



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

8月跟踪订单同比环比均明显改善，预计全年业绩前低后高

——风语筑半年报点评

买入（维持）

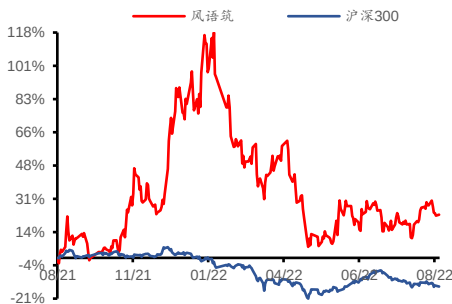
行业： 传媒
日期： 2022年08月30日

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）	12.65
12mth A 股价格区间（元）	11.37-32.83
总股本（百万股）	598.48
无限售 A 股/总股本	99.64%
流通市值（亿元）	75.44

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《文化新基建需求端丰富、资金端充裕，公司下半年业绩具备较高弹性》

——2022年05月23日

《疫情影响收入确认节奏，预计全年业绩格局前低后高》

——2022年04月28日

《旺盛需求初现迹象，疫情影响延后需求落地》

——2022年04月01日

■ 事件

8月29日，公司发布2022年半年报，2022年上半年公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润5.54亿元（yoy-61.54%）、-7299.6万元（yoy-126.04%）、-7902.9万元（yoy-129.05%）。

■ 点评

业绩处于预告中值符合预期，业绩同比下降主要受疫情影响。公司上半年业绩大幅下降主要系受到公司总部所在地（上海）较长时间的全域静态管理及外省市局部多点散发的疫情影响。公司上半年受疫情影响项目进度出现了不同程度的延迟或推后，上半年的产能未能得到充分利用、产值未能有效释放。即疫情影响收入确认节奏（在手订单转化进度）及新签订单进度，致收入端大幅下降。

（1）毛利率及净利率受成本费用刚性影响同比下降。1H22公司毛利率、净利率分别为22.2%（yoy-14.1pct）、-13.2%（yoy-32.6pct），我们认为主要系收入确认节奏受阻，而成本费用（如人员工资）相对刚性所致，1H22公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为8.13%（yoy+3.72pct）、6.99%（yoy+3.2pct）、6.19%（yoy+3.15），主要系费用刚性而收入（基数）下降所致；2Q22公司毛利率、净利率分别为20.6%（yoy-11.9pct，qoq-3.6pct）、-18.3%（yoy-32.8pct，qoq-11.8pct），Q2环比Q1利润率表现相对较差主要系Q1受影响月份为3月，1、2月订单表现较好；Q2受影响月份为4、5月，6月复工复产逐步恢复，Q2整体受疫情影响较Q1较大所致。

（2）经营性现金流略受疫情影响，整体保持健康稳健。经营性现金流存在季度层面的周期性，Q1、Q3为负，Q2、Q4为正，全年口径为正。1Q22、2Q22经营活动产生的现金流量净额分别为-2.88亿元

（yoy-0.79亿元）、0.84亿元（yoy-2.33亿元），我们认为公司上半年受疫情影响现金流并未明显恶化，且我们对复工复产后订单恢复进度及Q4元宇宙G端项目的需求释放持乐观态度，预计全年口径经营性现金流持续保持正向的确定性较高。

（3）应收账款充分计提坏账准备，货币资金体量持续保持高位。1H22公司“应收账款/票据+合同资产”合计15.28亿元（yoy-1.72亿元），即公司应收账款总额并未受到疫情影响而大幅累积，且公司上半年基于谨慎性原则充分计提信用减值损失合计9708.99万元（主要为应收账款），风险整体可控，对全年利润预期影响较小；1H22公司“应付账款/票据+合同负债”及货币资金分别为17.03亿元（yoy-2.21亿元）、13.8亿元（yoy+2.08亿元），即公司对上下游均保持较强的议价权，在现金流及账期层面较为健康稳健。

复工复产叠加元宇宙G端项目需求，公司下半年业绩恢复可期，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，即项目验收（业绩确认口径）及项目商谈（新签订单口径）时点受疫情影响而推后，收入确认及订单需求并未消失。

1、从业绩确认口径看：在手订单充足。根据中报口径，公司先后中标杭州2022年亚运会、典籍里的中国陈列馆、开封国家文化出口基地等项目，提供数字媒体内容制作或数字场景搭建服务，1H22新签订单9.45亿元（yoy-6.53亿元、-40.86%），截至6月30日在手订单55.11亿元（相比21年年末增加1.6亿元），按照21年归母净利率14.93%计算，对应归母净利润储备8.23亿元，同时公司基于谨慎性原则计提的坏账准备未来具备冲回空间。

