

# 数字展示行业龙头,文化+科技多点布局不断扩展业务边界

买入 (首次)

2020年09月07日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

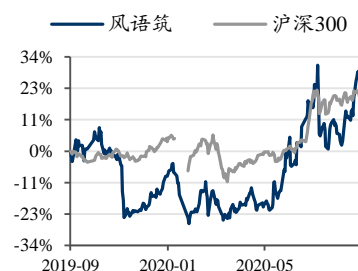
zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,030	2,283	2,844	3,458
同比 (%)	18.8%	12.5%	24.6%	21.6%
归母净利润 (百万元)	262	306	388	489
同比 (%)	24.3%	16.8%	26.6%	26.0%
每股收益 (元/股)	0.90	1.05	1.33	1.68
P/E (倍)	24.92	21.33	16.85	13.37

## 投资要点

- 围绕“文化+科技”布局的数字展示行业龙头公司,在手订单充足。公司是中国领先的数字化体验服务商,是展览展示行业的龙头企业。风、语、筑分别意指时尚、文化、建筑,公司以“文化+科技”为核心,自2008年起深耕展览行业。在城市馆、园区馆中市占率排名第一;近年来主题空间展示业务成新的增长引擎;19年开拓 TO C 端的商业展览业务,与 OUTPUT 等优质公司开展投资合作,内生外延做大增量。2014-2019 年公司营收与归母净利润 CAGR 分别为 20%与 32%。2020 年 Q2 公司积极推进复工复产,推动上半年营收逆势同增 4.5%;目前在手订单充足,截至 2020H1,公司在手订单规模达 53.6 亿元,同增 14.1%,其中上半年新增订单 14.88 亿元 (yoy+64.7%),保障未来几年业绩表现。
- 城市数字化体验空间为基本盘,文化及品牌数字化体验成增长新引擎。城市数字化展示业务 (城市馆、园区馆为主) 作为基本盘,营收稳中有升;文化及品牌数字化体验空间业务取得突破性增长,20H1 订单金额达到 8.28 亿元 (yoy+72.0%)。城市展馆业务占比从 2014 年 76.5%下降至 2019 年 40.3%,收入复合增速 46%;主题空间展示系统占比从 2014 年 4.5%上升至 2019 年 33.2%,收入复合增速 62%,实现业绩增长接力。
- 城市数字化体验空间持续下沉,文化消费与品牌营销市场空间广阔。行业空间:以城市馆、园区馆为主的城市数字化体验空间 2016 年渗透率仅约 26%,低线城市仍有较大渗透空间;文化消费及品牌营销需求打破行业界限,数字技术加持带来广阔市场空间。2) 壁垒&格局:数字技术构建壁垒,行业马太效应显著。VR、AR、超高清视频等数字技术突破展览行业天花板,同时构筑了一定行业壁垒,展览行业上下游产业链较分散, G 端与 B 端客户偏好龙头企业,公司城市数字化体验空间市场占有率从 2015 年 39.92%增长到 2018H1 63%,行业马太效应显著。
- 多点布局数字化产品及服务业务,助力品牌破圈。19 年开始公司多点布局数字化产品及服务业务,助力品牌破圈。1) 设立商展子公司要看文创,引进优质 IP,与地标性场馆及重要媒体深度合作。2) 运用科技+创意挖掘文旅流量,优化社区运营。3) 参股投资沉浸式餐饮企业一合梦想等,打造垂直领域沉浸式品牌名片 4) 布局上游影视动画、VR 等内容环节,促进产业链整合。5) 携手广电系进军 MCN,创意数字技术赋能电台流量,实现媒体融合发展。
- 盈利预测与投资评级: 预计 20-22 年公司实现营收 22.83/28.44/34.58 亿元,归母净利润 3.06/3.88/4.89 亿元, EPS 分别为 1.05/1.33/1.68 元, PE 分别为 21/17/13X。考虑未来社会文化消费需求逐步释放,技术创新及产业融合开展览赛道新的想象空间,同时公司作为行业龙头已形成较高的技术及品牌壁垒,在手订单充足,给予公司 21 年 25 倍估值,对应目标价 33.25 元,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示: 应收账款回收风险; 跨界竞争风险; 客户集中风险; 宏观经济周期性波动风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	22.41
一年最低/最高价	12.35/23.52
市净率(倍)	3.59
流通 A 股市值(百万元)	2020.45

## 基础数据

每股净资产(元)	6.24
资产负债率(%)	54.36
总股本(百万股)	291.55
流通 A 股(百万股)	90.16

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况：围绕“文化+科技”发展的展览展示行业领军企业</b>	<b>5</b>
1.1. 多年发展与技术积累奠定公司龙头地位	7
1.2. 股权结构稳定，员工持股助力长期发展	7
1.3. 长期稳健增长的行业领跑者	8
<b>2. 城市数字化体验空间持续下沉，文化消费与品牌营销市场广阔</b>	<b>12</b>
2.1. 数字技术拓展行业广度与深度，市场容量与集中度同步提升	12
2.1.1. 文化消费与政策需求双重催化，城市数字化体验空间持续下沉	13
2.1.2. 数字技术加持，体验式文化消费与品牌营销市场空间广阔	14
2.1.3. 数字技术筑壁垒，行业马太效应显著	17
2.2. 商业展览：IP、展览协同发展共创 IP 变现新模式	19
<b>3. 城市数字化体验空间为基本盘，文化及品牌数字化体验成增长新引擎</b>	<b>20</b>
<b>4. 多点布局数字化产品及服务业务，科技文创赋能传统行业</b>	<b>24</b>
4.1. 赋能 B 端传统商业市场，开拓 C 端商业文创展览业务	24
4.2. 创意+科技实现优质社区运营，建立文旅体验新生态	27
4.3. 布局沉浸式产业，打造体验经济新增量	28
4.4. 投资布局数字艺术行业、5G+VR 等新领域，科技赋能展览业务	29
4.5. 强强联合，携手广电系进军 MCN	31
<b>5. 盈利预测及投资评级</b>	<b>32</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: 公司业务布局.....	5
图 2: 公司发展历程.....	7
图 3: 公司股权结构 (截至 2020Q2) .....	7
图 4: 2017 年城市馆、园区馆领域中标份额.....	8
图 5: 公司营收与归母净利润情况 (百万元) .....	8
图 6: 公司与竞争对手收入情况比较 (百万元) .....	9
图 7: 2014-2019 年公司收入构成 (百万元) .....	9
图 8: 2019H1 与 2020H1 公司收入构成 (百万元) .....	9
图 9: 公司每笔在手订单平均金额 (百万) 与大客户销售占比情况.....	10
图 10: 公司与竞争对手毛利率情况 (%) .....	10
图 11: 2017-2019 年公司主要业务毛利率情况 (%) .....	10
图 12: 公司各项费用率变化情况 (%) .....	11
图 13: 2019 年公司与华凯创意各项费用率对比 (%) .....	11
图 14: 公司资产负债率情况 (%) .....	11
图 15: 公司预收账款情况 (百万元) .....	11
图 16: 公司营运能力情况.....	11
图 17: 公司盈利质量情况.....	11
图 18: 2019 年底上市展览公司主营业务分布.....	12
图 19: 中国城镇化率.....	13
图 20: 中国人均可支配收入.....	13
图 21: 2010-2019 年我国文化事业费与占全国财政支出比例 .....	13
图 22: 数字技术赋能展示行业.....	15
图 23: 各规划时期博物馆计划建成数量 (个) .....	16
图 24: 2015-2018 年中国科普场馆数量 (个) .....	16
图 25: 华为大数据展示中心.....	17
图 26: 常熟服装城展示馆.....	17
图 27: 数字展示行业产业链.....	17
图 28: 莫高窟 AR 技术解说.....	18
图 29: 故宫博物院 VR 体验馆 .....	18
图 30: 风语筑与华凯创意销售费用率对比.....	18
图 31: 风语筑技术与应用场景.....	19
图 32: 风语筑城市馆、园区馆市场占有率情况.....	19
图 33: 展览工程上市公司总营收与 CR2 占比 .....	19
图 34: 上海漫威展 2019.....	20
图 35: 展览、IP 协同发展.....	20
图 36: 风语筑城市数字化体验空间案例 (部分) .....	21
图 37: 风语筑文化及品牌数字化体验空间案例 (部分) .....	21
图 38: 公司各业务收入占比变化.....	22
图 39: 公司在手订单规模 (亿元) .....	22
图 40: 一体化运营模式.....	23
图 41: 风语筑科学技术 (部分) .....	23
图 42: Wonderlabs 合作客户情况.....	25

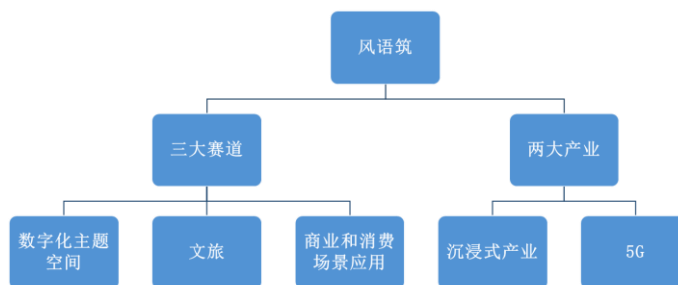
图 43: 要看文创过往案例.....	25
图 44: 要看文创与 teamLab 合作案例.....	26
图 45: 风语筑与花生动画签约.....	26
图 46: 要看文创合作场地资源.....	27
图 47: 要看文创合作媒体资源.....	27
图 48: 放语空概念鸟瞰图.....	27
图 49: 放语空文创综合体示意图.....	27
图 50: 放语空生态 (部分) .....	28
图 51: 风语筑与沉浸式餐饮企业一合梦想签约.....	28
图 52: 多功能演奏厅效果图.....	29
图 53: OUTPUT 数字艺术项目案例.....	30
图 54: VeeR 虚拟游乐场.....	30
图 55: VeeR 内容平台 .....	30
图 56: 风语筑和安徽广电达成战略合作.....	31
图 57: 广电主持人在短视频直播领域的探索.....	31
表 1: 公司业务分类.....	5
表 2: 公司主营业务拆分 (按 20 年中报划分) .....	6
表 3: 关于展览行业的相关政策.....	14
表 4: 2016 年全国城市馆园区馆渗透率情况.....	14
表 5: 风语筑文化体验消费与品牌营销业务线.....	15
表 6: 截止 2020 年 6 月 30 日公司在手订单情况表.....	22
表 7: 分业务盈利拆分表.....	32
表 8: 可比公司估值对比 (截止 2020.9.3) .....	33

## 1. 公司概况：围绕“文化+科技”发展的展览展示行业领军企业

公司是中国领先的数字化体验服务商，是展览展示行业的龙头企业。主要业务为城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间的策划、设计、实施、维护及数字化产品及服务等。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。数字化产品及服务是融合当下具有时尚锐度、艺术水准、文化情怀以及科技含量的内容，以高清特效影片、互动体验、全息影像、VR/AR、商业文创展览、文旅产品等数字化体验，服务于各类商业客户和政府类机构，打造沉浸式场景、商业消费场景。

