

2021年12月27日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

## 线上线下联动，数字化展馆增长可期 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,256	2,944	3,518	4,077
同比(%)	11.2%	30.5%	19.5%	15.9%
归母净利润(百万元)	343	489	597	695
同比(%)	30.6%	42.9%	21.9%	16.5%
每股收益(元/股)	0.81	1.16	1.41	1.65
P/E(倍)	32.65	22.85	18.74	16.09

### 投资要点

- **多元化战略持续推进，盈利稳健增长为元宇宙投资奠定基础。**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。其持续推进多元化战略，主要业务类型为城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间的一体化打造，以及数字化产品与服务。2013-2020年，公司营业收入与归母净利润年化复合增长率分别达21%与49%。截至2021年三季度末，公司九个月营收达22.47亿元，同比增长36.2%；归母净利润达3.91亿元，同比增长42.3%。风语筑营收及盈利长期稳健增长，为其投资元宇宙打下坚实基础。
- **VR/AR技术应用经验积淀，为线上线下打通提供交互支撑。**元宇宙是虚拟与现实的交织，沉浸感是“元宇宙”必须解决的基础体验问题，其实现依靠VR/AR技术应用。随着VR/AR技术及应用的发展，虚与实的联动将会赋能更多的线下场景，打通虚拟世界与现实世界的边界。风语筑卡位5G+VR赛道，较早开启了对VR的布局，同时也率先在行业内实现了VR、AR等技术的规模化商业应用。VR/AR的应用在展示效果、展示内容以及交互体验方面赋能线下展馆。同时，随着公司步入元宇宙赛道，VR/AR技术的应用也为线上平台及线下数字化体验空间的结合提供交互技术支撑，创造全新的展会体验。
- **探索元宇宙游戏赛道，打破线上线下次元壁。**游戏被普遍认为是元宇宙的最初入口。风语筑通过自主研发以及与外部游戏公司合作，进行元宇宙游戏的开发，其与灵境互娱的合作标志着对元宇宙游戏赛道的探索。二者将合作一款线上社区平台，与线下展馆联动。一方面，风语筑积累的强大的场景打造能力及丰富的资源将给予线上创意设计经验及交互体验。另一方面，线上玩法将反哺线下场馆。通过社区平台的搭建，线上的游戏和互动娱乐体验将引导更多年轻人前往博物馆、科技馆等文化场馆，进行文化消费，为其线下展馆业务带来新的增长空间。
- **盈利预测与投资评级：**考虑未来公司技术创新及元宇宙布局将打开展览赛道的想象空间，同时公司作为行业龙头已形成较高的技术及品牌壁垒。我们调整此前盈利预测，将2021-2023年的归母净利润从4.84/5.92/7.35亿元调整至4.89/5.97/6.95亿元，EPS由1.15/1.40/1.74元上调至1.16/1.41/1.65元，对应当前股价PE分别为23/19/16X，公司为数字展示行业龙头，元宇宙业务提供新增长空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**应收账款回收风险、行业竞争加剧风险、元宇宙业务回报不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	26.50
一年最低/最高价	12.90/30.88
市净率(倍)	4.98
流通A股市值(百万元)	11124.44

### 基础数据

每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	47.73
总股本(百万股)	421.97
流通A股(百万股)	419.79

### 相关研究

- 1、《风语筑(603466): 21H1半年报点评: 盈利能力持续提升, Q2经营性现金流创新高》2021-08-31
- 2、《风语筑(603466): 2020年年报&21Q1季报点评: 盈利能力与订单结构持续优化, 主题馆接续增长可期》2021-05-05
- 3、《风语筑(603466): 三季度业绩超预期, 在手订单充足保障未来经营》2020-11-06

