

# 华扬联众 (603825)

## 新 IP 有望提供利润弹性, 期待元宇宙及新零售业务发力

买入 (首次)

2022 年 06 月 14 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001  
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	13,214	13,810	15,687	18,177
同比	45%	5%	14%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	229	303	397	478
同比	9%	32%	31%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.90	1.20	1.57	1.89
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.41	16.17	12.35	10.26

### 投资要点

- 需求升级推动营销市场发展, 客户、媒体、数据资源打造竞争壁垒。**当前, 宏观经济趋向稳定, 但我国广告支出占 GDP 比重相较日本、美国仍处于较低水平, 未来国内互联网广告整体增长速度依然有望在较长的时间内快于 GDP 的增长, 需求升级将成为主要增长动力。中大型品牌主投放金额大, 且需求多样化, 是大型营销公司的抢夺重点。公司覆盖从内容开发、精准营销到效果监测全流程, 能够为客户提供一站式服务, 易受大客户青睐, 从而沉淀丰富的客户及媒体资源; 这些资源需长期积累, 且需要公司具备一定实力, 先发优势明显, 为公司业绩构筑护城河。
- 独家资源及 IP 积累有望提供利润弹性。**公司目前具有丰富体育及 IP 文博资源。基于这些资源及 IP, 公司于客户端议价能力将有望提升。**体育资源方面:** 受益于政策持续利好及体育营销线上化加速, 未来体育营销有望持续增长。公司冬奥会营销工作的成功开展作为公司体育营销业务的起点, 将为后续公司积累体育资源奠定基础。**文博 IP 方面:** 博物馆商业化及数字化发展趋势明显。伴随政策支持及居民文化产品消费需求增加, 文博产业迅速发展。但公立文化博物馆缺乏资金, 需要与商业化公司进行合作从而探索 IP 的商业化道路, 这为华扬联众取得相关文创资源提供助力。目前, 公司已与多家头部文博达成合作。
- 新零售: 新需求打开业绩增长点, 毛利率有望提升。**疫情加速汽车及免税等传统线下业务的线上化转变, 公司紧抓新需求, 拓展新零售业务。我们认为, 在政策利好免税产业背景下, 高毛利免税业务的发展及产品端需求整合将带动新零售业务毛利率提升。
- 文博 IP 赋能元宇宙业务, 虚拟人具增长潜力。**公司与头部文博具有合作关系, 数字藏品业务与文博类 IP 属性天然契合, 为 IP 提供新型变现方式, 我们认为两者的结合仍将持续进行, 数字藏品有望成为文博类 IP 营销的主要方式之一。头部博物馆的 IP 资源也将为业务利润带来增长空间。虚拟人个性化且风险低, 市场规模高速增长, 其深入到公司各业务环节, 赋能主营业务, 打开营收增长点将是未来虚拟人主要看点。
- 盈利预测与投资评级:** 公司为国内营销领先企业, 竞争优势稳固, 元宇宙+新零售业务打开想象空间, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.0/4.0/4.8 亿元, 同比增长 32%/31%/20%。我们看好公司元宇宙及新零售业务发展潜力, 给予公司 2022 年 25 倍 PE, 对应市值为 76 亿元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争风险, 核心客户流失风险, 新业务不及预期风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	19.35
一年最低/最高价	13.16/30.07
市净率(倍)	2.11
流通 A 股市值(百万元)	4,902.06
总市值(百万元)	4,902.06

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.24
资产负债率(% ,LF)	70.40
总股本(百万股)	253.34
流通 A 股(百万股)	253.34

## 内容目录

<b>1. 公司概况：互联网营销领先企业，数据驱动全链路营销</b>	<b>5</b>
1.1. 发展历程：整合全渠道资源，新零售拓展营销新场景	5
1.2. 公司财务：长期业绩表现稳健，业务结构持续优化	6
<b>2. 品牌营销：整合全链路营销服务，IP 资源将提供利润弹性</b>	<b>7</b>
2.1. 行业需求升级将驱动行业发展，大型综合服务商有望持续获益	7
2.1.1. 市场规模较大，需求升级将驱动行业发展	7
2.1.2. 营销服务商呈分散化格局，大型综合类公司竞争优势明显	9
2.2. 竞争优势：打通产业链全链路布局，助力客户、媒体、数据资源沉淀	11
2.2.1. 全链路整合营销，满足品牌主多元化需求	11
2.2.2. 客户、媒体、数据资源沉淀，打造公司竞争壁垒。	12
2.3. 增长动力：独家资源及 IP 积累有望提升利润率	13
2.3.1. 体育资源：乘体育营销之风，原有链路赋能体育营销	14
2.3.2. 文博 IP：与头部博物馆达成合作，打造数字化文博生态	15
2.3.3. IP 资源积累有望提振公司利润率	16
<b>3. 新零售：从“营”到“销”，新需求打开业绩增长点</b>	<b>16</b>
3.1.1. 疫情加速汽车行业打通线下、线上销售渠道	16
3.1.2. 离岛免税市场高速增长，政策持续利好	17
3.1.3. 从营到销，需求整合将推动利润提升	18
<b>4. 元宇宙业务：文博 IP 赋能元宇宙业务，虚拟人具发展潜力</b>	<b>19</b>
4.1. 内容依旧是业务核心，文博 IP 将赋能元宇宙业务	19
4.2. 虚拟人：打造虚拟人 IP，助力品牌营销业务	20
4.3. 依托传统 IP，打造元宇宙生态	22
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>23</b>
5.1. 盈利预测	23
5.2. 估值	24
<b>6. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	华扬联众营收情况及 yoy (亿元) .....	6
图 3:	华扬联众营收结构 (亿元) .....	6
图 4:	华扬联众归母净利润情况及净利率 (亿元) .....	6
图 5:	华扬联众毛利率.....	6
图 6:	华扬联众费用率情况.....	7
图 7:	同业各公司研发费用率.....	7
图 8:	各类型广告媒体 2016-2021E 年收入规模 (亿元) .....	8
图 9:	互联网广告市场规模及增长率 (亿元) .....	8
图 10:	中国 GDP 及增长率 (亿元) .....	8
图 11:	2021 年各国广告行业市场规模占 GDP 比重.....	8
图 12:	中国居民恩格尔系数 (%) .....	9
图 13:	2021TOP15 行业广告投放费用规模.....	9
图 14:	中国视频类广告市场规模 (亿元) .....	9
图 15:	中国社交广告市场规模 (亿元) .....	9
图 16:	中国网络广告行业产业图谱.....	10
图 17:	公司全链路营销布局.....	12
图 18:	公司品牌营销收入占比 (按行业分类) .....	13
图 19:	公司前五大客户收入 (百万元) 及占比.....	13
图 20:	公司技术人员数及占总体比例 (人) .....	13
图 21:	公司研发费用 (亿元) 及研发费用率.....	13
图 22:	中国体育产业总规模 (亿元) 及增速.....	14
图 23:	中国体育营销市场规模 (亿元) 及增速.....	14
图 24:	中国苏州博物馆文创产品开发数据.....	15
图 25:	2021 年受访消费者购买的授权产品与同类产品价格区别.....	16
图 26:	汽车购买用户行为链路.....	17
图 27:	中国乘用车销量 (百万辆) .....	17
图 28:	海南离岛免税购物金额 (亿元) 及 yoy.....	18
图 29:	海南离岛免税购物人次 (万人) 及购物金额 (元) .....	18
图 30:	壹网壹创线上营销业务流程.....	18
图 31:	2021 壹网壹创各业务毛利率.....	19
图 32:	2021 各公司毛利率对比.....	19
图 33:	蒹葭潮团数字藏品.....	20
图 34:	摩点 APP 应用 AR 拍照.....	20
图 35:	中国虚拟偶像市场规模 (亿元) .....	21
图 36:	虚拟形象 YOUNG .....	22
图 37:	甜小甜现身发布会现场.....	22
图 38:	凤凰数字科技《画游千里江山——故宫沉浸艺术展》 .....	22

表 1: 腾讯一般展示类广告季度返点 (2016 年) .....	11
表 2: 公司营业收入及拆分 (单位: 百万元, %) .....	23
表 3: 可比公司估值.....	24

## 1. 公司概况：互联网营销领先企业，数据驱动全链路营销

华扬联众成立于1994年，是整合全渠道营销的全域营销公司，以技术/数据驱动品牌服务全链路，为品牌主提供品牌营销、品牌运营、影视业务、新零售等全案服务内容，以及全域增长服务。公司旗下整合了营销服务、新IP、新技术、新零售四大优势业务板块，为沉浸式互联网时代提前做好布局。2017年，公司于上交所上市。

### 1.1. 发展历程：整合全渠道资源，新零售拓展营销新场景

公司于1994年成立，2002年开始专注于互联网广告领域，在此期间不断整合积累行业广告服务及数据、技术资源，打造覆盖“品效销”的全链路营销体系，我们将其发展历程主要分为四个阶段：

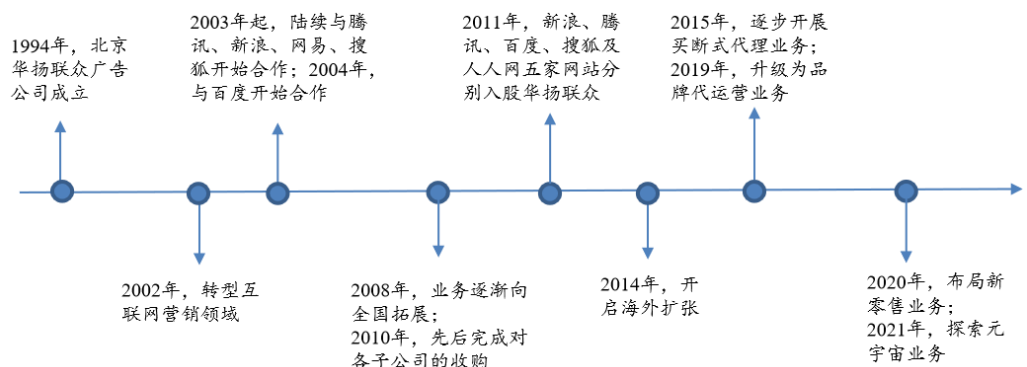
**1994-2001：针对广告营销行业进行探索。** 1994年6月，北京华扬联众广告公司成立，经营范围为设计制作代理国内和外商来华广告。