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。目前基本形成了扎根三大赛道、两大产业的业务布局。

图 1：公司业务布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表 1：公司业务分类

业务分类	含义	2016-2019 年占收入比
一体化展示系统项目（会展经济）	指公司通过一体化全程控制运作模式统筹实施场馆展示系统项目中的各项业务环节，为客户提供涵盖展示系统策划、设计、实施和维护的整体产品、服务。	99.2%/97.8%/98.6%/94.9%



单项展示系统服务(会展经济)

公司承担场馆展示系统项目中创意设计、影视动画、模型制作等特定环节的业务，为客户提供数字文化展示体验系统中的单项业务环节服务。

0.82%/2.16%/1.36%/3.32%

商业展览(19年新增)

区别于传统的会展经济，票房、衍生品销售、品牌广告冠名将是商业文创展览的主要收入来源。

0%/0%/0%/1.79%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2: 公司主营业务拆分(按 20 年中报划分)

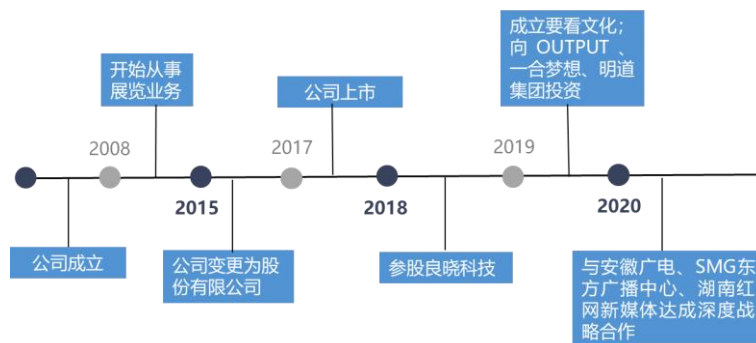
业务	含义	代表场馆
城市数字化体验空间(以城市馆展示系统&园区馆展示系统为主)	主要展示城市历史文化底蕴、发展历程、建设成就和未来规划愿景， <u>以城市馆、园区馆等为载体</u> ，使其成为城市空间特色、历史文化特色、经济发展特色高度整合的独特体验空间。	 广州规划展览中心等
文化及品牌数字化体验空间(以主题空间展示系统为主)	通过创意设计、互动技术、沉浸体验等方式构建特定场景进行科普教育、品牌宣传、弘扬社会主义精神、传播科学文化知识， <u>以公共文化中心、博物馆、科技馆、企业馆、党建主题空间、科普教育空间、文旅主题空间等为载体</u> ，发掘在地文化精髓，融合时尚艺术潮流的创新体验空间。	 迪拜世博会中国馆、上海中心观光体验厅等
数字化产品及服务(包括 19 年新增商业展览业务)	通过专题定制形式，融合当下具有时尚锐度、艺术水准及科技含量的内容，以高清特效影片、互动体验、全息影像、VR/AR、 <u>商业文创展览、文旅产品等数字化体验</u> ，服务于各类商业客户和政府类机构， <u>打造沉浸式场景、商业消费场景。</u>	 广州 teamLab 沉浸式新媒体大展、杨浦滨江城市艺术季等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.1. 多年发展与技术积累奠定公司龙头地位

风语筑成立于 2003 年，成立初期从事广告业务。公司创始人及团队原主要从事建筑模型设计制作，2008 年起，公司基于建筑模型设计制作与服务展览展示行业的经验，开始从事展览展示空间的设计与实施业务。2015 年公司整体变更为股份有限公司，2017 年成功上市。上市后，公司依托强大的创意设计、科技创新与跨界整合能力，加速在科技与文化创意产业链中的整体布局。2018 年，公司参股专注于商业领域视觉沟通与数字化展示的良晓科技，有效拓展公司产品的应用场景。2019 年，公司成立要看文化，拓展 2C 商业展览业务；公司还向创新平台 OUTPUT、知名沉浸式餐饮企业一合梦想、文旅演艺及夜游制作行业领军企业明道集团投资。2020 年，公司与安徽广电达成深度战略合作，共同出资设立 MCN 公司，联手打造全国首个沉浸式网红直播基地。

图 2：公司发展历程



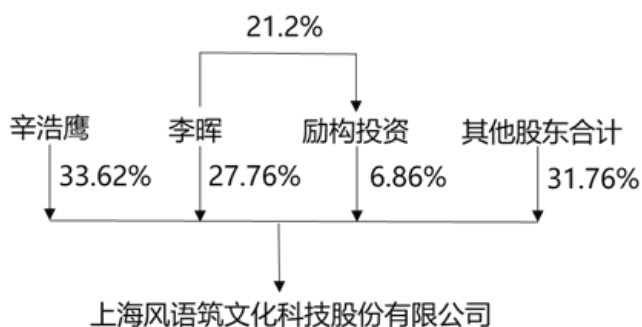
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**主动拥抱行业变革，在技术领域积累深厚。**数字展示行业迎来“文化+科技”新时代，公司深刻理解先进技术对创意设计实现的重要性，不断创新和开发展示新技术、新应用。目前已掌握人工智能、行业大数据、虚拟现实、全息成像、5G+8K 超高清、VR、AR、裸眼 3D、数字沙盘、立体投影、动感影院特效、多媒体互动等诸多高科技数字化展示技术的应用，并为各类主题空间、城市艺术、文创展览、餐饮行业、新零售及品牌赋能。

## 1.2. 股权结构稳定，员工持股助力长期发展

公司股权结构较为稳定。截至 20Q2，辛浩鹰、李晖夫妇为一致行动人，合计直接持有公司 61.38% 的股份。此外，李晖通过参股励构投资间接持有公司一部分股份。励构投资为公司设立的员工持股平台，通过引入管理层和骨干员工持股，实现员工利益与公司利益深度绑定。

图 3：公司股权结构（截至 2020Q2）

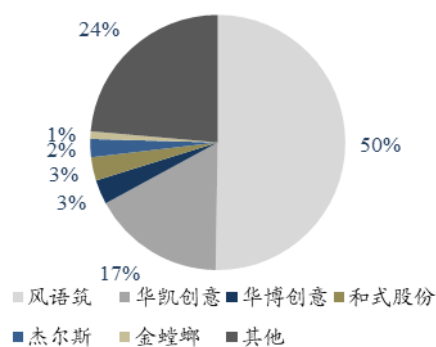


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 长期稳健增长的行业领跑者

公司作为展览行业龙头企业，近年在城市馆、园区馆领域中市场占有率排名第一。我们结合竞争对手华凯创意、易尚展示的情况，分析公司的财务状况。

图 4：2017 年城市馆、园区馆领域中标份额

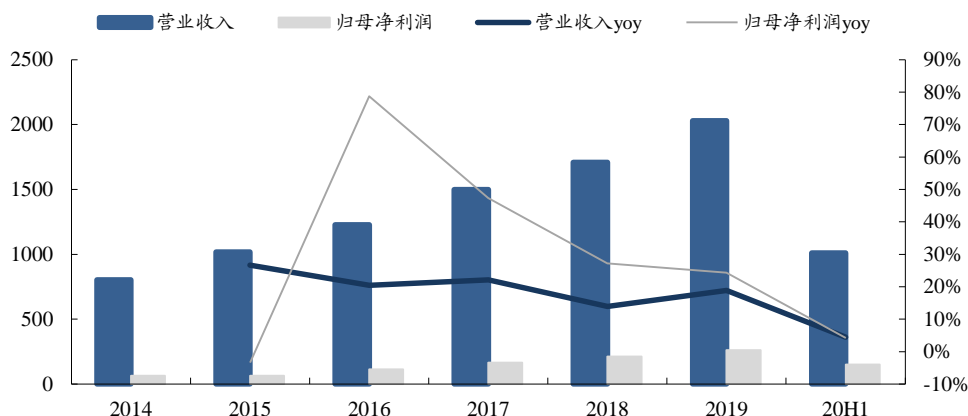


数据来源：公司 2017 年年报，东吴证券研究所

**近年营收与归母净利润规模保持稳步增长。**2014-2019 年，公司营业收入与归母净利润年化复合增长率分别达 20%与 32%。2020H1，公司实现营业收入 10.09 亿元，较去年同期增长 4.45%。在一季度受疫情影响致公司营业收入较去年同期下降 27.56%的情况下，二季度公司积极推进复工复产，订单交付能力显著提升，20Q2 营业收入较去年同期增长 30.99%，目前公司生产经营已恢复正常，在建项目超去年同期水平，疫情不改长期稳健增长的基本面。相较同业，公司近年业绩表现更为稳健。

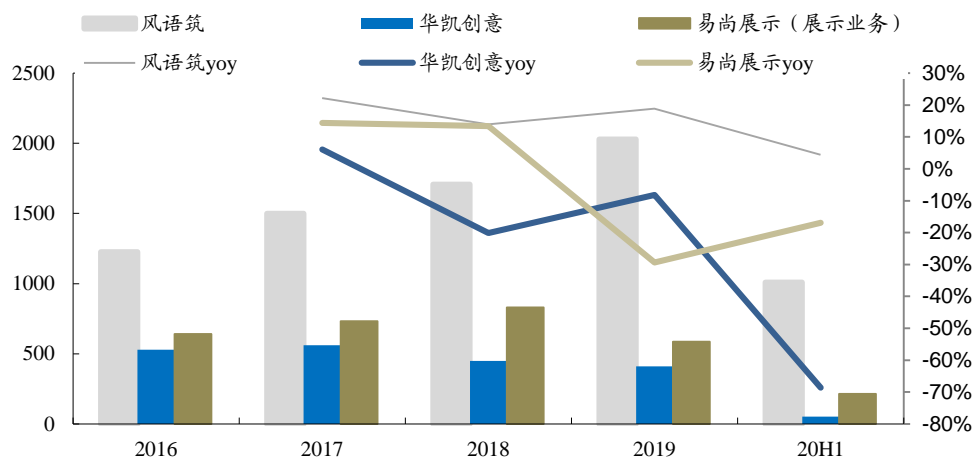
图 5：公司营收与归母净利润情况（百万元）





数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6: 公司与竞争对手收入情况比较 (百万元)

