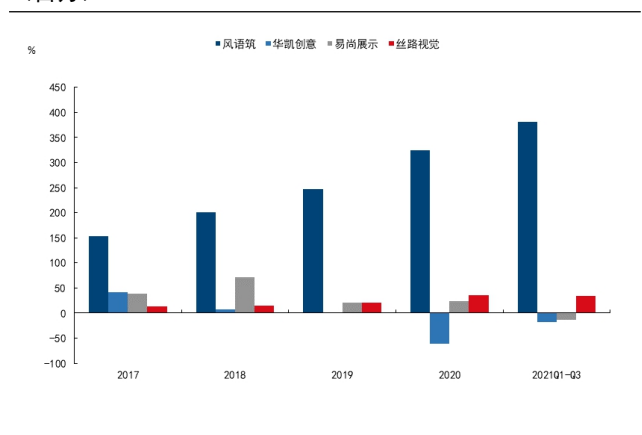
在一超多强的竞争下，数字文化展示行业在整个发展生命周期中已经走向了成熟阶段，行业逐渐构筑起了进入门槛，行业内中小公司更难获得竞争优势，促使资源和订单更向行业头部聚集。

图9：2017-2021Q3 数字展示行业上市公司营收对比（百万）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2017-2021Q3 数字展示行业上市公司扣非净利润对比（百万）



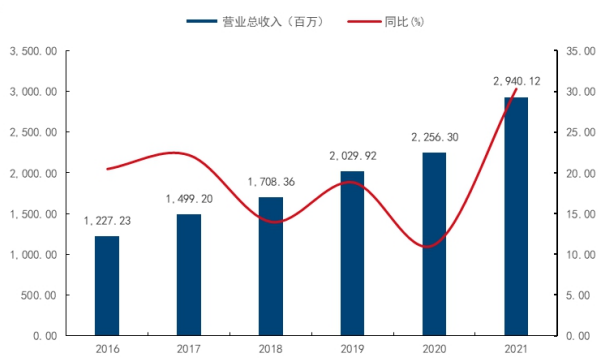
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司财务情况

主业稳健，业绩持续增长。公司发布 2021 年业绩快报：2021 年公司实现营收 29.4 亿，同增 30.31%，实现归母净利润 4.54 亿，同增 32.47%。其中 21Q4 实现营收 6.93 亿，同增 14.25%，21Q4 实现归母净利润 0.63 亿，同减 7.31%。此外，公司经营活动产生的现金流量净额 3.25 亿元，同增 48.37%；加权平均 ROE 为 21.21%，同增 2.68 个 pct。公司业绩靓丽，主营业务持续稳健增长。

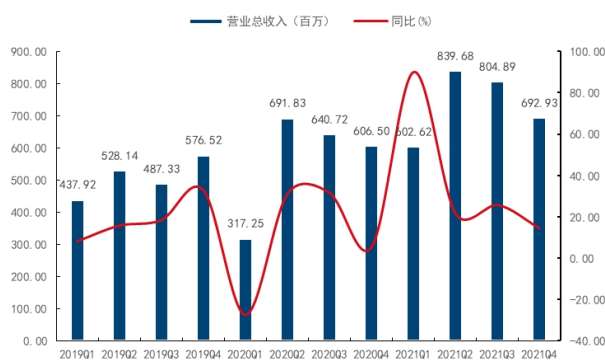
积极推进多元化，持续控成本精细化管理。1) 公司积极推动应用场景多元化战略，持续努力拓展数字化体验业务多场景应用，公司文化及品牌数字化体验空间业务快速增长；2) 公司持续加大在 3D 设计开发等领域的研发投入，提升公司业务的溢价空间；3) 公司积极优化组织结构、加强精细化管理，缓解材料、设备价格上涨带来的成本上升压力、克服新冠疫情反复带来的挑战。