**2002-2015：转型互联网营销领域，整合全渠道资源。** 随着互联网的普及，公司于2002年转向互联网广告领域。2010年起，公司先后完成对华扬创想（互联网广告服务）等公司的收购。市场拓展方面，公司于2008年起逐渐向全国拓展，截至2022年公司已经于上海、广州、深圳等主要城市设立多个分公司或子公司。

**2014-2019：持续优化业务结构，拓展海外市场。** 华扬联众于2014年起开始逐步开拓海外市场，公司先后在首尔、洛杉矶、纽约、伦敦、巴黎等地设立办公室。同时，公司的主营业务结构趋于完善。2015年，随着电商行业的高速发展，公司逐步开展买断式代理业务；2019年初，公司试水品牌代运营业务。

**2020至今：发力元宇宙与新零售领域，探索业务增长点。** 2020年，依托汽车行业营销经验，公司拓展了汽车新零售业务；同时，公司积极探索元宇宙领域，于虚拟偶像、数字藏品、数字交易等领域均有所进展，探索在下一代沉浸互联网时代的新机遇。

图1：公司发展历程



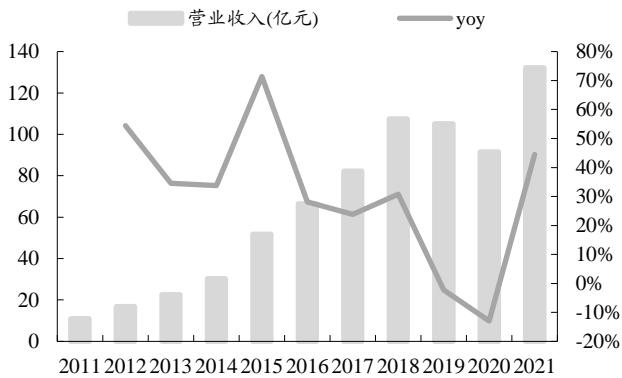
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



## 1.2. 公司财务：长期业绩表现稳健，业务结构持续优化

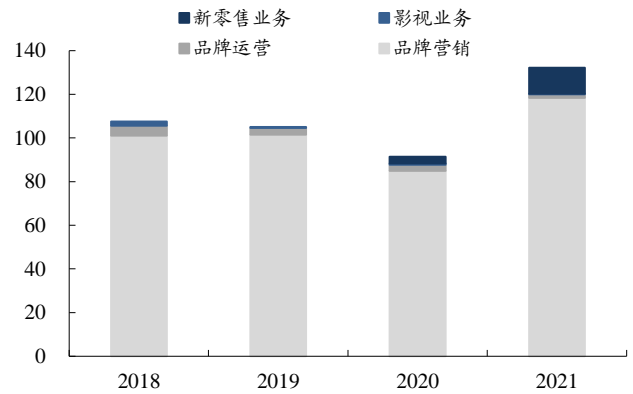
**长期营收增长稳健,毛利率企稳。**2021年,公司实现营业收入132.14亿元,同比增长44.5%。长期来看,2011-2021年,公司CAGR达28.38%,营收保持稳健增长。业务结构方面,新零售业务营收占比逐渐提升。2021年,公司毛利率为11%,同比下降2pct。自2017年,公司毛利率保持稳定,维持在11%以上。

图2: 华扬联众营收情况及yoy(亿元)



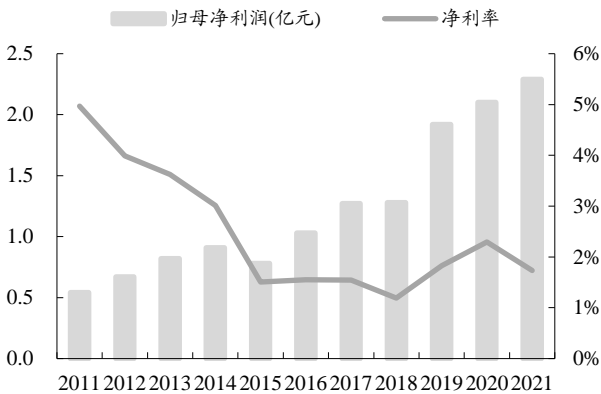
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 华扬联众营收结构(亿元)



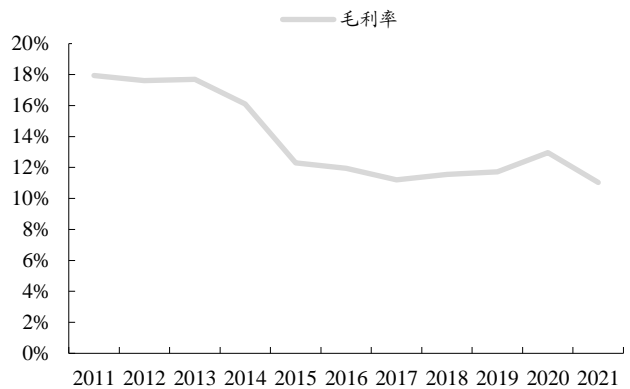
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 华扬联众归母净利润情况及净利率(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

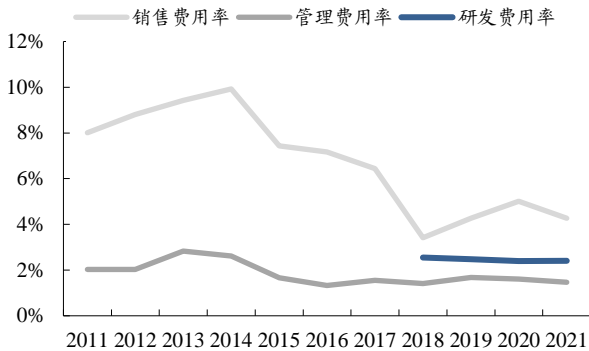
图5: 华扬联众毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

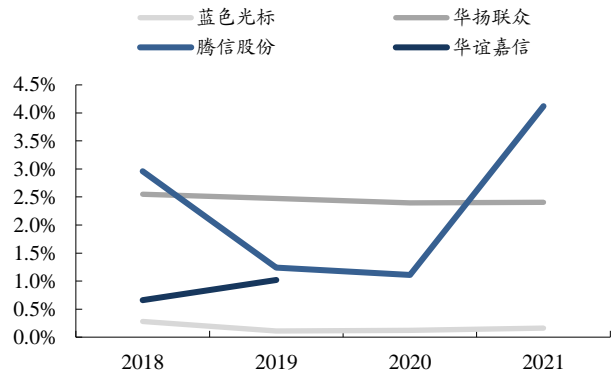
**规模提升有望降低公司费用率,研发投入相对较高。**2021年,公司销售费用率为4.3%,同比降低0.7pct;研发费用率为2.4%,同比下降0.1pct;管理费用率为1.5%,同比下降0.1pct。随着业务结构的调整及业绩回升,规模的扩大有望摊薄公司费用率。同时,公司以技术为驱动力,对技术投入较多,其研发费用率相较于同业其他公司也处于较高水平。

图6: 华扬联众费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 同业各公司研发费用率



数据来源: 公司公告, WIND, 东吴证券研究所

## 2. 品牌营销: 整合全链路营销服务, IP 资源将提供利润弹性

公司品牌营销业务主要分为营销代理服务及营销策划与制作服务, 其中又以营销代理服务为主。该业务主要是向品牌提供全域整合营销服务, 通过综合各种营销方式, 向消费者传递和表达客户的品牌形象和产品信息。这些营销方式包括但不限于: 品牌咨询、策略策划、内容制作、全域媒体投放、IP 内容合作、公关服务、社交媒体运营、程序化购买和监测分析等技术性支持、销售推广、会员服务。

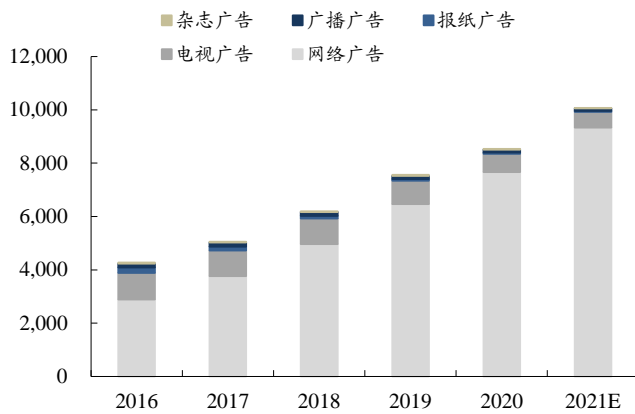
### 2.1. 行业需求升级将驱动行业发展, 大型综合服务商有望持续获益

#### 2.1.1. 市场规模较大, 需求升级将驱动行业发展

**数字营销市场广阔, 成为广告投放的主要模式。**目前, 互联网广告市场仍保持稳健增长, 已经成为较为主流的营销模式。根据艾瑞咨询预测, 2021 年互联网广告市场规模达 9342.8 亿元, 同比增长 21.9%, 占各媒体广告收入的 92.7%。