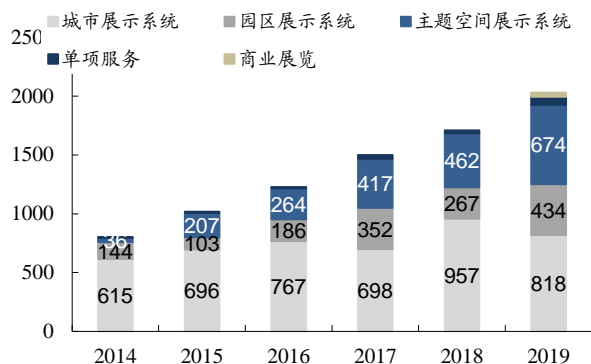


数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

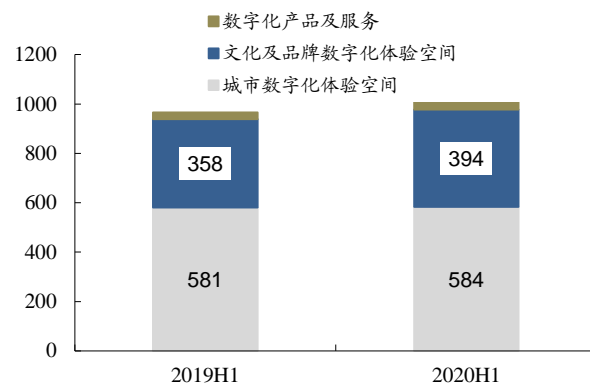
**收入来源不断拓展，主题空间展示业务成增长新引擎。**过去公司营收主要依靠城市展示系统业务等传统业务，随着公司不断发展，其他业务发展迅速。2019年，主题空间展示系统业务收入占比达33%，新中标订单金额同比增长41%，成为公司增长的新引擎。2020年上半年，公司调整披露口径，以原主题空间展示业务为主的文化及品牌数字化体验空间业务收入同比增长10.2%，收入占比由2019年的37.0%增长至39.1%；新签订单8.28亿元，同比增长72.0%，该业务有望继续保持强劲增长。

图 7: 2014-2019 年公司收入构成 (百万元)

图 8: 2019H1 与 2020H1 公司收入构成 (百万元)



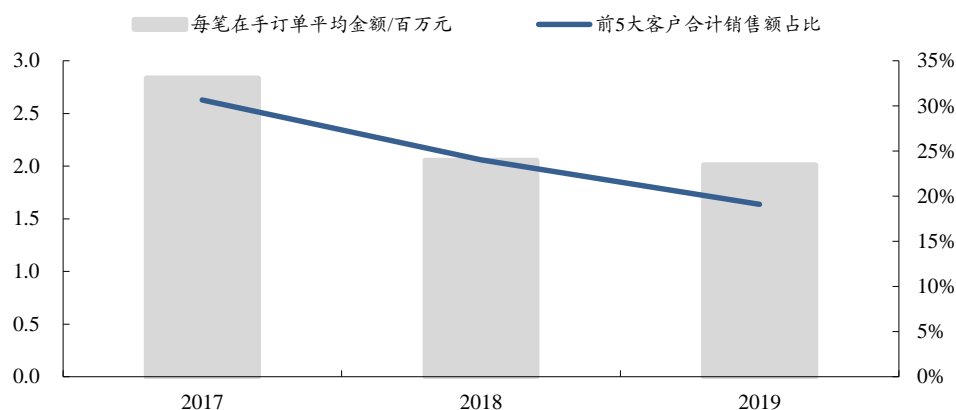
数据来源：公司财报，东吴证券研究所



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

公司积极开拓市场，拓展中小客户，订单数量与订单总额保持增长，平均每笔订单金额有所下降，对大客户的依赖程度不断降低。

图 9: 公司每笔在手订单平均金额（百万）与大客户销售占比情况

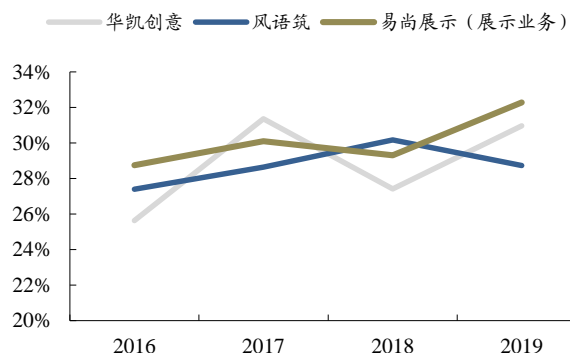


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

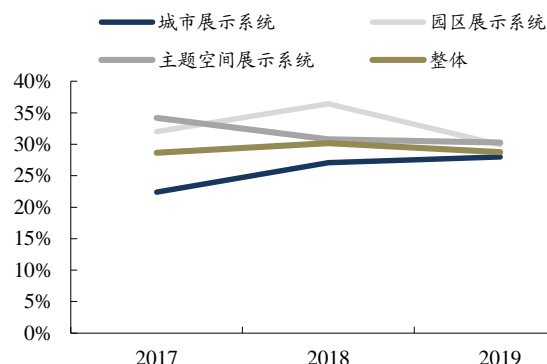
毛利率较为稳定，与竞争对手相当。除商业展览业务尚未盈利外，2017-2019 年，公司各主要业务毛利率基本稳定。分业务来看，主题空间展示与园区展示业务毛利率较高，传统城市展示业务毛利率略低。

图 10: 公司与竞争对手毛利率情况（%）

图 11: 2017-2019 年公司主要业务毛利率情况（%）



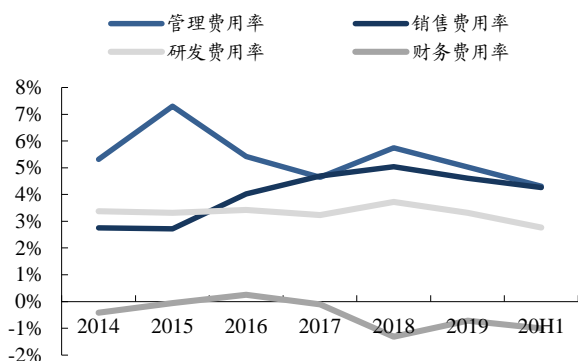
数据来源：各公司财报，东吴证券研究所



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

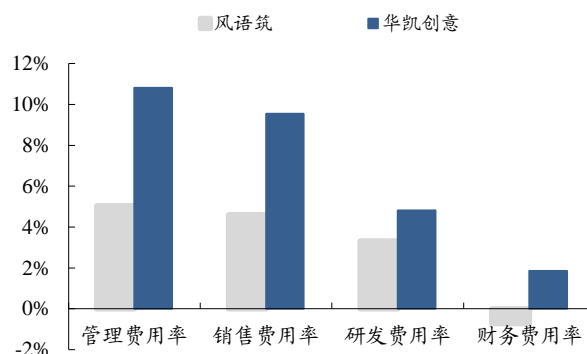
**费用管控良好，低于同业。**公司管理费用率整体较为平稳，2015 年明显偏高系股份支付影响；销售费用率整体有小幅增长，主要受销售规模扩大及相关人员薪酬增加影响；公司重视研发，研发费用率稳定于 3% 左右；财务费用率维持较低水平。与竞争对手相比，公司期间费用率较低。

图 12：公司各项费用率变化情况（%）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

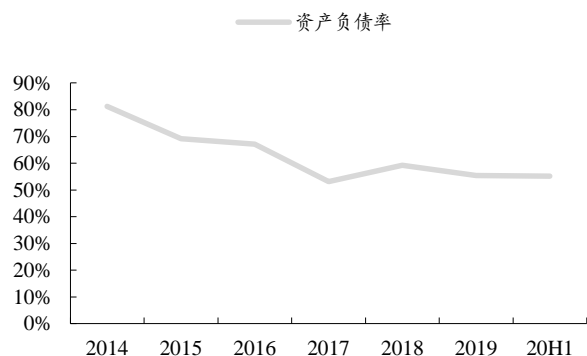
图 13：2019 年公司与华凯创意各项费用率对比（%）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

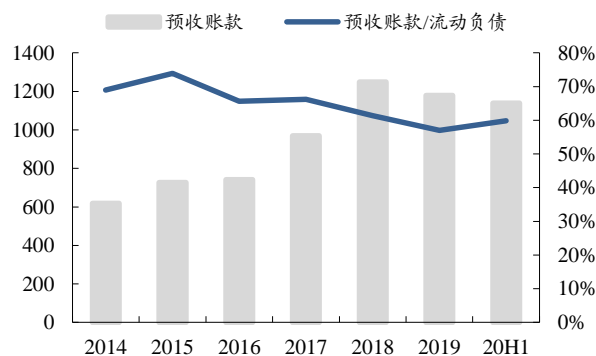
**负债主要为预收账款，财务风险可控。**上市后，公司资产负债率呈稳中有降的态势，从负债结构来看，流动负债占比总负债 95% 以上；流动负债中，预收账款是最重要的组成部分，财务风险可控。

图 14：公司资产负债率情况（%）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 15：公司预收账款情况（百万元）

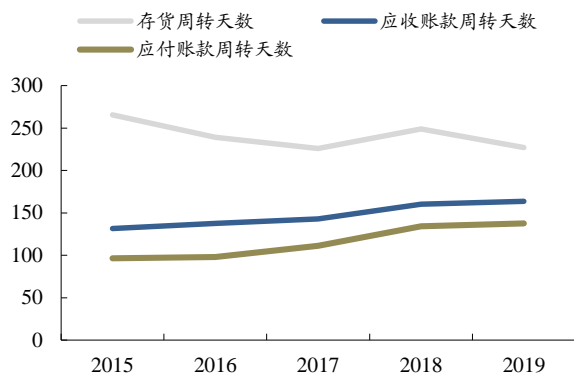


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

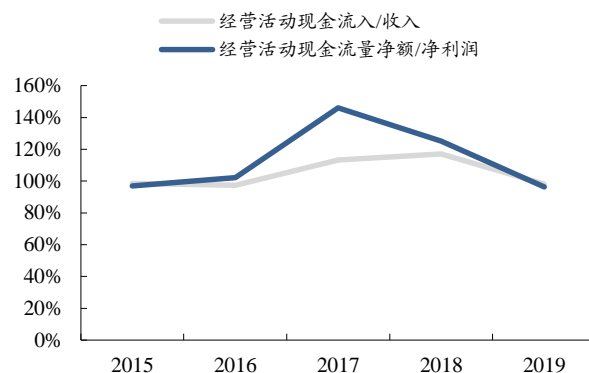
**营运能力稳健，盈利质量较高。**从营运能力来看，存货周转天数稳中有降；应收账款周转天数略有提升，部分由于一些客户回款速度下降；应付账款周转天数有所提升，体现公司议价能力提高。从现金流来看，经营活动现金流入/营业收入与经营活动现金流量净额/净利润两项指标基本接近或大于 1，体现公司较高的盈利质量。