2、从新签订单口径看：

（1）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。根据我们跟踪的中标订单口径（相比公告口径我们的统计方式在订单确认时间点、订单统计范围等方面存在差异，具体统计方法及差异参见我们在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》），1H22公司中标订单合计8.74亿元（yoy-19.83%），其中1、2月同比正增长，3-6月同比负增长，同时根据最新统计（截至8.25），8月合计中标订单金额为1.87亿元（相比21年8月全月同增169.5%，22年7月全月环增39.7%），同增口径高增长除8月订单恢复情况较好外，与21年7月高基数（6.86亿元）导致8月中标订单量大幅下降也有关。

（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。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3Q22、4Q22公司业绩有望集中释放，整体上业绩格局前低后高。

■ 投资建议

受疫情影响，22年上半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，致上半年业绩亏损；自6月以来公司中标订单金额快速恢复，预计下半年复苏速度逐步加速，收入确认节奏及新签订单进度明显回暖；同时我们预计4Q22起公司元宇宙G端项目需求端逐步释放，未来公司业绩端基本面优异。综合考虑上下半年预期，我们下调2022-2024年归母净利润分别为3.53亿元、4.54亿元、5.89亿元，分别同增-19.5%、28.6%、29.6%，不考虑可转债和转股影响，对应EPS分别为0.59元、0.76元、0.98元，对应估值分别为21倍、17倍、13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	2753	3611	4744
年增长率	30.3%	-6.4%	31.2%	31.4%
归母净利润	439	353	454	589
年增长率	28.1%	-19.5%	28.6%	29.6%
每股收益（元）	0.73	0.59	0.76	0.98
市盈率（X）	17.25	21.43	16.66	12.85
市净率（X）	3.30	3.10	2.61	2.17

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 08 月 29 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	1344	1497	2101
应收票据及应收账款	1419	908	1980	1815
存货	553	800	975	1357
其他流动资产	656	649	727	816
流动资产合计	3815	3700	5179	6088
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	159	143	126
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	572	555	539
资产总计	4404	4272	5734	6627
短期借款	15	15	15	15
应付票据及应付账款	930	708	1440	1382
合同负债	709	664	871	1144
其他流动负债	373	358	426	515
流动负债合计	2027	1744	2752	3055
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	1827	2834	3138
股本	422	598	598	598
资本公积	659	483	483	483
留存收益	1258	1409	1863	2453
归属母公司股东权益	2294	2446	2900	3489
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2295	2446	2900	3489
负债和股东权益合计	4404	4272	5734	6627
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	346	141	593
净利润	439	353	454	589
折旧摊销	24	17	17	17
营运资金变动	-214	-177	-535	-286
其他	79	152	205	273
投资活动现金流量	-327	13	12	11
资本支出	-4	0	0	0
投资变动	-39	0	0	0
其他	-284	13	12	11
筹资活动现金流量	-132	-202	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	16	0	0	0
其他	-148	-202	0	0
现金净流量	-131	157	153	605

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2940	2753	3611	4744
营业成本	1971	1844	2420	3179
营业税金及附加	17	14	19	26
销售费用	143	124	163	213
管理费用	121	124	163	213
研发费用	99	103	135	178
财务费用	-23	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	6	13	12	11
公允价值变动损益	23	0	0	0
营业利润	511	404	519	673
营业外收支净额	-4	0	0	0
利润总额	507	404	519	673
所得税	68	50	65	84
净利润	439	353	454	589
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	439	353	454	589
主要指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
净利率	14.9%	12.8%	12.6%	12.4%
净资产收益率	19.1%	14.4%	15.7%	16.9%
资产回报率	10.0%	8.3%	7.9%	8.9%
投资回报率	16.8%	25.6%	28.2%	30.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	30.3%	-6.4%	31.2%	31.4%
EBIT 增长率	27.5%	60.9%	30.5%	30.9%
归母净利润增长率	28.1%	-19.5%	28.6%	29.6%
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.59	0.76	0.98
每股净资产	3.83	4.09	4.85	5.83
每股经营现金流	0.55	0.58	0.24	0.99
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.67	0.64	0.63	0.72
应收账款周转率	2.10	3.13	1.85	2.68
存货周转率	3.56	2.31	2.48	2.34
偿债能力指标				
资产负债率	47.9%	42.8%	49.4%	47.3%
流动比率	1.88	2.12	1.88	1.99
速动比率	1.46	1.50	1.40	1.41
估值指标				
P/E	17.25	21.43	16.66	12.85
P/B	3.30	3.10	2.61	2.17
EV/EBITDA	21.85	8.46	6.36	4.40

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