## 内容目录

1. 数字展示行业龙头，盈利稳健增长助力元宇宙投资 .....	4
1.1. 领先数字化体验服务商，“文化+科技”打造数字展示行业龙头 .....	4
1.2. 多元化战略持续推进，盈利稳健增长为元宇宙投资奠定基础 .....	5
2. VR/AR 技术应用经验积淀，为线上线下打通提供交互支撑。 .....	6
2.1. VR/AR 技术提高用户沉浸感，线下是虚拟世界重要入口 .....	6
2.2. 卡位 5G+VR 赛道，VR/AR 技术应用经验丰富 .....	7
2.3. VR/AR 赋能线下展馆，为打通线上及线下提供交互支撑 .....	9
3. 探索元宇宙游戏赛道，打破线上线下次元壁 .....	9
3.1. 游戏或为元宇宙最初落地场景，自研+合作打造元宇宙游戏 .....	9
3.2. 打破线上线下次元壁，拓展元宇宙应用场景 .....	10
4. 盈利预测与投资评级 .....	11
5. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 风语筑主营业务构成 (亿元) .....	5
图 2: 公司营收情况 (亿元) .....	5
图 3: 公司归母净利润情况 (亿元) .....	5
图 4: 元宇宙的 8 个关键特征 .....	6
图 5: 《头号玩家》中穿戴 VR 进入虚拟游戏世界 .....	6
图 6: AR 眼镜佩戴后视角 .....	6
图 7: 为快科技 VR 沉浸体验馆 .....	7
图 8: VR 线上影视平台 .....	7
图 9: 飞行器 VR 虚拟漫游 .....	8
图 10: 史努比 70 周年展·AR 增强现实 .....	8
图 11: AH SPACE 基地 .....	8
图 12: AR 技术在莫高窟的应用: 地图导览 .....	9
图 13: VR 技术在故宫的应用: VR 体验馆 .....	9
图 14: 堡垒之夜线上演唱会 .....	10
图 15: 动物森友会学术会议 .....	10
表 1: 风语筑主营业务类型 .....	4

## 1. 数字展示行业龙头，盈利稳健增长助力元宇宙投资

### 1.1. 领先数字化体验服务商，“文化+科技”打造数字展示行业龙头

公司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。其主要业务类型为城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间的一体化打造，以及数字化产品与服务。

公司数字化体验空间业务围绕“文化+科技”核心理念，以创意设计为先导、以科技为依托、以跨界总包为手段，为各类场馆及空间提供全方面的解决方案。数字化产品及服务则主要通过全息影像、裸眼 3D、CGI 特效等技术手段，AR/VR/MR、4K/8K 超高清视频等媒介形式，为客户和消费者提供商业展览、数字艺术消费品及各类数字视觉服务。

表 1: 风语筑主营业务类型

主营业务	简介	代表作品
城市数字化体验空间	通过数字化的技术手段展示城市历史文化底蕴、发展历程、建设成就和未来规划愿景，是各地开展政务接待、招商引资、规划展示和城市形象宣传的重要窗口和平台。	 <p>乌鲁木齐城市规划展览中心</p>
文化及品牌数字化体验空间	通过将创意、设计、数字艺术和沉浸式体验元素深度融入 IP 主题、在地文化特色和品牌形象之中，重点打造面向社会大众和消费者开放的新型互动体验式空间。	 <p>中国共产党历史展览馆</p>
数字化产品及服务	主要通过全息影像、裸眼 3D、CGI 特效等技术手段，AR/VR/MR、4K/8K 超高清视频等媒介形式，为客户和消费者提供商业展览、数字艺术消费品及各类数字视觉服务。	 <p>广州 teamLab 沉浸式新媒体大展</p>

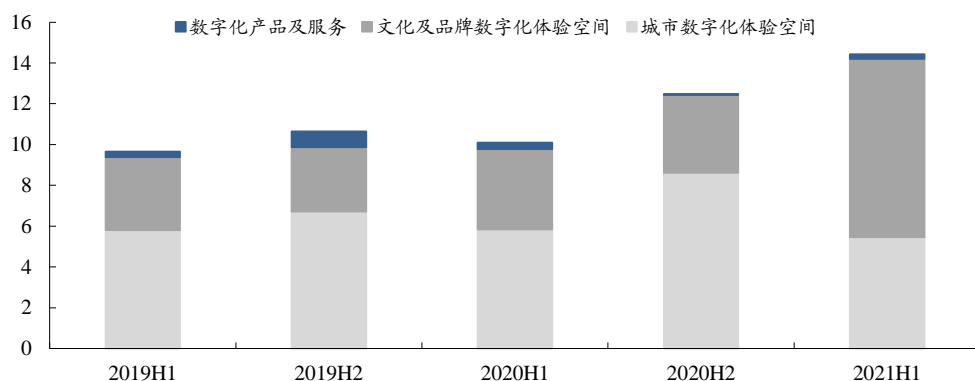
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