图 16：公司营运能力情况

图 17：公司盈利质量情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

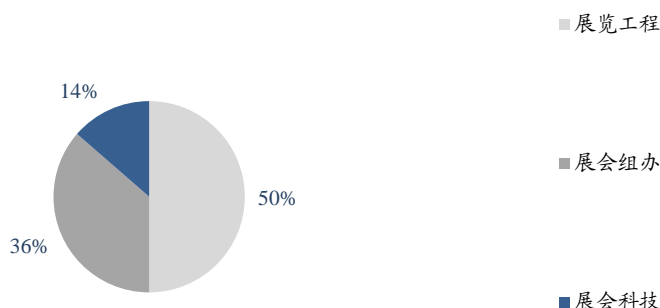
## 2. 城市数字化体验空间持续下沉，文化消费与品牌营销市场广阔

### 2.1. 数字技术拓展行业广度与深度，市场容量与集中度同步提升

展览展示行业属于展览行业，也称会展行业，即多人在特定时空的集聚交流展示活动。狭义的展览展示行业是指政府机关、公共机构、商业团体、企事业单位通过主题营造和空间设计综合展示主体形象及特定内容的宣传教育、文化及商业推广等活动，主要可以分为城市馆类展示、博物馆类展示、主题文化类展示、企业展馆类展示等。

展览行业可进一步细分为展览工程、展会组办、会展科技三类，目前展览行业中主营业务为展览工程的上市公司占比较高。以上三类展览行业的业务内容简单来说可以分别解释为展馆设计建设、组织展会、提供展会需要的展示技术三种。大部分上市公司主要业务为展览工程，即帮助政府与企业设计建设城市规划馆、博物馆、科技馆、企业馆等展览馆。截至2019年底以该业务为主的上市展览公司有11家，占全部上市展览公司比例的50%。

图 18：2019 年底上市展览公司主营业务分布

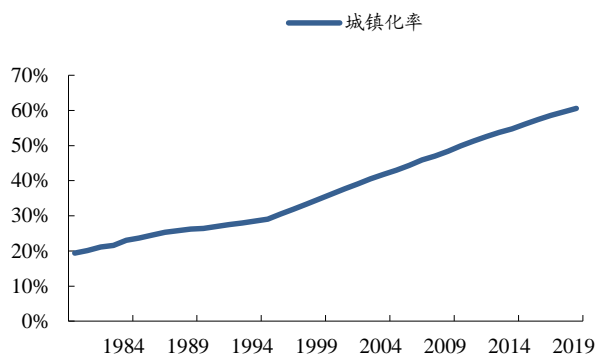


数据来源：中国会展经济研究会，东吴证券研究所

### 2.1.1. 文化消费与政策需求双重催化，城市数字化体验空间持续下沉

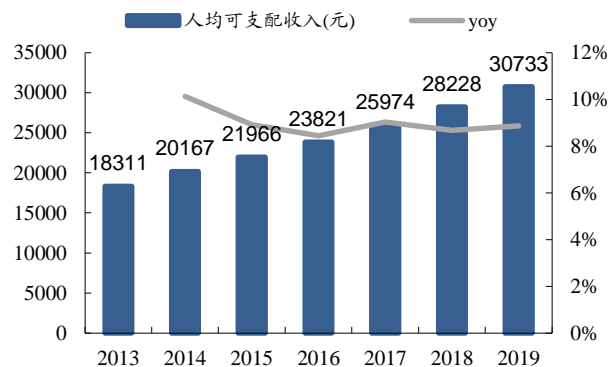
文化消费升级推动展览消费需求增长。2019 年中国城镇化率达到 60%，但与美国 80%，日本 90% 的城镇化率仍有较大差距，城镇化率的提高会带动城市文化消费需求增加与升级。另一方面我国人均可支配收入同步提高也促使文化消费需求增长，推动文化类展览的需求增长，相应具有博物馆、科技馆等文化场馆设计建设能力的展览企业将因此受益。

图 19: 中国城镇化率



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

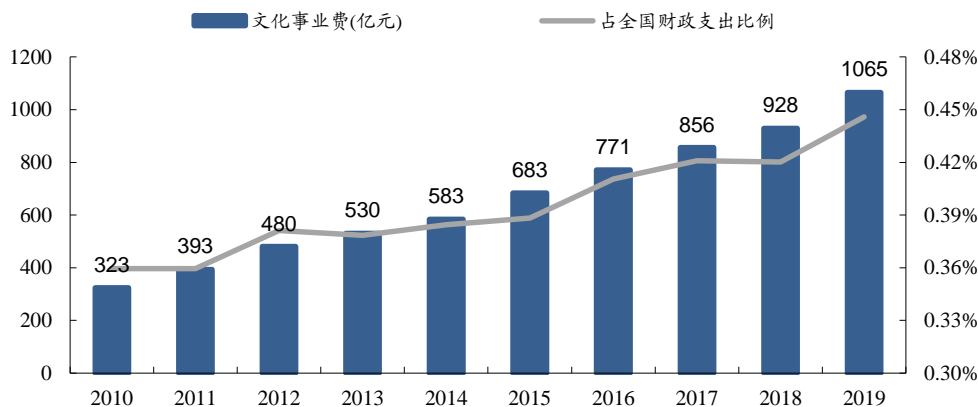
图 20: 中国人均可支配收入



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

**政策持续加码利好行业发展。**展览行业同时具备经济、文化双重效应，对于国家经济社会发展意义重大，政府相应给予了较多政策支持。首先从财政支出看，政府对文化产业投资不断增加，2019 年政府文化事业费投入达到 1000 亿，同比增长 14.8%，而从文化事业费占财政支出的比例持续增长。政策面从 2014 年开始，政府出台了《关于进一步促进展览业改革发展意见》文件等一系列措施推动行业发展。2017 年发布的《国民经济行业分类》国家标准把“会议展览服务业”从“小行业”升格为“中行业”，是对我国展览业发展的充分肯定。各级政府也高度重视在本地区、本城市举办重大会展活动；积极投资建设一批大型场馆设施，使展览行业和政府主导型展会面临良好的发展机遇。

图 21: 2010-2019 年我国文化事业费与占全国财政支出比例



数据来源：文化部，国家统计局东吴证券研究所



表 3: 关于展览行业的相关政策

时间	单位	政策
2014	上海市文化创意产业推进领导小组办公室	《上海市促进文化创意产业发展财政扶持资金实施办法》
2014	国务院	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》
2015	国务院	《关于进一步促进展览业改革发展的若干意见》
2016	国家标准委、商务部	《关于加强展览业标准化工作的指导意见》
2017	商务部	《关于下达 2017 年流通行业标准项目计划的通知》
2020	商务部	《商务部办公厅关于创新展会服务模式，培育展览业发展新动能有关工作的通知》

数据来源：各部门官网，东吴证券研究所

**城市馆、园区馆建设持续下沉。**城市馆方面，根据华凯创意 2016 年年报中公布的数据，2016 年全国行政区总计 3437 个，已建城市馆 880 个，渗透率为 26%，未建馆 2458 个。园区馆方面，根据中国开发区网数据，目前我国拥有开发区数量 2699 个，其中国家级开发区 465 个，省级开发区 2060 个。根据风语筑年报公布的信息，2017 年风语筑共中标 92 个场馆，其中城市馆、园区馆中标金额占比 71%，由于城市馆、园区馆由政府投资建设，单标的金额通常更高，因此 2017 年风语筑中标城市馆、园区馆预计小于  $92 \times 71\% = 65$  个，此处假设中标数为 65 个，根据风语筑公布的市场份额（2017 年 50%，2018H1 63%），可得 2017 年全国建设两馆乐观估计 130 个，同理大致计算出 2018 年全国建设两馆数量约为 103 个，19 年约为 116 个（按 18/19 年市占率为 63%估算），三年建设量相比存量市场而言，我们认为仍有较大渗透空间。

表 4: 2016 年全国城市馆园区馆渗透率情况

分类	总数量	已建馆	未建馆	渗透率
省级行政区	31	27	4	87.10%
地级行政区	334	224	11	67.07%
县级行政区	2853	542	2311	19.00%
国家级经济技术开发区	219	87	132	39.73%
总计	3437	880	2458	26%

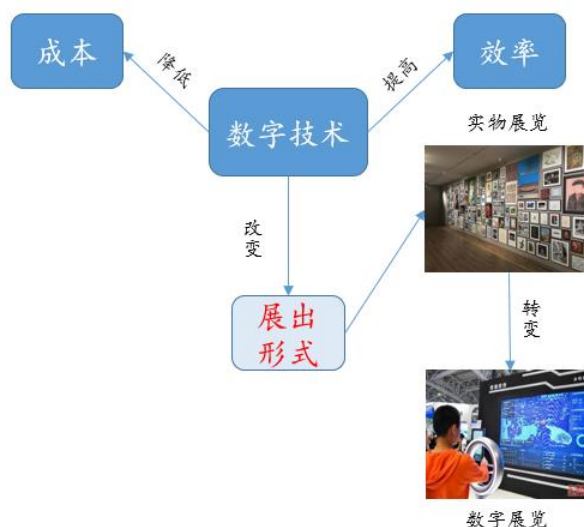
数据来源：华凯创意 2016 年年报，东吴证券研究所

### 2.1.2. 数字技术加持，体验式文化消费与品牌营销市场空间广阔

**数字技术赋能展示行业，推动展示行业多维度进化。**科学技术的进步对展览业的影响主要体现在三个方面：一是技术进步对会展设施运营效率的提升，例如智能展馆的建设提高了展馆的运营效率，从而有助于提升整个展览行业的生产率；二是技术进步对展览会组织和运营能力的提升，展览会组织和运营的智能化，不仅提升了展览会的组织和运营效率，而且降低了展览会的组织和运营成本；三是数字技术本身为展览会的发展带

来了新机遇，互联网、AR、VR、超高清视频等新技术展会中的应用，改变了展会展出的形式，从实物展示转变为数字文化展示。

图 22：数字技术赋能展示行业



数据来源：《2019 中国展览经济发展报告》，东吴证券研究所绘制

技术加持下，展览具备数字文化展示能力，应用场景更多元，可以承载文化消费与品牌营销需求。数字文化展示的起源可以追溯到 90 年代初期，3D 效果图的出现被认为是最早的形式，主要被应用于房地产行业的建筑设计表现。近年，5G 技术落地，AR、VR、超高清视频的发展，为展示行业注入了新的发展动力，新技术的运用从根本上改变了展示形式，从原本的“看”展过度到“玩”展，观众不仅能获取更好的看展体验，也能通过新的技术手段获得身临其境的感觉，同时通过这样的方式，展览能承载的不仅是实物展示，也可是文化展示，应用场景更多元，任何有展示需要的应用场景都可能是数字展示行业的业务来源，市场空间包含了文化消费体验与品牌营销体验两方面，空间广阔。

