



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 战略合作百度，深化布局 AIGC

——风语筑事件点评

### 买入（维持）

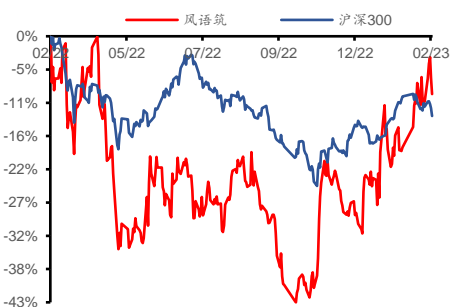
行业： 传媒  
日期： 2023年02月19日

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）	15.10
12mth A 股价格区间（元）	9.47-24.31
总股本（百万股）	596.35
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	90.05

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《关注疫后复苏，23 年业绩有望集中释放》

——2023 年 01 月 30 日

《Q3 恢复良好扭亏为盈，关注 G 端元宇宙项目需求释放节奏》

——2022 年 10 月 26 日

《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》

——2022 年 08 月 30 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

2月16日，风语筑与百度签署战略合作协议并宣布双方达成AIGC战略合作伙伴关系，双方将联合探索并推进AIGC在文字、图片、音视频以及虚拟人、虚拟空间模型生成等3D内容场景的模型训练和落地应用，强化大模型在垂直行业的训练与优化。

#### ■ 投资建议

公司与百度强强联合，有望加速 AIGC 场景化应用落地。此前（2月14日）公司已宣布接入百度文心一言，将 AIGC 能力引入公司数字化体验和元宇宙相关业务中。文心一言系百度发布的类 ChatGPT 产品（生成式对话产品）。根据百度官方公众号，文心一言属于百度人工智能四层架构中的模型层，由百度旗下文心大模型提供技术支持。根据 IDC 发布的《2022 中国大模型发展白皮书》，文心大模型已构建“大模型+工具平台+产品与社区”三层体系，在市场格局中位于第一梯队（产品能力、生态能力、应用能力三方面全面领先）。文心大模型已在能源、金融、航天、制造、传媒、城市、社科以及影视等领域获得广泛应用。此次公司与百度强强联合，我们认为有助于双方在 AIGC 领域的战略布局：

（1）对百度：文心一言系基于文心大模型的生成式对话产品。风语筑主营 G 端展馆拥有丰富的静/动态图片、VR 视频、全息影像等综合应用场景，有助于文心大模型加速 AIGC 在 3D 建模领域的技术迭代和升级。

（2）对公司：AIGC 有助于提高公司内容产品（文字、图片、视频、VR 内容等）的生产效率（对应利润率高）及生产质量（对应潜在需求的提高）。如数字虚拟人场景，“文心一言”将提供能力支撑 AI 驱动数字人多模态交互识别感知和分析决策功能，公司将依托大模型算法算力支撑，为线上元宇宙空间里的数字人导览以及线下沉浸式场景中的 VR/AR 导览、对话交互等环节提供 AI 能力支撑，打造更有趣的互动交互体验。

疫后复苏逻辑叠加元宇宙G端项目需求，预计公司2023年新签订单及收入确认节奏有望优于2021年。

1、从业绩确认口径上看：公司在手订单充足。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，公司基本面扎实、安全边际较高。

2、从新签订单口径上看：

（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，疫情后复苏需求有望集中释放。根据我们跟踪的中标订单口径，2023年1月1日至1月20日新签中标订单预计2.14亿元，其中1月16

日中标“邹城市高精新医药孵化中心智慧展厅布展建设项目设计施工总承包”，中标金额为1.2亿元；2022年1月无疫情且无春节假期，整体基数较高，根据我们统计方法跟踪的中标订单约4.2亿元。

**(2) 疫情后文化新基建/元宇宙虚拟空间建设有望成为政府推进重点。**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。**传统上Q1单季受春节假期影响一般为相对淡季，3月底需求开始逐步释放。我们认为公司在手订单充足，利润储备丰厚，同时受益于文化新基建/元宇宙虚拟空间旺盛的建设需求，叠加春节后订单需求集中释放，公司2023年业绩具备较高弹性。