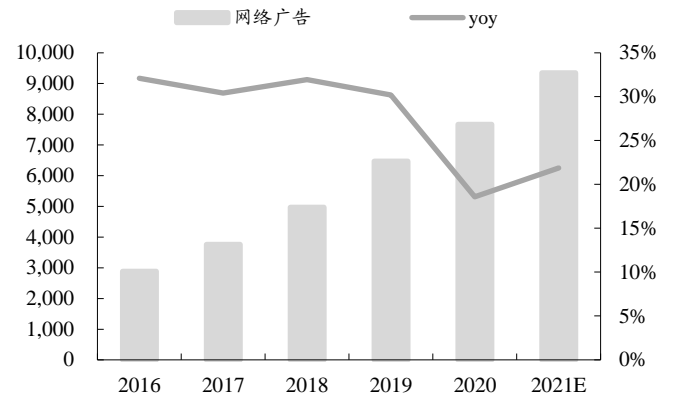
**宏观经济趋于稳定, 但广告市场占 GDP 比重仍有上升空间。**广告市场与宏观经济的发展息息相关, 宏观经济向好, 人们消费水平提高, 广告主投放金额则增加, 从而将广告投入转化为实际品牌消费的提高。当前, 宏观经济趋向稳定, 我国 2019-2021 年 GDP 复合增长率为 7.32%; 但横向对比各国, 我国广告支出占 GDP 比重仍处于较低水平, 根据 Dentsu, 我国广告行业市场规模占 GDP 比重与日本、美国等国家相比仍处较低水平, 比重仅为 0.7%。我们认为, 尽管由于疫情等多方面因素影响, 我国宏观经济近几年趋于稳定, 但我国广告行业市场规模占 GDP 比重相较日本、美国等仍处于较低水平, 且我国广告市场 90% 以上为互联网广告, 未来国内互联网广告整体增长速度依然有望在较长的时间内快于 GDP 的增长, 而需求升级将成为未来互联网广告市场的主要增长动力。需求升级则主要体现为两方面: 品牌主对广告投放质与量的提升。

图8: 各类型广告媒体 2016-2021E 年收入规模 (亿元)



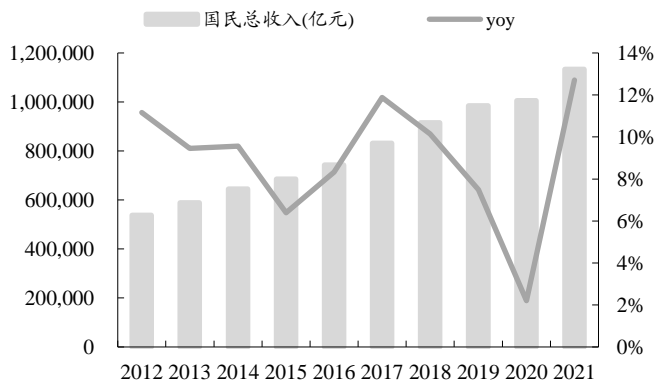
数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图9: 互联网广告市场规模及增长率 (亿元)



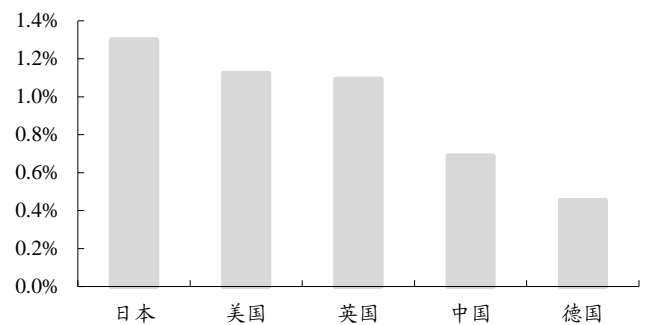
数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图10: 中国 GDP 及增长率 (亿元)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图11: 2021 年各国广告行业市场规模占 GDP 比重



数据来源: Dentsu, IMF, 东吴证券研究所

一方面, 中国消费升级促进品牌迭代加速, 广告主对互联网广告投放的需求增加。近年来, 我国消费结构逐渐升级, 居民恩格尔系数 (食品支出/总支出) 呈下降趋势, 人们非食品消费逐渐上升; 同时, 主力消费人群向 Z 世代倾移; 消费者对产品品质、创意的需求加速了品牌商的产品及品类迭代, 竞争逐渐加剧, 各品牌主因此面临较大的营销压力, 并转化为广告投放力度加大。

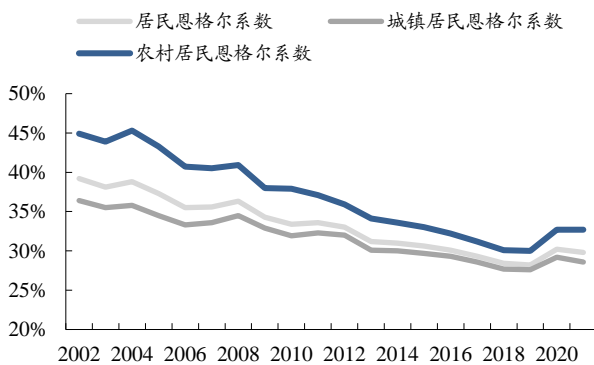
对互联网投放需求的增加主要体现在传统行业广告主投放提升。根据 Quest Mobile, 家用电器、美妆护理、IT 电子、服饰箱包等行业广告投放费用均显著增加, 同比增长率分别为 141.7%/99.9%/97.5%/90.7%。在消费升级的背景下, 品牌迭代与竞争压力大, 对于营销的需求日益增加, 从而推动广告行业的发展。

另一方面, 品牌主对投放广告效果的需求升级, 其对广告投放的需求从重视品牌曝光逐渐转移到品效结合上, 视频类广告及社交广告为营销行业带来主要增量。随着互联



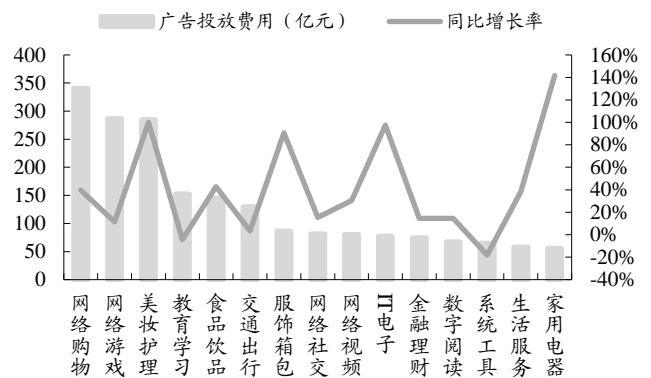
网技术及应用的进步以及近年来疫情影响，消费者的消费行为逐渐向线上转移，品牌主不仅需要提升其品牌曝光度及知名度，也需要更精准的向目标客户群体投放广告，提高其消费者的转化率，进一步转化为直观的销售收入。在短视频等平台的高速发展下，视频类广告尤其是短视频广告内容丰富互动性强且能够实现个性化推荐，为品牌带来更多的营销触点；社交类广告则能够通过私域运营为品牌形成流量沉淀，为后续互动及转化做铺垫。因此品牌主对广告效果的需求升级意味着品牌广告主需要结合内容运营、公域及私域流量运营将品牌知名度提升及销量转化有效结合，其营销需求更加多元化，视频类广告及社交广告市场快速发展，市场规模持续提升。

图12: 中国居民恩格尔系数 (%)



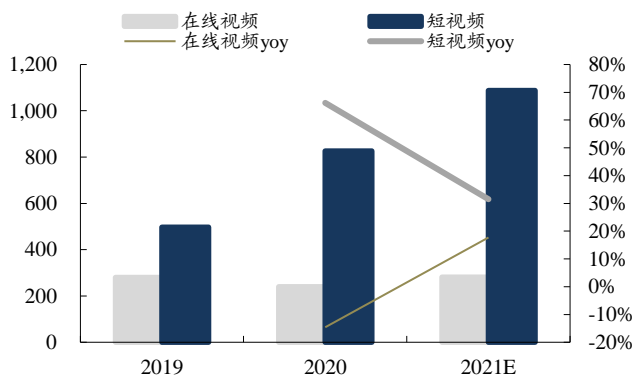
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图13: 2021TOP15行业广告投放费用规模



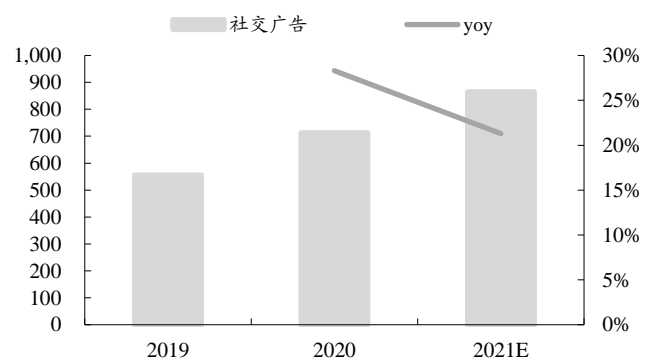
数据来源: Questmobile, 东吴证券研究所

图14: 中国视频类广告市场规模 (亿元)



数据来源: Questmobile, 东吴证券研究所

图15: 中国社交广告市场规模 (亿元)



数据来源: Questmobile, 东吴证券研究所

### 2.1.2. 营销服务商呈分散化格局, 大型综合类公司竞争优势明显

数字营销行业参与主体主要包括广告主、媒体及服务商。数字营销行业产业链上游为广告主，分散于各行业，品牌数量众多；下游为各大媒体，流量集中于几个大型互联网平台，如腾讯、爱奇艺、微博、抖音等。互联网广告服务提供商作为中游连接上下游两端，构成较为复杂，根据广告主需求为其提供服务，帮助其在媒体上投放广告。

**营销服务商呈分散化格局，大型综合服务商将具有明显优势。**中游营销服务商提供服务本质为帮助企业与媒体资源对接，并且通过大规模广告投放享受返点，从而为品牌商提供更为优惠的广告投放价格。在此业务基础上，营销服务商也可以通过各种服务为广告投放提质增效。例如，通过各种技术手段提升资源采购效率等；提供更为创意性的内容等，其竞争格局相对更为分散。在行业呈分散化背景下，我们认为，大型综合服务商将具有明显竞争优势。我们将分别从上游及下游角度讨论其优势。