## 1.2. 多元化战略持续推进，盈利稳健增长为元宇宙投资奠定基础

**公司持续推进多元化战略。**依托公司强大的创意、设计和内容制作能力，结合长年积累的 CG 特效、人机交互、裸眼 3D、全息影像、5G 云 XR、AI 人工智能、大数据可视化等关键技术手段，公司的产品及系统广泛应用于政务服务、城市文化体验、数字展示、文化旅游、广电 MCN、新零售体验及数字艺术消费等众多领域。目前公司基本形成了扎根城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间，以及数字化产品与服务三大主营业务的布局。

分业务来看，2021H1 城市数字化体验空间实现营收 5.47 亿元（yoy-6.29%），占营收比 37.91%（yoy-19.92pct）；数字化产品及服务实现营收 0.22 亿元（yoy-29.52%），占营收比 1.53%（yoy-1.58pct）；文化及品牌数字化体验空间实现营收 8.73 亿元（yoy+121.58%），占营收比 60.55%（yoy+21.49pct），多元化效果显著。

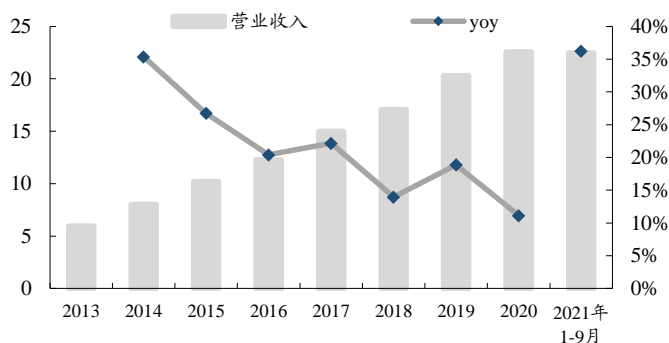
图 1：风语筑主营业务构成（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

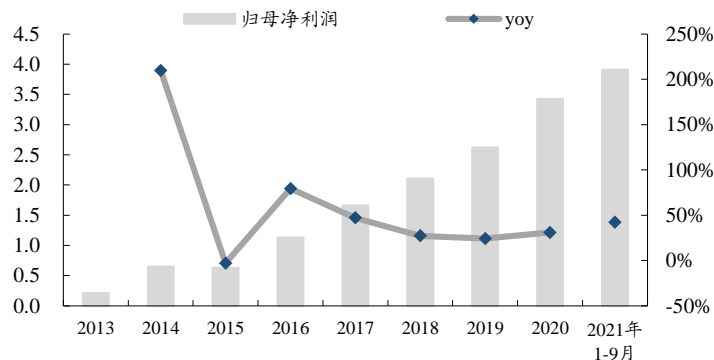
**盈利稳健增长为元宇宙投资奠定基础。**2013-2020 年，公司营业收入与归母净利润年化复合增长率分别达 21%与 49%。截至 2021 年三季度末，公司九个月营收达 22.47 亿元，同比增长 36.2%；归母净利润达 3.91 亿元，同比增长 42.3%。风语筑营收及盈利长期稳健增长，为其投资元宇宙业务打下坚实基础。

图 2：公司营收情况（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3：公司归母净利润情况（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