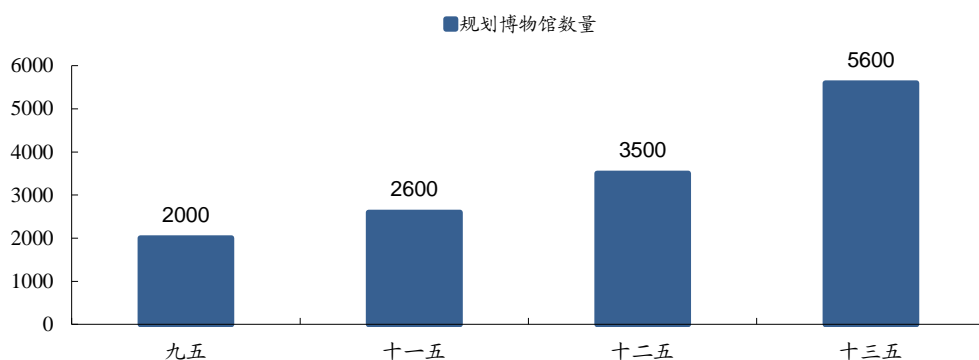
表 5：风语筑文化体验消费与品牌营销业务线

业务线	案例
主题馆	上海市北高新 AI 体验馆、重庆悦来海绵城等
博物馆	青岛地铁博物馆、平远地质博物馆等
旅游体验馆	雁荡山游人中心、上海中心观光体验厅等
科技馆	湖南常德科技馆、内蒙古兴安盟科技馆等
企业馆	中通快递企业文化展示厅、山东建设银行行史馆等
纪念馆	平湖名人馆、鲁甸地震馆等
市民文化中心	永泰县六馆一中心等
产业展示中心	上海静安区大数据中心、淄博新材料展示馆等
特色小镇	绍兴蓝印小镇、青岛动车小镇等

数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所

**文化消费体验—博物馆：**建设呈加速趋势，相比美国仍有较大发展空间。根据《国家文物事业发展“十三五”规划》，到 2020 年我国需发展到每 25 万人拥有 1 个博物馆。截至 2019 年底，全国已备案博物馆达 5535 家，基本达到了该标准。不过相比于美国 14 年约每 9100 人拥有一个博物馆的水平仍有较大差距。从国家多年对博物馆建设计划安排看，我国“十一五”计划建成达 2600 个，“十二五”计划建成达 3500 个，“十三五”计划按照每 25 万人拥有 1 个博物馆，预计建成达 5600 个左右，整体规划呈加速趋势。

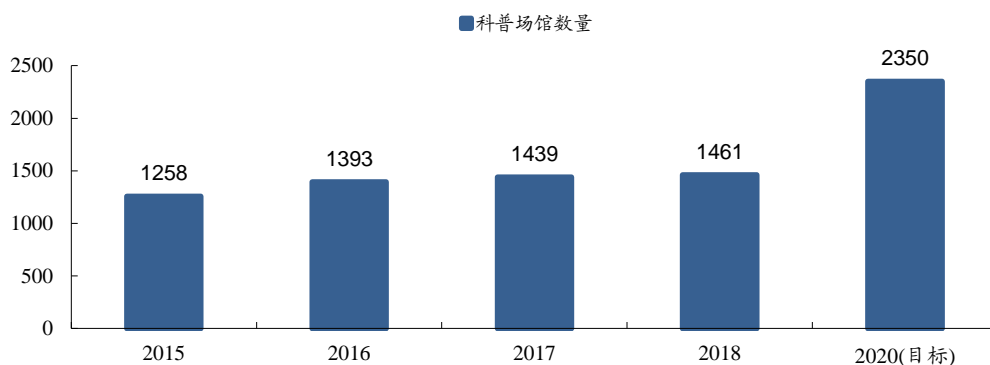
图 23：各规划时期博物馆计划建成数量（个）



数据来源：各时期文化发展规划，东吴证券研究所

**文化消费体验—科技馆：**建设趋缓，规划目标或将推动建设加速。根据《“十三五”国家科普和创新文化建设规划》，“十三五”期间，我国科普场馆覆盖目标为每 60 万人拥有一个科普场馆。以目前我国约 14 亿的总人数情况看 20 年底需建设约 2350 个科普类场馆。而根据科技部发布的数据，2017、2018 年我国科普类场馆增长仅为 46 个与 22 个，2018 年底场馆总数仅为 1461 个离目标值差距较大，后续规划目标或将推动科技馆加速落地。

图 24：2015-2018 年中国科普场馆数量（个）



数据来源：科技部，东吴证券研究所

数字新技术使展览行业题材选择更丰富，展示效果更强，可承载广阔的品牌营销需求。伴随 5G 技术加速落地，VR、AR、高清视频、云计算等行业利用技术进步快速扩张。新技术的商业化落地，为展览行业的展览方式提供了更多的选择，展览方式的多元

化也增强了数字文化展览效果，丰富了展览题材范围。相比于政府主导的城市馆、园区馆的建设，公司展览与品牌展览对于技术要求更高，多元化展示方式能更好的满足展览需求，达到公司与品牌营销效果。风语筑建立的中通快递企业文化展示厅、华为大数据展示中心、常熟服饰城展示馆等品牌营销体验馆都产生了较好的营销效果。根据中国会展行业经济研究会的数据，2019 年全国展览覆盖了 27 个一级行业，133 个二级行业细分，各行业通过数字文化展览进行品牌营销需求广阔。

图 25：华为大数据展示中心



数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所

图 26：常熟服装城展示馆

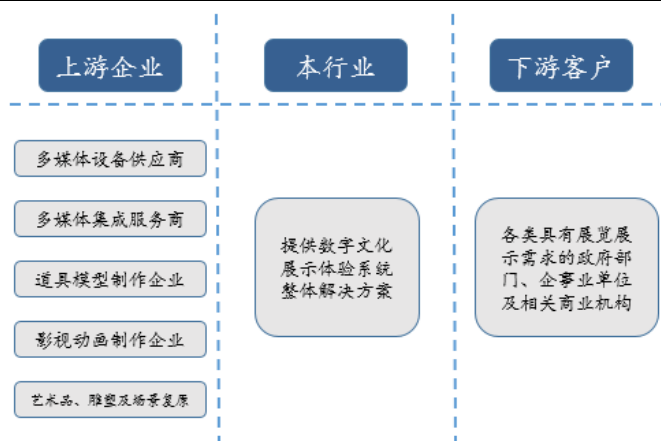


数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所

### 2.1.3. 数字技术筑壁垒，行业马太效应显著

**产业链：**上下游分散，下游 G 端与 B 端客户倾向与具有较强实力的龙头企业合作。公司所处行业的上游企业主要包括多媒体软、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，较为分散。下游客户主要为各地区政府、企事业单位、商业机构等，由于采购的项目为城市规划馆、博物馆、企业馆等展览馆的设计与建设，单笔订单金额较高，政府与企业倾向与具有较强技术实力和口碑的龙头企业合作。

图 27：数字展示行业产业链



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

数字技术显著提升展览效果，优秀展示效果塑造行业口碑。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，行业龙头企业凭借技术的积累能够达到较好的展示效果，成功的案例塑造了龙头在行业中的口碑。

图 28: 莫高窟 AR 技术解说



数据来源：莫高窟，东吴证券研究所

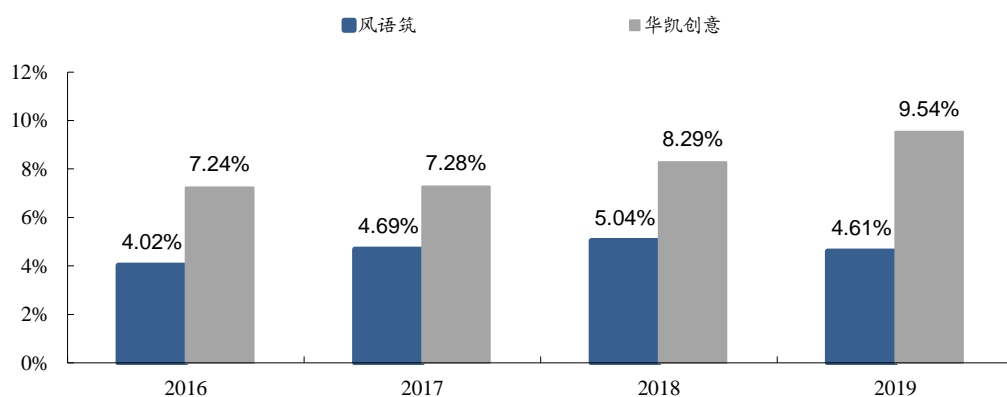
图 29: 故宫博物院 VR 体验馆



数据来源：故宫博物院，东吴证券研究所

龙头企业受益于技术实力与口碑，营销费用低竞争优势大。风语筑为行业龙头企业，凭借已有案例工程与多年经营口碑，公司在营销费用比的投入相对较少，追求工程品质的大型企业与政府客户更倾向与龙头企业进行合作。

图 30: 风语筑与华凯创意销售费用率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

技术需要长期稳定的研发投入，为行业设立了较高壁垒。数字展示涉及技术较多，为了达到更好的展示效果需要长期稳定的研发投入，从风语筑和华凯创意看，两者研发投入持续增加，风语筑研发费用从 2017 年的 4853 万增长至 2019 年的 6740 万。行业龙头具备先发优势，在行业早期已积累了相当的技术储备，为行业设立了较高进入门槛。风语筑目前已掌握了人工智能、行业大数据、虚拟现实、全息成像、5G+8K 超高清、VR、AR、裸眼 3D、数字沙盘、立体投影、动感影院特效、多媒体互动等诸多高科技数字化展示技术的应用。



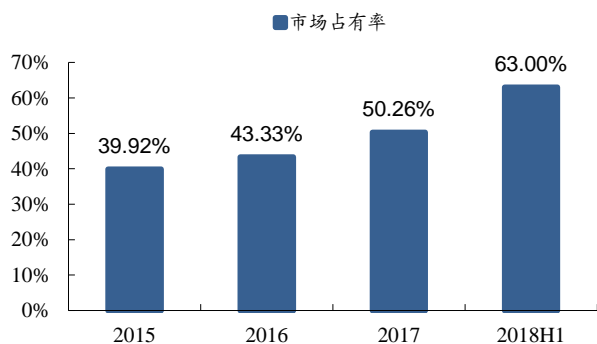
图 31: 风语筑技术与应用场景

展示体验子模块	功能简介	图例
特效影片	特效影片通过影视领域的延伸和制作软件方面的各项技术,在影视特效创意、前期拍摄、影视 3D 动画、特效后期合成、影视剧特效动画等方面发展,弥补了普通影片在视觉效果上的不足,使观影者能够介入影片事先设置的环境与剧情,有身临其境的观影体验。	 上海中心垂直城市体验区
互动体验	互动技术包括投影互动技术、视频互动技术和互动游戏。通过捕捉设备比如感应器等对目标影像如参观者等进行捕捉拍摄,然后由影像分析系统分析,从而产生被捕捉物体的动作,该动作数据结合实时影像互动系统,使参与者与屏幕之间产生紧密结合的互动效果。	 智慧城市眼神互动体验区
数字沙盘	数字沙盘是通过声、光、电、图像、三维动画以及计算机程控技术,运用数字投影来实现,数字沙盘可以充分体现区位优势特点。对参观者来说是一种全新的体验,并能产生强烈的共鸣,比传统的沙盘模型更直观。	 裸眼 3D 立体数字沙盘
AR/VR	虚拟实境技术 (Virtual Reality), 简称 VR 技术,是利用电脑模拟产生一个三度空间的虚拟世界,提供使用者关于视觉、听觉、触觉等感官的模拟,让使用者如同身历其境一般,增强现实技术 (Augmented Reality), 简称 AR 技术,也被称之为混合现实,是通过电脑技术将虚拟的信息应用到真实世界,真实的环境和虚拟的物体实时地叠加到了同一个画面或空间同时存在。	 汽车梦主题 270°虚拟自驾游体验区