图16：中国网络广告行业产业图谱



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

**从上游来看，优质广告主倾向于将预算分配给大型综合营销企业。**对于优质的大型广告主而言，其投放需求较大，且由于对品效结合的追求，需求越发复杂，但公司自身并没有足够精力及经验完成其多样化的营销需求，因此需要营销服务商的帮助。而中小型营销服务商业务单一，投放量小，资金实力不足，较难满足大型品牌主的需求。综合类服务商则基于其综合性营销手段，具备提供综合服务的能力，能够更好实现品牌主品效合一的需求；大型营销企业则具有强资金实力，对媒体端议价能力相对更强，从而投放成本更低。因此，大型广告主更易将预算分配给大型营销服务公司提供整合的全链路营销服务。

**从下游来看，规模是营销公司降低采购成本的关键。**对于营销公司而言，其主要利润来源于广告主投放金额及媒体采购成本之间的利差。而采购成本主要与媒体返点有关。当营销公司投放的金额越多，媒体返点比例也越高，相应的体现为更低的采购成本。例如，2016年公司招股说明书披露的腾讯一般展示类广告季度返点，投放金额越大，返点越大。同时，返点越大，则广告主也能享受更低的投放成本，从而进一步增大投放预算。因此，华扬联众等大型营销企业将具有较强竞争优势。

表1: 腾讯一般展示类广告季度返点 (2016年)

金额	返点
10-50 万	5%
50-100 万	6%
100-250 万	7%
250-500 万	8%
500-1000 万	9%
1000-2000 万	10%
2000 万以上	11%

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

## 2.2. 竞争优势: 打通产业链全链路布局, 助力客户、媒体、数据资源沉淀

### 2.2.1. 全链路整合营销, 满足品牌主多元化需求

大中型品牌主通常具有复杂且多样化的需求, 中小型服务商单一业务通常难以满足其需求, 因此其更倾向于选择大型综合服务类公司。华扬联众打通产业链全链路布局, 从而能够满足客户需求, 从内容开发、精准营销到效果监测, 覆盖营销全流程, 为客户提供一站式服务。

**对全链路营销的布局及深化, 也将帮助企业紧抓时下热点。**随着品牌主对广告效果需求的升级以及短视频等广告的快速发展, 我们认为公司的全链路布局也将帮助公司能够快速入局新兴领域, 实现业务的快速转型。

**公司的主要布局为: 内容开发及运营方面,**公司旗下子公司旗帜传媒主要负责内容领域的开发, 打造优质内容作品, 代表作有《人生一串》、《出发吧爱情》等。

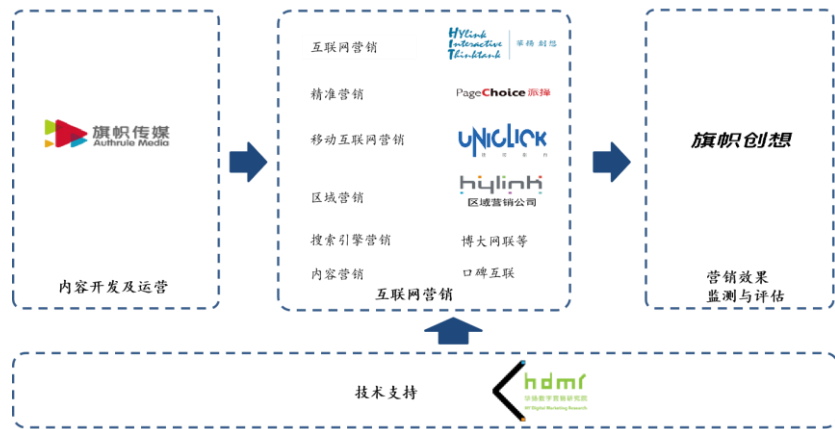
**互联网营销方面, 主要分为以下细分领域:**

- (1) **互联网营销:** 华扬创想为客户提供营销解决方案及顾问咨询。
- (2) **精准营销:** 派择网络基于数据产品, 引入用户行为数据, 优化数字营销环节, 运营 DMP 产品 PageChoice Action。
- (3) **移动互联网营销:** 捷报指向以用户数据为核心, 形成效果提升的优化解决方案, 擅长 H5、AR、VR 技术。
- (4) **搜索引擎营销:** 博大网联在 Google 搜索引擎营销领域具有丰富经验, 系目前 Google 在国内主要的营销代理公司之一。
- (5) **内容营销:** 口碑互联专门从事互联网内容广告。

**技术支持方面,**旗帜创想提供营销效果监测与评估; 上海用宏在互联网技术领域具

有优势，是“魔图”技术的研发公司；华扬数字营销研究院帮助公司建立战略思考及发展模型

图17: 公司全链路营销布局



数据来源：东吴证券研究所绘制

### 2.2.2. 客户、媒体、数据资源沉淀，打造公司竞争壁垒。

中大型品牌主投放金额更大，且数量相对较少，仅为各行业头部几家公司，是大型营销公司的抢夺重点。华扬联众规模较大，且提供全链路服务，能够满足客户复杂多元的需求，竞争优势明显，易受大客户青睐；丰富的客户及媒体资源有助于公司持续积累行业营销经验并拓展行业内新客户，从而实现业绩增长；这些资源需长期积累，且需要公司具备一定实力，先发优势明显，为公司业绩构筑护城河。

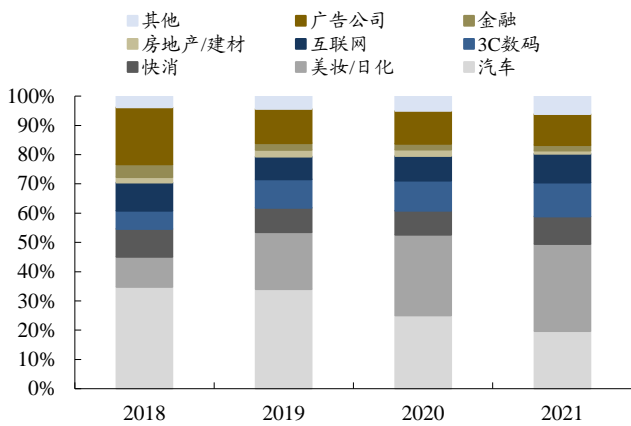
**客户资源丰富，横向拓展客户面及纵向深化客户关系将推动业绩增长。**华扬联众目前拥有百家左右中大型客户，涵盖美妆、快消、汽车、3C、互联网、房地产、金融、广告等多个行业，客户多为行业内头部公司。其客户资源优势主要体现为两方面：客户面的拓展及客户关系的深化，这将推动公司未来营销业务业绩增长。

**纵向深化客户关系，老客户粘性强。**有赖于公司全链路营销服务的不断拓展，公司与大品牌客户保持深度合作，具有较长合作年限。其自 2003 年开始与上汽通用合作，自 2014 年起与 OPPO 合作，自 2015 年起与京东及雅诗兰黛合作；并不断深化与安踏、飞鹤和上汽通用五菱等客户的合作关系。优质的客户资源及与老客户持续深度的合作关系为公司稳定发展奠定了良好基础。

**依托行业营销经验，横向拓展新客户。**优质客户的国际化视野及复杂营销需求推动公司深度理解相关行业并持续积累行业相关营销经验。基于与雅诗兰黛，上汽通用等公司大客户的持续合作，公司能够依托丰富的行业经验，拓展美妆、汽车行业营销相关客户。2018-2021 年，在前五大客户收入保持稳定的情况下，公司营销收入中来源于美妆行业的收入持续走高，从 2018 年的 10.27% 提升至 2021 年的 29.69%。

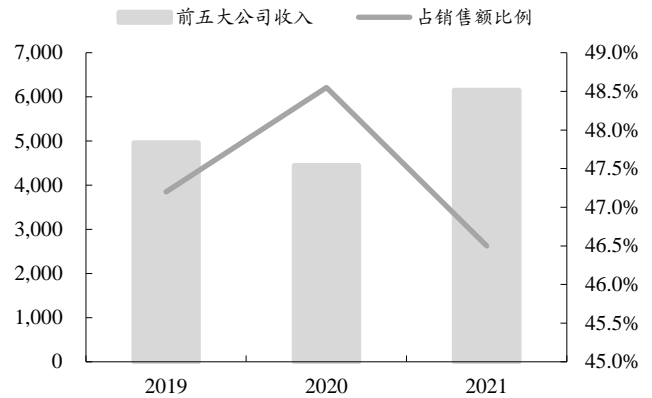


图18: 公司品牌营销收入占比 (按行业分类)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图19: 公司前五大客户收入 (百万元) 及占比

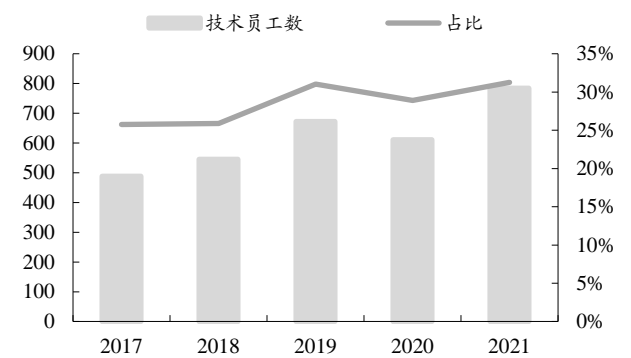


数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

**优质媒体资源入股, 媒体资源合作关系稳固。**公司与国内众多知名互联网媒体均有10年以上的合作经历, 与腾讯自2003年起开始合作, 与百度自2004年起开始合作, 合作关系稳固。同时, 优质媒体资源入股公司, 也为公司媒体资源获取提供稳定性。2011年, 新浪、腾讯、百度、搜狐、人人网等五家网站通过其各自的经营实体入股华扬联众。截至2022年5月, 百度及搜狐仍然为公司前十大股东。