## 2. VR/AR 技术应用经验积淀，为线上线下打通提供交互支撑

### 2.1. VR/AR 技术提高用户沉浸感，线下是虚拟世界重要入口

元宇宙是指一个基于信息革命（5G）、互联网革命（Web3.0）、AR、VR 等多个通讯与虚拟技术革命结合的线上平台。其可以看做是当前存在的延伸，是一个脱胎于现实世界，又与之平行、相互影响的在线虚拟世界，是互联网下一个阶段的发展方向。

沉浸感是“元宇宙”必须解决的基础体验问题，其实现依靠 VR/AR 技术应用。Roblox 是首家在招股书中提到元宇宙的公司，根据 Roblox 招股说明书，“元宇宙”的 8 大要素分别为身份、朋友、沉浸感、低延迟、多样性、随地、经济、文明。

图 4: 元宇宙的 8 个关键特征



数据来源：Roblox 招股说明书，东吴证券研究所

其中，元宇宙的重要特征之一是沉浸感，能够让用户在虚拟世界拥有身临其境的体验。而沉浸感的实现则主要依靠 VR/AR 的技术应用。VR（虚拟现实）通过全面接管人类的视觉、听觉、触觉及动作捕捉来模拟沉浸感；而 AR（增强现实）则通过电脑技术在保留现实世界的基础上叠加一层虚拟信息，将虚拟信息投入到现实世界中。VR/AR 技术的应用通过打通虚拟与现实，为用户带来沉浸感。

图 5: 《头号玩家》中穿戴 VR 进入虚拟游戏世界



数据来源：电影《头号玩家》，东吴证券研究所

图 6: AR 眼镜佩戴后视角



数据来源：Rokid 官网，东吴证券研究所

元宇宙是虚拟世界与现实世界的交织，线下仍是虚拟世界重要入口。我们认为，元宇宙并非指完全独立于现实世界的虚拟世界，用户通过元宇宙逃避现实，被动消费；而是与现实世界相互影响，连通，从而进行开放式探索的世界。未来，随着元宇宙底层支撑技术及应用的发展，虚与实的联动及结合将会赋能更多的线下场景，打通虚拟世界与现实世界的边界，线下将成为虚拟世界的重要入口，让用户可以在线上体验到可以互动、更高维度的虚拟世界。

## 2.2. 卡位 5G+VR 赛道，VR/AR 技术应用经验丰富

公司卡位 5G+VR 赛道，提前布局 VR 领域。风语筑此前已在 VR、5G 沉浸式等赛道均有所布局。风语筑于 2020 年战略参股 VR 内容平台公司为快科技（VeeR）。为快科技是全球领先的 VR 内容平台，目前已拥有全球最大的精品 VR 影视内容库以及专业的自制内容能力。风语筑与为快科技的合作将整合行业资源，共同探索 VR 和数字展馆、线下娱乐结合等新型商业模式，从而推动行业发展。

图 7：为快科技 VR 沉浸体验馆



数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

图 8：VR 线上影视平台



数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

VR/AR 技术应用经验丰富。风语筑较早开启了对 VR 的布局，同时也实现了 VR、AR 等技术的规模化商业应用。与元宇宙概念相关的 VR/AR 技术等元素是公司数字化体验服务的底层能力，也是公司营收的重要贡献来源。根据风语筑 2021 年半年度报告，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，仅约 20% 来自于装修装饰部分。

在 VR 方面，风语筑已有飞行器 VR 虚拟漫游，汽车 VR 虚拟驾驶等应用场景。虚拟飞行能够模拟飞行驾驶，在场馆内接触高度仿真的飞行环境飞行，并模拟真实的环境和事故环境。这些 VR 技术应用已经逐渐进入展览馆、规划馆和科博馆。在 AR 方面，风语筑具有 AR 终端交互技术，利用 AR 技术，使参观者利用手机等移动端体验可交互的动态模型。风语筑旗下“要看文创”在史努比 70 周年展中参与策划 AR 体验项目，观众通过手机扫描艺术馆的 AR 站点，可以与史努比进行合影。