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

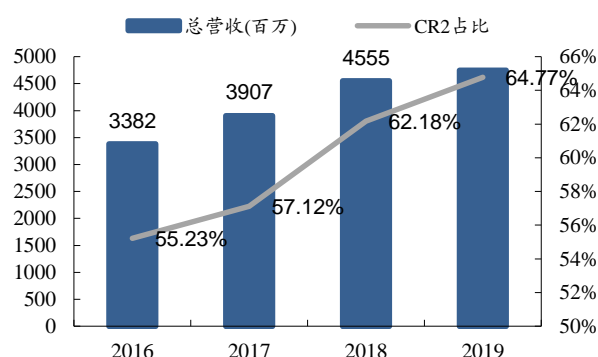
行业马太效应显著。龙头企业在成本、口碑、技术方面都具备明显优势,根据风语筑公布的数据,截止 2018H1,公司在城市馆、园区馆的市场占有率已从 2015 年的 39.92% 增长至 2018H1 的 63%。此外通过计算展览工程行业上市公司(包括新三板)总营收情况,可以发现 CR2 2016 年为 55.23%,2019 年已增长至 64.77%,市场集中度持续提升。

图 32: 风语筑城市馆、园区馆市场占有率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 33: 展览工程上市公司总营收与 CR2 占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 商业展览: IP、展览协同发展共创 IP 变现新模式

商业展览以 C 端客户为主，以出售门票、售卖周边产品为盈利方式，与城市园区展览、博物馆展览相比，商业展览的商业性更强。

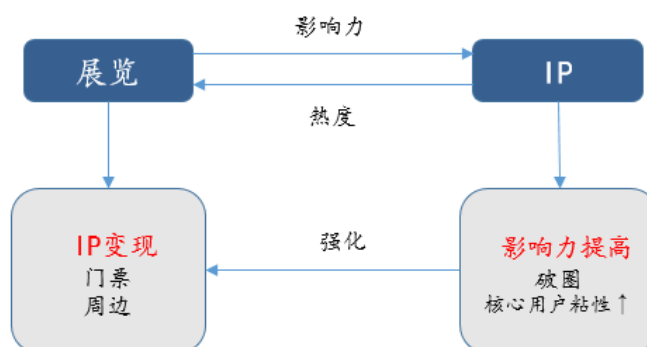
图 34：上海漫威展 2019



数据来源：大河票务网，东吴证券研究所

**IP 赋予展览价值，展览强化 IP 影响力，两者协同增强 IP 变现能力。**商业展览一般拥有特定 IP 主题，而 IP 主题受众广泛度、粉丝号召力决定了商业展览的热度，IP 赋予展览价值。而从 IP 角度出发，展览又从两个维度增强了 IP 影响力，首先，展览将 IP 展示给更广泛的公众，或可达到 IP 破圈的效果，其次展览也给了核心向受众线下沟通交流的机会，增强粉丝对 IP 的粘性。展览与 IP 相互赋能，协同发展，最终既强化了 IP 影响力，也通过展览将 IP 商业价值变现，构成了 IP 变现的新模式。

图 35：展览、IP 协同发展



数据来源：东吴证券研究所绘制

### 3. 城市数字化体验空间为基本盘，文化及品牌数字化体验成增长新引擎

公司的数字文化展示体验系统以创意设计为先导、以科技为依托、以跨界总包为手段，在具体项目实施中运用一体化全程控制的运作模式，为客户提供整体解决方案。公

司主要服务内容是为各类场馆及空间提供数字文化展示体验系统的策划、设计、实施和维护服务。该类业务分为以下两类：

图 36：风语筑城市数字化体验空间案例（部分）



数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所

- (1) **城市数字化体验空间**：该类空间主要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，以城市馆、园区馆等为载体，使其成为城市空间特色、历史文化特色、经济发展特色高度整合的独特体验空间。
- (2) **文化及品牌数字化体验空间**：该类空间主要通过创意设计、互动技术、沉浸体验等方式构建特定场景进行科普教育、品牌宣传、弘扬社会主义精神、传播科学文化知识等，以公共文化中心、博物馆、科技馆、企业馆、党建主题空间、科普教育空间、文旅主题空间等为载体，发掘在地文化精髓，融合时尚艺术潮流创新体验空间。

图 37：风语筑文化及品牌数字化体验空间案例（部分）



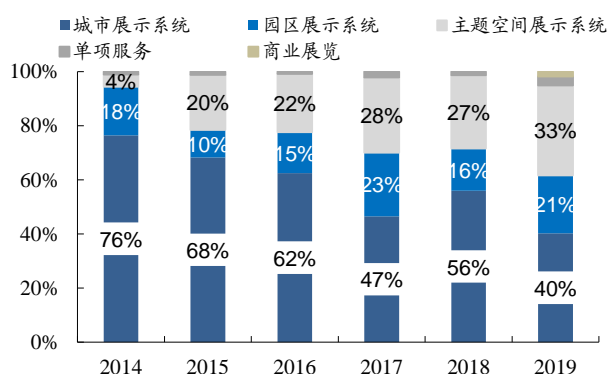
数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所



**深耕数字文化展示行业，主题空间业务前景广阔。**2014-2019 年，公司一体化项目营收规模逐年上升，城市展示系统和主题空间展示系统系主要收入来源，城市展馆业务占比从 2014 年 76.5%下降至 2019 年 40.3%，收入复合增速 46%；主题空间展示系统占比从 2014 年 4.5%上升至 2019 年 33.2%，收入复合增速 62%，实现业绩增长接力。在主题空间业务中，公司凭借深厚的技术水平、强大的创意能力与积累的丰富经验与资源，为客户提供有效的品牌推广与展示服务，赋能广大的企业与各类机构，市场前景广阔。2020 年上半年，城市数字化体验空间（以传统的城市馆、园区馆业务为主）收入 5.84 亿元，增长 0.5%；文化及品牌数字化体验空间（以主题空间展示业务为主）收入 3.94 亿元，同比增长 10.2%，持续良好增长势头。

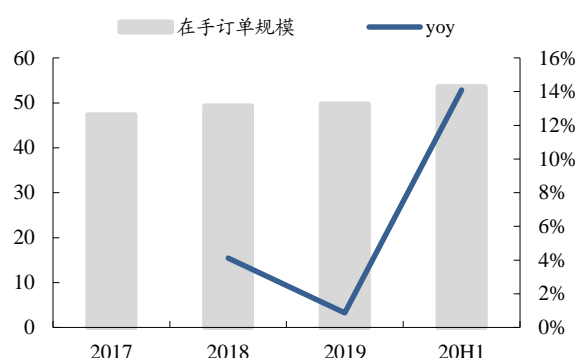
**在手订单充足，保障未来几年业绩表现。**2020 年上半年，公司在手订单规模达 53.57 亿元，同比增长 14.1%；2020H1 新签订单 14.88 亿元，同比增长 64.7%，其中文化及品牌数字化体验空间业务新签订单 8.28 亿元，同比增长 72.0%，占全部新签订单的 55.6%。充沛的合同订单为公司未来几年业绩提供了有力支撑，同时彰显了市场对于数字化体验服务的强劲需求以及公司作为中国领先数字化体验服务商的竞争优势。

图 38：公司各业务收入占比变化



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 39：公司在手订单规模（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 6：截止 2020 年 6 月 30 日公司在手订单情况表

类型	数量	金额（万元）	备注
已中标未签合同订单	38	122201.17	金额为中标金额
已签合同订单	237	413498.93	金额为合同金额
合计	275	535700.10	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

作为龙头企业，公司在业内已经拥有较高的知名度以及美誉度，主要的竞争优势有：

- （1）一体化运作模式为客户提供整体解决方案，确保满足客户个性化需求及项目的精准落地。公司的一体化全程控制运作模式主要体现在设计理念

贯穿项目全过程，要求设计师对各个环节和模块均深度参与，同时各相关部门根据项目设计理念支持设计师，保证各环节在项目实施进度和实施质量上符合设计师的要求。公司已构建起涵盖策划、设计、实施和维护服务的完整数字文化展示体验业务链体系，能够保证满足客户的个性化需求以及项目的精准落地。

图 40：一体化运营模式

销售模式	创意设计模式	采购模式	实施模式
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 招投标并对接</li> <li>• 老客户介绍委托</li> <li>• 项目持续更新</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 初期策划设计</li> <li>• 深化设计方案</li> <li>• 后期更新改造</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 信息搜集调研</li> <li>• 评选确定供应商</li> <li>• 复核结算组织验收</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 设计师负责制</li> <li>• 现场实施</li> <li>• 场外制作</li> </ul>

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

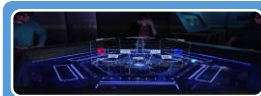
- (2) **创意设计优势是公司整个展示系统的核心，创新型人才是保障项目效果的关键要素。**创意设计是公司业务的核心环节，公司坚持以设计师负责制为原则，拥有一支有丰富创意设计经验、数字技术知识和深刻文化底蕴的复合型人才队伍。公司拥有建筑装饰工程设计专项甲级、建筑装饰工程专业承包一级等行业内顶级资质证书。同时公司在人才引进、培训等方面有持续投入，公司定期选派骨干赴国外考察学习，并与同济大学合作建立教产研基地，与上海理工大学、上海工程技术大学等高校深入合作形成产学研模式，注重人才的梯队培养。
- (3) **前沿科学技术优势确保设计理念得以实施。**公司深刻理解数字科学技术对创意设计实现的重要性，不断创新和开发展示新技术、新应用。公司目前已掌握了人工智能、行业大数据、虚拟现实、全息成像、5G+8K 超高清、VR、AR、裸眼 3D、数字沙盘、立体投影、动感影院特效、多媒体互动等诸多高科技数字化展示技术的应用。

图 41：风语筑科学技术（部分）



**8K同步播放系统**

- 使用GPU解码视频，单台主机最大支持8K（7680x4320）分辨率，视频清晰，播放不卡顿，不掉帧。

**MR沙盘技术**

- 利用MR技术，通过配套眼镜实现对沙盘各要素的深入讲解与体验，让体验者感受到全息影响与真实物理空间交互融合带来的真实感。

**MR微软hololens****飞行器VR虚拟漫游**

- 我们的全景虚拟仿真飞行驾驶模拟器是一个有效的体验手段，它能让观赏者不必冒险上天，在地面上就能接触高度仿真的飞行环境飞行

**AR动态终端交互**

- 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。

**基于GPU的视频融合系统**

- 证了视频处理的灵活性,设计并采用可用于并行运算的几何校正,边缘融合算法,提升了视频处理的高效性。可以用于4k格式视频的高质量效果展示,同时能有效降低构建成本,提高系统的经济实用性。