图 11：风语筑营业收入及增速（单位：百万、%）



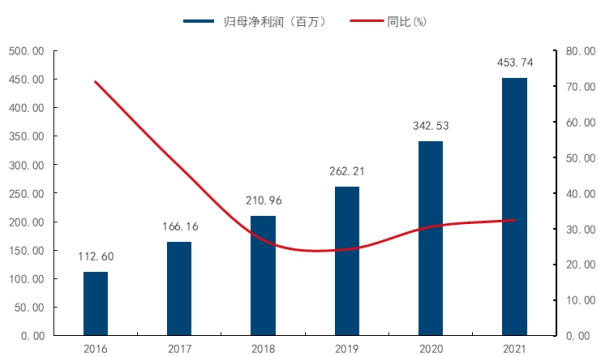
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：风语筑单季营业收入及增速（单位：百万、%）



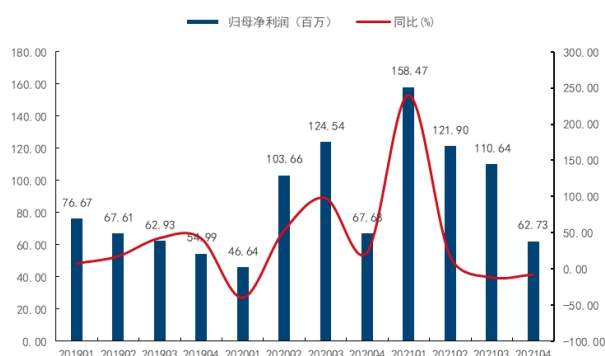
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：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 14：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

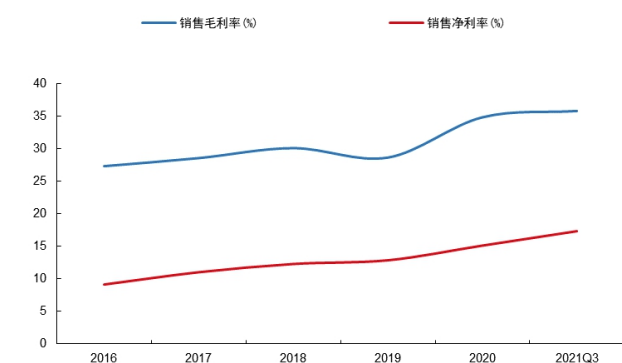
表3：21H1 公司分项业务收入情况

业务类型	营业收入（万元）	占比%	上年同期（万元）	占比%	本报告期比上年同期增减（%）
文化及品牌数字化体验空间	87,338.47	60.56	39,416.58	39.06	121.58
城市数字化体验空间	54,679.46	37.91	58,352.03	57.83	-6.29
数字化产品及服务	2,212.13	1.53	3,138.86	3.11	-29.52
合计	144,230.06	100.00	100,907.47	100.00	42.93

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

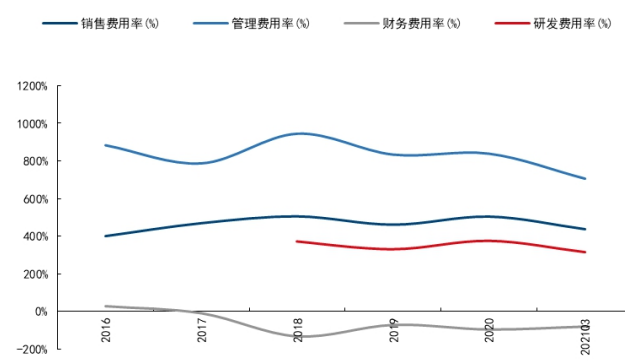
公司净利率、毛利率稳定向上，公司通过加强精细化管理，对内强化节约挖潜，同时将部分成本上涨压力传导至下游，缓解部分原材料成本上升的压力。公司费用率保持平稳，公司整体盈利能力持续提升。

图15：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16：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