图 9: 飞行器 VR 虚拟漫游



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 10: 史努比 70 周年展 · AR 增强现实



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

**追加投资 VR 内容产业, 依托技术要素布局虚拟主播业务。**2021 年 11 月 10 日, 风语筑正式宣布布局元宇宙赛道, 拟将浙江深白数字科技有限公司更名为浙江风语宙数字科技有限公司, 该公司专注对 VR、AR、XR、数字虚拟人、3D 渲染、沉浸式交互、数字孪生等技术的研发与应用。此外, 风语筑追加投资 VR 内容公司为快科技, 为其未来元宇宙布局提供基础。

2021 年 12 月 20 日, 安徽广播电视台宣布将与风语筑子公司风语宙共同打造虚拟数字主播, 并开展虚拟直播间业务。此前, 风语筑与安徽广电已合作打造“AH SPACE”。AH SPACE 为全国首个沉浸式网红直播空间, 具有 VR 等直播设备。此次合作将基于 AH SPACE 的沉浸式场景及 VR/AR 技术要素, 推动虚拟主播从新闻广播向综艺节目、直播带货等更多元化场景的应用。

图 11: AH SPACE 基地



数据来源: 风语筑公众号, 东吴证券研究所



## 2.3. VR/AR 赋能线下展馆，为打通线上及线下提供交互支撑

**VR/AR 应用赋能线下展馆，推动其多维度进化。**1) **展示效果方面：**VR、AR 等展示技术的落地应用，能够提供更加优秀的展示效果。VR 能够解决展览空间有限的问题，通过虚拟世界延展空间展示内容，而 AR 则能够进行展会的动态化延伸，能够帮助观众智能化讲解、地图导览等。2) **展示内容方面：**同时，展会承载的内容也更加的丰富，不仅是实物展示，也可以通过 VR/AR 进行文化、虚拟物品等的展示，满足文化消费体验及品牌营销体验两方面的需求。3) **交互体验方面：**VR/AR 的应用使得观众能够通过 VR/AR 进行交互，在有限的空间内体验到高仿真、高沉浸的项目，例如飞行器 VR 虚拟漫游等，获得身临其境的感觉，从看展向玩展过渡，从而吸引更多的观众参展。

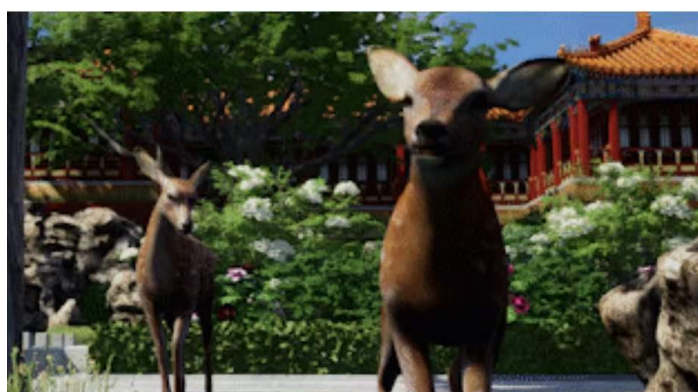
**成功案例塑造公司口碑。**目前的展览实际上是展览商给定主题内容，公司等布展方用特定的方式与技术手段将展览商想要表达的主题展示出来，布展方实际为内容创造者。VR、AR 等展示技术的落地应用，让展示效果更加突出，展示内容更加多元，观众交互体验更好，从而更好的满足展览需求，成功的案例塑造其在行业中的口碑。

图 12: AR 技术在莫高窟的应用：导览



数据来源：莫高窟参观预约网，东吴证券研究所

图 13: VR 技术在故宫的应用：《御花园》VR 观影



数据来源：微故宫公众号，东吴证券研究所

**VR/AR 为打通线上及线下提供交互支撑。**沉浸感是“元宇宙”必须解决的基础体验问题，其实现依靠 VR/AR 技术应用。未来，公司将进入元宇宙赛道，通过线上平台及线下数字化体验空间的结合，联通虚拟与现实，从而创造全新的展会体验。公司对 VR/AR 的布局及应用将为打通线上及线下空间提供交互技术的支撑，为用户带来沉浸感，为其未来元宇宙布局提供基础。

