



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

疫情影响收入确认节奏，预计全年业绩格局前低后高

——风语筑 21 年年报及 22 年一季报点评

买入（维持）

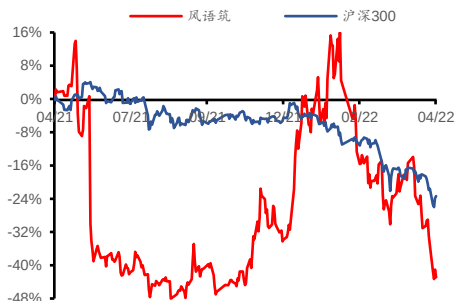
行业： 传媒
日期： 2022 年 04 月 28 日

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）	16.03
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）	67.29

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《旺盛需求初现迹象，疫情影响延后需求落地》

——2022 年 04 月 01 日

《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

■ 事件

公司4月28日公布21年年报及22年一季报：

2021年公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润29.4亿元（yoy+30.3%）、4.39亿元（yoy+28.12%）、4.12亿元（yoy+26.84%）；实现EPS1.2元；同时公司拟10股派4.8元（含税）、10股转4.2股。

2022年一季度公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润2.42亿元（yoy-59.89%）、-1578万元（yoy-109.96%）、-1804.26万元（yoy-111.54%）。

■ 点评

21年全年业绩较高增长，1Q22受疫情影响业绩确认延后。公司21年业绩大幅增长，主要系“文化自信”背景下文化基建需求旺盛，公司文化及品牌数字化体验空间业务营业收入为17.19亿元

（yoy+121.51%），同比增加9.43亿元（该业务涉及主题馆、博物馆、科技馆、文化馆等公共文化空间以及沉浸式文旅体验场景）。同时21年12月上海首次官方表态支持元宇宙，预计元宇宙虚拟空间建设的需求在22年持续旺盛。1Q22营收同比大幅下降主要系疫情影响下公司收入确认时间点延后，归母净利润扭盈转亏，主要系收入延后但人员成本刚性所致：（1）**毛利率**：公司4Q21、1Q22毛利率下降至23.6%（yoy-11pct）、24.2%（yoy-17.5pct），我们预计主要系疫情影响收入确认节奏，而人员成本计入营业成本所致；（2）**净利率**：公司1Q22净利率下降至-6.5%（yoy-32.8pct），除基数毛利率下降外，我们认为主要系计入费用的人员成本提升所致。1Q22公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为8.1%（yoy+3.7pct）、8.4%（yoy+4.0pct）、6.8%（yoy+4.1pct）。其中毛利率差值影响净利润4200万、费用率差值影响净利润2800万元，若剔除该影响，1Q22公司归母净利润约5400万元（yoy-66%）。

22年全年业绩有望较高增长，全年业绩预计前低后高。新签订单时间点及营收确认时间点均受外部环境影响。如22年一季度疫情影响致项目验收（业绩确认口径）及项目商谈（新签订单口径）时点均受到影响：

从业绩确认口径看：

1、在手订单充足，22年全年业绩有望较高增长。21年全年在手订单53.51亿元，按照21年归母净利率14.93%计算，对应归母净利润储备7.98亿元，22年业绩全年业绩有望较高增长。同时公司已计提较为充分的坏账准备，其中按单项计提的坏账准备1642.76万元（预计收回可能性较小），按组合计提的坏账准备4.32亿元，其中3年以内（含3年）、4年以内（含4年）、5年以内（含5年）分别合计1.51亿元、2.56亿元、3.56亿元，因公司项目周期较长且验收后留有质保金等尾款，因此我们认为大部分坏账准备未来可冲回，未来净利润具备弹性。

2、疫情仅影响收入确认节奏。公司营业收入确认时点取决于项目验收时点。22年Q1疫情全方位冲击公司业绩确认节奏：

(1) 直接冲击：公司总部处于上海，3月因上海全域静态管理影响，直接导致公司总部人员无法出城，收入延后确认而人员成本刚性，预计是公司一季度亏损的主要原因；

(2) 间接冲击：受疫情影响，全国各地政府对疫情态度持续升级，防疫处于优先地位，因此公司全国项目验收节奏受到明显影响。

从新签订单口径看：

受疫情影响，文化基建/元宇宙虚拟空间建设需求出现延后但并未消失，复工复产后需求有望集中释放。

(1) 1、2月中标订单金额明显提升，3、4月受疫情影响需求延后。

根据我们4月1日发布的风语筑一季度订单跟踪专题《旺盛需求初现迹象，疫情影响延后需求落地》，公司22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（yoy+110.5%）、1.08亿元

（yoy+90.1%），需求端旺盛初步得到验证；受疫情影响，公司22年3月、4月中标订单金额同比大幅下降，统计金额分别为5054万元（yoy-68.4%）、6212.1万元（yoy-66.5%），其中4月中标金额系根据北京千里马网信科技公司数据最新统计（截至4月28日）。