数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所

**（4） 构建自身的品牌优势及影响力,客户资源丰富稳定。**经过多年经营积累，公司在业内已形成了较高的知名度和美誉度，设计并实施完成了一大批有影响力的项目。长期积累的市场品牌、丰富的成功项目经验和持续领先的行业地位是公司不断拓展市场、获取订单的有利条件。公司目前主要服务于政府部门、大型国有企业等单位，其曾为沈阳、长春、重庆等市设计城市规划展示馆，也曾为华为、茅台等企业设计展厅，这类客户资源相对比较稳定且发生坏账损失的可能性较低。

## 4. 多点布局数字化产品及服务业务，科技文创赋能传统行业

公司致力于通过专题定制形式，融合当下具有时尚锐度、艺术水准、文化情怀以及科技含量的内容，以高清特效影片、互动体验、全息影像、VR/AR、商业文创展览、文旅产品等数字化体验，服务于各类商业客户和政府类机构，打造沉浸式场景、商业消费场景。同时公司积极布局文化旅游、数字艺术、沉浸式产业、影视动画及5G+VR等新赛道及产业，通过创新与创意实现跨界资源的优势互补，进一步整合提升项目产品的附加值。

### 4.1. 赋能 B 端传统商业市场，开拓 C 端商业文创展览业务

挖掘展览技术在商业消费场景上的应用，打开 B 端市场。风语筑为探索和拓展空间展示系统在商业领域的应用，以人民币 3000 万元获得上海良晓信息科技有限公司 30% 股权并达成合作。良晓科技旗下的 Wonderlabs 工作室为各个跨国品牌在国内的展览服务。服务范围遍布全球各类品牌环境，从大型发布会、展览展会、品牌活动到店内展示。

目前，数字文化展示体验系统及多媒体互动技术在商业零售场景的应用还处在发展初期，有广阔的市场空间，公司将利用自身在空间展示行业的领先地位，并结合良晓科技在商业领域的优势，培养“新零售”市场需求，为传统商业积极赋能。

图 42: Wonderlabs 合作客户情况



数据来源: Wonderlabs 官网, 东吴证券研究所

**设立子公司要看文创开展商业展览业务，进军 C 端市场。**近年来我国 2C 商业展览主题不断丰富，特别是通过艺术、科学、技术、设计、以及自然界概念的创意交融，营造人、科技与艺术的多媒体互动的虚拟艺术空间。2018 年 10 月，公司成立全资子公司要看文创，其是国内专注于商业文创展览的专业化企业，通过艺术、科学、技术、设计以及自然概念的创意与交融营造虚拟艺术空间，在面向 C 端的展览消费领域抢占位置。截止 2019 年，要看文创已经在全国 14 座城市拥有超过 20 场的商业展览运营案例。从传统 2G 业务积累口碑与品牌影响力，到 2B 端探索商业展示及新零售体验领域，并开拓 2C 业务，公司不断实现产业链的延伸。

图 43: 要看文创过往案例



数据来源: 风语筑官网, 东吴证券研究所

图 44：要看文创与 teamLab 合作案例



数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所

**IP 赋能，强化商业展览影响力。**新成立的要看文创与 teamLab 这一顶级艺术团队建立了深度合作，同时也与国家地理、敦煌研究院、台北故宫博物馆、乐高等优质 IP 开展合作，从而更优化地整合内容资源打造更具有广泛影响力的品牌。公司还通过和花生动画的强强联手，对动画 IP 进行新布局。花生动画是一家新型动画 IP 运营机构，投资布局动画和衍生行业，运营动画项目，赋能稀缺 IP，对动画全产业链 IP 价值进行重塑。基于消费升级驱动下新零售、新体验、新商业的潮流，风语筑将通过动画 IP 的特点，扩大主题商业展览的差异化、特色化，并促成更多优质动画 IP 项目在商业展览领域的落地。

图 45：风语筑与花生动画签约



数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

**在场地资源方面**，与国内众多一线商业体、城市地标性专业场馆以及各大具有影响力的媒体深度合作。要看文创已经与万象城、恒隆广场、大悦城、凯德广场、上海中心、苏州中心等一线商业体及城市地标性专业场馆达成合作协议。在媒体方面，要看文创已与新华社、人民网、中国新闻网、环球网、光明网等知名媒体形成合作关系。**高端场馆**目标客户群体是高消费或者具有审美能力的群体，与他们的合作高效整合了双方的客户



资源,持续为商业展览吸引流量,培养大众看展消费新常态,从而提高商业展览的渗透率。

图 46: 要看文创合作场地资源



数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所

图 47: 要看文创合作媒体资源



数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所

与国际市场相比,国内展览行业尚无大型品牌化企业,风语筑无疑走在了市场前列,有望逐步摆脱单一的下游市场结构,推进业务多元化,开启商业文创展览行业新篇章。目前商业文创展览市场整体还处于发展前期,随着国民消费能力的升级、对艺术文化需求的升高,未来看展人数及看展付费意愿增长可期。要看文创提前布局这一赛道,通过定位、培养客户群体占据市场份额,立志于打造展览连锁院线公司,形成中国展览院线第一品牌。

#### 4.2. 创意+科技实现优质社区运营，建立文旅体验新生态

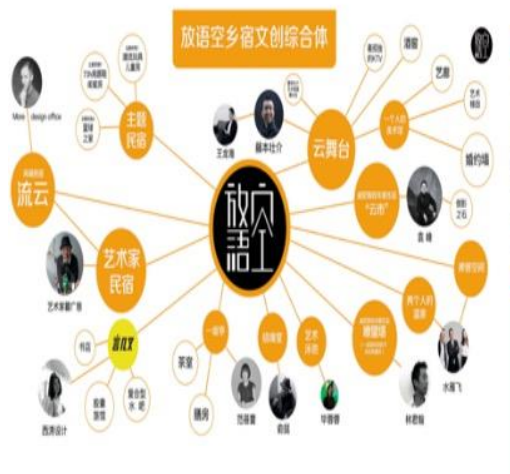
凭借资深的展览文创行业经验，用创意+科技服务文化旅游产业。公司创始人及其团队有着长时间的展览、文化、创意背景，这是在创意民宿空间进行文化创新的有利条件。凭借丰富的展览文创经验，公司运用自身前沿科技优势建立了中国第一个乡宿文创综合体“放语空”，成文创行业现象级热点及当代文旅产业新坐标。

图 48: 放语空概念鸟瞰图



数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

图 49: 放语空文创综合体示意图



数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

**放语空文创综合体：**以公共空间为纽带的新型民宿主客共享平台。桐庐青龙坞项目是公司基于桐庐特色，以艺术创意加科技手段，为体验慢生活人群打造的乡宿文创综合体，其将成为风语筑文旅业务的典型示范区。公司成功运用创意与科技挖掘文化价值，通过维护良好的社群运营获得流量，从而拓宽文旅产业市场并竖立新风尚。

图 50：放语空生态（部分）



数据来源：风语筑官网，东吴证券研究所

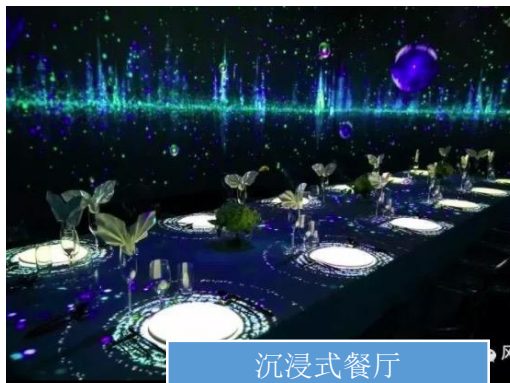
#### 4.3. 布局沉浸式产业，打造体验经济新增量

体验经济以服务为舞台，从生活与情境出发，塑造感官体验及思维认同，以此抓住目标客群的注意力，寻找新的生存价值与空间。公司坚持以“文化+科技”为核心，在主业持续增长的同时，进一步投资沉浸式产业，在大展示、新文旅、新零售行业中寻找新的增长点。公司先后完成了对以下标的公司的投资：

- (1) **参股投资国内知名沉浸式餐饮企业一合梦想。**一合梦想是一家专注于数字艺术制作及商业运用的公司，公司致力于打造光影餐厅、光影夜游、沉浸式体验 Box、IP 孵化&儿童游乐园等各种与生活息息相关的场景，从而实现光影艺术进入大众生活的愿景。风语筑与其联手将有利于双方共享多元化创意、互动设计制作及新媒体技术等资源，共筑共享销售渠道，促进业绩增长。双方合作将沉浸式这股“风”吹起来，使得沉浸式产业不仅仅是“风口”，而转变为持续的“风场”。

图 51：风语筑与沉浸式餐饮企业一合梦想签约





沉浸式餐厅



风语筑和一合梦想签约

数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

- (2) **参股明道集团。**明道集团是一家集文旅夜游创意制作、演艺灯光制造和集成项目实施为一体的综合性企业集团。通过自主首创的可移动沉浸式剧场，运用高科技手段和真人演艺相结合的方式，再现了敦煌千年乐舞盛景画卷。风语筑的数字展览技术能够助力明道集团沉浸式剧场优质化，共同推进文旅产业的沉浸化发展。
- (3) **联手东方广播中心，打造国内首个沉浸式声音剧场。**风语筑与上海广播电视台东方广播中心结成深度战略合作伙伴关系，双方就 SMG 音乐云中心项目建设、MCN 电商产业、虚拟偶像直播及沉浸式音乐艺术节等领域展开合作。公司将运用强大的创意设计手法、数字化展示技术手段及空间营造能力，助力音乐云中心项目的建设，使其成为受众参与度高、互动功能性强、趣味性浓的沉浸式声音可视化综合体验空间。风语筑与东方广播中心的强强联合，不仅让社会大众亲身体验上海广播及广播产业全媒体发展新模式，“体验经济”与“网红经济”的融合还为广播电台行业的发展注入新动能扩大收入来源。

图 52：多功能演奏厅效果图



数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

#### 4.4. 投资布局数字艺术行业、5G+VR 等新领域，科技赋能展览业务

风语筑具备优质的内容团队，积极探索科学技术创新及其在内容方面的应用，通过布局数字艺术行业、5G+VR 新领域，形成优势互补协同增强产品效果，进而提升品牌口碑及影响力。

- (1) **参股投资数字艺术创新平台 OUTPUT:** OUTPUT 是一个专注于数字艺术的创新平台，OUTPUT 透过与全球前沿数字艺术家的合作，开启跨学科、跨领域的多元化项目，更新数字艺术所能引发的多维体验，并以此联结艺术、科技与其他创意行业，致力于成为数字艺术全球性对话的中心枢纽。风语筑将利用自身在展览展示产业的实力背景，结合 OUTPUT 在数字艺术领域的优势，共同构建数字艺术行业新环境新风向。公司与 OUTPUT 的合作能够开展更多的艺术展览项目并优化项目效果，形成品牌效应、拓宽市场。