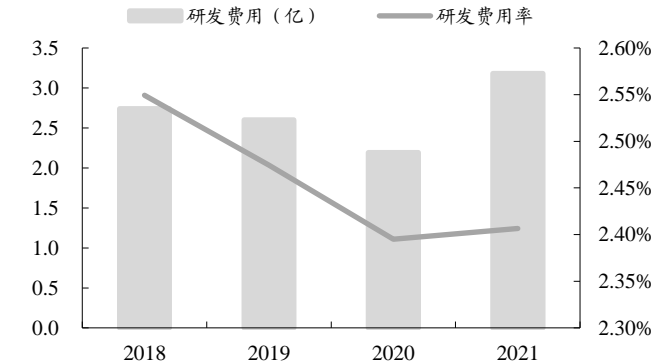
**数字资源方面, 公司重视技术投入, 实现海量数据资产的储存及应用。**公司2019/2020/2021年研发费用分别为2.6/2.2/3.2亿元, 研发费用率分别为2.5%/2.4%/2.4%。研发费用率超同行业其他公司, 蓝色光标2021年研发费用率仅为0.2%。同时, 公司具有庞大的技术团队, 2021年, 公司员工中技术人员达784人, 占总体员工比例高达31.3%。公司特别组建了数据分析研究部门, 专门进行数据采集、存储、分析应用方面的研发和运维工作, 以便更好的挖掘“数据”, 从而实现互联网营销效率的持续提升。

图20: 公司技术人员数及占总体比例 (人)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图21: 公司研发费用 (亿元) 及研发费用率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

### 2.3. 增长动力: 独家资源及 IP 积累有望提升利润率

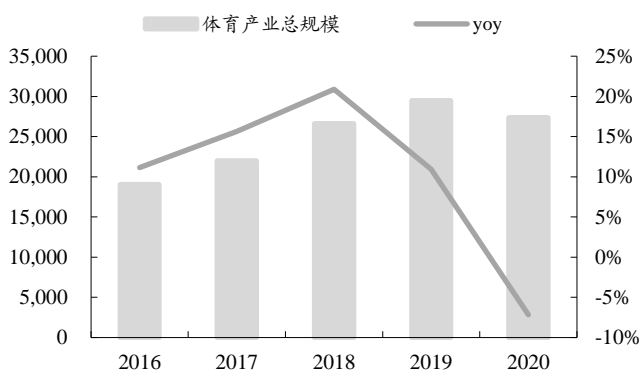


### 2.3.1. 体育资源：乘体育营销之风，原有链路赋能体育营销

**疫情短期冲击体育产业，长期增长逻辑不变。**根据国家统计局，我国体育产业 2016-2019 年 CAGR 达 15.8%，保持稳健增长。尽管在 2020 年，新冠疫情的扩散显著影响体育产业的发展，体育产业规模五年来首次下滑。但长期来看，我国体育人口仍有上升空间。根据国家统计局，2020 年我国体育人口（全国 7 岁及以上人口中经常参加体育锻炼）比例仅为 37.2%。2021 年，我国发布《全民健身计划（2021-2025 年）》，表示到 2025 年，全国体育产业规模达到 5 亿元，对应 2020-2025 CAGR 将为 12.8%。未来，体育政策仍将以推动全民健身为主线，这将为体育人口不断提升提供驱动力，全民健身潮也将推动体育产业长期发展。因此，我们认为，尽管疫情短期冲击体育产业，但待疫情逐渐复苏，体育产业将有望恢复稳健增长。

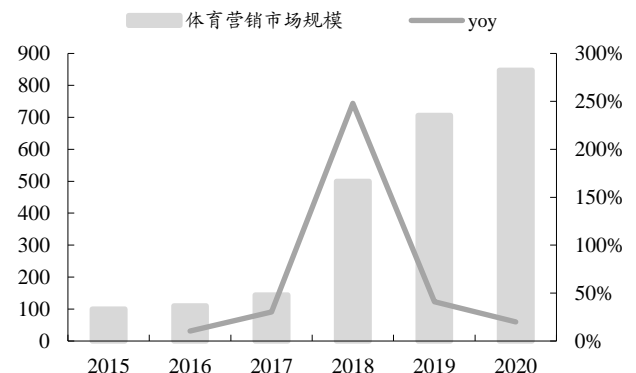
**需求驱动体育营销线上化，将成为数字营销新风口。**体育营销线上化加速进行的底层原因主要是体育用户观赛方式的转变。我们认为，这种转变主要由两种因素驱动：其一，疫情推动了体育用户从线下观赛转变为线上观赛。其二，短视频等新媒体的发展推动用户从电视端观赛转移至移动端观赛。这些体育用户观赛渠道及行为的转变影响了体育营销的方式及赞助商的营销渠道，为体育营销的线上化加速提供助力，同时体育营销的线上化进程也将推动体育赛事的破圈，向更多非体育受众推广。这也可以解释为什么在体育产业规模受疫情影响整体下降的 2020 年，体育营销市场规模仍能保持增长。伴随政策引导、全民体育潮及体育营销线上化，未来体育营销将成为营销行业新风口，为营销行业带来增量。

图22：中国体育产业总规模（亿元）及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图23：中国体育营销市场规模（亿元）及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

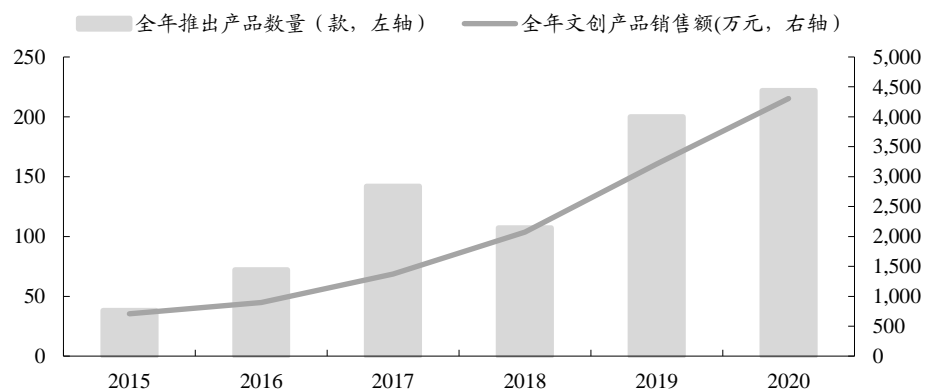
**奥运传播独家代理商，原有链路赋能体育营销，积累体育资源。**公司紧抓体育营销及冬奥浪潮，是 2022 年冬奥会的官方传播代理服务独家供应商。自 2019 年起，公司持续与北京冬奥组委会及相关赞助企业筹备冬奥会的传播活动。此前，公司已打造包含内容开发，互联网营销到效果评估的全链路营销生态。其优秀的内容制作能力，广告策划推广能力为冬奥的成功传播提供了基础。公司参与制作的《双奥之城 城市之光》系列宣传片发布后，转发超过 1.2 万篇，微博话题累计阅读量超过 15.8 亿。

本次冬奥会营销活动的成功开展将作为公司布局体育营销的起点，为公司持续获得体育资源提供助力。公司也将持续拓展品牌体育营销咨询、体育经济、体育内容制作和赛事资源代理等业务范畴。目前，在体育资源方面，公司已经签约张虹等奥运运动员，并以其为蓝本进行虚拟人创制；同时，公司 2020 年与欧洲最大体育传媒集团梅迪播达成合作，该公司业务覆盖内容制作、体育版权、视听内容等方面，将助力华扬联众在体育营销方面的发展，强大的赛事传播、内容制造方面将帮助华扬联众获得持续的体育资源。体育 IP 及资源与公司品牌客户的营销业务相结合，也将同步带动公司营销业务的增长。

### 2.3.2. 文博 IP: 与头部博物馆达成合作，打造数字化文博生态

**博物馆商业化及数字化发展趋势明显，助力公司 IP、资源获取。**自 2015 年起，国家陆续出台相关政策推动博物馆商业化规范发展，构建多元且丰富的博物馆体系。2020 年，《文化和旅游部关于推动数字文化产业高质量发展的意见》提出要推动线上线下融合，扩大优质数字文化产品供给。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，提出到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。随着政策支持及居民文化产品消费需求增加，我国文博产业迅速发展，以苏州博物馆文创产品开发为例，近几年其文创产品销售额处于高速增长态势。然而我国大部分博物馆均属于公立博物馆，其缺乏足够的 IP 商业化资金，因此其大多与商业化公司进行合作，从而探索 IP 的商业化及数字化道路，这为华扬联众取得相关文创资源提供助力。

图24: 中国苏州博物馆文创产品开发数据



数据来源：艾瑞咨询，苏州博物馆年鉴，东吴证券研究所

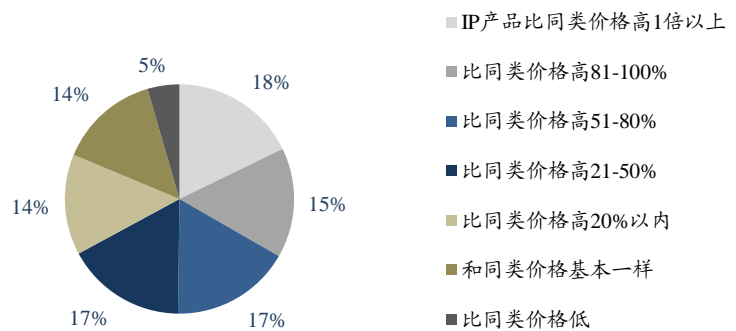
目前，公司已取得较多头部博物馆合作机会。基于公司强大的营销能力及数字技术能力，公司已与秦始皇帝陵博物院及故宫博物院等头部博物馆在文创 IP 开发、数字展陈建设、文创产品研发等方面达成合作。已经获得秦始皇帝陵博物院数字藏品独家授权，该数字藏品于 4.28 日出售，目前已售罄。并且，公司与故宫博物院合作开拓文博教育平