(2) 疫情后文化新基建/元宇宙虚拟空间建设将成为政府推进重点。

根据湖南日报，日前召开的中央财经委员会第十一次会议提出，要加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平，“要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的**基础设施**”。同时根据我们3月10日发布的《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》，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。**短期（2-3年）公司传统业务受益于需求端持续旺盛，基本面有望持续保持优异。**

我们认为公司在手订单充足，利润储备丰厚，疫情仅影响收入确认节奏，同时受益于文化新基建/元宇宙虚拟空间旺盛的建设需求。未来全国疫情好转后业绩有望集中释放，属于疫情后高弹性标的。我们预计**2Q22业绩仍会受到疫情尾部冲击影响，3Q22、4Q22业绩有望集中释放，整体上业绩格局前低后高。**

■ 投资建议

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2022-2024年公司实现归母净利润分别为5.7亿元、7.75亿元、9.83亿元，分别同增29.8%、36%、26.8%，不考虑可转债和转股影响，对应EPS分别为1.35元、1.84元、2.33元，对应估值分别为12倍、9倍、7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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2940	3635	5013	6428
年增长率	30.3%	23.7%	37.9%	28.2%
归母净利润	439	570	775	983
年增长率	28.1%	29.8%	36.0%	26.8%
每股收益（元）	1.20	1.35	1.84	2.33
市盈率（X）	22.67	11.87	8.73	6.88
市净率（X）	5.00	2.36	1.86	1.46

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 04 月 28 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	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1187	1634	2011	2464
应收票据及应收账款	1419	2297	3458	4769
存货	553	1446	1994	2557
其他流动资产	656	849	1011	1178
流动资产合计	3815	6226	8475	10968
长期股权投资	52	52	52	52
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	176	68	-40	-147
在建工程	0	0	0	0
无形资产	23	23	23	23
其他非流动资产	338	338	338	338
非流动资产合计	589	481	373	265
资产总计	4404	6707	8848	11234
短期借款	15	15	15	15
应付票据及应付账款	930	1348	1858	2383
合同负债	709	1919	2647	3394
其他流动负债	373	478	606	737
流动负债合计	2027	3760	5126	6529
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	82	82	82	82
非流动负债合计	82	82	82	82
负债合计	2109	3843	5209	6611
股本	422	422	422	422
资本公积	659	659	659	659
留存收益	1258	1827	2602	3585
归属母公司股东权益	2294	2864	3639	4622
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2295	2864	3639	4622
负债和股东权益合计	4404	6707	8848	11234

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	328	421	353	430
净利润	439	570	775	983
折旧摊销	24	108	108	108
营运资金变动	-214	-374	-687	-888
其他	79	117	158	228
投资活动现金流量	-327	26	24	23
资本支出	-4	0	0	0
投资变动	-39	0	0	0
其他	-284	26	24	23
筹资活动现金流量	-132	0	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	16	0	0	0
其他	-148	0	0	0
现金净流量	-131	447	377	453

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2940	3635	5013	6428
营业成本	1971	2399	3309	4243
营业税金及附加	17	19	27	35
销售费用	143	173	242	309
管理费用	121	164	231	289
研发费用	99	136	188	241
财务费用	-23	-23	-32	-48
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	6	26	24	23
公允价值变动损益	23	0	0	0
营业利润	511	650	892	1132
营业外收支净额	-4	0	0	0
利润总额	507	650	892	1132
所得税	68	80	117	149
净利润	439	570	775	983
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	439	570	775	983

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	33.0%	34.0%	34.0%	34.0%
净利率	14.9%	15.7%	15.5%	15.3%
净资产收益率	19.1%	19.9%	21.3%	21.3%
资产回报率	10.0%	8.5%	8.8%	8.7%
投资回报率	0.0%	19.1%	20.4%	20.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	30.3%	23.7%	37.9%	28.2%
EBIT 增长率	—	—	37.2%	26.2%
归母净利润增长率	28.1%	29.8%	36.0%	26.8%
每股指标 (元)				
每股收益	1.20	1.35	1.84	2.33
每股净资产	5.44	6.79	8.62	10.95
每股经营现金流	0.78	1.00	0.84	1.02
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.67	0.54	0.57	0.57
应收账款周转率	2.10	1.62	1.48	1.37
存货周转率	3.56	1.66	1.66	1.66
偿债能力指标				
资产负债率	47.9%	57.3%	58.9%	58.9%
流动比率	1.88	1.66	1.65	1.68
速动比率	1.51	1.18	1.17	1.20
估值指标				
P/E	22.67	11.87	8.73	6.88
P/B	5.00	2.36	1.86	1.46
EV/EBITDA	434.90	7.02	4.93	3.62

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。