图 53: OUTPUT 数字艺术项目案例



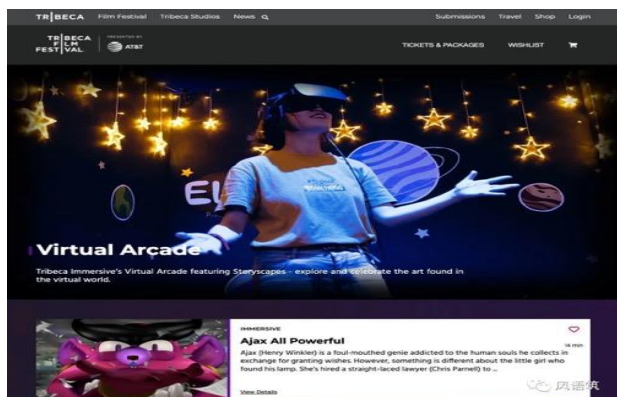
数据来源: OUTPUT 官网, 东吴证券研究所

- (2) **战略参股 VeeR, 提前卡位 5G+VR 赛道。**VeeR 是全球领先的 VR 内容平台, 目前已经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, 在 5G 到来之际, 实现了 VR 在 5G 环境下的商用场景落地。风语筑和 VeeR 的合作可以整合行业最优资源, 实现线上、线下全渠道融合, 升级“终端+应用+服务”体验, 共同推动“5G+VR”发展, 为行业树立标杆。

图 54: VeeR 虚拟游乐场

图 55: VeeR 内容平台





数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所



数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

#### 4.5. 强强联合，携手广电系进军 MCN

2020 年，公司与安徽广电、SMG 东方广播中心及湖南红网新媒体签署战略合作协议，持续推进广电 MCN 布局。其中，2020 年 6 月，公司与安徽广电宣布实现深度战略合作，双方在沉浸式网红直播空间、区域经济直播电商产业、超高清视频直播等领域展开合作。公司与安徽广电共同出资成立 MCN 企业“安徽阿玛歌文化传媒有限公司”，共同发展“沉浸式直播+短视频+区域经济电商”新零售供应链生态圈，联手打造全国首个沉浸式网红直播基地；8 月，公司与上海广电东方广播中心建立深度战略合作伙伴关系，双方将围绕节目与主持人资源拓展 MCN 业务，并在虚拟偶像直播、沉浸式音乐艺术节等方面进行探索。风语筑依托自身深厚的技术积淀、强大的创意设计能力、在数字内容与短视频等领域的丰富资源，结合广电系旗下的优质内容与主持人团队，以线下数字化体验空间为载体、数字新媒体技术及数字艺术内容为手段，促进线上线下联动，实现媒体生态转型与融合发展。

图 56：风语筑和安徽广电达成战略合作



数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

图 57：广电主持人在短视频直播领域的探索



数据来源：风语筑公众号，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测及投资评级

2014-2019 年，公司一体化项目营收规模逐年上升，以城市数字化体验空间为基本盘，文化及品牌数字化体验成增长新引擎。其中城市馆展览业务近年来增长放缓，城市展馆业务占比从 2014 年的 76.50%下降至 2019 年的 40.31%；主题空间展示系统占比从 2014 年的 4.50%上升至 2019 年的 33.22%，19 年同比增长 62.6%，实现业绩增长接力。

**城市数字化体验空间：**预计 20-22 年城市展示系统业务收入分别为 8.35/9.01/9.46 亿元，分别同增 2%/8%/5%；园区展示系统业务收入分别为 4.77/5.44/6.04 亿元，分别同增 10%/14%/11%。城市展示系统及园区展示系统毛利率保持稳定，未来三年预计分别维持在 28%、30%左右。

**文化及品牌数字化体验空间：**文化消费及品牌营销需求打破行业界限，数字技术加持带来广阔市场空间，预计 20-22 年主题空间展示系统收入分别为 8.43/12.14/16.75 亿元，同增 25%/44%/38%。毛利率稳定，预计 20-22 年分别为 30.4%/30.5%/30.5%。

**单项服务：**预计 20-22 年单项服务收入分别为 1.01/1.32/1.64 亿元，同比增长 50%/30%/25%。毛利率分别为 53%/53%/53%。

**商业展览：**考虑今年受疫情影响，2C 端商业展览业务承压，未来随着用户看展习惯培养，仍然具备较大成长空间，预计 20-22 年收入分别为 0.27/0.53/0.69 亿元，同比增长 -25%/95%/30%，毛利率分别为 -45%/5%/10%。

表 7：分业务盈利拆分表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
城市展览系统	818	835	901	946
yoy(%)	-14.5%	2%	8%	5%
营业成本	589	601	649	681
毛利率(%)	27.98%	28.0%	28.0%	28.0%
园区展览系统	434	477	544	604
yoy(%)	62.6%	10%	14%	11%
营业成本	304	334	381	423
毛利率(%)	29.90%	30.0%	30.0%	30.0%
主题空间展示系统	674	843	1214	1675
yoy(%)	46.0%	25%	44%	38%
营业成本	470	587	844	1164
毛利率(%)	30.26%	30.4%	30.5%	30.5%
单项服务	67.47	101.2	131.6	164.5
yoy(%)	189.8%	50%	30%	25%



营业成本	32.10	46	59	74
毛利率 (%)	52.42%	53%	53%	53%
商业展览	36.34	27.3	53.1	69.1
yoy(%)		-25%	95%	30%
营业成本	51.09	33	50	55
毛利率 (%)	-40.59%	-45%	5%	10%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司费用管控稳健，预计 20-22 年销售费用率分别为 4.6%/4.65%/4.8%，管理费用率分别为 8.5%/8.4%/8.4%。

综上，预计 20-22 年公司实现营收 22.83/28.44/34.58 亿元，归母净利润 3.06/3.88/4.89 亿元，EPS 分别为 1.05/1.33/1.68 元，PE 分别为 21/17/13X。考虑未来社会文化消费需求逐步释放，技术创新及产业融合开展览赛道新的想象空间，同时公司作为行业龙头已形成较高的技术及品牌壁垒，在手订单充足，给予公司 21 年 25 倍估值，对应目标价 33.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值对比（截止 2020.9.7）

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
锋尚文化	143.99	103.78	4.70	4.14	5.95	31	35	24
风语筑	22.41	65.34	0.90	1.05	1.33	25	21	17

数据来源：Wind，东吴证券研究所（风语筑预测为东吴研究所预测，锋尚文化预测为 Wind 一致预测）

## 6. 风险提示

### （1）应收账款回款风险

截止 20 年上半年，公司应收账款达 10.02 亿元，占总资产的 29.1%。公司应收账款客户主要为各级政府部门或相关单位，发生坏账损失的风险较低，但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。

### （2）跨界竞争风险

加速新行业布局，将对公司自身资金保障、员工能力要求以及人才梯队建设提出更高的需求，若公司未来不能在新领域提升自身竞争优势和市场占有率，将对公司盈利能力的持续增长产生不利影响。

### （3）客户集中风险

公司收入仍然主要来自于政府部门等单位。如未来公司不能拓展数字化体验行业边

界，一旦政府部门投资减少，将对公司持续经营带来一定影响。

#### （4）宏观经济周期性波动风险

公司所处的展览展示行业发展与宏观经济发展水平相关，一般而言，在国民经济总体发展态势良好时，各级政府相关部门、各类企事业单位可支配收入更高，其建设或更新展馆、展示体验系统的需求更为旺盛，宏观经济的周期性波动对展览展示行业有一定影响。如若未来几年我国宏观经济出现较大波动，将对展览展示行业的整体需求产生影响，进而对公司经营环境造成一定影响。

风语筑三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3,345</b>	<b>3,996</b>	<b>4,911</b>	<b>5,761</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,030</b>	<b>2,283</b>	<b>2,844</b>	<b>3,458</b>
现金	1,278	1,565	1,825	2,220	减:营业成本	1,447	1,600	1,983	2,397
应收账款	1,005	1,073	1,515	1,632	营业税金及附加	10	21	22	25
存货	873	1,143	1,356	1,666	营业费用	94	105	132	166
其他流动资产	189	215	215	243	管理费用	102	194	239	291
<b>非流动资产</b>	<b>396</b>	<b>418</b>	<b>472</b>	<b>524</b>	财务费用	-15	-21	-16	-21
长期股权投资	35	41	48	54	资产减值损失	-0	50	58	60
固定资产	188	208	259	308	加:投资净收益	23	10	11	12
在建工程	15	13	12	12	其他收益	0	0	0	0
无形资产	25	23	21	19	<b>营业利润</b>	<b>297</b>	<b>352</b>	<b>448</b>	<b>562</b>
其他非流动资产	133	132	132	131	加:营业外净收支	2	4	1	2
<b>资产总计</b>	<b>3,741</b>	<b>4,414</b>	<b>5,383</b>	<b>6,285</b>	<b>利润总额</b>	<b>299</b>	<b>355</b>	<b>449</b>	<b>565</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,070</b>	<b>2,437</b>	<b>3,081</b>	<b>3,574</b>	减:所得税费用	37	49	62	76
短期借款	7	7	73	122	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
应付账款	575	647	868	964	<b>归属母公司净利润</b>	<b>262</b>	<b>306</b>	<b>388</b>	<b>489</b>
其他流动负债	1,488	1,782	2,141	2,489	EBIT	261	313	401	510
<b>非流动负债</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	EBITDA	288	333	426	541
长期借款	0	1	1	1					
其他非流动负债	1	1	1	1	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,071</b>	<b>2,438</b>	<b>3,083</b>	<b>3,576</b>	每股收益(元)	0.90	1.05	1.33	1.68
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	5.73	6.78	7.89	9.29
					发行在外股份(百万股)	292	292	292	292
归属母公司股东权益	1,670	1,976	2,300	2,709	ROIC(%)	13.7%	13.6%	14.6%	15.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,741</b>	<b>4,414</b>	<b>5,383</b>	<b>6,285</b>	ROE(%)	15.7%	15.5%	16.9%	18.0%
					毛利率(%)	28.7%	29.9%	30.3%	30.7%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	12.9%	13.4%	13.6%	14.1%
经营活动现金流	253	298	309	475	资产负债率(%)	55.4%	55.2%	57.3%	56.9%
投资活动现金流	-116	-32	-67	-71	收入增长率(%)	18.8%	12.5%	24.6%	21.6%
筹资活动现金流	-24	21	-47	-58	净利润增长率(%)	24.3%	16.8%	26.6%	26.0%
现金净增加额	113	288	195	346	P/E	24.92	21.33	16.85	13.37
折旧和摊销	26	20	25	31	P/B	3.91	3.31	2.84	2.41
资本开支	30	16	47	46	EV/EBITDA	18.04	14.71	11.05	8.06
营运资本变动	-64	3	-76	-12					

数据来源: 贝格数据, 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>