台“故宫云课”。2022年5月18日，于国际博物馆日，故宫学校与华扬联众旗下紫禁兰台联合开发运营的故宫云课，携手B站联合制作科普视频。

### 2.3.3. IP资源积累有望提振公司利润率

对于营销业务而言，公司获得的毛利为客户广告投放预算及媒体投放金额的差额。此前，公司独家IP及资源相对较少，其主要盈利来源于媒体返点，且处于行业中游，对于上下游议价能力相对较弱。未来，随着体育营销的高速发展及文博类消费需求增加，基于公司目前丰富的体育及文博类的独家IP及资源，公司于客户端议价能力将有望提升，例如，一旦客户投放方向为体育方向，其广告投放将会依赖于公司的相关IP及资源。公司独家的体育及文博类资源将有望提升溢价空间，从而提升公司的利润率，改善其盈利能力。中国玩具和婴童用品协会发布的《2022中国品牌授权行业发展白皮书》显示IP对产品的溢价作用明显。2021年，81.3%的受访消费者购买的授权产品价格高于同类产品，从此也可以看出IP及资源对于公司业务的提价能力。

图25：2021年受访消费者购买的授权产品与同类产品价格区别



数据来源：《2022中国品牌授权行业发展白皮书》，东吴证券研究所

## 3. 新零售：从“营”到“销”，新需求打开业绩增长点

依托于公司品牌运营业务，公司自2020年起开启新零售业务。公司新零售业务的探索主要分为两点：

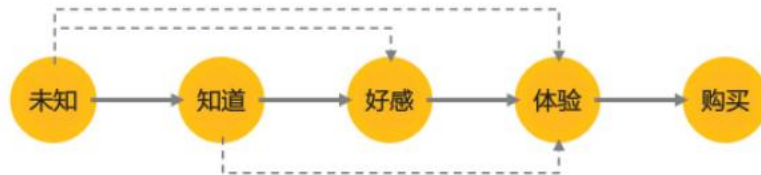
**(1) 汽车新零售：**1) 线下：通过现有网络，拓展经销商客户；整合大数据系统及技术资源，通过本地营销数据完成产供销与渠道直连；2) 线上：以自有和长期合作的优质汽车类短视频自媒体账号矩阵，制作高质量的汽车短视频内容，并与抖音、快手等多家媒体平台合作，分发汽车营销内容，从而精准触达用户，用户线上买本地提，为消费者创造、积累更多价值。；实现线上集客与线下交付、数据整合的全面覆盖，让顾客体会到经济方便、快捷、一对一的美好购车体验。

**(2) 免税新零售：**1) 与海旅投及Laos成立合资公司，进行免税商品的进口、分销和零售业务；2) 协助海南旅投全面布局线上免税服务体系。

### 3.1.1. 疫情加速汽车行业打通线下、线上销售渠道

公司对汽车新零售业务的探索本质为探索线下业务的线上化，打通线上、线下销售渠道，拓展传统业务的新需求。对于汽车销售而言，汽车属于高价商品，且消费者购买频次低，决策过程长且复杂。线下体验环节在用户的决策链路中发挥着重要作用。因此，传统汽车营销活动更多的通过车展曝光、新车发布会、节日营销等传统形式进行营销。

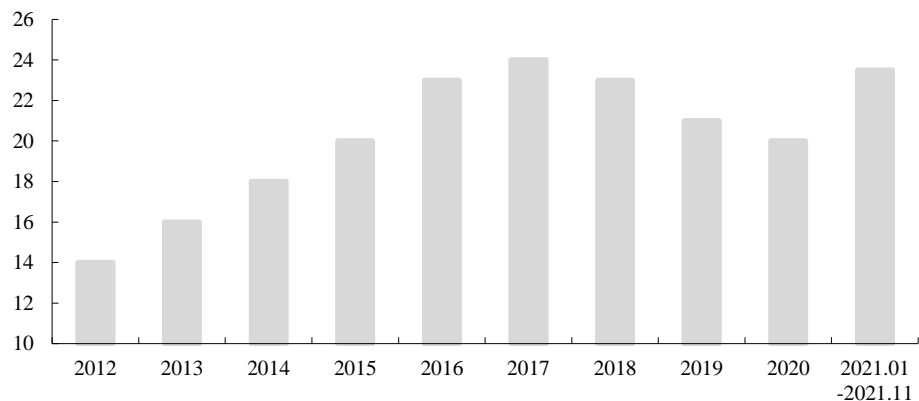
图26: 汽车购买用户行为链路



数据来源: QuestMobile, 东吴证券研究所

电商及短视频崛起叠加疫情影响加速传统线下业务的转型，“线上+线下”新零售运营需求应运而生。2018-2020年，中国乘用车销量呈下降趋势，在电商平台及短视频崛起的背景下，汽车行业探索线上化新机会。2020年，新冠疫情的扩散冲击线下门店，消费场景加速线上化，叠加电商及短视频平台的崛起，汽车行业谋求线上+线下相结合的销售模式。越来越多的企业通过电商平台及短视频平台触达消费者，促进消费。

图27: 中国乘用车销量 (百万辆)



数据来源: 《Z世代汽车观洞察报告》, 中国汽车工业协会, 东吴证券研究所

依托于技术及内容能力，缩短用户行为链路，提振汽车销售量。华扬联众具有长期深耕汽车营销及品牌运营行业所积累的经验，利用短视频等讯息高效且快速的传播，使得目标消费者能够迅速理解车型，从未知到好感，缩短用户行为链路。同时，以覆盖全国的服务网络体系为基础，实现线上买本地提。至今，公司已为北汽 BJ90、东风雪铁龙等汽车提供新零售运营服务。2020年Q4，公司开展的汽车新零售业务实现单月在线销售超过400辆，销售金额突破3亿元。2021年，公司新零售业务实现营收11.8亿元。

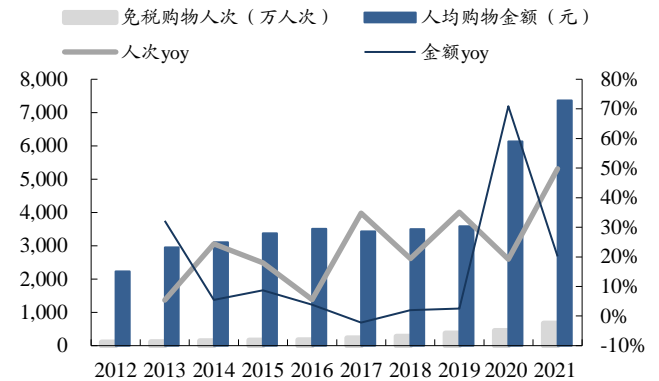
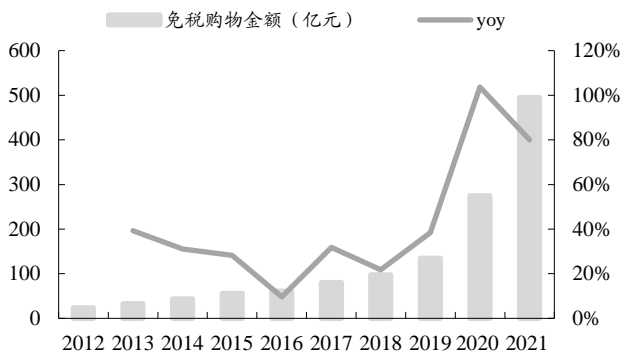
### 3.1.2. 离岛免税市场高速增长，政策持续利好



**政策利好将有望推动免税市场增长。**基于消费人次及人均购物金额的增长驱动，中国离岛免税市场高速增长，2021年中国离岛免税购物金额达495亿，同比增长80%。同时，为提振旅游消费市场，2020年财政部、海关总署及税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，拓展离岛免税商品品类、提高离岛旅客的年度免税购物额度，取消单件商品免税限额。政策利好将进一步促进免税消费市场的增长。

图28: 海南离岛免税购物金额（亿元）及 yoy

图29: 海南离岛免税购物人次（万人）及购物金额（元）



数据来源：中国海口海关，东吴证券研究所

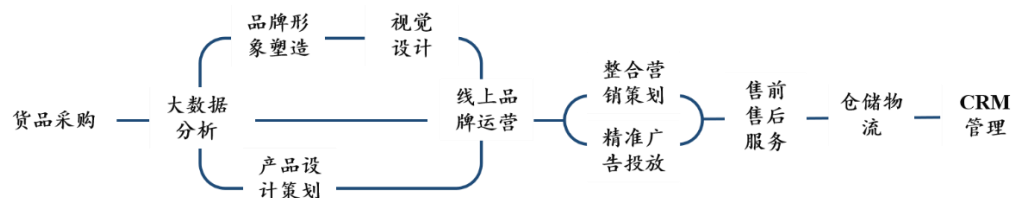
数据来源：中国海口海关，东吴证券研究所

**对于免税业务而言**，传统免税消费多发生于旅客旅游期间，旅客于当地/机场免税店进行购物，消费场景更多发生于线下。未来，向线上拓展新渠道将为免税行业带来新机遇。2021年年初，公司与海南旅投免税品有限公司、乐弘益（上海）企业管理有限公司（日本 Laox 株式会社中国子公司）签订战略合作协议，携手深入至供应链端，设立大型免税门店，目前已开设三家门店。公司也将协助海南旅投全面布局线上免税服务体系。我们认为，在政策利好免税产业背景下，公司免税新零售业务有望迎来增长。

### 3.1.3. 从营到销，需求整合将推动利润提升

由于新零售业务涉及产品的分销、代运营及零售端，我们认为其业务流程可以参考壹网壹创的线上营销业务流程。分销主要为结合互联网推广、广告投放将商品分销至各个经销商及用户。而代运营主要包括品牌营销、创意策划、产品设计等服务。