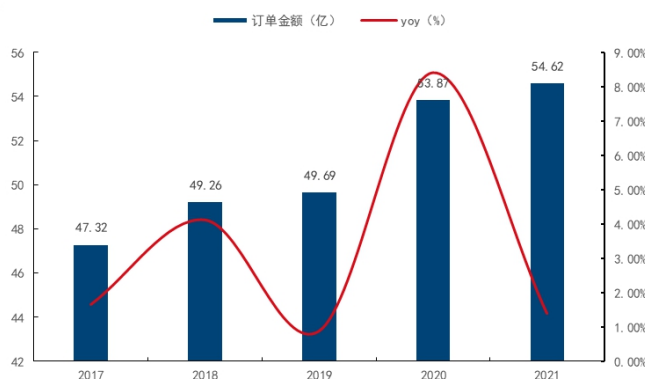
在手订单丰富，G端之外的业务占比渐提升。截至2021年12月31日，公司在手订单约为54.62亿元，较上年期末增长约1.39%。2021H1公司文化及品牌数字化体验空间业务占比显著增加，公司新签订单15.98亿元，同增7.39%，其中文化及品牌数字化体验空间新签订单9.33亿元，同增12.70%，数字化产品及服务新签订单4750万元，较上年同期大幅增长。

表4：2021年6月30日公司在手订单情况

业务类型	数量	金额（万元）	占比（%）
文化及品牌数字化体验空间	96	256,893.34	51.09
城市数字化体验空间	77	237,104.32	47.16
数字化产品及服务	90	8,780.83	1.75
合计	263	502,778.49	100.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 2017-2021 年公司订单金额变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

持续布局元宇宙、NFT 相关业务, 积极把握产业新趋势。1) 公司与苏宁影城达成战略合作, 探索“元宇宙+影院+剧本杀”泛娱乐商业新模式; 2) 公司与百度希壤达成元宇宙生态共建合作, 拓展 3D 虚拟建筑开发; 3) 闪萌联手风语筑将推出国内首个 NFT 表情包数字藏品; 4) NFT 发行技术服务公司星图比特获得风语筑千万级人民币的投资, 双方有望在 NFT 领域展开合作。

投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级

目前公司业务规模仍为订单驱动型, 我们根据公司过去订单规模及 21H1 上半年情况, 预计 21-23 年公司文化及品牌数字化体验空间收入增速为 79%/45%/35%, 毛利率都为 34%; 预计城市数字化体验空间收入增速都为 5%, 毛利率都为 32%; 数字化产品收入增速为 10%/15%/18%, 毛利率都为 75%。综合以上, 我们预计公司收入增速 30.3%/23.98%/21.69%, 毛利率为 33.51%/33.63%/33.73%。

表5: 公司分项业务预测 (百万, %)

	2020	2021E	2022E	2023E
文化及品牌数字化体验空间				
收入	776.22	1385.55	2009.05	2712.22
yoy		79%	45%	35%
成本	490.99	914.46	1325.97	1790.06
毛利	285.23	471.09	683.08	922.15
毛利率	36.75%	34%	34%	34%
占比	34.40%	47.13%	55.12%	61.14%
城市数字化体验空间				
收入	1445.08	1515.89	1591.68	1671.27
yoy		5%	5%	5%
成本	969.75	1030.80	1082.34	1136.46
毛利	475.33	485.08	509.34	534.81
毛利率	32.89%	32%	32%	32%
占比	64.05%	51.56%	43.67%	37.68%
数字化产品				
收入	35.00	38.54	44.32	52.29
yoy		10%	15%	18%
成本	8.59	9.63	11.08	13.07
毛利	26.41	28.90	33.24	39.22
毛利率	75.45%	75%	75%	75%
占比	1.55%	1.31%	1.22%	1.18%

总收入	2256.30	2939.98	3645.05	4435.78
同比		30.30%	23.98%	21.69%
成本	1469.33	1954.90	2419.40	2939.60
毛利	786.97	985.07	1225.65	1496.18
毛利率	34.88%	33.51%	33.63%	33.73%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司作为设计展示龙头，受益于数字空间较广阔的市场前景。一方面，G端的订单确保公司业绩的基本盘，另一方面公司把握新技术浪潮，探索多元化和高毛利业务，通过内生外延对元宇宙、NFT和VR/AR领域都有深入的布局，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。因而我们将公司的估值对标板块内的内容+技术驱动型的平台公司，我们预计公司21-23年归母净利润为4.54/5.82/7.38亿，增速为32.6%/28.1%/26.9%，EPS为1.08/1.38/1.75元，对应PE为22/17/14X，给予22年20-22倍，对应目标价27-30元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表6：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
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
300413.SZ	芒果超媒	30.47	570.57	1.11	1.13	1.48	1.73	27.45	26.96	20.59	17.61	买入
002027.SZ	分众传媒	6.34	895.42	0.27	0.42	0.5	0.59	23.48	15.10	12.68	10.75	买入
002739.SZ	万达电影	12.64	277.95	-2.99	0.19	0.57	0.72	-4.23	66.53	22.18	17.56	增持
300182.SZ	捷成股份	5.71	153.21	-0.48	0.18	0.28	0.34	-11.90	31.72	20.39	16.79	中性
300113.SZ	顺网科技	13.05	90.60	0.13	0.25	0.34	0.39	131.00	51.55	38.15	33.11	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：