## 3. 探索元宇宙游戏赛道，打破线上线下次元壁

### 3.1. 游戏或为元宇宙最初落地场景，自研+合作打造元宇宙游戏

**游戏被普遍认为是元宇宙的最初入口。**Roblox 提出的元宇宙八大特性中的虚拟身份及社交属性均与游戏相通，在游戏中，玩家具有虚拟身份，即游戏中的角色形象，且

玩家可依托该身份在游戏内进行社交；同时，游戏中也会有独立的货币系统。在疫情的催化下，许多线下的活动转移至线上，虚实界限淡化。2020年4月美国说唱歌手 Travis Scott 在第三人称射击游戏《堡垒之夜》中举办演唱会，共吸引了1230万玩家同时在线观看；《动物森友会》于2020年举办首届AI学术会议。而游戏的沉浸感问题则能够通过VR/AR的技术应用得到解决。因此，游戏初具元宇宙雏形，或为元宇宙最初落地场景。

图 14: 堡垒之夜线上演唱会



数据来源：堡垒之夜，东吴证券研究所

图 15: 动物森友会学术会议



数据来源：动物森友会，东吴证券研究所

**自研+合作，探索元宇宙游戏赛道。**风语筑通过自主研发以及与外部游戏公司合作，进行元宇宙游戏的开发。2021年12月13日，风语筑完成对零境互娱旗下公司上海灵境绿洲数字科技有限公司的投资，金额达千万级。零境互娱具有游戏研发及发行、原创动漫IP打造等业务线，其所融资金将用于孵化优质的元宇宙内容，通过合作打造线上社区平台切入场景端，联通线上及线下，赋予观众身份系统。这次合作也标志着风语筑对元宇宙游戏赛道的实质性探索。

### 3.2. 打破线上线下次元壁，拓展元宇宙应用场景

**打造元宇宙社区平台，联通线上线下场景。**目前，零境互娱已积累一亿以上的线上游戏注册用户，风语筑已经打造了1300多个线下数字体验空间。零境互娱与风语筑合作打造的元宇宙社区平台“灵境宇宙”，将依托于两者庞大的线上用户及线下场馆基础，通过为展馆参观者制定定制化的虚拟身份，打通线上与线下的次元壁，实现真实及数字体验的互相转化。

**线下空间打造经验赋能线上体验。**风语筑在展示行业深耕十余年，积累了丰富的场景打造能力及资源优势。目前公司拥有各类数字创意和设计人员超过500人，数字研发、互动科技、CGI视效、VR/AR、全息影像等数字多媒体技术应用人才超过400人。这种线下空间的打造能力以及技术应用能力也将赋能线上，给予线上平台更多的创意设计交互体验。

**线上玩法反哺线下场馆。**通过社区平台的搭建，观众在元宇宙展区可以通过移动端进入社区平台“灵境宇宙”，并创建属于自己的虚拟身份。同时，展区内的大屏也将与线上社区平台联动，实时投放不同参观者的虚拟形象及互动数据，从而将观众真实的线下

行为映射到虚拟世界，做到真实体验虚拟化及数字体验真实化。此外，观众在参观展览时，还可将其在线下体验到的内容及活动转变为线上的数字藏品，并在平台个人空间中展示，与他人交流。线上的游戏和互动娱乐体验将引导更多年轻人前往博物馆、科技馆等文化场馆，进行文化消费，为其线下展馆业务带来新的增长空间。

#### 4. 盈利预测与投资评级

考虑未来公司技术创新及元宇宙布局将打开展览赛道的想象空间，同时公司作为行业龙头已形成较高的技术及品牌壁垒。我们调整此前盈利预测，将 2021-2023 年的归母净利润从 4.84/5.92/7.35 亿元调整至 4.89/5.97/6.95 亿元，EPS 由 1.15/1.40/1.74 元上调至 1.16/1.41/1.65 元，对应当前股价 PE 分别为 23/19/16X，公司为数字展示行业龙头，元宇宙业务提供新增长空间，维持“买入”评级。