图30: 壹网壹创线上营销业务流程



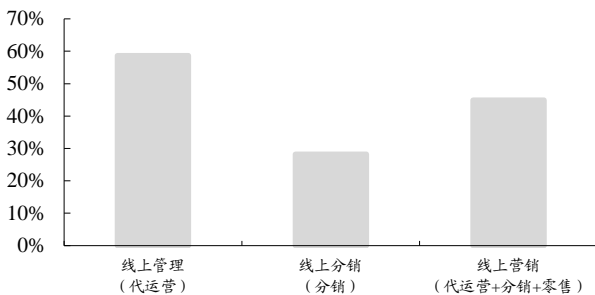
数据来源：壹网壹创财报，东吴证券研究所

对比壹网壹创毛利率可以发现，其各业务毛利率从大到小排可以分为：代运营>代运营+零售+分销>分销业务，代运营+零售+分销业务毛利率由于其覆盖从供给到消费者



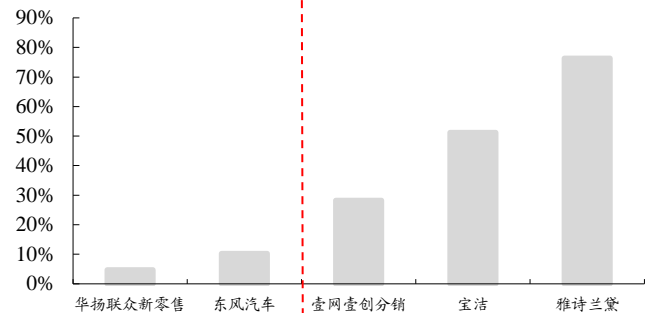
链条更多环节，相较分销环节具有更高毛利率。且通过对比相关企业毛利率可以看到，分销业务毛利率主要取决于销售产品品类。华扬联众目前新零售业务以汽车新零售为主，且 2020 年其新零售业务仍归入分销模式，而壹网壹创主要覆盖品牌为个护及美妆等品牌。

图31: 2021 壹网壹创各业务毛利率



数据来源：壹网壹创财报，东吴证券研究所

图32: 2021 各公司毛利率对比



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

注：华扬联众新零售分销业务宝洁及雅诗兰黛均截至 2021.06.30 年度

未来，高毛利免税业务及需求整合将推动公司毛利提升。公司新零售业务推动公司实现从营销端到产品端的转变。我们认为未来该业务毛利率将有望提升，主要分为两方面：

**免税商品具有较高的毛利率。**参考中国中免，2021 年其免税商品销售毛利率高达 37.82%，相较于有税商品毛利率 24.59% 处于较高水平。在政策利好免税产业背景下，公司免税新零售业务有望迎来增长，并享受到免税销售的高毛利。

**需求整合将有望提升新零售业务毛利率。**此前，公司主要通过分销及代运营两种独立的品牌运营模式切入产品端，客户的电商、市场及线下各部门需求较难整合。而通过新零售业务，公司能够深入产品端，整合相关目标及需求，运营效率更高。并且相对于分销业务而言，其覆盖产业链条更长，将有望带动毛利率的提升。

## 4. 元宇宙业务：文博 IP 赋能元宇宙业务，虚拟人具发展潜力

### 4.1. 内容依旧是业务核心，文博 IP 将赋能元宇宙业务

元宇宙是指一个基于 5G、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。元宇宙延伸于现实世界，其并非独立存在，可以视作载体，承载现实世界的相应内容。元宇宙应用场景如数字藏品等仍旧需要以内容为底蕴。

**文博 IP 承载历史文化内容，赋能数字藏品业务。**与国外 NFT 产业具有交易属性不同，国内的数字藏品强调数字资产的艺术价值及收藏属性，不开放二次交易，仅开放持

有一定时间后的转赠功能。这一属性与文博类 IP 天然契合，文博类 IP 能够赋予数字藏品故事性及文化内容；同时，文化博物馆中藏品的艺术性特征，也将延续至数字藏品上。目前，国内发行数字藏品大部分均为文博类数字藏品。截至 2022.05.30，2022 年在鲸探平台上发行的数字藏品中，大约 50% 的数字藏品为文博类数字藏品。

**数字藏品业务也为 IP 营销提供新模式。**数字藏品本身也是一种 IP 营销。数字藏品拓展了 IP 衍生品的品类，为 IP 提供了新的变现方式。同时，数字藏品也减少了文创类产品生产中的材料消耗，减少了相应成本。因此，我们认为，未来数字藏品业务与文博类 IP 的结合仍将持续进行，且有望成为文博类 IP 营销的主要方式之一。

**公司取得头部博物馆合作，拓展数字化文博新领域。**公司旗下的新画幅文创获得秦陵博物院文创数字藏品发行授权。“秦兵马俑之蒹葭潮团”数字藏品由博物馆及新画幅文创联合出品，以盲盒形式发售；在其发行平台摩点 APP 上能够使用 AR 拍照与现实结合；并开发“三阶合成玩法”，通过普通款藏品能够合成异色隐藏款。该数字藏品于 2022 年 4 月 28 日出售。至 2022 年 5 月 30 日，数字藏品已售罄。

图33: 蒹葭潮团数字藏品



数据来源：摩点 APP，东吴证券研究所

图34: 摩点 APP 应用 AR 拍照



数据来源：华扬联众公众号，东吴证券研究所

同时，公司还与故宫博物院等多个博物馆进行合作，陆续孵化了嬴小政、秦大伟等文创 IP，并正在开发基于区块链技术的数字藏品系列。头部博物馆 IP 及资源也将为公司业务提供溢价空间。

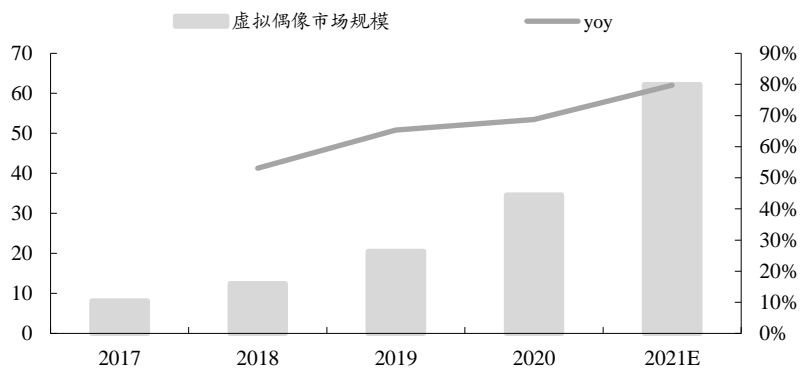
#### 4.2. 虚拟人：打造虚拟人 IP，助力品牌营销业务

**虚拟人提供更为个性化及低风险的服务，市场规模高速增长。**当前，中国的营销生态主要以短视频及直播为主，企业通过短视频及直播触及消费者。虚拟人能够提供更为个性化及低风险的服务：1) **虚拟人维持人设，风险较低。**虚拟主播是永生人，虚拟主播根据品牌形象及文化量身打造，规避跳槽、负面新闻等风险，人设始终如一。2) **虚拟人在直播间中的应用能够代替真人，加强互动，优化用户体验。**虚拟人在直播间中能够全天不间断与消费者互动并进行深度沟通，优化用户的观看体验，提升用户转化及直播效果。品牌方对于虚拟人的需求以及对于虚拟人在品牌宣传，直播带货等方面的应用需求持续增长。目前，中国虚拟偶像业务市场规模高速增长，根据艾媒咨询预测，2021 年我

国虚拟偶像市场规模达 62.2 亿元，同比增长 79.8%。

**公司持续探索，打造虚拟人 IP。自有 IP:** 1) 华扬联众旗下子公司上海骞虹文化传媒有限公司与其数字技术合作伙伴，于 2020 年已共同推出了虚拟形象“Aimee”。Aimee 完全由数字合成，具有背景故事及特有生活方式，其不是某个品牌形象或 IP 的人格化，而是一个独立的个体。2) 华扬联众旗下子公司上海骞虹文化传媒有限公司发布全新虚拟人“YOUNG”，**真人 IP:** 1) 2021 年，该公司与其数字合作团队打造景甜的数字虚拟形象“甜小甜”，其虚拟形象参 2022Dior 早春成衣秀，分享看秀之旅，帮助 Dior 为用户提供全新的看秀体验。2) 以已签约的张虹等奥运运动员为蓝本，创智体育虚拟人。

图35：中国虚拟偶像市场规模（亿元）



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

**虚拟人 IP 变现方式多样化，有望赋能营销业务，提升利润率。**虚拟人 IP 目前的主要变现方式有广告代言、直播带货、周边售卖、演唱会、专辑售卖等方式。我们认为，华扬联众作为营销公司，其虚拟人未来的主要变现方式为直播带货及广告代言。

**广告代言方面，赋能品牌营销业务。**一方面，公司将通过持续运营自有虚拟人 IP 与品牌进行商业化合作。另一方面，基于客户需求打造品牌数字资产及运营，为客户提供不同的营销方案。作为永恒数字资产，虚拟人塌房风险较小，虚拟人 IP 的打造与运营顺应沉浸式互联网时代的品牌主需求，有助于深化公司从内容生产到营销投放的全链路营销服务，为公司拓展品牌营销客户、提高营销收入带来驱动力，

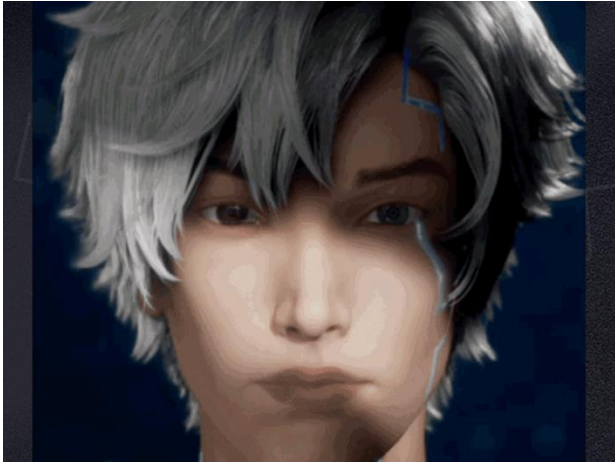
**虚拟人 IP 变现方式多样化，有望赋能营销业务，提升利润率。**虚拟人 IP 目前的主要变现方式有广告代言、直播带货、周边售卖、演唱会、专辑售卖等方式。我们认为，华扬联众作为营销公司，其虚拟人未来的主要变现方式为直播带货及广告代言。