- 1、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。公司将继续加大研发投入，积极引进高端技术人才，加快新产品研发，把握行业发展趋势。
- 2、元宇宙相关业务落地进展缓慢。目前公司对元宇宙、NFT布局处于早期的投资合作期，并未给公司带来实际业绩贡献。此外，元宇宙本身在产业内尚无实质性落地项目，且NFT面临一定政策管制风险，目前尚不能做NFT产品的二次交易，公司对新业态积极探索，有望和主业相结合，把握时代浪潮。
- 3、数字展示竞争激烈。公司不仅面临同行业企业的竞争，同时广告、影视、动漫游戏、娱乐、建筑设计、工业设计、装饰装修等众多相关领域企业也在不同程度上参与了本行业竞争。公司积极推进主营业务的相关多元化战略，增强了各类数字化体验空间的科技感和体验感，进而提升公司的核心竞争力。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E	
现金及现金等价物	1278	1317	1234	1181	1371	营业收入	2030	2256	2940	3645	4436
应收款项	1104	1295	1772	2197	2674	营业成本	1447	1469	1955	2419	2940
存货净额	873	893	855	1059	1288	营业税金及附加	10	11	15	18	22
其他流动资产	9	306	382	474	577	销售费用	94	114	156	193	235
流动资产合计	3345	3831	4263	4931	5930	管理费用	102	105	174	212	258
固定资产	203	192	142	101	78	财务费用	(15)	(22)	(32)	(30)	(32)
无形资产及其他	25	23	22	21	20	投资收益	23	17	5	5	5
投资性房地产	133	243	243	243	243	资产减值及公允价值变动	1	1	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	35	41	46	51	56	其他收入	(119)	(206)	(150)	(120)	(120)
资产总计	3741	4329	4715	5346	6326	营业利润	297	392	477	667	847
短期借款及交易性金融负债	7	7	9	8	8	营业外净收支	2	(1)	45	2	2
应付款项	611	820	1068	1324	1610	利润总额	299	391	522	669	849
其他流动负债	1451	1456	1345	1410	1715	所得税费用	37	48	68	87	111
流动负债合计	2070	2283	2422	2742	3333	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	262	343	454	582	738
其他长期负债	1	74	94	114	134						
长期负债合计	1	74	94	114	134	现金流量表（百万元）					
负债合计	2071	2356	2515	2856	3467	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	净利润	262	343	454	582	738
股东权益	1670	1973	2200	2491	2860	资产减值准备	14	(59)	(0)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	3741	4329	4715	5346	6326	折旧摊销	25	23	21	22	24
						公允价值变动损失	(1)	(1)	50	50	50
						财务费用	(15)	(22)	(32)	(30)	(32)
						营运资本变动	(55)	(390)	(358)	(380)	(198)
						其它	(14)	59	0	0	0
						经营活动现金流	232	(25)	167	274	615
						资本开支	0	47	(20)	(30)	(50)
						其它投资现金流	(81)	60	0	0	0
						投资活动现金流	(84)	102	(25)	(35)	(55)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(22)	0	(227)	(291)	(369)
						其它融资现金流	16	(38)	2	(1)	0
						融资活动现金流	(27)	(38)	(225)	(292)	(369)
						现金净变动	120	39	(83)	(53)	191
						货币资金的期初余额	1158	1278	1317	1234	1181
						货币资金的期末余额	1278	1317	1234	1181	1371
						企业自由现金流	0	169	200	310	629
						权益自由现金流	0	131	230	335	657

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