## ■ 投资建议

受疫情影响，22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；23年1月以来公司中标订单金额快速恢复，预计3月底订单需求开始集中释放。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为6700万元、4.54亿元、5.89亿元，分别同增-84.8%、578.1%、30.0%，对应估值分别为135倍、20倍、15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	848	3136	3793
年增长率	30.3%	-71.1%	269.7%	20.9%
归母净利润	439	67	454	589
年增长率	28.1%	-84.8%	578.1%	30.0%
每股收益（元）	0.74	0.11	0.76	0.99
市盈率（X）	20.52	134.63	19.85	15.28
市净率（X）	3.92	4.17	3.45	2.81

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年02月17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	1225	1634	2182
应收票据及应收账款	1419	675	1788	2155
存货	553	436	731	639
其他流动资产	656	483	709	758
流动资产合计	3815	2819	4862	5735
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
<b>资产总计</b>	<b>4404</b>	<b>3392</b>	<b>5417</b>	<b>6273</b>
短期借款	15	15	15	15
应付票据及应付账款	930	390	637	568
合同负债	709	534	1681	1972
其他流动负债	373	211	388	433
流动负债合计	2027	1150	2722	2988
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
<b>负债合计</b>	<b>2109</b>	<b>1232</b>	<b>2804</b>	<b>3071</b>
股本	422	598	596	596
资本公积	659	483	485	485
留存收益	1258	1123	1576	2166
归属母公司股东权益	2294	2159	2613	3202
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2295</b>	<b>2159</b>	<b>2613</b>	<b>3202</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4404</b>	<b>3392</b>	<b>5417</b>	<b>6273</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>328</b>	<b>225</b>	<b>396</b>	<b>536</b>
净利润	439	67	454	589
折旧摊销	24	17	17	17
营运资金变动	-214	105	-214	-240
其他	79	36	139	170
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-327</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>12</b>
资本支出	-4	0	0	0
投资变动	-39	0	0	0
其他	-284	15	13	12
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-132</b>	<b>-202</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	16	0	0	0
其他	-148	-202	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>-131</b>	<b>38</b>	<b>409</b>	<b>549</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2940</b>	<b>848</b>	<b>3136</b>	<b>3793</b>
营业成本	1971	594	2101	2466
营业税金及附加	17	4	15	21
销售费用	143	51	141	167
管理费用	121	51	129	167
研发费用	99	51	106	142
财务费用	-23	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	6	15	13	12
公允价值变动损益	23	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>511</b>	<b>76</b>	<b>518</b>	<b>674</b>
营业外收支净额	-4	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>507</b>	<b>76</b>	<b>518</b>	<b>674</b>
所得税	68	10	65	84
净利润	439	67	454	589
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>439</b>	<b>67</b>	<b>454</b>	<b>589</b>

**主要指标**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	33.0%	30.0%	33.0%	35.0%
净利率	14.9%	7.9%	14.5%	15.5%
净资产收益率	19.1%	3.1%	17.4%	18.4%
资产回报率	10.0%	2.0%	8.4%	9.4%
投资回报率	16.8%	6.6%	26.9%	27.9%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	30.3%	-71.1%	269.7%	20.9%
EBIT 增长率	27.5%	-63.6%	396.2%	26.6%
归母净利润增长率	28.1%	-84.8%	578.1%	30.0%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.74	0.11	0.76	0.99
每股净资产	3.85	3.62	4.38	5.37
每股经营现金流	0.55	0.38	0.66	0.90
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.67	0.25	0.58	0.60
应收账款周转率	2.10	1.27	1.80	1.77
存货周转率	3.56	1.36	2.87	3.86
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	47.9%	36.3%	51.8%	49.0%
流动比率	1.88	2.45	1.79	1.92
速动比率	1.46	1.93	1.40	1.59
<b>估值指标</b>				
P/E	20.52	134.63	19.85	15.28
P/B	3.92	4.17	3.45	2.81
EV/EBITDA	21.85	43.33	8.94	6.56

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