**广告代言方面，赋能品牌营销业务。**一方面，公司将通过持续运营自有虚拟人 IP 与品牌进行商业化合作。另一方面，基于客户需求打造品牌数字资产及运营，为客户提供不同的营销方案。作为永恒数字资产，虚拟人塌房风险较小，虚拟人 IP 的打造与运营顺应沉浸式互联网时代的品牌主需求，有助于深化公司从内容生产到营销投放的全链路营销服务，为公司拓展品牌营销客户、提高营销收入带来驱动力。



直播带货方面，虚拟人将加持新零售业务，打造沉浸式购车氛围。依托数字虚拟形象技术，公司能够打造数字虚拟形象主播、制作数字虚拟形象短视频，从而实现虚拟人在短视频、直播中与用户的交流互动，带领消费者以沉浸式视角感受驾驶场景，打造全方位的虚拟试驾体验，带动新零售业务的效率及销量提升。

图36: 虚拟形象 YOUNG



数据来源：华扬联众公众号，东吴证券研究所

图37: 甜小甜现身发布会现场



数据来源：华扬联众公众号，东吴证券研究所

### 4.3. 依托传统 IP，打造元宇宙生态

2022年5月28日，华扬联众数字技术股份有限公司与北京凤凰数字科技有限公司签署战略合作协议，未来双方将以共同持续发展、合作双赢为宗旨，拟在数字 IP、元宇宙、创新营销等领域开展深度合作，并达成了关于“一方宇宙”项目的战略合作。“一方宇宙”的构建将为公司元宇宙业务提供自有平台，打造覆盖电商、社交、教育、数字藏品等领域的元宇宙线上线下生态。

图38: 凤凰数字科技《画游千里江山——故宫沉浸艺术展》



数据来源：华扬联众公众号，东吴证券研究所

“一方宇宙”战略合作，将助力营销场景创新。“一方宇宙”是基于 Web3 与元宇宙的沉浸式线上开放世界，将基于凤凰数字科技持有的《千里江山图》《清明上河图》等多

个中国优秀传统 IP，构建一个与现实世界平行的中国传统文化创新时空。随着 5G 应用的深化及沉浸式互联网时代的到来，品牌将面临全新的营销生态。元宇宙世界的创建将为品牌创造新型营销场景，有望与虚拟人业务结合，拓展客户营销需求，带动营收增长。

“一方宇宙”的建立将为新零售及数字藏品业务提供自有平台，打造元宇宙生态。未来，随着自有平台的建立，新零售业务中的直播带货、短视频发布及数字藏品的发行等有望在新平台上实现。同时，新平台支付将由工商银行数字人民币平台全面支持支付，让消费者的社交及消费联通交互，打造基于“内容生产—营销推广—支付交易”的元宇宙生态闭环。未来，新平台将陆续开通与大平台，行业垂类平台及品牌私域流量的深度合作，将通过实物产品，虚拟产品，数字藏品等业务的运营，实现真实与虚拟的多向收入变现，从而打造公司的元宇宙线上线下生态。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

我们对公司各业务的收入预测如下：

- 1) **品牌营销业务**：我们认为，公司品牌营销业务将保持稳健增长，预计 2022-2024 年收入增速为 3%/10%/11.5%。
- 2) **品牌运营业务**：我们认为，随着公司业务结构趋于稳定，品牌运营将恢复增长趋势，预计 2022-2024 年收入增速为 2.5%/10%/10%。
- 3) **影视节目**：我们预计影视节目 2022-2024 收入增速为 2.5%/5%/5%。
- 4) **新零售业务**：我们认为，随着政策及需求驱动，新零售业务将保持高速增长，预计 2022-2024 年收入增速为 20%/45%/45%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 138.1/156.9/181.8 亿元，同比增长 4.5%/13.6%/15.9%，归母净利润分别为 3.0/4.0/4.8 亿元，同比增长 32.4%/30.9%/20.4%，EPS 分别为 1.2/1.6/1.9 元，对应当前股价 PE 分别为 16.2/12.4/10.3 倍。

表2：公司营业收入及拆分（单位：百万元，%）

	2021	2022E	2023E	2024E
品牌营销	11834.2	12189.2	13408.2	14950.1
yoy	39.3%	3.0%	10.0%	11.5%
品牌运营	172.8	177.1	194.8	214.3
yoy	-39.2%	2.5%	10.0%	10.0%
影视节目	23.0	23.6	24.7	26.0
yoy	-58.4%	2.5%	5.0%	5.0%



新零售业务	1183.7	1420.5	2059.7	2986.5
yoy	283.9%	20.0%	45.0%	45.0%
总收入	13213.7	13810.4	15687.4	18176.9
yoy	44.5%	4.5%	13.6%	15.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

## 5.2. 估值

我们使用可比公司估值法进行估值，选取蓝色光标、浙文互联、三人行作为可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 19.8/15.5/12.8 倍，考虑到公司为国内营销领先企业，竞争优势稳固，元宇宙+新零售将打开业务想象空间，给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应市值为 76 亿元，我们看好公司元宇宙及新零售业务发展潜力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表3：可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300058.SZ	蓝色光标	158.2	733.0	901.0	1074.0	21.6	17.6	14.7
600986.SH	浙文互联	86.8	388.6	489.9	578.2	22.3	17.7	15.0
605168.SH	三人行	114.6	737.2	1022.1	1313.4	15.5	11.2	8.7
	平均值					19.8	15.5	12.8
603825.SH	华扬联众	49.0	303.1	396.9	477.9	16.2	12.4	10.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：以 2022 年 6 月 14 日收盘价计算，浙文互联、三人行 2022-2024 归母净利润为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

**市场竞争加剧风险。**我国广告行业的市场集中度相对较低，如果公司未来无法满足客户的整合营销需求，将影响公司的营业收入及盈利水平。

**核心客户流失风险。**2021 年公司前五大客户收入占总收入规模达 45%以上，若核心客户流失，将对公司业绩造成较大影响。

**新业务不及预期风险。**公司布局新零售业务及元宇宙相关业务，若这些新业务发展不及预期，可能会影响公司的业绩。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>8,220</b>	<b>9,088</b>	<b>10,651</b>	<b>12,114</b>	<b>营业总收入</b>	<b>13,214</b>	<b>13,810</b>	<b>15,687</b>	<b>18,177</b>
货币资金及交易性金融资产	987	1,249	1,548	1,954	营业成本(含金融类)	11,756	12,199	13,829	16,016
经营性应收款项	6,586	7,107	8,370	9,361	税金及附加	15	15	16	18
存货	218	323	326	366	销售费用	564	583	649	745
合同资产	76	27	40	62	管理费用	193	202	218	248
其他流动资产	353	382	366	371	研发费用	318	334	376	436
<b>非流动资产</b>	<b>897</b>	<b>926</b>	<b>962</b>	<b>991</b>	财务费用	86	108	134	152
长期股权投资	106	111	119	127	加:其他收益	68	70	79	82
固定资产及使用权资产	309	314	320	326	投资净收益	-8	-14	-9	-13
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	40	50	57	65	减值损失	-71	-60	-60	-60
商誉	112	121	132	139	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	31	33	36	36	<b>营业利润</b>	<b>272</b>	<b>367</b>	<b>474</b>	<b>571</b>
其他非流动资产	298	298	298	298	营业外净收支	-14	-12	-13	-16
<b>资产总计</b>	<b>9,117</b>	<b>10,014</b>	<b>11,612</b>	<b>13,106</b>	<b>利润总额</b>	<b>258</b>	<b>355</b>	<b>461</b>	<b>555</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,565</b>	<b>7,165</b>	<b>8,374</b>	<b>9,399</b>	减:所得税	39	58	71	86
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,737	2,012	2,312	2,612	<b>净利润</b>	<b>219</b>	<b>297</b>	<b>389</b>	<b>469</b>
经营性应付款项	4,135	4,462	5,157	5,821	减:少数股东损益	-10	-6	-8	-9
合同负债	89	53	80	94	<b>归属母公司净利润</b>	<b>229</b>	<b>303</b>	<b>397</b>	<b>478</b>
其他流动负债	605	638	825	872	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.90	1.20	1.57	1.89
非流动负债	236	236	236	236	EBIT	366	469	602	716
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	458	474	609	723
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.03	11.67	11.84	11.89
租赁负债	212	212	212	212	归母净利率(%)	1.73	2.19	2.53	2.63
其他非流动负债	24	24	24	24	收入增长率(%)	44.51	4.52	13.59	15.87
<b>负债合计</b>	<b>6,801</b>	<b>7,401</b>	<b>8,610</b>	<b>9,635</b>	归母净利润增长率(%)	9.28	32.38	30.93	20.41
归属母公司股东权益	2,319	2,623	3,019	3,497					
少数股东权益	-4	-10	-17	-27					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,316</b>	<b>2,613</b>	<b>3,002</b>	<b>3,471</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,117</b>	<b>10,014</b>	<b>11,612</b>	<b>13,106</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	360	155	198	323	每股净资产(元)	9.16	10.35	11.92	13.81
投资活动现金流	-64	-60	-65	-65	最新发行在外股份(百万股)	253	253	253	253
筹资活动现金流	172	167	166	148	ROIC(%)	8.58	8.63	9.82	10.23
现金净增加额	464	262	299	406	ROE-摊薄(%)	9.87	11.56	13.14	13.66
折旧和摊销	92	6	6	7	资产负债率(%)	74.60	73.91	74.15	73.52
资本开支	-25	-41	-44	-43	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.41	16.17	12.35	10.26
营运资本变动	-101	-346	-618	-434	P/B (现价)	2.11	1.87	1.62	1.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