#### 5. 风险提示

**应收账款回款风险。**截至 2021Q3，公司应收账款达 15.73 亿元，占总资产的 36.64%。由于项目验收与决算周期相对较长，导致公司应收账款账龄较长。若应收账款回款速度放缓，可能对公司的盈利能力造成负面影响。

**行业竞争风险。**行业的快速发展吸引了更多企业进入，公司不仅面临同行业企业的竞争，同时相关领域企业也在不同程度上参与数字展示行业竞争，行业竞争加剧将对公司未来持续增长造成负面影响。

**元宇宙回报不及预期。**公司元宇宙布局尚在初期，若回报不及预期，会对公司业绩产生较大影响。

风语筑三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3,831</b>	<b>4,991</b>	<b>5,110</b>	<b>6,427</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,256</b>	<b>2,944</b>	<b>3,518</b>	<b>4,077</b>
现金	1,317	1,361	1,444	1,640	减:营业成本	1,469	1,903	2,264	2,616
应收账款	1,243	1,799	1,926	2,501	营业税金及附加	11	19	21	23
存货	893	1,394	1,327	1,816	营业费用	114	140	169	198
其他流动资产	379	436	413	470	管理费用	105	128	151	173
<b>非流动资产</b>	<b>498</b>	<b>564</b>	<b>601</b>	<b>627</b>	研发费用	85	102	123	145
长期股权投资	41	48	55	63	财务费用	-22	-8	-9	-6
固定资产	192	252	284	305	资产减值损失	130	116	137	157
在建工程	0	2	3	4	加:投资净收益	17	13	13	16
无形资产	23	21	18	15	其他收益	10	8	9	9
其他非流动资产	243	242	241	240	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,329</b>	<b>5,555</b>	<b>5,711</b>	<b>7,054</b>	<b>营业利润</b>	<b>392</b>	<b>565</b>	<b>685</b>	<b>797</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,283</b>	<b>3,164</b>	<b>2,869</b>	<b>3,615</b>	加:营业外净收支	-1	0	0	0
短期借款	7	7	7	7	<b>利润总额</b>	<b>391</b>	<b>565</b>	<b>686</b>	<b>797</b>
应付账款	820	883	1,229	1,161	减:所得税费用	48	75	89	102
其他流动负债	1,456	2,274	1,633	2,447	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>74</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>343</b>	<b>489</b>	<b>597</b>	<b>695</b>
长期借款	0	2	1	1	EBIT	352	525	644	751
其他非流动负债	74	74	74	74	EBITDA	378	553	681	795
<b>负债合计</b>	<b>2,356</b>	<b>3,240</b>	<b>2,944</b>	<b>3,689</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.81	1.16	1.41	1.65
归属母公司股东权益	1,973	2,315	2,767	3,365	每股净资产(元)	4.67	5.49	6.56	7.98
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,329</b>	<b>5,555</b>	<b>5,711</b>	<b>7,054</b>	发行在外股份(百万股)	292	422	422	422
					ROIC(%)	63.9%	58.7%	49.3%	42.8%
					ROE(%)	17.4%	21.1%	21.6%	20.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	34.9%	35.4%	35.6%	35.8%
经营活动现金流	219	263	278	340	销售净利率(%)	15.2%	16.6%	17.0%	17.0%
投资活动现金流	-119	-81	-60	-53	资产负债率(%)	54.4%	58.3%	51.6%	52.3%
筹资活动现金流	-60	-137	-136	-92	收入增长率(%)	11.2%	30.5%	19.5%	15.9%
现金净增加额	41	45	82	196	净利润增长率(%)	30.6%	42.9%	21.9%	16.5%
折旧和摊销	26	28	37	44	P/E	32.65	22.85	18.74	16.09
资本开支	8	59	30	19	P/B	5.67	4.83	4.04	3.32
营运资本变动	-237	-234	-332	-376	EV/EBITDA	26.06	17.73	14.29	11.99

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>